



● Maďarsko

MNB naznačuje dlouhé období stabilních sazeb 2

● Polsko

Polské parlamentní volby – mají se trhy něčeho obávat? 3

Draghi versus polské volby

	Dnes
EUR/CZK	27,08
EUR/HUF	309,9
EUR/PLN	4,25
3M PRIBOR	0,29
3M BUBOR	1,35
3M WIBOR	1,73
10Y CZK	0,56
10Y PLN	2,66
10Y HUF	3,48
3M EURIBOR	-0,06
10Y EMU	0,52

Šéf ECB zasypal trhy salvou holubičích výroků, které podlomily nohy euru. Jaký ohlas mohou mít ve střední Evropě? Pro většinu středoevropských aktiv (měn, dluhopisů) od Polska po Maďarsko by měl být "Draghiho efekt" automaticky pozitivní - levnější eura za jinak nezměněných podmínek zpravidla zesilují příliv peněz do regionu. V Polsku ale v nejbližších dnech pravděpodobně převáží vliv politiky - trhy budou s napětím sledovat výsledek víkendových voleb a především povolební vyjednávání. Riziko, že nová polská vláda bude ostře vystupovat proti zájmům zahraničních investorů a zavede řadu drahých "populistických" opatření nakonec není vůbec malé. Zvláště pokud by opoziční Právo a Spravedlnost (PiS) získala více jak 50 % křesel v Sejmu, mohou být trhy hodně nervózní (viz text uvnitř týdeníku).

O něco komplikovanější je také situace v Česku. Za normálních podmínek by byla výraznější měnová expanze ECB vstupenkou k ziskům koruny. V dnešní době ale může takový krok vyvolat i pravý opak. Na Příkopech si ho totiž ČNB může vzít jako další důvod, proč oddálit exit z intervenčního režimu nebo dokonce proč vážněji zvažovat alternativu zavedení záporných sazeb.

MNB naznačuje dlouhé období stabilních sazeb

David Nemeth, Petr Báča

MNB říká, že sazby zůstanou beze změny do druhé poloviny roku 2017.

Je to realistické?

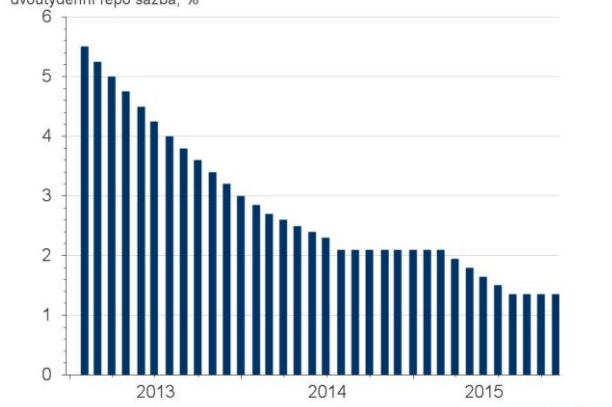
Maďarská centrální banka ponechala na úterním zasedání úrokové sazby dle očekávání beze změny a výraznějších úprav nedoznalo ani tiskové prohlášení zveřejněné po jednání. MNB stále očekává pozvolný růst inflace k cíli, kterého by mohla dosáhnout na konci horizontu prognózy (polovina roku 2017). Bankovní rada přitom naznačila i relativně malé obavy z vývoje ve vnějším prostředí (což je zajímavé) a jedinou zásadnější změnou tak je prodloužení či upřesnění "závazku" ponechat sazby beze změny až do druhé poloviny roku 2017.

Domníváme se, že uvedený "závazek" může být přece jen příliš silný. Míra inflace sice může zůstat pod cílem až do roku 2017, ale chystané zvyšování sazeb v USA může ovlivnit investory v jejich přístupu k rizikovějším trhům (jako například těm maďarským). Kromě toho platí, že ačkoliv potřeba externího financování maďarské ekonomiky může v příštím roce dále klesat, tak zcela nezmizí. Z toho podle nás vyplývá riziko možného dřívějšího zvyšování oficiálních úrokových sazeb, než naznačuje MNB.

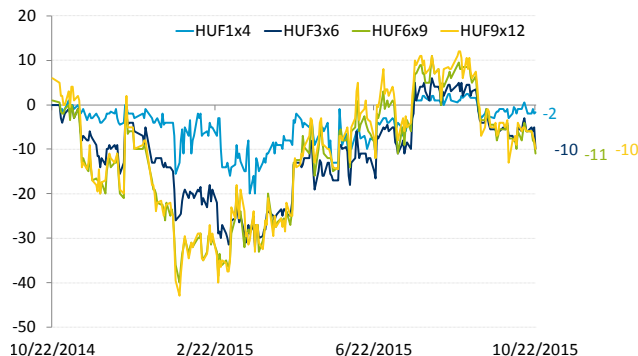
Co se týče snižování úrokových sazeb, tak ani tuto možnost nelze zcela vyloučit. Mohlo by k němu dojít, pokud Fed odloží plánované zvýšení sazeb či pokud ECB sáhne k agresivnějšímu uvolnění měnové politiky (rizika v tomto směru zřetelně rostou). Na snížení sazeb bychom však nevsázeli dříve než v prvním čtvrtletí 2016, neboť případné oslabení forintu je nežádoucí z hlediska výpočtu výše veřejného dluhu v cizích měnách pro statistiky ke konci roku.

Maďarsko: Sazba MNB

dvoutýdenní repo sazba, %



HU: FRA - BUBOR (bps)



Polské parlamentní volby – mají se trhy něčeho obávat?

Jan Čermák

Polské parlamentní volby jsou za dveřmi a některé trhy v čele s polským zlotým to již lehce cítí. Předvolební průzkumy totiž naznačují, že trhy oblíbená Občanská platforma (OP) zřejmě nebude formovat příští vládu. Naopak, vládní otěže může po osmi letech převzít křesťansko-národnostní strana Právo a spravedlnost (PiS). Ta již na jaře díky A. Dudovi vyhrála volby prezidentské a tak pokud by PiS byla sama schopna postavit vládu, mohou Polsko čekat poměrně výrazné změny v hospodářské politice. Ty mohou zahrnovat nejen rozpočtové a strukturální změny, ale také posun v akcentech politiky centrální banky.

PiS jasně vede – sestaví však sama vládu?

Pohled na předvolební průzkumy ale třeba i na kurzy sázkových kanceláří ukazuje, že o vítězi nedělních parlamentních voleb netřeba pochybovat. Bude jím tentokrát opoziční strana Právo a spravedlnost, přičemž je téměř jisté, že současné vládní koalice – Občanská platforma a Lidová strana – nebudou schopny utvořit v novém Sejmu nadpoloviční většinu. Otázka naopak zní, zdali PiS bude sama schopna postavit většinovou vládu. Každopádně trhy by se měly připravit na změnu vlády, která může být poměrně výrazná, pokud PiS bude moci vládnout sama a to ještě se stranickým prezidentem v zádech.

Polsko čekají strukturální změny i expanzivnější rozpočet.

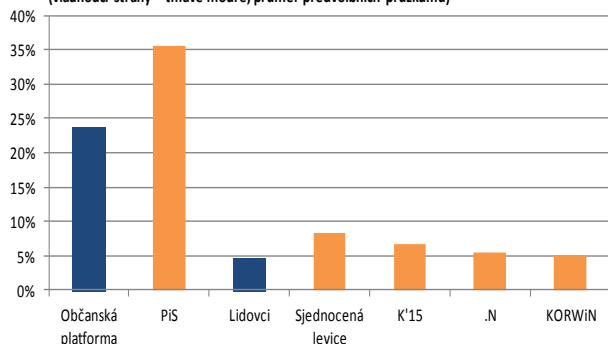
Změna vlády nepochybně povede v příštím volebním období k řadě strukturálních změn, ale také velmi pravděpodobně k expanzivnější rozpočtové politice. Z některých změn mohou být trhy nervózní. Jsou to například úvahy inspirované maďarskými zásahy v podobě uvalení dodatečných daní na velké maloobchodní řetězce, banky či otázka hypoték domácností ve švýcarských francích. Pokud by PiS všechny své záměry realizovala, tak schodek veřejných financí zcela určitě překročí 3 % HDP a Polsko by se tak dostalo do hledáčku Evropské komise, resp. hrozila by mu řízení o nadměrném (rozpočtovém) schodku.

Nový Sejm zásadně obmění vedení NBP a to velmi brzy.

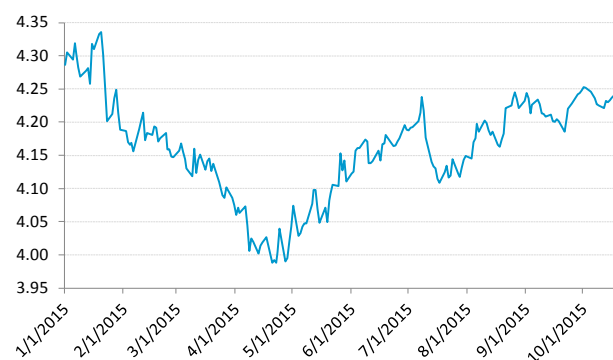
Polské volby jsou také o personálním složení vedení centrální banky (NBP). K němu přitom může dojít již velmi brzo. Nový polský parlament má na počátku příštího roku jmenovat 6 z 10 členů vedení NBP a v roce 2016 bude mít možnost společně s prezidentem jmenovat i guvernéra NBP. Veřejným tajemstvím je, že ten současný (Marek Belka) to nebude. V případě totálně obměněného vedení NBP tak může mít zlotý minimálně dočasně obavu, že měnová politika centrální banky bude ve vleku té vládní. Nicméně dobře zavedený režim inflačního cílení nabourán nebude a tak strach z personálních změn v NBP by měl časem pominout.

Předvolební průzkumy - polský parlament

(vládní strany = tmavě modře, průměr předvolebních průzkumů)

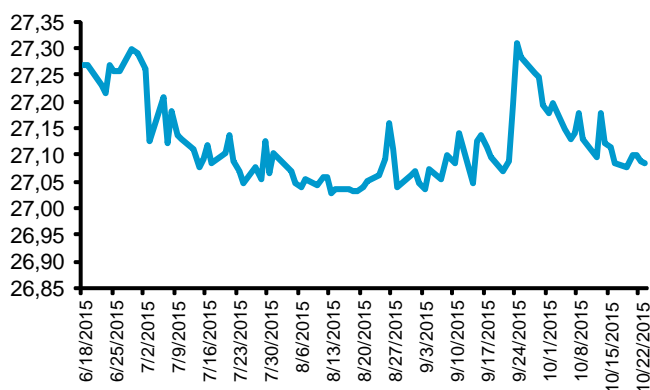


EURPLN

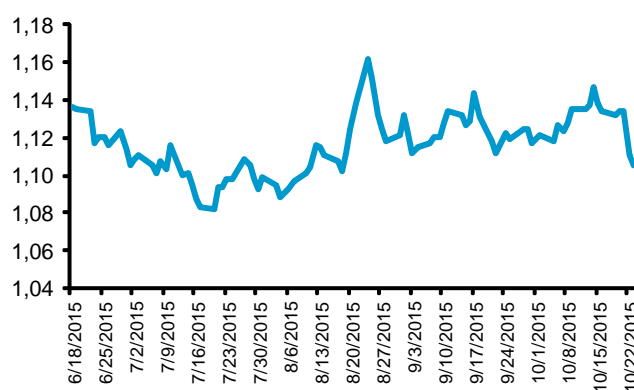


Přehled trhů

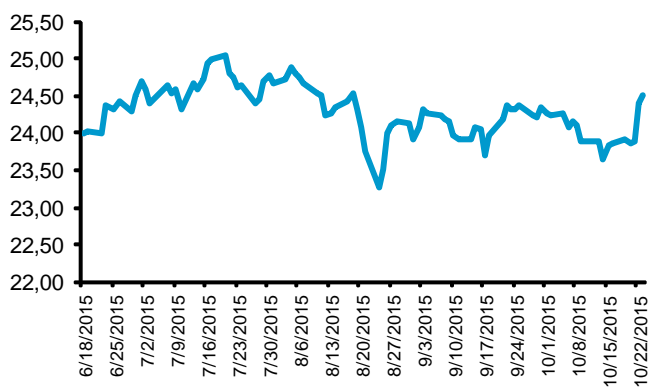
EURCZK



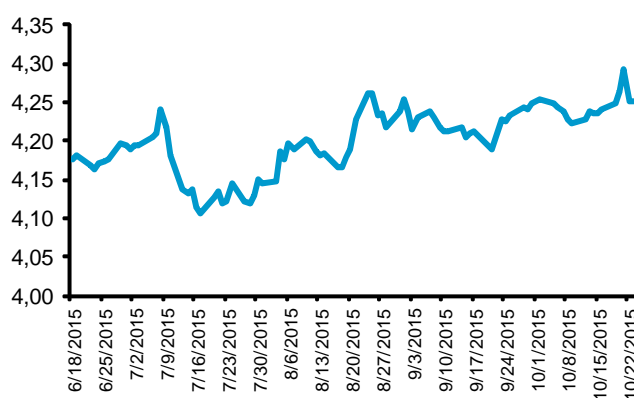
EURUSD



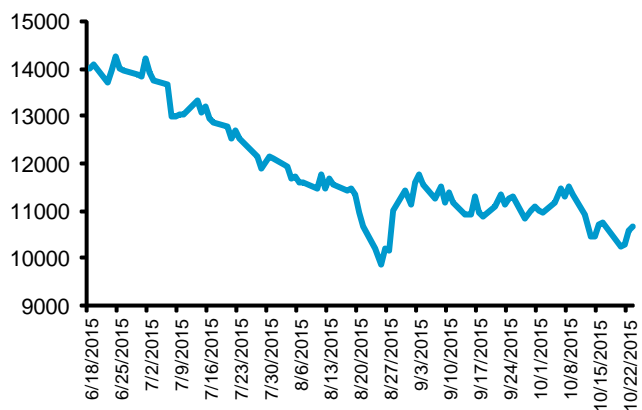
USDCZK



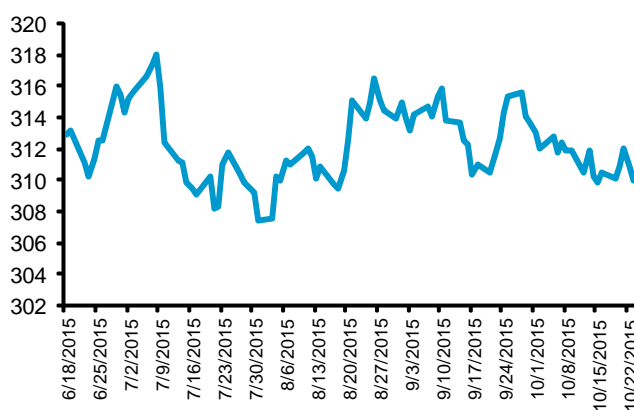
EURPLN



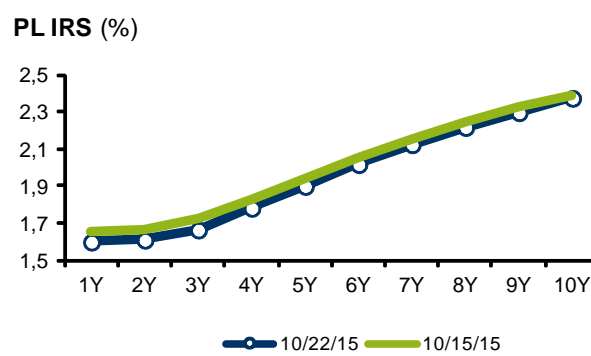
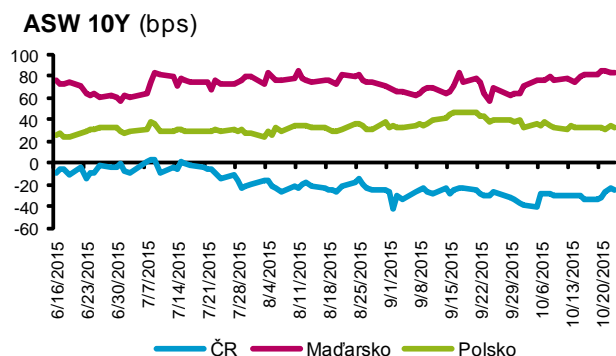
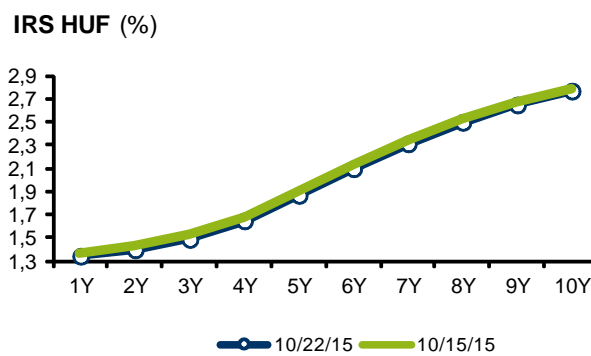
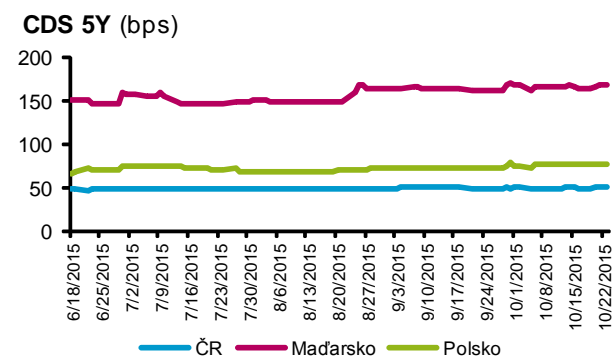
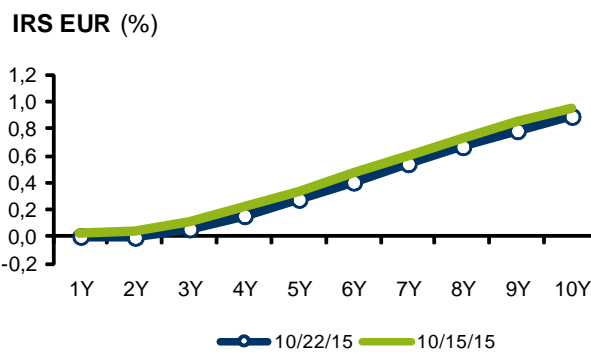
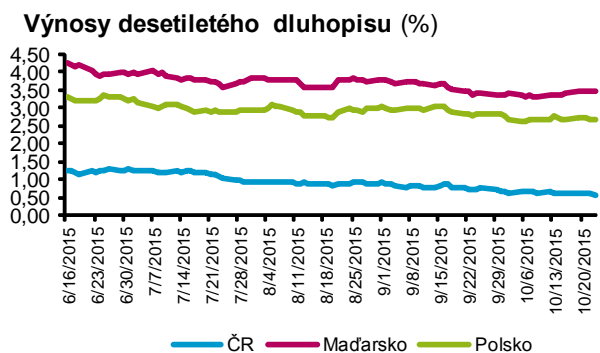
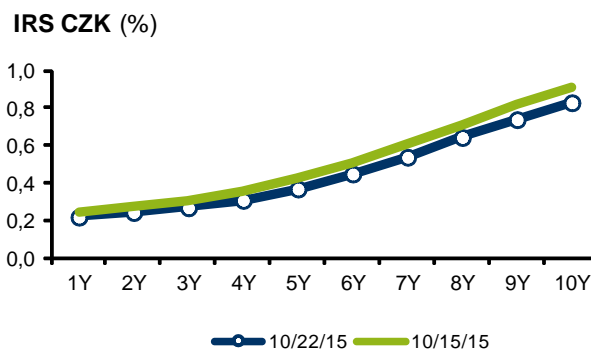
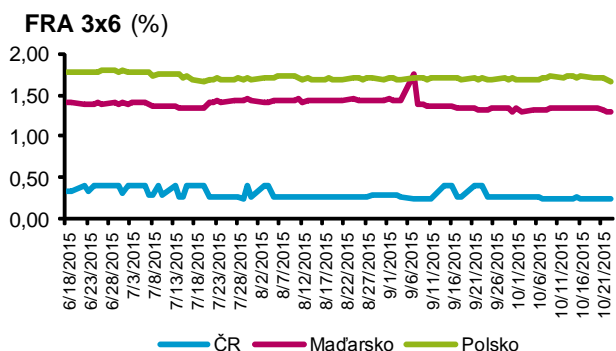
DIESEL (CZK/t)



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	26.10.2015	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo		10/2015			107,8		108,5	
Německo	26.10.2015	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)		10/2015			113,5		114	
Německo	26.10.2015	10:00	Index Ifo (očekávání)		10/2015			102,3		103,3	
EMU	26.10.2015	11:45	Projev Mersche v Bruselu	ECB	10/2015						
USA	26.10.2015	15:00	Prodej nových domů	tis.	09/2015			545		552	
EMU	27.10.2015	10:00	Peněžní zásoba M3	%	09/2015				5		4,8
USA	27.10.2015	13:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby	%	09/2015			-1,2		-2	
USA	27.10.2015	13:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostř.	%	09/2015			0		0	
USA	27.10.2015	14:00	S&P/CS Index cen nemovitostí	%	08/2015			5,1		4,96	
USA	27.10.2015	15:00	Spotřebitelská důvěra		10/2015			102,4		103	
USA	27.10.2015	22:00	Kvartální zisk Apple	USD	3Q/2015						
EMU	27.10.2015	23:00	Proje Coeura v Mexico City	ECB	10/2015						
Německo	28.10.2015	8:00	Spotřebitelská důvěra GfK		11/2015			9,4		9,6	
Francie	28.10.2015	8:45	Index spotřebitelské důvěry		10/2015			97		97	
Maďarsko	28.10.2015	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	09/2015			6,6		6,7	
EMU	28.10.2015	10:15	Projev Praeta v Rize	ECB	10/2015						
EMU	28.10.2015	15:45	Projev Constancia v Berlíně	ECB	10/2015						
USA	28.10.2015	19:00	Zasedání FOMC	%	10/2015			0,25		0,25	
Německo	29.10.2015	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	10/2015			6,4		6,4	
EMU	29.10.2015	11:00	Index ekonomické důvěry		10/2015			105		105,6	
EMU	29.10.2015	11:00	Index spotřebitelské důvěry		10/2015 *F			-7,7		-7,7	
USA	29.10.2015	13:30	HDP	%	3Q/2015 *A			1,7		3,9	
USA	29.10.2015	13:30	Soukromá spotřeba	%	3Q/2015 *A			3,3		3,6	
USA	29.10.2015	13:30	Cenový index HDP	%	3Q/2015 *A			1,4		2,1	
USA	29.10.2015	13:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	3Q/2015 *A			1,4		1,9	
USA	29.10.2015	13:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	10/2015					259	
USA	29.10.2015	13:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	10/2015					2170	
Německo	29.10.2015	14:00	Inflace	%	10/2015 *P			-0,1	0,2	-0,2	0
Německo	29.10.2015	14:00	Harmonizovaná inflace	%	10/2015 *P			-0,1	0,1	-0,3	-0,2
USA	29.10.2015	15:00	Kontrakty na prodej domů	%	09/2015			1	7,2	-1,4	6,7
Německo	30.10.2015	8:00	Maloobchodní tržby	%	09/2015			0,4	3,4	-0,4	2,5
Francie	30.10.2015	8:45	Výrobní ceny	%	09/2015					-0,9	-2,1
Maďarsko	30.10.2015	9:00	Výrobní ceny	%	09/2015					-0,5	-0,8
ČR	30.10.2015	10:00	Peněžní zásoba M2	%	09/2015						6,4
EMU	30.10.2015	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	09/2015			11		11	
EMU	30.10.2015	11:00	Inflace	%	10/2015 *P				0		-0,1
EMU	30.10.2015	11:00	Jádrová inflace	%	10/2015 *P				0,9		0,9
USA	30.10.2015	13:30	Osobní příjmy	%	09/2015			0,2		0,3	
USA	30.10.2015	13:30	Osobní výdaje	%	09/2015			0,2		0,4	
USA	30.10.2015	13:30	Deflátor osobní spotřeby	%	09/2015			-0,1	0,2	0	0,3
USA	30.10.2015	13:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	09/2015			0,2	1,4	0,1	1,3
USA	30.10.2015	14:45	Index nákupních manažerů z Chicaga		10/2015			49,5		48,7	
USA	30.10.2015	15:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		10/2015 *F			92,5		92,1	
USA	30.10.2015	15:00	Projev Williamse ve Washingtonu	Fed	10/2015						
USA	30.10.2015	16:25	Projev George o struktuře federálních rezerv	Fed	10/2015						

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	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	0,26	0,28	0,28
Maďarsko	BUBOR 3M	1,35	1,89	1,41	1,35	2,10	2,40
Polsko	WIBOR 3M	1,73	1,65	1,72	1,73	1,65	1,67

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	CZ10Y	0,81	0,64	1,30	0,98	1,15	1,20
Maďarsko	HU10Y	2,75	2,71	3,45	2,93	3,60	3,80
Polsko	PL10Y	2,37	2,12	3,01	2,50	2,40	2,80

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	EUR/CZK	27,1	27,57	27,35	27,19	27,05	27,00
Maďarsko	EUR/HUF	310	300	315	314	315	310
Polsko	EUR/PLN	4,25	4,07	4,19	4,25	4,15	4,10

HDP (meziročně, %)

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

Inflace (meziročně, %, konec období)

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

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

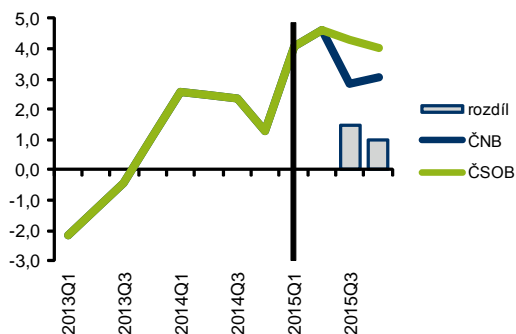
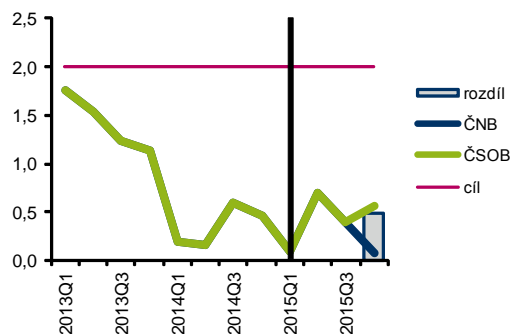
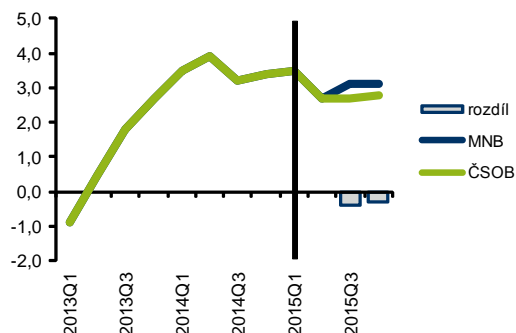
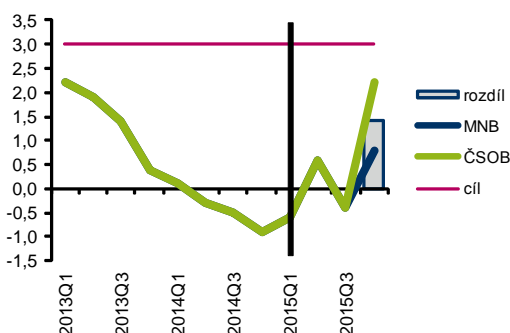
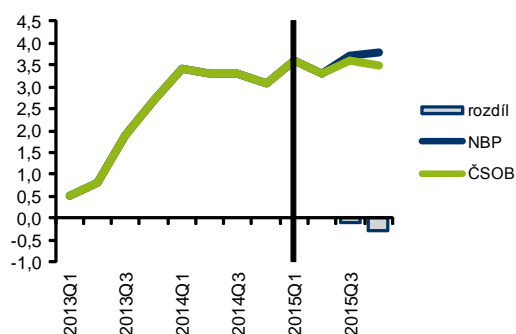
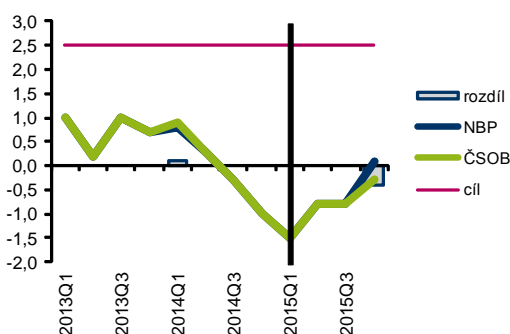
	2015	2016
Česko	1,5	1,5
Maďarsko	6,0	4,5
Polsko	-1,2	-2,0

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.