



- Eurozóna

Ekonomický sentiment EU: Slabší, ale stále solidní

2

- Výhled na týden

NBP ani ČNB svoji politiku nezmění

5

## Hity týdne: podnikatelské nálady a zasedání NBP a ČNB

	Dnes
EUR/CZK	27.03
EUR/HUF	312.2
EUR/PLN	4.44
3M PRIBOR	0.29
3M BUBOR	1.35
3M WIBOR	1.70
10Y CZK	0.67
10Y PLN	3.12
10Y HUF	3.58
3M EURIBOR	-0.16
10Y EMU	0.34

Vedle výsledků regionálních podnikatelských nálad v průmyslu (indexů PMI) budou tento týden trhy sledovat především zasedání polské a české centrální banky.

Pokud jde o polskou NBP, tak částečně obměněný Výbor pro měnovou politiku (RPP) měnit sazby rozhodně nebude. Deflační prostředí v polské ekonomice sice přetrvává, ale výrazné oslabení zlotého nedává NBP prostor reagovat uvolněním měnové politiky. A právě zmínky na adresu zlotého uvedené v komentáři k rozhodnutí NBP či pronesené na tiskové konferenci guvernérem Belkou mohou být tím nejzajímavějším výstupem pro trh. V této souvislosti stojí za zmínku, že nově jmenovaní členové RPP si jsou velmi dobře vědomi toho, že nemohou zlotý nechat zcela padnout, neboť by tím silně prodražily financování polského vládního dluhu.

Česká koruna pak musí ve čtvrtek velmi pozorně sledovat zasedání ČNB. Bankovní rada zde bude mít k dispozici novou prognózu, přičemž od nového výhledu ČNB očekáváme, že mírně sníží krátkodobý i střednědobý výhled inflace v ČR a dá jej do souladu s vývojem komoditních trhů. Samozřejmě nelze vyloučit ani následné implikace týkající se dosud platného kurzového závazku centrální banky. Prozatím platí, že by ČNB mohla opustit současný kurzový režim někdy ve druhé polovině letošního roku, respektive na jeho konci. Vzhledem k pravděpodobnému snížení inflačního výhledu a dalšímu uvolnění politiky ECB se jeví jako možný krok mírné posunutí kurzového závazku za horizont roku 2016. Pokud by však ČNB tento týden takový signál nevyslala, tak hrozba opuštění kurzového závazku ještě v roce 2016 opět o něco vzroste a tím i možný tlak na pokles forwardových kurzů EUR/CZK pod intervenční hranici 27,00.

## Ekonomický sentiment EU: Slabší, ale stále solidní

Petr Dufek

**Nálada se mírně zhoršuje ve všech odvětvích s výjimkou finančních služeb.**

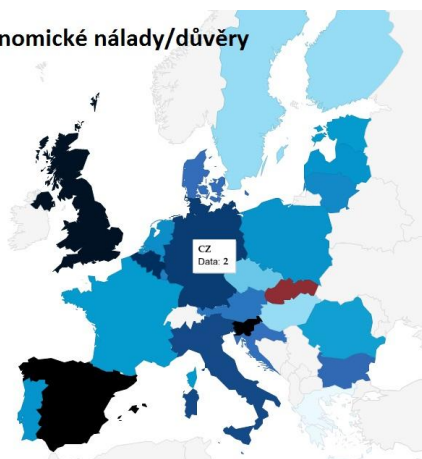
Důvěra v ekonomiku EU mírně klesá, i když v porovnání s posledními pěti lety je přece jen na poměrně slušné úrovni. O něco slabší je nálada i v rámci eurozóny. Celkově je nálada ve většině zemí lepší, výjimkou, která strhává výsledek do mínusu, je především Španělsko, Slovinsko, Velká Británie, Německo, Dánsko a Francie. Ve srovnání s loňským lednem nyní panuje v naprosté většině zemí EU lepší nálada a naopak menší je strach z dalšího vývoje. Zhoršení ekonomické důvěry je v posledním měsíci patrné jak v průmyslu, tak ve stavebnictví a ve službách. Navzdory poklesu nálady je stále možné ještě hovořit o optimismu, i když některé nepříjemné body z průzkumu nelze přehlížet. Především jde o očekávaný pokles zakázek v průmyslu, nižší ochota vytvářet nová pracovní místa a vedle toho i snižující se inflační očekávání. Není bez zajímavosti, že využití kapacit v průmyslu se – až na výjimky – pozvolna přibližuje k maximu.

**Spotřebitelé jsou ostražití, ale stále ještě dobře naladěni.**

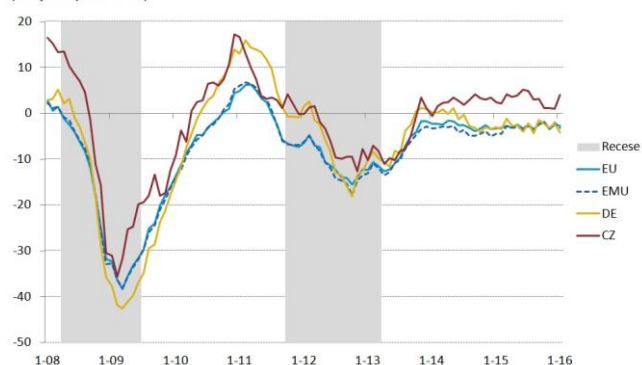
Mírný pokles v posledním měsíci zaznamenala i spotřebitelská důvěra reagující na zhoršené očekávání domácností ohledně dalšího ekonomického vývoje. Na druhou stranu alespoň poklesl strach z nezaměstnanosti s tím, jak se pozvolna lepší situace na evropském trhu práce. Jediné zlepšení, které je zde vidět, se týká finančního sektoru, který se dívá do budoucna s větším optimismem. V podstatě je neoptimističtější od roku 2011. K tomu nepochybně přispívá příznivá kondice evropských bank a množství likvidity a kapitálová vybavenost, které se permanentně v tomto sektoru zvyšuje, a nepochybně i očekávání dalšího růstu poptávky po finančních službách v EU.

Do nového roku vstoupily firmy i domácnosti v Evropě s větší obezřetností. Míra optimismu zůstává relativně vysoká, i když je přece jen slabší než v závěru roku. I tak naznačuje, že by se ekonomický růst v Evropě mohl v letošním roce opírat o spotřebitelskou poptávku a export, které jako prorůstový faktor doprovodí i nízké ceny ropy, respektive energií. Zvláštní pozornost bychom však měli v nejbližších měsících věnovat vývoji nových zakázek v průmyslu, jejichž aktuální výsledky rozhodně nejsou až tak potěšitelné. Zda jde o nový trend nebo jen krátkodobý výkyv.

**Změna celkové ekonomické nálady/důvěry za poslední měsíc**  
(Zdroj: Evropská komise)

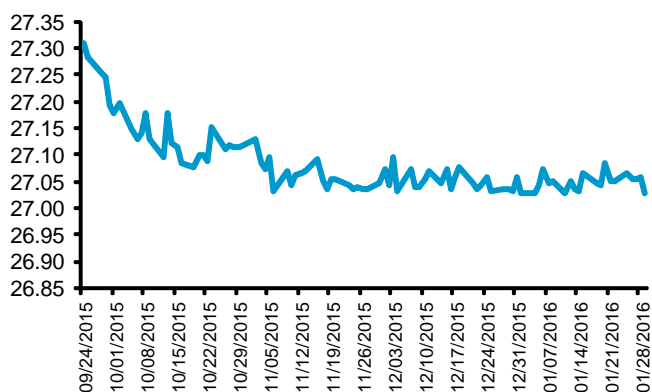


**Důvěra v průmyslu**  
(Zdroj: Evropská komise)

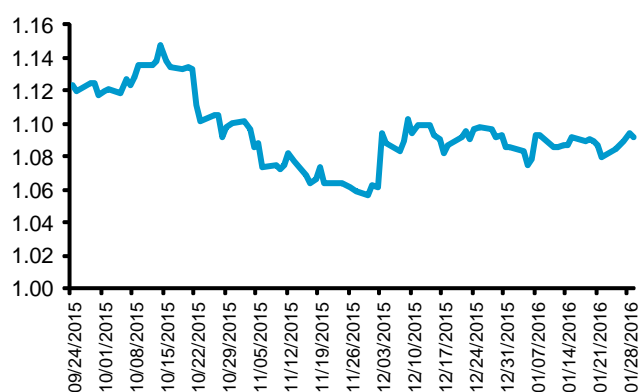


## Přehled trhů

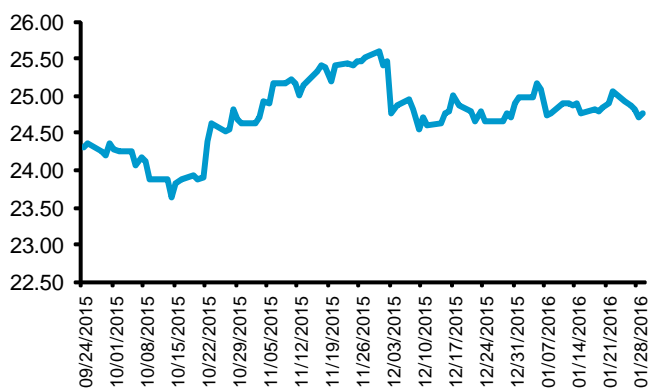
**EURCZK**



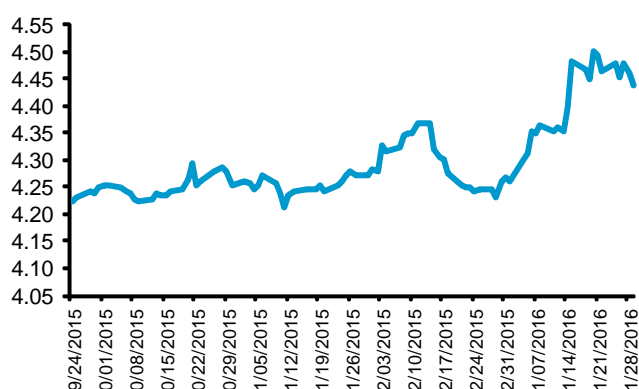
**EURUSD**



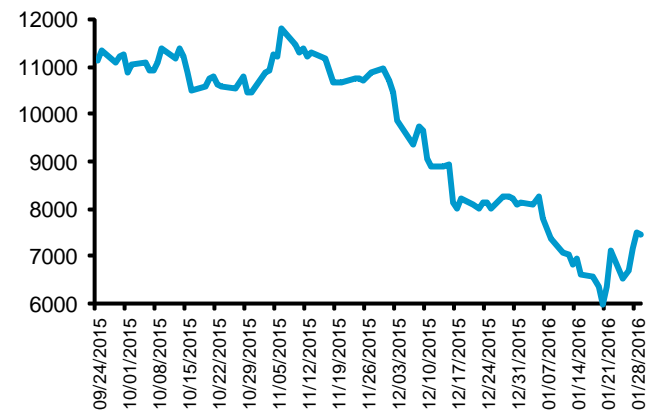
**USDCZK**



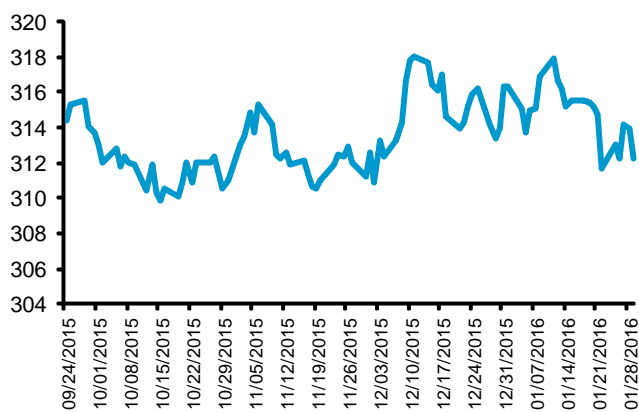
**EURPLN**



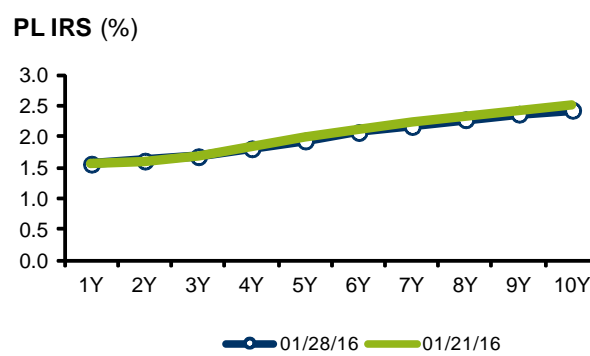
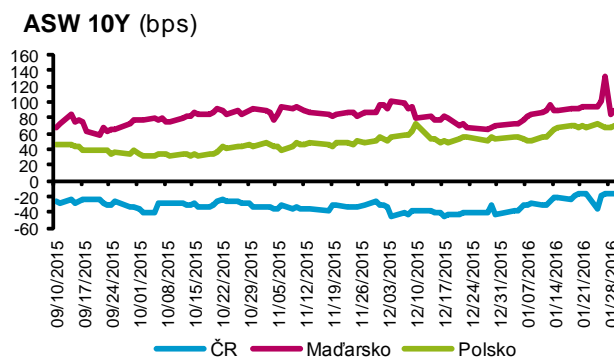
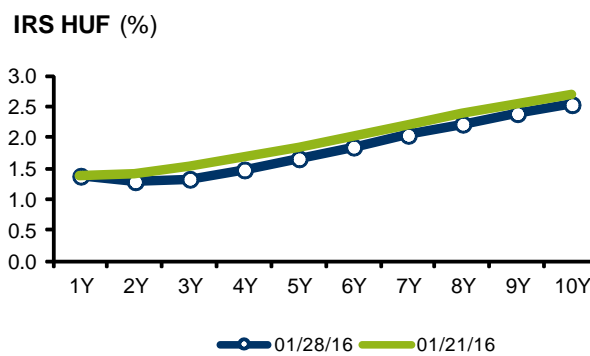
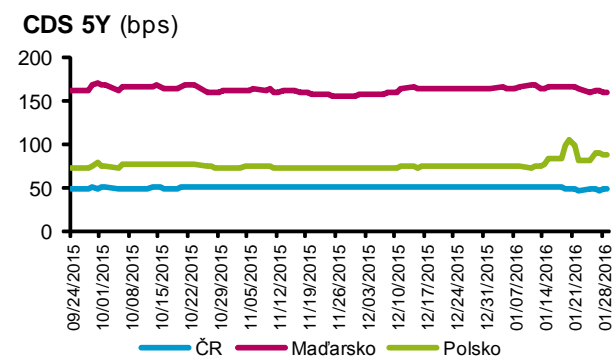
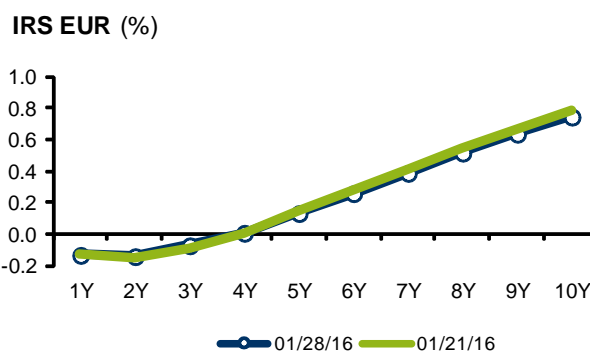
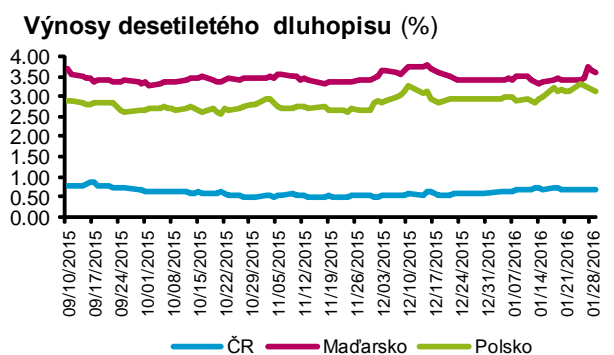
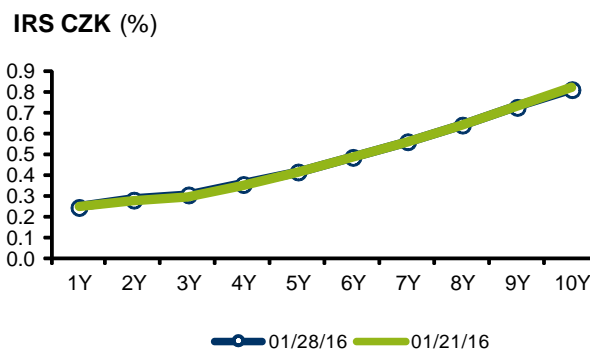
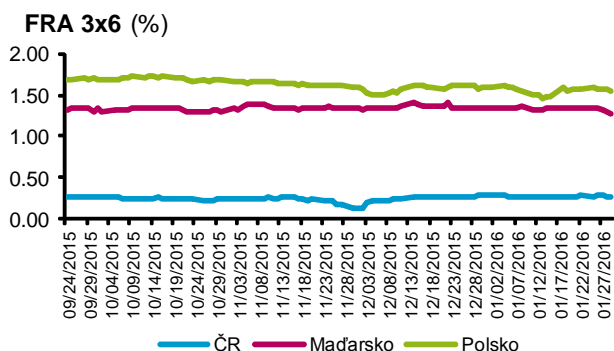
**DIESEL (CZK/t)**



**EURHUF**



Zdroj: Thomson Reuters



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

### ST 14:00, PL Zasedání NBP

	Náš odhad	Poslední změna
hlavní sazba v %	1,50	3/2015
změna v b. bodech	0	-50

### PL: Obměněné vedení NBP politiku nezmění

Částečně obměněný Výbor pro měnovou politiku (RPP) měnit sazby rozhodně nebude. Deflační prostředí v polské ekonomice sice přetrvává, ale výrazné oslabení zlotého nedává NBP prostor reagovat uvolněním měnové politiky. A právě zmínky na adresu zlotého uvedené v komentáři k rozhodnutí NBP či pronesené na tiskové konferenci guvernérem Belkou mohou být tím nejzajímavějším výstupem pro trh. V této souvislosti stojí za zmínku, že nově jmenovaní členové RPP si jsou velmi dobře vědomi toho, že nemohou zlotý nechat zcela padnout, neboť by tím silně prodražily financování polského vládního dluhu.

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

	XII.15	XI.15	XII.14
Tržby celkem	7,3	8,7	5,8
kumul. od ledna	7,5	7,5	5,5
Tržby bez aut	6,0	6,2	5,2
kumul. od ledna	5,5	5,5	3,1

### CZ: Nejvyšší tržby maloobchodu

Výsledky maloobchodu za poslední měsíc loňského roku by měly být podle našeho názoru rekordní. Ostatně to ukázala už předchozí data – ať už s nebo bez započítání motoristického segmentu. Z meziročního srovnání to ještě samo o sobě nemusí být až tak patrné, avšak z pohledu absolutní výše tržeb zřejmě půjde o nejlepší výsledky v historii. Stojí za nimi velmi příznivá spotřebitelská nálada podpořená nízkou nezaměstnaností a zlepšováním finanční situace tuzemských domácností spolu s téměř zanedbatelnou inflací. Předpokládáme, že růst tržeb zaznamenaly téměř všechny části maloobchodu, zejména však motoristický segment a internetové obchody. Silný růst poptávky bude vidět především u elektroniky, pohonných hmot, vybavení domácností a oblečení. Vývoj maloobchodu byl během loňského roku velmi pozitivní, a proto celoroční nárůst v reálném vyjádření odhadujeme na +7,5 %.

### ČT 13:00, CZ Zasedání ČNB

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

### CZ: Prodlouží ČNB kurzový závazek?

Na svém prvním letošním zasedání bude mít bankovní rada ČNB k dispozici novou prognózu, která by již mohla ve větší míře zohlednit příznivý vývoj cen komodit a jejich následný pozitivní dopad do celkového ekonomického vývoje v ČR. Jak se již prokázalo, minulá (i když dosud platná prognóza) výrazně nadhodnotila krátkodobý inflační vývoj a už nyní zaostává za realitou o sedm desetin procentního bodu. Od nového výhledu ČNB očekáváme, že mírně sníží krátkodobý i střednědobý výhled inflace v ČR a dá jej do souladu s vývojem komoditních trhů. Samozřejmě nelze vyloučit ani následné implikace týkající se dosud platného kurzového závazku centrální banky. Zatím platí, že by ČNB mohla opustit současný kurzový režim někdy ve druhé polovině letošního roku, respektive na jeho konci. Vzhledem k pravděpodobnému snížení inflačního výhledu a dalšímu uvolnění politiky ECB se jeví jako možný krok mírné posunutí kurzového závazku za horizont roku 2016. Bylo by to nepochybně dobré vodítko pro exportéry, kteří volí správné načasování kurzového zajištění, i pro samotný trh. I přes tlak na posilování koruny, který ČNB hravě svými intervencemi zvládá, nadále nepředpokládáme zavedení záporných úrokových sazeb centrální banky ani posunutí současné dolní hranice kurzu.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Maďarsko	01.02.2016	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		01/2016						49.1
Polsko	01.02.2016	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		01/2016			51.7			52.1
ČR	01.02.2016	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		01/2016			54.8			55.6
Francie	01.02.2016	9:50	Index nákupních manažerů v průmyslu		01/2016 *F			50			50
Německo	01.02.2016	9:55	Index nákupních manažerů v průmyslu		01/2016 *F			52.1			52.1
EMU	01.02.2016	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		01/2016 *F			52.3			52.3
ČR	01.02.2016	14:00	Rozpočtové saldo	mln. CZK	01/2016						-62.8
USA	01.02.2016	14:30	Osobní příjmy	%	12/2015			0.2			0.3
USA	01.02.2016	14:30	Osobní výdaje	%	12/2015			0.1			0.3
USA	01.02.2016	14:30	Deflátor osobní spotřeby	%	12/2016			0.0	0.6	0	0.4
USA	01.02.2016	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	12/2016			0.1	1	0.1	1.3
USA	01.02.2016	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM		01/2016	48.1		48.5			48.2
USA	01.02.2016	16:00	Cenový subindex ISM		01/2016			35			33.5
USA	01.02.2016	16:00	Stavební výdaje	%	12/2015			0.6			-0.4
EMU	01.02.2016	17:00	Projev Draghiho v evropském parlamentu v Bruselu	ECB	02/2016						
USA	01.02.2016	19:00	Projev Fischera v New Yorku	Fed	02/2016						
Maďarsko	02.02.2016	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	11/2015 *F						673
Německo	02.02.2016	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	01/2016			6.3			6.3
EMU	02.02.2016	11:00	Výrobní ceny	%	12/2015			-0.5	-2.8	-0.2	-3.2
EMU	02.02.2016	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	12/2015			10.5			10.5
USA	02.02.2016	19:00	Projev George o ekonomickém výhledu USA v Kans	Fed	02/2016						
USA	02.02.2016	23:00	Prodej domácích automobilů	mil. USD	01/2016			13.7			13.46
USA	02.02.2016	23:00	Celkový prodej automobilů	mil. USD	01/2016			17.55			17.22
Maďarsko	03.02.2016	9:00	Maloobchodní tržby	%	12/2015				4.8		4.4
EMU	03.02.2016	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		01/2016 *F			53.6			53.6
EMU	03.02.2016	11:00	Maloobchodní tržby	%	12/2015			0.3	1.5	-0.3	1.4
Polsko	03.02.2016	14:00	Zasedání RPP	%	02/2016	1.5		1.5			1.5
USA	03.02.2016	14:15	ADP report z trhu práce	tis.,nsa	01/2016			195			257
USA	03.02.2016	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM		01/2016			55.3			55.3
ČR	04.02.2016	9:00	Maloobchodní tržby	%	12/2015		7.4		8		8.7
EMU	04.02.2016	10:00	Měsíční zpráva ECB	ECB	02/2016						
ČR	04.02.2016	13:00	Zasedání ČNB	%	02/2016	0.05		0.05			0.05
USA	04.02.2016	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	01/2016						278
USA	04.02.2016	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	01/2016						2268
USA	04.02.2016	16:00	Tovární zakázky	%	12/2015			-1.3			-0.2
USA	04.02.2016	16:00	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby	%	12/2015 *F						-5.1
USA	04.02.2016	16:00	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostř.	%	12/2015 *F						-1.2
Německo	05.02.2016	8:00	Tovární zakázky	%	12/2015			-0.5	-1.5	1.5	2.1
Francie	05.02.2016	8:45	Obchodní bilance	mln. EUR	12/2015						-4.6
Maďarsko	05.02.2016	9:00	Průmyslová výroba	%	12/2015				7.2	-1.4	7
USA	05.02.2016	14:30	Obchodní bilance	mln. USD	12/2015			-42.7			-42.37
USA	05.02.2016	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství	tis.,nsa	01/2016	240		200			292
USA	05.02.2016	14:30	Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru	tis.,nsa	01/2016	240		190			275
USA	05.02.2016	14:30	Míra nezaměstnanosti	%	01/2016			5			5
USA	05.02.2016	14:30	Průměrná hodinová mzda	%	01/2016			0.3	2.2	0	2.5

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	2.25	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	3/4/2015

### Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
Česko	PRIBOR 3M	0.29	0.25	0.24	0.25	0.25	0.25
Maďarsko	BUBOR 3M	1.35	1.35	2.40	2.60	2.90	3.10
Polsko	WIBOR 3M	1.7	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	0.78	1.01	1.08	1.15	1.23	1.30
Maďarsko	HU10Y	2.46	2.91	3.80	4.00	4.20	4.40
Polsko	PL10Y	2.38	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	312	316	310	308	305	300
Polsko	EUR/PLN	4.44	4.27	4.40	4.30	4.26	4.25

### HDP (meziročně, %)

	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
Česko	4.6	4.7	4.5	2.8	2.3	2.3	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	1.5
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	1.5	1.5
Maďarsko	6.0	5.1
Polsko	-1.2	-1.5

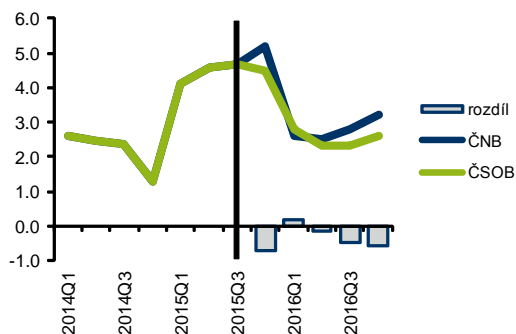
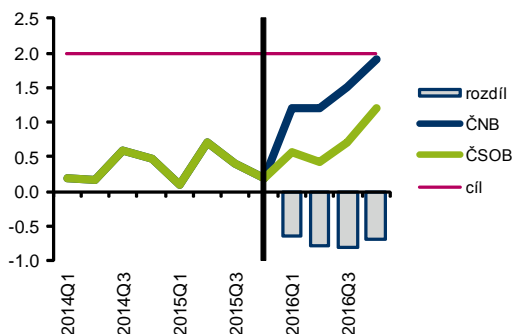
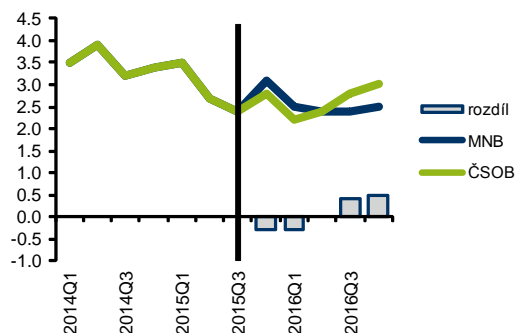
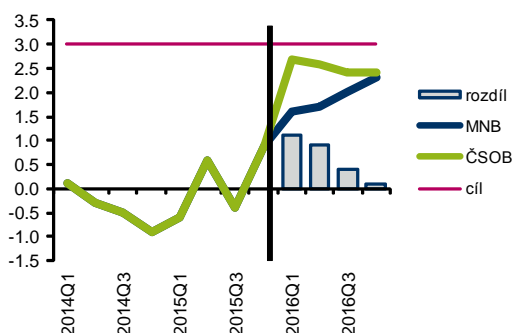
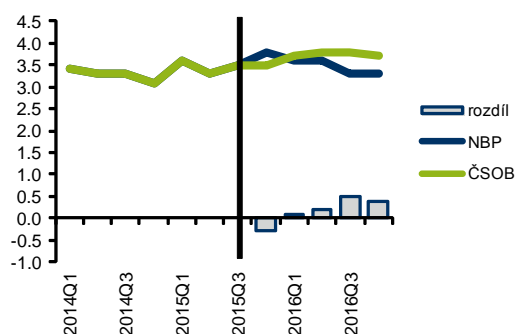
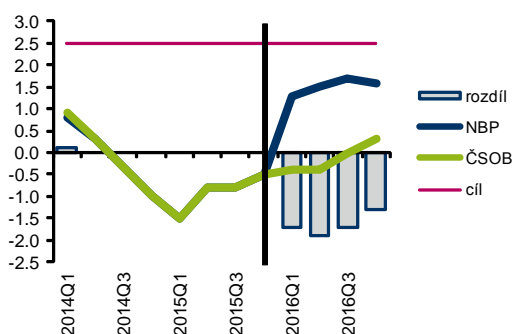
### Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	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.