



- **Česká republika**
ČNB v setrvalém módu 2
- **Výhled na týden**
Rostoucí přebytek obchodní bilance v ČR 5

Řecká sága zastínila regionální centrální banky

	Dnes
EUR/CZK	27.25
EUR/HUF	312.9
EUR/PLN	4.18
3M PRIBOR	0.31
3M BUBOR	1.42
3M WIBOR	1.72
10Y CZK	1.24
10Y PLN	3.21
10Y HUF	3.94
3M EURIBOR	-0.02
10Y EMU	0.89

Uhranuti Řeckem trochu zapomínáme sledovat, co se děje v ekonomikách v našem regionu. Mezi událostmi, které stály za pozornost, byla zasedání centrálních bank – konkrétně MNB a ČNB.

Zajímavější bylo nepochybně zasedání maďarské centrální banky, kde došlo ke snížení úrokových sazeb. Připomeňme, že MNB snížila úrokové sazby o dalších 15 bazických bodů, avšak trochu jiné byly indikace dalších kroků do budoucna. Převažoval totiž názor, že MNB již nebude chtít dále redukovat úrokové sazby, neboť inflace by se měla v Maďarsku dále zvedat a především vnější prostředí rovněž nemusí být již tak příznivé pro uvolňování měnové politiky v emerging markets. Přesto bankovní rada MNB dala včera statečně najevo, že snižování úroků v Maďarsku ještě není u konce. To může být sice dobrá zpráva pro maďarské vládní dluhopisy, ovšem forint se musí mít na pozoru. Náhly příliv pozitivních zpráv z americké ekonomiky a eventuální silnější signály z Fedu, že úroky půjdou letos nahoru, mohou vést snadno k odlivu spekulativního kapitálu z Maďarska, tak jak to u emerging markets bývá. V takové situaci přitom investoři či spíše spekulanti neuvídí rádi, že MNB chce maďarskou ekonomiku jemně doladovat dalším drobným snížením úrokových sazeb.

Co se pak týká ČNB, tak zde se odehrálo vše v souladu s očekáváními, která byla nastavena zcela neutrálně. Jedinou zajímavou změnou v pohledu ČNB na ekonomiku bylo konstatování, že rizika prognózy inflace na horizontu měnové politiky jsou vyrovnaná, přičemž předtím se jevila jako protiinflační. Takováto (pozitivní) změna v pohledu ČNB na inflaci dává koruně dost dobré důvody k tomu, aby se opravdu natěsno blížila intervenční hranici EUR/CZK 27,0.

ČNB v setrvalém módu

Petr Dufek

Hlavní (a současně „depozitní“) sazba zůstává na 0,05 %.

Žádná změna se nečekala, žádná změna se nekonala. Alespoň tak lze z informací dovodit závěr z dnešního zasedání bankovní rady. Hlavní (a současně „depozitní“) sazba zůstává na 0,05 % a kurzový závazek v podobě spodní hranice 27CZK/EUR setrvá nadále a beze změny v platnosti. ČNB je stále připravena bránit korunu v posílení pod tuto hranici, nicméně pravdou je, že kromě několika málo prvních dnů po „devalvaci“ v roce 2013 tak dosud nemusela vůbec znovu činit.

Dnešní jednání bankovní rady ČNB sice nepřineslo žádnou revoluci, avšak i tak z jeho závěrů můžeme vydedukovat několik zajímavých či užitečných postřehů.

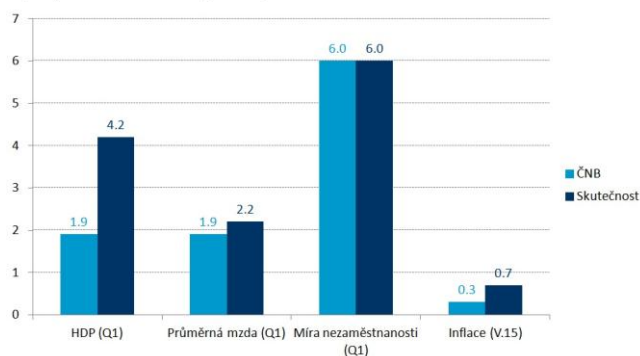
Několik zajímavých či užitečných postřehů.

1. Kurzový závazek se nemění a současný kurzový režim zde bude minimálně do druhé poloviny roku. Kromě toho případná další „devalvace“ je stále méně pravděpodobná. Úvahy o dřívějším konci režimu ČNB nepodporuje.
2. Výhled úrokových sazeb se nemění. Tržní sazby na krátkém konci tedy ČNB předpokládá stabilně nízké minimálně do konce roku 2016.
3. Možnost záporné repo-sazby je technicky (z pohledu úročení povinných minimálních rezerv) či administrativně připravená, nicméně jde jen o reakci na požadavek ze strany evropských autorit ve smyslu „být připraven“. Proto se zápornou repo sazbou ani nadále nepočítáme.
4. ČNB rozhodně není hyper-optimistická ohledně inflace. Předpokládá, že v horizontu měnové politiky (do 18 měsíců) se inflace jen zespedu přiblíží stanovenému dvouprocentnímu cíli. To odpovídá i našemu uvažování.
5. Celkově bankovní rada považuje rizika prognózy za vyrovnaná (minule byla protiinflační). Na rozdíl od minula se již nehovoří o nízkém růstu mezd, který by mohl v blízké budoucnosti brzdit inflaci respektive posilovat deflační očekávání.

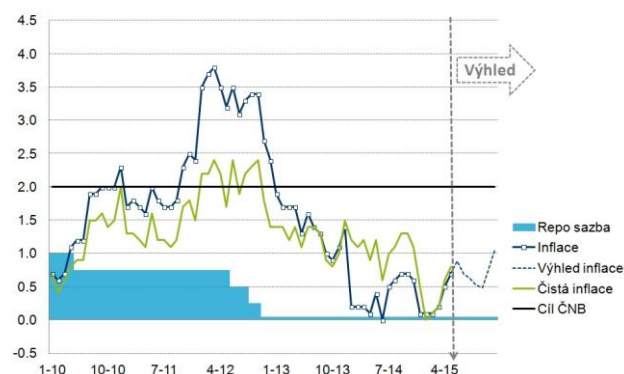
Konec kurzového režimu přichází v úvahu nejdříve až ke konci roku 2016.

Celkově tedy dochází k drobné změně vyznění prognózy ve smyslu rizik, ale jinak se vcelku nic nemění. Nadále nepočítáme ani se zápornými sazbami ani s růstem repo sazby v letošním nebo v příštím roce. Konec kurzového režimu přichází v úvahu nejdříve až ke konci roku 2016.

Vývoj české ekonomiky vs. výhled ČNB

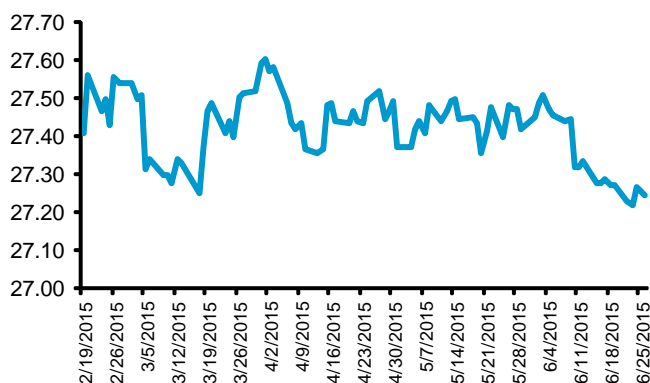


Inflace vs. hlavní sazba ČNB

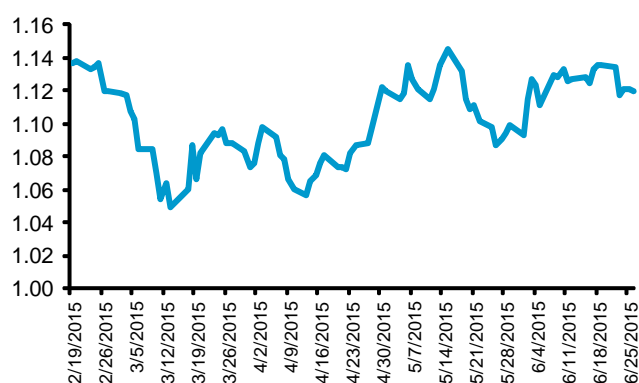


Přehled trhů

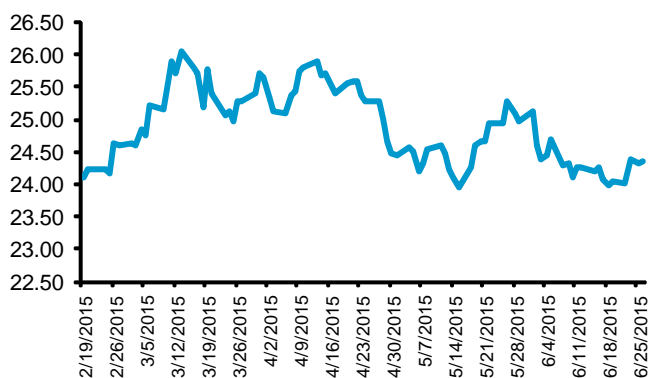
EURCZK



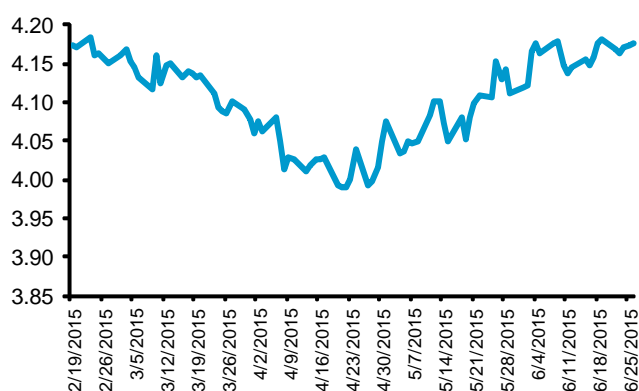
EURUSD



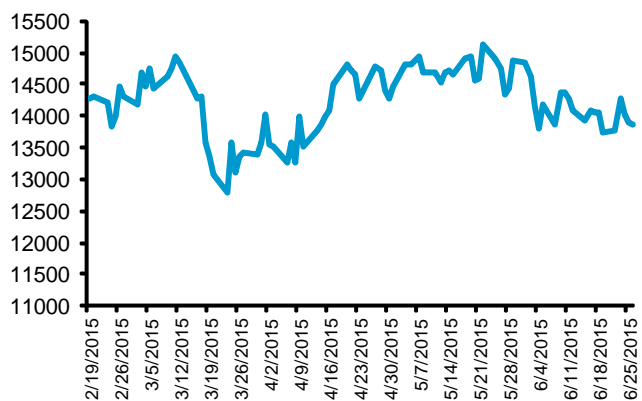
USDCZK



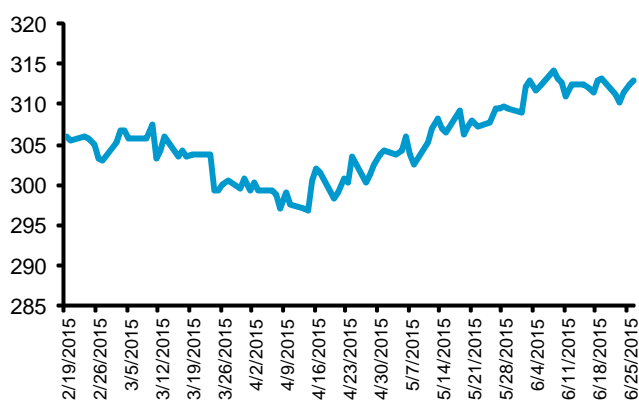
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

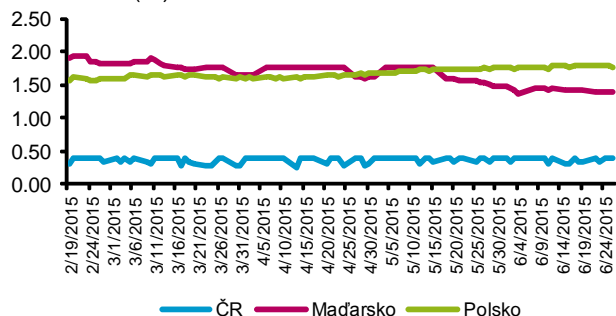


EURHUF

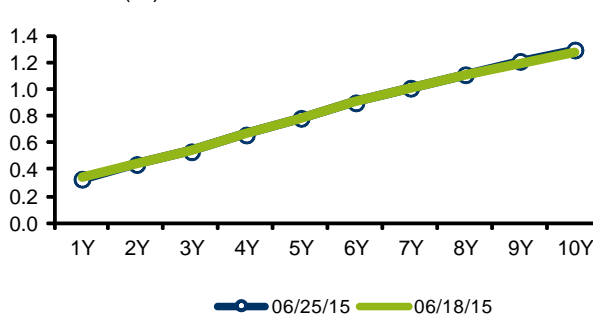


Zdroj: Thomson Reuters

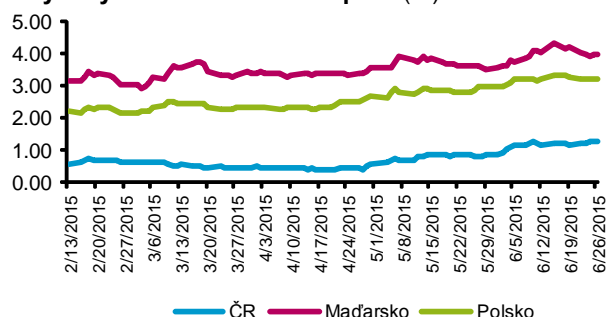
FRA 3x6 (%)



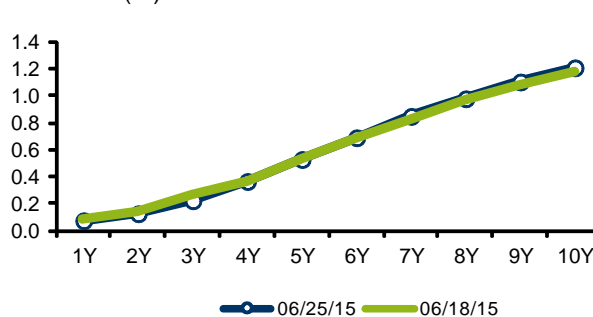
IRS CZK (%)



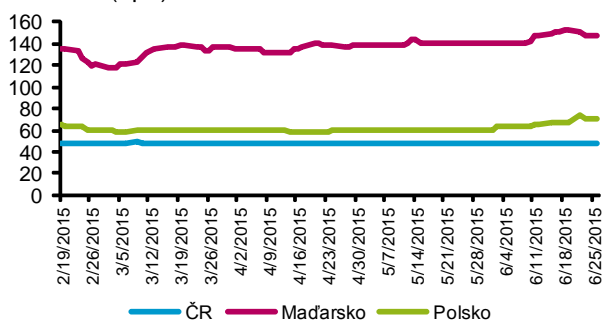
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



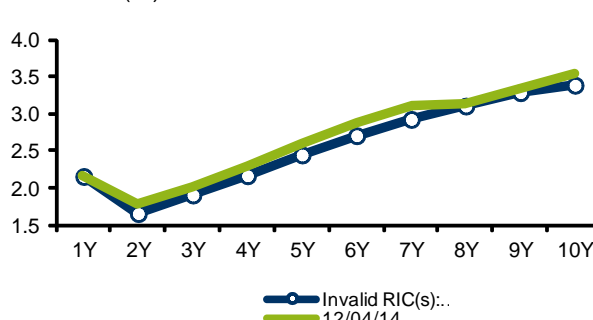
IRS EUR (%)



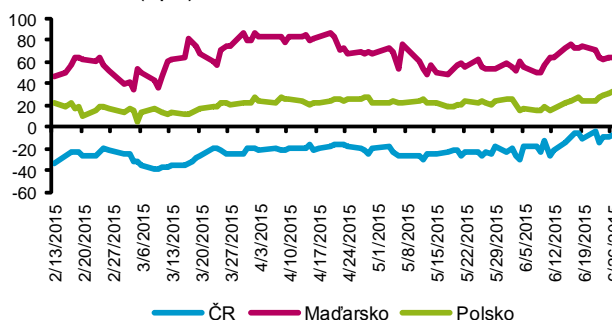
CDS 5Y (bps)



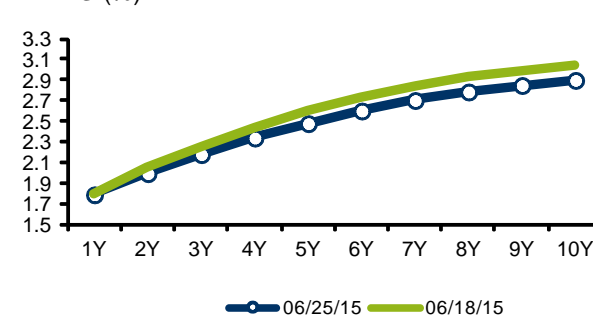
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

PÁ 9:00, CZ Zahraniční obchod (mld. CZK)

	V.15	IV.15	V.14
Saldo (národní)	16,0	19,9	12,6
kumulativ. od ledna	94,2	78,2	83,8
Saldo	42,5	44,1	33,5
kumulativ. od ledna	209,0	166,5	198,9

CZ: Rostoucí přebytek obchodní bilance

Od květnových výsledků zahraničního obchodu neočekáváme žádné překvapení. Dosavadní příznivý trend exportu podporovaný především úspěchy tuzemských automobilek na evropském trhu a levnější dovozy surovin nejspíše přispěly k dalšímu zvýšení kladného salda obchodu. Roční kumulovaný přebytek by tak mohl zdolat další historický rekord, ať už půjde o národní statistiku nebo o dříve preferovanější statistiku přeshraniční. Saldo druhé uvedené by se letos mohlo dostat dokonce až na úroveň půl bilionu korun, tzn. překonání hranice 11 % HDP. ČR tak opět posílí svoji exportní respektive průmyslovou orientaci.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
EMU	29.06.2015	9:00	Projev Nowotnyho ve Vídni	ECB	06/2015						
EMU	29.06.2015	11:00	Index ekonomické důvěry		06/2015			103,8		103,8	
EMU	29.06.2015	11:00	Index spotřebitelské důvěry		06/2015 *F			-5,6		-5,6	
Německo	29.06.2015	14:00	Inflace	%	06/2015 *P			0,1	0,5	0,1	0,7
Německo	29.06.2015	14:00	Harmonizovaná inflace	%	06/2015 *P			0,1	0,4	0,1	0,7
USA	29.06.2015	16:00	Kontrakty na prodej domů	%	05/2015			1,2		3,4	13,4
Německo	30.06.2015	8:00	Maloobchodní tržby	%	05/2015			0	2,8	1,7	1
Francie	30.06.2015	8:45	Výrobní ceny	%	05/2015					-0,4	-2
ČR	30.06.2015	9:00	HDP	%	1Q/2015 *F					3,1	4,2
Maďarsko	30.06.2015	9:00	Výrobní ceny	%	05/2015					-0,1	-1,7
Německo	30.06.2015	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	06/2015			6,4		6,4	
ČR	30.06.2015	10:00	Peněžní zásoba M2	%	05/2015						5,1
EMU	30.06.2015	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	05/2015			11,1		11,1	
EMU	30.06.2015	11:00	Inflace	%	06/2015 *P				0,2		
EMU	30.06.2015	11:00	Jádrová inflace	%	06/2015 *P				0,8		0,9
Polsko	30.06.2015	14:00	Běžný účet	mil. EUR	1Q/2015			2200		-1971	
USA	30.06.2015	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí	%	04/2015			2,25		5,04	
USA	30.06.2015	16:00	Index nákupních manažerů z Chicaga		06/2015			50		46,2	
USA	30.06.2015	16:00	Spotřebitelská důvěra		06/2015			96,7		95,4	
USA	01.07.2015	0:00	Projev Bullarda v St. Louis	Fed	07/2015						
Polsko	01.07.2015	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2015			52,2		52,4	
Maďarsko	01.07.2015	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2015					55,1	
ČR	01.07.2015	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2015			56		55,5	
Francie	01.07.2015	9:50	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2015 *F			50,5		50,5	
Německo	01.07.2015	9:55	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2015 *F			51,9		51,9	
EMU	01.07.2015	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2015 *F			52,5		52,5	
ČR	01.07.2015	14:00	Rozpočtové saldo	mld. CZK	06/2015						-22,1
USA	01.07.2015	14:15	ADP report z trhu práce	tis.,nsa	06/2015			211		201	
USA	01.07.2015	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM		06/2015	52,8		53,1		52,8	
USA	01.07.2015	16:00	Cenový subindex ISM		06/2015			52		49,5	
USA	01.07.2015	16:00	Stavební výdaje	%	05/2015			0,5		2,2	
USA	01.07.2015	23:00	Celkový prodej automobilů	mil. USD	06/2015			17,2		17,71	
USA	01.07.2015	23:00	Prodej domácích automobilů	mil. USD	06/2015			13,6		13,95	
EMU	02.07.2015	11:00	Výrobní ceny	%	05/2015			0,1	-2	-0,1	-2,2
USA	02.07.2015	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství	tis.,nsa	06/2015	210		228		280	
USA	02.07.2015	14:30	Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru	tis.,nsa	06/2015	206		224		262	
USA	02.07.2015	14:30	Míra nezaměstnanosti	%	06/2015			5,4		5,5	
USA	02.07.2015	14:30	Průměrná hodinová mzda	%	06/2015			0,2	2,3	0,3	2,3
USA	02.07.2015	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	06/2015			270		271	
USA	02.07.2015	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	06/2015					2247	
USA	02.07.2015	16:00	Tovární zakázky	%	05/2015			-0,5		-0,4	
ČR	03.07.2015	9:00	Obchodní bilance (národní)	mld. CZK	05/2015	16		15,4		19,9	
Maďarsko	03.07.2015	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	04/2015 *F					534	
EMU	03.07.2015	10:00	Index nákupních manažerů v službách		06/2015 *F			54,4		54,4	
EMU	03.07.2015	11:00	Maloobchodní tržby	%	05/2015			0,1	2,3	0,7	2,2

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	1,50	1,95	1,70	1,70	2,00	2,25	-15 bps	6/23/2015
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	1,42	1,89	1,70	1,70	2,10	2,40
Polsko	WIBOR 3M	1,72	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	1,29	0,64	1,35	1,45	1,55	1,50
Maďarsko	HU10Y	3,39	2,71	3,20	3,40	3,60	3,80
Polsko	PL10Y	2,90	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	4,18	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 (%)

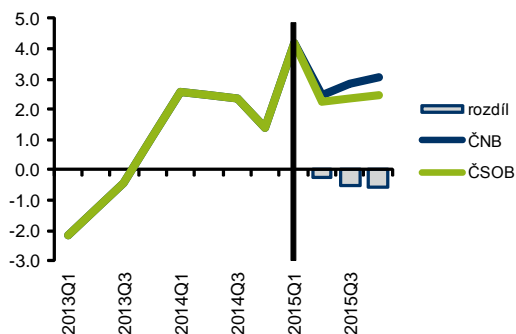
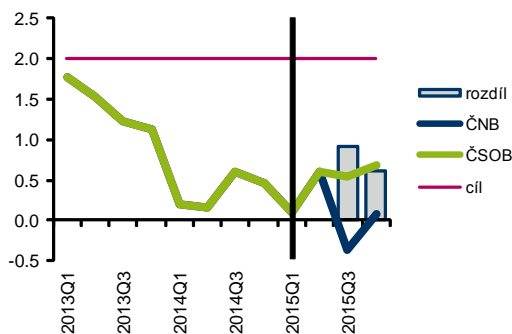
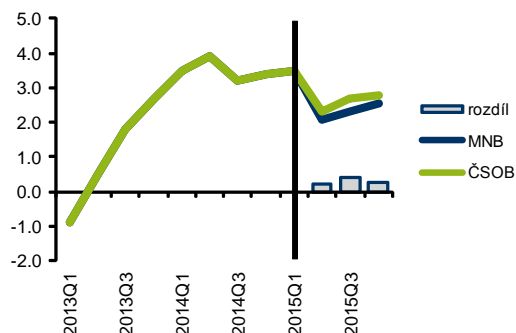
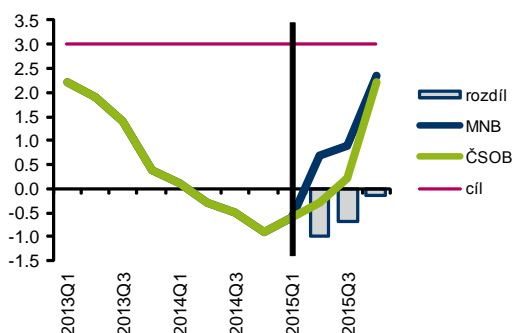
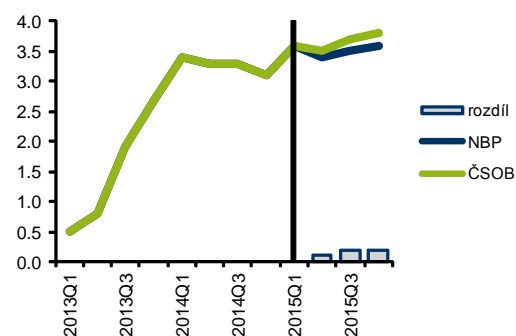
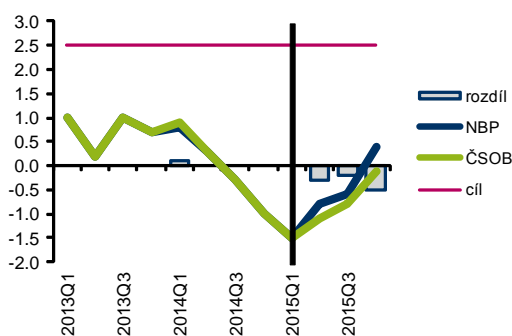
	2015	2016
Česko	2,0	1,8
Maďarsko	4,0	3,8
Polsko	-1,2	-2,0

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.