



- Česká republika

Kondice ekonomiky se zlepšuje

2

- Výhled na týden

Česká inflace nabírá dech, aby ho zase znovu ztratila

5

Opět o Řecku a zdaleka ne naposled

	Dnes
EUR/CZK	27.13
EUR/HUF	315.6
EUR/PLN	4.20
3M PRIBOR	0.00
3M BUBOR	1.41
3M WIBOR	1.72
10Y CZK	1.26
10Y PLN	3.20
10Y HUF	4.01
3M EURIBOR	-0.02
10Y EMU	0.83

Další epizoda nekonečného příběhu řeckého dluhu se chýlí ke svému konci. Završí jej referendum, jehož možné výsledky lze interpretovat hned několika způsoby a přitom ani jeden nelze považovat za dobrý. Buď se Řekové svorně utvrdí proti požadavkům věřitelů, nebo jim naopak vyjdou vstříc. V mezičase pokračuje informační ofenzíva z obou stran a množí se spekulace, co bude následovat. Chaotický odchod Řecka nebo naopak příliv nových peněz od věřitelů a umazání dluhů?

Nic se zatím nemění na faktu, že Řecko nemá peníze, nemají je ani řecké banky už tak životně závislé na velkorysosti ECB, ani rozpočet, který měl financovat až neskutečné sliby hlavní vládní strany, s nimiž se dostala k moci. A nic se nemění ani na faktu, že rostoucí napětí kolem této země zatím nezpůsobuje žádný viditelný ořes na evropském finančním trhu. Kromě korekce na akciích se neodehrává žádné repete příběhu Lehman Brothers ani se nešíří panika do dalších periferií, které si svoje domácí úkoly dokázaly skutečně odpracovat a vrací se zpět ke konjunkturu. A to možná zaskočilo i samotné řecké vyjednavače požadující kromě peněz i oddlužení. Nezískali zatím ani jedno a navíc se jim v tomto týdnu opět snížil rating.

Ač se zdá, že řečtí voliči se nakonec přikloní ke vstřícnosti vůči věřitelům, nemá zatím příliš smysl spekulovat, co nastane poté. Jednání totiž budou ještě náročnější a možná ještě delší než doposud. Nakonec trumfy bude držet v rukou – stejně jako dosud – ECB dodávající likviditu řeckým bankám i jejich bankomatům. A s tím jak se bude jednat, bude se i přibližovat splatnost dalšího řeckého dluhu. Uvidíme, zda tento dluh bude dostatečným motivem k dohodě, když už ten vůči MMF dohodu nepřinesl. Uvidíme rovněž, zda tento příběh dluhu bude směřovat k lepší ekonomické budoucnosti Řecka nebo bude jen dalším krátkodobým vítězství v řadě za cenu dlouhodobých nákladů ostatních.

Kondice ekonomiky se zlepšuje

Petr Dufek

Pomaleji a přece zdravěji roste česká ekonomika.

Další zpřesnění výsledků české ekonomiky za první čtvrtletí letošního roku nepřinesla zásadní překvapení. I když je vidět mírné zhoršení tempa (ze 4,2 % na 4,0 % y/y), stále platí, že téměř polovina ekonomického růstu jde na vrub změně zásob. Přesto můžeme mít z nových čísel dobrý pocit. Zvláště, když je vidět nárůst přidané hodnoty o 3,5 %, a to především zásluhou zpracovatelského průmyslu nebo když vidíme, že růst vykazují prakticky všechna odvětví včetně realitního trhu. Na straně poptávky potěší zvyšující se spotřeba, investiční apetit i solidní růst exportu. Ekonomický růst ČR je tak v letošním roce docela pozitivně ukotven mezi domácí i zahraniční poptávkou, na straně druhé stojí především na průmyslu, kterému ovšem sekundují i ostatní odvětví.

Ve mzdách se konjunktura ekonomiky zatím neodráží.

Z nových respektive revidovaných dat lze vysledovat i další zajímavé trendy. A sice pomalý růst disponibilního důchodu domácností. Ekonomika sice prudce roste a s ní ruku v ruce zaměstnanost, nicméně příjmy domácností rozhodně nezažívají dechberoucí boom. Disponibilní příjmy se zvyšují pouze o dvě procenta s tím, jak umírněný zůstává růst mezd. Nejsou to ovšem pouze mzdy, ale i nižší sociální dávky, které díky klesající nezaměstnanosti lidé inkasují, nebo nízké úroky na depozitech vycházející z celkově nízkých sazeb v celém hospodářství. I přes nižší růst příjmů zůstává nálada domácností velmi dobrá a strach z budoucnosti opadá. To se ostatně projevuje i v ochotě spořit. Míra úspor se díky tomu dostává po téměř dvou letech pod deset procent. Z pohledu investic i budoucí spotřeby jde o signál, že se domácnosti rozhodně nebudou omezovat ani v následujících čtvrtletích a tak spotřeba bude ekonomický růst ještě silněji stimulovat.

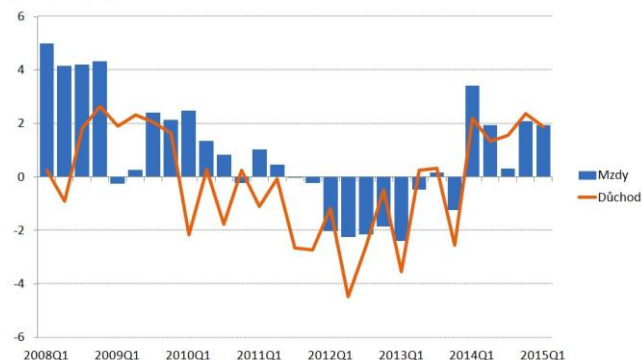
Slibné vyhlídky pro nejbližší měsíce.

Slibně vyznívají i signály za druhé čtvrtletí. Ať už jde o velmi dobrý výsledek zahraničního obchodu za duben a květen, který byl ve znamení solidního zvýšení exportu (především automobilů) nebo o soft indikátory z průmyslu. Pozitivně se na výsledku obchodu odrazily v meziročním srovnání i nízké ceny ropy a ropných produktů, díky nimž letos tuzemské firmy a domácnosti mohou „ušetřit“ až třicet miliard korun, které mohou využít jiným způsobem. Extrémně vysoké indexy nákupních manažerů odráží silná očekávání pro další měsíce - vysoké zakázky a rostoucí zaměstnanost v tomto odvětví. Obrázek české ekonomiky se tak rozhodně nemění k horšímu spíše naopak.

Příspěvek odvětví k růstu přidané hodnoty
(sezónně neočištěná data)

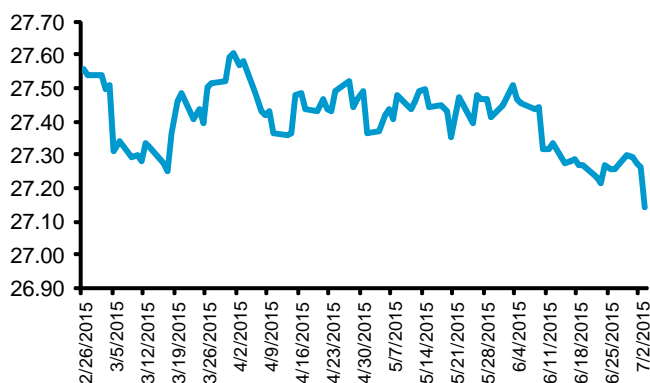


Reálný disponibilní důchod vs. reálná mediánová mzda
(meziročně, %)

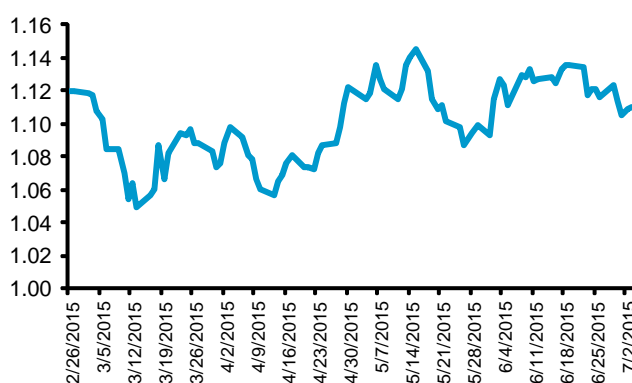


Přehled trhů

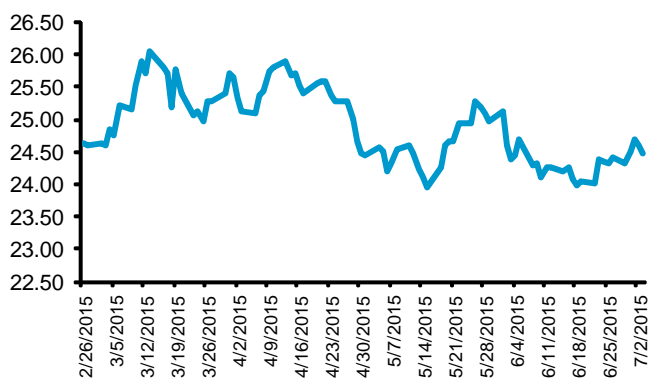
EURCZK



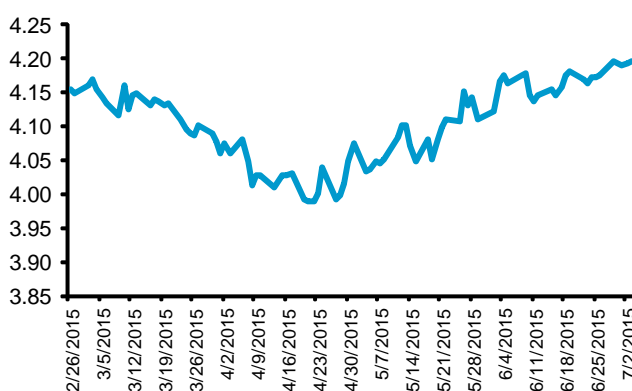
EURUSD



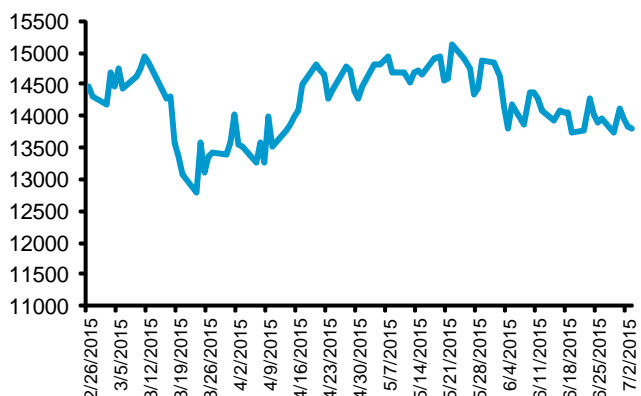
USDCZK



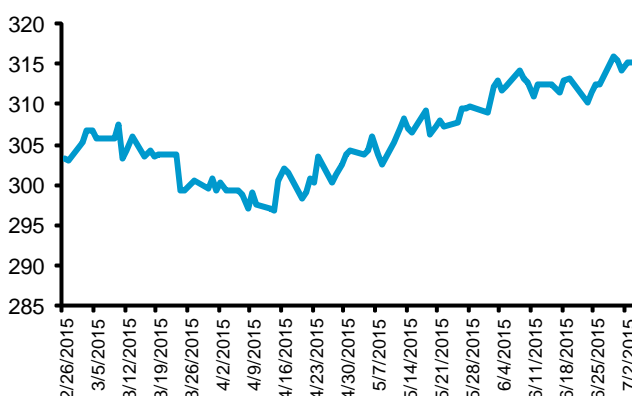
EURPLN



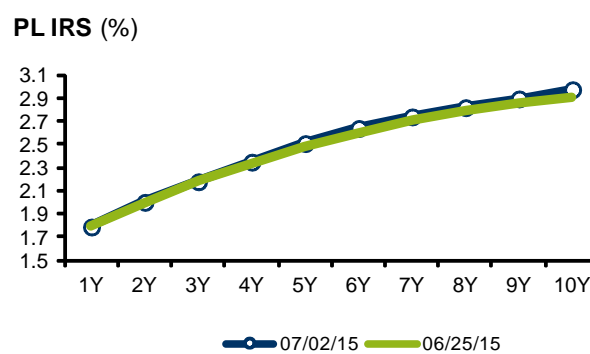
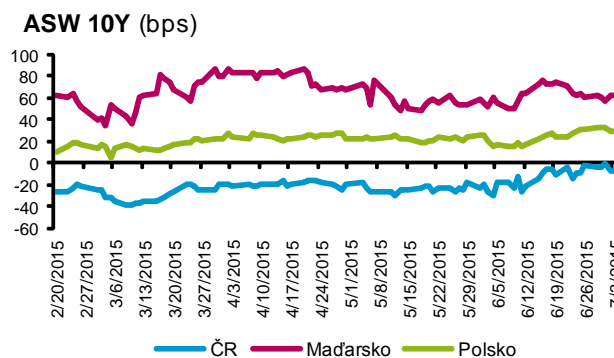
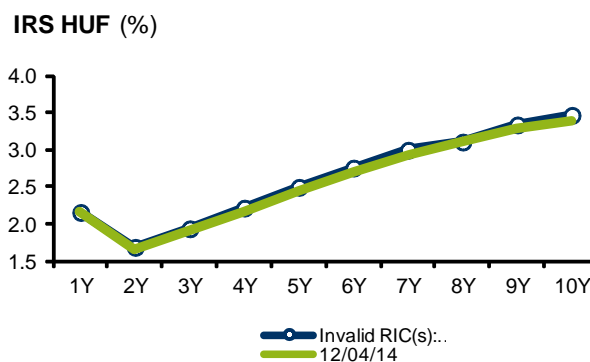
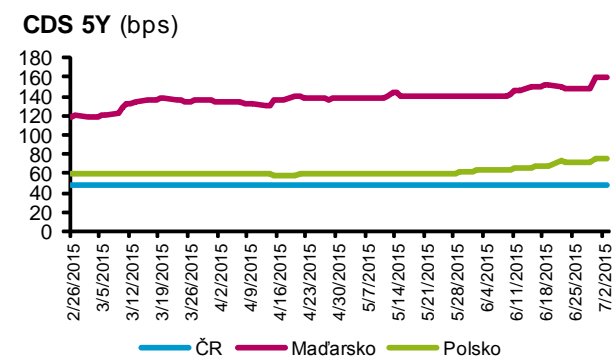
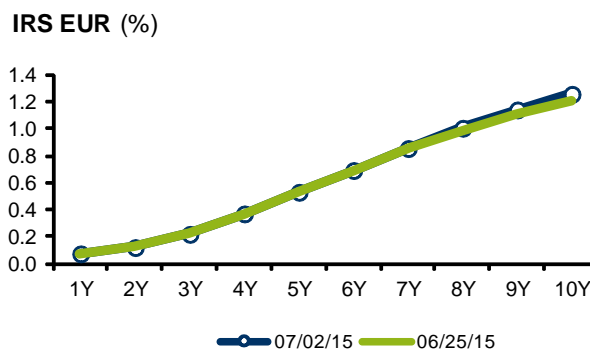
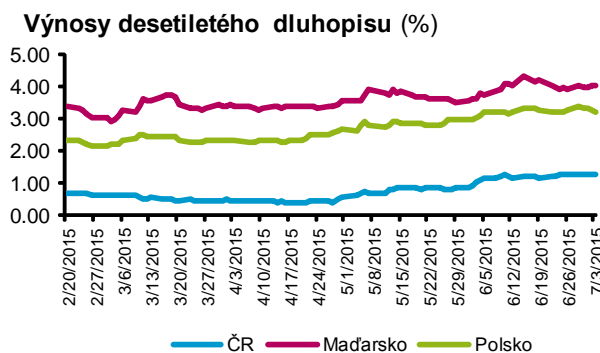
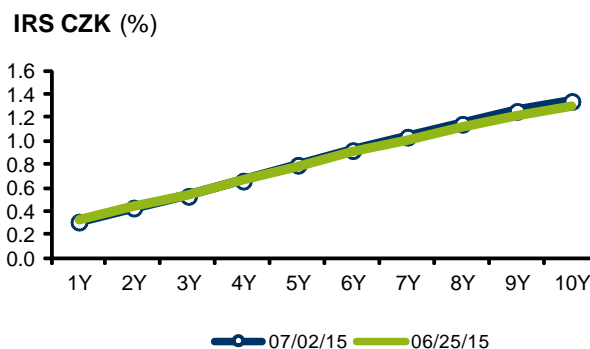
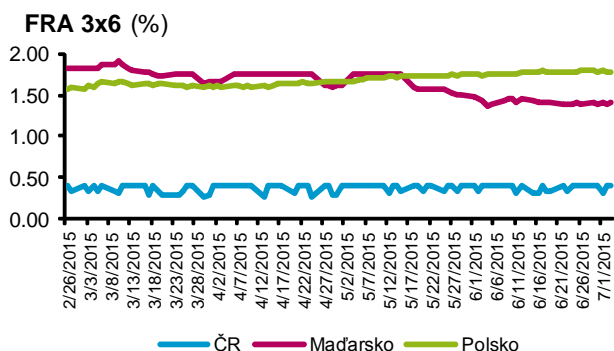
DIESEL (CZK/t)



EURHUF



Zdroj: Thomson Reuters



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ÚT 9:00, CZ Průmyslová výroba (% y/y)

	V.15	IV.15	V.14
Měsíčně	4,8	4,3	2,4
kumul. od ledna	4,5	4,5	6,0

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

	V.15	IV.15	V.14
Měsíčně	6,2	6,4	-0,1
kumul. od ledna	7,2	7,5	5,3
Měsíčně bez aut	5,3	5,8	0,1
kumul. od ledna	5,7	5,9	2,5

ST 14:00, PL Zasedání NBP

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

ČT 9:00, CZ Inflace (%)

	VI.15	V.15	VI.14
Inflace m/m	0,1	0,3	0,0
Inflace y/y	0,8	0,7	0,0
Měnově politická inflace y/y	0,6	0,5	-0,1

CZ: Průmysl v režii automobilek

I květnová čísla byla podle našeho názoru z velké části ovlivněna rychlým růstem produkce osobních automobilů. Předpokládáme, že tentokrát šlo dokonce o dvojciferné zvýšení výroby aut. Vedle aut se dají čekat velmi slušná čísla od výrobců elektrických zařízení, kovových výrobků a plastikářského průmyslu. Naopak slabá data nabídne těžební průmysl i energetika. Výsledky průmyslu za květen ovlivnil nižší počet pracovních dní, který ubral z celkového výsledku zhruba dva procentní body. Na pozitivní trend odvětví to však samozřejmě nemá zásadní vliv. Proto předpokládáme, že průmysl si udrží svoji dominantní pozici v rámci celé ekonomiky i z pohledu růstu HDP po celé druhé pololetí.

CZ: Nejenom auta táhnou maloobchod

I v květnu podle našeho názoru pokračoval strmý růst maloobchodních tržeb. A stejně jako v předchozích měsících se na něm podílely především automobily. Motoristický segment zůstává hlavním faktorem ovlivňujícím dění v celém odvětví. Na druhou stranu je nutné si přiznat, že pozadu už nezůstávají ani další součásti obchodu. Silný růst příjmů nejspíše zaznamenaly čerpací stanice, obchody s vybavením pro domácnost. A z pohledu růstu získaly opět prim internetové obchody. Růst maloobchodu považujeme za pozitivní.

PL: Zasedání RPP změny nepřinese

Polská centrální banka ponechá v červenci sazby beze změny. Stejnou situaci očekáváme i ve zbytku roku. Na zasedání se sice bude projednávat nová prognóza, nicméně ani o něco optimističtější výhled na růst by neměl mít na politiku NBP výraznější vliv. Se stabilitou sazeb ve zbytku letošního roku počítá dle komentářů jak většina bankovní rady, tak i trh (soudě alespoň podle sazeb FRA).

CZ: Lehký nárůst inflace

Červnová inflace s největší pravděpodobností poskočila o jednu desetinu nahoru. Opět se tak vzdálila prognóze ČNB, nicméně žádný „zárok“ ze strany centrální banky si nevyžádá. Inflaci pomohly (meziměsíčně) vzhůru zřejmě pohonné hmoty, potraviny a dovolené. Meziroční inflace by se měla dostat na 18 měsíční maximum, ze kterého bude ovšem v průběhu dalších měsíců postupně ustupovat. Přiblížení se k cíli ČNB je stále pravděpodobné až ve druhé polovině 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
Německo	06.07.2015	8:00	Tovární zakázky	%	05/2015			-0,2	3,8	1,4	0,4
USA	06.07.2015	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM		06/2015			56,4		55,7	
Německo	07.07.2015	8:00	Průmyslová výroba	%	05/2015			0,1	2,6	0,9	1,4
Francie	07.07.2015	8:45	Obchodní bilance	mld. EUR	05/2015			-3,5		-3	
ČR	07.07.2015	9:00	Stavební výroba	%	05/2015						10,2
ČR	07.07.2015	9:00	Průmyslová výroba	%	05/2015		4,8		3,4		4,3
ČR	07.07.2015	9:00	Maloobchodní tržby	%	05/2015		6,2		5,3		6,4
Maďarsko	07.07.2015	9:00	Průmyslová výroba	%	05/2015				7	-0,1	6,3
USA	07.07.2015	14:30	Obchodní bilance	mld. USD	05/2015			-42,75		-40,9	
Maďarsko	07.07.2015	16:00	Rozpočtové saldo	mld. HUF	06/2015						-511,1
USA	07.07.2015	19:00	3letá aukce	mld. USD	07/2015			24			
Maďarsko	08.07.2015	9:00	Inflace	%	06/2015			0,2	0,6	0,7	0,5
EMU	08.07.2015	11:00	Projev Coeureho ve Frankfurtu	ECB	07/2015						
Polsko	08.07.2015	14:00	Zasedání RPP	%	07/2015	1,5		1,5		1,5	
USA	08.07.2015	19:00	10letá aukce	mld. USD	07/2015			21			
USA	08.07.2015	20:00	Zápis ze zasedání FOMC		07/2015						
USA	08.07.2015	20:00	Projev Williamse v Los Angeles	Fed	07/2015						
USA	08.07.2015	22:00	Kvartální zisk Alcoa	USD	07/2015						
Německo	09.07.2015	8:00	Obchodní bilance	mld. EUR	05/2015			20,6		22,1	
Německo	09.07.2015	8:00	Běžný účet	mld. EUR	05/2015			16,3		19,6	
ČR	09.07.2015	9:00	Inflace	%	06/2015	0,1	0,8	0,2	0,9	0,3	0,7
ČR	09.07.2015	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	06/2015	6,2		6,2		6,4	
Maďarsko	09.07.2015	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	05/2015 *P					497	
USA	09.07.2015	11:45	Projev Kocherlakota ve Frankfurtu	Fed	07/2015						
USA	09.07.2015	13:00	Kvartální zisk PepsiCo	USD	07/2015						
USA	09.07.2015	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	07/2015			277		281	
USA	09.07.2015	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	06/2015					2264	
USA	09.07.2015	16:15	Projev guvernérky L. Brainard ve Washingtonu	Fed	07/2015						
USA	09.07.2015	19:00	30letá aukce	mld. USD	07/2015			13			
USA	09.07.2015	19:00	Projev George v Oklahomě	Fed	07/2015						
Francie	10.07.2015	8:45	Průmyslová výroba	%	05/2015			0,4	2,1	-0,9	-0,1
USA	10.07.2015	18:30	Projev Yellenové o ekon. výhledu v Clevelandu	Fed	07/2015						

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	1,50	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	0,00	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
Maďarsko	BUBOR 3M	1,41	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	1,34	0,64	1,35	1,45	1,55	1,50
Maďarsko	HU10Y	3,46	2,71	3,20	3,40	3,60	3,80
Polsko	PL10Y	2,93	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	27,40	27,20	27,10
Maďarsko	EUR/HUF	315	300	310	317	315	310
Polsko	EUR/PLN	4,19	4,07	4,05	4,00	4,10	4,05

HDP

	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	2,4	0,0	4,0	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

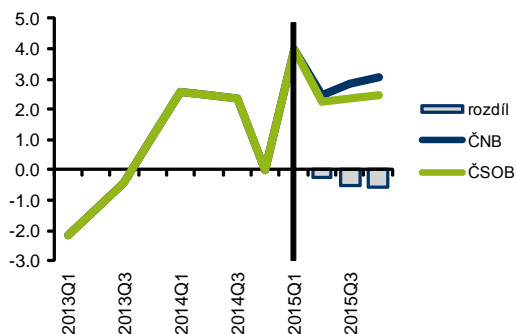
Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	2015	2016
Česko	-2,4	-1,9
Maďarsko	-2,2	-2,0
Polsko	-3,0	-2,5

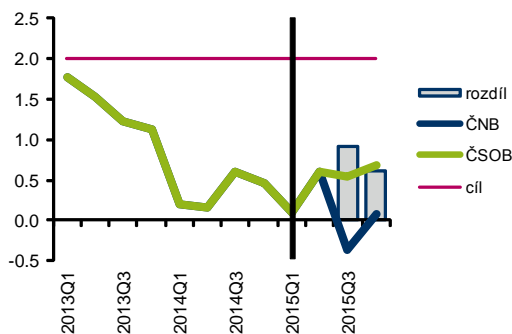
Zdroj dat: ČSOB, Bloomberg

Výhledy centrálních bank

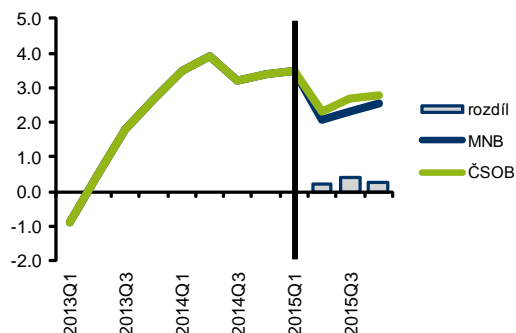
CZ: Výhled na růst HDP (y/y, %)



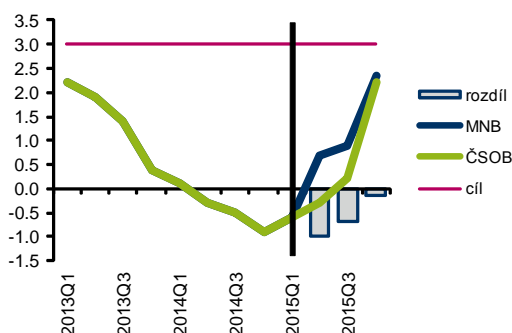
CZ: Výhled na inflaci (y/y, %)



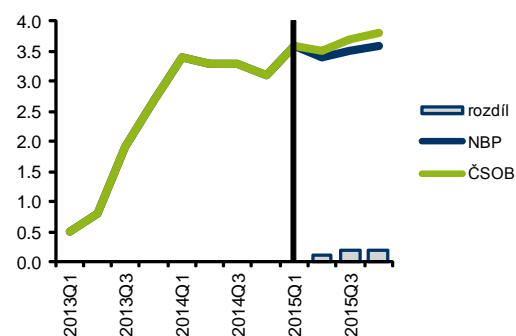
HU: Výhled na růst HDP (y/y, %)



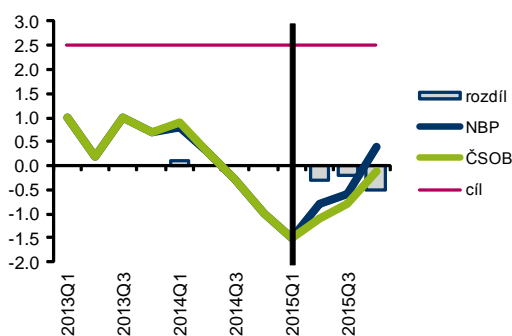
HU: Výhled na inflaci (y/y, %)



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.