



## ● Maďarsko

Snižování sazeb v Maďarsku skončilo

2

## ● Výhled na týden

ČNB s novou prognózou

7

## Centrální banky čeří vody okurkové sezóny

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	27.49	↗	→
EUR/HUF	308.2	↗	→
EUR/PLN	4.15	↗	→
3M PRIBOR	0.35	→	→
3M BUBOR	2.13	→	→
3M WIBOR	2.67	→	→
10Y CZK	1.46	↗	↗
10Y PLN	3.22	↗	↗
10Y HUF	4.32	↗	↗
3M EURIBOR	0.21	→	→
10Y EMU	1.17	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Uprostřed okurkové sezóny jsou to ve střední Evropě centrální banky, které se alespoň trochu v současné době starají o vzruch.

V uplynulém týdnu to byla maďarská centrální banka, která překvapivě snížila sazby o 20 bazických bodů na nové historické minimum 2,1 %. Tímto krokem MNB zřejmě ukončila téměř dvouletý nepřetržitý cyklus uvolňování měnové politiky. Vysvětlení razantnějšího snížení sazeb můžeme hledat v plánu centrální banky zrušit dvoutýdenní pokladniční poukázky. Tyto pokladniční poukázky banka používá na stahování likvidity a od 1. srpna je nahradí dvoutýdenními depozity, která nebudou obchodovatelná na sekundárním trhu. Toto opatření vedlo v poslední době k velké poptávce po krátkodobých vládních dluhopisech a poklesu krátkodobých sazeb. MNB mohla využít tohoto tržního prostředí k většímu snížení základní sazby.

Čeká tedy nyní Maďarsko dlouhé období stabilních sazeb? Podle slov guvernéra Matolcsyho by sazby mohly zůstat beze změny až do konce roku 2015. Uvidíme však, zdali MNB skutečně dokáže takto dlouho sedět na nízké základní sazbě a to zejména v podmínkách, když Fed bude měnovou politiku utahovat.

Poslední červencový den bude ve znamení letos již pátého zasedání bankovní rady ČNB k měnové politice. Na pořadu dne bude i nová prognóza, která pravděpodobně posune exit ze stávajícího kurzového režimu na pozdější dobu. Dosud platná prognóza totiž předpokládala setrvání koruny poblíž hranice 27 CZK/EUR „až“ (jen) do počátku příštího roku. Případný posun na pozdější dobu (s ohledem na nízkou/nulovou inflaci) by však neměl být velkým překvapením - zejména pokud novým termínem exitu bude léto 2015.

## Snižování sazeb v Maďarsku skončilo

Magdalena Středová

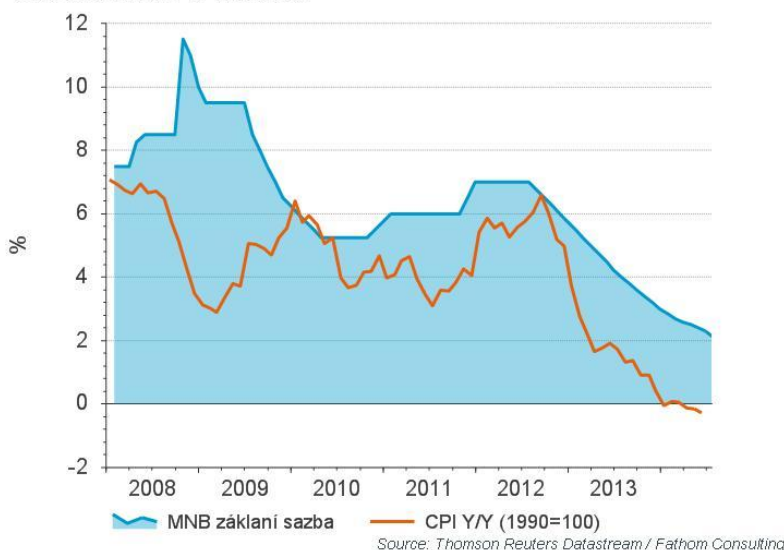
**Maďarská centrální banka překvapivě snížila sazby o 20 bazických bodů.**

**Podle slov guvernéra Matolcsyho by sazby mohly zůstat beze změny až do konce roku 2015.**

Maďarská centrální banka překvapivě snížila sazby o 20 bazických bodů na nové historické minimum 2,1 % a tím zřejmě ukončila téměř dvouletý nepřetržitý cyklus měnového uvolňování. MNB začala se snižováním sazeb v srpnu 2012 a sazby za tu dobu snížila celkem o 490 bazických bodů, přičemž tempo snižování sazeb postupně snižovala až na 10 bazických bodů. V tomto ohledu bylo poslední 20 bodové snížení překvapením. Vysvětlení razantnějšího snížení sazeb můžeme hledat v plánu centrální banky zrušit dvoutýdenní pokladniční poukázky. Tyto pokladniční poukázky banka používá na stahování likvidity a od 1. srpna je nahradí dvoutýdenními depozity, které nebudou obchodovatelné na sekundárním trhu. Toto opatření vedlo v poslední době k velké poptávce po krátkodobých vládních dluhopisech (zejména 3měsíčních) a poklesu krátkodobých sazeb. MNB mohla využít tohoto tržního prostředí k většímu snížení základní sazby.

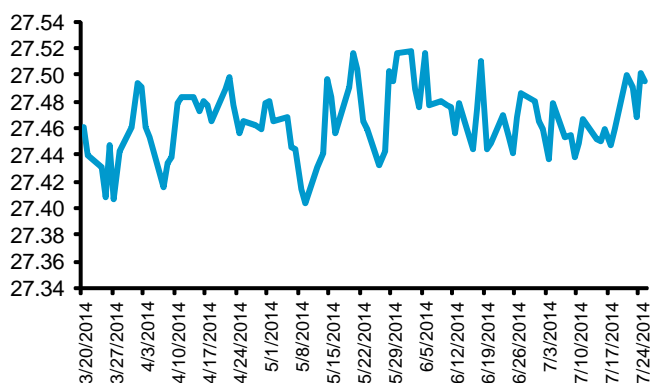
Čeká tedy nyní Maďarsko dlouhé období stabilních sazeb? Podle slov guvernéra Matolcsyho by sazby mohly zůstat beze změny až do konce roku 2015 s tím, že pokud MNB uvidí, že inflační výhled se mění, přizpůsobí novým podmínkám pochopitelně i měnovou politiku. Připomeňme, že maďarská ekonomika se podle všeho zotavuje (v 1. čtvrtletí letošního roku rostla o 3,5 %), nicméně inflace zůstává velmi nízká. V dubnu se poprvé inflační čísla dostala do záporu (-0,1 % y/y) a v červnu spotřebitelské ceny poklesly meziročně dokonce o 0,3 %. A i když předpokládáme, že ceny v Maďarsku by mohly začít postupně růst, návrat inflace k cíli centrální banky (3 %) do konce roku 2015 není příliš pravděpodobný. Co by tedy mohlo přimět MNB k dřívějšímu začátku utahování měnových kohoutků? Teoreticky by to mohl být slabý forint. Ale tolerance MNB ke slabé měně se zdá být v poslední době vysoká a s plánovanou konverzí cizoměnových půjček do forintů, která s největší pravděpodobností proběhne již na konci tohoto roku, se bude zřejmě ještě zvyšovat. Zkouškou může být nakonec první růst sazeb v USA (počítáme s 2 čtvrtletím 2015). Tento krok a s ním spojený odliv kapitálu z rozvíjejících se trhů by mohl MNB donutit zvýšit sazby ještě před koncem roku 2015.

Sazba MNB a inflace

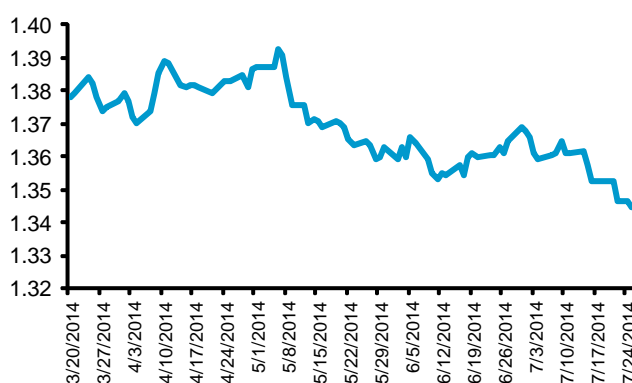


## Přehled trhů

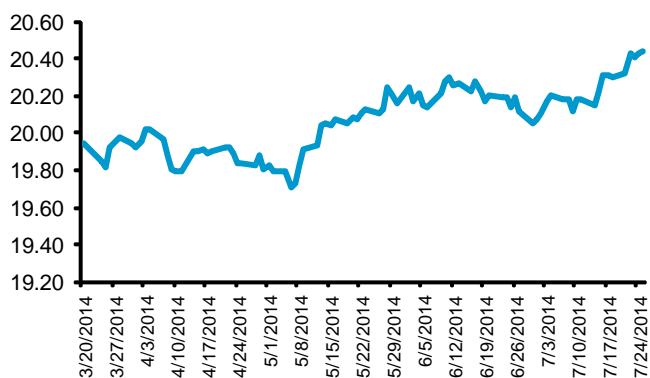
**EURCZK**



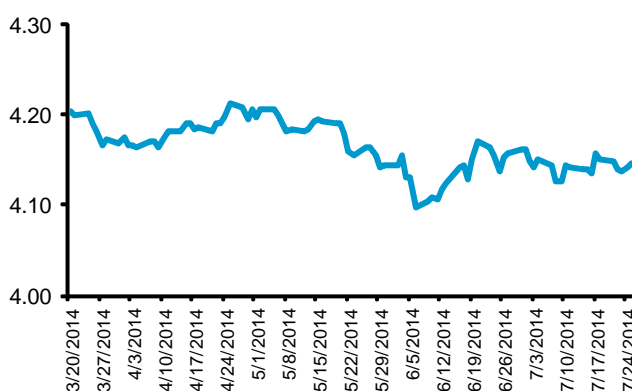
**EURUSD**



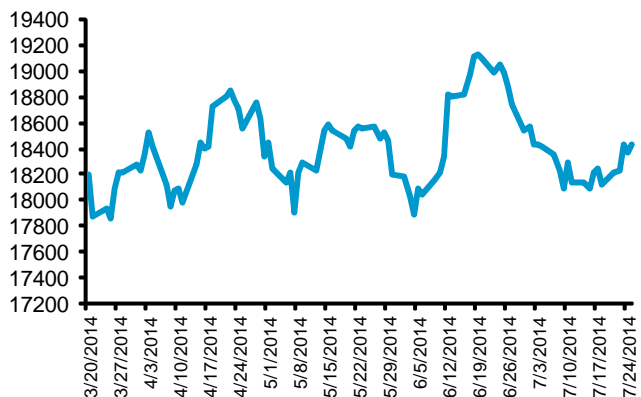
**USDCZK**



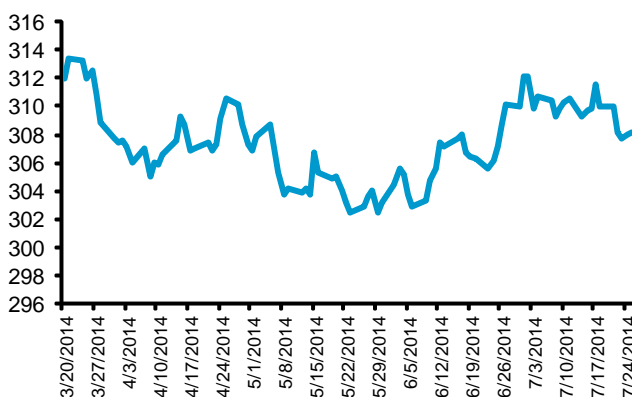
**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

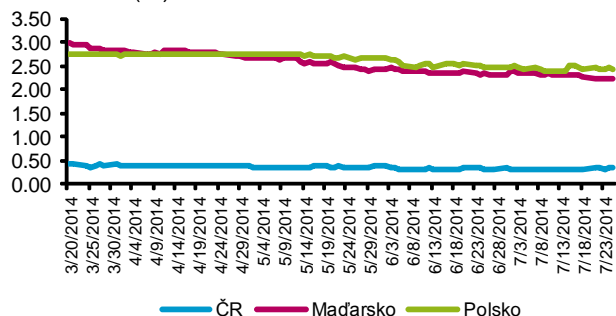


**EURHUF**

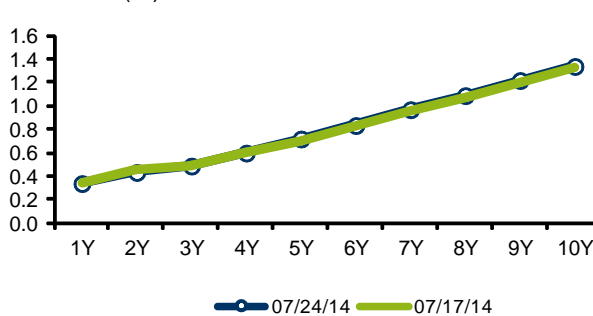


Zdroj: Thomson Reuters

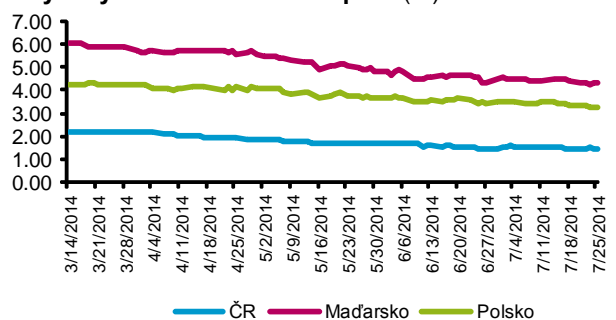
FRA 3x6 (%)



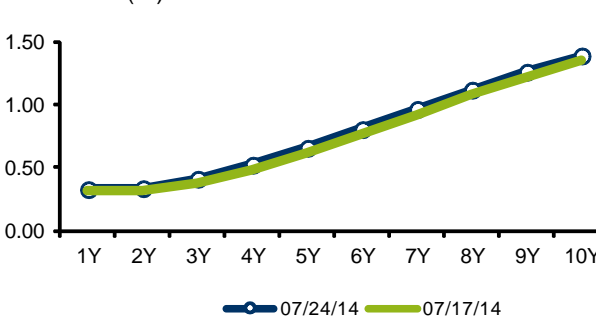
IRS CZK (%)



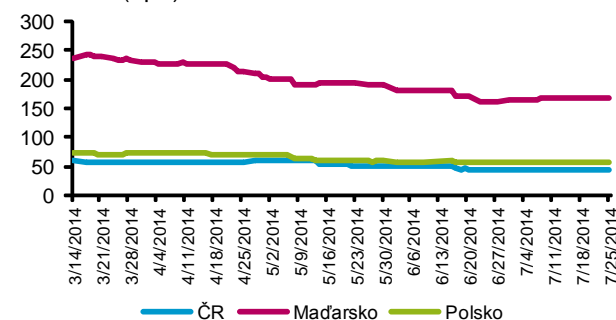
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



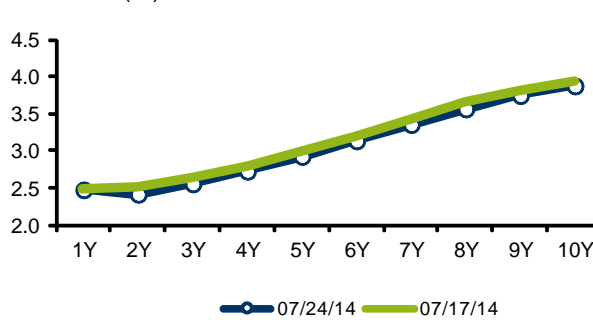
IRS EUR (%)



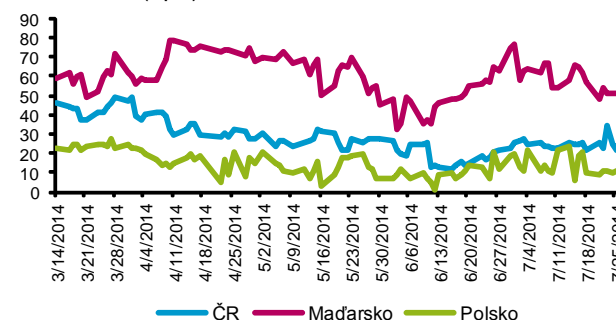
CDS 5Y (bps)



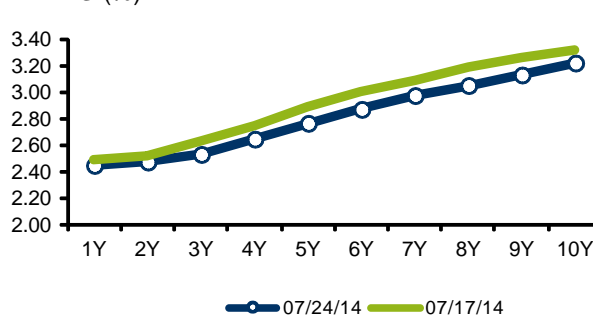
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

---

ČT 13:00, CZ Zasedání ČNB

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

### CZ: ČNB s novou prognózou

Poslední červencový den bude ve znamení letos již pátého zasedání bankovní rady ČNB k měnové politice. Na pořadu dne bude i nová prognóza, která pravděpodobně posune exit ze stávajícího kurzového režimu na pozdější dobu. Dosud platná prognóza totiž předpokládala setrvání koruny poblíž hranice 27 CZK/EUR „až“ (jen) do počátku příštího roku. Následné komentáře z ČNB již ovšem vyznívaly ve prospěch druhého čtvrtletí, avšak ani případný posun na pozdější dobu by neměl být velkým překvapením. Další pravděpodobnou změnou v prognóze by podle našeho názoru mohlo být snížení inflačního výhledu pro konec letošního roku a pro rok následující, stejně jako úprava prognózovaného tříměsíčního PRIBORu směrem dolů, což by fakticky znamenalo i posun prognózovaného načasování prvního zvýšení úrokových sazeb z prvního čtvrtletí příštího roku směrem dále do budoucnosti. Z tohoto pohledu by se nová prognóza měla více přiblížit pohledu trhu i našemu očekávání předpokládajícího pozdější exit a ještě pozdější start utahování měnové politiky. Pokud jde o spekulace o posunu kurzu směrem ke slabším hodnotám, nemyslíme si, že v tomto směru bankovní rada učiní jakýkoliv krok.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
USA	28.07.2014	16:00	Kontrakty na prodej domů	%	06/2014			0		6.1	-6.9
USA	29.07.2014	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí	%	05/2014			10.1		10.8	
USA	29.07.2014	16:00	Spotřebitelská důvěra		07/2014			85.5		85.2	
USA	29.07.2014	22:00	Kvartální zisk American Express	USD	07/2014						
Maďarsko	30.07.2014	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	06/2014					8	
EMU	30.07.2014	11:00	Index ekonomické důvěry		07/2014			101.8		102	
EMU	30.07.2014	11:00	Index spotřebitelské důvěry		07/2014 *F			-8.4		-7.5	
Německo	30.07.2014	14:00	Inflace	%	07/2014 *P			0.2	0.8	0.3	1
Německo	30.07.2014	14:00	Harmonizovaná inflace	%	07/2014 *P			0.3	0.9	0.4	1
USA	30.07.2014	14:15	ADP report z trhu práce	tis.,nsa	07/2014			241		281	
USA	30.07.2014	14:30	HDP	%	2Q/2014 *A	2.9		2.9		-2.9	
USA	30.07.2014	14:30	Soukromá spotřeba	%	2Q/2014 *A			1.8		1	
USA	30.07.2014	14:30	Cenový index HDP	%	2Q/2014 *A			1.8		1.3	
USA	30.07.2014	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	2Q/2014 *A					1.2	
USA	30.07.2014	20:00	Zasedání FOMC	%	07/2014			0.25		0.25	
Německo	31.07.2014	8:00	Maloobchodní tržby	%	06/2014			0.9	1	-0.6	1.9
Maďarsko	31.07.2014	9:00	Výrobní ceny	%	06/2014				-0.7	-0.8	-1.1
Německo	31.07.2014	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	07/2014			6.7		6.7	
EMU	31.07.2014	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	06/2014			11.6		11.6	
EMU	31.07.2014	11:00	Inflace	%	07/2014 *P				0.5		0.5
EMU	31.07.2014	11:00	Jádrová inflace	%	07/2014 *P				0.8		0.8
ČR	31.07.2014	13:00	Zasedání ČNB	%	07/2014	0.05		0.05		0.05	
USA	31.07.2014	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	07/2014					284	
USA	31.07.2014	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	07/2014					2500	
USA	31.07.2014	15:45	Index nákupních manažerů z Chicaga		07/2014			63		62.6	
Maďarsko	01.08.2014	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		07/2014					51.5	
Maďarsko	01.08.2014	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	05/2014 *F					419.2	
Polsko	01.08.2014	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		07/2014			50.5		50.3	
ČR	01.08.2014	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		07/2014					54.7	
Francie	01.08.2014	9:50	Index nákupních manažerů v průmyslu		07/2014 *F			47.6		47.6	
Německo	01.08.2014	9:55	Index nákupních manažerů v průmyslu		07/2014 *F			52.9		52.9	
EMU	01.08.2014	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		07/2014 *F			51.9		51.9	
USA	01.08.2014	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství	tis.,nsa	07/2014	287		225		288	
USA	01.08.2014	14:30	Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru	tis.,nsa	07/2014	285		223		262	
USA	01.08.2014	14:30	Míra nezaměstnanosti	%	07/2014			6.1		6.1	
USA	01.08.2014	14:30	Průměrná hodinová mzda	%	07/2014			0.2	2.2	0.2	2
USA	01.08.2014	14:30	Osobní příjmy	%	06/2014			0.4		0.4	
USA	01.08.2014	14:30	Osobní výdaje	%	06/2014			0.4		0.2	
USA	01.08.2014	14:30	Deflátor osobní spotřeby	%	06/2014			0.2		0.2	1.8
USA	01.08.2014	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	06/2014			0.2	1.5	0.2	1.5
USA	01.08.2014	15:55	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		07/2014 *F			81.4		81.3	
USA	01.08.2014	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM		07/2014	56.6		56		55.3	
USA	01.08.2014	16:00	Cenový subindex ISM		07/2014			60		58	
USA	01.08.2014	23:00	Prodej domácích automobilů	mil. USD	07/2014			13.25		13.25	
USA	01.08.2014	23:00	Celkový prodej automobilů	mil. USD	07/2014			16.65		16.92	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

## Náš výhled

### Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná						poslední změna	
		hodnota	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4		
Česko	2T repo	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	-20 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depo	2.10	3.00	2.60	2.30	2.50	2.50	-15 bps	7/22/2014
Polsko	2T inter. sazba	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.75	-25 bps	7/3/2013

### Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
Česko	PRIBOR 3M	0.35	0.38	0.37	0.35	0.35	0.36
Maďarsko	BUBOR 3M	2.13	2.99	2.67	2.34	2.50	2.50
Polsko	WIBOR 3M	2.67	2.71	2.71	2.68	2.75	3.00

### Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
Česko	CZ10Y	1.33	2.09	1.84	1.34	1.50	1.70
Maďarsko	HU10Y	3.89	5.25	4.95	3.77	5.30	5.70
Polsko	PL10Y	3.21	4.25	4.03	3.39	4.45	4.70

### Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
Česko	EUR/CZK	27.5	27.35	27.45	27.45	27.40	27.40
Maďarsko	EUR/HUF	308	297	307	310	298	295
Polsko	EUR/PLN	4.14	4.16	4.17	4.16	4.15	4.09

### HDP

	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
Česko	-1.6	-1.0	1.1	2.9	2.9	2.5	1.2
Maďarsko	0.5	1.8	2.7	3.5	2.3	2.3	2.3
Polsko	0.8	1.9	2.7	3.4	3.5	3.7	3.8

### Inflace

	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
Česko	1.6	1.0	1.4	0.2	0.0	1.0	1.4
Maďarsko	1.9	1.4	0.4	0.1	0.6	0.7	0.8
Polsko	0.2	1.0	0.7	0.7	0.2	-0.4	0.2

### Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

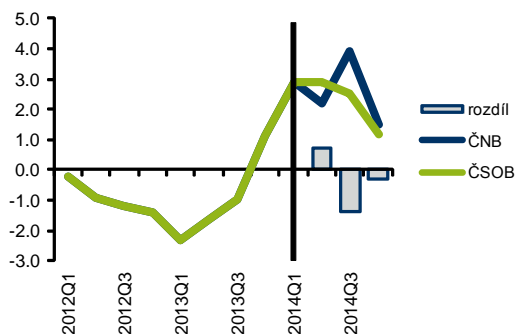
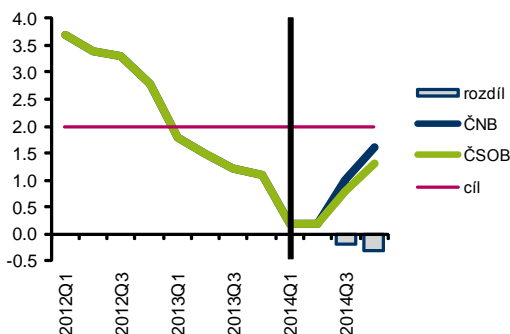
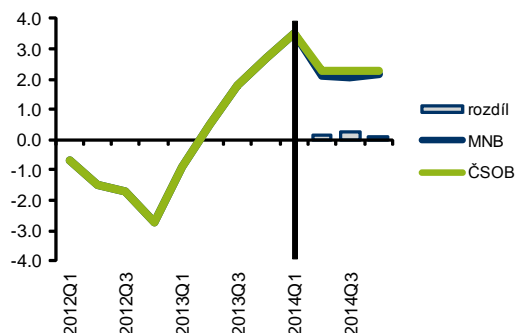
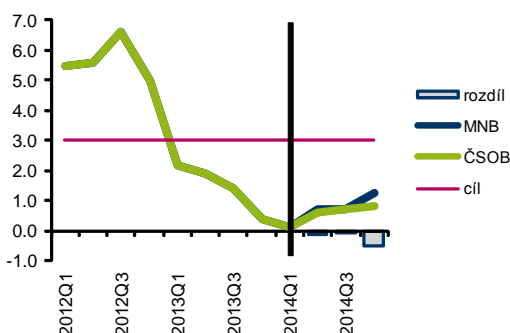
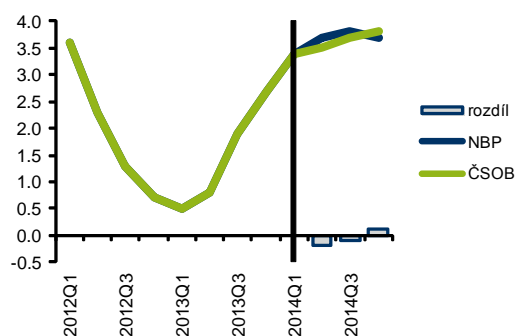
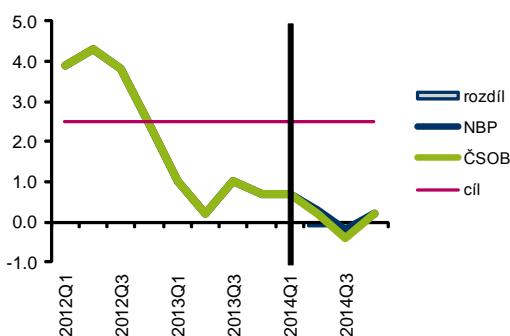
	2013	2014
Česko	-1.4	-1.4
Maďarsko	2.0	2.2
Polsko	-1.2	-2.5

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

	2013	2014
Česko	-1.5	-2.5
Maďarsko	-2.7	-3.0
Polsko	-4.4	-3.5

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.