

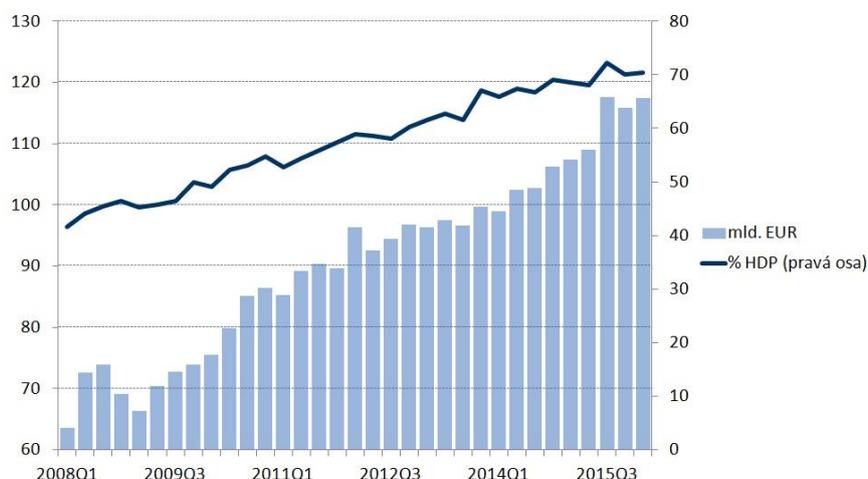


- **Velká Británie**
Britové volí Brexit - na trhy doletěla další černá labuť 2
- **Česká republika**
Důvěra v české ekonomice opět klesá, německé lfo naproti tomu posiluje 3
- **Výhled na týden**
ČNB možná naznačí pozdější exit z kurzového systému 6

Zahraniční dluh ČR stále rychle narůstá

Zahraniční zadluženost ČR

(zdroj: ČNB)



Zahraniční zadluženost ČR narůstá. Na konci prvního čtvrtletí letošního roku již dosáhla téměř 3,2 bilionů korun a odpovídala tak 70,4 % HDP. Za posledních 12 měsíců se tak aktiva nerezidentů v ČR zvýšila o cca 220 mld. korun. Jen pro úplnost je třeba dodat, že nejde primárně o dluh veřejného sektoru, ale do zahraničního dluhu se započítávají i závazky privátní sféry vůči nerezidentům. Na první pohled vypadá růst dluhu jako negativní zpráva, avšak ve skutečnosti jde především o důsledek fungování kurzového režimu centrální banky. Dluhem se totiž automaticky stávají i úložky zahraničních investorů v tuzemských bankách nebo jejich nákupy na českém dluhopisovém trhu.

Britové volí Brexit - na trhy doletěla další černá labuť

Jan Bureš

Britové relativně těsnou většinou řekli, že chtějí z Unie ven. Výsledek britského referenda zastihl trhy nepřipravené. Dnes se proto musíme připravit na výprodeje na akciových trzích a pád libry a eura. Brexit má okamžité dozvuky i ve střední Evropě. Pod výrazný tlak se dostává polský zlotý, forint a v menší míře i česká koruna. Otázkou pak spíše je, jak dlouho na trzích nervozita a napětí přetrvá.

Pokud Británie referendum skutečně vezme vážně a nastartuje odchod z EU, z britských trhů napětí pravděpodobně jen tak nezmizí. Zbytek EU a eurozónu zastihuje Brexit v relativně dobré hospodářské kondici. Trhy budou primárně sledovat, zda nepovede Brexit k nárůstu a eskalaci anti-evropských nálad napříč EU do té míry, že by byla ohrožena důvěra v projekt EU a eura jako takového. V takovém případě odhadujeme, že by růst eurozóny mohl v tomto a příštím roce kvůli odkládání investic být pomalejší o více než 0.7 p.b. (viz <http://bit.ly/28V1EON>). Pak by i negativní odraz na evropských trzích byl trvalejší.

Jakou podobu ale Brexit nakonec bude mít a jakou náказu eventuálně vyvolá nebude jasné hned. Trhy mohou žít v nejistotě delší dobu. Po prvotním šoku dnes čekáme, že se pozornost stočí k vystoupení Davida Camerona a k tomu, jak rychle může být v nejbližší době nastartován proces rozchodu s Unii (podle článku 50). Trhy budou sledovat také reakce ostatních evropských politiků a pak především jednotné stanovisko - na summitu G7 (25-26 června) a na summitu EU (28-29. června). Jasněji demonstrováný společný postoj, v ideálním případě spojený s plánem na zastavení potenciální náказy, by mohl trhy po prvotním šoku načas zklidnit.

Kritické bude ale sledovat, jaké ohlasy časem vyvolá Brexit na severu Evropy u tradičních spojenců Británie v EU (Nizozemí, Finsko, Dánsko). Zásadní z tohoto pohledu bude především Nizozemí, kde jsou na začátku příštího roku volby a silná antievropská opozice má v plánu také vyvolat referendum o setrvání v Unii. V jiném světle se také budou dívat trhy na víkendové volby ve Španělsku, kde ale silící ultra-levicová strana Podemos zatím vystupuje pro-Evropsky. Horší je z tohoto pohledu situace v Itálii, kde silící hnutí 5ti hvězdiček otevřeně volá po opuštění eurozóny. Volby v Itálii jsou v plánu sice až v roce 2018, ale premiér Matteo Renzi řekl, že pokud letos v říjnovém referendu neprojde ústavní reforma, rezignuje...

Vysoká nejistota vyvolaná Brexitem zvyšuje pravděpodobnost, že Evropská centrální banka natáhne tisk peněz a zvýší jeho objem na jednom z nejbližších zasedání. Naopak růst amerických sazeb se pravděpodobně odkládá na neurčito. V Česku může Brexit vést ve finále v případě trvalejšího napětí na trzích k natažení intervenčního režimu do druhé poloviny roku 2017 zvyšuje pravděpodobnost zavedení záporných sazeb.

Důvěra v české ekonomice opět klesá

Petr Dufek

Aktuální pokles důvěry v ekonomice není nijak zásadní.

Po krátkém zlepšení nálady v české ekonomice přichází opět jejich lehké ochladnutí. I tak je ovšem nálada v českém hospodářství na podobně vysoké úrovni jako v loňském roce. Extrémní záchvěv optimismu, který přinesl konec loňského roku, se tak ukázal jen jako krátkodobý. Ostatně nálady, i když nemohou ještě vzít v úvahu nejistoty plynoucí z odhlasovaného Brexitu, naznačovaly, že tempo růstu české ekonomiky začíná přece jen zpomalovat. Firemní nálady totiž odrážejí nejenom vývoj zaměstnanosti, ale i plnění zakázkových knih v jednotlivých odvětvích. A zde proto nijak nepřekvapuje slušný výsledek průmyslu vezoucí se na boomu evropské poptávky po autech na jedné straně, a stavebnictví decimované nedostatkem nových projektů na straně druhé.

Z maxim ustoupila i neuvěřitelně pozitivní nálada českých spotřebitelů. Rostou totiž jejich obavy z možného zhoršení ekonomické situace během následujícího roku. Na druhé straně se však neobávají nezaměstnanosti ani případného negativního dopadu slabšího růstu ekonomiky do jejich peněženek. Aktuální drobný pokles nálady nepovažujeme za nic tragického, ale pouze za odraz skutečně probíhajícího a navíc očekávaného zpomalení růstu české ekonomiky. Stále platí, že pozitivní nálada převažuje všude, snad jen s výjimkou stavebnictví. Nakonec i červnové nálady napříč ekonomikou jsou zcela v souladu s očekávaným zpomalením letošního růstu českého hospodářství na zhruba 2,5 %.

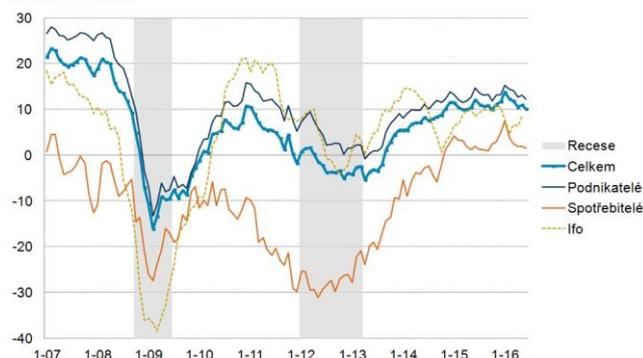
Německé firmy si věřily... před Brexitem

Zatímco důvěra v české ekonomice se jen lehce vzdálila od nedávných maxim, v německém hospodářství v posledním měsíci panoval optimismus. Roste tedy i celkové Ifo jako ukazatel celkového rozpoložení firem v oblasti průmyslu, stavebnictví a obchodu, ale zlepšuje se i hodnocení současnosti i očekávání budoucnosti. Aktuální data tedy svědčí minimálně o tom, že kondice německé ekonomiky se ve druhém čtvrtletí letošního roku dále zlepšila. Německým firmám svědčí růst evropské poptávky, na kterou díky své rostoucí konkurenceschopnosti dokážou flexibilně reagovat. Ostatně proto asi nepřekvapí silný optimismus panující v německém průmyslu, zlepšuje se nálada i ve stavebnictví a v části obchodu.

Otázkou je, co s podnikatelskými náladami v Německu udělá aktuální výsledek britského referenda. Pomineme-li úvodní výprodeje na finančních trzích, které jsou vidět téměř všude, a usilovný zájem investorů o tzv. bezpečná aktiva, tak přijde na řadu to zásadní. A sice, jak změní své spotřebitelské a investiční chování firmy a nakonec i domácnosti. To bude tím hlavním momentem, který určí směr německé (a nakonec i jakékoliv další) ekonomiky. Zda převládne opatrnost a obavy nebo dojde opět ke zklidnění emocí.

Nálada v české ekonomice

(Zdroj: ČSÚ, Ifo)



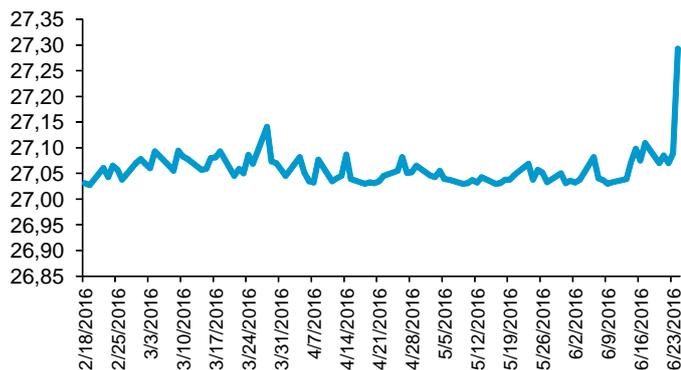
Index podnikatelské nálady Ifo

(zdroj: Ifo)

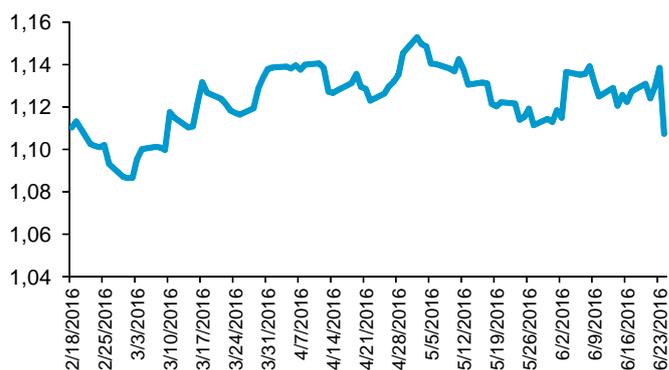


Přehled trhů

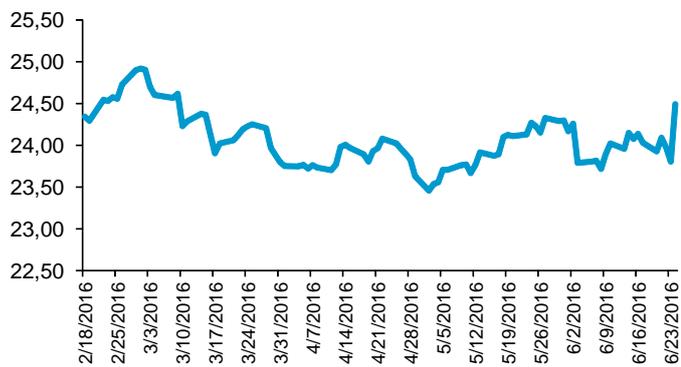
EURCZK



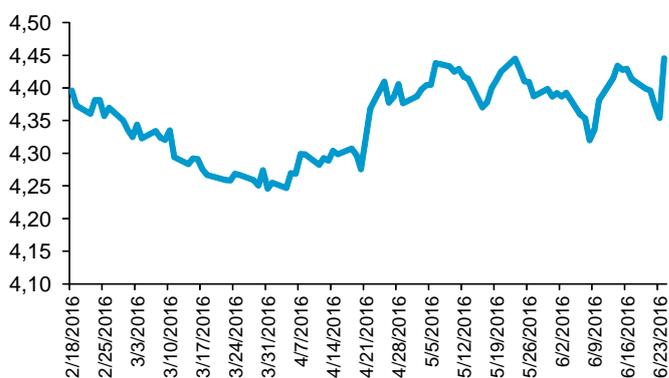
EURUSD



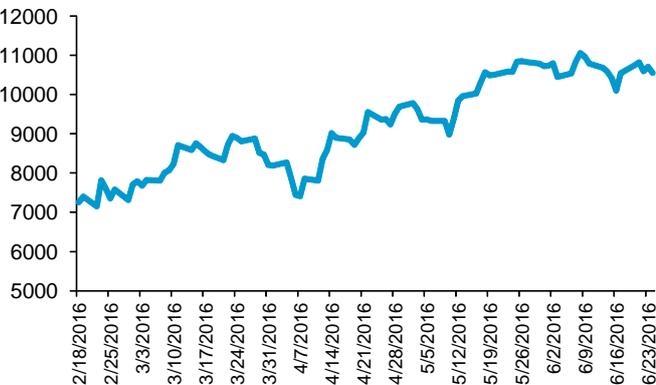
USDCZK



EURPLN



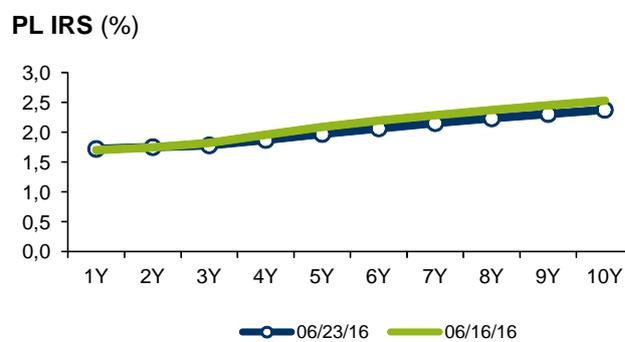
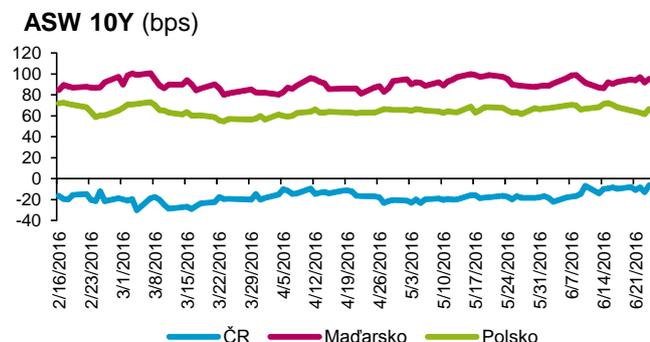
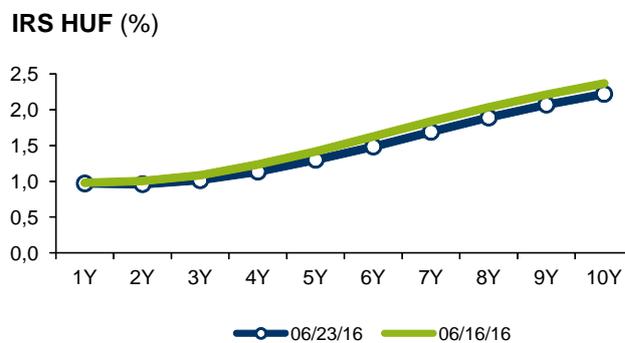
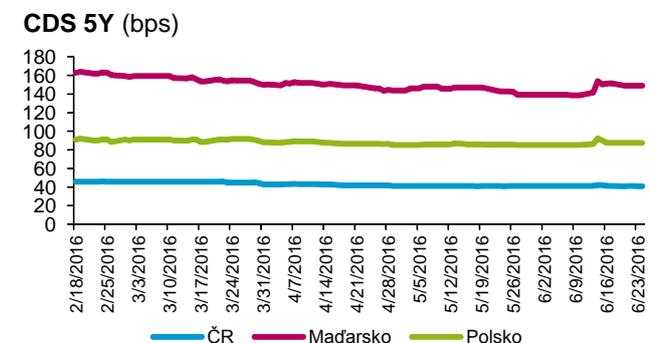
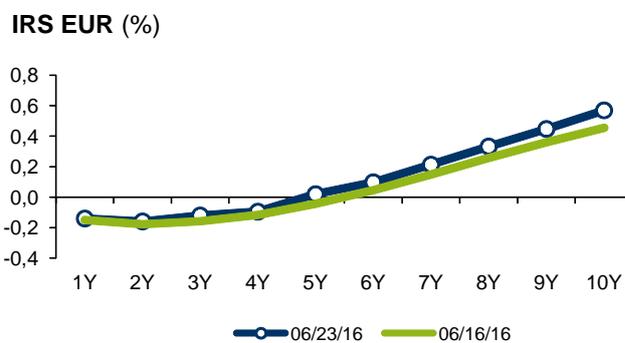
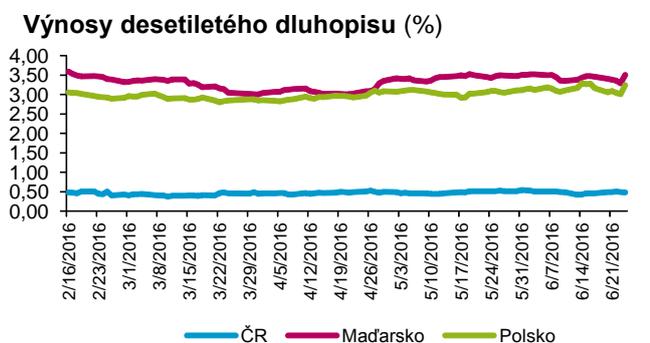
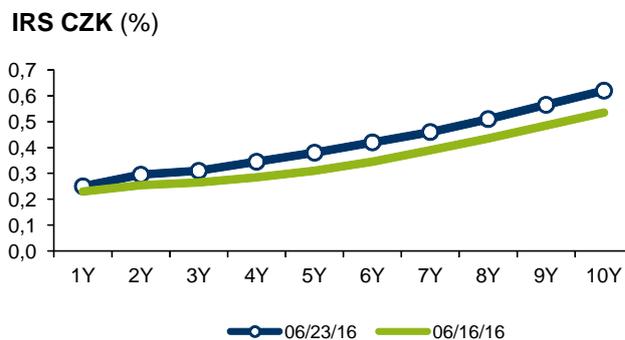
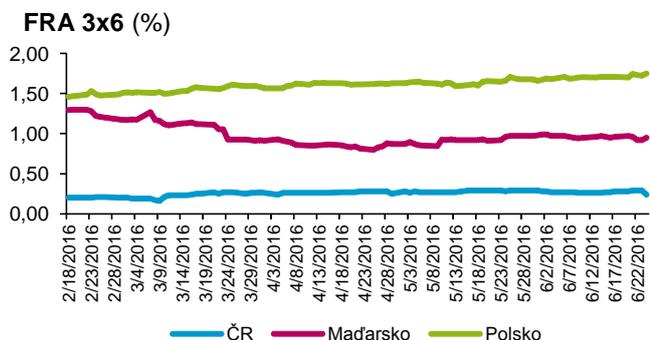
DIESEL (CZK/t)



EURHUF



Zdroj: Thomson Reuters



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ČT 13:00, CZ Zasedání ČNB

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

PÁ 14:00, PL Inlace (% , y/y)

	VI.16	V.16	VI.15
Inlace	-0,8	-0,9	-0,8
Potraviny (bez alk.)	0,7	0,8	-1,7
Doprava (vč. pohonných hmot)	-5,9	-6,8	-7,3

CZ: ČNB svoji politiku měnit nebude

Od červnového zasedání bankovní rady ČNB neočekáváme žádný zásadní posun. Riziko další „devalvace“ zažehnaly rychle rostoucí mzdy a čas na záporné úrokové sazby zatím nenadešel. Předpokládáme proto, že se ČNB s vývojem české ekonomiky vyjádří spokojenost a ve svém komentáři jen konstatuje zvýšená rizika vývoje evropské ekonomiky. Nelze vyloučit, že bankovní rada nezmíní eventuální prodloužení kurzového závazku za dosud prezentovanou polovinu roku 2017.

PL: Deflace jako před rokem

Ceny v Polsku podle našich odhadů v červnu 2016 klesaly stejným tempem, jako v červnu 2015, a sice o 0,8 %. Oproti minulému měsíci pravděpodobně ceny mírně vzrostly, což měly na svědomí zejména rostoucí ceny ropy. Celkově však zůstává polská ekonomika již takřka dva roky v deflaci. Centrální banka to nicméně příliš netrápí, a to zejména díky pozitivnímu vývoji na trhu práce.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
EMU	27.06.2016	10:00	Peněžní zásoba M3	%	05/2016						4,6
Maďarsko	28.06.2016	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	05/2016			5,7		5,8	
USA	28.06.2016	14:30	HDP	%	1Q/2016			1		0,8	
USA	28.06.2016	14:30	Soukromá spotřeba	%	1Q/2016					1,9	
USA	28.06.2016	14:30	Cenový index HDP	%	1Q/2016			0,6		0,6	
USA	28.06.2016	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	1Q/2016					2,1	
Polsko	28.06.2016	15:00	Rozpočtové saldo	mil. PLN	05/2016						-11125
USA	28.06.2016	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí	%	04/2016					5,43	
USA	28.06.2016	16:00	Spotřebitelská důvěra		06/2016			93		92,6	
Německo	29.06.2016	8:00	Spotřebitelská důvěra GfK		07/2016					9,8	
EMU	29.06.2016	11:00	Index ekonomické důvěry		06/2016					104,7	
EMU	29.06.2016	11:00	Index spotřebitelské důvěry		06/2016 *F					-7,3	
Německo	29.06.2016	14:00	Inflace	%	06/2016 *P					0,3	0,1
Německo	29.06.2016	14:00	Harmonizovaná inflace	%	06/2016 *P					0,4	0
USA	29.06.2016	14:30	Osobní příjmy	%	05/2016			0,3		0,4	
USA	29.06.2016	14:30	Osobní výdaje	%	05/2016			0,3		1	
USA	29.06.2016	14:30	Deflátor osobní spotřeby	%	05/2016			0,2		0,3	1,1
USA	29.06.2016	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	05/2016			0,1		0,2	1,6
USA	29.06.2016	16:00	Kontrakty na prodej domů	%	05/2016			-1,5		5,1	2,9
Francie	30.06.2016	8:45	Inflace	%	06/2016 *P					0,4	0
Maďarsko	30.06.2016	9:00	Výrobní ceny	%	05/2016					0,1	-1,4
Maďarsko	30.06.2016	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	04/2016 *F					959	
Německo	30.06.2016	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	06/2016					6,1	
ČR	30.06.2016	10:00	Peněžní zásoba M2	%	05/2016						9,1
EMU	30.06.2016	11:00	Inflace	%	06/2016 *P						-0,1
EMU	30.06.2016	11:00	Jádrová inflace	%	06/2016 *P						0,8
ČR	30.06.2016	13:00	Zasedání ČNB	%	06/2016	0,05		0,05		0,05	
USA	30.06.2016	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	06/2016					259	
USA	30.06.2016	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	06/2016					2142	
USA	30.06.2016	15:45	Index nákupních manažerů z Chicaga		06/2016			50,4		49,3	
Maďarsko	01.07.2016	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2016					52,3	
Polsko	01.07.2016	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2016					52,1	
ČR	01.07.2016	9:00	HDP	%	1Q/2016 *F					0,4	3
ČR	01.07.2016	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2016					53,3	
Francie	01.07.2016	9:50	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2016 *F					47,9	
Německo	01.07.2016	9:55	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2016 *F					54,4	
EMU	01.07.2016	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2016 *F					52,6	
EMU	01.07.2016	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	05/2016					10,2	
Polsko	01.07.2016	14:00	Inflace	%	06/2016 *P	0,1	-0,8			0,1	-0,9
ČR	01.07.2016	14:00	Rozpočtové saldo	mln. CZK	06/2016					22,4	
USA	01.07.2016	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM		06/2016			51		51,3	
USA	01.07.2016	16:00	Cenový subindex ISM		06/2016			64		63,5	
USA	01.07.2016	16:00	Stavební výdaje	%	05/2016			0,7		-1,8	
USA	01.07.2016	23:00	Prodej domácích automobilů	mil. USD	06/2016					13,33	
USA	01.07.2016	23:00	Celkový prodej automobilů	mil. USD	06/2016			17,3		17,37	

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	1,35	2,50	2,75	3,00	0,90	0,90	-15 bps	7/21/2015
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	0,28	0,28	0,27	0,27	0,28
Maďarsko	BUBOR 3M	1,01	2,60	2,90	3,10	0,90	0,90
Polsko	WIBOR 3M	1,71	1,65	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	0,63	0,60	0,69	0,90	1,03	1,15
Maďarsko	HU10Y	2,20	4,00	4,20	4,40	2,80	2,80
Polsko	PL10Y	2,38	2,50	2,40	2,50	2,50	2,70

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
Česko	EUR/CZK	27,04	27,02	27,02	27,02	27,00	26,50
Maďarsko	EUR/HUF	314	308	305	300	315	310
Polsko	EUR/PLN	4,37	4,39	4,27	4,25	4,25	4,24

HDP (meziročně, %)

	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
Česko	2,4	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	3,8	3,8	3,7	3,8	3,7	3,6	3,5

Inflace (meziročně, %, konec období)

	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
Česko	0,2	0,4	1,1	1,5	1,5	1,6	1,8
Maďarsko	2,6	2,4	2,4	2,5	2,1	2,2	2,4
Polsko	-0,4	0,0	0,3	0,6	0,9	1,2	1,5

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

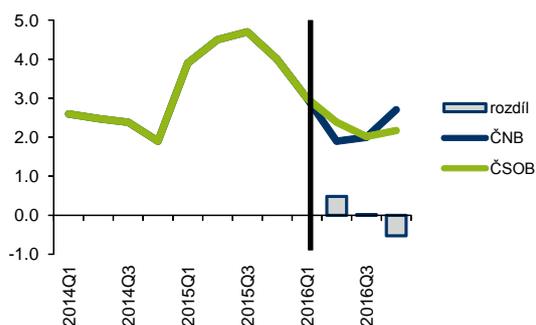
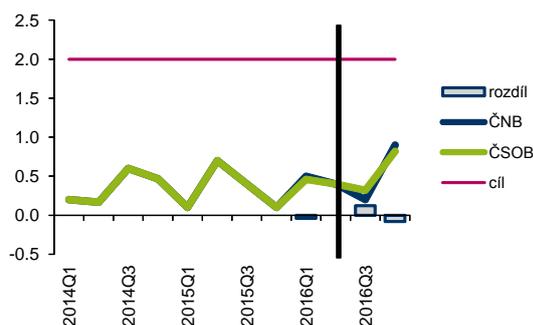
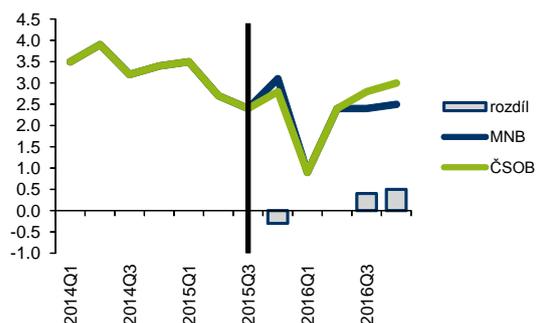
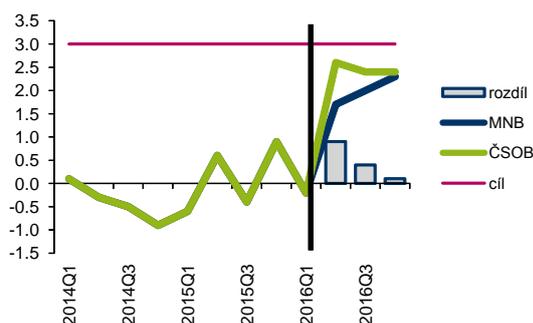
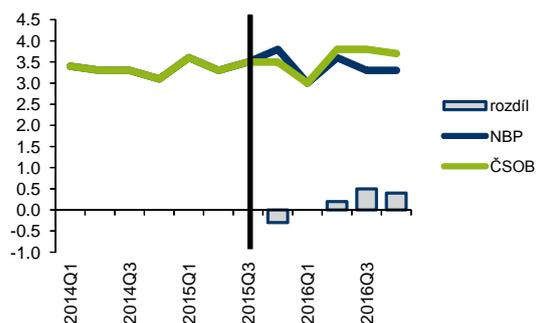
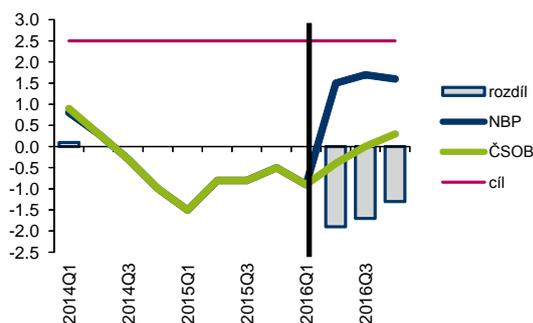
	2015	2016
Česko	0,9	1,2
Maďarsko	6,0	4,1
Polsko	-1,2	-1,5

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

	2015	2016
Česko	-0,4	-0,8
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.