



- **Česká republika**  
Přebytek běžného účtu prudce roste 2
- **Polsko**  
Data z průmyslu zklamala jen na první pohled 3
- **Výhled na týden**  
MNB naposledy sníží sazby a ČNB nepřekvapí 6

## Řecké kapitálové kontroly visí ve vzduchu - co na to region?

	Dnes
EUR/CZK	27.23
EUR/HUF	313.1
EUR/PLN	4.18
3M PRIBOR	0.31
3M BUBOR	1.50
3M WIBOR	1.71
10Y CZK	1.17
10Y PLN	3.33
10Y HUF	4.19
3M EURIBOR	-0.01
10Y EMU	0.78

Řecká sága se dostává do své terminální fáze s tím, jak se blíží jeho splátky MMF a zároveň dohoda o záchranném balíku není na stole. To, zdali dojde k dohodě s věřiteli, je v zásadě binární záležitost, kterou nelze seriózně odhadnout. Nicméně času není nazbyt. Pokud podle nás nedojde do pondělí večer k dohodě, čeká Řecko příští týden zavedení kapitálových kontrol (à la Kypr) a jeho banky se mohou ocitnout pod hromadným vybíráním vkladů. V takovém případě počítejme s dočasnou finanční nákazou i v jiných zemích a to včetně střední Evropy.

Až dosud hry o hrozbě defaultu a Grexitu příliš nehrály - tedy pokud nepočítáme řecké vládní dluhopisy. Spouštěcí mechanismus náказы může být právě ten okamžik, kdy bude muset Řecko uvalit kapitálové kontroly, tak jako to musel udělat Kypr na počátku roku 2013. V tu chvíli se může řecká hra rozehrát naplno, přičemž náказа může mít řadu známých rysů z posledních epizod eurokrize. A jak na takovou situaci zareagují středoevropské devizové a dluhopisové trhy?

Podle našeho názoru by nepochybně došlo k roztažení spreadů u polských a maďarských dluhopisů vůči německým Bundům, což nemusí být nutně případ českých dluhopisů. Naopak jejich výnosy mohou jít níže spolu s německými, tak jako tomu bylo při kyperské krizi v roce v březnu 2013. Pokud jde o měny tak zatímco koruna se může jen lehce ztrácet, tak další měny v regionu (PLN, HUF, RON) budou určitě zranitelnější. V případě šířící se náказы pak forint nemusí zahrát do karet ani očekávané snížení úrokových sazeb ze strany MNB.

## Přebytek běžného účtu prudce roste

Petr Dufek

***I v dubnu skončil běžný účet platební bilance ve vysokém přebytku.***

I v dubnu skončil běžný účet platební bilance ve vysokém přebytku. Tentokrát šlo o více než 20 mld. korun a to zásluhou vysokého kladného salda obchodní bilance a bilance služeb. Na rozdíl od loňska se v nejnovějších číslech stále ještě nezačaly projevovat dividendy vyplácené firmami pod zahraniční kontrolou, a tak běžný účet za první čtyři měsíce končí v přebytku 112 mld. korun. V ročním vyjádření jde nepochybně o historicky nejlepší výsledek, který odráží silnou exportní výkonnost tuzemských firem na zahraničních trzích.

Pokud by koruna neměla zabetonované dno na 27 CZK/EUR, byl by výsledek běžného účtu jistě pozitivní vzpruhou pro kurz. Na druhé straně se dá počítat, že přebytkový běžný účet bude mít ČR i v dalších letech. Je to velmi pravděpodobné i navzdory rostoucímu odlivu dividend do zahraničí. Ty nepochybně srazí běžný účet v dalších měsících, avšak celkově jeho trend zůstane velmi pozitivní. Předpokládáme, že se letos jeho kladné saldo dostane až na úroveň dvou procent HDP.

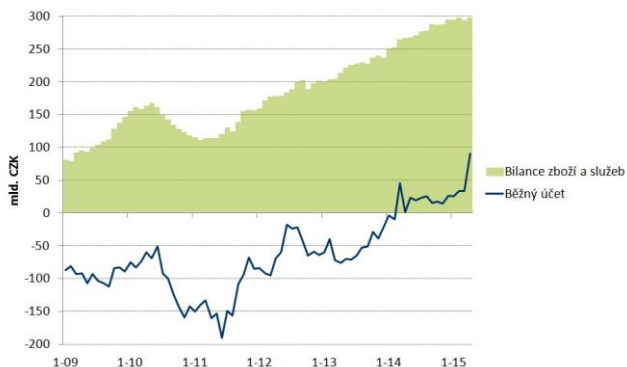
I když příliv kapitálu do ČR letos rozhodně netrhá žádné rekordy, trend na finančním účtu platební bilance zůstává pozitivní. Je vidět, že zahraniční firmy zde reinvestují část svých zisků, objevují se finanční půjčky českých dcer zahraničním matkám a tuzemští investoři se stále zajímají o zahraniční cenné papíry. Nicméně žádné zásadní či rizikové trendy v kapitálových pohybech vidět nejsou.

***Zahraniční dluh ČR narůstá.***

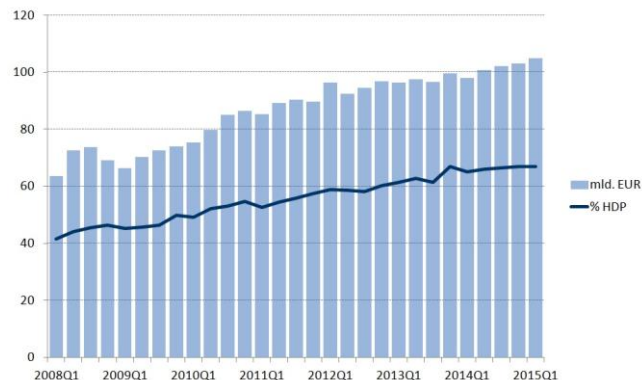
Zadluženost české ekonomiky vůči zahraničí na konci března vyskočila na téměř 105 mld. EUR a odpovídá tak necelým 67 % HDP. Nejde samozřejmě o veřejný dluh, ale o závazky tuzemských firem, bank včetně centrální banky a vlády vůči zahraničí. Za poslední rok se zadlužení ČR zvýšilo o téměř 7 mld. EUR a to v důsledku rostoucích vkladů zahraničních subjektů v tuzemských bankách. Otázkou je proč.

Co je na ČR až tak zajímavého, aby stálo za to směřovat svoje depozita právě sem? Vysvětlení nebo spíše spekulací může být několik. Jedním z nich (bez uvedení pořadí) je třeba zvyšující se aktivita firem se zahraničním „původem“ na českém trhu. S tím jak podniky formálně mění své sídlo do zahraničí, stávají se nerezidenty. Jejich vklady se tak vlastně proměňují na zahraniční závazky. Dalším důvodem může být atraktivita extrémně levných eur v zahraničí jako zdroje financování v tuzemsku. Získávání eur za zápornou sazbu a jejich uplatnění na tuzemském trhu může být rozhodně zajímavou příležitostí pro banky i firmy. Závazky ostatních subjektů se vůči zahraničí za poslední rok měnily jen minimálně.

Roční výsledky běžného účtu platební bilance ČR



Zahraniční zadluženost ČR



## Data z průmyslu zklamala jen na první pohled

Petr Báča

**Po sezónním očištění rosti průmysl o 5,3 % meziročně.**

**Pozitivní vývoj na trhu práce věští solidní růst i pro zbytek roku.**

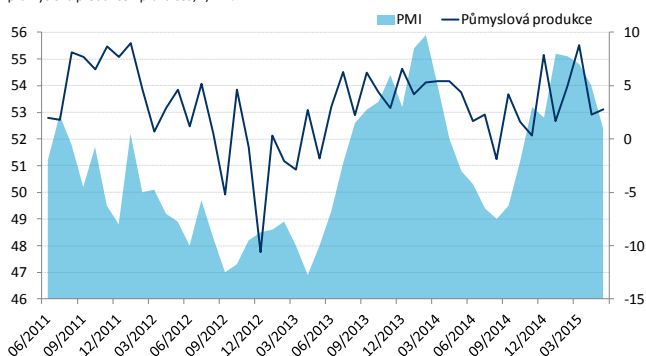
Data zveřejněná v tomto týdnu potvrdila, že výkonnost polské ekonomiky zůstává i ve druhém čtvrtletí velice slušná. Statistikou, která na první pohled zavedla prostor pro výraznější pochybnosti, byla průmyslová produkce. Ta sice v květnu ve srovnání s očekáváním zklamala, nicméně sezónně očištěný růst (meziročně o 5,3 %, meziměsíčně o 0,9 %) poskytl o poznání pozitivnější obrázek. Citelnějším zklamáním tak snad mohla být jen čísla ze stavebnictví, i když v jejich případě vzhledem k vysoké volatilitě zprávu nikterak nepřeceňujeme.

O něco nižší než očekávaný byl i růst mezd v korporátním sektoru. Nicméně zde je třeba brát v potaz, že polská ekonomika prochází již 11 měsíců dlouhou deflační periodou (inflace v květnu dosáhla - 0,9 % meziročně), která se podle našich odhadů může protáhnout až do října. Z tohoto pohledu tak zůstává zhruba čtyřprocentní reálný růst mezd velice slušný. Kromě toho, o něco lépe naopak dopadly maloobchodní tržby, což naznačuje, že zlepšující se situace na trhu práce se prostřednictvím solidního růstu mezd a růstu zaměstnanosti bude pravděpodobně i nadále významně podporovat hospodářský růst.

Celkově vzato květnová data vyhodnocujeme tak, že růst ekonomiky by se měl ve druhém kvartále pohybovat kolem 3,5 % meziročně. Z hlediska politiky NBP vyznívají data podle nás neutrálně, což znamená, že náš výhled na stabilitu oficiálních úrokových sazeb ve zbytku roku rovněž neměníme.

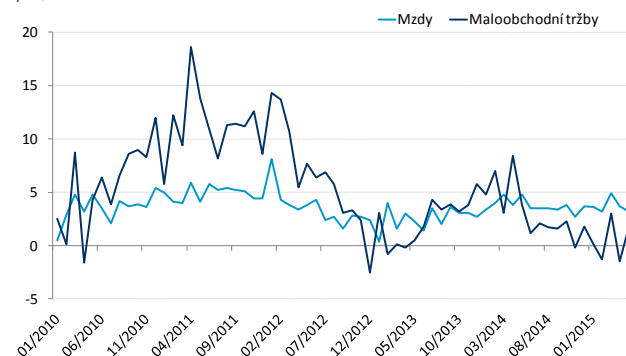
**PL: PMI vs. průmyslová produkce**

průmyslová produkce - pravá osa, Y/Y v %



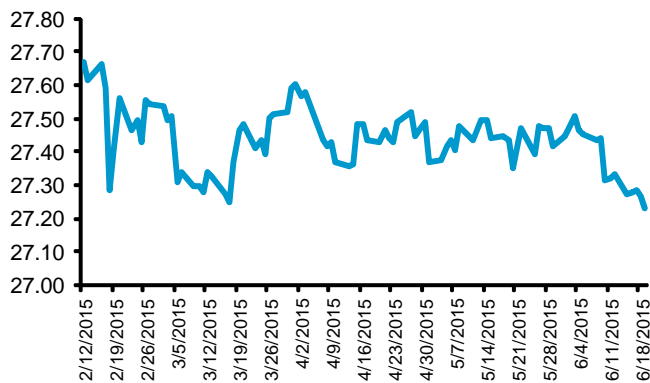
**PL: Růst mezd vs. maloobchodní tržby**

Y/Y v %

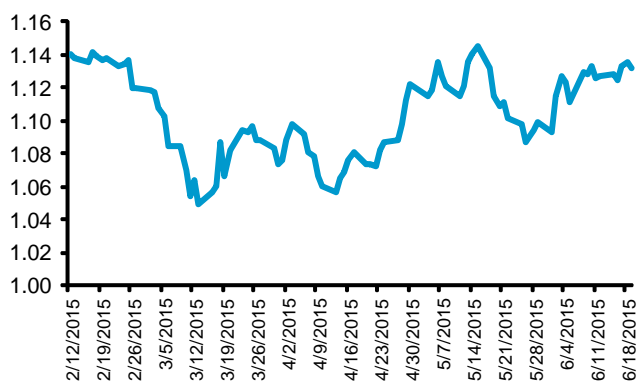


## Přehled trhů

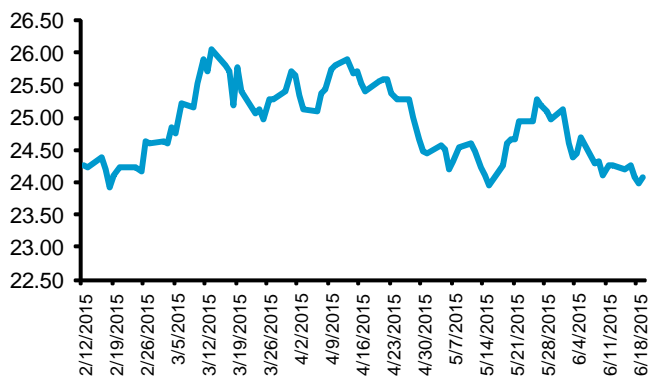
**EURCZK**



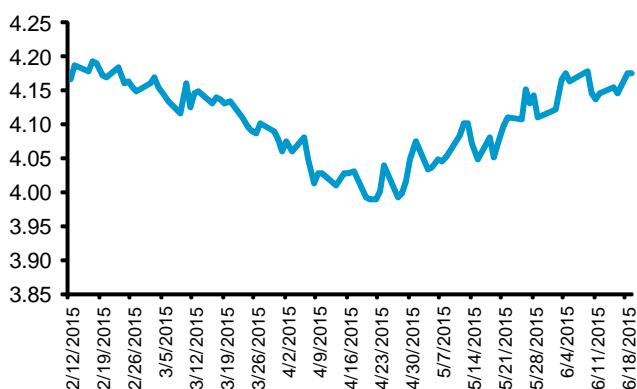
**EURUSD**



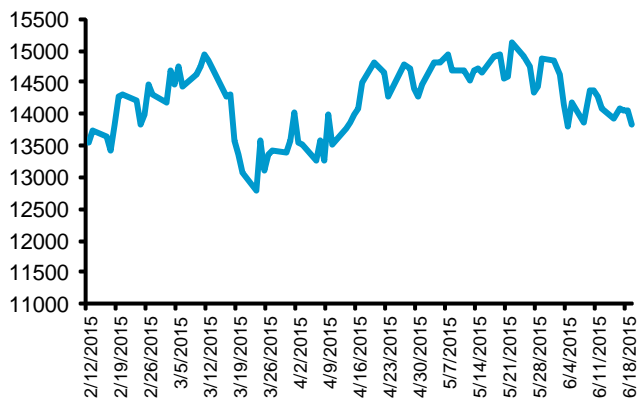
**USDCZK**



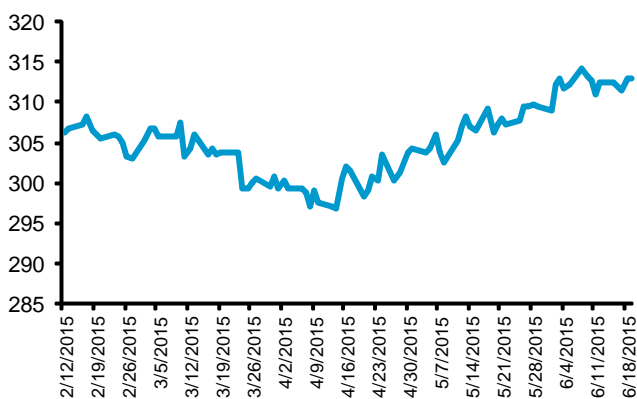
**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

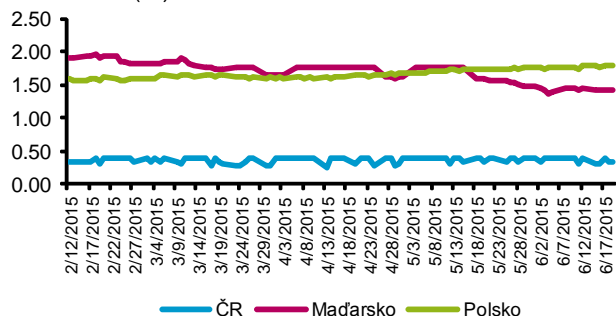


**EURHUF**

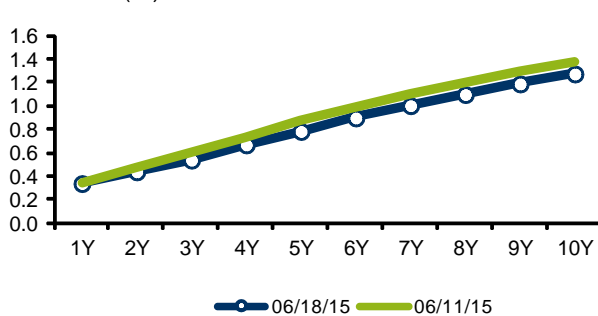


Zdroj: Thomson Reuters

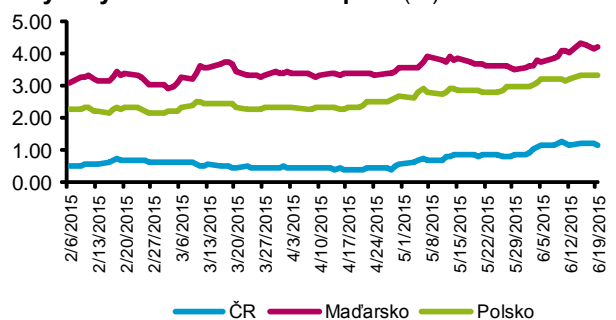
FRA 3x6 (%)



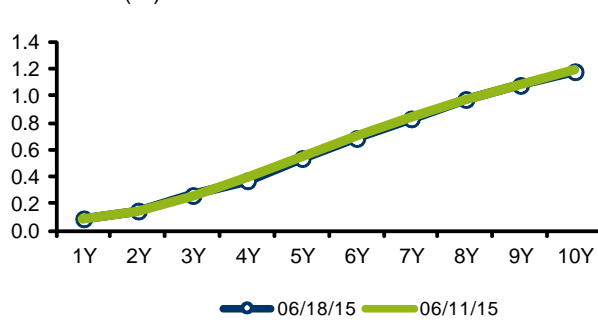
IRS CZK (%)



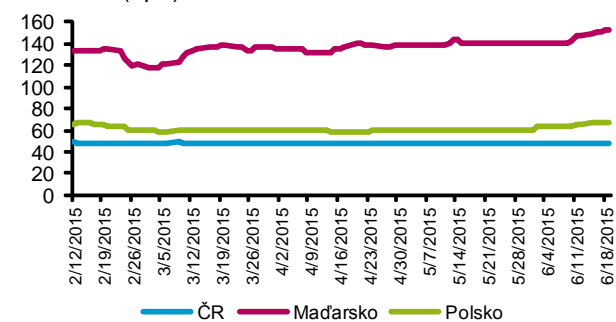
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



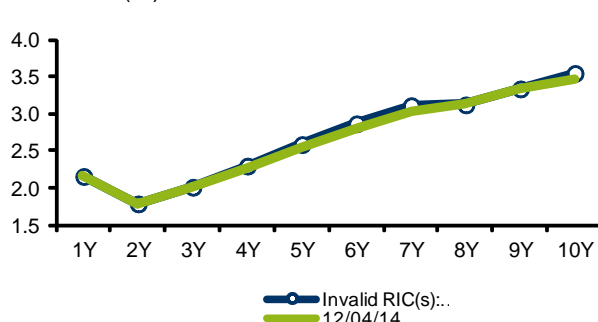
IRS EUR (%)



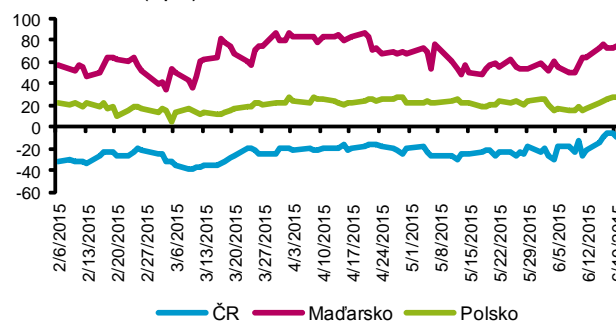
CDS 5Y (bps)



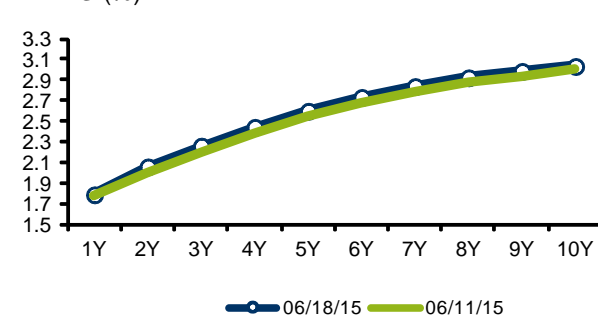
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

---

### ÚT 14:00, HU Zasedání MNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	1,50	5/2015
změna v b. bodech	-15	-15

### HU: MNB naposledy sníží sazby

Ačkoliv inflace se již dostala do kladného teritoria a půjde výše, tak MNB sníží svoji úrokovou sazbu o 15 bps na 1,50 %. Banka tím však zřejmě definitivně ukončí současný cyklus snižování úrokových sazeb.

### ČT 13:00, CZ Zasedání ČNB

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

### CZ: Zasedání ČNB nepřekvapí

Ve čtvrtek proběhne letos už čtvrté zasedání bankovní rady ČNB, od něhož neočekáváme žádné zásadní změny měnové politiky. Prognóza byla na pořadu jednání minule, a tak se centrální banka bude spíše věnovat odchylkám aktuálního vývoje ekonomiky od platných výhledů. Ukazuje se, že inflace i ekonomický růst prozatím předčí očekávání, na druhou stranu ovšem otázky vyvolává pomalý růst mezd. ČNB tak může být vcelku spokojená a pokračovat ve své politice nízkých sazeb a stávajícího kurzového režimu. Předpokládáme, že centrální banka znovu potvrdí jako nejbližší možný termín uvolnění koruny druhou polovinu roku 2016.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
EMU	22.06.2015	8:30	Projev Coeura v Paříži	ECB	06/2015						
EMU	22.06.2015	11:00	Projev Tricheta ve Vídni	ECB	06/2015						
EMU	22.06.2015	16:00	Index spotřebitelské důvěry		06/2015 *A			-5.7		-5.5	
USA	22.06.2015	16:00	Prodej stávajících domů	mil.	05/2015			5.28		5.04	
Francie	23.06.2015	8:45	Index podnik. nálady INSEE		06/2015			98		97	
Francie	23.06.2015	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2015 *P			50		49.4	
Německo	23.06.2015	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2015 *P			51.3		51.1	
EMU	23.06.2015	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2015 *P			52.2		52.2	
EMU	23.06.2015	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		06/2015 *P			53.7		53.8	
Maďarsko	23.06.2015	14:00	Zasedání MNB	%	06/2015	1.5		1.5		1.65	
USA	23.06.2015	14:00	Projev Powella o měnové politice v e Washingtonu	Fed	06/2015						
USA	23.06.2015	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby	%	05/2015			-0.5		-0.5	
USA	23.06.2015	14:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostř.	%	05/2015			0.6		0.5	
USA	23.06.2015	16:00	Prodej nových domů	tis.	05/2015			520		517	
USA	23.06.2015	19:00	2letá aukce	mld. USD	06/2015			26			
Maďarsko	24.06.2015	8:30	Běžný účet	mld. HUF	1Q/2015			2000		892	
Francie	24.06.2015	8:45	HDP	%	1Q/2015 *F			0.6	0.7	0.6	0.7
Polsko	24.06.2015	10:00	Míra nezaměstnanosti	%	05/2015			10.8		11.2	
Německo	24.06.2015	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo		06/2015			108.1		108.5	
Německo	24.06.2015	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)		06/2015			114.1		114.3	
Německo	24.06.2015	10:00	Index Ifo (očekávání)		06/2015			102.5		103	
ČR	24.06.2015	12:00	Aukce st. dluhopisu 0,85 %, 2014-2018	mld. CZK	06/2015						
ČR	24.06.2015	12:00	Aukce st. dluhopisu x,xx %, 2015-2026	mld. CZK	06/2015						
USA	24.06.2015	14:30	HDP	%	1Q/2015			-0.2		-0.7	
USA	24.06.2015	14:30	Soukromá spotřeba	%	1Q/2015			1.9		1.8	
USA	24.06.2015	14:30	Cenový index HDP	%	1Q/2015			-0.1		-0.1	
USA	24.06.2015	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	1Q/2015			0.8		0.8	
EMU	24.06.2015	16:00	Projev Constancia ve Frankfurtu	ECB	06/2015						
USA	24.06.2015	19:00	5letá aukce	mld. USD	06/2015			35			
Německo	25.06.2015	8:00	Spotřebitelská důvěra GfK		07/2015			10.2		10.2	
EMU	25.06.2015	8:15	Evropský Summit IIF 2015 ve Frankfurtu	ECB	06/2015						
EMU	25.06.2015	9:00	Projev Nouye v Bruselu	ECB	06/2015						
ČR	25.06.2015	13:00	Zasedání ČNB	%	06/2015	0.05		0.05		0.05	
USA	25.06.2015	14:30	Osobní příjmy	%	05/2015			0.5		0.4	
USA	25.06.2015	14:30	Osobní výdaje	%	05/2015			0.7		0	
USA	25.06.2015	14:30	Deflátor osobní spotřeby	%	05/2015			0.4		0	0.1
USA	25.06.2015	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	05/2015			0.1	1.2	0.1	1.2
USA	25.06.2015	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	06/2015					267	
USA	25.06.2015	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	06/2015					2222	
USA	25.06.2015	19:00	7letá aukce	mld. USD	06/2015			26			
Francie	26.06.2015	8:45	Index spotřebitelské důvěry		06/2015			93		93	
Maďarsko	26.06.2015	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	05/2015			7.5		7.6	
EMU	26.06.2015	10:00	Peněžní zásoba M3	%	05/2015				5.4		5.3
USA	26.06.2015	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		06/2015 *F			94.6		94.6	
USA	26.06.2015	18:45	Projev George v Kansas City	Fed	06/2015						

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

## Náš výhled

### Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná						poslední změna	
		hodnota	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1		
Česko	2T repo	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	-20 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depo	1.65	1.95	1.70	1.70	2.00	2.25	-15 bps	5/26/2015
Polsko	2T inter. sazba	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	-50 bps	3/4/2015

### Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	PRIBOR 3M	0.31	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
Maďarsko	BUBOR 3M	1.50	1.89	1.70	1.70	2.10	2.40
Polsko	WIBOR 3M	1.71	1.65	1.55	1.60	1.65	1.67

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

		současná					
		hodnota	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	CZ10Y	1.27	0.64	1.35	1.45	1.55	1.50
Maďarsko	HU10Y	3.56	2.71	3.20	3.40	3.60	3.80
Polsko	PL10Y	3.06	2.12	2.10	2.20	2.40	2.80

### Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	EUR/CZK	27.2	27.57	27.30	27.60	27.30	27.30
Maďarsko	EUR/HUF	313	300	310	317	315	310
Polsko	EUR/PLN	4.17	4.07	4.05	4.00	4.10	4.05

### HDP

	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	2.4	1.4	4.2	2.2	2.3	2.5	2.5
Maďarsko	3.2	3.4	3.5	2.3	2.7	2.8	2.2
Polsko	3.3	3.1	3.6	3.5	3.7	3.8	3.8

### Inflace

	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	0.7	0.1	0.2	0.8	0.5	1.0	1.7
Maďarsko	-0.5	-0.9	-0.6	-0.3	0.2	2.2	2.7
Polsko	-0.3	-1.0	-1.5	-1.1	-0.8	-0.1	0.4

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

	2015	2016
Česko	2.0	1.8
Maďarsko	4.0	3.8
Polsko	-1.2	-2.0

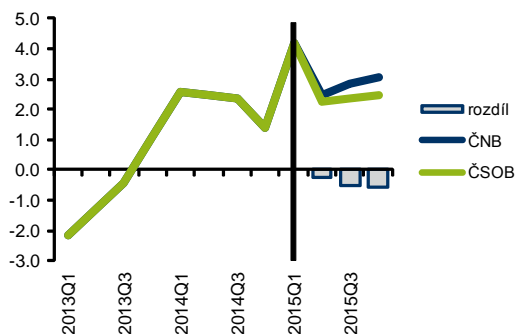
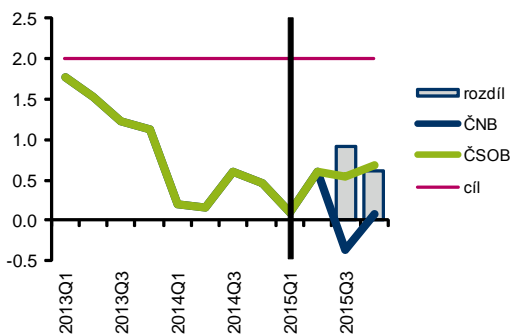
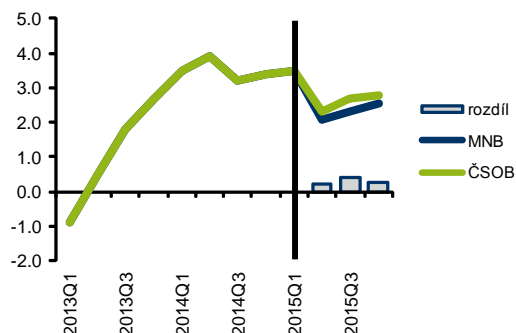
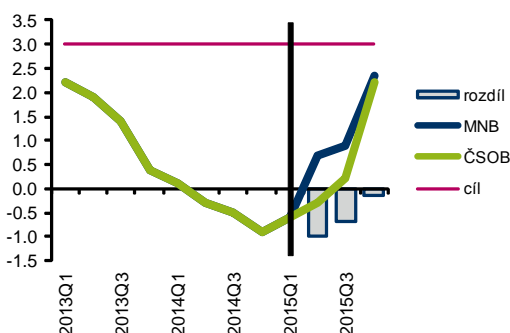
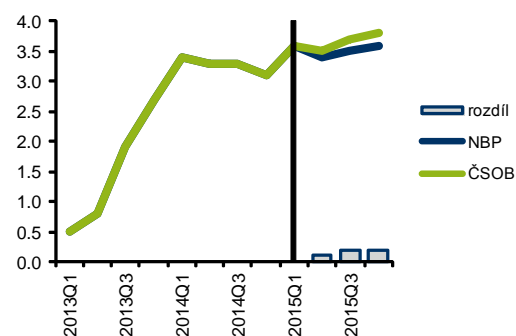
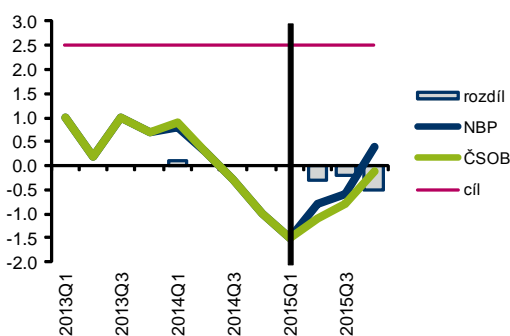
### Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	2015	2016
Česko	-2.4	-1.9
Maďarsko	-2.2	-2.0
Polsko	-3.0	-2.5

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.