



- **Česká republika**  
Výkon české ekonomiky v závěru roku poklesl 2
- **Eurozóna**  
Dobry start automobilového trhu 3
- **Výhled na týden**  
Sazby MNB beze změny, ale s holubičím komentářem 6

## Má zlotý to nejhorší za sebou?

	Dnes
EUR/CZK	27.04
EUR/HUF	309.4
EUR/PLN	4.38
3M PRIBOR	0.28
3M BUBOR	1.35
3M WIBOR	1.69
10Y CZK	0.51
10Y PLN	2.99
10Y HUF	3.45
3M EURIBOR	-0.20
10Y EMU	0.22

Zlotý zpevnil a zdá se, že nejvyšší tlak na jeho depreciaci, jež souvisel s výměnou vlády a následnou obměnou členů Výboru pro měnovou politiku (RPP), má Polsko za sebou. Pomineme-li příznivější vývoj v emerging markets, s nimiž je polská měna více zkorelována, pak je evidentní, že nejistota s politikou nové vlády a obměněného vedení NBP polevuje. Noví polští ministři již získali první zkušenosti s nepříznivým chováním trhů (např. po snížení ratingu ze strany S&P), státní rozpočet připravený novou vládou byl již Senátem schválen a polovina členů RPP již vyměněna. Kromě toho se zdá, že vláda může mít nakonec poněkud více pro-tržní přístup k politicky citlivému tématu, kterým je konverze hypoték domácností ve švýcarských francích.

Viděno čistě z polské strany měl by mít zlotý šanci dále posilovat. Mnohé však bude záviset na vnějších podmínkách, což konec konců bylo zmíněno i v podrobném zápise z posledního jednání RPP. Vedení NBP a to evidentně i jeho noví členové s více holubičím názorem reflektují skutečnost, že dění v emerging markets a nastavení úrokových sazeb Fedu a ECB determinuje domácí měnovou politiku více, než se zdálo. Proto, pokud se sentiment na trzích s rizikovými aktivy zásadně nezlepší, nelze čekat, že by se NBP odvážila k další expanzivní akci (snížení úroků) a to přesto, že domácí deflace se prohlubuje a čerstvá "tvrdá" makrodata z tohoto roku nejsou zatím přesvědčivá.

## Výkon české ekonomiky v závěru roku poklesl

Petr Dufek

**Za celý rok 2015 dosáhl ekonomický růst ČR 4,3 %.**

Ekonomika ČR se v posledním čtvrtletí zastavila, respektive propadla o 0,1 %. Naštěstí jen ve srovnání s kvartálem předcházejícím. Podle předběžného odhadu statistického úřadu se HDP mezičtvrtletně mírně snížil, nicméně v meziročním srovnání se zvýšil o 3,9 %. Za celý rok 2015 dosáhl ekonomický růst ČR 4,3 %. Jde o nejlepší výsledek za posledních osm let.

Výsledek konce roku zaostal za očekáváním a to ze dvou hlavních důvodů. V první řadě jde o důsledek výpadku výroby v energetice a v chemickém průmyslu způsobený nečekaně dlouhými odstávkami. Druhým důvodem na první pohled horšího výsledku je nejspíše i přepočtení předcházejících čísel.

**Základy ekonomického růstu zůstávají nadále solidní a stabilní.**

I když ekonomika už zpomalila (meziročně), s čímž se počítalo až v letošním roce, není aktuální číslo až tak alarmující. Především proto, že vytvořená přidaná hodnota v ekonomice i nadále rostla a důvody ke zpomalení jsou výsledkem mimořádných událostí. Nejde tedy o propad poptávky ať už domácí nebo zahraniční.

Struktura nabídkové ani poptávkové strany není zatím přesně známa, avšak je velmi pravděpodobné, že základy ekonomického růstu zůstávají nadále solidní a stabilní. I tak však počítáme s dalším zpomalením růstu v letošním roce, kdy by se tempo HDP mělo stabilizovat pod třemi procenty. Hlavním motorem na straně poptávky bude spotřeba domácností, na straně nabídky průmysl spolu se službami. Celkově by si česká ekonomika mohla v letošním roce připsat cca 2,5 %.

### ČR: HDP

meziroční změna (%)



Source: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

## Dobry start automobilového trhu

Petr Dufek

**Evropský automobilový trh do nového roku vstoupil optimisticky.**

**Celkový trend automobilového trhu v EU je pozitivní.**

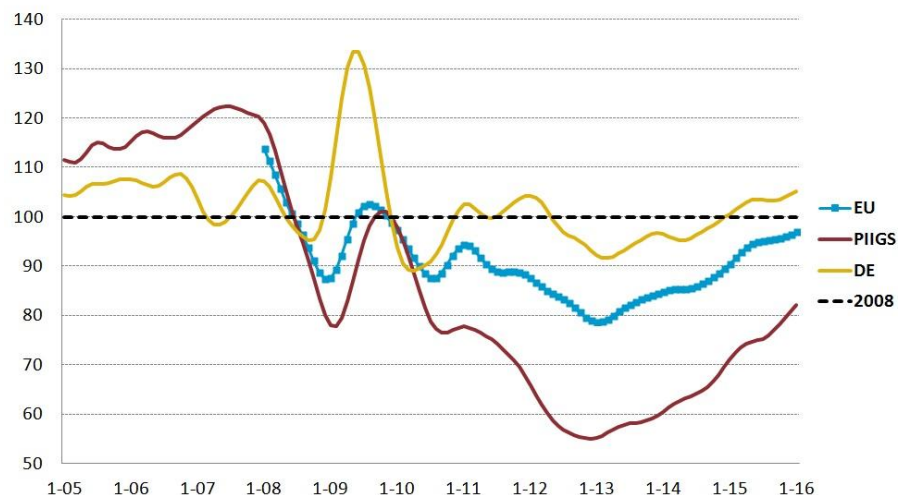
Registrace nových aut v celé EU vzrostly o 6,2 % a překonaly 1 mil. vozů. Pouze v pěti zemích se propadly, nicméně většina zemí vykazuje slušný nárůst, často i dvojciferný. Celý trh se tak postupně přibližuje maximům, kterých dosáhl v roce 2008. K jejich dosažení mu zbývá zhruba 700 vozů, zatímco od minim je vzdálený o více než 2,1 mil. nových aut. Největší trh v Evropě – Německo – si připsalo 3,3 %.

K poptávce po autech přispívá jednak cyklus obměny vozových parků firem, jednak i silný zájem spotřebitelů. To ostatně potvrzují i spotřebitelské průzkumy naznačující rostoucí ochotu pořídit si nový vůz ještě v letošním roce. K tomuto rozhodnutí přispívá pozitivní – i když ne až tak oslňující – trend evropské ekonomiky, snižující se nezaměstnanost a nízká inflace vedoucí k rekordně levným penězům na trhu. Kromě toho nelze zapomenout ani na nabídkové stimuly v podobě inovací, respektive nových modelů, a příznivého cenového vývoje. Ten totiž v posledních letech v důsledku nadbytečných kapacit zvýšil konkurenci mezi výrobci, z níž těží spotřebitelé.

Předpokládáme, že vzhledem k tomu, že kombinace příznivých faktorů na straně nabídky i poptávky přetrvá i v dalších měsících letošního roku. Proto nejspíše celý trh může dále růst a ještě více se tak přiblížit super úspěšnému roku 2008.

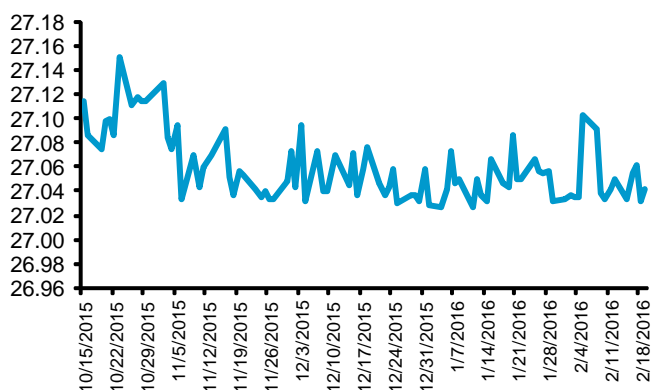
### Registrace osobních automobilů

(trend, 2008=100)

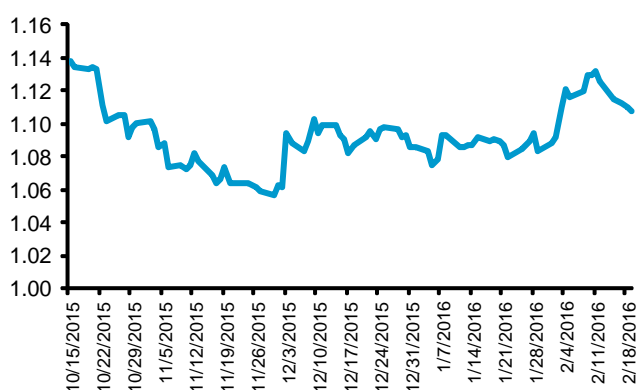


## Přehled trhů

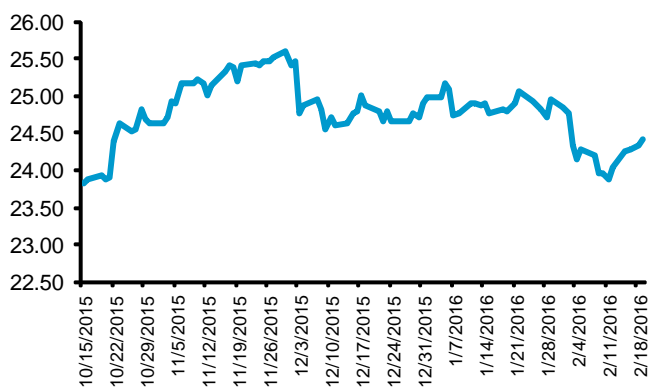
**EURCZK**



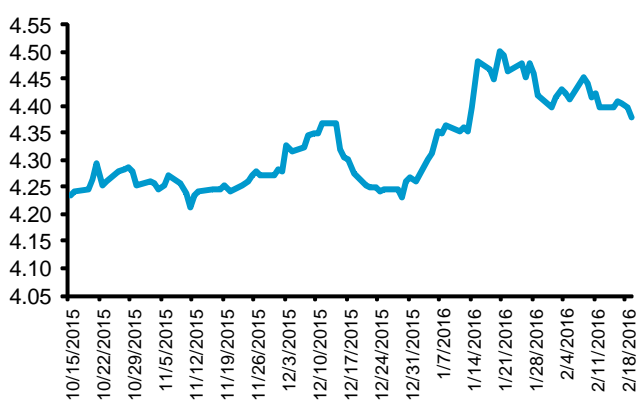
**EURUSD**



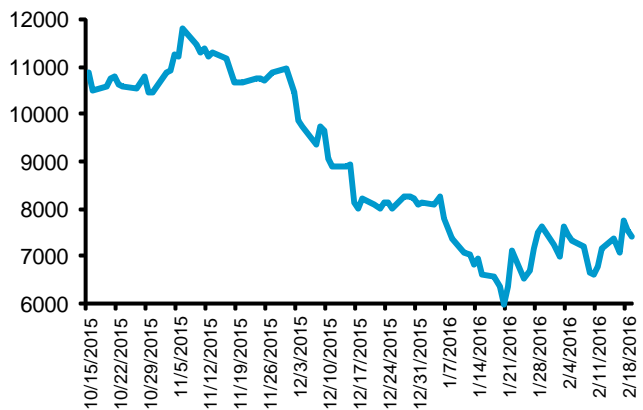
**USDCZK**



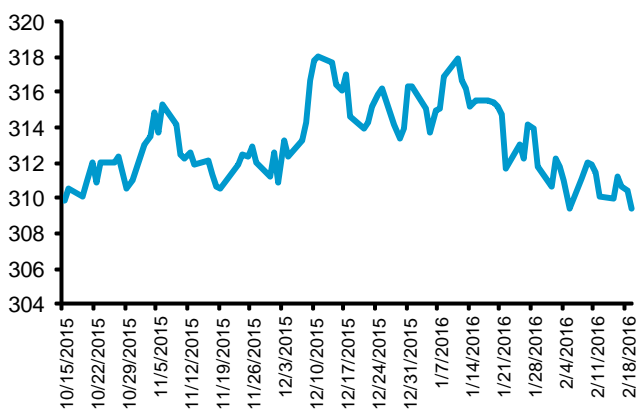
**EURPLN**



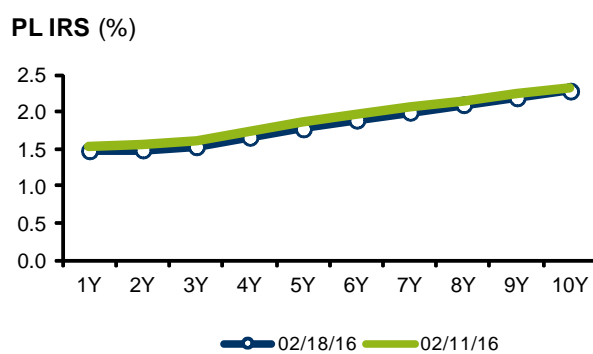
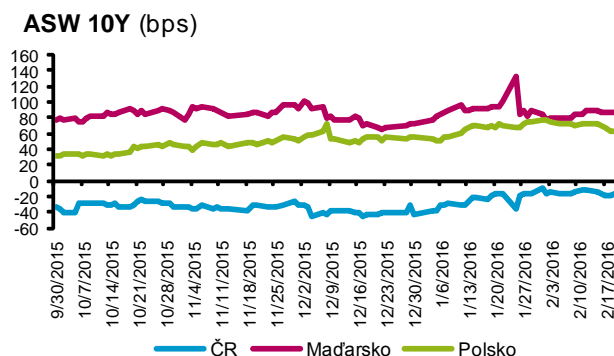
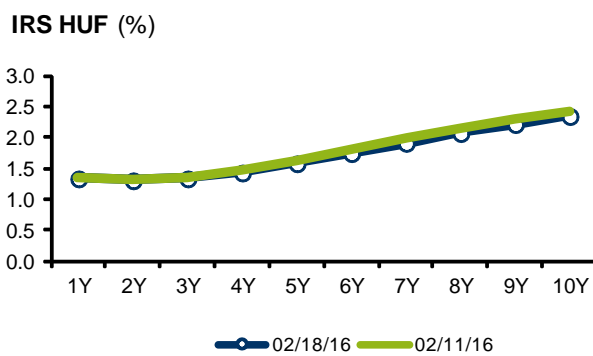
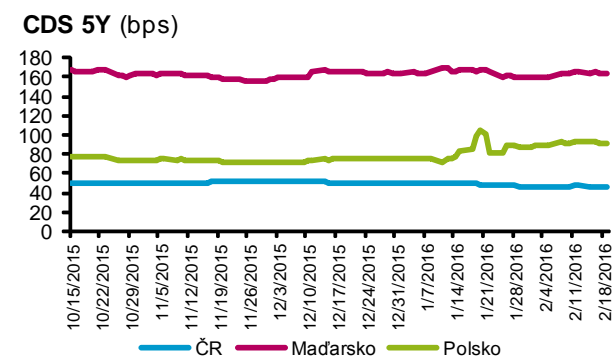
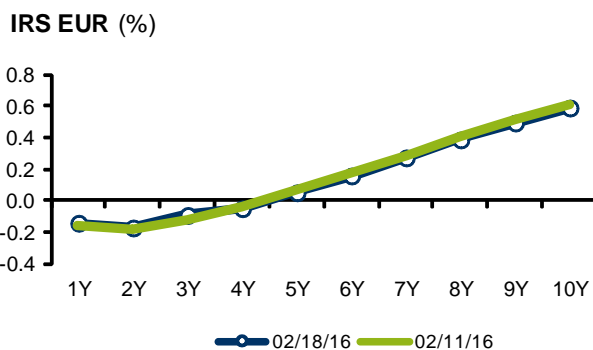
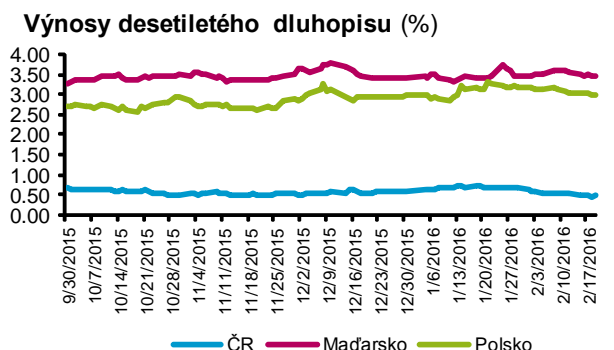
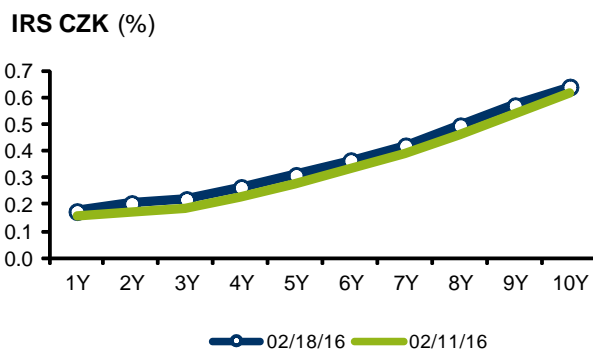
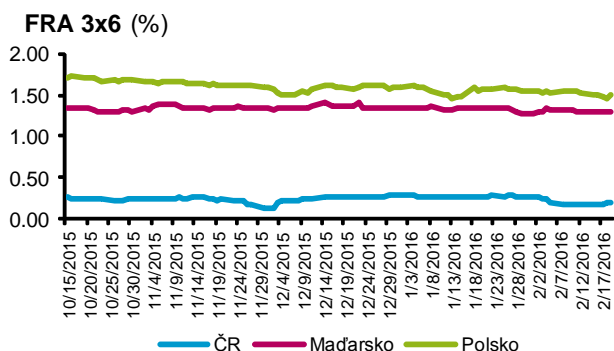
**DIESEL (CZK/t)**



**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: Sazby MNB beze změny, ale s holubičím komentářem

Základní úroková sazba by měla zůstat opět beze změny, avšak bankovní rada by měla své rozhodnutí doprovodit holubičím komentářem. Ten by měl naznačovat, že ke změně nedojde do poloviny roku 2017.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Francie	22.02.2016	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		02/2016 *P			49.9		50	
Německo	22.02.2016	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		02/2016 *P			52		52.3	
EMU	22.02.2016	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		02/2016 *P			52		52.3	
EMU	22.02.2016	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		02/2016 *P			53.5		53.6	
Německo	23.02.2016	8:00	HDP	%	4Q/2015 *F			0.3	1.3	0.3	1.3
ČR	23.02.2016	9:00	Výrobní ceny	%	01/2016			-0.4	-2.3	-0.4	-2.9
Polsko	23.02.2016	10:00	Míra nezaměstnanosti	%	01/2016			10.3		9.8	
Německo	23.02.2016	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo		02/2016			107		107.3	
Německo	23.02.2016	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)		02/2016			112.1		112.5	
Německo	23.02.2016	10:00	Index Ifo (očekávání)		02/2016			101.9		102.4	
Maďarsko	23.02.2016	14:00	Zasedání MNB	%	02/2016	1.35		1.35		1.35	
USA	23.02.2016	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí	%	12/2015			5.6		5.83	
USA	23.02.2016	16:00	Spotřebitelská důvěra		02/2016			97.5		98.1	
USA	23.02.2016	16:00	Prodej stávajících domů	mil.	01/2016			5.4		5.46	
Francie	24.02.2016	8:45	Index spotřebitelské důvěry		02/2016			97		97	
ČR	24.02.2016	12:00	Aukce st. dluhopisu x,xx %, 2015-2023	mld. CZK	02/2016						
ČR	24.02.2016	12:00	Aukce st. dluhopisu 0,00 %, 2016-2019	mld. CZK	02/2016						
USA	24.02.2016	16:00	Prodej nových domů	tis.	01/2016			520		544	
Německo	25.02.2016	8:00	Harmonizovaná inflace	%	01/2016 *F					-0.9	0.4
Německo	25.02.2016	8:00	Spotřebitelská důvěra GfK		03/2016			9.3		9.4	
EMU	25.02.2016	10:00	Peněžní zásoba M3	%	01/2016				4.7		4.7
EMU	25.02.2016	11:00	Inflace	%	01/2016 *F			-1.4	0.4	0	0.4
EMU	25.02.2016	11:00	Jádrová inflace	%	01/2016 *F				1		1
USA	25.02.2016	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	02/2016					262	
USA	25.02.2016	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	02/2016					2273	
USA	25.02.2016	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby	%	01/2016 *P			2.5		-5	
USA	25.02.2016	14:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostřed.	%	01/2016 *P			-0.2		-1	
Francie	26.02.2016	8:45	Výrobní ceny	%	01/2016					-1.2	-2.8
Francie	26.02.2016	8:45	Harmonizovaná inflace	%	02/2016 *P			0.5	0.1	-1.1	0.3
Francie	26.02.2016	8:45	Inflace	%	02/2016 *P			0.4	0	-1	0.2
Francie	26.02.2016	8:45	HDP	%	4Q/2015 *P			0.2	1.3	0.2	1.3
Maďarsko	26.02.2016	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	01/2016			6.4		6.2	
EMU	26.02.2016	11:00	Index ekonomické důvěry		02/2016			104.5		105	
EMU	26.02.2016	11:00	Index spotřebitelské důvěry		02/2016 *F						
Německo	26.02.2016	14:00	Inflace	%	02/2016 *P			0.6	0.2	-0.8	0.5
Německo	26.02.2016	14:00	Harmonizovaná inflace	%	02/2016 *P						
USA	26.02.2016	14:30	HDP	%	4Q/2015			0.5		0.7	
USA	26.02.2016	14:30	Soukromá spotřeba	%	4Q/2015			2.2		2.2	
USA	26.02.2016	14:30	Cenový index HDP	%	4Q/2015			0.8		0.8	
USA	26.02.2016	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	4Q/2015					1.2	
USA	26.02.2016	16:00	Osobní příjmy	%	01/2016			0.4		0.3	
USA	26.02.2016	16:00	Osobní výdaje	%	01/2016			0.3		0	
USA	26.02.2016	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		02/2016 *F			91		90.7	
USA	26.02.2016	16:00	Deflátor osobní spotřeby	%	01/2016			0	1	-0.1	0.6
USA	26.02.2016	16:00	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	01/2016			0.1	1.5	0	1.4

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	0.28	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Maďarsko	BUBOR 3M	1.35	1.35	2.40	2.60	2.90	3.10
Polsko	WIBOR 3M	1.69	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	0.61	1.01	0.65	0.82	0.98	1.15
Maďarsko	HU10Y	2.34	2.91	3.80	4.00	4.20	4.40
Polsko	PL10Y	2.32	2.47	2.50	2.50	2.60	2.75

### Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
Česko	EUR/CZK	27.02	27.03	27.02	27.02	27.02	27.02
Maďarsko	EUR/HUF	309	316	310	308	305	300
Polsko	EUR/PLN	4.38	4.27	4.40	4.30	4.26	4.25

### HDP (meziročně, %)

	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
Česko	4.6	4.7	4.3	2.6	2.1	2.1	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	0.7	0.6	0.8	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	1.7	1.6
Maďarsko	6.0	5.1
Polsko	-1.2	-1.5

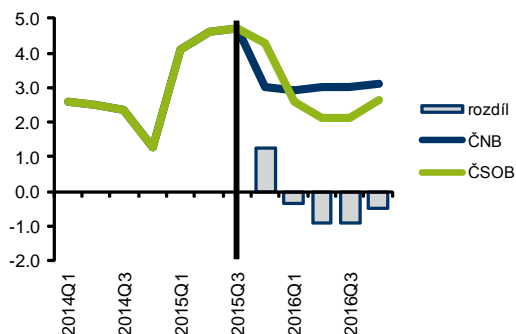
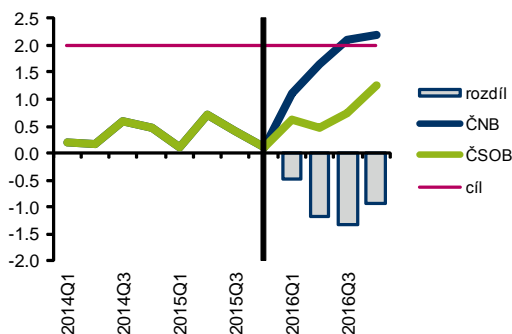
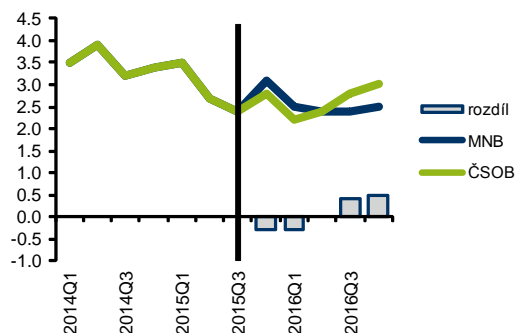
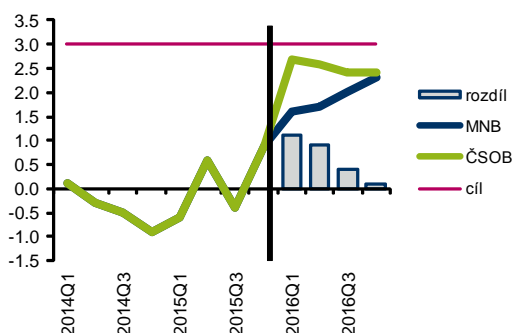
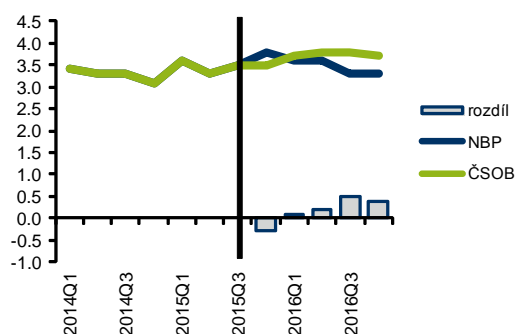
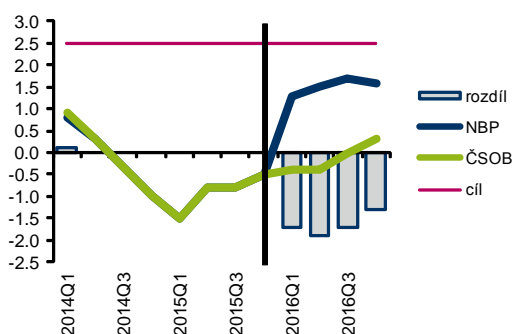
### Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	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.