



● Eurozóna

ECB po brexitu vyčkává, ale je připravena jednat

2

Dluhová sezóna pokračuje

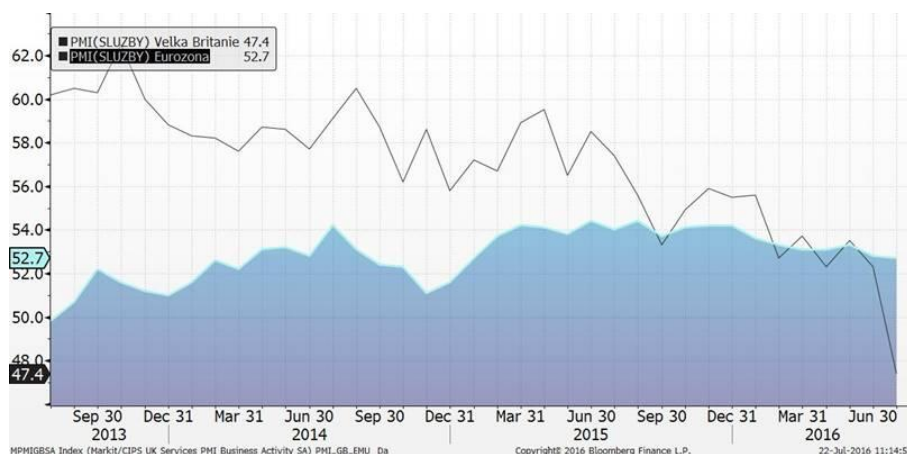
3

● Výhled na týden

Maďarské tržní úrokové sazby klesly, ty oficiální se měnit nebudou

6

Brexit srazil podnikatelskou náladu v Británii



Brexit výrazně zasáhl podnikatelskou náladu v Británii, především v sektoru služeb. Celkový index podnikatelské nálady spadl z 52,4 bodu na 47,7 bodu, to jsou nejnižší hodnoty za posledních 87 měsíců. Nálada v sektoru služeb je nejhorší od začátku roku 2009. Nové objednávky i výroba navíc zaznamenaly historicky vůbec nejprudší propady.

Naopak eurozóna je v první reakci na Brexit zdá se odolnější. Podnikatelská nálada se zhoršila jen kosmeticky z 53,1 na 52,9 bodu. I když hospodářský růst eurozóny není nijak ohromující, tak expanze podle indexu PMI v průmyslu a ve službách pokračuje již 37 měsíců v řadě.

ECB po brexitu vyčkává, ale je připravena jednat

Jan Bureš

ECB ponechala beze změny nastavení úrokových sazeb i ostatních měnověpolitických nástrojů. Přímý tisk peněz (QE) bude pokračovat minimálně do března 2017. Současně ECB vyjádřila uspokojení z toho, že finanční trhy zatím dobře ustály brexit a nedošlo k výraznějšímu nárůstu finančního napětí a zhoršení dostupnosti peněz. ECB je ale připravena jednat v případě, že se začne brexit výrazněji odrážet v růstových a inflačních vyhlídkách. Celkově tak Draghiho vystoupení vyznělo spíše neutrálně a zůstalo trochu za naším očekáváním razantnějšího holubičího vzkazu.

Co v tuto chvíli čekat dál? Je jasné, že brexit bude mít na ekonomiku eurozóny negativní dopad, ale nikdo v tuto chvíli neví jak velký. Sama ECB očekává spíše mírnější nárazu z brexitu - do půl procentního bodu kumulativně v následujících třech letech. My si v tomto ohledu dokážeme představit i negativnější scénáře. Zatím ale nejsou k dispozici žádná významnější post-brexitová čísla kromě spotřebitelské důvěry (ta v eurozóně ale přes pokles zůstává relativně vysoko). ECB může být podobně jako trhy citlivá především na nálady v průmyslu v klíčových zemích eurozóny za červenec a srpen (první červencové odhady budou k dispozici tento pátek). Výraznější ochlazení nálady v průmyslu a snaha podniků z opatrnosti brzdit investice by mohla ECB na podzim přimět k akci. Stejně tak by ji mohl rozhoupat další nárůst napětí ve slabších bankovních systémech eurozóny - v Itálii a v Portugalsku. Problémy tamních bank sice s brexitem přímo nesouvisí, odchod Británie z EU ale ještě snížil důvěru ve schopnost Bruselu účinně řídit podle nových pravidel restrukturalizaci tamních problémových bank. Z tohoto pohledu bude klíčové sledovat, jak se EU vypořádá s výsledky zátěžových testů v bankovním sektoru na konci července. Mario Draghi sám připomněl, že problémy se špatnými úvěry v některých bankovních sektorech ztěžují ECB práci. A v neposlední řadě může ECB donutit přijmout nová opatření nárůst politické nestability a odstředivých tendencí v dalších velkých zemích eurozóny - nejbližším rizikem je ústavní referendum v Itálii (v říjnu tohoto roku), příští rok pak volby v Nizozemí, Francii a v Německu.

Jaké zbraně má ECB v případě potřeby stále na skladě? Nevěříme moc v další pokles depozitní sazby hlouběji do záporu - takový krok by i podle řady lidí v ECB mohl dnes nadělat více škody než užítku. Ani rozšíření TLTRO asi není na místě ve chvíli, kdy o jeho vylepšenou verzi banky zatím nejeví velký zájem. Největší manévrovací schopnost má ECB podle nás stále v politice přímého tisku peněz - QE. Jako nejpravděpodobnější nám přijde podzimní natažení QE do druhé poloviny roku 2017 - scénáři dáváme pravděpodobnost 40 %. V případě výraznějších negativních dopadů brexitu nelze vyloučit ani urychlení QE - vyžadovalo by ale pravděpodobně rozšíření záběru aktiv, které je ECB ochotna skupovat. A to také není úplně jednoduché.

Dluhová sezóna pokračuje

Petr Dufek

Dluhy eurozóny utěšeně narůstají.

Politika zadlužování i v dobách relativně slušného ekonomického růstu v zemích eurozóny pokračuje. Zatímco na konci loňského roku dosáhl veřejný dluh necelých 91 %, na konci prvního čtvrtletí je to už skoro 92 % HDP. V absolutním vyjádření jde o nárůst o 165 mld. eur. Nejzadluženější zemí eurozóny zůstává Řecko, jehož dluh je na dohled hranici 180 % HDP, následované Itálií (135,4 %) a Portugalskem (128,9 %). Nad hranici 100 % HDP zůstává ještě Belgie, Španělsko a Kypr. A mimochodem Itálie se může hned několikrát postavit na stupně „vítězů“. Z pohledu relativního dluhu drží druhý stupínek, z pohledu absolutních čísel ji s dluhem přesahujícím 2,2 bilionu eur patří jednoznačné vítězství. A do třetice ji patří i třetí místo v rychlosti zadlužování v prvním čtvrtletí letošního roku. Naproti tomu nejméně zadluženou zemí je Estonsko, Lucembursko a Bulharsko. ČR se svým dluhem odpovídajícím 40,4 % je osmou nejméně zadluženou zemí Unie.

Dokud bude ECB nakupovat, samotné dluhy příliš trápit trh nebudou.

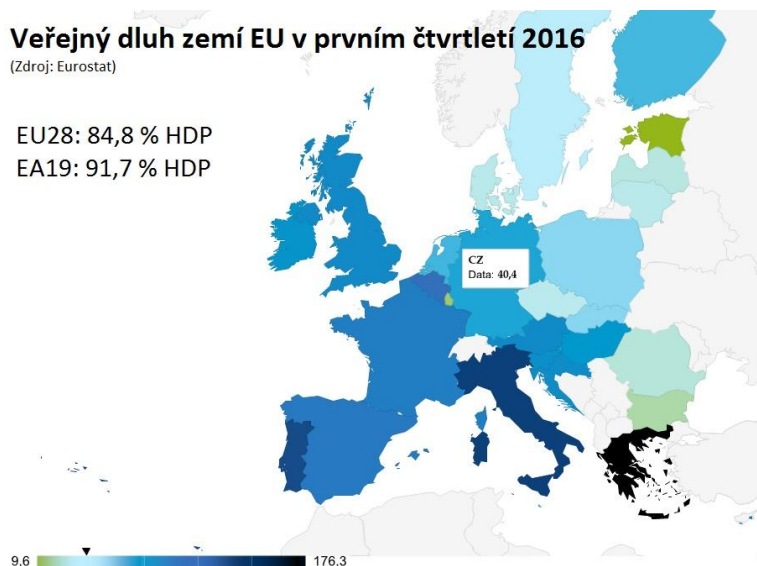
Zatímco dluhy eurozóny narůstají, země mimo eurovou oblast uplatňují přece jen střídavější fiskální politiku a jejich dluhy v poměru k HDP klesají. Rekordmanem byla v prvním čtvrtletí Británie a za ní hned Švédsko a Chorvatsko, které své zadlužení snížily za poslední čtvrtletí o zhruba jeden procentní bod HDP. Zadlužování zemí eurozóny se nezdá být až takovým problémem v dobách, kdy ECB tiskne nová eura a všemožně hledá možnosti, jak vyluxovat dluhopisový trh. Problém ovšem může nastat ve chvíli, kdy tato tisková aktivita centrální banky skončí. Pokud tedy bude vůbec moci skončit s ohledem na závislost některých zemí na levných zdrojích z ECB.

Veřejný dluh zemí EU v prvním čtvrtletí 2016

(Zdroj: Eurostat)

EU28: 84,8 % HDP

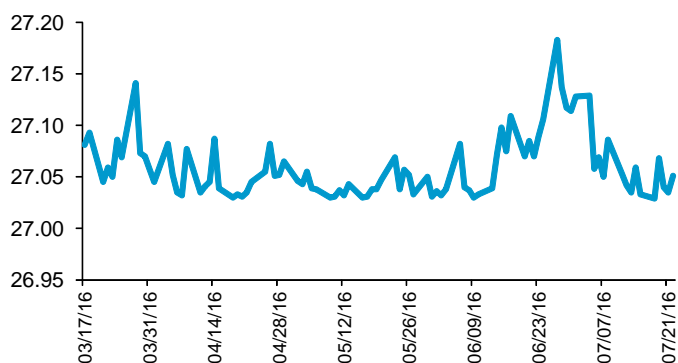
EA19: 91,7 % HDP



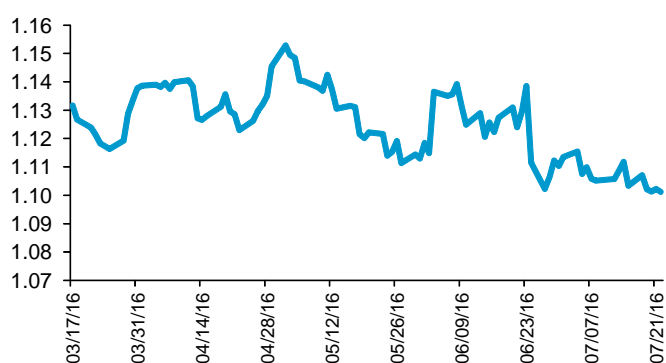
Vzhledem k tomu, že ECB bude tisknout minimálně do března příštího roku, tak dluhový problém může být v klidu přehlížen a výnosy požadované investory proto mohou ještě nějaký čas přetrvávat na nízkých úrovních. Co je ovšem zneklidňující je fakt, že stále se zadlužující některé země eurozóny nejsou schopny dopracovat se k solidnímu ekonomickému růstu, který by jim pomohl zvládnout dluhový problém přirozenou cestou. A to se zdá v podstatě vyloučené v důsledku přetrvávajících strukturálních problémů vedoucích k nízké konkurenceschopnosti a zaostávání za ekonomickým lídrem Unie – Německem.

Přehled trhů

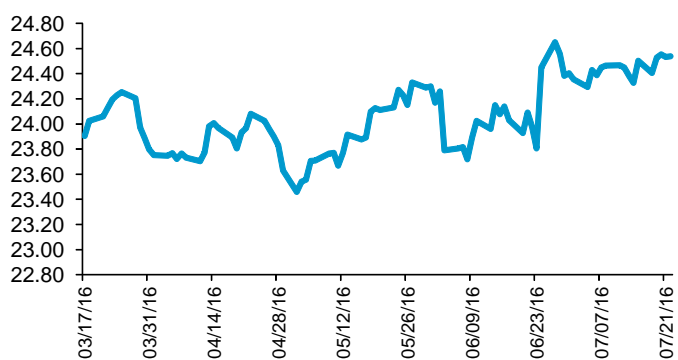
EURCZK



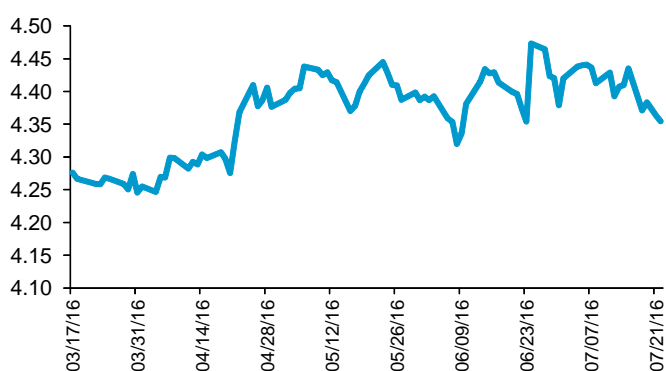
EURUSD



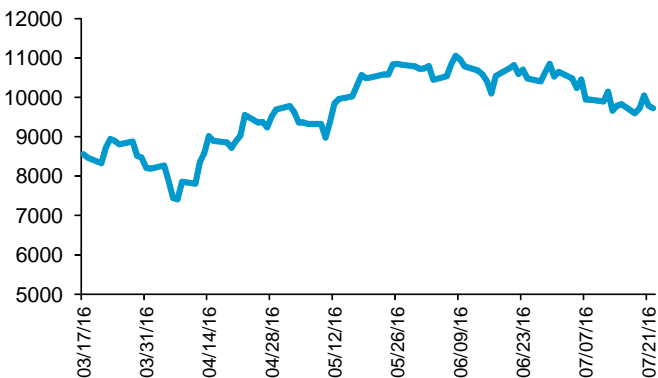
USDCZK



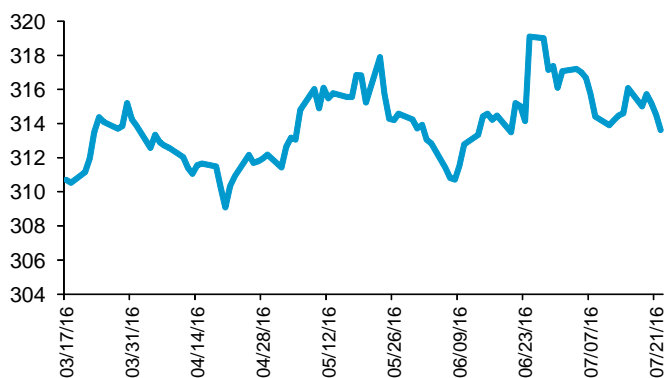
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

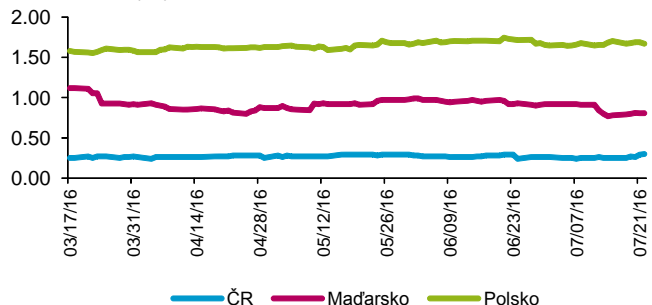


EURHUF

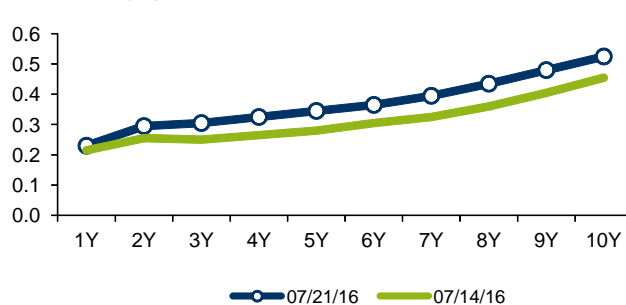


Zdroj: Thomson Reuters

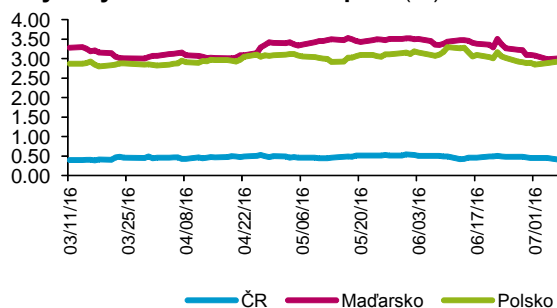
FRA 3x6 (%)



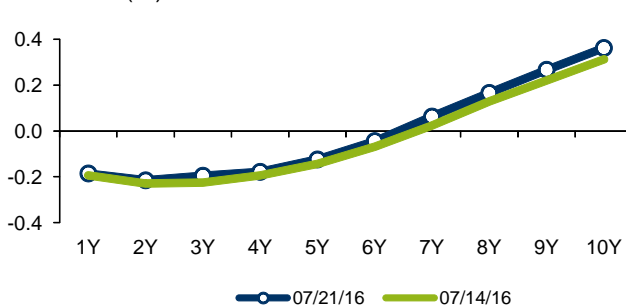
IRS CZK (%)



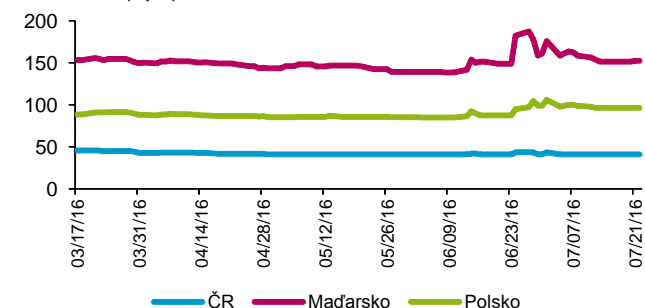
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



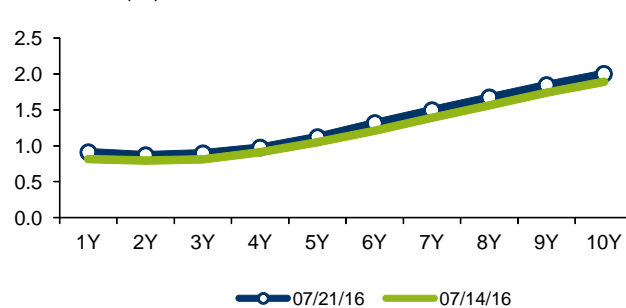
IRS EUR (%)



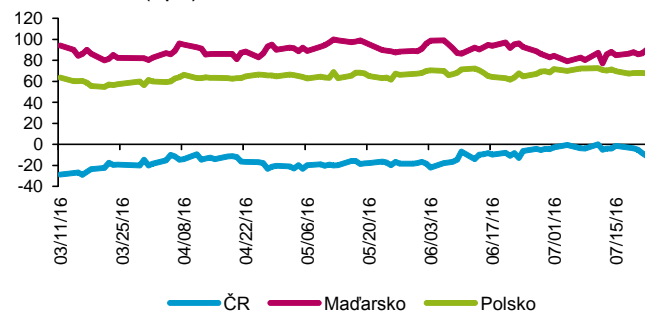
CDS 5Y (bps)



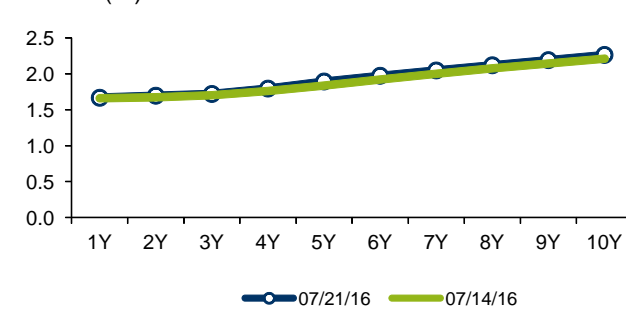
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ÚT 14:00, Zasedání MNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	0.90	5/2016
změna v p. bodech	0	-15

MNB: Tržní sazby klesly, ty oficiální měnit netřeba

Maďarská centrální banka (MNB) může být spojena s výsledkem svého posledního opatření, které snížilo komerčním bankám možnost přístupu do depo operací a tím zvýšilo zájem o ostatní instrumenty, a snížilo tak tržní úrokové sazby v Maďarsku. Oficiální úrokové sazby tedy nebude třeba měnit - tím spíše, že dopady brexitu se ukazují jako zanedbatelné a s výjimkou Bank of England na ně nebude reagovat zřejmě žádná centrální banka.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Polsko	25.07.2016	10:00	Míra nezaměstnanosti	%	06/2016			8.7		9.1	
Německo	25.07.2016	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo		07/2016					108.7	
Německo	25.07.2016	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)		07/2016					114.5	
Německo	25.07.2016	10:00	Index Ifo (očekávání)		07/2016					103.1	
USA	25.07.2016	19:00	Zletá aukce	mld. USD	07/2016						
Maďarsko	26.07.2016	14:00	Zasedání MNB	%	07/2016			0.9		0.9	
USA	26.07.2016	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí	%	05/2016					5.44	
USA	26.07.2016	15:30	Kvartální zisk Mc Donald's	USD	2Q/2016						
USA	26.07.2016	16:00	Spotřebitelská důvěra		07/2016			95		98	
USA	26.07.2016	16:00	Prodej nových domů	tis.	06/2016			554.0		551	
USA	26.07.2016	19:00	5letá aukce	mld. USD	07/2016						
USA	26.07.2016	22:00	Kvartální zisk Apple	USD	2Q/2016						
Německo	27.07.2016	8:00	Spotřebitelská důvěra GfK		08/2016					10.1	
Francie	27.07.2016	8:45	Index spotřebitelské důvěry		07/2016					97	
Francie	27.07.2016	8:45	Výrobní ceny	%	06/2016					0.3	-3.5
EMU	27.07.2016	10:00	Peněžní zásoba M3	%	06/2016						4.9
USA	27.07.2016	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby	%	06/2016 *P			-0.4		-2.3	
USA	27.07.2016	14:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostř.	%	06/2016 *P					-0.3	
USA	27.07.2016	15:30	Kvartální zisk Coda-Cola	USD	2Q/2016						
USA	27.07.2016	16:00	Kontrakty na prodej domů	%	06/2016					-3.7	2.4
USA	27.07.2016	20:00	Zasedání FOMC	%	07/2016	0.5		0.5		0.5	
Maďarsko	28.07.2016	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	06/2016			5.4		5.5	
Německo	28.07.2016	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	07/2016					6.1	
EMU	28.07.2016	11:00	Index ekonomické důvěry		07/2016					104.4	
EMU	28.07.2016	11:00	Index spotřebitelské důvěry		07/2016 *F						
Německo	28.07.2016	14:00	Inflace	%	07/2016 *P					0.1	0.3
Německo	28.07.2016	14:00	Harmonizovaná inflace	%	07/2016 *P					0.1	0.2
USA	28.07.2016	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	07/2016						
USA	28.07.2016	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	07/2016						
Polsko	28.07.2016	15:00	Rozpočtové saldo	mil. PLN	06/2016						-13483
USA	28.07.2016	19:00	7letá aukce	mld. USD	07/2016						
Francie	29.07.2016	7:30	HDP	%	2Q/2016 *A					0.6	1.3
Francie	29.07.2016	8:45	Harmonizovaná inflace	%	07/2016 *P					0.1	0.3
Francie	29.07.2016	8:45	Inflace	%	07/2016 *P					0.1	0.2
Maďarsko	29.07.2016	9:00	Výrobní ceny	%	06/2016					1.2	-2.2
ČR	29.07.2016	10:00	Peněžní zásoba M2	%	06/2016						9.6
EMU	29.07.2016	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	06/2016					10.1	
EMU	29.07.2016	11:00	Inflace	%	07/2016 *P					0.2	0.1
EMU	29.07.2016	11:00	Jádrová inflace	%	07/2016 *P						0.9
EMU	29.07.2016	11:00	HDP	%	2Q/2016 *A					0.6	1.7
USA	29.07.2016	14:30	HDP	%	2Q/2016 *A	3.1		2.6		1.1	
USA	29.07.2016	14:30	Soukromá spotřeba	%	2Q/2016 *A					1.5	
USA	29.07.2016	14:30	Cenový index HDP	%	2Q/2016 *A					0.4	
USA	29.07.2016	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	2Q/2016 *A					2	
USA	29.07.2016	15:45	Index nákupních manažerů z Chicaga		07/2016						56.8

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	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	0.90	0.90	2.75	3.00	0.90	0.90	-15 bps	5/24/2016
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	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
Česko	PRIBOR 3M	0.29	0.25	0.29	0.28	0.28	0.28
Maďarsko	BUBOR 3M	0.94	1.01	2.90	3.10	0.90	0.90
Polsko	WIBOR 3M	1.71	1.71	1.65	1.65	1.70	1.70

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
Česko	CZ10Y	0.54	0.50	0.62	0.70	0.80	0.90
Maďarsko	HU10Y	1.97	2.18	4.20	4.40	2.80	2.80
Polsko	PL10Y	2.24	2.22	2.40	2.50	2.50	2.70

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
Česko	EUR/CZK	27.02	27.06	27.15	27.10	27.05	26.70
Maďarsko	EUR/HUF	314	315	305	300	315	310
Polsko	EUR/PLN	4.35	4.37	4.27	4.25	4.25	4.24

HDP (meziročně, %)

	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
Česko	2.3	2.0	2.2	2.3	2.3	2.2	2.3
Maďarsko	2.4	2.8	3.0	3.6	3.2	2.8	3.3
Polsko	3.3	3.4	3.6	3.7	3.8	3.8	3.8

Inflace (meziročně, %, konec období)

	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
Česko	0.1	0.3	1.0	1.4	1.5	1.6	1.8
Maďarsko	-0.2	2.4	2.4	2.5	2.1	2.2	2.4
Polsko	-0.8	-0.4	0.0	0.4	0.8	1.2	1.5

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

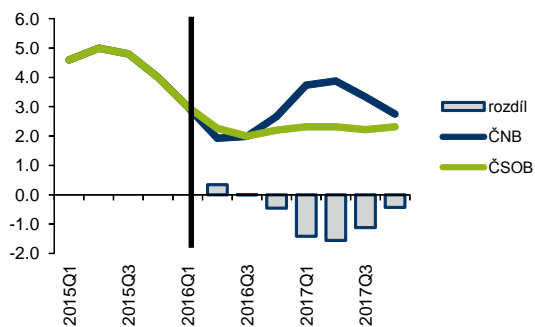
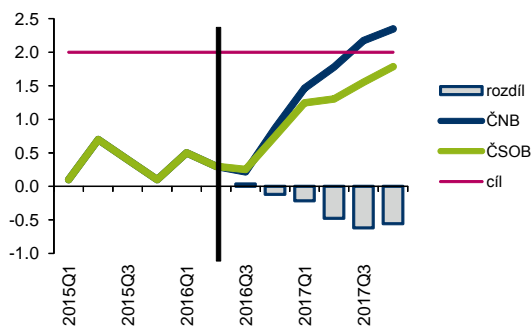
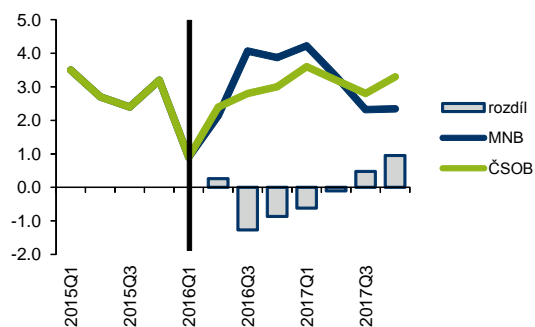
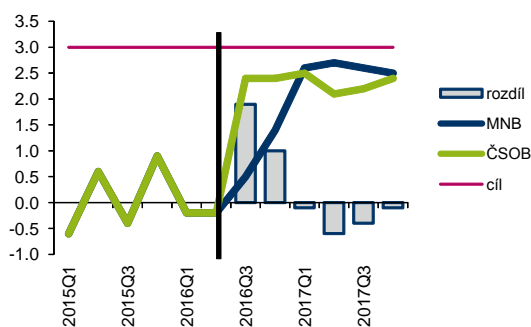
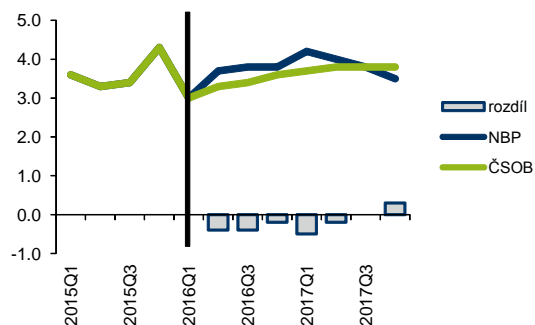
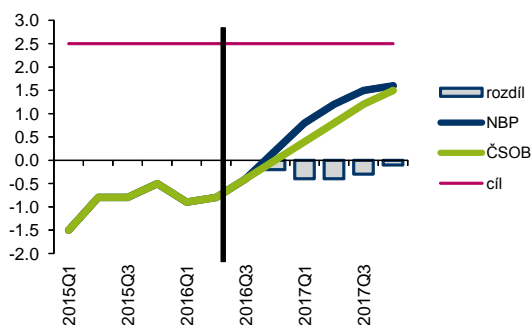
	2015	2016
Česko	0.9	1.2
Maďarsko	6.0	4.1
Polsko	-1.2	-1.5

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

	2015	2016
Česko	-0.4	-0.7
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.