



[www.csob.cz](http://www.csob.cz)

[www.csob.cz/Analzy](http://www.csob.cz/Analzy)

1. dubna 2016

## ● Česká republika

ČNB vidí konec kurzového závazku „blíže polovině roku 2017“

2

## ● Eurozóna

Podnikatelská i spotřebitelská nálada v Evropě znovu klesá

3

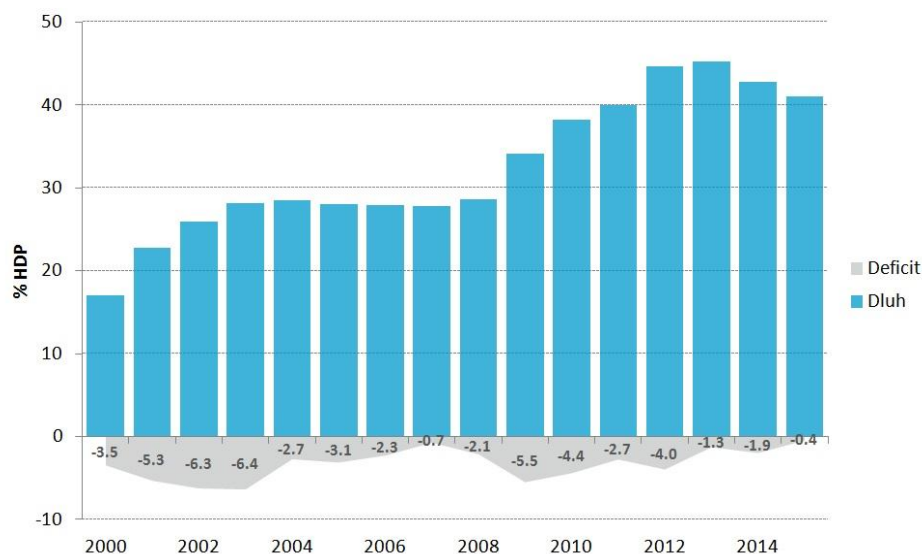
## ● Výhled na týden

Aktivita ČNB v březnu polevila

6

## Nejlepší výsledek veřejných financí ČR v historii

### České veřejné finance



Podle zveřejněných údajů statistického úřadu dosáhl **deficit veřejných rozpočtů ČR v roce 2015 jen 0,4 % HDP**. Je to nejlepší výsledek za celou dobu vykazování těchto údajů, tedy od roku 1995. O rok dříve přitom dosáhl deficit 2 %.

Hlavní zásluhu na výrazném zlepšení výsledku veřejných financí má centrální vláda, která hospodařila s výrazně nižším schodkem než v roce 2014. Umožnil jí to především neočekávaně silný ekonomický růst, který se projevil ve vyšších příjmech z daní a sociálního pojištění na jedné straně, a příliv peněz z fondů EU na straně druhé.

## ČNB vidí konec kurzového závazku „blíže polovině roku 2017“

Petr Dufek

**Bankovní rada decentně  
vyspecifikovala možný čas  
exitu.**

Na svém letošním druhém měnovém zasedání se bankovní rada ČNB rozhodla ponechat úrokové sazby beze změny a podle očekávání dokonce ani nehlasovala o zavedení záporných sazeb. O negativních sazbách se prý sice dlouze diskutovalo, avšak spíše v ekonomickém kontextu a nikoliv v rovině prováděcí. Současně bankovní rada potvrdila kurzový závazek a kromě zopakování roku 2017 jako nejdříve možného termínu pro exit dala najevo, že uvolnění koruny je „blíže polovině roku“ 2017. Prozatím platilo, že exit může nastat kdykoliv v prvním pololetí, nyní se termín exitu zužuje fakticky pouze na květen (kdy bude mimochodem na stole další nová prognóza). Jde současně o termín, který považujeme v tuto chvíli za nejvíce pravděpodobný.

**ČNB stále věří v dosažení  
inflačního cíle už na začátku  
roku 2017, avšak současně  
vnímá protiinflační rizika.**

Samozřejmě vše platí za předpokladu, že se ekonomika a zvláště pak inflace bude vyvíjet více méně podle prognózy. To znamená, že se hned v úvodu roku naplní inflační cíl a posléze se inflace stabilizuje těsně nad ním. To je asi největší slabina výhledu, protože inflace se až tak ochotně k cíli podle našeho názoru přiblížit nemusí. K načasování exitu však ještě musíme dodat i podmínku, že se super expanzivní měnová politika ECB rovněž bude chýlit ke konci, aby tak nevznikl zbytečně silný tlak na posílení české měny.

**O záporných sazbách ČNB  
obecně diskutovala, ale  
nehlasovala.**

Jestli lze stále s něčím v platné prognóze polemizovat, tak je to rychlý nárůst tržních krátkodobých úrokových sazeb. Nakumulovat do poměrně krátké doby exit a současně zvýšení repo-sazby, když tu ještě stále zůstává ve vzduchu hrozba negativních sazeb, je docela odvážné. Není totiž vůbec vyloučeno, že si ČNB bude chtít usnadnit exit pomocí záporných sazeb, aby korunu udržela na uzdě. Tato možná taktika ještě více nabourává očekávání prognózy na rok 2017. I nadále proto nepředpokládáme, že by ČNB v roce 2017 vůbec své sazby zvyšovala.

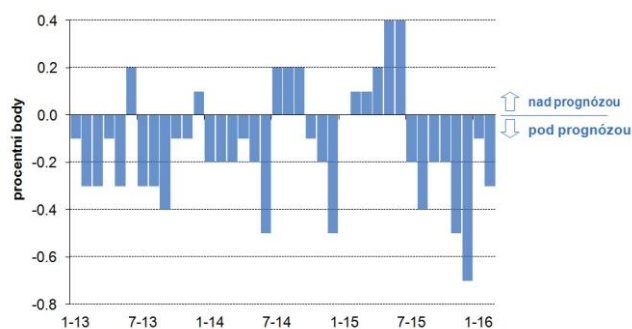
Z dnešního výsledku jednání bankovní rady si lze vzít následující: 1) korunu čeká nejméně ještě jeden rok ve stávajícím kurzovém režimu, 2) hrozba negativních sazeb nemizí, jejich pravděpodobnost zůstává stejná jako před zasedáním (cca 40 %), 3) o exitu a dalším směru měnové politiky může postupně hlasovat výrazně jiná rada, než je ta současná (dvěma členům končí mandát v červenci, dvěma v únoru), a nakonec 4) riziko prodloužení měnové expanze (další odklad exitu) v ČR není rozhodně zanedbatelné.

### Výhled inflace

(meziročně, %; zdroj: ČNB)



### Vývoj inflace ve srovnání s prognózou ČNB



## Podnikatelská i spotřebitelská nálada v Evropě znovu klesá

Petr Dufek

***I v březnu došlo ke zhoršení ekonomického sentimentu.***

***Dřívější optimismus spotřebitelů v EU se opět vytrácí.***

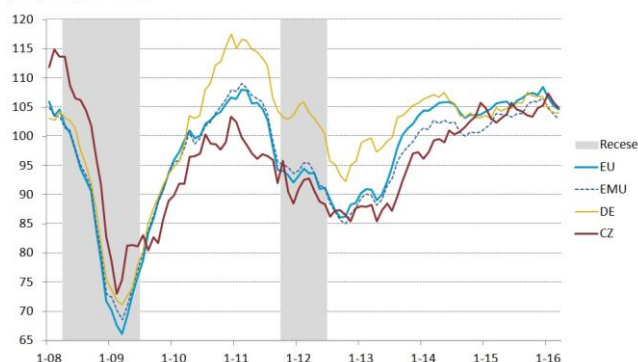
Podle nejnovějších průzkumů došlo i v březnu ke zhoršení ekonomického sentimentu mezi evropskými firmami i domácnostmi. Přitom celkový ekonomický trend se v posledních měsících nijak viditelně nezměnil snad jen s výjimkou obratu na cenách surovin a následně pohonných hmot. Ke zhoršení nálad přitom dochází jak v průmyslu, ve stavebnictví, službách a finančním sektoru, tak mezi spotřebiteli. Jediné odvětví, kde se nálada přece jen lehce zvýšila, byl tentokrát obchod, který například v Německu nebo ve Francii sklízí rekordně vysoké tržby (v ročním kumulovaném vyjádření).

Lidé jsou pesimističtější, pokud jde o další vývoj ekonomiky i jejich vlastní finanční situace. Naproti tomu strach z nezaměstnanosti již dále neroste. Možná i proto, že nezaměstnanost je stále sama o sobě vysoká a lidé ji berou s větší samozřejmostí. Celkově je důvěra v ekonomiku na úrovni začátku loňského roku a tedy veškerý následný optimismus plynoucí z růstu poptávky i příznivých ekonomických vyhlídek už v podstatě vymizel. Je otázkou, nakolik je znovu objevující se pesimismus spotřebitelů vyvolaný skutečnými dopady na rodinné peněženky a nakolik je ovlivněn jen obavami z případných problémů. Příkladem budiž Německo, kde nezaměstnanost dosahuje rekordních minim a růst mezd zrychluje, a přitom spotřebitelé jsou stále většími pesimisty. V tomto případě je možné spekulovat, že se na náladách spotřebitelů začíná podepisovat třeba i migrační krize.

Nejnovější tzv. měkká data z podnikového sektoru i od domácností ze zemí Unie naznačují, že od letošního roku nelze čekat akceleraci ekonomického růstu ani inflaci. U inflačních očekávání sice dochází k mírnému nárůstu, avšak jejich úroveň je i tak posazena velmi nízko, což nepochybně nepotěší ani ECB. Jestli se dá někde mluvit o očekávaném růstu cen, tak je to především stavebnictví, které se v řadě zemí veze na vlně rostoucího zájmu o nemovitosti.

**Důvěra v ekonomice**

(Zdroj: Evropská komise)



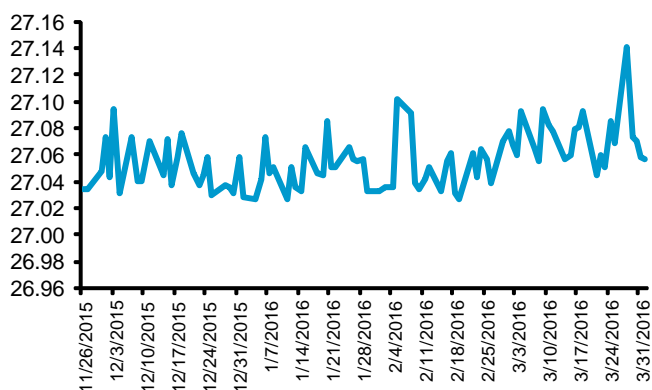
**Důvěra v průmyslu**

(Zdroj: Evropská komise)

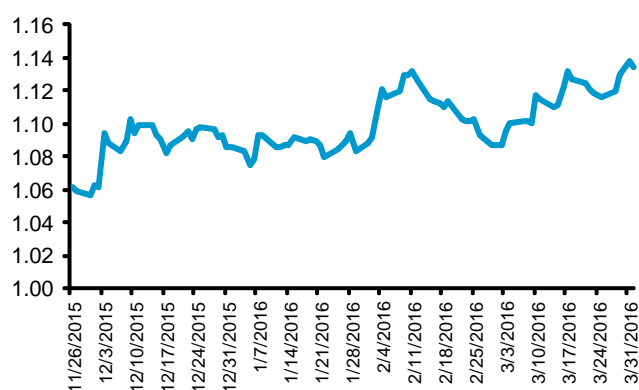


## Přehled trhů

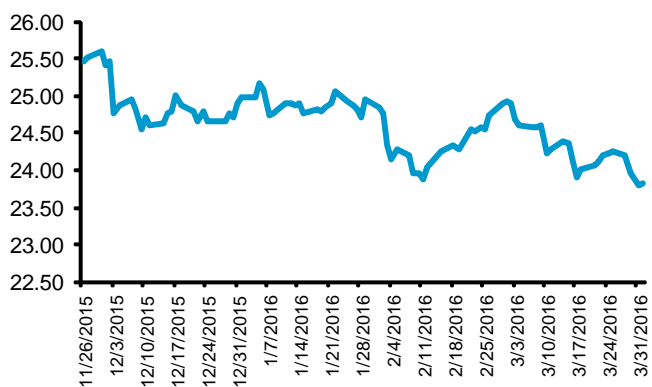
**EURCZK**



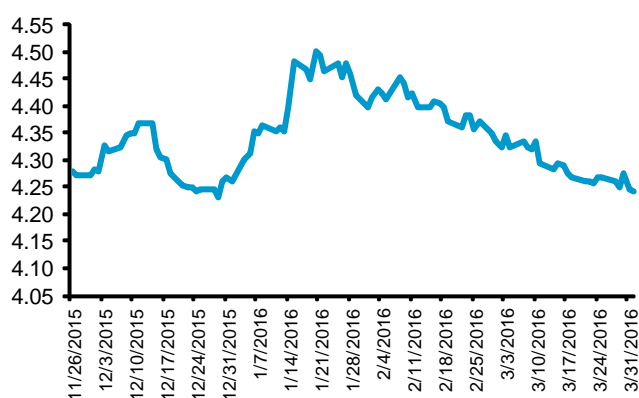
**EURUSD**



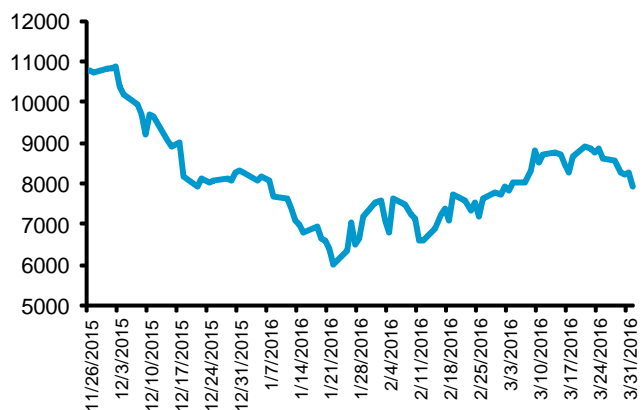
**USDCZK**



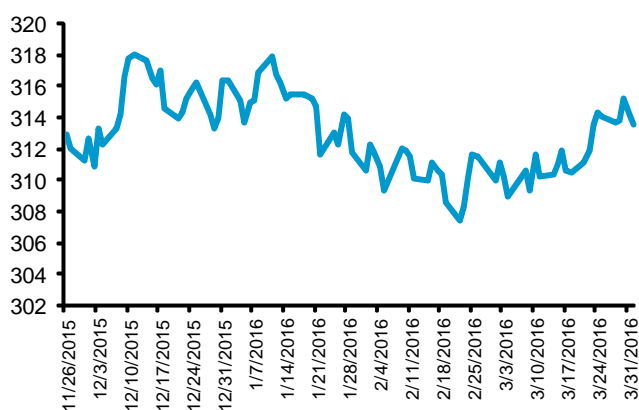
**EURPLN**



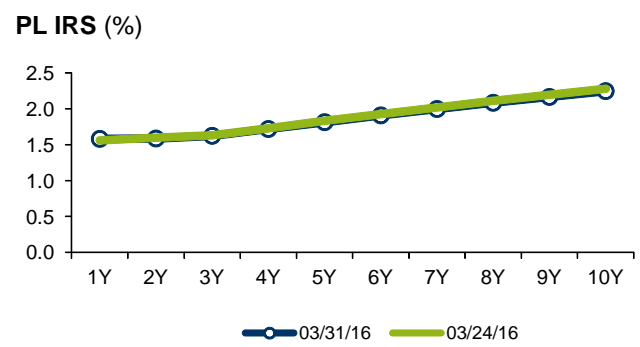
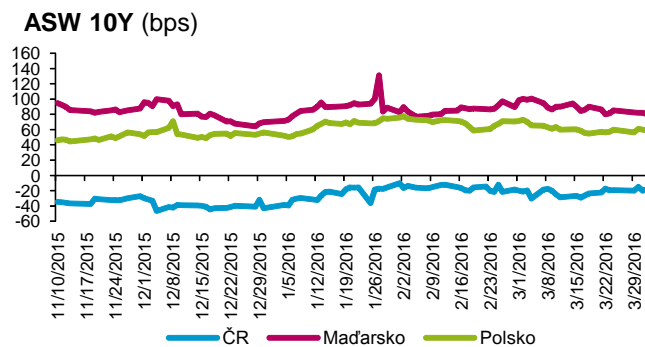
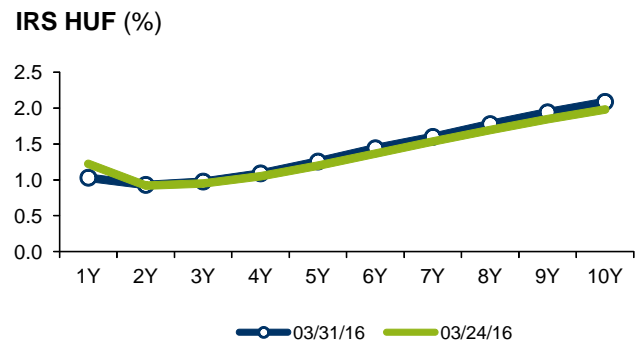
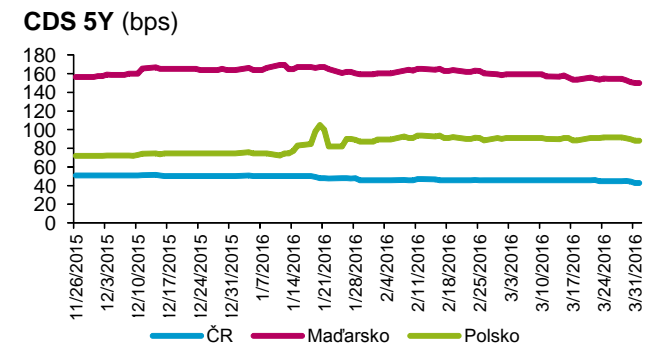
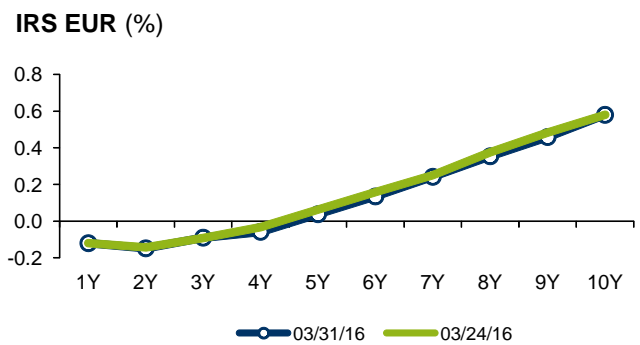
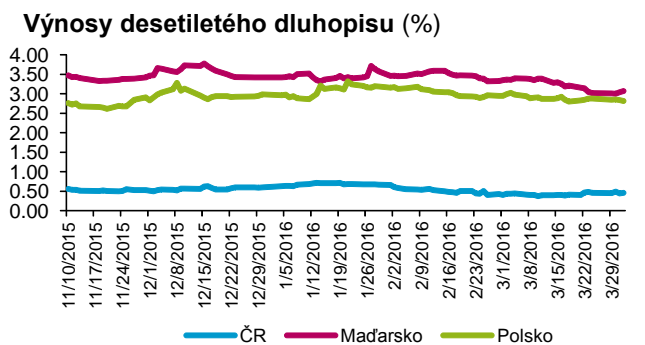
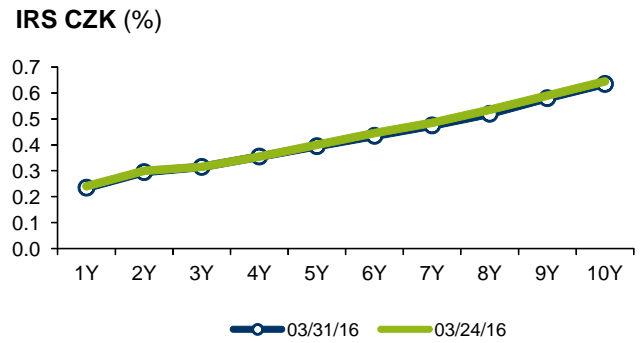
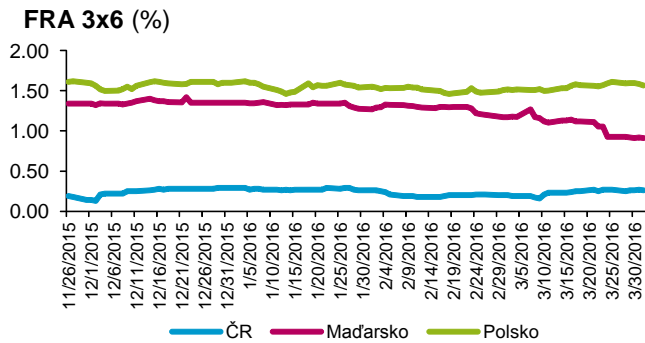
**DIESEL (CZK/t)**



**EURHUF**



Zdroj: Thomson Reuters



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

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

	II.16	I.16	II.15
Měsíčně	4,5	1,0	4,9
kumul. od ledna	2,8	1,0	3,8

### CZ: Průmysl stále na vzestupu

Pozitivní trend tuzemského průmyslu pokračoval podle našeho názoru i v únoru. Jeho růst je nesený především zpracovatelským průmyslem, zejména pak výrobou automobilů a kovových výrobků. Pokles lze naopak očekávat od energetiky a těžebního průmyslu. Celkově budou únorová čísla ovlivněna i vyšším počtem pracovních dnů, který navýší výsledky o zhruba dva procentní body. V centru pozornosti budou i tentokrát nové zakázky, které by mohly vykazat díky zahraniční poptávce mírné zvýšení.

### ČT 9:00, CZ Maloobchodní tržby (% y/y)

	II.16	I.16	II.15
Tržby celkem	6,7	5,5	7,9
kumul. od ledna	6,1	5,5	7,4
Tržby bez aut	6,1	4,4	6,4
kumul. od ledna	5,2	4,4	6,1

### CZ: Spotřebitelé tržby obchodů vzhůru

Předpokládáme, že i v únoru pokračoval rychlý růst reálných tržeb maloobchodníků. Vyšší tržby očekáváme u všech segmentů maloobchodu, zejména pak v motoristickém segmentu. V každém případě však velmi silný růst s největší pravděpodobností vykážou internetové obchody a solidní výsledky očekáváme i od prodeje pohonných hmot. Spotřebitelská poptávka zůstává i nadále silná díky lepší finanční situaci domácností a pozitivní náladě panující mezi spotřebiteli. Spotřeba domácností bude letos hlavním motorem ekonomického růstu ČR, což se nepochybně bude i nadále příznivě projevovat ve výsledcích obchodů.

### CZ: Aktivita ČNB v březnu polevila

I když i v březnu nejspíše došlo k navýšení devizových rezerv ČNB, tentokrát zřejmě nešlo o výsledek intervencí centrální banky proti posilování koruny. Vzhledem k tomu, jak se vyvíjel kurz koruny, jež tentokrát příliš nesetřvávala u hranice 27 CZK/EUR, a s ohledem na trend likvidity ve finančním sektoru lze usuzovat, že si ČNB mohla dát na měsíc s intervencemi pohov. Ostatně i pramalá ochota zavést záporné úrokové sazby naznačuje, že se situace na forexovém trhu v posledním měsíci zklidnila.

### PÁ 9:00, CZ Míra nezaměstnanosti (%)

	III.16	II.16	III.15
Míra	6,1	6,3	7,2
Volná místa (tis.)	115	115	69

### CZ: Nezaměstnanost stále na ústupu

Po únorovém snížení nezaměstnanosti na 6,3 % čekáme její další pokles, tentokrát na 6,1 %. Ke snížení počtu nezaměstnaných tentokrát ve větší míře dopomůže rozjezd sezónních prací a stejně jako v posledních třech letech i solidní ekonomický růst vytvářející nová pracovní místa, jejichž počet se bude pohybovat opět v blízkosti 115 tisíc. V dalších měsících by mělo dojít k dalšímu poklesu nezaměstnanosti až pod úroveň 5,5 % a teprve v závěru roku se míra nezaměstnanosti přiblíží k šesti procentům.



## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
EMU	04.04.2016	10:30	Projev Praeta na univerzitě v Římě	ECB	04/2016						
EMU	04.04.2016	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	02/2016			10,3		10,3	
EMU	04.04.2016	11:00	Výrobní ceny	%	02/2016			-0,6	-4	-1	-2,9
USA	04.04.2016	16:00	Továrni zakázky	%	02/2016			-1,7		1,6	
USA	04.04.2016	16:00	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby	%	02/2016 *F					-2,8	
USA	04.04.2016	16:00	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostř.	%	02/2016 *F					-1	
USA	05.04.2016	7:00	Projev Evanse v Hongkongu	Fed	04/2016						
Německo	05.04.2016	8:00	Továrni zakázky	%	02/2016			0,4	2,2	-0,1	1,1
Maďarsko	05.04.2016	9:00	Maloobchodní tržby	%	02/2016				4		2,1
EMU	05.04.2016	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		03/2016 *F			54,0		54	
EMU	05.04.2016	11:00	Maloobchodní tržby	%	02/2016			0	2	0,4	2
USA	05.04.2016	14:30	Obchodní bilance	mld. USD	02/2016			-46,3		-45,68	
USA	05.04.2016	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM		03/2016			54		53,4	
Německo	06.04.2016	8:00	Průmyslová výroba	%	02/2016			-2	0,3	3,3	2,2
ČR	06.04.2016	9:00	Obchodní bilance (národní)	mld. CZK	02/2016	19,8		19,7		19,3	
Maďarsko	06.04.2016	9:00	Průmyslová výroba	%	02/2016			3,5	5,3	-0,1	2,2
Polsko	06.04.2016	14:00	Zasedání RPP	%	04/2016	1,5		1,5		1,5	
USA	06.04.2016	18:20	Projev Mesterové o měnové politice v Clevelandu	Fed	04/2016						
USA	06.04.2016	20:00	Zápis ze zasedání FOMC		04/2016						
ČR	07.04.2016	0:00	Kvartální zisk VIG	CZK	4Q/2015						
EMU	07.04.2016	0:00	Draghi se účastní setkání prezidentů	ECB	04/2016						
USA	07.04.2016	2:00	Projev Kaplana v Dalasu	Fed	04/2016						
Francie	07.04.2016	8:45	Obchodní bilance	mld. EUR	02/2016			-3,8		-3,7	
ČR	07.04.2016	9:00	Stavební výroba	%	02/2016						-10,4
ČR	07.04.2016	9:00	Průmyslová výroba	%	02/2016		4,5		5,3		1
ČR	07.04.2016	9:00	Maloobchodní tržby	%	02/2016		6,7		8		5,5
EMU	07.04.2016	9:00	Projev Constancia v Bruselu	ECB	04/2016						
USA	07.04.2016	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	04/2016					276	
USA	07.04.2016	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	03/2016					2173	
Maďarsko	07.04.2016	16:00	Rozpočtové saldo	mld. HUF	03/2016					14,8	
USA	07.04.2016	23:30	Projevy Yellenové, greenspana, Bernankeho a Volckera	Fed	04/2016						
USA	08.04.2016	2:15	Projev George o ekonomice v Nebrasce	Fed	04/2016						
Německo	08.04.2016	8:00	Obchodní bilance	mld. EUR	02/2016			18		13,6	
Německo	08.04.2016	8:00	Běžný účet	mld. EUR	02/2016			16,5		13,2	
Francie	08.04.2016	8:45	Průmyslová výroba	%	02/2016			-0,4	1,5	1,3	2
ČR	08.04.2016	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	03/2016	6,1		6,1		6,3	
Maďarsko	08.04.2016	9:00	Inflace	%	03/2016		0,2	0,4	0,1	-0,1	0,3
Maďarsko	08.04.2016	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	02/2016 *P			945		530	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

## Náš výhled

### Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	poslední změna	
Česko	2T repo	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	-20 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depó	1,35	1,35	2,25	2,50	2,75	3,00	-15 bps	7/21/2015
Polsko	2T inter. sazba	0,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	-50 bps	

### Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
Česko	PRIBOR 3M	0,29	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Maďarsko	BUBOR 3M	1,20	1,35	2,40	2,60	2,90	3,10
Polsko	WIBOR 3M	1,67	1,72	1,65	1,65	1,65	1,65

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

		současná hodnota	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
Česko	CZ10Y	0,64	1,01	0,60	0,73	0,87	1,00
Maďarsko	HU10Y	2,06	2,91	3,80	4,00	4,20	4,40
Polsko	PL10Y	2,21	2,47	2,50	2,50	2,60	2,75

### Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
Česko	EUR/CZK	27,03	27,03	27,02	27,02	27,02	27,02
Maďarsko	EUR/HUF	313	316	310	308	305	300
Polsko	EUR/PLN	4,24	4,27	4,40	4,30	4,26	4,25

### HDP (meziročně, %)

	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
Česko	4,5	4,7	4,0	2,4	2,0	2,1	2,6
Maďarsko	2,7	2,4	2,8	2,2	2,4	2,8	3,0
Polsko	3,3	3,5	3,5	3,7	3,8	3,8	3,7

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

	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
Česko	0,8	0,4	0,1	0,6	0,5	0,7	1,4
Maďarsko	0,6	-0,4	0,9	2,7	2,6	2,4	2,4
Polsko	-0,8	-0,8	-0,5	-0,4	-0,4	0,0	0,3

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

	2015	2016
Česko	1,7	1,6
Maďarsko	6,0	5,1
Polsko	-1,2	-1,5

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

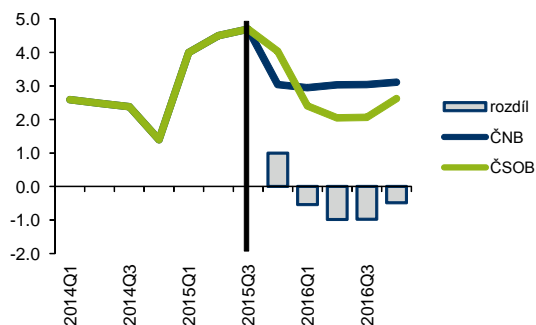
	2015	2016
Česko	-1,4	-1,3
Maďarsko	-2,3	-2,0
Polsko	-3,0	-2,9

Zdroj dat: ČSOB, Bloomberg

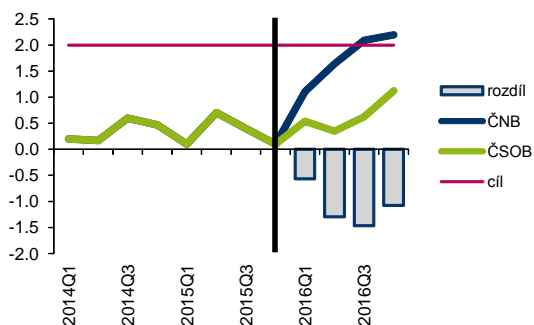


## Výhledy centrálních bank

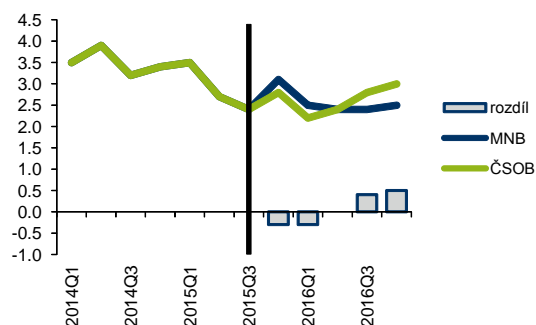
**CZ: Výhled na růst HDP (y/y, %)**



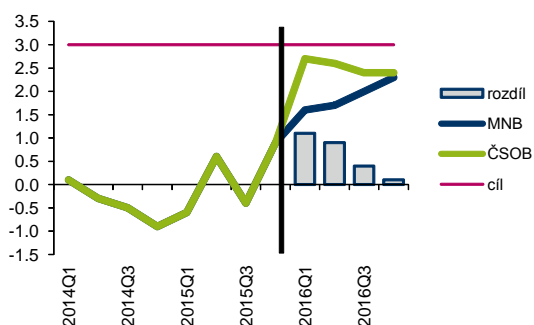
**CZ: Výhled na inflaci (y/y, %)**



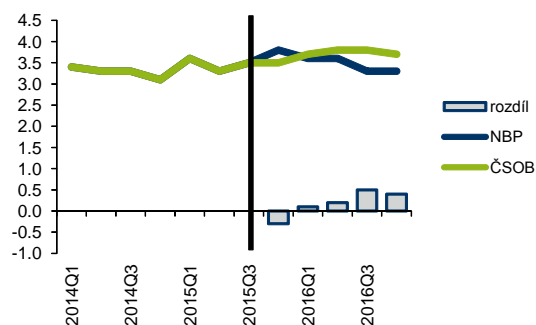
**HU: Výhled na růst HDP (y/y, %)**



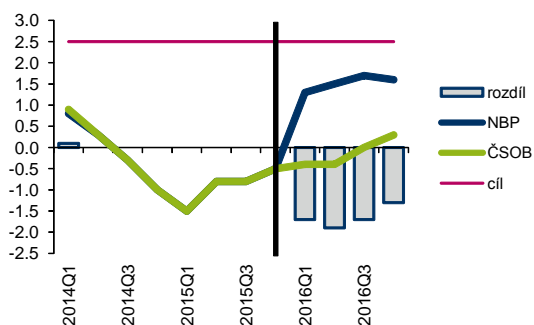
**HU: Výhled na inflaci (y/y, %)**



**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.