



● Maďarsko

MNB snížila sazby "jen" o 15 bodů

2

● Výhled na týden

Nákupní boom v Česku pokračuje

5

Hrozí další oslabení intervenčního kurzu koruny?

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	27.54	↘	↘
EUR/HUF	300.6	↗	↗
EUR/PLN	4.10	↗	↗
3M PRIBOR	0.31	→	→
3M BUBOR	1.90	→	↘
3M WIBOR	1.65	→	→
10Y CZK	0.45	↗	↗
10Y PLN	2.34	↗	↗
10Y HUF	3.45	↗	↗
3M EURIBOR	0.02	→	→
10Y EMU	0.21	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Včera po zasedání ČNB zažila česká koruna další atak našich centrálních bankéřů s cílem ji oslabit. Ten tentokrát české měně způsobil ztrátu v řádu cca deseti haléřů. Konkrétně - koruna reagovala na slova guvernéra Singera o tom, že rizika případného dalšího oslabení intervenčního kurzu koruny od posledního zasedání vzrostla. Jinak řečeno bankovní rada hrozbou další cílené devalvace koruny zvedla nikoliv rukavici, ale rovnou červený hadr a začala s ním mávat před prezidentem Zemanem. Ten také hned kontroval, čímž ztráty koruny téměř dokonale vymazal.

Je však posunutí intervenční hladiny ze současných EUR/CZK 27,0 někam třeba o dvě či tři koruny výše opravdu reálné? Podle našeho názoru takový scénář není příliš pravděpodobný a to hned z několika dříve artikulovaných důvodů.

Za prvé nejsme v situaci, kdy by česká ekonomika skutečně potřebovala výrazně slabší kurz. ČNB se sice nevyplní optimistické sázky na rychlý růst mezd, ale jinak je start do roku 2015 pozitivní a korigovaná inflace bez pohonných hmot vzrostla na nejvyšší úroveň od prosince 2008.

Za druhé, koruna v posledních týdnech posílila vůči euru, ale díky bouřlivému vývoji na eurodolaru od počátku roku výrazně ztrácí vůči dolaru i řadě měn na dolar navázaných. Jinak řečeno, efektivní kurz koruny (který se řídí váhami jednotlivých ekonomik v našem zahraničním obchodě) se v posledních měsících vyvíjí jinak, resp. neposiluje.

Za třetí, ČNB by si výraznějším oslabením kurzu pravděpodobně do budoucna zkomplikovala ještě více intervenční exit. A konečně za čtvrté nelze zapomenout ani na to, jak (negativně) na cílené oslabování pohlíží česká veřejnost. Do tohoto obrázku zapadá i nesouhlasný pohled prezidenta na devalvaci koruny. Prezident Zeman bude jmenovat další čtyři jména do sedmičlenné bankovní rady ČNB a to včetně jejího guvernéra (již příští rok). Každopádně je tedy dost možné, že pod dojmem včerejšího prohlášení bankovní rady koruna na nějakou dobu zapomene na testování 27,0 EUR/CZK. Fundamentálně pak bude další pohyb hodně záviset na vyznění důležitých českých tvrdých makročíslel - inflace, mezd, průmyslu a nakonec i HDP. Trh potom může být také daleko více nervózní před zveřejněním a především před květnovým zasedáním ČNB, kdy bude k dispozici i nová prognóza. Nicméně pozitivní efekty plynoucí z přílivu eur tištěných ECB by i tak měly převažovat, což konec konců ukazují i české úrokové sazby resp. výnosy dluhopisů, jež se tlačí do záporných hodnot.

MNB snížila sazby “jen” o 15 bodů

Magdalena Středová

MNB obnovuje cyklus uvolňování měnové politiky.

Maďarská centrální banka snížila sazby o 15 bps na nové historické minimum 1,95 %. Toto relativně opatrné rozhodnutí vyvolalo prudkou reakci forintu. Stalo se tak přesto, že trh se snížením sazeb počítal. Pro obnovení maďarského cyklu snižování sazeb totiž hovořily nejen globálně uvolněné měnové podmínky ale i maďarská deflace, kde ceny v lednu meziročně poklesly o 1,4 % a v únoru o 1 %. Očekávání na redukcí základní úrokové sazby MNB tak byla rozdělena mezi 10 a 20bodový pokles. Nicméně rozhodnutí MNB snížit základní sazbu o 15 bazických bodů spustilo i tak prudké posílení forintu, který se dokonce dostal na 14měsíční maxima.

Přineslo zasedání MNB nějaké novinky?

Podle našeho názoru zasedání MNB žádné převratné novinky nepřineslo. Nově zveřejněná prognóza sice zvyšuje výhled růstu maďarské ekonomiky z 2,3 na 3,2 % meziročně v tomto roce a z 2,1 % na 2,5 % y/y v roce 2016, nicméně vzhledem k dobrým statistikám v poslední době se změna směrem vzhůru dala očekávat. Navíc nová prognóza snižuje výhled meziroční míry inflace z 0,9 % na 0 % v roce 2015 a v následujícím roce z 2,9 % na 2,6 %. Je tedy velmi pravděpodobné a centrální banka to ve svém doprovodném komentáři potvrdila, že uvolňování měnové politiky bude pokračovat.

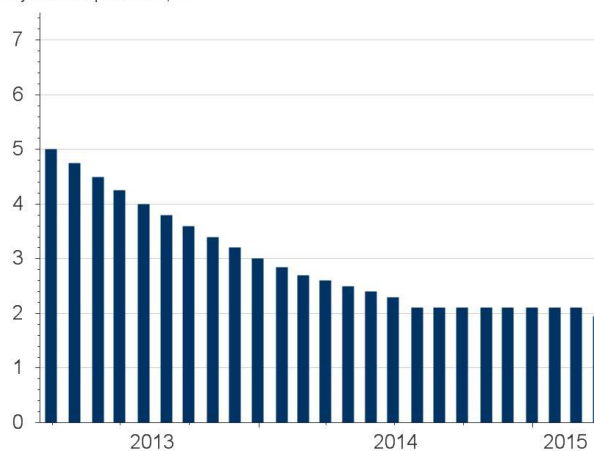
MNB také potvrdila inflační cíl na 3 % s tolerančním pásmem +/-1 %. Nicméně podle slov člena bankovní rady Adama Baloga bylo dosavadní toleranční pásmo posuzováno ex-post a nyní bude ex-ante, což bance umožní větší flexibilitu při inflačním cílování. Nicméně tato změna neznamena podle našeho názoru zásadní přelom v měnové politice maďarské centrální banky.

MNB bude pokračovat ve snižování sazeb ve velmi pozvolném tempu.

Jaké další kroky tedy můžeme od maďarské centrální banky potažmo od forintu očekávat? V tiskovém prohlášení MNB zdůrazňuje, že inflační tlaky zůstávají velmi malé, což implikuje uvolněné měnové podmínky na delší časový horizont. My se domníváme, že další postupné opatrné snižování sazeb zřejmě po menších krocích ještě bude následovat nejpravděpodobněji v dubnu a v květnu. Nicméně se zápornými sazbami v eurozóně se investice do maďarských aktiv pořád ještě může zdát zajímavá.

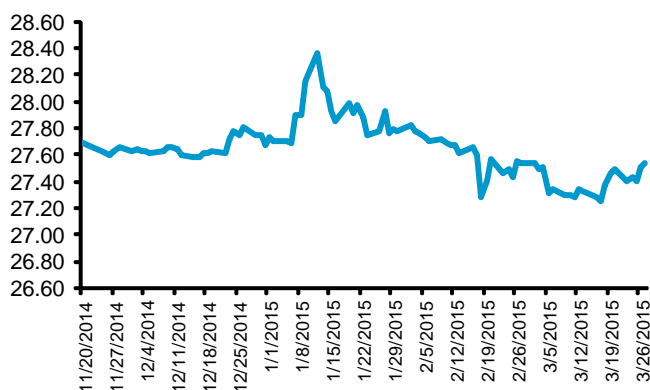
Maďarsko: Sazba MNB

dvoutýdenní repo sazba, %

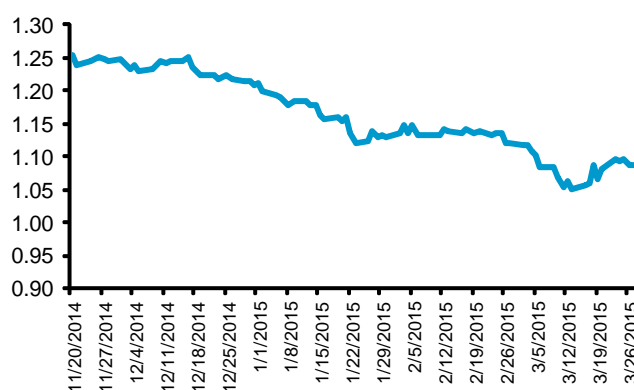


Přehled trhů

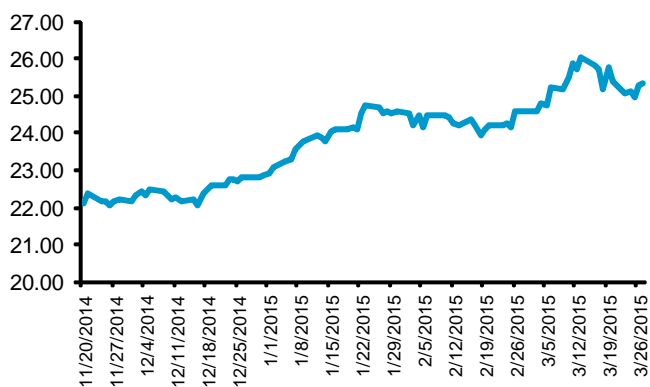
EURCZK



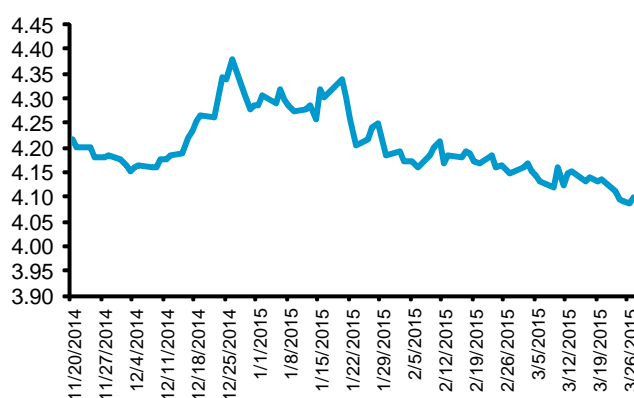
EURUSD



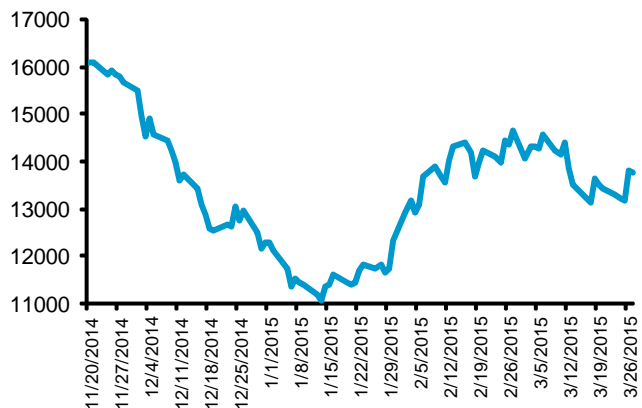
USDCZK



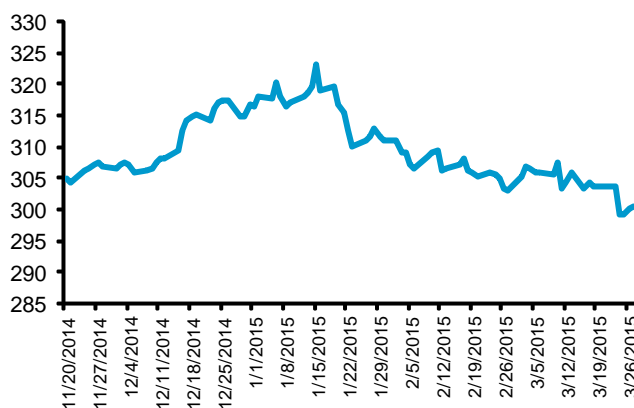
EURPLN



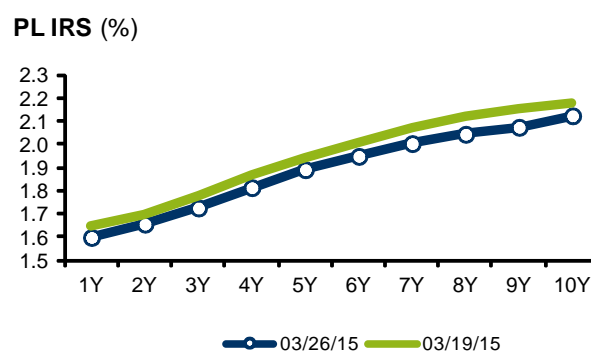
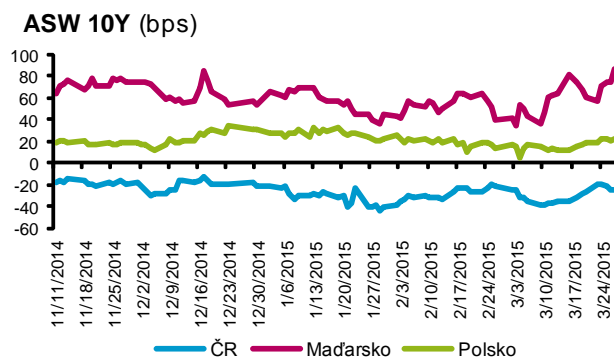
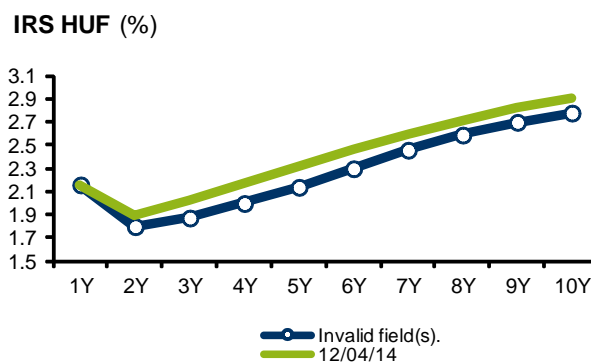
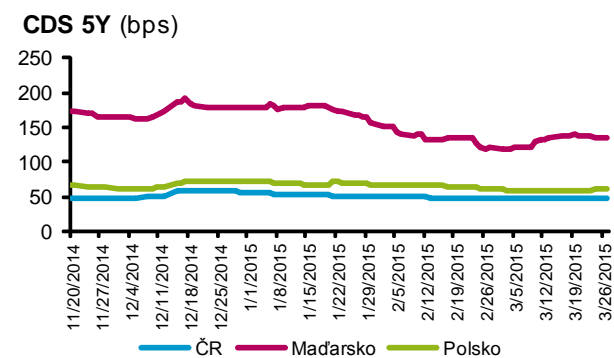
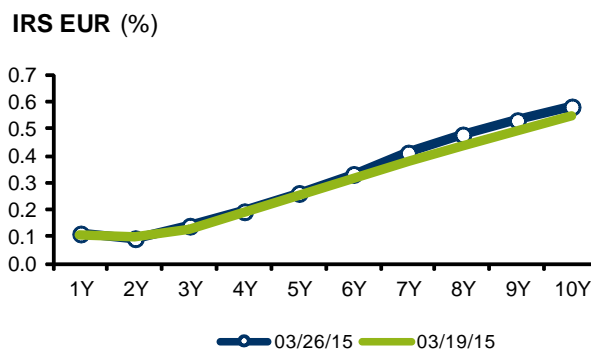
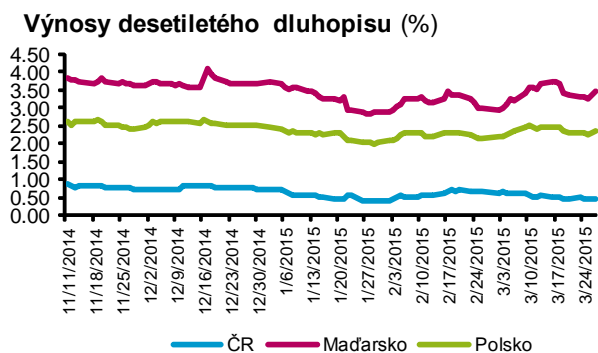
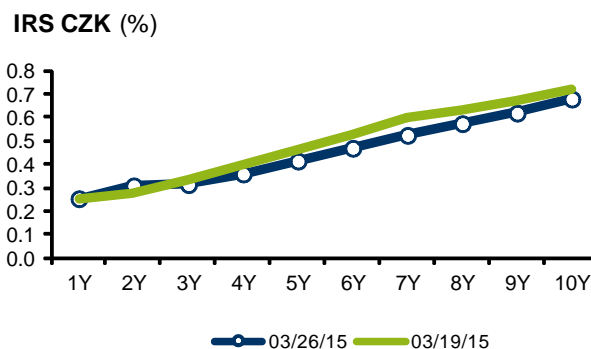
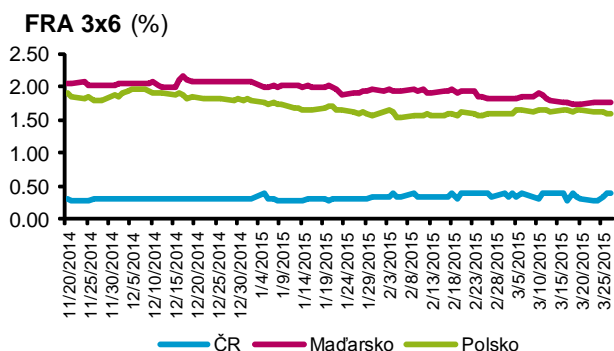
DIESEL (CZK/t)



EURHUF



Zdroj: Thomson Reuters



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

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

	II.15	I.15	II.14
Tržby	5,0	6,4	7,9
kumul. od ledna	5,7	6,4	7,7

CZ: Nákupní boom pokračuje

Předpokládáme, že i v únoru rostla ochota tuzemských spotřebitelů nakupovat. A nejen pokud jde o auta. Spotřebitelská důvěra zůstává vysoká, ceny spotřebního zboží atraktivní a strach z budoucnosti díky klesající nezaměstnanosti opadá. Pokračuje expanze internetových obchodů, nákupy elektroniky míří k novým rekordům a historického maxima dosahují i prodeje nových automobilů. Vše nasvědčuje tomu, že spotřeba domácností bude letos tím hlavním, co potáhne domácí poptávku vzhůru. A to vše zatím bez vzniku viditelných poptávkových inflačních tlaků.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
EMU	30.03.2015	11:00	Index spotřebitelské důvěry		03/2015 *F			-3.7		-3.7	
EMU	30.03.2015	11:00	Index ekonomické důvěry		03/2015			103		102.1	
Německo	30.03.2015	14:00	Inflace	%	03/2015 *P			0.4	0.3	0.9	0.1
Německo	30.03.2015	14:00	Harmonizovaná inflace	%	03/2015 *P			0.5	0.1	1	-0.1
USA	30.03.2015	14:30	Osobní příjmy	%	02/2015			0.3		0.3	
USA	30.03.2015	14:30	Osobní výdaje	%	02/2015			0.2		-0.2	
USA	30.03.2015	14:30	Deflátor osobní spotřeby	%	02/2015			0.2	0.3	-0.5	0.2
USA	30.03.2015	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	02/2015			0.1	1.3	0.1	1.3
USA	30.03.2015	16:00	Kontrakty na prodej domů	%	02/2015			0.4		1.7	6.5
Německo	31.03.2015	8:00	Maloobchodní tržby	%	02/2015			-0.5	3.3	2.9	5.3
Francie	31.03.2015	8:45	Výrobní ceny	%	02/2015					-0.9	-3.3
ČR	31.03.2015	9:00	HDP	%	4Q/2014 *F					0.4	1.5
Maďarsko	31.03.2015	9:00	Výrobní ceny	%	02/2015					-0.4	-1
Německo	31.03.2015	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	03/2015			6.5		6.5	
ČR	31.03.2015	10:00	Peněžní zásoba M2	%	02/2015						4.9
EMU	31.03.2015	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	02/2015			11.2		11.2	
EMU	31.03.2015	11:00	Inflace	%	03/2015 *P				-0.1		-0.3
EMU	31.03.2015	11:00	Jádrová inflace	%	03/2015 *P				0.7		0.7
Polsko	31.03.2015	14:00	Běžný účet	mil. EUR	4Q/2014			-1332		-1777	
USA	31.03.2015	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí	%	01/2015			4.6		4.46	
USA	31.03.2015	15:45	Index nákupních manažerů z Chicaga		03/2015			52.4		45.8	
USA	31.03.2015	16:00	Soukromá spotřeba	%	03/2015			96.6		96.4	
Polsko	01.04.2015	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		03/2015			55.3		55.1	
Maďarsko	01.04.2015	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	01/2015 *F					691	
Maďarsko	01.04.2015	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		03/2015					54.9	
ČR	01.04.2015	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		03/2015			56.5		55.6	
Francie	01.04.2015	9:50	Index nákupních manažerů v průmyslu		03/2015 *F			48.2		48.2	
Německo	01.04.2015	9:55	Index nákupních manažerů v průmyslu		03/2015 *F			52.4		52.4	
EMU	01.04.2015	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		03/2015 *F			51.9		51.9	
ČR	01.04.2015	14:00	Rozpočtové saldo	mln. CZK	03/2015					22.6	
USA	01.04.2015	14:15	ADP report z trhu práce	tis.,nsa	03/2015			230		212	
USA	01.04.2015	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM		03/2015	52.5		52.5		52.9	
USA	01.04.2015	16:00	Cenový subindex ISM		03/2015			38		35	
USA	01.04.2015	23:00	Prodej domácích automobilů	mil. USD	03/2015			13.5		12.87	
USA	01.04.2015	23:00	Celkový prodej automobilů	mil. USD	03/2015			16.9		16.16	
USA	02.04.2015	14:00	Projev Yellenové ve Washingtonu	Fed	04/2015						
USA	02.04.2015	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	03/2015					282	
USA	02.04.2015	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	03/2015					2416	
USA	02.04.2015	14:30	Obchodní bilance	mln. USD	02/2015			-41.3		-41.8	
USA	02.04.2015	16:00	Tovární zakázky	%	02/2015			0		-0.2	
ČR	03.04.2015	9:00	Maloobchodní tržby	%	02/2015			5		6.2	6.4
USA	03.04.2015	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství	tis.,nsa	03/2015	218		250		295	
USA	03.04.2015	14:30	Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru	tis.,nsa	03/2015	213		245		288	
USA	03.04.2015	14:30	Míra nezaměstnanosti	%	03/2015			5.5		5.5	
USA	03.04.2015	14:30	Průměrná hodinová mzda	%	03/2015			0.2	2	0.1	2

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	1.95	2.00	1.70	1.70	2.00	2.25	-20 bps	3/24/2015
Polsko	2T inter. sazba	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	-25 bps	3/4/2015

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	PRIBOR 3M	0.31	0.33	0.32	0.33	0.33	0.33
Maďarsko	BUBOR 3M	1.90	1.90	1.70	1.70	2.10	2.40
Polsko	WIBOR 3M	1.65	1.60	1.55	1.60	1.65	1.67

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	CZ10Y	0.66	0.85	0.90	0.95	1.10	1.15
Maďarsko	HU10Y	2.74	3.00	3.20	3.40	3.60	3.80
Polsko	PL10Y	2.12	2.20	2.10	2.20	2.40	2.80

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	EUR/CZK	27.5	27.20	27.50	27.80	27.50	27.50
Maďarsko	EUR/HUF	300	305	310	317	315	310
Polsko	EUR/PLN	4.10	4.18	4.18	4.10	4.10	4.05

HDP

	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	2.4	1.5	1.7	1.8	2.1	2.5	2.5
Maďarsko	3.2	3.4	3.0	2.3	2.7	2.8	2.2
Polsko	3.3	3.1	3.1	3.3	3.3	3.5	3.5

Inflace

	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	0.7	0.1	0.1	0.5	0.4	0.9	1.0
Maďarsko	-0.5	-0.9	-0.9	-0.3	0.2	2.2	2.7
Polsko	-0.3	-1.0	-1.4	-0.7	-0.4	0.6	1.5

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

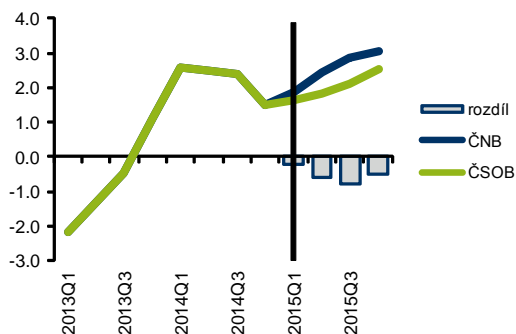
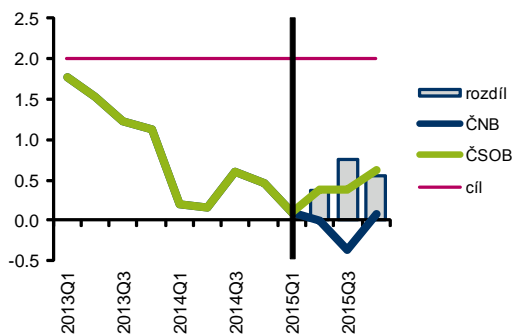
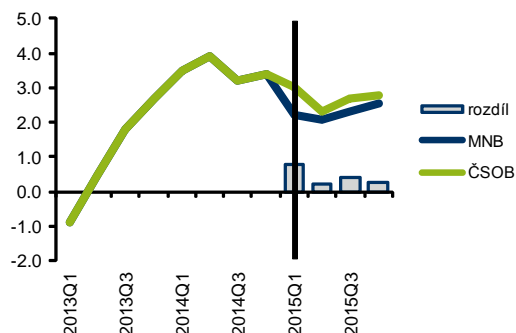
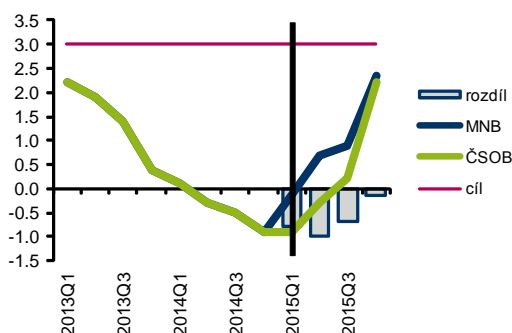
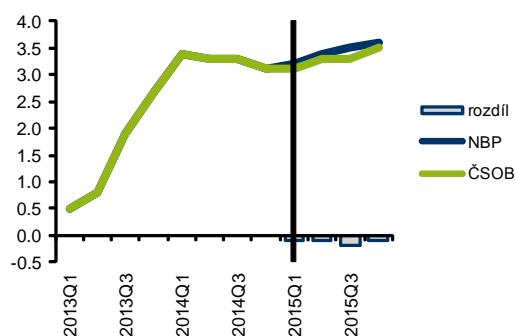
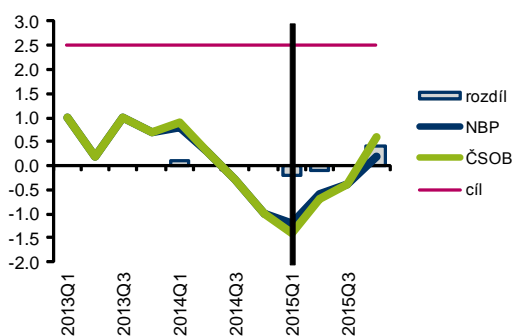
	2015	2016
Česko	1.8	1.7
Maďarsko	4.0	3.8
Polsko	-1.2	-2.0

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

	2015	2016
Česko	-2.4	-2.3
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.