



● Česká republika

ČR dluží v zahraničí čím dál víc

2

● Výhled na týden

ČNB potvrdí tvrdou část FX závazku, ale měkčí indikaci exitu může posunout

5

Nálada v eurozóně dál klesá, průmysl se stabilizuje



Podnikatelská nálada v eurozóně dál lehce slábne. Celkový index PMI sklouzl v září na 52,6 bodu (z 52,9 bodu). Ve třetím kvartále tak podnikatelská nálada v průměru klesala a ukazuje na další zpomalování ekonomiky. Tomu ostatně odpovídají i naše první odhady růstu eurozóny ve třetím kvartále (nowcast) - především průmysl by měl držet výkon na uzdě. Předpokládáme, že eurozóna zpomalí na 0,1-0,2 % mezikvartálně (z 0,6 % v prvním a z 0,3 % ve druhém kvartále). Čtvrtý kvartál může být o něco lepší a za celý rok tak ekonomika může růst o 1,5 %, lehce pod odhadem ECB (1,7 %). Dobrou zprávou nicméně je, že právě průmysl podle posledních čísel nachází pevnější půdu pod nohama. Po dvou měsících poklesů nálada v průmyslu vyskočila do blízkosti letošních maxim. Zdá se, že průmyslové podniky zažívají obrát v nových objednávkách - rostou jak ty domácí, tak zahraniční. Nárůst zahraničních objednávek byl nejprudší za poslední dva a půl roku.

ČR dluží v zahraničí čím dál víc

Petr Dufek

Zahraníční dluh ČR již dosáhl téměř 3,4 bilionů korun.

Zahraníční investoři mají velký zájem o české státní dluhopisy.

Bankovní sektor potřebuje více eur na poskytování nových úvěrů podnikovému sektoru.

Po vysvobození koruny z kurzového režimu zahraniční dluh ČR opět klesne.

Zahraníční dluh ČR dále narůstá a na konci prvního pololetí již dosáhl téměř 3,4 bilionů korun. V poměru k HDP se úroveň dluhu ČR zvýšila na historické maximum 72 %. Oproti loňskému červnu hrubý dluh narostl o 382 mld. korun, respektive 14,5 mld. EUR.

Hned v úvodu je třeba dodat, že do celkového dluhu ČR se nepočítá pouze zadlužení vlády, která tvoří jen zhruba čtvrtinu této částky, ale patří sem i závazky ČNB (1,5 %) a bankovního (29 %) a zejména podnikového sektoru (45 %). V podstatě se dá říct, že kdokoliv si půjčí v zahraničí, třeba i v podobě obchodního úvěru, nebo přijme vklad od nerezidentů, se stává vůči zahraničí dlužníkem, a zvyšuje tak automaticky i celkový hrubý dluh ČR. A v neposlední řadě se do dluhu započítávají i nákupy zahraničních investorů na českém dluhopisovém trhu.

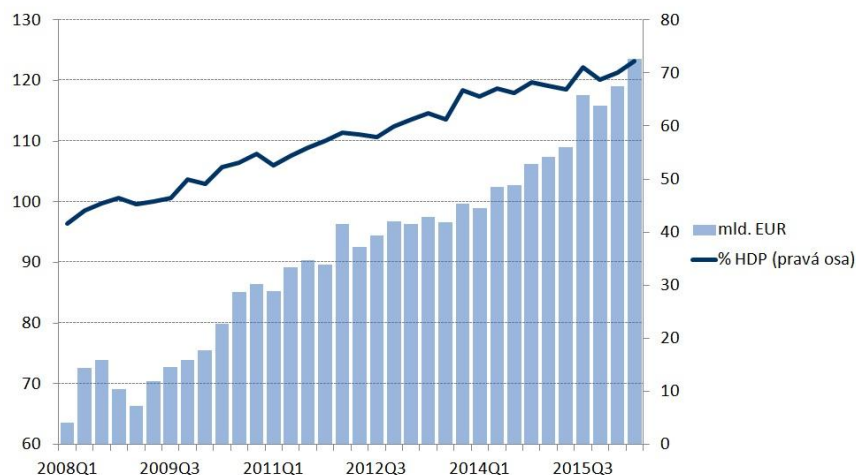
Za poslední rok se nejvíce zvýšily závazky vlády vůči zahraničí. Důvodem není to, že by vláda vydávala v cizině eurobondy, ale silný zájem zahraničních investorů o české státní dluhopisy. To souviselo jednak s jejich relativně zajímavým zhodnocením, ale především s loňskými sázkami na brzký exit z kurzového systému. Investoři, kteří se ve víře, že porazí ČNB, vrhli do korun a nakonec skončili s balíkem státních dluhopisů v portfoliu. Výsledkem byl nejenom nárůst vlastnictví bondů zahraničními investory, ale také výrazný růst cen těchto dluhopisů na trhu a pokles výnosů do záporu.

Zvýšení dluhu zaznamenaly i banky, kam část peněz z výše uvedených spekulací také zamířila. Nakonec krátkodobí spekulanti někam své koruny získané při intervencích uložit musí, když nemají přístup do repa ČNB. Vysvětlení růstu zahraničních závazků ze strany bank lze hledat i ve faktu, že bankovní sektor potřebuje i více eur na poskytování nových úvěrů podnikovému sektoru. Když se totiž podíváme na vývoj úvěrů nefinančních podniků, zjistíme, že většina těch nových je díky nižšímu úročení v cizí měně.

Shrme-li statistiku o zahraničním dluhu tak nepochybně dojdeme k závěru, že jeho růst jde z části na vrub spekulacím spojeným s kurzovým režimem zavedeným v listopadu 2013 a část na vrub lákavého úrokového diferenciálu. V každém případě nejde o nebezpečný trend, kdy by si ČR musela na svoji spotřebu půjčovat, ale o vedlejší produkt intervencí a racionálního chování firem. Navíc se dá předpokládat, že po vysvobození koruny z kurzového režimu zahraniční dluh ČR opět klesne.

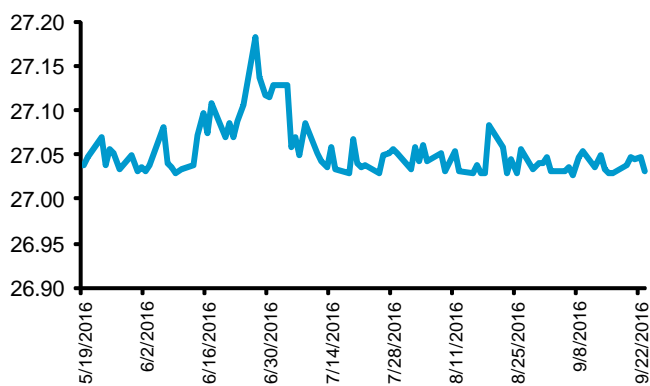
Zahraníční zadluženost ČR

(zdroj: ČNB)

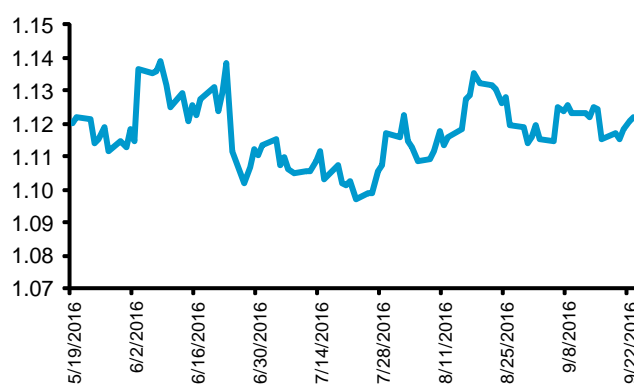


Přehled trhů

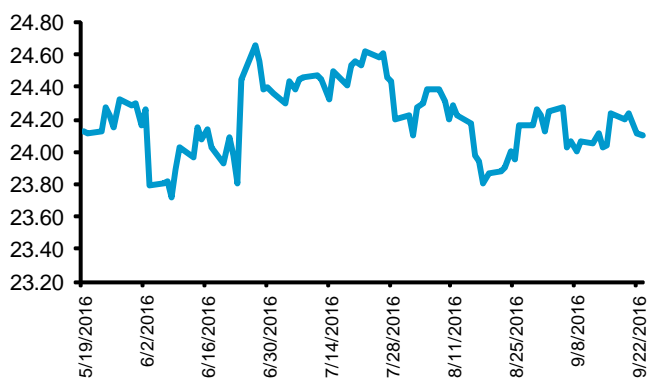
EURCZK



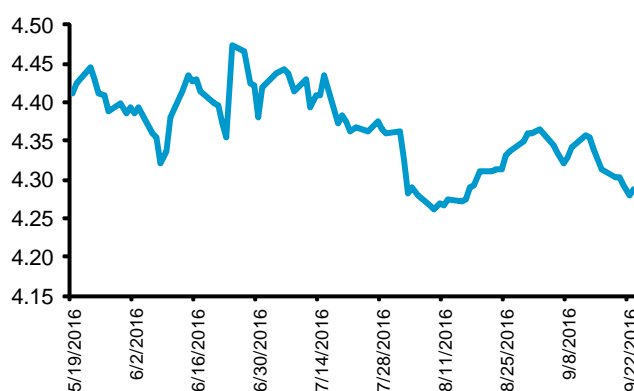
EURUSD



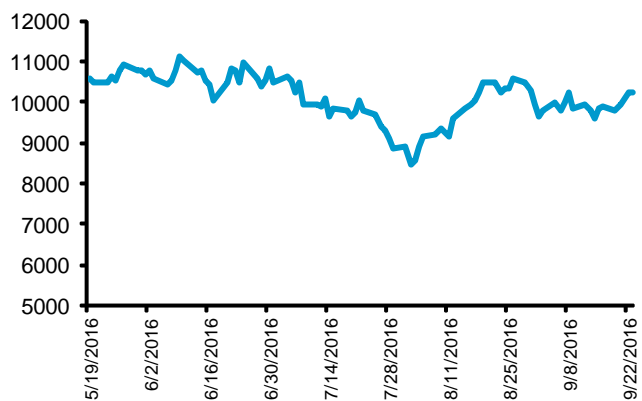
USDCZK



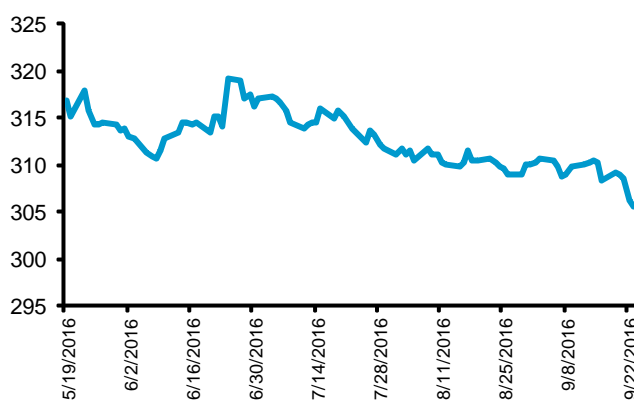
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

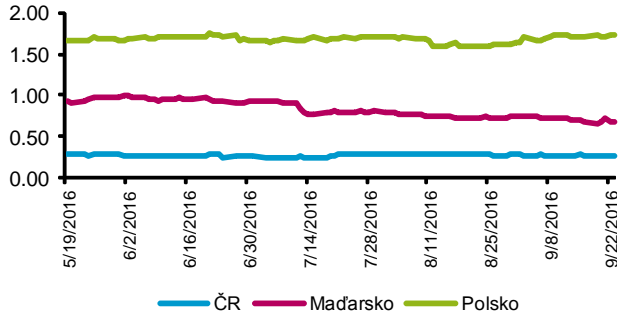


EURHUF

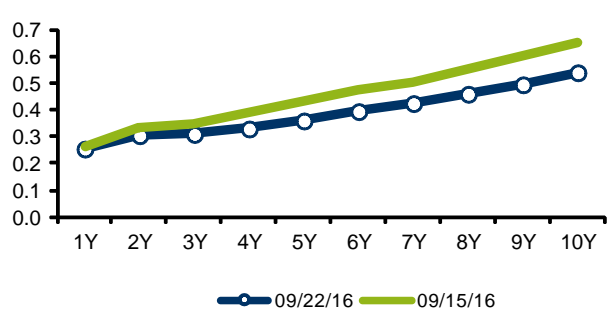


Zdroj: Thomson Reuters

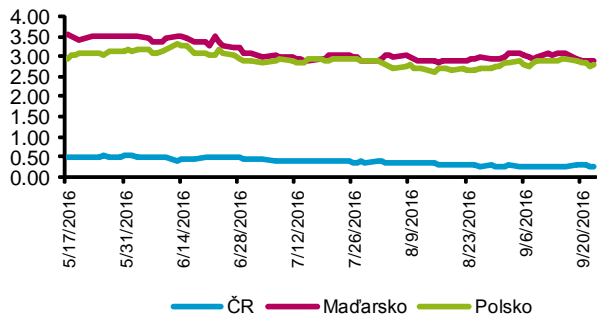
FRA 3x6 (%)



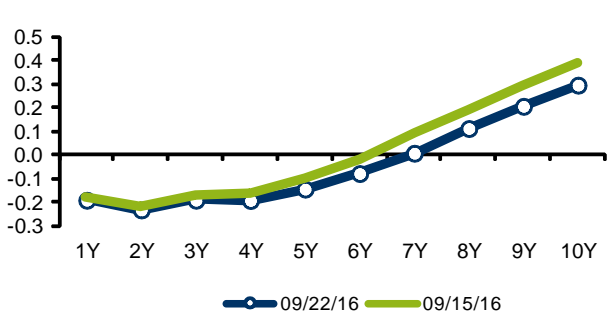
IRS CZK (%)



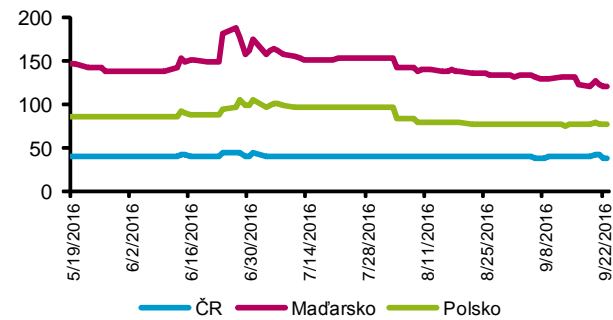
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



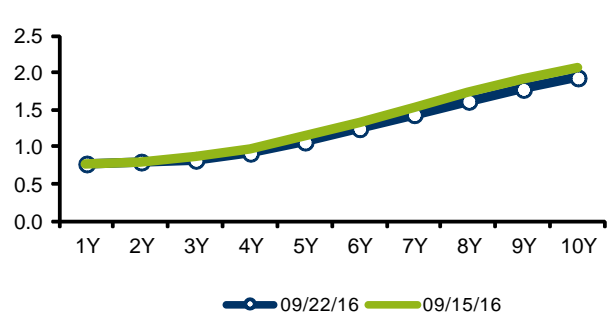
IRS EUR (%)



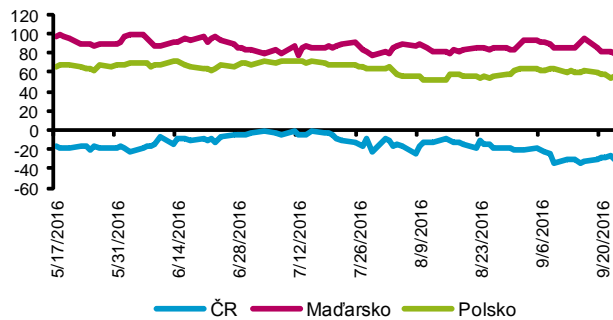
CDS 5Y (bps)



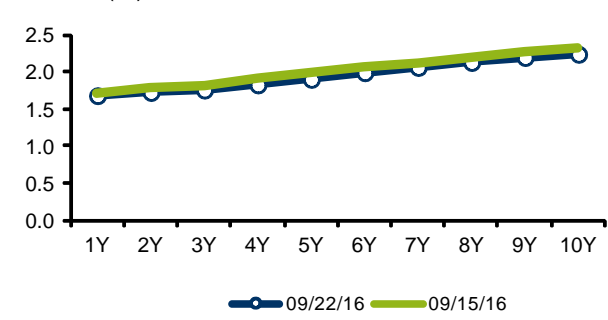
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ČT 13:00, CZ Zasedání ČNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	0,05	11/2012
změna v p. bodech	0	-20

CZ: ČNB potvrdí tvrdou část FX závazku, ale měkčí indikaci exitu může posunout

Od dalšího zasedání ČNB neočekáváme nic zásadního. Proběhne mezi dvěma prognózami, přičemž inflace se vyvíjí podle posledního výhledu centrální banky, a tak není důvod něco měnit či předčasně avizovat. Navíc, mzdy jsou rovněž v souladu s prognózou a HDP o něco lepší díky zahraničnímu obchodu.

Co se týká úvah okolo exitu ČNB z intervenčního režimu, očekáváme potvrzení "tvrdého" kurzového závazku (nepustit pár EUR/CZK do konce roku 2016 pod 27,00) a možná lehké posunutí (či eventuálně jeho indikaci) tzv. "měkkého" závazku v podobě úvah bankovní rady, kdy by k němu mělo optimálně dojít. Vše by mělo být v souladu s tím, co naznačoval nedávno guvernér ČNB Rusnok – tedy brzké opuštění intervencí není na pořadu dne a uskuteční se pravděpodobně až někdy ve třetím čtvrtletí 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	26.09.2016	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo		09/2016			106,2		106,2	
Německo	26.09.2016	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)		09/2016			113		112,8	
Německo	26.09.2016	10:00	Index Ifo (očekávání)		09/2016			100		100,1	
USA	26.09.2016	16:00	Prodej nových domů	tis.	08/2016			597		654	
Maďarsko	27.09.2016	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	08/2016			5		5	
EMU	27.09.2016	10:00	Peněžní zásoba M3	%	08/2016				4,9		4,8
USA	27.09.2016	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí	%	07/2016			5		5,13	
USA	27.09.2016	16:00	Spotřebitelská důvěra		09/2016			98,5		101,1	
Německo	28.09.2016	8:00	Spotřebitelská důvěra GfK		10/2016			10,1		10,2	
Francie	28.09.2016	8:45	Index spotřebitelské důvěry		09/2016			97,0		97	
USA	28.09.2016	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby	%	08/2016 *P			-1,1		4,4	
USA	28.09.2016	14:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostř.	%	08/2016 *P			-0,5		1,3	
Německo	29.09.2016	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	09/2016			6,1		6,1	
EMU	29.09.2016	11:00	Index ekonomické důvěry		09/2016			103,5		103,5	
EMU	29.09.2016	11:00	Index spotřebitelské důvěry		09/2016 *F					-8,2	
ČR	29.09.2016	13:00	Zasedání ČNB	%	09/2016	0,05		0,05		0,05	
Německo	29.09.2016	14:00	Inflace	%	09/2016 *P			0	0,6	0	0,4
Německo	29.09.2016	14:00	Harmonizovaná inflace	%	09/2016 *P			0	0,5	-0,1	0,3
USA	29.09.2016	14:30	Obchodní bilance	mld. USD	08/2016 *P			-62,7		-59,3	
USA	29.09.2016	14:30	HDP	%	1Q/2016			1,3		1,1	
USA	29.09.2016	14:30	Soukromá spotřeba	%	2Q/2016			3		4,4	
USA	29.09.2016	14:30	Cenový index HDP	%	2Q/2016			2,3		2,3	
USA	29.09.2016	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	2Q/2016					1,8	
USA	29.09.2016	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	09/2016					252	
USA	29.09.2016	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	09/2016					2113	
USA	29.09.2016	16:00	Kontrakty na prodej domů	%	08/2016			-0,1		1,3	-2,2
UK	30.09.2016	1:05	Index spotřebitelské důvěry		09/2016			-5		-7	
Německo	30.09.2016	8:00	Maloobchodní tržby	%	08/2016			-0,5	1,7	1,7	-1,5
Francie	30.09.2016	8:45	Výrobní ceny	%	08/2016					0	-2,9
Francie	30.09.2016	8:45	Harmonizovaná inflace	%	09/2016 *P					0,3	0,4
Francie	30.09.2016	8:45	Inflace	%	09/2016 *P					0,3	0,2
Maďarsko	30.09.2016	9:00	Výrobní ceny	%	08/2016					-0,3	-2,3
Maďarsko	30.09.2016	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	07/2016 *F					662	
ČR	30.09.2016	9:00	HDP	%	2Q/2016 *F				2,5	0,9	2,6
ČR	30.09.2016	10:00	Peněžní zásoba M2	%	08/2016						9,2
EMU	30.09.2016	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	08/2016			10		10,1	
EMU	30.09.2016	11:00	Inflace	%	09/2016 *P		0,5		0,3		
EMU	30.09.2016	11:00	Jádrová inflace	%	09/2016 *P				0,8		0,8
Polsko	30.09.2016	14:00	Inflace	%	09/2016 *P					-0,2	-0,8
USA	30.09.2016	14:30	Osobní příjmy	%	08/2016			0,2		0,4	
USA	30.09.2016	14:30	Osobní výdaje	%	08/2016			0,2		0,3	
USA	30.09.2016	14:30	Deflátor osobní spotřeby	%	08/2016			0,2	0,9	0	0,8
USA	30.09.2016	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	08/2016			0,2	1,7	0,1	1,6
USA	30.09.2016	15:45	Index nákupních manažerů z Chicaga		09/2016			53		51,5	
USA	30.09.2016	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		09/2016 *F			90,1		89,8	

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	0,90	0,90	2,75	3,00	0,90	0,90	-15 bps	5/24/2016
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	0,25	0,29	0,28	0,28	0,28
Maďarsko	BUBOR 3M	0,89	1,01	2,90	3,10	0,90	0,90
Polsko	WIBOR 3M	1,71	1,71	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	0,61	0,50	0,50	0,60	0,73	0,85
Maďarsko	HU10Y	1,94	2,18	4,20	4,40	2,80	2,80
Polsko	PL10Y	2,26	2,22	2,40	2,50	2,50	2,70

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
Česko	EUR/CZK	27,02	27,06	27,15	27,10	27,05	27,05
Maďarsko	EUR/HUF	305	315	305	300	315	310
Polsko	EUR/PLN	4,29	4,37	4,41	4,34	4,30	4,28

HDP (meziročně, %)

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

Inflace (meziročně, %, konec období)

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

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

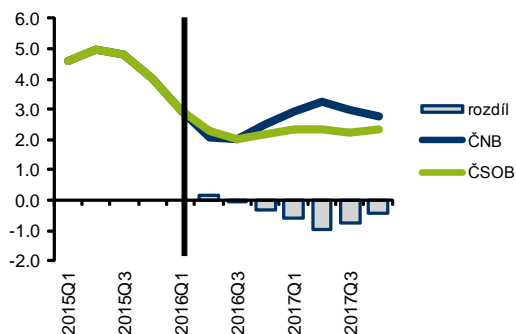
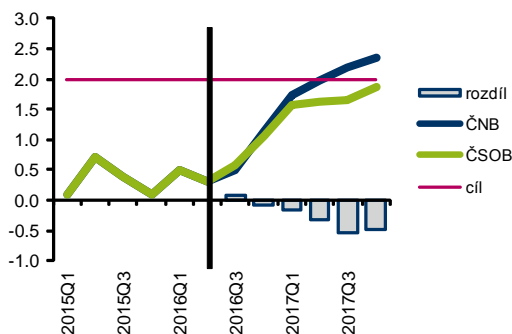
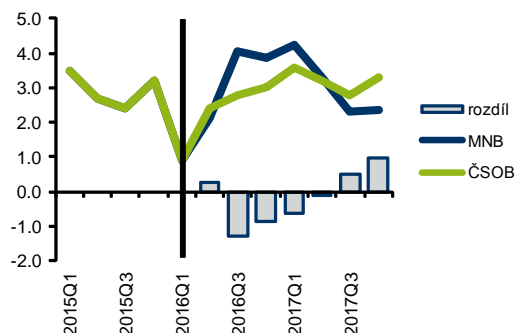
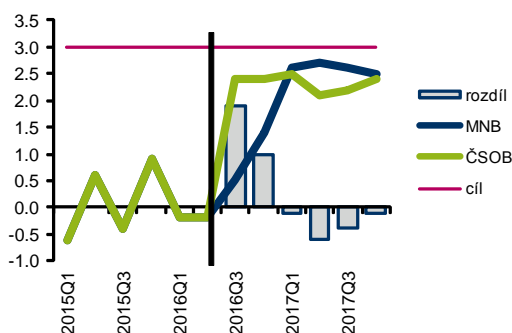
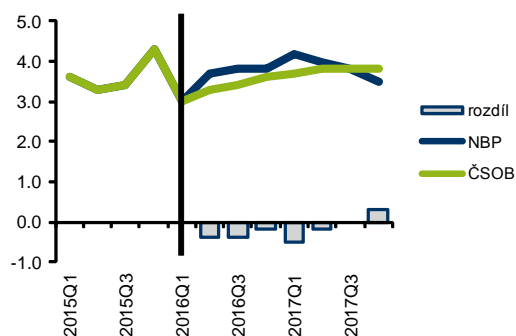
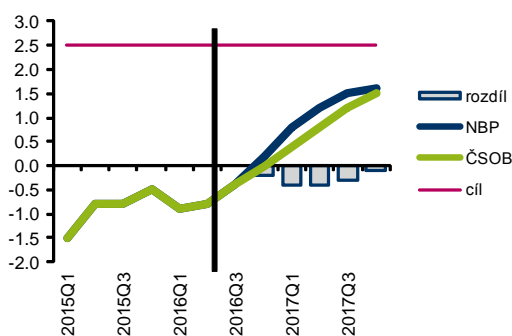
	2015	2016
Česko	0,9	1,1
Maďarsko	6,0	4,1
Polsko	-1,2	-1,5

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.