



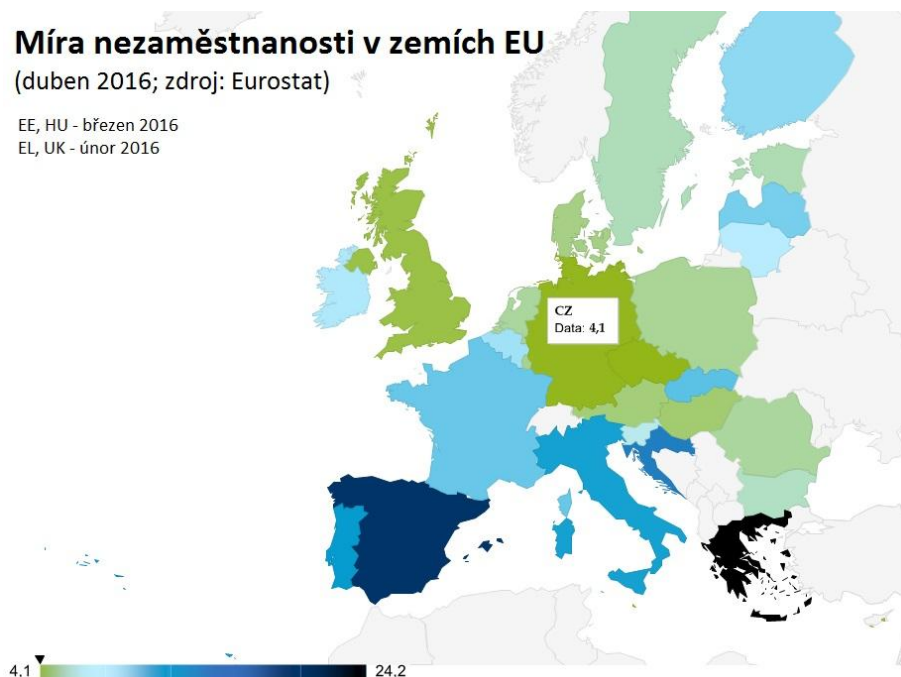
- **Česká republika**  
Česká ekonomika zpomaluje 2
- **Eurozóna**  
ECB zatím nic nového nechystá 3
- **Výhled na týden**  
Česká inflace si vybere oddechový čas 6

## Česká nezaměstnanost zůstává nejnižší v celé Evropě

### Míra nezaměstnanosti v zemích EU

(duben 2016; zdroj: Eurostat)

EE, HU - březen 2016  
EL, UK - únor 2016



Míra nezaměstnanosti v Evropské unii spadla v dubnu na nová sedmiletá minima (8,7 %). Česko zůstává evropským premiantem, a i když se míra nezaměstnanosti oproti březnu nezměnila, zůstává na úrovni 4,1 % nejnižší v celé EU.

## Česká ekonomika zpomaluje

Petr Dufek

### Nejnovější čísla z ekonomiky nepřekvapila.

Aktuální data o HDP za první čtvrtletí potvrzuje již dříve zveřejněný bleskový odhad statistického úřadu. Ekonomika ve srovnání s koncem roku rostla v prvním čtvrtletí o 0,4 %, což znamenalo meziroční zvýšení výkonu o 3 %. Potvrdilo se tak očekávání o postupném vyčerpání vlivů, které stimulovaly HDP v loňském roce. Asi nejviditelnějším faktorem bylo dočerpávání peněz z fondů EU, avšak daleko podstatnějším byl fakt, že se vytvořil velmi vysoký srovnávací základ v průmyslu, který je jen obtížné ve stejné míře dále navyšovat. Navíc v době, kdy se část průmyslu potýká s výpadky produkce nebo se silnou konkurencí z východu.

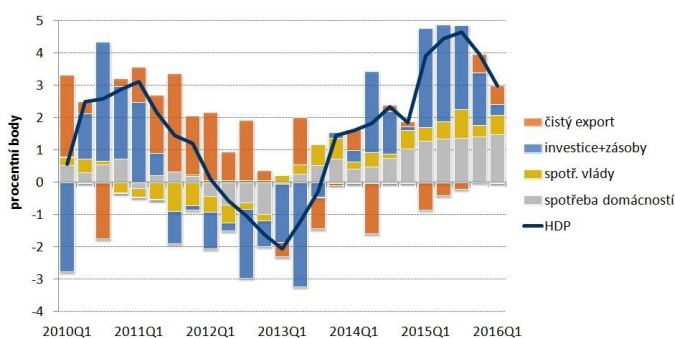
### Na místo investic nyní ekonomiku táhne spotřeba.

Asi není žádným překvapením, že se mění struktura růstu z investic směrem ke spotřebě domácností, která je pozitivně ovlivněná poklesem nezaměstnanosti a růstem reálných mezd odrážejícími se ve zlepšování finanční situace domácností. Fakticky tak jde celá polovina růstu na vrub domácnostem a jejich ochotě nakupovat zejména zboží dlouhodobé spotřeby, tedy automobily. A to už vlastně není vůbec žádným překvapením, když vezmeme v úvahu vývoj maloobchodních tržeb v posledním roce. Investice ustupují ze své loňské „slávy“, nikoliv však proto, že by zavládl strach z budoucnosti a méně se investovalo, ale proto, že se v posledních dvou letech investovalo velmi silně. Navíc za částí nedávných investic stály evropské peníze a jednorázové nákupy techniky pro armádu. V menší míře investují i firmy, které ovšem v posledních letech výrazně navýšily a obnovily své produkční kapacity a pomalu se dostávají do situace, kdy jim chybí kvalifikovaní zaměstnanci.

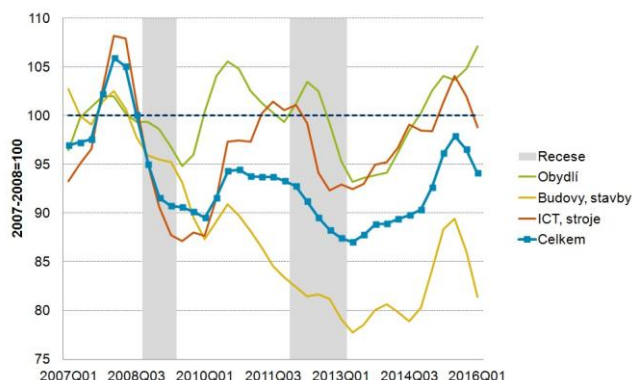
### Růst ekonomiky nejspíše ještě dále zpomalí až na přibližně 2,5 %.

Příznivou zprávou je, že růst ekonomiky nestojí pouze na domácí spotřebě, ale docela zdárně mu sekunduje i zahraniční obchod. Jde především o odraz masivního boomu, který zažívá automobilový průmysl směřující letos k novým historickým rekordům. Vzhledem k pokračujícímu zájmu o nové vozy v Evropě lze předpokládat, že s pozitivním příspěvkem k růstu HDP můžeme u automobilek počítat i v dalších čtvrtletích roku. Celkově česká ekonomika v letošním roce zpomaluje, avšak nejde o útlum, ale pouze o návrat k udržitelnějším hodnotám růstu po odeznění silné investiční vlny. Růst hospodářství stojí na solidních základech a navíc je patrný téměř ve všech odvětvích ekonomiky. Předpokládáme, že ve zbytku roku ekonomika zpomalí na zhruba 2,5 %.

**Příspěvek poptávky k růstu HDP**  
(sezónně očištěná data)



**Trend investic v české ekonomice**



## ECB zatím nic nového nechystá

Jan Bureš

### ECB lehce zvýšila inflační výhled na rok 2016.

ECB protahuje oddychový čas. V červnu ponechala měnově-politické nástroje beze změny a ani tisková konference nepřinesla nic revolučního. ECB v tuto chvíli zdá se nechystá nic nového, což může být pro euro jistá úleva.

Šéf ECB Mario Draghi ve čtvrtek nebyl pod velkým tlakem. ECB lehce zvýšila inflační výhled na rok 2016 (roky 2017 a 2018 nechává beze změny). Po silném prvním kvartále si nemusí nijak lámat hlavu s výkonem ekonomiky. Ten sice v dalším průběhu roku pravděpodobně zpomalí, podle měkkých čísel (PMI, Ifo) by to ale nemělo být kritické. I proto ECB kosmeticky zvýšila výhled na růst v tomto roce na 1,6 % (roky 2017 a 2018 opět beze změny).

### Mario Draghi zdůraznil, že teď je třeba čekat.

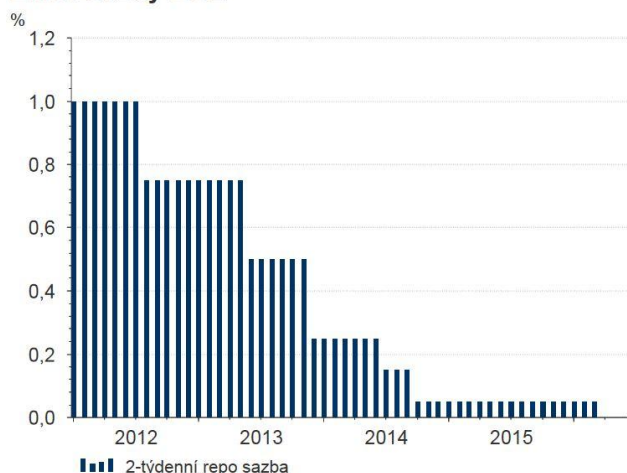
Mario Draghi tak s o něco lepším inflačním i růstovým výhledem v ruce mohl bez větších problémů zdůraznit, že teď je třeba čekat. Na efekty netradičních měnových nástrojů je třeba podle něj trpělivě vyčkávat déle a trpělivěji než na efekty nižších sazeb. Samotný program na skupování korporátních dluhopisů navíc startuje až v tomto týdnu a první nové TLTRO je na programu až 22. června.

Mario Draghi tak sice celkově potvrdil přetrvávající holubičí orientaci ECB, na druhé straně dal ale trhům najevo, že pokud se nenaplní některé z externích rizik (Brexit, Čína), nemohou od ECB v nejbližší době počítat s další podporou. Krátké eurové sazby a výnosy tak pravděpodobně v reakci na jeho slova zůstanou stabilní.

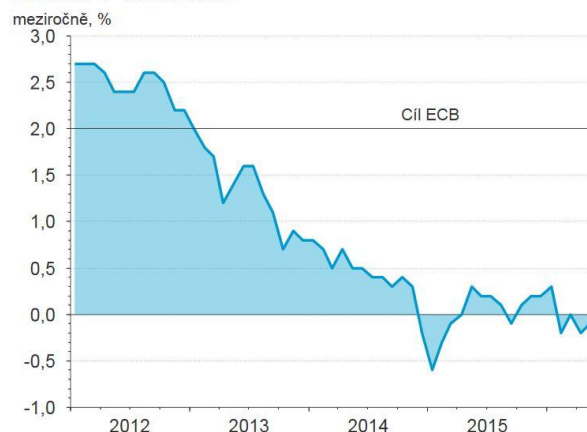
### Inflace v eurozóně meziročně dál klesá.

Květnová inflace v eurozóně meziročně dál klesá, i když volněji než v dubnu (-0,1 % y/y). Pohled od struktury zůstává stejný. Ceny táhnou dolů především energie a pohonné hmoty (více jak -8 % meziročně), zatímco zdražují zejména služby (+1 % y/y). Inflace by měla mířit pozvolna vzhůru až od července, kdy začne pomalu vyprchávat efekt levných cen pohonných hmot.

EMU: Sazby ECB



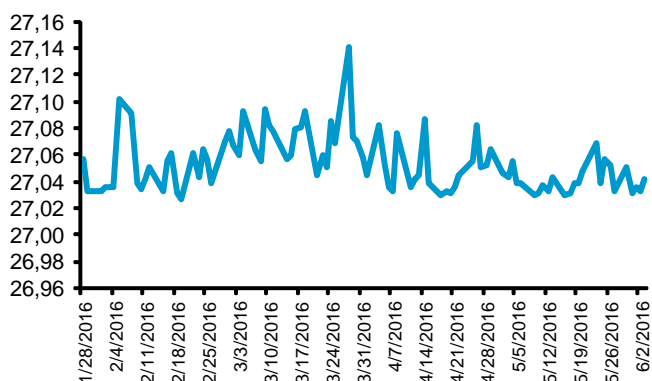
Inflace v eurozóně



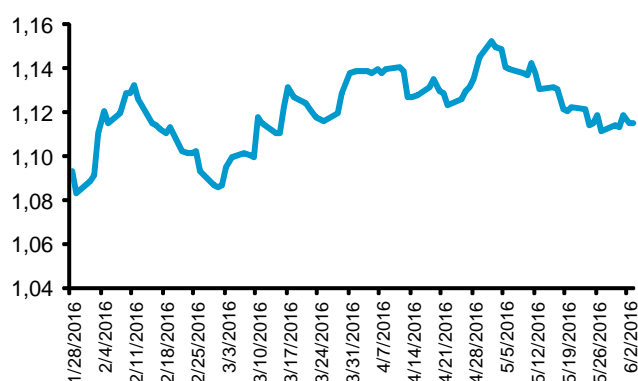
Source: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

## Přehled trhů

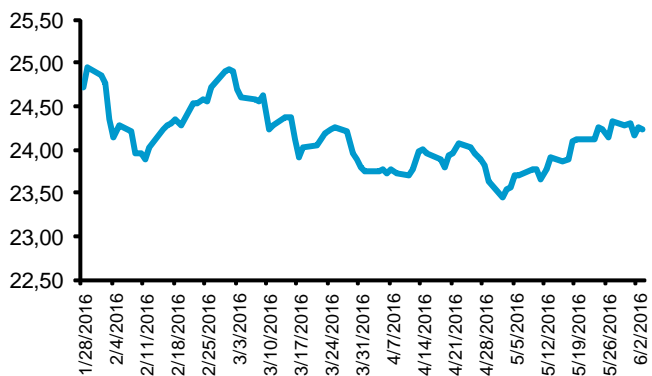
**EURCZK**



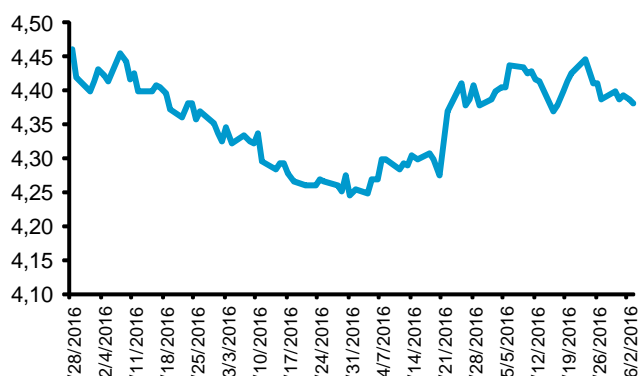
**EURUSD**



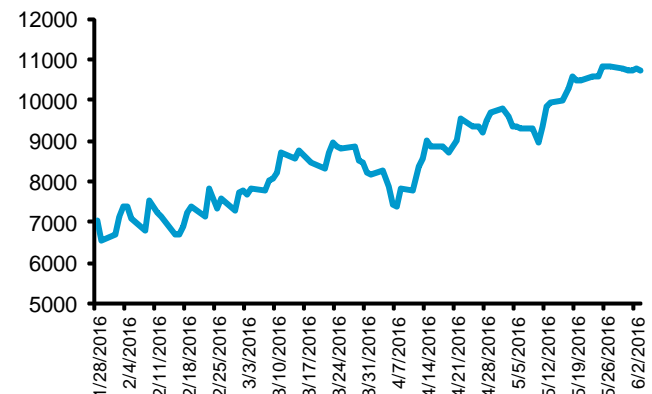
**USDCZK**



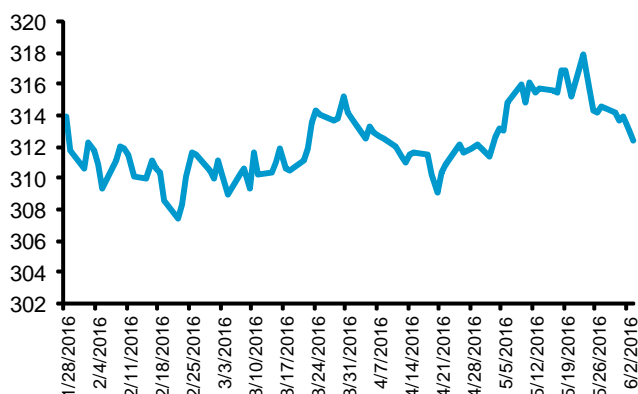
**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

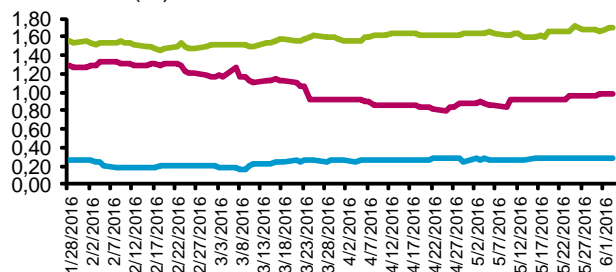


**EURHUF**



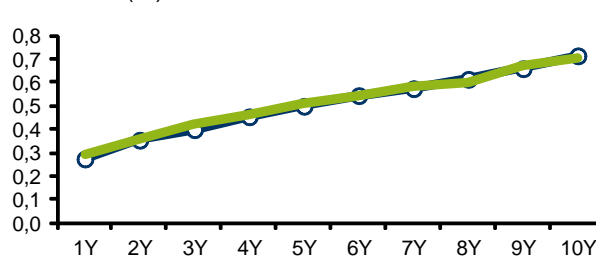
Zdroj: Thomson Reuters

FRA 3x6 (%)



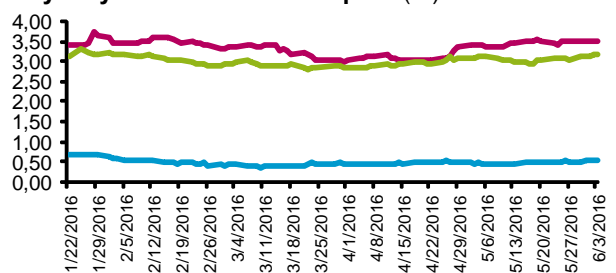
— ČR — Maďarsko — Polsko

IRS CZK (%)



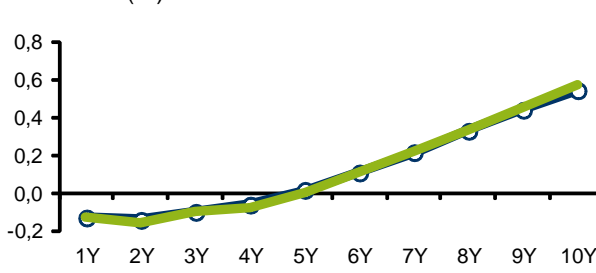
—○— 06/02/16 — 05/26/16

Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



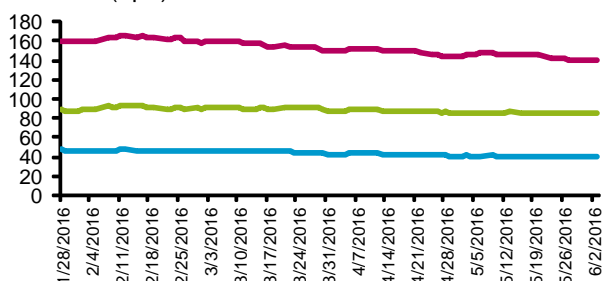
— ČR — Maďarsko — Polsko

IRS EUR (%)



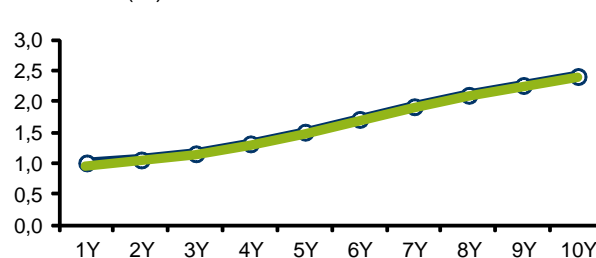
—○— 06/02/16 — 05/26/16

CDS 5Y (bps)



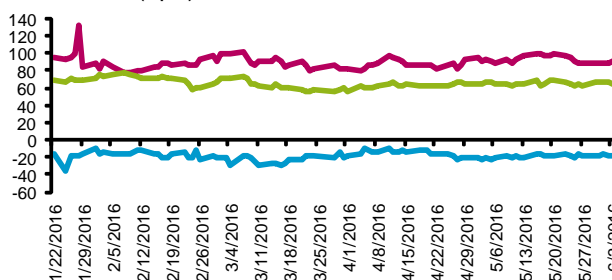
— ČR — Maďarsko — Polsko

IRS HUF (%)



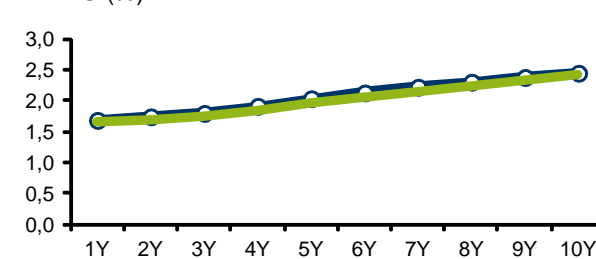
—○— 06/02/16 — 05/26/16

ASW 10Y (bps)



— ČR — Maďarsko — Polsko

PL IRS (%)



—○— 06/02/16 — 05/26/16

Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

### PO 9:00, CZ Mzdy (% , y/y)

	Q1-16	Q4-15	Q1-15
Nominální mzda	4,3	3,9	2,3
Reálná mzda	3,8	3,8	2,2

### UT 9:00, CZ Průmyslová výroba (% , y/y)

	IV.16	III.16	IV.15
Měsíčně	2,4	0,6	4,5
kumul. od ledna	2,4	2,4	4,7

### ST 9:00, HU Inflace (%)

	V.16	IV.16	V.15
Inflace y/y	0,2	0,2	0,5

### ST 14:00, PL Zasedání NBP

	Náš odhad	Poslední změna
hlavní sazba v %	1,50	3/2015
změna v b. bodech	0	-50

### ČT 9:00, CZ Inflace (%)

	V.16	IV.16	V.15
Inflace m/m	0,1	0,6	0,3
Inflace y/y	0,3	0,6	0,7
Měnově politická inflace y/y	0,2	0,4	0,5

## CZ: Růst mezd akceleruje

Mzdy začínají být vzhledem k rostoucímu napětí na trhu práce velmi sledovaným ukazatelem. Navíc ČNB jim věnuje velkou pozornost, neboť od nich jednak očekává podporu pro růst inflace a současně skrze ně vnímá vývoj inflačních očekávání. Předpokládáme, že tentokrát nominální růst mezd překoná hranici čtyř procent. Náznaky zrychlení mezd v podnikatelském sektoru byly patrné už v závěru loňského roku a letošní data z průmyslu toto očekávání dále podporují. ČNB by proto mohla být s novými daty spokojena a diskutovaná možnost další „devalvace“ by tak mohla zůstat u ledu.

## CZ: Růst průmyslu jistí automobilky

Na průmyslu jsou vidět známky postupného zpomalování dynamiky. Hlavním motorem odvětví zůstávají automobilky doprovázené výrobci elektrických zařízení, nicméně i zde bylo v posledních měsících vidět pozvolné zpomalování růstu nových zakázek. Část průmyslu se tak již nachází v blízkosti svých produkčních možností, zatímco další část strádá v důsledku laciné východní konkurence (ocel) a technických výpadků produkce (chemie, rafinérie, energetika). Přesto bude průmysl i nadále tím hlavním odvětvím táhnoucím naši ekonomiku vzhůru.

## HU: Inflace zůstane těsně nad nulou

Vyšší ceny ropy spolu se silnějším dolarem zdrazily ceny pohonných hmot, což v květnu podpořilo maďarskou inflaci stejně jako vyšší ceny ovoce. K inflaci také pomohly zdražující služby, které jsou výsledkem silné soukromé spotřeby. Vyšší meziroční inflaci bude nicméně bránit relativně vysoká srovnávací základna z minulého roku.

## PL: NBP stále nemá důvod úroky měnit

Dosluhující prezident NBP Belka se několikrát jasně vyjádřil, že polská centrální banka preferuje stabilitu úrokových sazeb neohledně na zápornou míru inflace. Kromě toho NBP považuje za velké riziko hlasování o Brexitu ve Velké Británii (23.6.), což je další důvod pro to, aby se měnová politika v Polsku neměnila.

## CZ: Krátkodobý ústup inflace

Po minule překvapivě vyšším růstu by se tentokrát inflace mohla na chvíli opět mírně snížit. Za meziročním očekávaným poklesem je vyšší srovnávací základ z loňského roku. Nicméně nepředpokládáme, že by toto snížení inflace mělo příliš dlouhého trvání. V cenách se začne ve větší míře odrážet zdražování pohonných hmot z titulu růstu cen ropy na světových trzích, které spolu s růstem cen ve službách posune inflaci na podzim do blízkosti jednoho procenta. Dosažení inflačního cíle však i tak připadá v úvahu nejdříve až v průběhu roku 2017.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	06.06.2016	8:00	Tovární zakázky	%	04/2016			-0,5	0,2	1,9	1,7
USA	06.06.2016	8:00	Projev Rosengrena v Helssinkách	Fed	06/2016						
ČR	06.06.2016	9:00	Reálné mzdy	%	1Q/2016		3,8		3,8		3,8
ČR	06.06.2016	9:00	Maloobchodní tržby	%	04/2016		6		6,4		5
USA	06.06.2016	18:30	Projev Yellenové ve Filadelfii	Fed	06/2016						
Německo	07.06.2016	8:00	Průmyslová výroba	%	04/2016			0,6	0,7	-1,3	0,3
Francie	07.06.2016	8:45	Obchodní bilance	mld. EUR	04/2016					-4,4	
ČR	07.06.2016	9:00	Obchodní bilance (národní)	mld. CZK	04/2016	20		18,9		21,7	
ČR	07.06.2016	9:00	Stavební výroba	%	04/2016						-12,5
ČR	07.06.2016	9:00	Průmyslová výroba	%	04/2016		2,4		4,0		0,6
Maďarsko	07.06.2016	9:00	Průmyslová výroba	%	04/2016				1	-1,1	-2,4
Maďarsko	07.06.2016	9:00	HDP	%	1Q/2016 *F					-0,8	0,9
EMU	07.06.2016	11:00	HDP	%	1Q/2016 *F			0,5	1,5	0,5	1,5
Maďarsko	07.06.2016	16:00	Rozpočtové saldo	mld. HUF	05/2016						-144,9
USA	07.06.2016	19:00	3letá aukce	mld. USD	06/2016			24			
ČR	08.06.2016	9:00	Míra nezaměstnanosti 15-64	%	05/2016	5,4		5,4		5,7	
Maďarsko	08.06.2016	9:00	Inflace	%	05/2016		0,2	0,6	0,1	0,8	0,2
Maďarsko	08.06.2016	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	04/2016 *P			525		952	
Polsko	08.06.2016	14:00	Zasedání RPP	%	06/2016	1,5		1,5		1,5	
USA	08.06.2016	19:00	10letá aukce	mld. USD	06/2016			20			
Německo	09.06.2016	8:00	Obchodní bilance	mld. EUR	04/2016			22,8		26	
Německo	09.06.2016	8:00	Běžný účet	mld. EUR	04/2016			22,3		30,4	
ČR	09.06.2016	9:00	Inflace	%	05/2016	0,1	0,3	0,1	0,4	0,6	0,6
EMU	09.06.2016	9:00	Projev Draghiho v Bruselu	ECB	06/2016						
USA	09.06.2016	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	06/2016					267	
USA	09.06.2016	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	06/2016					2172	
USA	09.06.2016	19:00	30letá aukce	mld. USD	06/2016			12			
Německo	10.06.2016	8:00	Inflace	%	05/2016 *F			0,3	0,1	0,3	0,1
Německo	10.06.2016	8:00	Harmonizovaná inflace	%	05/2016 *F			0,4	0	0,4	0
Francie	10.06.2016	8:45	Průmyslová výroba	%	04/2016					-0,3	-0,8
EMU	10.06.2016	9:00	Projev Weidmanna v Eltville	ECB	06/2016						
EMU	10.06.2016	14:15	Projev Constancia v Eltville	ECB	06/2016						
USA	10.06.2016	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		06/2016 *P			94,5		94,7	
USA	10.06.2016	20:00	Rozpočtové saldo	mld. USD	05/2016			-60,5			

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

## Náš výhled

### Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	poslední změna	
Česko	2T repo	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	-20 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depo	1,35	2,50	2,75	3,00	0,90	0,90	-15 bps	7/21/2015
Polsko	2T inter. sazba	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	-50 bps	3/5/2015

### Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
Česko	PRIBOR 3M	0,29	0,28	0,28	0,27	0,27	0,28
Maďarsko	BUBOR 3M	1,02	2,60	2,90	3,10	1,00	1,05
Polsko	WIBOR 3M	1,68	1,65	1,65	1,65	1,70	1,70

### Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
Česko	CZ10Y	0,73	0,73	0,81	0,90	1,00	1,10
Maďarsko	HU10Y	2,38	4,00	4,20	4,40	3,40	3,60
Polsko	PL10Y	2,47	2,50	2,40	2,50	2,50	2,70

### Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
Česko	EUR/CZK	27,03	27,02	27,02	27,02	27,00	26,50
Maďarsko	EUR/HUF	312	308	305	300	315	310
Polsko	EUR/PLN	4,38	4,39	4,27	4,25	4,25	4,24

### HDP (meziročně, %)

	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
Česko	2,5	2,2	2,3	2,3	2,3	2,2	2,3
Maďarsko	2,4	2,8	3,0	3,0	2,8	3,3	3,1
Polsko	3,8	3,8	3,7	3,8	3,7	3,6	3,5

### Inflace (meziročně, %, konec období)

	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
Česko	0,5	0,7	1,4	1,8	1,5	1,7	1,9
Maďarsko	2,6	2,4	2,4	2,8	3,2	3,0	2,7
Polsko	-0,4	0,0	0,3	0,6	0,9	1,2	1,5

### Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

	2015	2016
Česko	0,9	1,2
Maďarsko	6,0	5,1
Polsko	-1,2	-1,5

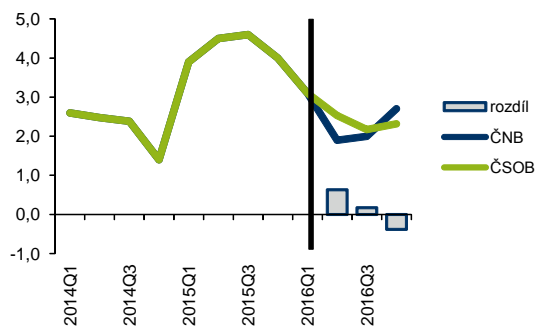
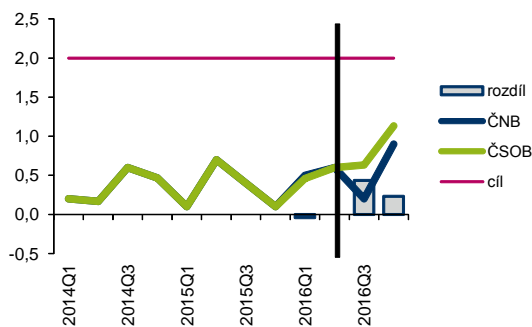
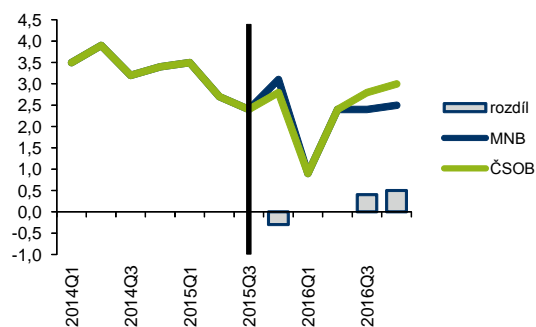
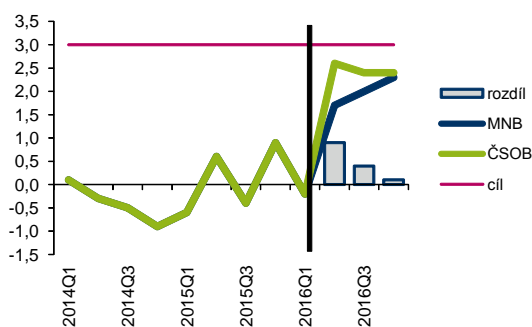
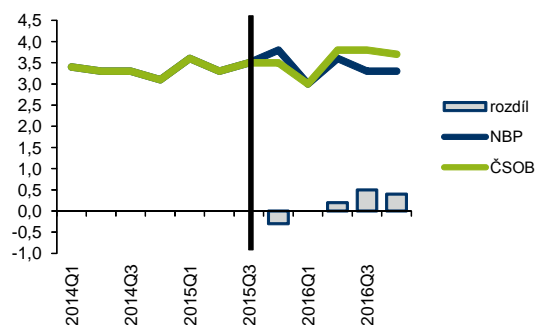
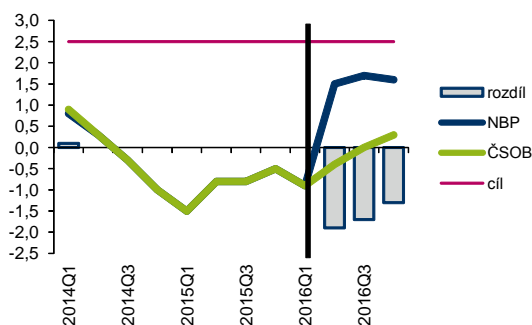
### Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	2015	2016
Česko	-0,4	-0,8
Maďarsko	-2,3	-2,0
Polsko	-3,0	-2,9

Zdroj dat: ČSOB, Bloomberg



## Výhledy centrálních bank

**CZ: Výhled na růst HDP (y/y, %)**

**CZ: Výhled na inflaci (y/y, %)**

**HU: Výhled na růst HDP (y/y, %)**

**HU: Výhled na inflaci (y/y, %)**

**PL: Výhled na růst HDP (y/y, %)**

**PL: Výhled na inflaci (y/y, %)**


Zdroj: ČNB, NBP, MNB, ČSOB

Informace obsažené v tomto dokumentu poskytuje Československá obchodní banka, a. s. (dále jen „ČSOB“) v dobré víře a na základě pramenů, které považuje za správné, důvěryhodné a odpovídající skutečnosti. Přesto ani ČSOB ani žádný z jejích zaměstnanců či zmocněnců nepřebírá žádnou právní odpovědnost ani záruku vůči klientovi za jakoukoliv informaci, která je obsažena v tomto dokumentu, a zároveň ČSOB nečiní žádné prohlášení ohledně přesnosti a úplnosti těchto informací. ČSOB také nepřebírá jakoukoliv odpovědnost za případnou ztrátu nebo škodu, kterou může klient utrpět. ČSOB jako aktivní účastník obchodování na finančních trzích upozorňuje adresáty tohoto dokumentu, že obchoduje s investičními nástroji, ke kterým se vztahují informace obsažené v tomto dokumentu. Bez předchozího souhlasu ČSOB nelze tento dokument ani jeho části kopírovat nebo dále šířit. Tento dokument má pouze informační charakter a jeho text není právně závazný, nepředstavuje nabídku podle § 1732 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „občanský zákoník“), ani veřejnou nabídku podle § 1780 občanského zákoníku.