



- **Maďarsko**
MNB bez překvapení, sazby se nemění 2
- **Česká republika, Polsko**
Silný růst ve střední Evropě pokračuje 3
- **Výhled na týden**
NBP ponechá sazby beze změny 6

První česká aukce se záporným výnosem

	Dnes
EUR/CZK	27,07
EUR/HUF	315,0
EUR/PLN	4,24
3M PRIBOR	0,31
3M BUBOR	1,36
3M WIBOR	1,72
10Y CZK	0,90
10Y PLN	2,92
10Y HUF	3,78
3M EURIBOR	-0,03
10Y EMU	0,71

Čínské turbulence dolehly i do střední Evropy. Nejvýraznější ztráty na začátku uplynulého týdne zaznamenal polský zlotý, který v jednu chvíli zdolal úroveň 4,26 EUR/PLN (ztráty okolo 1,5 %). Tradičně nejméně byla zasažena česká koruna, která se díky intervencím již sama o sobě obchoduje na podhodnocených úrovních. I tak jsme ale viděli na začátku týdne lehké prodejní tlaky. Ty pravděpodobně souvisely s přivíráním dlouhých korunových pozic u zahraničních hráčů v reakci na rostoucí averzi k riziku na globálních trzích. Nad úrovní 27,10 EUR/CZK se nicméně česká koruna udržela jen velice krátce.

ČNB si tak alespoň krátce mohla odpočinout od nutnosti bránit intervenční hranici 27,00 EUR/CZK. I když zatím přesně nevíme, v jakém objemu by centrální banka musela intervenovat, jisté je jedno, v důsledku intervencí a konverzí eur z Bruselu za poslední měsíc značně narostla likvidita v českém bankovním sektoru. A asi i proto se první česká aukce prodala s negativním výnosem - dluhopis se splatností v roce 2018.

MNB bez překvapení, sazby se nemění

David Nemeth, Petr Báča

Dostatek volných kapacit, nízké ceny komodit a malé dovezené inflační tlaky drží maďarskou inflaci pod cílem.

Maďarská centrální banka (MNB) ponechala dle očekávání v úterý úrokové sazby beze změny a zdůraznila, že i přes pokračující ekonomický růst zůstává mezera výstupu negativní a uzavírá se pouze pozvolna. Tento názor se zrcadlí i v očekávání ohledně míry inflace - inflační tlaky jsou podle MNB pouze velmi mírné, což kromě výše uvedeného vyplývá i z klesajících cen komodit a celkově nízkých inflačních tlaků dovezených ze zahraničí. Pozvolný návrat ekonomiky k potenciálu bude dle MNB znamenat i podobně pomalý návrat jádrové inflace k cíli. S jeho dosažením MNB počítá až ve druhé polovině roku 2017.

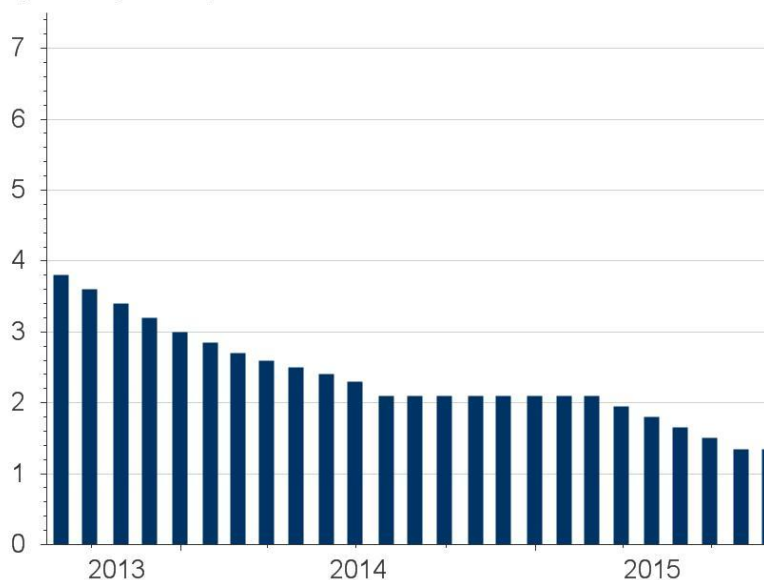
MNB v současnosti nijak zvlášť netrápí ani poněkud zjištěná situace na světových trzích, která se v Maďarsku příliš neprojevuje (výnosy vládních dluhopisů i CDS spready zůstávají stabilní). V závěru tiskového prohlášení tak MNB vyjádřila spokojenost se současným nastavením měnové politiky, které je podle ní konzistentní s dosažením inflačního cíle ve střednědobém horizontu.

Sazby MNB pravděpodobně zůstanou stabilní, růst lze čekat až ve druhé polovině příštího roku.

Ačkoliv dramatický propad cen ropy v posledních týdnech znamená nižší inflační tlaky, tak náš výhled na další ekonomický vývoj v Maďarsku zůstává podobný výhledu MNB. Snížení úrokových sazeb v krátkodobém horizontu proto nečekáme a domníváme se, že příští pohyb sazeb bude směrem vzhůru. Ten však neočekáváme dříve než ve třetím čtvrtletí 2016.

Maďarsko: Sazba MNB

dvoutýdenní repo sazba, %



Source: Thomson Reuters Datastream/PRI/Prism Consulting

Silný růst ve střední Evropě pokračuje

Petr Dufek, Petr Báča

Rostoucí spotřeba a investice pohánějí českou ekonomiku vzhůru.

Jak naznačil předběžný odhad HDP, česká ekonomika roste ve druhém čtvrtletí roku až překvapivě velmi silným tempem. Nejnovější údaje zveřejněné statistickým úřadem tento první odhad de facto potvrzují. Oproti prvnímu čtvrtletí ekonomika vzrostla o jedno procento, v meziročním vyjádření se český HDP zvýšil o 4,4 % a jde tak o nejlepší výsledek po roce 2007. Pozitivní zprávou je nejen samotný a zřejmě v evropském měřítku nejvyšší ekonomický růst, ale i jeho zdravý základ. Z pohledu poptávkové strany ekonomiku žene vzhůru spotřeba domácností, podporovaná zlepšováním finanční situace spotřebitelů a jejich příznivou náladou, a investice. Jejich meziroční zvýšení o šest procent jde na vrub především výstavbě infrastruktury a komerčních nemovitostí s odstupem následovanou nákupy dopravních prostředků, strojů a zařízení. Ukazuje se, že díky zlepšeným vyhlídkám poptávky na zahraničním i domácím trhu jsou nyní firmy ochotnější investovat do stávajících i nových projektů. Dopomáhá jim k tomu i jejich rekordní ziskovost a silná likvidita. Pozitivně k růstu přispěly i investice do bydlení, které se v posledních dvou letech těší vlně zájmu podporované nízkými úrokovými sazbami, dostupnými hypotékami a zvýšenou ochotou domácností řešit bytovou otázku.

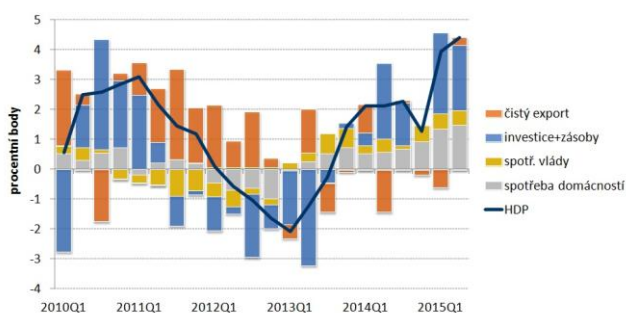
Roli motoru ekonomiky si i nadále drží průmysl.

Na nabídkové straně přispívala k růstu stejně jako v úvodu roku všechna odvětví. Dominantní pozici si i nadále udržuje zpracovatelský průmysl následovaný s výrazným odstupem odvětvím obchodu, dopravy a ubytování. Velmi solidní tempo si udrželo i stavebnictví, které se již vzpamatovalo z dřívější mnohaleté recese. Výsledek českého HDP za první polovinu roku spolu s příznivými vyhlídkami pro druhé pololetí dávají tušit, že růst české ekonomiky za celý rok bude nepochybně začínat čtyřkou. V příštím roce zřejmě česká ekonomika zpomalí pod tři procenta, avšak i tento výhled bude možné považovat za velmi příznivý.

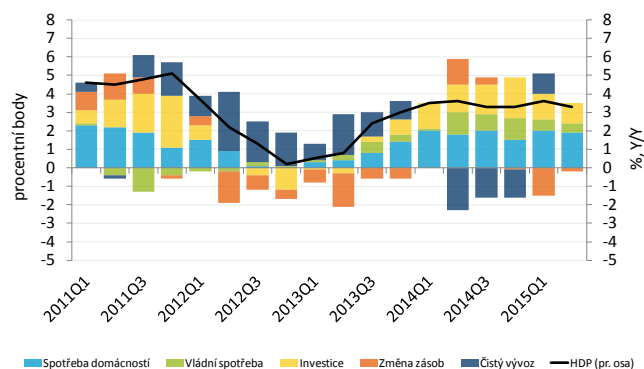
Polský růst sice mírně zpomalil, ale tempo zůstává stále velmi solidní.

Polský statistický úřad ponechal své bleskové odhady růstu HDP ve druhém čtvrtletí beze změny - meziročně to znamená růst 3,3 % a mezikvartálně 0,9 %. Údaje za druhé čtvrtletí tak sice jsou za očekávání, avšak pouze mírně. Jisté otázky může vyvolávat snad jen zpomalení tempa růstu investic, nicméně ani to prozatím nepřeceňujeme. Celkově pozitivní ekonomický vývoj v Evropě a dlouhodobě uvolněná měnová politika by měly znamenat růst polské ekonomiky v letošním i v příštím roce v intervalu 3,5-4 %.

CZ: Příspěvek poptávky k růstu HDP (sezónně očištěná data)

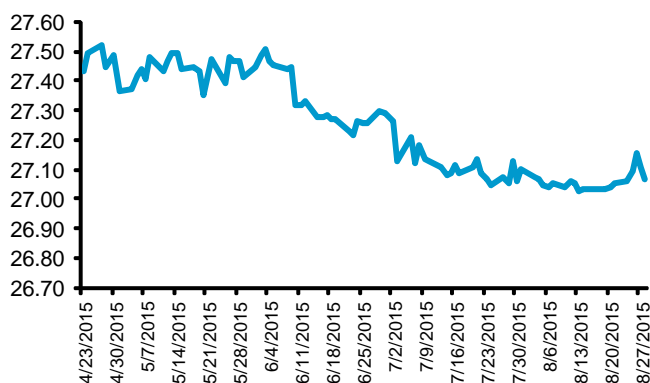


PL: Příspěvky k růstu HDP

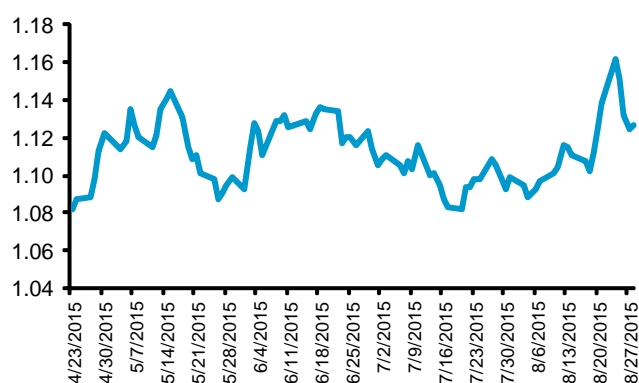


Přehled trhů

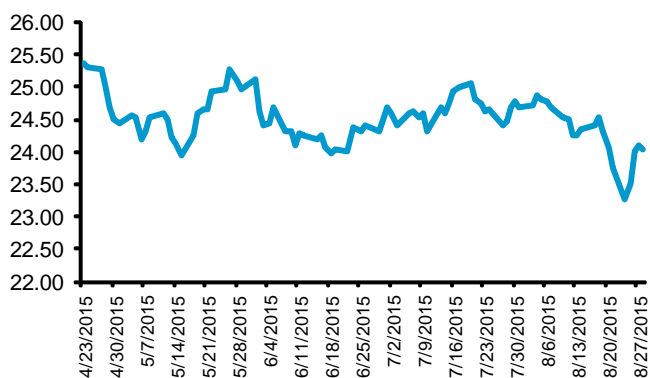
EURCZK



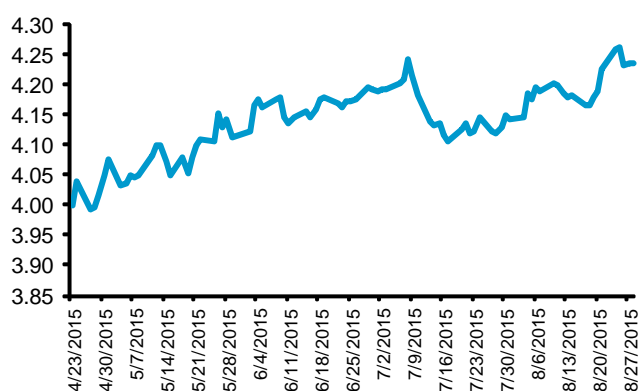
EURUSD



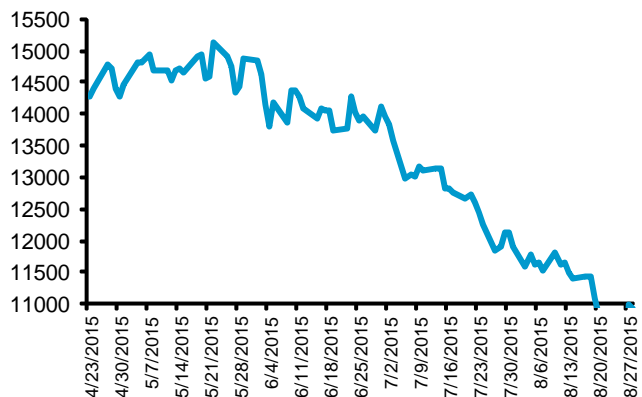
USDCZK



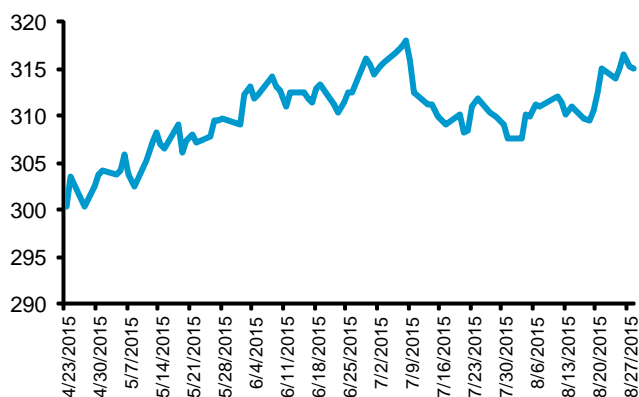
EURPLN



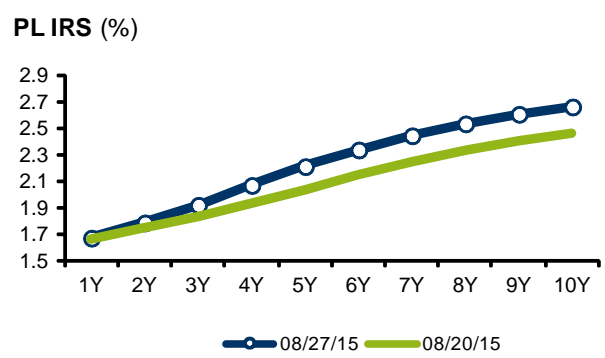
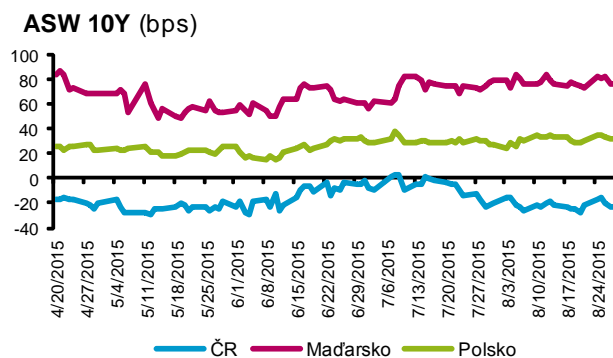
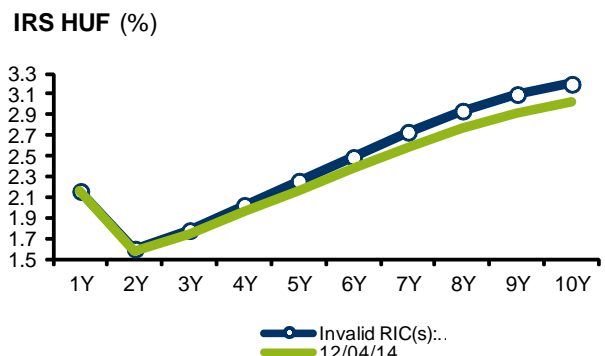
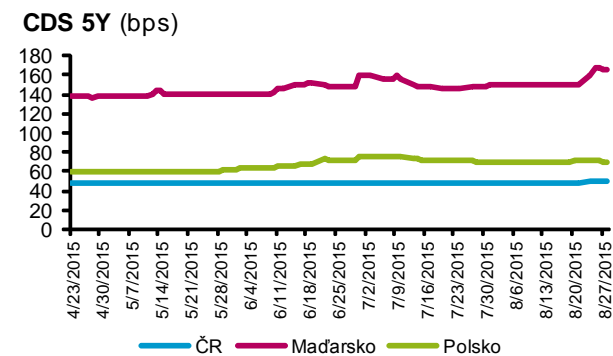
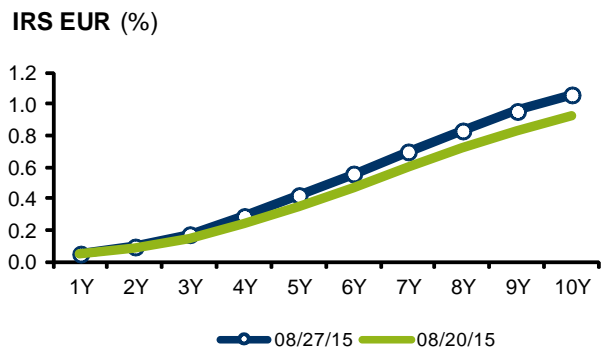
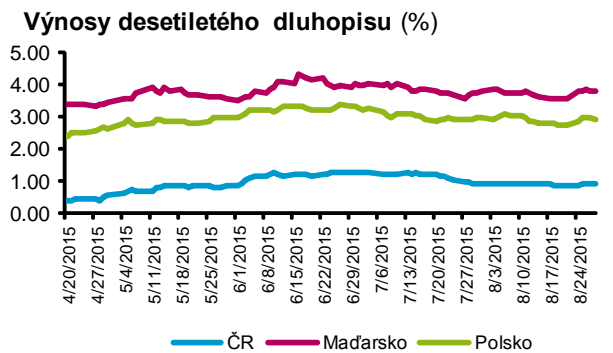
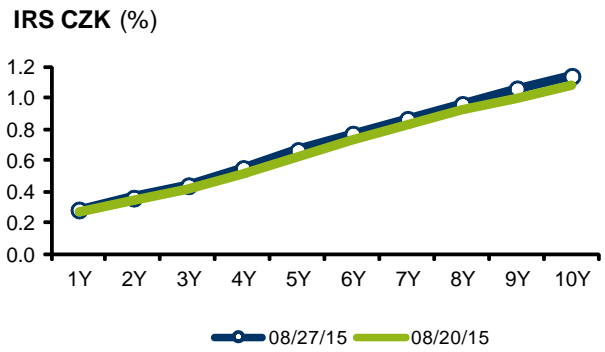
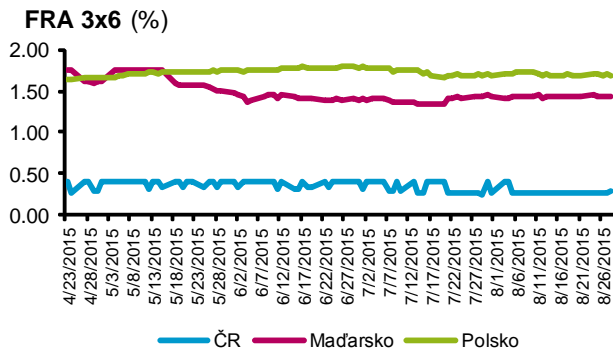
DIESEL (CZK/t)



EURHUF



Zdroj: Thomson Reuters



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ST 14:00, PL Zasedání NBP

	Náš odhad	Poslední změna
hlavní sazba v %	1,50	3/2015
změna v b. bodech	0	-50

PL: NBP ponechá sazby beze změny

Polská centrální banka patrně ponechá úrokové sazby beze změny. Zápis z posledního jednání poukázal na nejednoznačnost názorů ve Výboru pro měnovou politiku. Někteří členové sice naznačují, že je možná třeba začít zvažovat růst sazeb, avšak vzhledem k výraznému růstu nejistoty v posledních týdnech a k mírně horším číslům z polské ekonomiky čekáme, že podobné úvahy budou opět upozaděny. S vysokou pravděpodobností lze očekávat stabilitu sazeb i ve zbytku letošního roku. Vážnější diskuse o možném růstu sazeb se podle nás mohou objevit až za horizontem dvanácti měsíců. Do té doby však projde NBP výraznou personální obměnou.

ČT 9:00, CZ Maloobchodní tržby (% y/y)

	VII.15	VI.15	VII.14
Tržby celkem	6,0	11,1	6,5
kumul. od ledna	7,9	8,2	5,9
Tržby bez aut	5,5	7,1	2,5
kumul. od ledna	5,8	5,9	2,9

CZ: Další silný růst tržeb maloobchodu

Předpokládáme, že i v červenci si tržby v obchodech udržely svoje stávající vysoké tempo. Celkový výsledek sice mírně ovlivnil nižší počet pracovních dnů, avšak na trendu růstu spotřebitelské poptávky se nic nemění. Vysoký nárůst nejspíše zaznamenaly obchody s elektronikou a vybavením pro domácnost a samozřejmě internetové obchody jako takové, které stále zažívají boom. Silný nárůst tržeb předpokládáme i v případě prodeje automobilů a pohonných hmot.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	31.08.2015	8:00	Maloobchodní tržby	%	07/2015			1,2	1,7	-2,3	5,1
Maďarsko	31.08.2015	9:00	Výrobní ceny	%	07/2015					1,3	1,5
ČR	31.08.2015	10:00	Peněžní zásoba M2	%	07/2015						5,8
EMU	31.08.2015	11:00	Inflace	%	08/2015 *P				0,1		0,2
EMU	31.08.2015	11:00	Jádrová inflace	%	08/2015 *P				0,9		1
USA	31.08.2015	15:45	Index nákupních manažerů z Chicaga		08/2015			54,8		54,7	
Polsko	01.09.2015	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		08/2015			54,1		54,5	
Maďarsko	01.09.2015	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		08/2015					50	
ČR	01.09.2015	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		08/2015			56,8		57,5	
Francie	01.09.2015	9:50	Index nákupních manažerů v průmyslu		08/2015 *F			48,6		48,6	
Německo	01.09.2015	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	08/2015			6,4		6,4	
Německo	01.09.2015	9:55	Index nákupních manažerů v průmyslu		08/2015 *F			53,2		53,2	
EMU	01.09.2015	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		08/2015 *F			52,4		52,4	
EMU	01.09.2015	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	07/2015			11		11,1	
ČR	01.09.2015	14:00	Rozpočtové saldo	mln. CZK	08/2015					25,7	
USA	01.09.2015	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM		08/2015	51,4		52,8		52,7	
USA	01.09.2015	16:00	Cenový subindex ISM		08/2015			39		44	
USA	01.09.2015	16:00	Stavební výdaje	%	07/2015			0,8		0,1	
USA	01.09.2015	19:10	Projev Rosengrena o ekonomickém výhledu		Fed	09/2015					
USA	01.09.2015	23:00	Prodej domácích automobilů	mil. USD	08/2015			13,85		13,92	
USA	01.09.2015	23:00	Celkový prodej automobilů	mil. USD	08/2015			17,3		17,46	
Maďarsko	02.09.2015	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	06/2015 *F					820	
EMU	02.09.2015	11:00	Výrobní ceny	%	07/2015			-0,1	-2,1	-0,1	-2,2
Polsko	02.09.2015	14:00	Zasedání RPP	%	09/2015			1,5		1,5	
USA	02.09.2015	14:15	ADP report z trhu práce	tis.,nsa	08/2015			200		185	
USA	02.09.2015	16:00	Tovární zakázky	%	07/2015			0,7		1,8	
USA	02.09.2015	20:00	Běžová kniha		Fed	09/2015					
ČR	03.09.2015	9:00	Maloobchodní tržby	%	07/2015		6		7,1		11,1
Maďarsko	03.09.2015	9:00	Maloobchodní tržby	%	07/2015						6,2
EMU	03.09.2015	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		08/2015 *F			54,3		54,3	
EMU	03.09.2015	11:00	Maloobchodní tržby	%	07/2015			0,6	2	-0,6	1,2
EMU	03.09.2015	13:45	Zasedání ECB	%	09/2015			0,05		0,05	
USA	03.09.2015	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	08/2015					271	
USA	03.09.2015	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	08/2015					2269	
USA	03.09.2015	14:30	Obchodní bilance	mln. USD	07/2015			-44,3		-43,84	
USA	03.09.2015	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM		08/2015			58,3		60,3	
EMU	04.09.2015	0:00	G-20 Setkání ministrů financí a centrálních bankéřů	ECB	09/2015						
Německo	04.09.2015	8:00	Tovární zakázky	%	07/2015			-0,6	0,3	2	7,2
Francie	04.09.2015	8:45	Index spotřebitelské důvěry		08/2015			94		93	
ČR	04.09.2015	9:00	Reálné mzdy	%	2Q/2015				2		2,1
Maďarsko	04.09.2015	9:00	HDP	%	2Q/2015 *F					0,5	2,7
USA	04.09.2015	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství	tis.,nsa	08/2015	190		218		215	
USA	04.09.2015	14:30	Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru	tis.,nsa	08/2015	187		215		210	
USA	04.09.2015	14:30	Míra nezaměstnanosti	%	08/2015			5,3		5,3	
USA	04.09.2015	14:30	Průměrná hodinová mzda	%	08/2015			0,2	2	0,2	2,1

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	1,70	2,00	2,25	-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	1,36	1,89	1,41	1,70	2,10	2,40
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	1,14	0,64	1,30	1,25	1,40	1,65
Maďarsko	HU10Y	3,18	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	27,10	27,05	27,00
Maďarsko	EUR/HUF	315	300	315	317	315	310
Polsko	EUR/PLN	4,24	4,07	4,19	4,20	4,15	4,10

HDP (meziročně, %)

	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	2,4	1,3	4,0	4,4	3,9	3,9	2,1
Maďarsko	3,2	3,4	3,5	2,7	2,7	2,8	2,2
Polsko	3,3	3,1	3,6	3,3	3,7	3,8	3,8

Inflace (meziročně, %, konec období)

	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	0,7	0,1	0,2	0,8	0,3	0,9	1,6
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 (%)

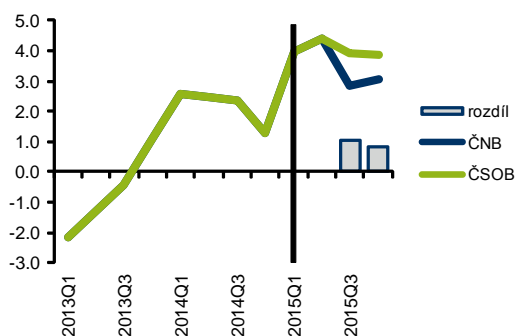
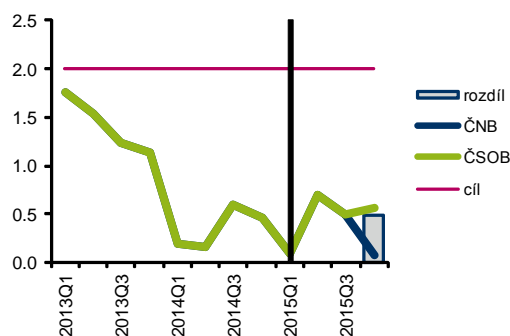
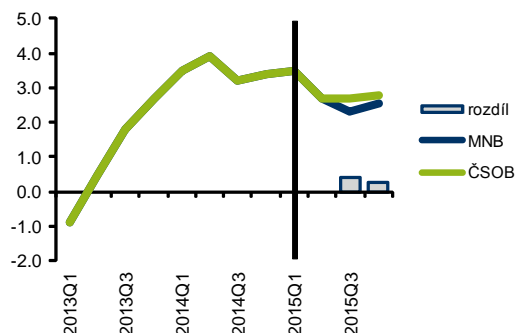
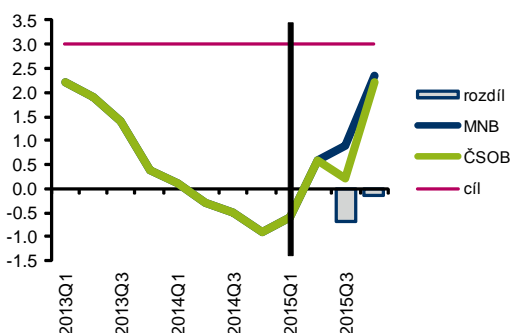
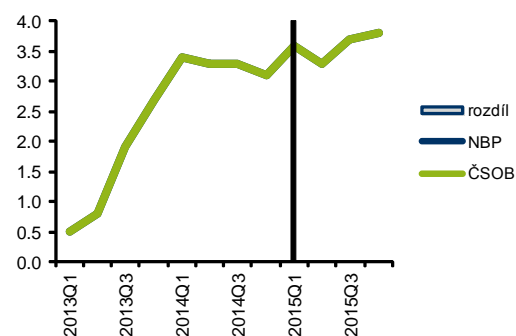
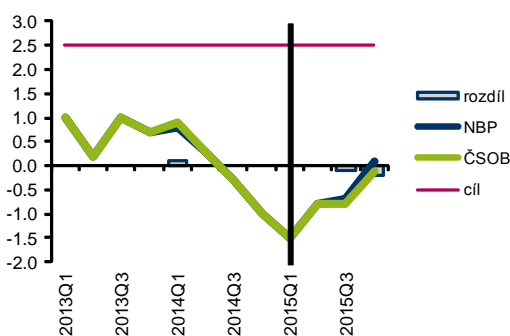
	2015	2016
Česko	1,7	1,7
Maďarsko	4,0	3,8
Polsko	-1,2	-2,0

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

	2015	2016
Česko	-1,6	-1,3
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.