

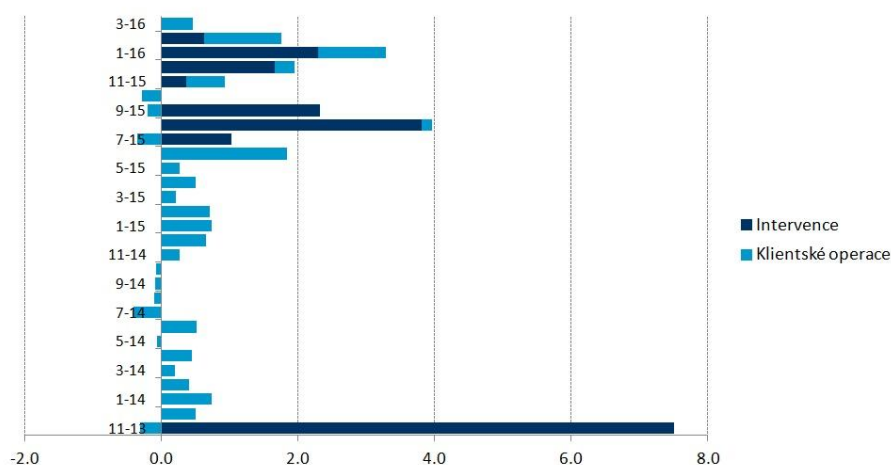


- **Česká republika**  
Výsledek jednání ČNB: Dílčí změny prognózy a jedna eventuální hrozba 2
- **Střední Evropa**  
Střední Evropu podle předstihových indikátorů čeká zpomalení 3
- **Výhled na týden**  
Česká inflace by neměla zaskočit trh ani ČNB 6

## Koruna nechává ČNB v klidu

### Devizové operace ČNB

(mld. EUR; Zdroj: ČNB)



Podle aktuálních údajů o devizových rezervách a obchodech má ČNB za sebou dva poklidné měsíce. Minimálně v březnu nemusela vůbec intervenovat, aby udržela korunu nad intervenční hranicí 27 CZK/EUR a vedle toho v dubnu nejspíše také ne.

## Výsledek jednání ČNB: Dílčí změny prognózy a jedna eventuální hrozba

Petr Dufek

**Prognóza ČNB se dostává do souladu s názorem bankovní rady.**

**ČNB mluví o další „devalvaci“, pokud mzdy neporostou dostatečně rychle.**

**Záporné sazby jsou připravené pro boj se „spekulanty“. V nejbližší době však nehrozí.**

Výsledek posledního zasedání bankovní rady ČNB lze shrnout do následující věty: sazby se nemění a kurzový závazek zatím také ne. Výhled inflace ČNB snižuje a inflační rizika prognózy vidí jako protiinflační. Ke změně dochází u načasování exitu ze stávajícího kurzového režimu. Zatímco únorová prognóza počítala s používáním kurzu jako nástroje měnové politiky do konce letošního roku, nyní prognóza hovoří o konci první poloviny příštího roku. Tím se tato prognóza dostává do souladu s názorem bankovní rady, který je už známý od minulého zasedání, tedy že jako pravděpodobný termín exitu se stále jeví polovina roku 2017.

ČNB ve svém prohlášení sice „vyhrožuje“ dalším oslabením koruny, avšak jen pokud dojde „k systematickému poklesu inflačních očekávání projevujícím se ve vývoji nominálních veličin, zejména mezd“. To, že ČNB hovoří o možnosti další „devalvace“ chápeme jako eventuální scénář, který se za určitých podmínek může naplnit. Prozatím mu však nedáváme velkou pravděpodobnost, navíc ani z tiskové konference nevyplynulo, že by se ČNB k takovému kroku v brzké době chystala. I nadále si proto myslíme, že ČNB s korunou hýbat nebude, nicméně pozornost trhu by se o to více měla upírat na mzdové statistiky, z nichž ty nejbližší budou k dispozici až 6. června.

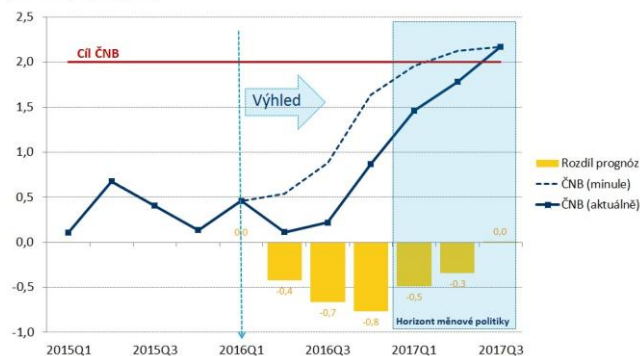
Ke změně dochází – ostatně jak jsme již předem předpokládali – v inflační prognóze, kterou ČNB opět snížila. A to jak letošní inflace, tak té očekávané pro první polovinu roku 2017. Dosažení inflačního cíle tak centrální banka předpokládá až ve druhé polovině příštího roku, nikoliv už na začátku, jak naznačovala minulá (únorová) prognóza.

ČNB ovšem nesnížila pouze inflační výhled, ale i očekávaný ekonomický růst ČR. Letos by tak podle centrální banky měla česká ekonomika růst jen o 2,3 %, což je o 0,4 procentního bodu méně než v únoru. Naopak pro příští rok by růst ekonomiky měl znovu mírně akcelarovat až ke třem procentům. Zároveň centrální banka alespoň trochu zreálnila pohled na vývoj tržních úrokových sazeb a už nepředpokládá, že ty by mohly už na začátku příštího roku prudce vystřelit nahoru.

A na závěr nelze nezmínit záporné úrokové sazby. Bankovní rada o nich opět diskutovala, rozhodně však nehlasovala. Stále jejich zavedení považujeme za méně pravděpodobné. Pokud by k němu nakonec přece jen došlo, tak by šlo spíše o krátkodobý nástroj využitý v době exitu a omezený pouze na příliv spekulativní likvidity. Celkově můžeme shrnout dnešní zasedání bankovní rady z pohledu výsledků i prognózy jako zajímavé, avšak nijak zásadně zatím nemění naše očekávání ani ve směru načasování exitu, ani pokud jde o vývoj úrokových sazeb.

### Výhled inflace

(meziročně, %; zdroj: ČNB)



Prognóza ČNB		5-16	2-16	Změna
HDP	2016	2.3	2.7	↓
(meziročně, %)	2017	3.4	3.0	↑
Inflace	2016Q4	0.9	1.6	↓
(meziročně, %)	2017Q2	1.8	2.1	↓
Měnově politická inflace	2016Q4	0.7	1.4	↓
(meziročně, %)	2017Q2	1.8	2.0	↓
PRIBOR 3M	2016Q4	0.3	0.3	→
(%)	2017Q2	0.3	1.0	↓
Vnější předpoklady prognózy		5-16	2-16	Změna
HDP eurozóny	2016	2.1	2.1	→
(meziročně, %)	2017	1.9	2.0	↓
Inflace	2016	0.6	1.1	↓
(meziročně, %)	2017	1.5	1.8	↓
3M EURIBOR	2016	-0.2	-0.2	→
(%)	2017	-0.3	-0.2	↓
BRENT	2016	41.7	35.9	↑
USD/barel	2017	46.8	42.8	↑

Zdroj: ČNB

## Střední Evropu podle předstihových indikátorů čeká zpomalení

Jan Bureš

**Naše Blesky ukazují na postupné zpomalování průmyslové výroby.**

Naše předstihové indikátory pro středoevropské ekonomiky – „Blesky“ – se na začátku roku 2016 postupně zhoršují a to napříč všemi středoevropskými ekonomikami. Pokles je sice pozvolný a úrovně zůstávají relativně vysoké, i tak ale blesky ukazují na postupné zpomalování průmyslové výroby. I proto očekáváme v Maďarsku další uvolnění měnové politiky a pokles sazeb se teoreticky nedá vyloučit ani v Polsku.

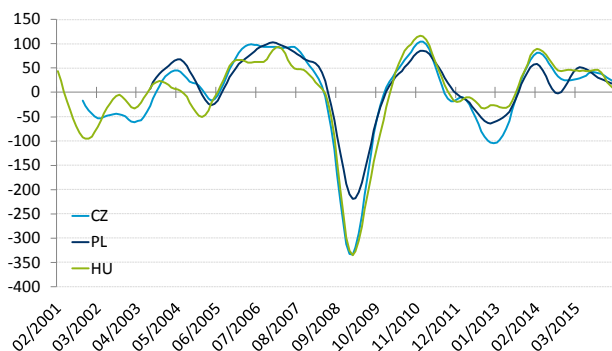
**Nejlépe si v tuto chvíli stojí český Blesk.**

Nejlépe si v tuto chvíli stojí český Blesk, který v dubnu klesal především kvůli propadu indexu PMI (nálady v průmyslu). Další složky českého Blesku zažily řádově nižší poklesy (IFO, nové objednávky automobilek) nebo se dokonce lehce vylepšovaly (index očekávání podle OECD). Polský blesk na druhé straně klesá již delší dobu (9 měsíců) a dosáhl tak o něco nižších úrovní. Hůře vypadá také struktura polského Blesku – delší dobu a výrazně rychleji klesají především nové objednávky. Relativně nejnižší je v tuto chvíli maďarský Blesk, který je ale rozkolísanější a neklesá tak dlouho jako jeho polský protějšek. Jeho signál proto nemusí být ve finále tak silný.

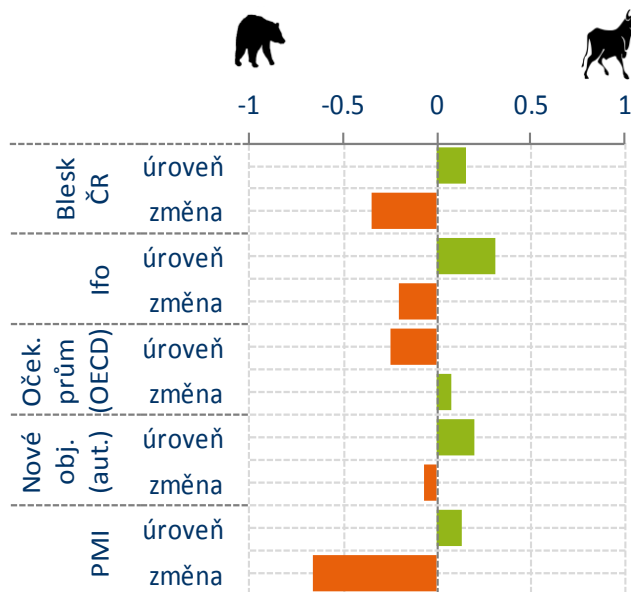
**Ukazují na zpomalení hospodářského růstu napříč střední Evropou.**

I když se, předstihové indikátory zhoršují, jejich pokles není zatím nijak dramatický. Neukazují tak podle nás na blížící se recesi, ale spíše na zpomalení hospodářského růstu napříč střední Evropou. To ostatně očekáváme jak v Česku, tak v Maďarsku. V Česku by to nemělo ČNB překvapit a při růstu okolo 2,5 % nečekáme žádnou zásadnější reakci centrální banky. V Maďarsku naopak centrální banka v reakci na volnější růst může ještě dále snižovat úrokové sazby. V Polsku je situace trochu komplikovanější - slabší průmysl (na který ukazuje Blesk) může být v uzavřenější a v méně průmyslové ekonomice vykompenzován rychlejší domácí spotřebou a fiskální expanzí. Pokud ale uvidíme, že na brzdu šlape celá polská ekonomika, může se i v Polsku dostat do hry pokles sazeb.

Stř. Ev.: předstihové indikátory



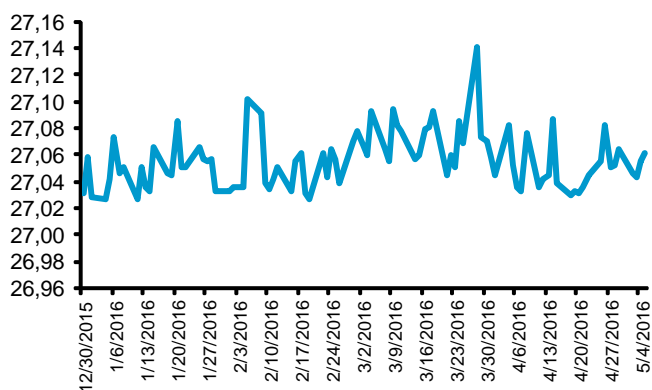
### Blesk CZ



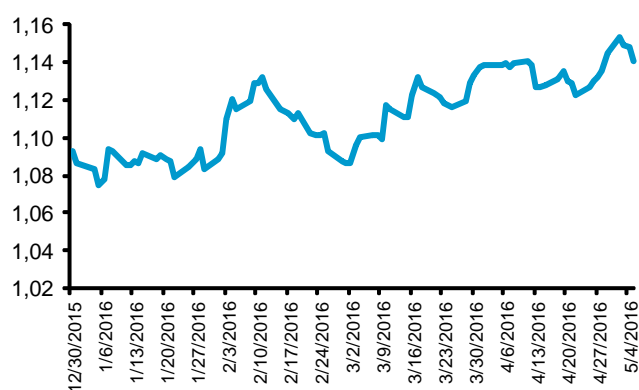
Poznámky - úroveň: úroveň ukazatele vzhledem k historickým hodnotám (1= maximální historická hodnota; -1=minimální historická hodnota)

## Přehled trhů

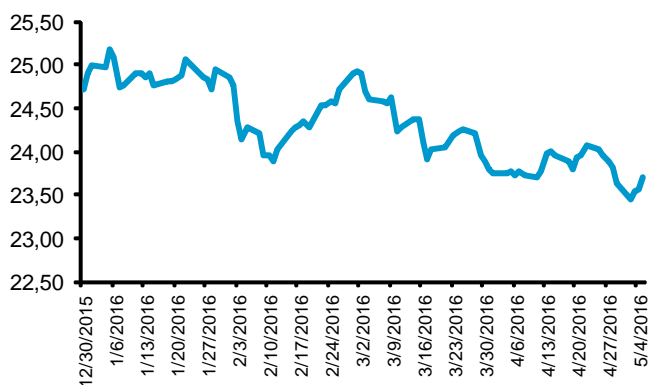
**EURCZK**



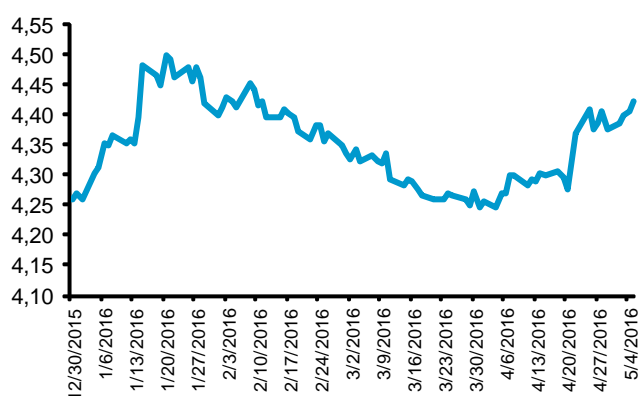
**EURUSD**



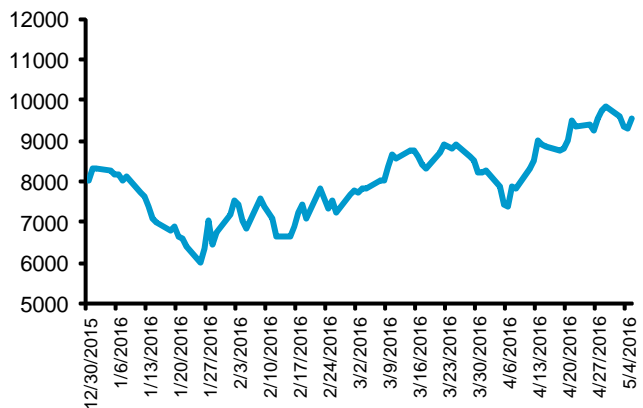
**USDCZK**



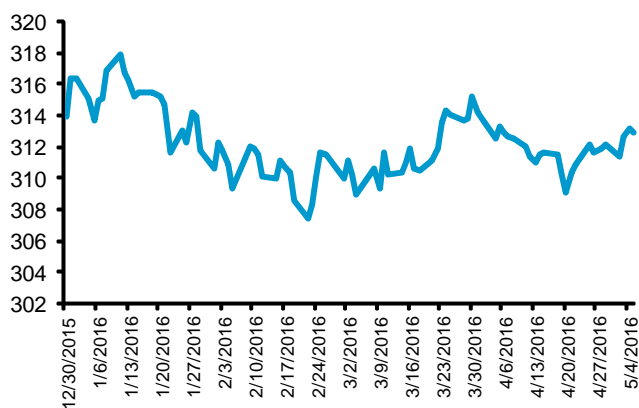
**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

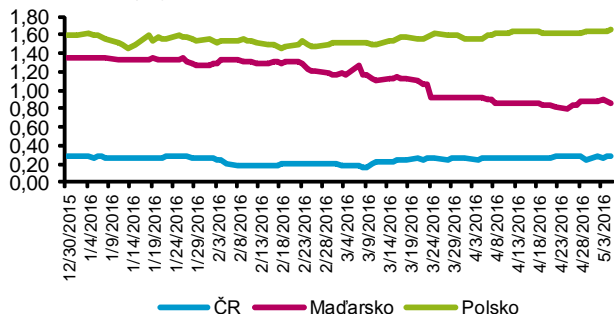


**EURHUF**

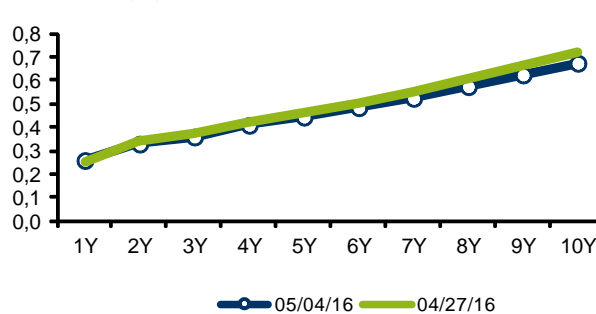


Zdroj: Thomson Reuters

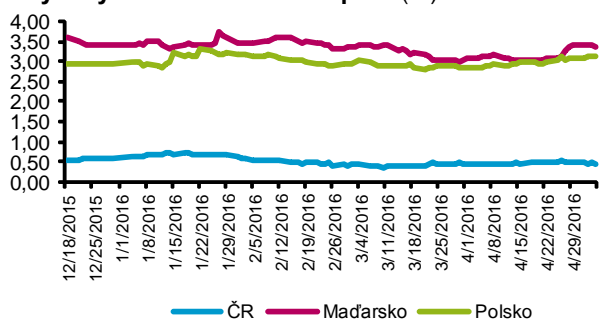
FRA 3x6 (%)



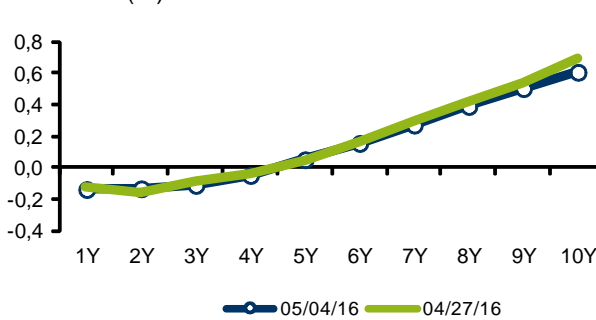
IRS CZK (%)



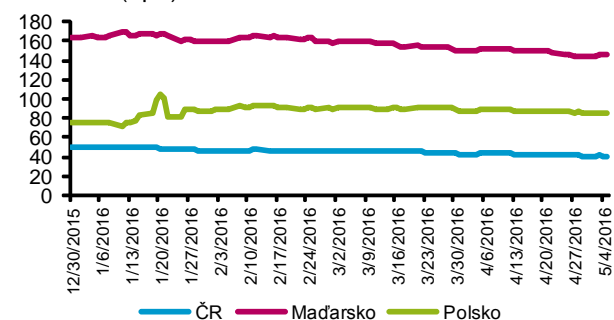
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



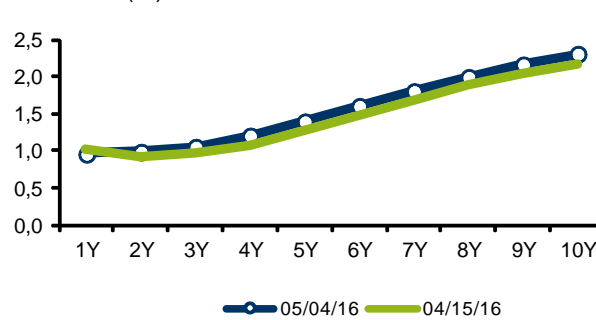
IRS EUR (%)



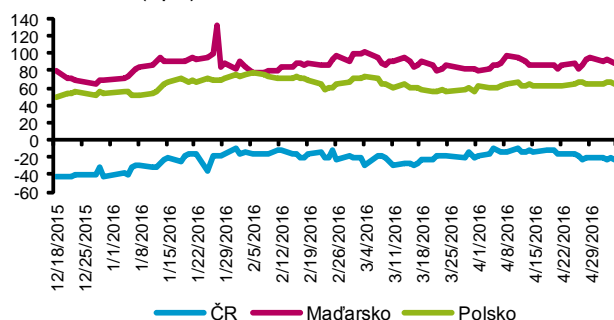
CDS 5Y (bps)



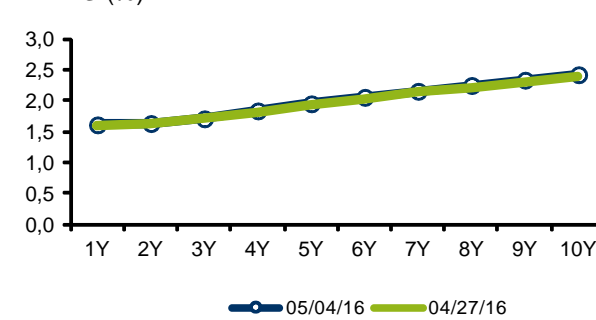
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

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

	III.16	II.16	III.15
Měsíčně	2.5	5.6	6.5
kumul. od ledna	3.1	3.5	4.8

### CZ: Auta stále pomáhají průmyslu nahoru

Nižší počet pracovních dnů a slabší výkony energetiky a chemického průmyslu stojí za nízkým očekávaným růstem průmyslu v březnu. Naproti tomu silnou dynamiku předpokládáme u automobilového průmyslu, výroby kovových výrobků a strojírenství. Možná ještě zajímavější než samotný výkon průmyslu bude růst nových zakázek, které by mohly vykazat alespoň dílčí růst především díky vysokému zájmu o automobily. A dalším zajímavým číslem by tentokrát mohl být i růst mezd, který by měl začít ve větší míře odrážet hlad firem po pracovní síle na jedné straně a nedostatek kvalifikovaných zaměstnanců na trhu na straně druhé.

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

	III.16	II.16	III.15
Míra	5.6	6.1	6.7
Volná místa (tis.)	117	117	84

### CZ: Sezónní práce tlačí nezaměstnanost dolů

Po březnových 6,1 % v dubnu následoval výrazný pokles míry nezaměstnanosti díky náběhu sezónních prací v zemědělství, v některých službách a částečně i ve stavebnictví. Navíc i nadále roste poptávka po zaměstnancích ze strany průmyslových podniků, které díky rostoucí poptávce rozšiřují svoje kapacity, a řada z nich už naráží na nedostatek kvalifikovaných zaměstnanců. U počtu volných pracovních míst (cca 117 tis.) nepředpokládáme žádné větší změny. Nabídka je sice silná, ale pro nezaměstnané často nepříliš zajímavá. Nezaměstnanost bude, podle našeho názoru klesat i v dalších měsících a k jejímu podstatnějšímu nárůstu dojde až v závěru roku.

### ÚT 9:00, CZ Inflace (%)

	III.16	II.16	III.15
Inflace m/m	0.3	-0.1	0.3
Inflace y/y	0.3	0.3	0.5
Měnově politická inflace y/y	0.3	0.1	0.3

### CZ: Stabilní inflace

Dubnová inflace nejspíše setrvala na předchozí (meziroční) úrovni, a to především zásluhou změněného trendu cen pohonných hmot. Nedávný vzestup cen ropy a ropných derivátů se postupně promítá do cen u čerpacích stanic a aktuálně se stává významným inflačním faktorem. Navzdory tomu prozatím se zásadní změnou výhledu inflace nepočítáme. Předpokládáme, že se inflace bude na velmi nízkých úrovních držet ve druhém i třetím čtvrtletí a teprve v závěru roku by se mohla po čase dostat zpět nad jedno procento.

### HU: Inflace stále v mínusu

Maďarská meziroční inflace by v dubnu měla zůstat v negativním teritoriu (-0,2%), ačkoliv ceny pohonných hmot vzrostly. Naopak cenovou hladinu tlačila níže redukce DPH na vepřové. Co se týká meziroční jádrové inflace, tak ta by měla akcelarovat na úroveň 1,5%.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	09.05.2016	8:00	Tovární zakázky	%	03/2016			0,7	0,1	-1,2	0,5
ČR	09.05.2016	9:00	Obchodní bilance (národní)	mld. CZK	03/2016	20		21,4		22	
ČR	09.05.2016	9:00	Stavební výroba	%	03/2016						-2,3
ČR	09.05.2016	9:00	Průmyslová výroba	%	03/2016		2,5		1,4		5,6
ČR	09.05.2016	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	04/2016	5,6		5,7		6,1	
Maďarsko	09.05.2016	16:00	Rozpočtové saldo	mld. HUF	04/2016						-125,8
Německo	10.05.2016	8:00	Průmyslová výroba	%	03/2016			-0,2	1,1	-0,5	1,3
Německo	10.05.2016	8:00	Obchodní bilance	mld. EUR	03/2016			20,5		20,3	
Německo	10.05.2016	8:00	Běžný účet	mld. EUR	03/2016			24,5		20	
Francie	10.05.2016	8:45	Průmyslová výroba	%	03/2016					-1	0,6
Maďarsko	10.05.2016	9:00	Inflace	%	04/2016			0,5	0	0,1	-0,2
ČR	10.05.2016	9:00	Inflace	%	04/2016	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,1	0,3
USA	10.05.2016	19:00	3letá aukce	mld. USD	05/2016			24			
USA	11.05.2016	19:00	10letá aukce	mld. USD	05/2016			23			
USA	11.05.2016	20:00	Rozpočtové saldo	mld. USD	04/2016			118			
Francie	12.05.2016	8:45	Harmonizovaná inflace	%	04/2016 *F					0,1	-0,1
Francie	12.05.2016	8:45	Inflace	%	04/2016 *F					0,1	-0,2
EMU	12.05.2016	11:00	Průmyslová výroba	%	03/2016			0	1,1	-0,8	0,8
Polsko	12.05.2016	14:00	Inflace	%	04/2016 *F					0,3	-1,1
USA	12.05.2016	14:30	Index dovozních cen	%	04/2016			0,6	-5,3	0,2	-6,2
USA	12.05.2016	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	05/2016					274	
USA	12.05.2016	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	04/2016					2121	
USA	12.05.2016	19:00	30letá aukce	mld. USD	05/2016			15			
Německo	13.05.2016	8:00	Inflace	%	04/2016 *F			-0,4	-0,1	-0,2	0,1
Německo	13.05.2016	8:00	Harmonizovaná inflace	%	04/2016 *F			-0,5	-0,3	-0,3	-0,1
Německo	13.05.2016	8:00	HDP	%	1Q/2016 *P			0,6	1,5	0,3	1,3
Maďarsko	13.05.2016	9:00	HDP	%	1Q/2016 *P					1	3,2
Polsko	13.05.2016	10:00	HDP	%	1Q/2016 *P			0,6	3,4	1,1	3,9
ČR	13.05.2016	10:00	Běžný účet	mld. CZK	03/2016	11,5		17		44	
EMU	13.05.2016	11:00	HDP	%	1Q/2016 *P			0,6	1,6	0,6	1,6
Polsko	13.05.2016	14:00	Peněžní zásoba M3	%	04/2016			-0,4	9,7	0,3	9
Polsko	13.05.2016	14:00	Běžný účet	mil. EUR	03/2016			385		-383	
Polsko	13.05.2016	14:00	Obchodní bilance	mil. EUR	03/2016			254		341	
Polsko	13.05.2016	14:00	Jádrová inflace	%	04/2016			0,3	-0,3	0	-0,2
USA	13.05.2016	14:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů	%	04/2016			0,7		-0,3	
USA	13.05.2016	14:30	Maloobchodní tržby - bez aut, benzínu a stav. mater	%	04/2016					0,1	
USA	13.05.2016	14:30	Výrobní ceny	%	04/2016			0,3	0,3	-0,1	-0,1
USA	13.05.2016	14:30	Jádrový index cen v průmyslu	%	04/2016			0,1	0,9	-0,1	1
USA	13.05.2016	16:00	Podnikatelské zásoby	%	03/2016			0,1		-0,1	
USA	13.05.2016	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		05/2016 *P			89,9		89	

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 depo	1,35	1,35	1,20	2,50	2,75	3,00	-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	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
Česko	PRIBOR 3M	0,29	0,25	0,25	0,24	0,25	0,25
Maďarsko	BUBOR 3M	1,10	1,35	1,20	2,60	2,90	3,10
Polsko	WIBOR 3M	1,67	1,72	1,67	1,65	1,65	1,65

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

		současná hodnota	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
Česko	CZ10Y	0,69	1,01	0,63	0,73	0,81	0,90
Maďarsko	HU10Y	2,26	2,91	2,07	4,00	4,20	4,40
Polsko	PL10Y	2,44	2,47	2,23	2,50	2,60	2,75

### Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
Česko	EUR/CZK	27,03	27,03	27,05	27,02	27,02	27,02
Maďarsko	EUR/HUF	313	316	314	308	305	300
Polsko	EUR/PLN	4,42	4,27	4,25	4,39	4,27	4,25

### HDP (meziročně, %)

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

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

	2015	2016
Česko	0,9	0,8
Maďarsko	6,0	5,1
Polsko	-1,2	-1,5

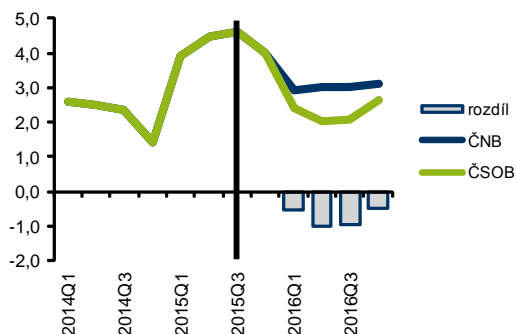
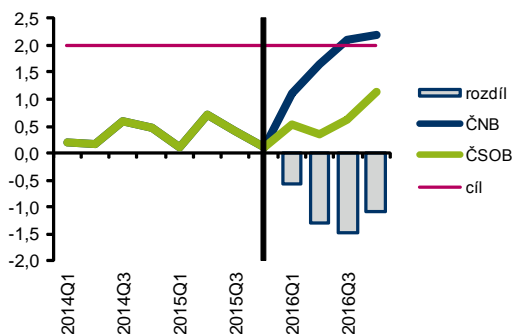
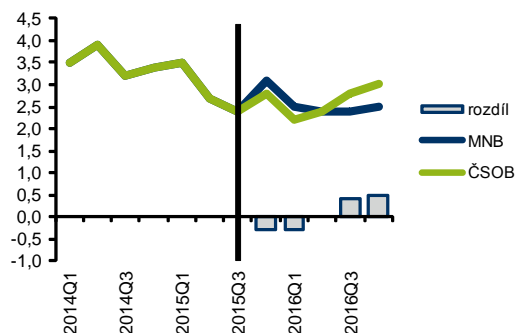
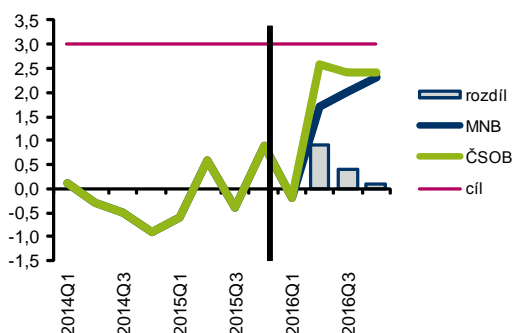
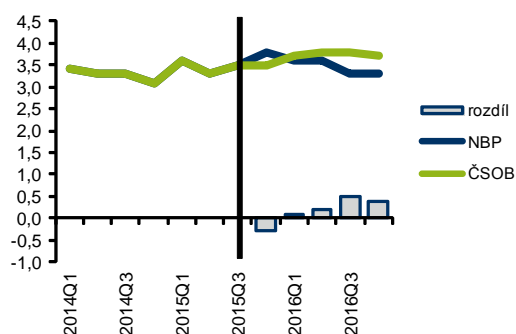
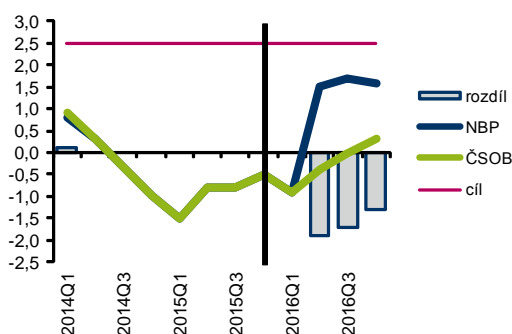
### Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	2015	2016
Česko	-0,4	-1,0
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.