



- **Polsko**  
Politika zastiňuje fundamenty 2
- **Eurozóna**  
Zadlužení zemí EU se snižuje... hlavně relativně 3
- **Výhled na týden**  
Politika MNB beze změn 6

## Draghi připravuje trhy na další uvolnění měnových kohoutů

	Dnes
EUR/CZK	27,06
EUR/HUF	312,2
EUR/PLN	4,46
3M PRIBOR	0,29
3M BUBOR	1,35
3M WIBOR	1,70
10Y CZK	0,69
10Y PLN	3,08
10Y HUF	3,40
3M EURIBOR	-0,15
10Y EMU	0,48

Nižší inflační výhled a volatilita na trzích nedají M. Draghimu spát a uvnitř ECB se znovu začíná oprašovat zbrojní arzenál. Zásadní zprávou je, že již na příštím zasedání ECB se bude znovu rozhodovat o uvolnění měnové politiky. Co můžeme čekat a jaký dopad to bude mít na Česko?

Věříme, že z arzenálu zbraní, která má ECB v zásobě, je nejpravděpodobnější další kosmetické snížení depozitní sazby v kombinaci s mírným urychlením (eventuálně navýšením) měsíčních nákupů aktiv (tisku peněz). Natažení závazku tisknout peníze do druhé poloviny 2017 nám v tuto chvíli nepříjde jako vhodný krok. Rizika se mohou ukázat jako dočasná a ECB bude chtít trhům spíše předvést, že je schopná reagovat na klesající inflační očekávání okamžitě (ne v roce 2017). Shoda na dalším uvolnění měnové politiky se nicméně nebude hledat lehce. Prosincové zasedání jasně ukázalo, že uvnitř bankovní rady panují hlubší rozpory a řada centrálních bankéřů je správně přesvědčena, že další uvolnění měnové politiky nikomu moc nepomůže. I tak centrální bankéři zpravidla ve chvílích jako je ta dnešní nevydrží jen tak vyčkávat se založenýma rukama.

Co by další uvolnění měnových kohoutů v eurozóně přineslo do Česka? Pokud nedojde k natažení politiky QE, nemělo by to vést samo o sobě k úvahám o natažení intervencí (očekáváme dál exit v únoru 2017). Další snížení depozitní sazby ECB může naopak časem přitáhnout do Česka více spekulativního kapitálu sázejícího na budoucí zisky koruny. To ale pravděpodobně až ve chvíli, kdy se trochu zklidní napětí a volatilita na globálních trzích. Včera naopak koruna po delší době lehce oslabila.

## Polsko: politika zastiňuje fundamenty

Petr Báča, Jan Čermák

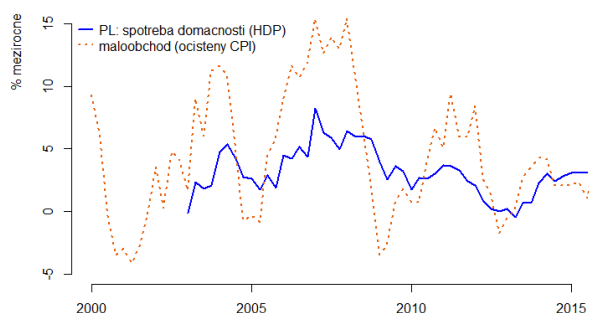
**Průmysl i maloobchod v prosinci překvapily pozitivně.**

Prosincová makroekonomická data zveřejněná tento týden v Polsku potvrdila dobré fundamenty polské ekonomiky. Jediným ukazatelem, který mírně zklamal, byl růst mezd. Ten zaostal za očekáváním trhů, avšak toto nemilé překvapení bylo do značné míry kompenzováno pozitivním vývojem zaměstnanosti. I nadále proto sázíme na to, že spotřeba domácností zůstává hlavním tahounem hospodářského růstu. Její další meziroční zrychlení v závěru loňského roku mimochodem tento týden potvrdila data z maloobchodu. Ta naopak dopadla lépe, než se všeobecně očekávalo, podobně jako čísla z průmyslu. Pro loňský rok proto odhadujeme růst polského HDP o 3,5-3,6 %. Co se týče roku letošního, tak očekáváme mírné zrychlení růstu na 3,8-3,9 %.

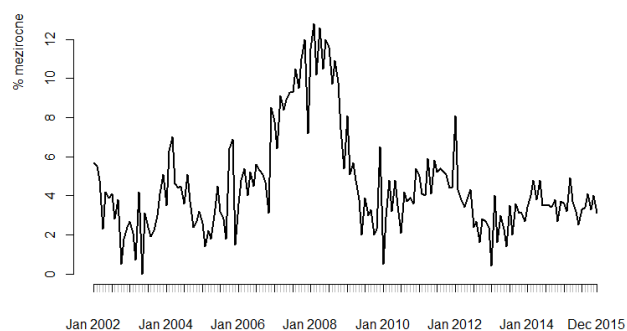
**Ekonomice v tomto roce navíc může pomoci i slabý zlotý.**

Ekonomice v tomto roce navíc může pomoci i slabý zlotý. To si uvědomují jak vládní činitelé, tak polští centrální bankéři, kteří evidentně nehodlají zlotému házet záchranný pás (a intervenovat v jeho prospěch). Na druhou stranu s tím jak pokračuje proces jmenování nových centrálních bankéřů polským parlamentem, se potvrzuje náš názor, že noví členové Výboru pro měnovou politiku nebudou chtít činit v politice velké změny a oficiální úrokové sazby zůstanou tento rok zřejmě beze změny. Holubičí náznaky ECB sice mohou nové vedení NBP podpořit k úvahám o možném uvolnění měnové politiky, ale samotný fakt, že jeden z prominentních holubičích členů RPP (jež ve výboru zůstává) - Jerzy Osiatyński - hovoří spíše o zvýšení úroků, vypovídá o malém manévrovacím prostoru polské centrální banky.

Maloobchod vs. spotřeba domácností (HDP)



PL: růst mezd



## Zadlužení zemí EU se snižuje... hlavně relativně

Petr Dufek

**Zadlužení států EU pokleslo za poslední kvartál o sedm desetin procentního bodu.**

Podle dnes zveřejněných čísel Eurostatu se vládní dluh zemí EU ve třetím čtvrtletí snížil z 87,7 % na 86 % HDP. Pokles zaznamenala i samotná eurozóna, kde zadlužení států pokleslo za poslední kvartál o sedm desetin procentního bodu na 91,6 % HDP, což je stále velmi výrazně nad maastrichtským rozpočtovým kritériem.

Za pozitivní lze považovat, že se relativní dluh snižuje ve většině zemí EU. Výjimkou je Slovinsko, Řecko, Portugalsko, Lotyšsko, Polsko, Litva a Chorvatsko. Vedle toho v pěti zemích EU zůstává dluh nad hranicí výkonu těchto ekonomik. Tradičně nejzadluženější je Řecko (171 %) následované Itálií (134,6 %) a Portugalskem (130,5 %). Na druhou stranu jsou nejzadluženější země EU součástí eurozóny, kde ECB díky kvantitativnímu uvolňování jako vytváří velmi silnou poptávku i po dluhopisech těchto předlužených zemí, takže ty nejsou k rozpočtové disciplíně rozhodně příliš motivované.

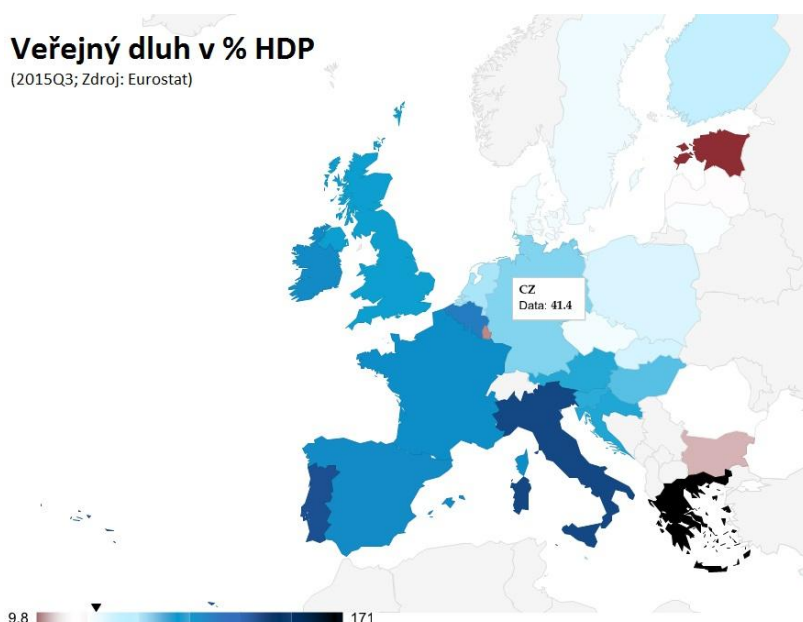
**ČR je sedmou nejméně zadluženou zemí v rámci celé EU.**

V meziročním rovnání a zvláště pak v absolutním vyjádření však nelze o nějakém dramatickém či udržitelném oddlužování příliš hovořit. V cca polovině zemí dluh v poměru k HDP dále roste, přičemž rekordmanem je Slovinsko a Rakousko. Na druhé straně žebříčku je Irsko, kde se zadlužení snížilo o více než 13 procentních bodů, nepochybně i díky rekordnímu růstu této ekonomiky v rámci celé EU. Nadále rovněž platí, že nové členské země EU jsou nesrovnatelně méně zadlužené ve srovnání se starou Evropou a jejich dluh navíc rovněž klesá. Pro úplnost můžeme dodat, že ČR je sedmou nejméně zadluženou zemí v rámci celé EU.

Informace o zadlužení v průběhu roku jsou nepochybně zajímavé a napovídají o relativním – nikoliv však o dramaticky významném – zlepšování situace. Přesto bude lepší počkat si na celoroční data, která jsou přece jen reprezentativnější. Zahrnují v sobě totiž z pohledu rozpočtu obvykle nepříliš dobré poslední čtvrtletí roku. Na nich se totiž skutečně mnohem lépe ukáže, jak se vyvíjela dluhová závislost jednotlivých zemí, respektive kdo směřuje k odpovědnější rozpočtové politice, i když by vzhledem k povolnosti ECB ani tak nemusel (samozřejmě jen z krátkodobého pohledu).

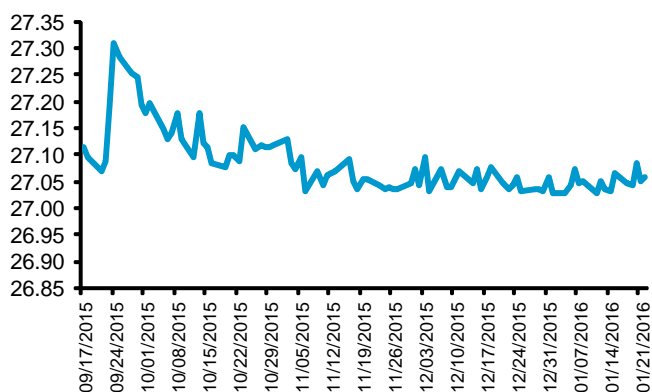
### Veřejný dluh v % HDP

(2015Q3; Zdroj: Eurostat)

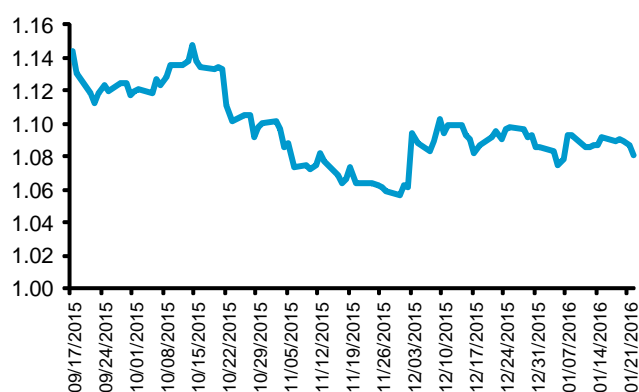


## Přehled trhů

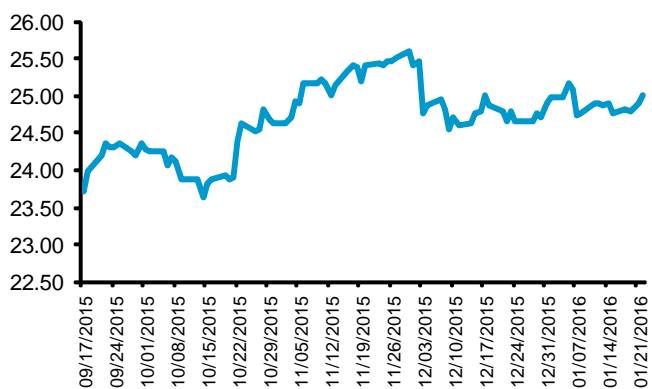
**EURCZK**



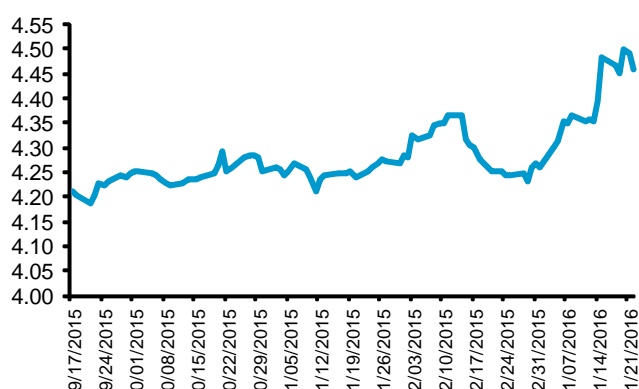
**EURUSD**



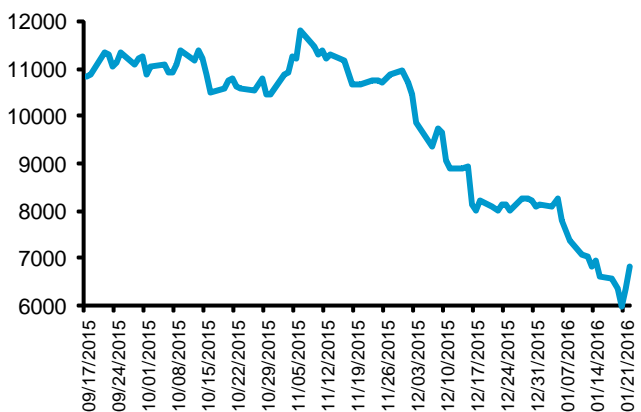
**USDCZK**



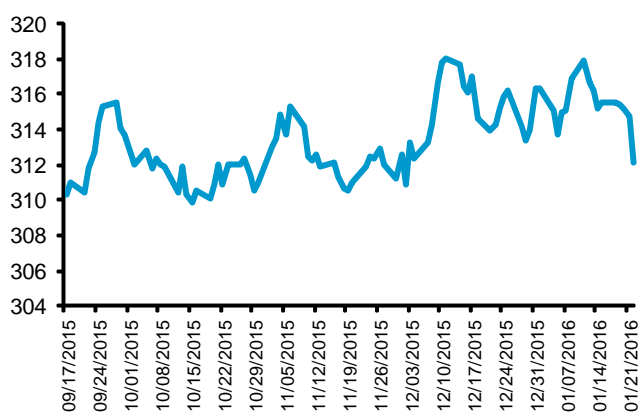
**EURPLN**



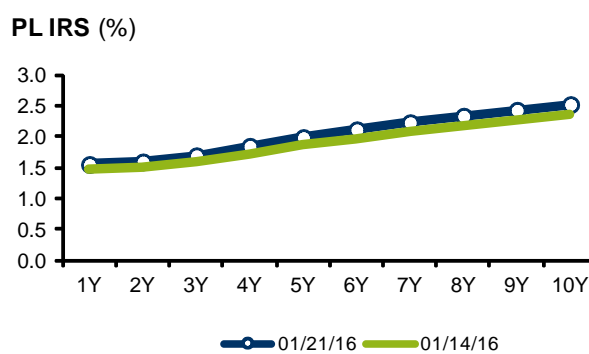
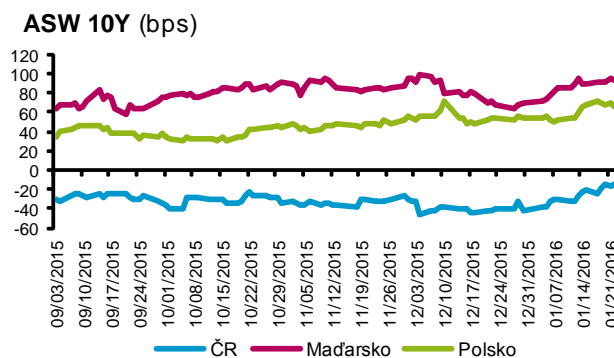
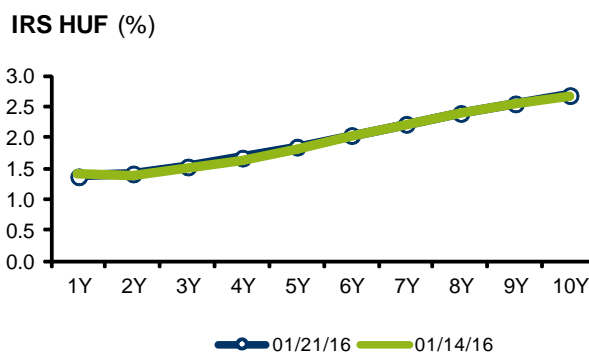
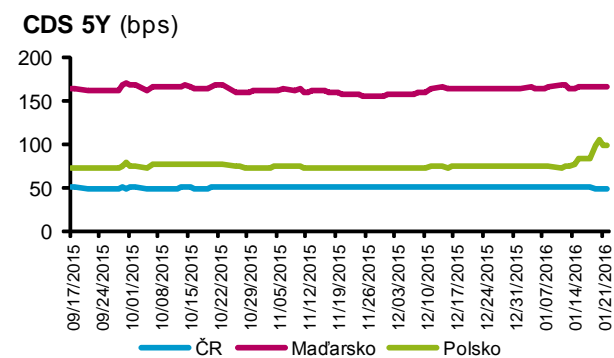
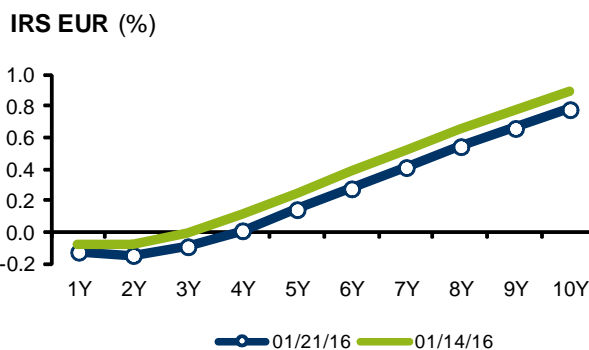
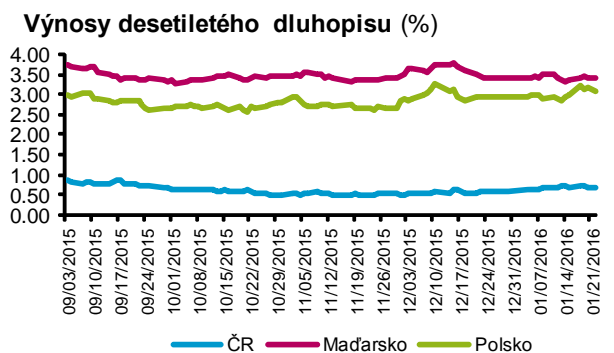
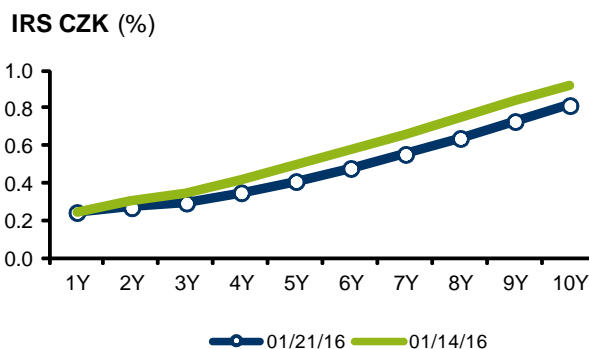
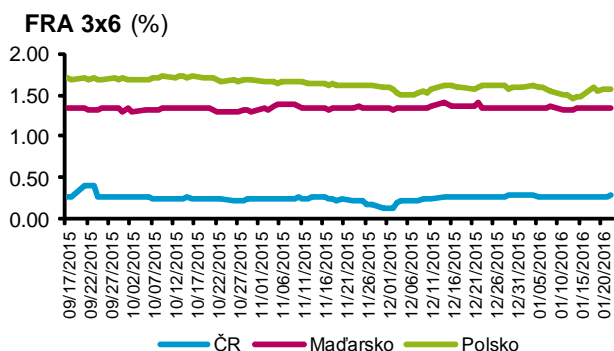
**DIESEL (CZK/t)**



**EURHUF**



Zdroj: Thomson Reuters



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

---

ÚT 14:00, HU Zasedání MNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	<b>1,35</b>	7/2015
změna v b. bodech	<b>0</b>	-15

### HU: Politika MNB beze změn

Očekáváme, že bankovní rada MNB svoji politiku nezmění a zdůrazní vnější rizika. Podle našeho názoru by MNB mohla snížit úrokové sazby (v květnu či červnu) jen pokud by měnový pár EUR/HUF propadl pod hladinu 305.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	25.01.2016	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo		01/2016			108,4		108,7	
Německo	25.01.2016	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)		01/2016			112,8		112,8	
Německo	25.01.2016	10:00	Index Ifo (očekávání)		01/2016			104,1		104,7	
Polsko	26.01.2016	10:00	Míra nezaměstnanosti	%	12/2016			9,7		9,6	
Polsko	26.01.2016	10:00	HDP	%	4Q/2015 *A				3,5		3,4
Maďarsko	26.01.2016	14:00	Zasedání MNB	%	01/2016	1,35		1,35		1,35	
USA	26.01.2016	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí	%	11/2015			5,67		5,54	
USA	26.01.2016	16:00	Spotřebitelská důvěra		01/2016			96,5		96,5	
USA	26.01.2016	19:00	2letá aukce	mld. USD	01/2016			26			
USA	26.01.2016	22:00	Kvartální zisk Apple	USD	4Q/2015						
Německo	27.01.2016	8:00	Spotřebitelská důvěra GfK		02/2016			9,3		9,4	
Francie	27.01.2016	8:45	Index spotřebitelské důvěry		01/2016			96		96	
ČR	27.01.2016	12:00	Aukce st. dluhopisu x,xx %, 2016-2019	mld. CZK	01/2016						
ČR	27.01.2016	12:00	Aukce st. dluhopisu VAR %, 2014-2027	mld. CZK	01/2016						
ČR	27.01.2016	12:00	Aukce st. dluhopisu 2,40 %, 2014-2025	mld. CZK	01/2016						
USA	27.01.2016	16:00	Prodej nových domů	tis.	12/2015			500		490	
USA	27.01.2016	19:00	5letá aukce	mld. USD	01/2016			35			
USA	27.01.2016	20:00	Zasedání FOMC	%	01/2016	0,5		0,5		0,5	
Maďarsko	28.01.2016	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	12/2015			6,3		6,2	
EMU	28.01.2016	11:00	Index ekonomické důvěry		01/2016			106,5		106,8	
EMU	28.01.2016	11:00	Index spotřebitelské důvěry		01/2016 *F			-6,3		-6,3	
Německo	28.01.2016	14:00	Inflace	%	01/2016 *P			-0,8	0,5	-0,1	0,3
Německo	28.01.2016	14:00	Harmonizovaná inflace	%	01/2016 *P			-1	0,4	0	0,2
USA	28.01.2016	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	01/2016					293	
USA	28.01.2016	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	01/2016					2208	
USA	28.01.2016	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby	%	12/2015 *P			-0,5		0	
USA	28.01.2016	14:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostřed.	%	12/2015 *P			0		0	
USA	28.01.2016	16:00	Kontrakty na prodej domů	%	12/2015			1	4,8	-0,9	5,1
USA	28.01.2016	19:00	7letá aukce	mld. USD	01/2016,			29			
USA	28.01.2016	22:00	Kvartální zisk Microsoft	USD	4Q/2015						
Francie	29.01.2016	7:30	HDP	%	4Q/2015 *A			0,2	1,2	0,3	1,1
Francie	29.01.2016	8:45	Harmonizovaná inflace	%	01/2016 *P			-1	0,4	0,2	0,3
Francie	29.01.2016	8:45	Inflace	%	01/2016 *P			-0,9	0,3	0,2	0,2
Francie	29.01.2016	8:45	Výrobní ceny	%	12/2015					0,1	-2,4
Maďarsko	29.01.2016	9:00	Výrobní ceny	%	12/2015					0,1	-0,8
EMU	29.01.2016	10:00	Peněžní zásoba M3	%	12/2015				5,2		5,1
ČR	29.01.2016	10:00	Peněžní zásoba M2	%	12/2015						8,6
EMU	29.01.2016	11:00	Inflace	%	01/2016 *P				0,4		0,2
EMU	29.01.2016	11:00	Jádrová inflace	%	01/2016 *P				0,9		0,9
USA	29.01.2016	14:30	HDP	%	4Q/2015 *A			0,7		2	
USA	29.01.2016	14:30	Soukromá spotřeba	%	4Q/2015 *A			2		3	
USA	29.01.2016	14:30	Cenový index HDP	%	4Q/2015 *A			0,8		1,3	
USA	29.01.2016	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	4Q/2015 *A			1,2		1,4	
USA	29.01.2016	15:45	Index nákupních manažerů z Chicaga		01/2016			45,8		42,9	
USA	29.01.2016	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		01/2016 *F			92,5		93,3	

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	0,88	1,01	1,08	1,15	1,23	1,30
Maďarsko	HU10Y	2,70	2,91	3,80	4,00	4,20	4,40
Polsko	PL10Y	2,50	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	4,46	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

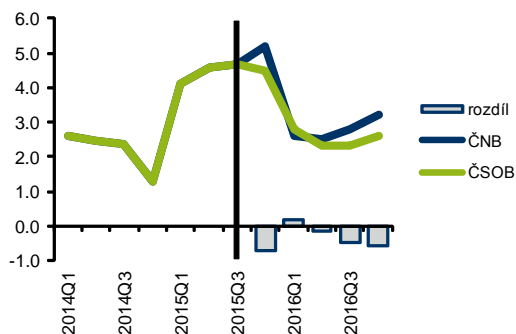
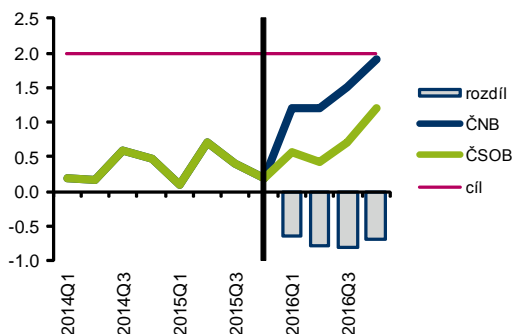
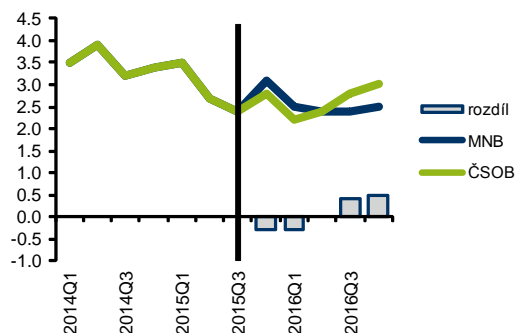
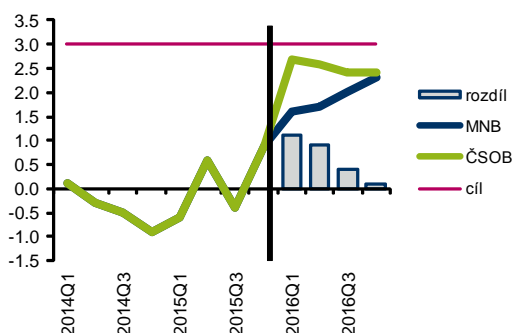
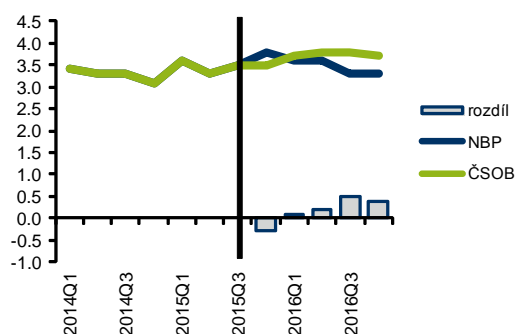
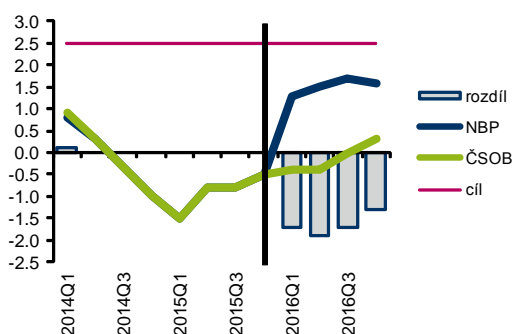
### Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	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.