- **Maďarsko**
  MNB překvapila snížením O/N sazby o 25 bazických bodů 2

ČNB si stojí za svým

	Dnes
EUR/CZK	27.19
EUR/HUF	315.5
EUR/PLN	4.22
3M PRIBOR	0.29
3M BUBOR	1.35
3M WIBOR	1.72
10Y CZK	0.74
10Y PLN	2.84
10Y HUF	3.41
3M EURIBOR	-0.04
10Y EMU	0.65

Bankovní rada ČNB na svém zářijovém zasedání podle očekávání ponechala úrokové sazby beze změny a zároveň potvrdila kurzový závazek (s dolní hranicí 27 CZK/EUR) minimálně do druhé poloviny příštího roku. Zajímavým bodem v tomto směru byla na tiskové konferenci zmínka o tom, že bankovní rada diskutovala možnost prodloužení kurzového závazku a rovněž i variantu zavedení záporných úrokových sazeb. V tomto směru zazněly dva podstatné závěry, a sice: 1) je dost času k případnému prodloužení kurzového režimu, 2) ČNB nevidí důvod, proč by musela snížit své sazby do mínusu.

Znamená to tedy, že centrální banka chce i nadále zůstat konzistentní ve svém přístupu a navzdory nutným intervencím na trhu necítí potřebu překvapovat. Dává tak jasně najevo odhodlání bránit dolní kurzovou hranici v rámci svých neomezených možností a zároveň vytváří nejistotu ohledně možného prodloužení stávajícího systému. Je to docela jasný signál pro ty hráče na trhu, kteří sázeli na brzký exit a natlačili korunu k intervenční hranici a jen tak mimochodem v podstatě sami zatlačili tržní úrokové sazby do mínusu právě touto svojí sázkou.

ČNB v tuto chvíli nic k akci neponouká, když na horizontu měnové politiky předpokládá, že protiinflační rizika budou vyvažována příznivějšími údaji z domácí ekonomiky (rychlejší růst HDP a mezd). I když pro následující čtvrtletí ČNB vidí rizika vychýlená protiinflačním směrem, vždy tento vývoj může zdůvodnit volatilitou cen komodit, ať už energetických nebo zemědělských. Diskuse o možném uvolnění měnových podmínek však ani tak nemusí být u konce, zvláště když se rozšíří vzdálenost mezi realitou a inflační prognózou. Téma záporných sazeb centrální banky se tedy nejspíše ještě několikrát vrátí, nicméně stále nepředpokládáme, že na ně v našich podmínkách skutečně dojde.

Zbývá tedy už jen otázka, kdy to všechno skončí… ČNB sice i nadále kurzový závazek potvrzuje jen do druhé poloviny roku, avšak sama předpokládá, že teprve až na horizontu měnové politiky – tedy až na začátku roku 2017 – dojde „k udržitelnému plnění cíle“. To by samo o sobě dávalo smysl uvolnit korunu a vrátit se ke standardní měnové politice. Tento výhled ovšem stojí na předpokladu, že se v ekonomice skutečně zrodí dostatečně silná inflace vracející se dokonce k dvouprocentnímu cíli. S ohledem na náš výhled inflace jsme v tomto směru spíše opatrnější, a tak chuť či potřeba držet korunu na uzdě po delší dobu ze strany centrální banky nejspíše znovu vzroste. Nemělo by proto být až tak velkým překvapením, kdyby se centrální banka rozhodla opustit kurzový režim až v roce 2017.

25. září 2015

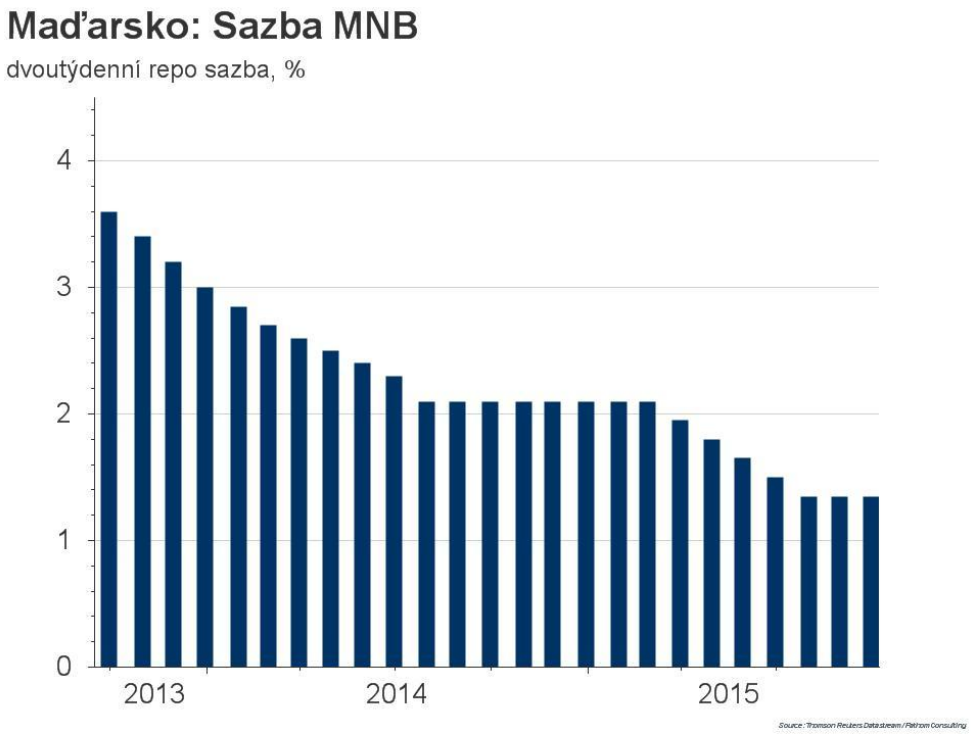
MNB překvapila snížením O/N sazby o 25 bazických bodů

Jan Čermák, Petr Báča

Snížením úroků chce MNB učinit depozitní sazbu méně atraktivní a nasměrovat likviditu na domácí trh dluhopisů.

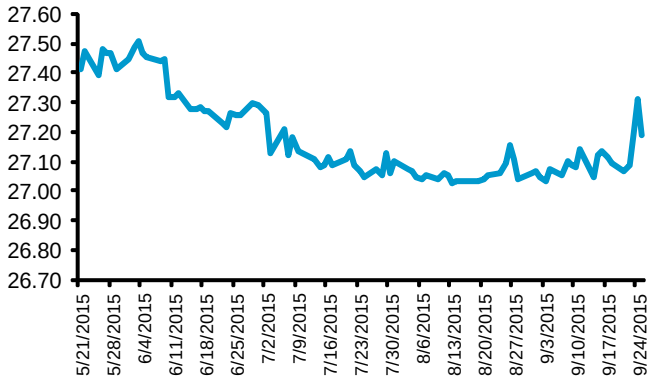
Řádné úterní zasedání maďarské centrální banky mnoho zajímavého tentokrát nepřineslo a to přesto, že MNB publikovala novou kvartální inflační prognózu. V ní byl sice výrazně snížen odhad inflace pro tento a příští rok (z 0,3 % na 0 % v roce 2015 a z 2,4 % na 1,9 % v roce 2016), avšak na politiku centrální banky to nemělo výraznější vliv.

Zajímavější ovšem bylo rozhodnutí maďarské centrální banky snížit jednodenní ("overnight") depozitní sazbu o 25 bps a to dva dny po řádném zasedání. Výsledkem tedy je, že nový koridor pro oficiální sazby činí 0,1 % pro O/N depozitní sazbu a 2,1 % pro zápůjční sazbu MNB. Cílem nebylo uvolnění měnové politiky, ale snaha znevýhodnit úložky "přes noc" v souvislosti se změnou hlavní měnově-politické sazby z dvoutýdenní na tříměsíční. Ta vstoupila v platnost ve středu a jejím hlavním cílem je podpořit další pokles tržních (zejména delších) úrokových sazeb. S tím, jak sazba tříměsíční pokladniční poukázky poklesla po 0,35 %, se MNB začala obávat, že volná likvidita opět začne být bankami ukládána na depozitní (O/N) účet u centrální banky. Krok MNB, který je nicméně de facto redukcí sazeb o 25 bazických bodů, nicméně indikuje, že maďarská centrální banka je odhodlána vyhnat spekulativní zahraniční kapitál ze země a nebojí se přitom ani oslabení forintu, které to může vyvolat.

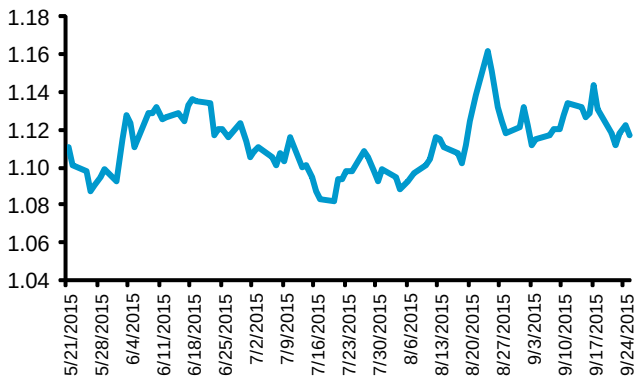


Přehled trhů

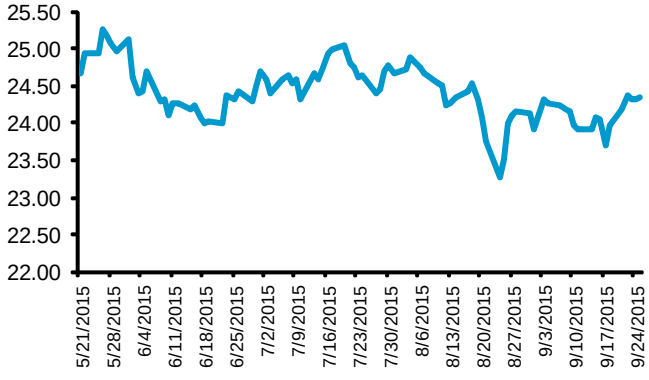
EURCZK



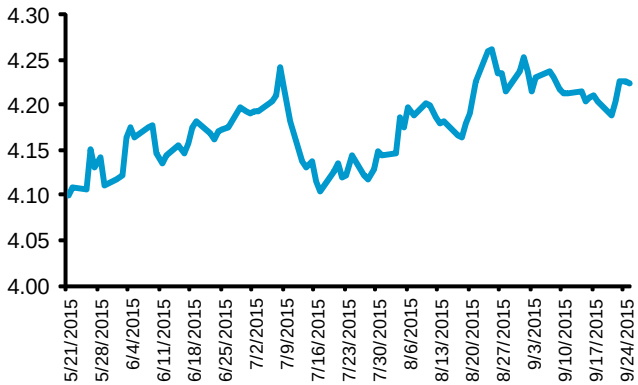
EURUSD



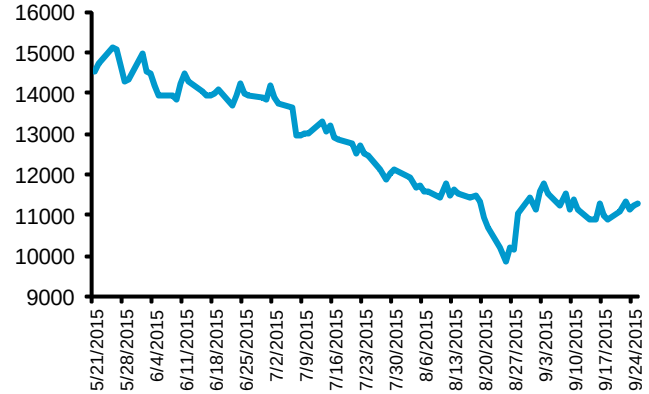
USDCZK



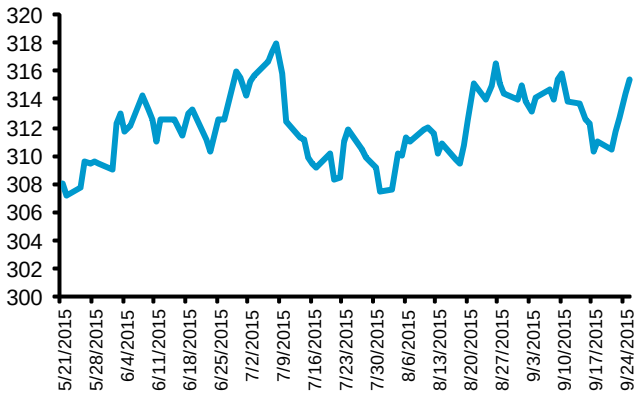
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

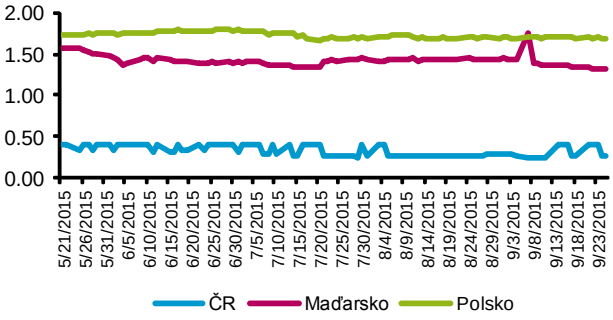


EURHUF

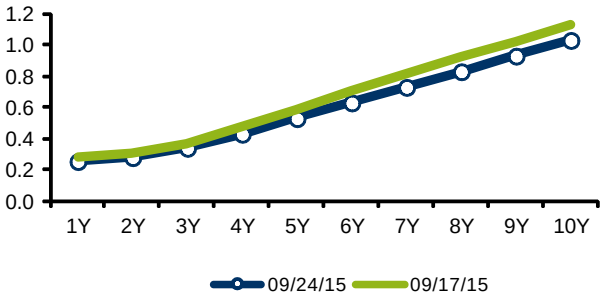


Zdroj: Thomson Reuters

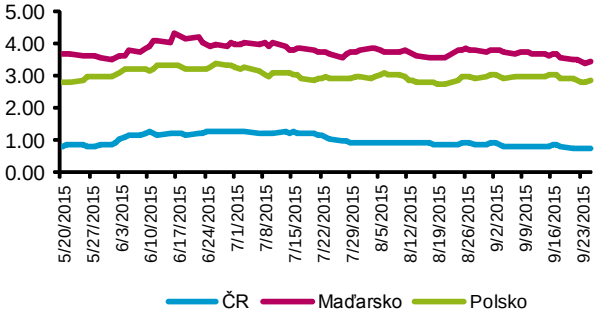
FRA 3x6 (%)



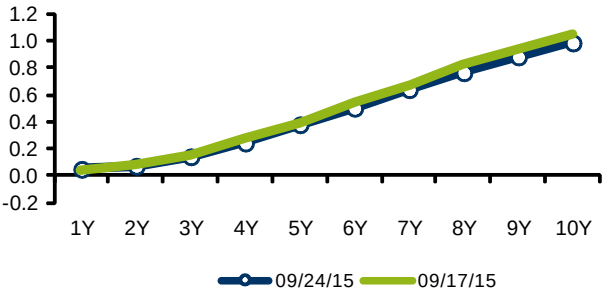
IRS CZK (%)



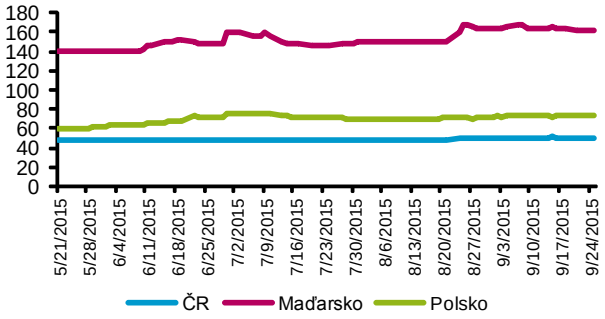
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



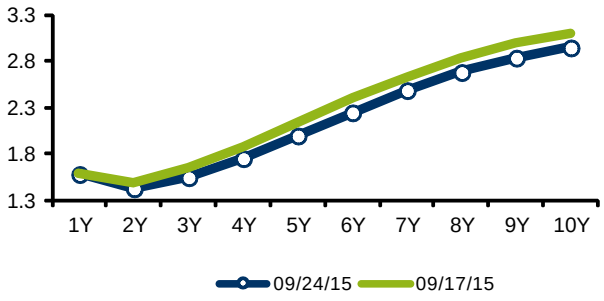
IRS EUR (%)



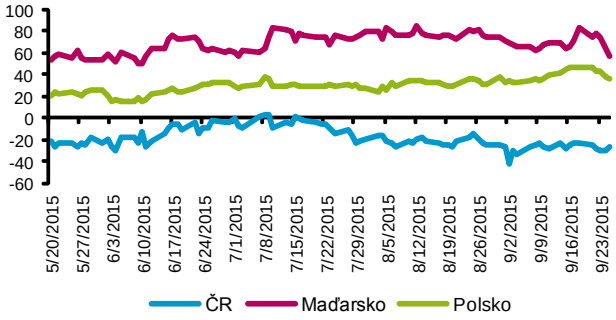
CDS 5Y (bps)



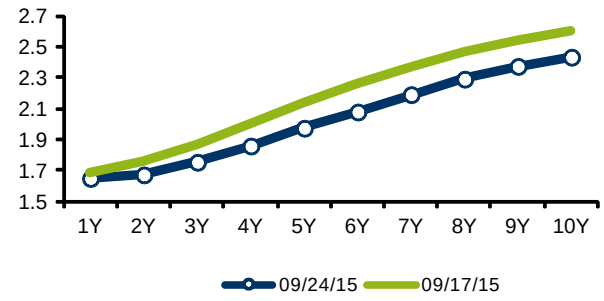
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
USA	28.09.2015	14:30	Osobní příjmy	%	08/2015			0.4		0.4	
USA	28.09.2015	14:30	Osobní výdaje	%	08/2015			0.3		0.3	
USA	28.09.2015	14:30	Deflátor osobní spotřeby	%	08/2015			0	0.3	0.1	0.3
USA	28.09.2015	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	08/2015			0.1	1.3	0.1	1.2
USA	28.09.2015	16:00	Kontrakty na prodej domů	%	08/2015			0.4	7.8	0.5	7.2
Maďarsko	29.09.2015	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	08/2015			6.6		6.8	
EMU	29.09.2015	11:00	Index ekonomické důvěry		09/2015			104.1		104.2	
EMU	29.09.2015	11:00	Index spotřebitelské důvěry		09/2015 *F			-7.1		-7.1	
Německo	29.09.2015	14:00	Inflace	%	09/2015 *P			-0.1	0.1	0	0.2
Německo	29.09.2015	14:00	Harmonizovaná inflace	%	09/2015 *P			-0.1	0	0	0.1
USA	29.09.2015	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí	%	07/2015			5.1		4.97	
USA	29.09.2015	16:00	Spotřebitelská důvěra		09/2015			96		101.5	
Německo	30.09.2015	8:00	Maloobchodní tržby	%	08/2015			0.2	3.2	1.4	3.3
Francie	30.09.2015	8:45	Výrobní ceny	%	08/2015					-0.1	-1.6
ČR	30.09.2015	9:00	HDP	%	2Q/2015 *F			0.9	4.4	1	4.4
Maďarsko	30.09.2015	9:00	Výrobní ceny	%	08/2015					-0.7	0.3
Německo	30.09.2015	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	09/2015			6.4		6.4	
ČR	30.09.2015	10:00	Peněžní zásoba M2	%	08/2015						6.5
EMU	30.09.2015	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	08/2015			10.9		10.9	
EMU	30.09.2015	11:00	Inflace	%	09/2015 *P				0		0.1
EMU	30.09.2015	11:00	Jádrová inflace	%	09/2015 *P				0.9		0.9
USA	30.09.2015	14:15	ADP report z trhu práce	tis.,nsa	09/2015			188		190	
USA	30.09.2015	15:45	Index nákupních manažerů z Chicaga		09/2015			53.1		54.4	
Polsko	01.10.2015	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		09/2015			52.2		51.1	
Maďarsko	01.10.2015	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		09/2015					50.7	
ČR	01.10.2015	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		09/2015			56		56.6	
Francie	01.10.2015	9:50	Index nákupních manažerů v průmyslu		09/2015 *F			50.4		50.4	
Německo	01.10.2015	9:55	Index nákupních manažerů v průmyslu		09/2015 *F			52.5		52.5	
EMU	01.10.2015	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		09/2015 *F			52		52	
ČR	01.10.2015	14:00	Rozpočtové saldo	mld. CZK	09/2015					19	
USA	01.10.2015	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	09/2015					267	
USA	01.10.2015	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	09/2015					2242	
USA	01.10.2015	16:00	Stavební výdaje	%	08/2015			0.6		0.7	
USA	01.10.2015	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM		09/2015	49.5		50.6		51.1	
USA	01.10.2015	16:00	Cenový subindex ISM		09/2015			40		39	
USA	01.10.2015	23:00	Prodej domácích automobilů	mil. USD	09/2015			13.8		13.8	
USA	01.10.2015	23:00	Celkový prodej automobilů	mil. USD	09/2015			17.5		17.72	
Maďarsko	02.10.2015	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	07/2015 *F					674	
EMU	02.10.2015	11:00	Výrobní ceny	%	08/2015			-0.6	-2.5	-0.1	-2.1
USA	02.10.2015	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství	tis.,nsa	09/2015	204		200		173	
USA	02.10.2015	14:30	Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru	tis.,nsa	09/2015	200		196		140	
USA	02.10.2015	14:30	Míra nezaměstnanosti	%	09/2015			5.1		5.1	
USA	02.10.2015	14:30	Průměrná hodinová mzda	%	09/2015			0.2	2.4	0.3	2.2
USA	02.10.2015	16:00	Tovární zakázky	%	08/2015			-1		0.4	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	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*	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	1.35	1.35
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	*1.03*	0.64	1.30	1.25	1.30	1.40
Maďarsko	HU10Y	*3.01*	2.71	3.45	3.40	3.60	3.80
Polsko	PL10Y	*2.52*	2.12	3.01	2.45	2.40	2.80

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	EUR/CZK	*27.2*	27.57	27.35	27.10	27.05	27.00
Maďarsko	EUR/HUF	*315*	300	315	310	310	309
Polsko	EUR/PLN	*4.22*	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	4.1	3.9	2.2
Maďarsko	3.2	3.4	3.5	2.7	2.8	2.9	2.4
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	0.2	0.7	1.5
Maďarsko	-0.5	-0.9	-0.6	0.6	0.1	2.2	2.2
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	6.0	4.5
Polsko	-1.2	-2.0

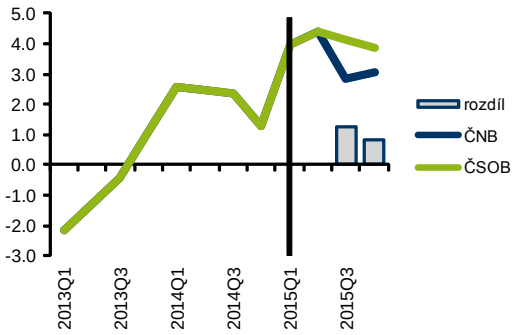
Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	2015	2016
Česko	-1.6	-1.3
Maďarsko	-2.3	-2.1
Polsko	-3.0	-2.5

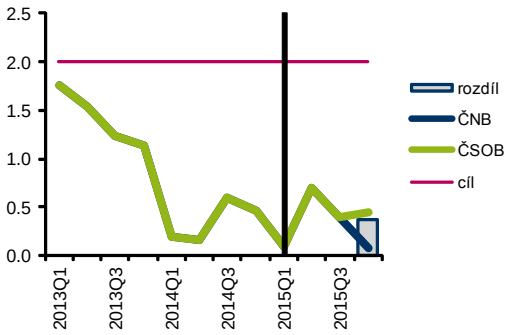
Zdroj dat: ČSOB, Bloomberg

Výhledy centrálních bank

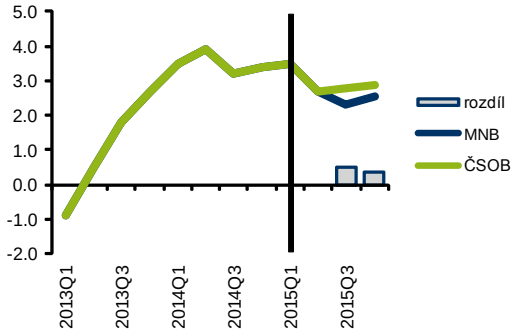
CZ: Výhled na růst HDP (y/y, %)



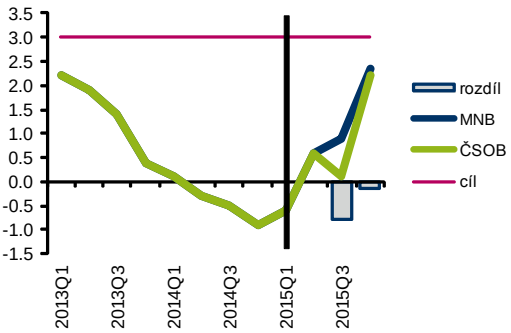
CZ: Výhled na inflaci (y/y, %)



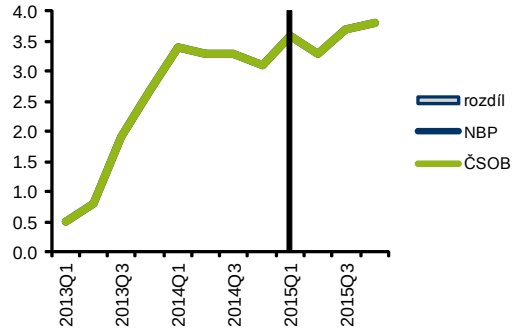
HU: Výhled na růst HDP (y/y, %)



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.