



- **Maďarsko**

MNB snižuje sazby o 15 bps, slabého forintu se nebojí

2

- **Česká republika**

V průmyslu panuje výborná nálada

3

Vážení klienti,  
další vydání Analytického týdeníku vyjde 28. srpna 2015.

## Koruna rozhodne, zda sazby ČNB půjdou pod nulu

	Dnes
EUR/CZK	27.06
EUR/HUF	311.7
EUR/PLN	4.13
<b>3M PRIBOR</b>	0.30
<b>3M BUBOR</b>	1.35
<b>3M WIBOR</b>	1.72
<b>10Y CZK</b>	1.03
<b>10Y PLN</b>	2.89
<b>10Y HUF</b>	3.65
<b>3M EURIBOR</b>	-0.02
<b>10Y EMU</b>	0.70

V reakci na čtvrtetní rozjímání Tomáše Holuba z ČNB v HN nad možnostmi snížit úroky pod nulu propadly výnosy českých kratších vládních dluhopisů do viditelně záporných hodnot. Investoři tedy musí platit za to, aby českému státu mohli půjčit. Prozatím je to jen několik bazických bodů, ale je asi dobré se ptát, kam až taková (pro české ministerstvo financí jistě luxusní) situace může dojít?

Odpověď na tuto otázku hledejme na devizovém trhu, resp. v kurzu koruny. Pokud bude přetrvávat tlak na posílení české měny, ČNB bude muset intervenovat a bude nucena nakupovat ještě větší objemy do devizových rezerv, tak přirozený tlak na pokles krátkodobých úrokových sazeb zesílí. Pokud pak ČNB vyhodnotí eventuální růst devizových rezerv jako silně nekomfortní, tak pokud nechce uvolnit kurz (a připustit posílení koruny), bude muset přikročit k nějaké formě zavedení záporných úrokových sazeb. Vše má svoji legislativní zápletku v tom, že záporné úroky by ČNB fakticky neměla mít možnost účtovat, avšak podle indikací ze včerejšího rozhovoru v ČNB již mají cestičky, jak i toto obejít. A kam až by se měly české oficiální úrokové sazby eventuálně posunout? Aby tlak na korunu alespoň trochu polevil, tak by ČNB měla české úroky, za které si u ní komerční banky ukládají, minimálně dorovnat na úroveň depozitní sazby ECB. Tedy na mínus 0,20 %. Zde by zřejmě stačilo být několik bodíků pod touto sazbou. V českém případě asi není zapotřebí hnát se do švýcarsko-severského extrému. Oficiální sazby ve Švýcarsku a Dánsku jsou na úrovni mínus 0,75 %, ve Švédsku je repo sazba mínus 0,35 % a depozitní dokonce mínus 1,1 %!

Samozřejmě, nikde není psáno, že na záporné oficiální úrokové sazby v ČR skutečně dojde. Vše, jak již bylo popsáno výše, je podmíněno korunou a růstem devizových rezerv, respektive tím, zdali jejich eventuální bobtnání bude někomu vadit. Jde tak částečně o sebenaplňující se scénář, ve kterém samotné tržní spekulace, že se tak stane, mohou takový scénář vyprovokovat. A v takových případech je opravdu těžké říci, zda nakonec nastanou, či nikoliv. Ať se stane tak či onak, korunové krátkodobé úroky budou nějakou dobu opravdu velmi nízké.

## MNB snižuje sazby o 15 bps, slabého forintu se nebojí

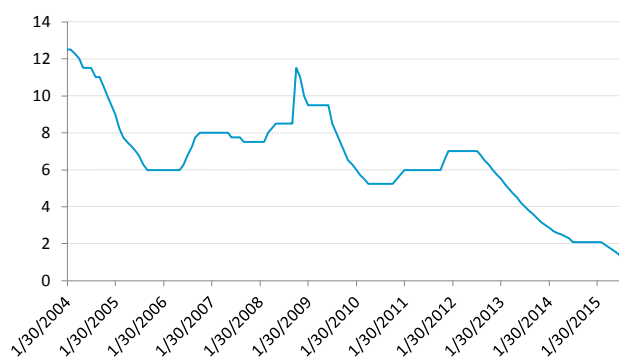
Jan Čermák

### MNB snížila sazby na nové historické minimum 1,35 %

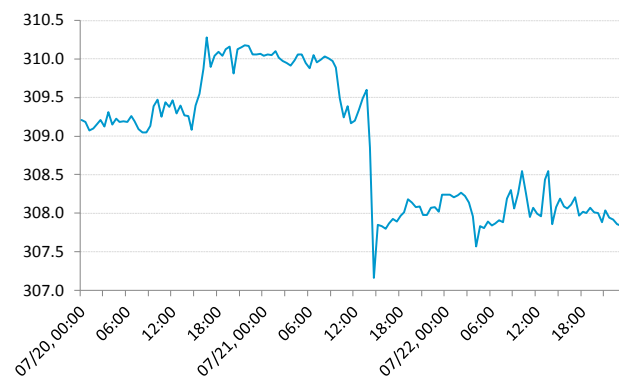
Maďarská centrální banka překvapila trhy snížením úrokových sazeb, které bylo agresivnější než očekávaných 10 bazických bodů. Snížení o 15 bazických bodů bylo nicméně doplněno prohlášením guvernéra Maltocsyho, že tentokrát jde opravdu o konec snižování úrokových sazeb v tomto cyklu. Podle našeho názoru takové snížení nebylo zapotřebí, ale MNB chce zřejmě dále podpořit růst úvěrů ze strany domácností, kterému opravdu takto může pomoci.

Ačkoliv forint v první chvíli reagoval na snížení úroků MNB vcelku pozitivně, již brzy se ukázalo, že tyto zisky jsou pouze dočasné. Nicméně MNB se slabšího forintu dnes obává zjevně méně než před několika lety, neboť snižovat úroky v momentě, kdy se přibližuje okamžik kdy, naopak v USA zvýší sazby, by dříve bylo považováno za riskantní. Politika Fedu a ECB a to, jak na ní budou reagovat emerging markets, však může chování v následujících kvartálech velmi ovlivnit. Prozatím se však domníváme, že další pohyb základní úrokové sazby MNB bude vzhůru, avšak nepříjde dříve než ve druhém čtvrtletí 2016.

Úroková sazba MNB  
%



EURHUF



## V průmyslu panuje výborná nálada

Petr Dufek

### *Nálada v průmyslu je nejlepší za poslední čtyři roky*

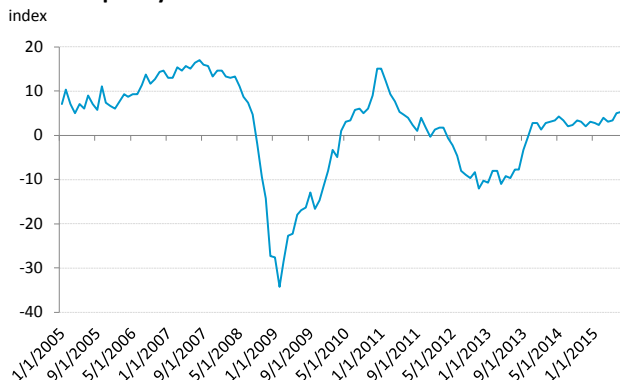
Podle nejnovějšího průzkumu statistického úřadu se nálada v českém průmyslu opět zvýšila a je tak nejvyšší za poslední čtyři roky. Firmy se rozhodně další epizodou řeckého dluhového příběhu rozhodně nenechaly rozhodit. Průmysl si tak díky stávajícímu silnému výkonu a novým objednávkám zajišťuje pozici lídra české ekonomiky, který má hlavní zásluhu na nečekaně silném růstu našeho hospodářství v letošním roce. A vlastně nejen růstu HDP, ale i exportu a zaměstnanosti. Jsou to právě úspěšné průmyslové firmy, které se podílejí na snižování nezaměstnanosti a vytváření rekordního počtu nových pracovních míst.

Firmy navíc zůstávají optimistické i pro dalšího půl roku. Vytíženost stávajících kapacit průmyslových firem zůstává velmi vysoká (85 %) a vzhledem k přílivu nových zakázek motivuje k investicím do rozšiřování výrobních kapacit. Tento trend v posledních dvou letech podporují i zlepšující se finanční výsledky podniků.

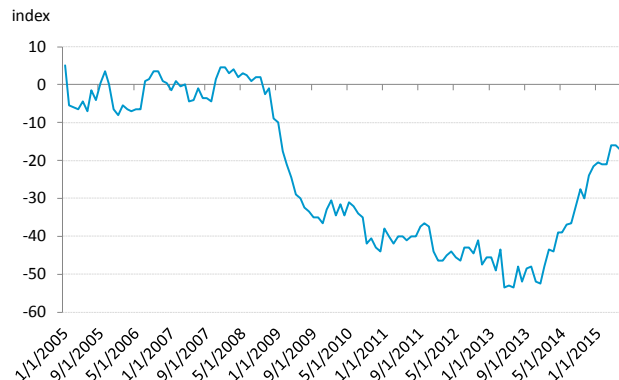
### *Nálada ve stavebnictví zůstává opatrnější*

O něco méně optimismu panuje aktuálně ve stavebnictví. I přesto se však nálada stavebních firem výrazně zlepšila díky zakázkám, které jim v posledním roce a půl začaly konečně po dlouhé depresi nabíhat. Otázkou je, zda jim budou nové objednávky přibývat i ve druhé polovině roku. Prozatím se zdá, že nová poptávka ve stavebnictví si vybírá oddechový čas. Statistiky zakázek za druhý kvartál uvidíme až během čtrnácti dnů, nicméně k novému rekordu nejspíše zatím nezamířily.

**Nálada v průmyslu**

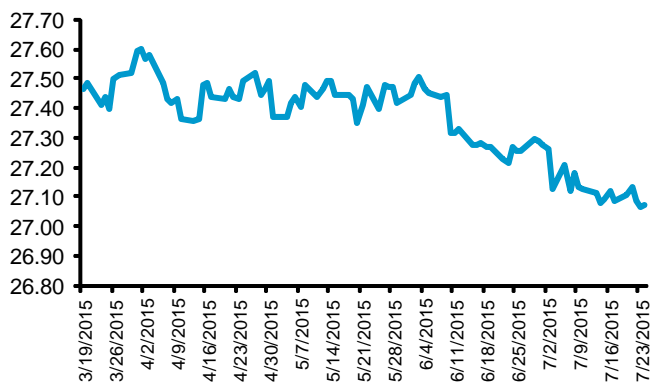


**Nálada ve stavebnictví**

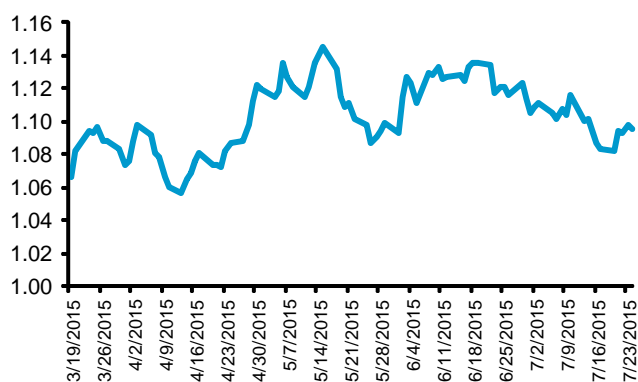


## Přehled trhů

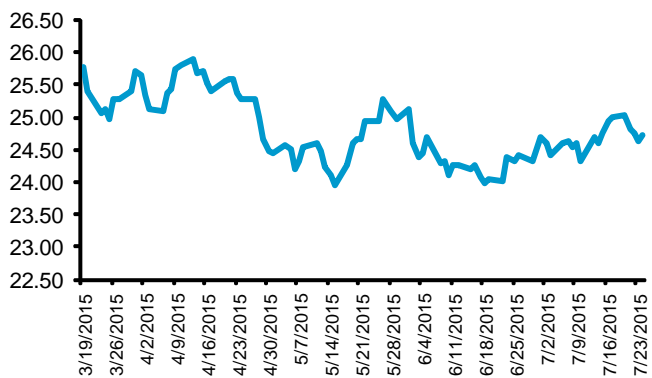
**EURCZK**



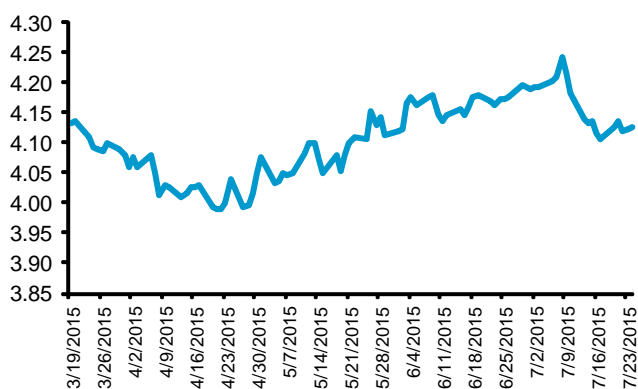
**EURUSD**



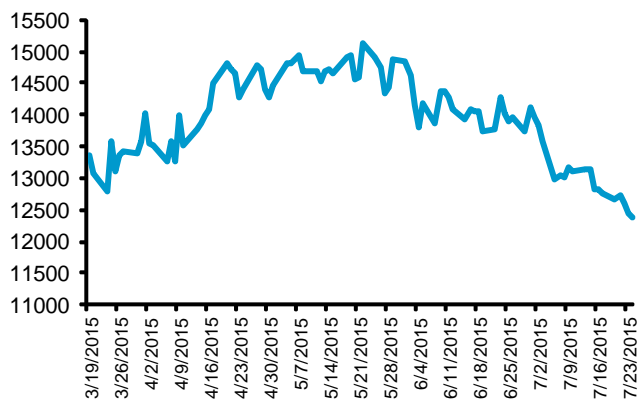
**USDCZK**



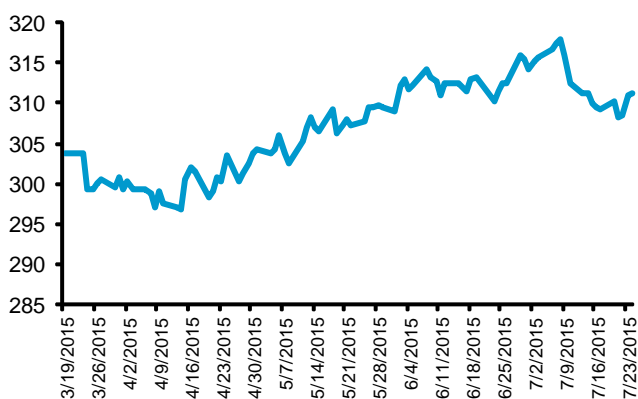
**EURPLN**



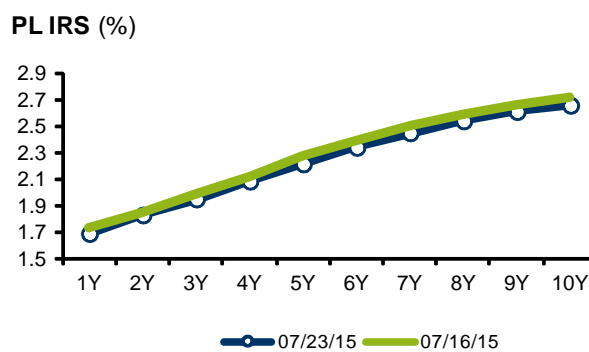
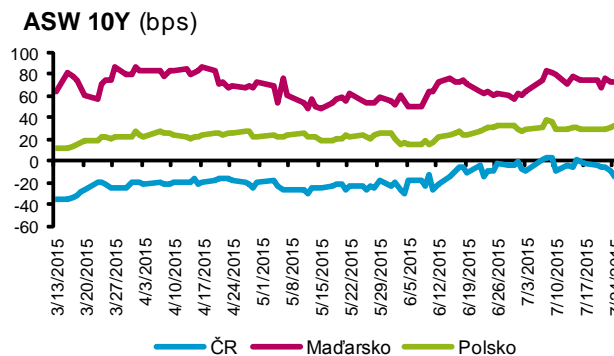
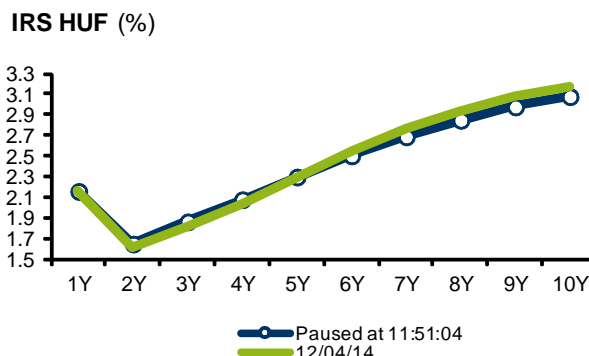
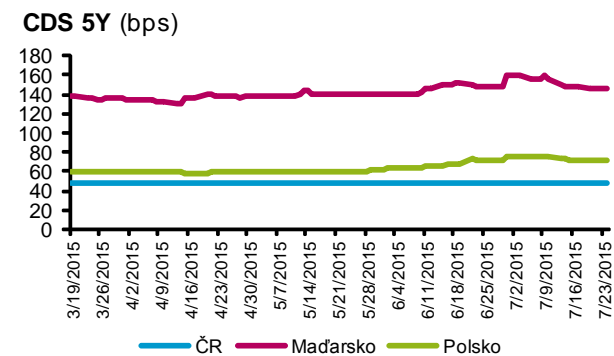
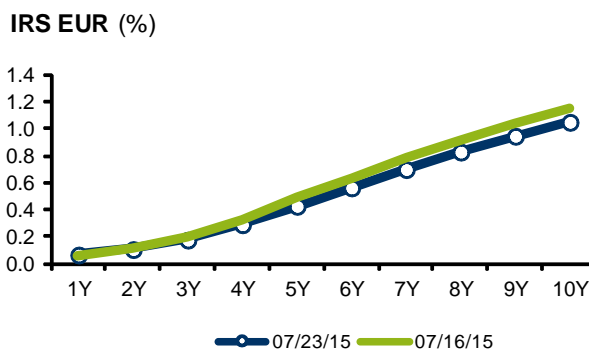
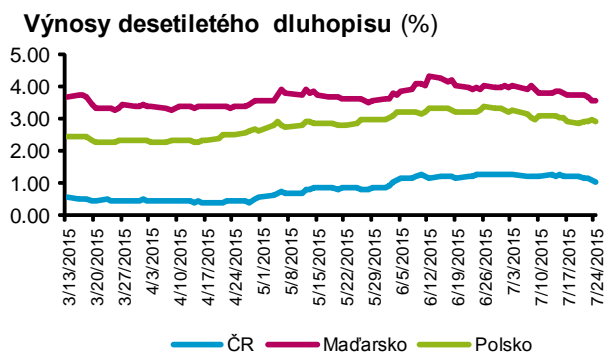
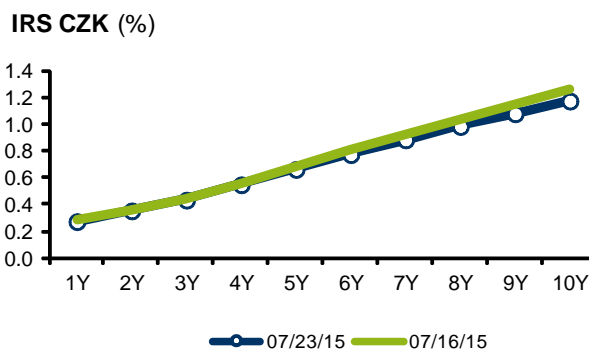
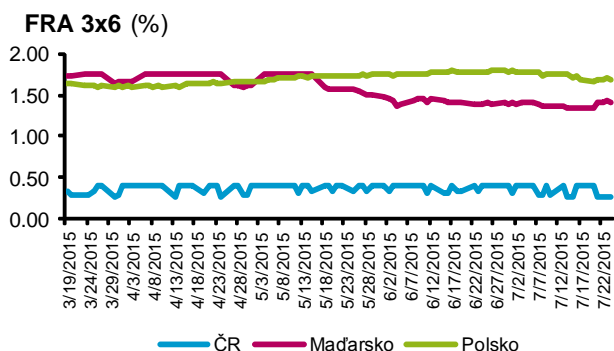
**DIESEL (CZK/t)**



**EURHUF**



Zdroj: Thomson Reuters



Zdroj: Thomson Reuters

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	27.07.2015	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo		07/2015			107.5		107.4	
Německo	27.07.2015	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)		07/2015			113		113.1	
Německo	27.07.2015	10:00	Index Ifo (očekávání)		07/2015			102		102	
Polsko	27.07.2015	10:00	Peněžní zásoba M3	%	06/2015						5
USA	27.07.2015	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby	%	06/2015			3		-1.8	
USA	27.07.2015	14:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostř.	%	06/2015			0.4		0.5	
SR	28.07.2015	9:00	Výrobní ceny	%	06/2015					0.3	-3.5
UK	28.07.2015	10:30	HDP	%	2Q/2015 *A			0.7	2.6	0.4	2.9
SR	28.07.2015	14:30	Běžný účet	mld. EUR	05/2015					-79	
USA	28.07.2015	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí	%	05/2015			5.2		4.91	
USA	28.07.2015	16:00	Spotřebitelská důvěra		07/2015			100		101.4	
USA	28.07.2015	19:00	2letá aukce	mld. USD	07/2015						
Německo	29.07.2015	8:00	Spotřebitelská důvěra GfK		08/2015			10.1		10.1	
Francie	29.07.2015	8:45	Index spotřebitelské důvěry		07/2015			95		94	
Maďarsko	29.07.2015	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	06/2015			7		7.1	
USA	29.07.2015	16:00	Kontrakty na prodej domů	%	06/2015			1.1		0.9	8.3
USA	29.07.2015	19:00	5letá aukce	mld. USD	07/2015						
USA	29.07.2015	20:00	Zasedání FOMC	%	07/2015			0.25		0.25	
Německo	30.07.2015	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	07/2015			6.4		6.4	
EMU	30.07.2015	10:00	Měsíční zpráva ECB	ECB	07/2015						
EMU	30.07.2015	11:00	Index ekonomické důvěry		07/2015					103.5	
EMU	30.07.2015	11:00	Index spotřebitelské důvěry		07/2015 *F						
Německo	30.07.2015	14:00	Inflace	%	07/2015 *P			0.2	0.3	-0.1	0.3
Německo	30.07.2015	14:00	Harmonizovaná inflace	%	07/2015 *P			0.3	0.2	-0.2	0.1
USA	30.07.2015	14:30	HDP	%	2Q/2015 *A			2.5		-0.2	
USA	30.07.2015	14:30	Soukromá spotřeba	%	2Q/2015 *A			2.7		2.1	
USA	30.07.2015	14:30	Cenový index HDP	%	2Q/2015 *A			1.5		0	
USA	30.07.2015	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	2Q/2015 *A					0.8	
USA	30.07.2015	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	07/2015						
USA	30.07.2015	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	07/2015						
USA	30.07.2015	19:00	7letá aukce	mld. USD	07/2015						
UK	31.07.2015	1:05	Index spotřebitelské důvěry		07/2015			5		7	
Francie	31.07.2015	8:45	Výrobní ceny	%	06/2015					-0.5	-1.7
Maďarsko	31.07.2015	9:00	Výrobní ceny	%	06/2015					1.9	1
ČR	31.07.2015	10:00	Peněžní zásoba M2	%	06/2015						5.3
EMU	31.07.2015	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	06/2015					11.1	
EMU	31.07.2015	11:00	Inflace	%	07/2015 *P						
EMU	31.07.2015	11:00	Jádrová inflace	%	07/2015 *P						0.8
Itálie	31.07.2015	11:00	Inflace	%	07/2015 *P				0.2	0.1	0.1
Itálie	31.07.2015	11:00	Harmonizovaná inflace	%	07/2015 *P			-2	0.4	0.1	0.2
Itálie	31.07.2015	12:00	Výrobní ceny	%	06/2015					0.2	-2.7
USA	31.07.2015	15:45	Index nákupních manažerů z Chicaga		07/2015			50.5		49.4	
USA	31.07.2015	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		07/2015 *F			94		93.3	

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	1.35	1.95	1.50	1.35	1.35	1.35	-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	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	PRIBOR 3M	0.00	0.30	0.29	0.30	0.30	0.30
Maďarsko	BUBOR 3M	1.35	1.89	1.41	1.35	2.10	1.40
Polsko	WIBOR 3M	1.72	1.65	1.72	1.60	1.65	1.67

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

		současná					
		hodnota	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	CZ10Y	1.18	0.64	1.30	1.45	1.50	1.65
Maďarsko	HU10Y	3.06	2.71	3.45	3.40	3.60	3.80
Polsko	PL10Y	2.62	2.12	3.01	2.45	2.40	2.80

### Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	EUR/CZK	27.1	27.57	27.35	27.30	27.20	27.10
Maďarsko	EUR/HUF	311	300	315	317	315	310
Polsko	EUR/PLN	4.12	4.07	4.19	4.20	4.15	4.10

### HDP

	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	2.4	1.3	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	0.6	0.2	2.2	2.7
Polsko	-0.3	-1.0	-1.5	-0.8	-0.8	-0.1	0.4

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

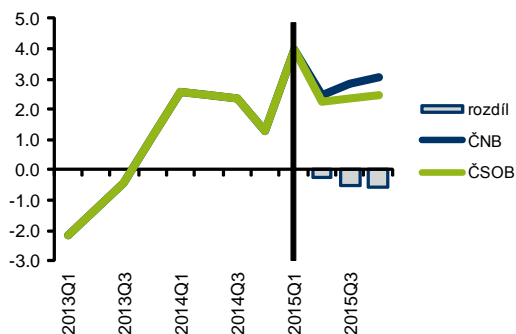
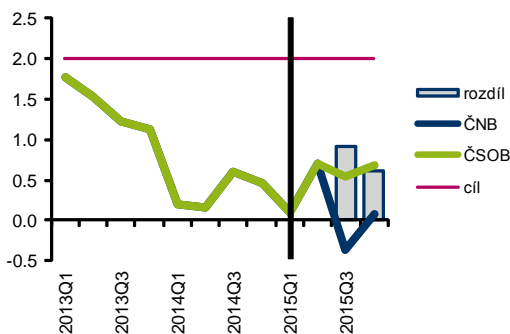
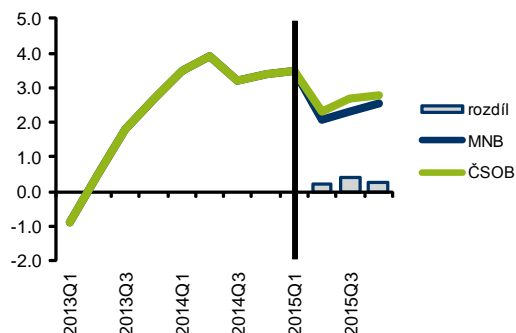
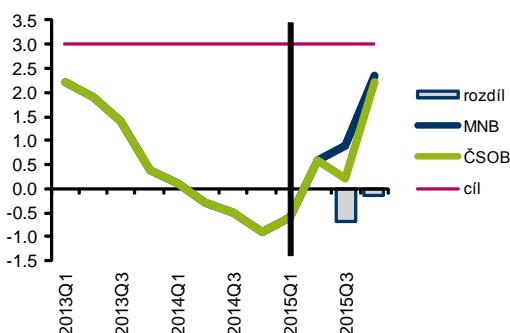
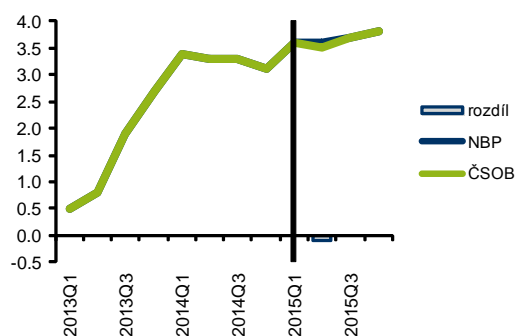
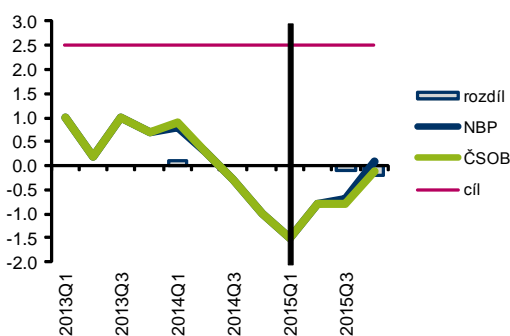
	2015	2016
Česko	2.0	1.8
Maďarsko	4.0	3.8
Polsko	-1.2	-2.0

### 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.