



• Střední Evropa

Drahý švýcarský frank: problém spíše pro zlotý než forint 2

Deflace v Maďarsku i v Polsku se prohlubuje 3

Švýcarský exit - odstrašující lekce pro ČNB a českého exportéra

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	27.84	→	↗
EUR/HUF	320.6	→	↗
EUR/PLN	4.33	→	↗
3M PRIBOR	0.33	→	→
3M BUBOR	2.10	→	→
3M WIBOR	2.03	→	→
10Y CZK	0.52	→	↗
10Y PLN	2.24	→	↗
10Y HUF	3.31	→	↗
3M EURIBOR	0.06	→	→
10Y EMU	0.45	↗	→

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

39 % za patnáct minut. Ano, přesně o tolik ve čtvrtek posílil švýcarský frank poté, co tamní centrální banka zcela nečekaně rozhodla o tom, že zruší intervence namířené proti posilování kurzu domácí měny (pod úroveň EURCHF 1,20). Teorie "černých labutí", jež čas od času přilétají na finanční trhy, se tak včera opět naplno zhmotnila před zraky zkoprnělých devizových dealerů. Ani ti nejdéle sloužící veteráni mezi nimi si přitom jistě nevzpomenou na to, že by některá z nejlividnějších měn vyspělého světa dokázala během čtvrtroční posílit o desítky procent. Takový okamžik možná nastal někdy po rozpadu bretonwoodského systému směnných kurzů v průběhu sedmdesátých let 20. století, ale to už na trhu pamatuje opravdu málokdo - tím spíše, že u nás žádný takový ani nebyl.

Odhlédneme-li pak od globálních aspektů včerejšího kroku SNB, tak nelze zapomenout na vzkaz, který šokující zpevnění franku vysílá k nám domů. Ten totiž poukazuje na to, jak složité může být opuštění nestandardní expanzivní politiky - třeba v podobě cílených intervencí proti vlastní měně. Včerejší pohyb franku je pak především vykřičník pro české exportéry, neboť ČNB dnes uplatňuje velmi obdobnou měnovou politiku jako SNB ještě do předvčerejška. Členové bankovní rady ČNB si přitom stále naivně myslí a hlavně všude kudy chodí, hlásají, že exit z této měnové strategie bude v podstatě hladkou záležitostí. Opak je pravdou, což včera trh všem jasně ukázal. O tom, že exit z intervenční politiky může být naopak velmi bolestivý, by ale hlavně měli vědět ti čeští (kurzově nezajištění) vývozci, kteří stále (stejně jako třeba švýcarští vývozci včera ráno) věří konejšivým "rozprávám" domácích centrálních bankéřů.

Drahý švýcarský frank: problém spíše pro zlotý než forint

Jan Čermák, Petr Báča

Švýcarský frank překvapivě posílil.

Překvapivý švýcarský exit z intervenčního režim, který okamžitě vedl ke skokovému posílení švýcarského franku, dostal do defenzivy i dvě měny ve střední Evropě – polský zlotý a maďarský forint. Regionální devizové trhy totiž začaly spekulovat na to, že v důsledku drahého franku budou mít maďarské a polské domácnosti problémy, neboť mají výraznou část svých půjček (zejména hypoték) ve švýcarské měně. Je tomu tak opravdu a je tudíž oslabení forintu a zlotého (nejen vůči franku), ale zejména vůči euru a potažmo koruně opodstatněné? Podle našeho názoru zejména v případě forintu nikoliv.

Rozhodnutí NBP nepředstavuje pro forint velké riziko.

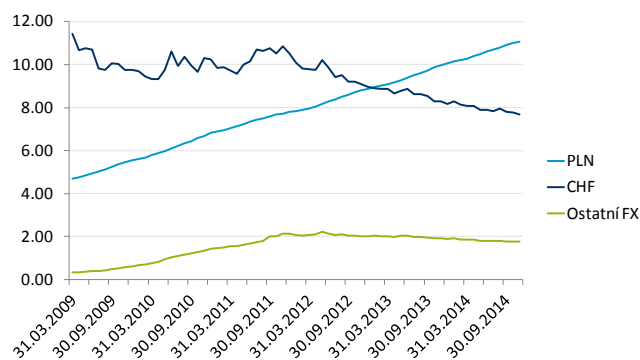
Začněme nejprve forintem, resp. situací maďarských domácností. Trhy mají totiž stále ještě v živé paměti, kterák během finanční krize 2007-2009 zasadilo zhodnocení franku vůči forintu těžkou ránu domácnostem, neboť si napůjčovaly velké objemy půjček ve švýcarských francích. Jejich objem činil okolo 16 % HDP. Hlavním bodem programu Orbánových vlád posledních let však byl tento problém, který vedl k velké zranitelnosti maďarské ekonomiky a finančního systému, zcela potlačit. To se nakonec za pomoci částečného přenesení ztrát na maďarské banky nakonec opravdu podařilo. Výsledkem je, že půjčky domácností ve švýcarských francích dnes činí jen 0,7 mld. euro neboli jen okolo 0,7 % HDP. Zbývající půjčky v CHF se týkají převážně spotřebitelských půjček a půjček na auta. Z tohoto úhlu pohledu rozhodnutí švýcarské centrální banky nepředstavuje pro forint opravdu velké riziko.

V Polsku vystoupal podíl hypoték ve švýcarských francích na HDP na 8 %.

V polském případě již situace tak optimistická není, avšak přece jenom díky několikaletému zákazu NBP poskytovat hypotéky v cizích měnách není až tak dramatická (přičemž se v čase zlepšuje). Podobně jako v Maďarsku, tak i v Polsku byly v minulosti velmi populární hypotéky v této měně, takže podíl hypoték ve švýcarských francích na HDP vystoupal na 8 %. Fundamentálně vzato je tedy švýcarský exit daleko větší problém pro zlotý a polskou ekonomiku než pro maďarskou. Prudké posílení CHF (pokud vydrží) tedy představuje riziko pro zlotý, které je zesíleno i extrémně nízkou polskou inflací (za prosinec meziroční inflace -1,0 %). Ta zvyšuje pravděpodobnost, že NBP opět sníží úrokové sazby.

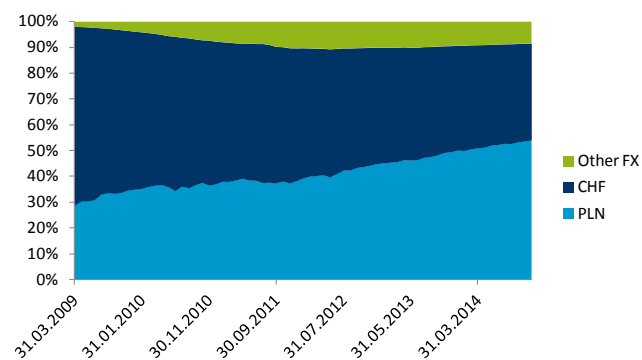
PL: Hypotéky a jejich podíl na HDP

v %, rok 2014 založen na odhadu pro nominální HDP



Polsko: Hypotéky podle měny

zdroj: NBP



Deflace v Maďarsku i v Polsku se prohlubuje

Petr Báča, Jan Čermák

Ceny v Polsku meziročně klesají již o procento.

Polská inflace rovněž překvapila směrem dolů, ačkoliv zdaleka ne tak výrazně, jako inflace maďarská. Ceny meziměsíčně klesaly o 0,3 % a meziroční inflace dosáhla hodnoty -1 %. Hlavním překvapením z hlediska struktury (celkově jsme čekali růst cen o desetinu procentního bodu rychlejší) pro nás bylo výraznější zlevnění pohonných hmot, než se kterým jsme počítali. Menší deflační překvapení přišlo i od cen oblečení a obuvi.

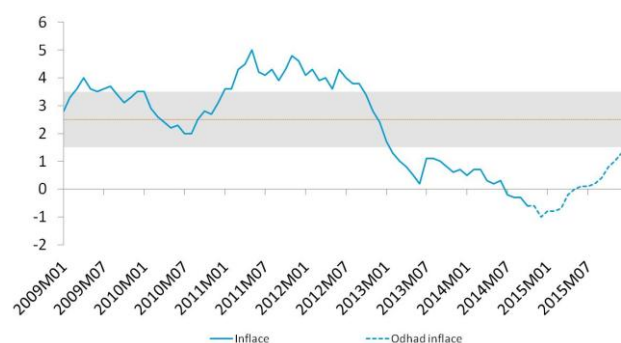
Celkově vzato prosincové číslo znamená, že období deflace v Polsku se prodlužuje. Pokud vezmeme v úvahu riziko vyplývající z dalšího možného poklesu cen ropy, tak Polsko může v deflaci setrvat i ve většině letošního roku.

V Maďarsku činila meziroční míra inflace minus 0,9 %.

Míra inflace zakončila minulý rok v Maďarsku v daleko zápornějších hodnotách, než se všeobecně očekávalo. V prosinci činila meziroční míra inflace minus 0,9 %, přičemž na tomto výsledku se jako všude nepodílely jen padající ceny benzínu, ale především potraviny. Ty překvapivě meziměsíčně poklesly o 0,7 %. Dodejme, že jádrová inflace zůstává stále kladná (meziročně 0,8 %), ale výrazně pod cílem MNB. Prosincová inflační data každopádně významně přepsala inflační výhled Maďarska pro rok 2015. V následujících několika měsících tak inflace zůstane v záporném teritoriu, přičemž teprve na konci roku vystoupá k 1 %. Odhad celoroční průměrné míry inflace jsme tedy museli snížit na 0,2 %.

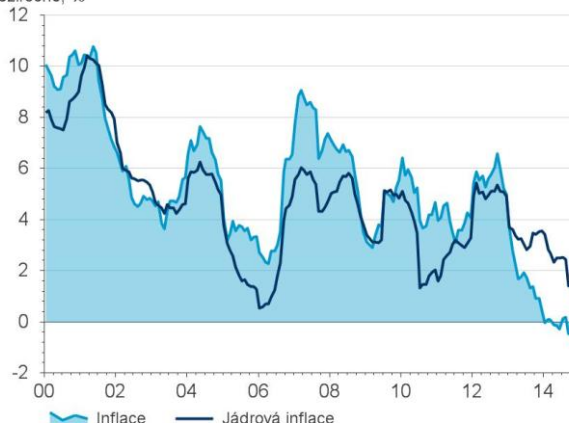
PL: Inflace a inflační očekávání

meziročně v %; šedá oblast označuje toleranční pásmo NBP, oranžová čárkovaná čára inflační cíl



Maďarsko: Inflace

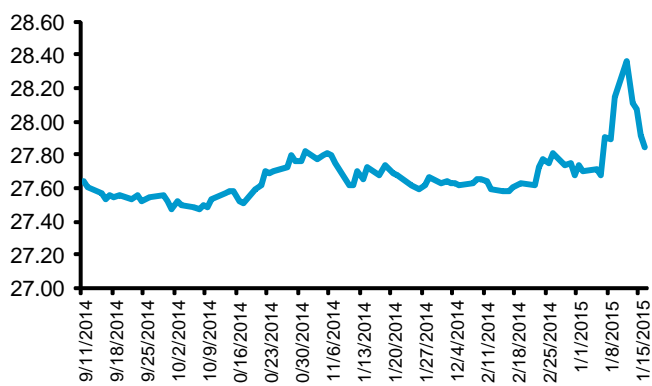
meziročně, %



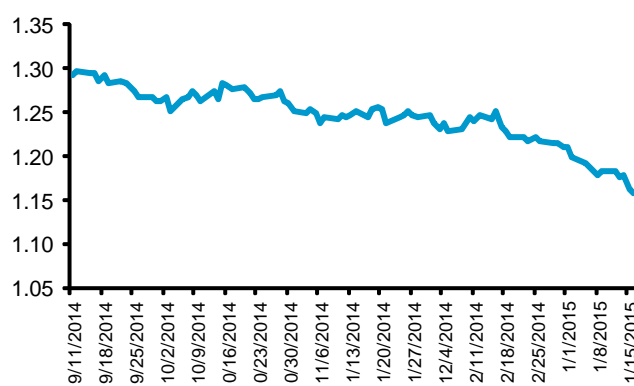
Source: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

Přehled trhů

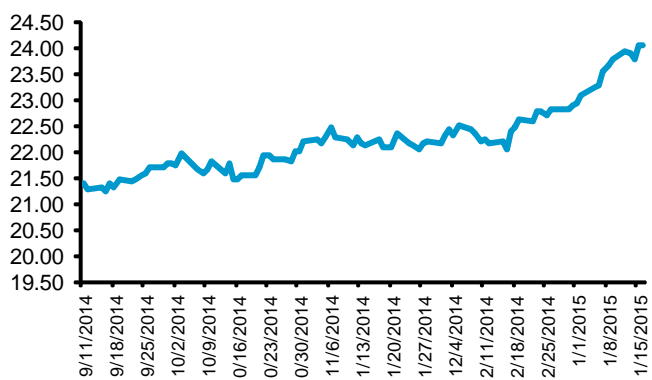
EURCZK



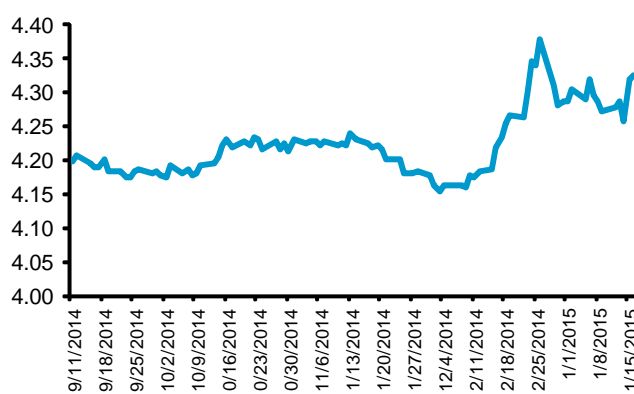
EURUSD



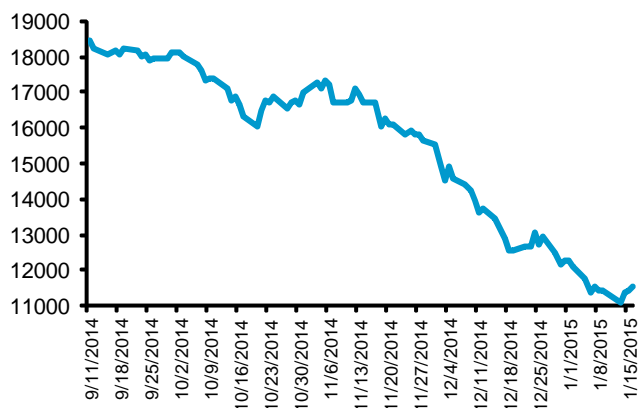
USDCZK



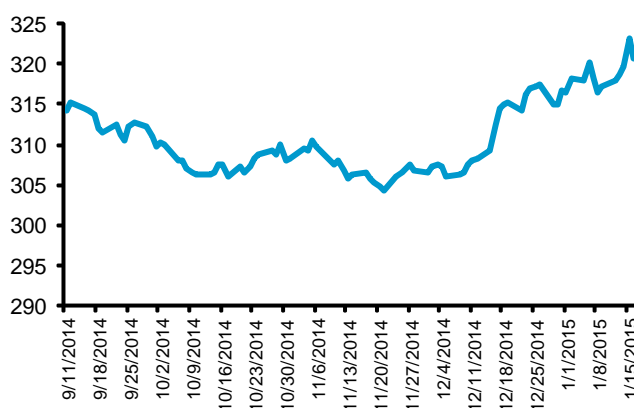
EURPLN



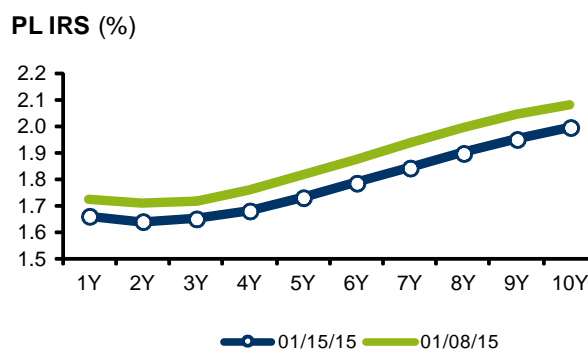
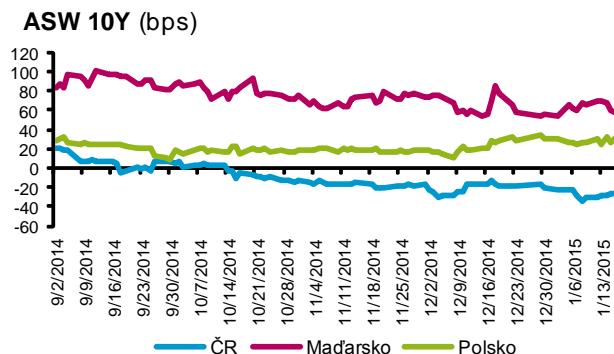
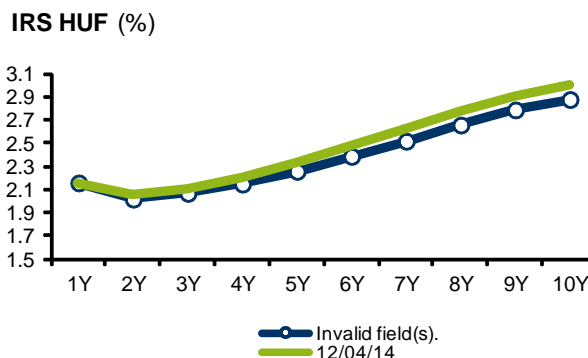
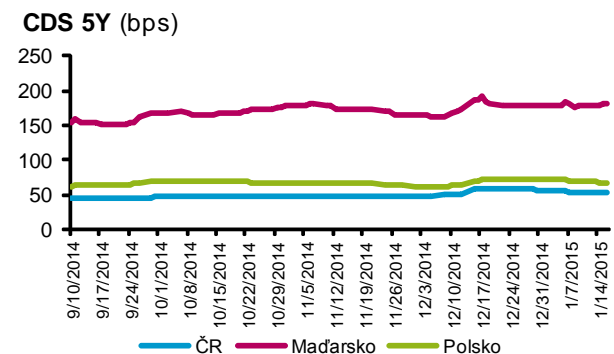
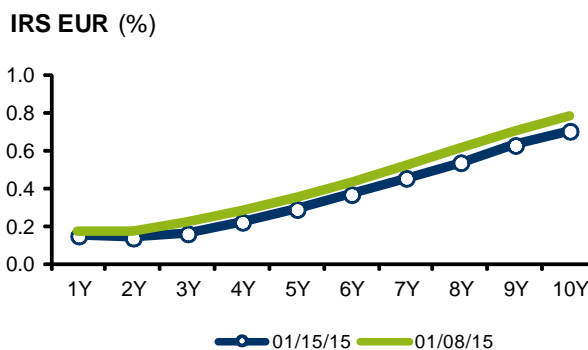
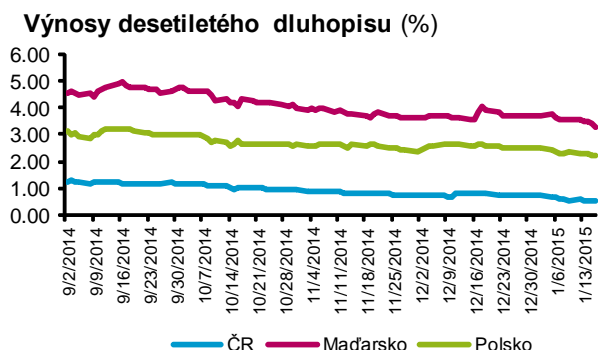
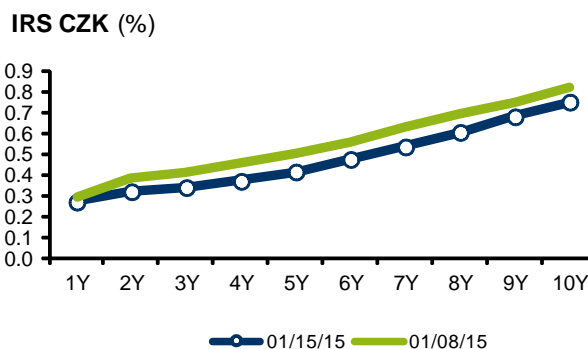
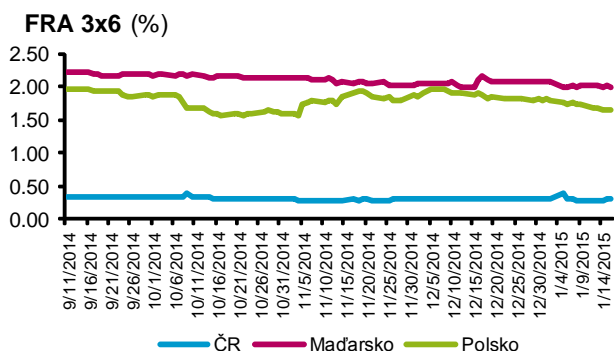
DIESEL (CZK/t)



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
EMU	19.01.2015	10:00	Běžný účet	mld. EUR	11/2014					30.6	
Německo	20.01.2015	8:00	Výrobní ceny	%	12/2014			-0.4	-1.4	0	-0.9
Německo	20.01.2015	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)		01/2015			13.1		10	
Německo	20.01.2015	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)		01/2015			40		34.9	
USA	20.01.2015	13:15	Kvartální zisk Morgan Stanley	USD	4Q/2014						
Polsko	20.01.2015	14:00	Mzdy	%	12/2014			8.8	3.1	0.6	2.7
USA	20.01.2015	15:30	Kvartální zisk Johnson & Johnson	USD	4Q/2014						
USA	20.01.2015	16:00	Index stavitelů rodinných domů		01/2015			58		57	
USA	20.01.2015	16:00	Projev Powella o měnové politice v e Washingtonu	Fed	01/2015						
USA	20.01.2015	22:00	Kvartální zisk IBM	USD	4Q/2014						
Polsko	21.01.2015	14:00	Průměr slova v výroba	%	12/2014			-5.3	4.9	-7.5	0.3
Polsko	21.01.2015	14:00	Výrobní ceny	%	12/2014			-0.5	-2.1	-0.5	-1.6
USA	21.01.2015	14:30	Udělená stavební povolení		12/2014			1055		1035	
USA	21.01.2015	14:30	Zahájení staveb nových domů		12/2014			1040		1028	
USA	21.01.2015	22:00	Kvartální zisk American Express	USD	4Q/2014						
USA	21.01.2015	22:00	Kvartální zisk eBay	USD	4Q/2014						
EMU	22.01.2015	13:45	Zasedání ECB	%	01/2015			0.05		0.05	
USA	22.01.2015	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	01/2015					316	
USA	22.01.2015	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	01/2015					2424	
EMU	22.01.2015	16:00	Index spotřebitelské důvěry		01/2015 *A			-10.5		-10.9	
Francie	23.01.2015	8:45	Index podnik. nálady INSEE		01/2015			94		94	
Francie	23.01.2015	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		01/2015 *P			48.1		47.5	
Německo	23.01.2015	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		01/2015 *P			51.7		51.2	
EMU	23.01.2015	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		01/2015 *P			51		50.6	
EMU	23.01.2015	10:00	Index nákupních manažerů v e službách		01/2015 *P			52		51.6	
USA	23.01.2015	15:30	Kvartální zisk Honeywell International	USD	4Q/2014						
USA	23.01.2015	15:30	Kvartální zisk General Electric	USD	4Q/2014						
USA	23.01.2015	15:30	Kvartální zisk Mc Donald's	USD	4Q/2014						
USA	23.01.2015	16:00	Prodej stávajících domů	mil.	12/2014			5.05		4.93	
USA	23.01.2015	16:00	Předstihové ukazatele		12/2014			0.4		0.6	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná						poslední změna	
		hodnota	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3		
Česko	2T repo	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	-20 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depo	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10	-20 bps	7/22/2014
Polsko	2T inter. sazba	2.00	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	-25 bps	10/8/2014

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3
Česko	PRIBOR 3M	0.33	0.34	0.33	0.33	0.32	0.33
Maďarsko	BUBOR 3M	2.10	2.09	2.10	2.10	2.10	2.10
Polsko	WIBOR 3M	2.03	2.28	2.06	2.00	2.00	2.00

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3
Česko	CZ10Y	0.73	1.22	0.88	0.74	0.78	0.93
Maďarsko	HU10Y	2.78	3.92	3.25	3.50	3.50	3.65
Polsko	PL10Y	1.97	2.87	2.23	2.20	2.10	2.20

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3
Česko	EUR/CZK	27.8	27.51	27.73	28.00	27.70	28.10
Maďarsko	EUR/HUF	321	311	316	315	315	318
Polsko	EUR/PLN	4.32	4.18	4.28	4.25	4.22	4.20

HDP

	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3
Česko	2.6	2.5	2.4	1.6	1.4	1.7	2.0
Maďarsko	3.5	3.9	3.2	2.8	2.2	2.0	2.3
Polsko	3.2	3.5	2.7	3.1	2.8	2.9	3.1

Inflace

	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3
Česko	0.2	0.0	0.7	0.1	0.2	0.7	0.6
Maďarsko	0.1	-0.3	-0.5	-0.9	0.6	1.1	1.5
Polsko	0.9	0.2	-0.3	-0.4	-0.5	0.2	#N/A

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

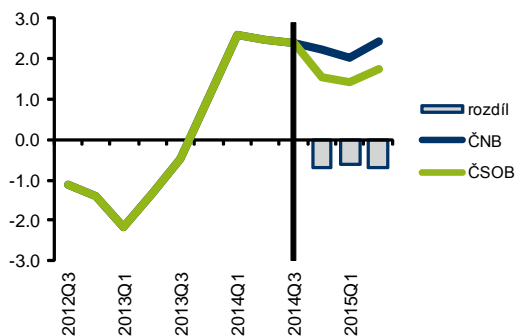
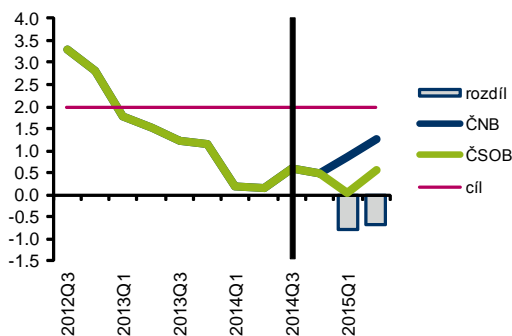
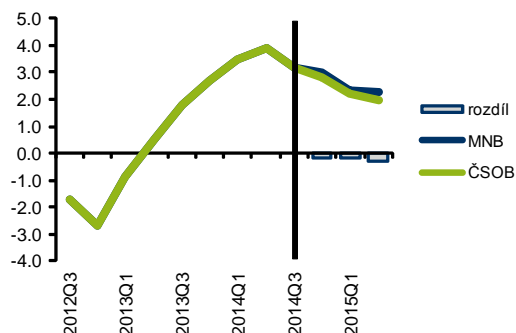
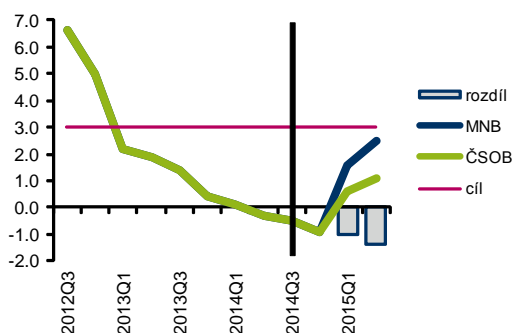
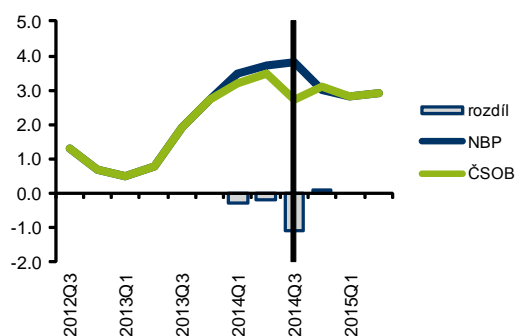
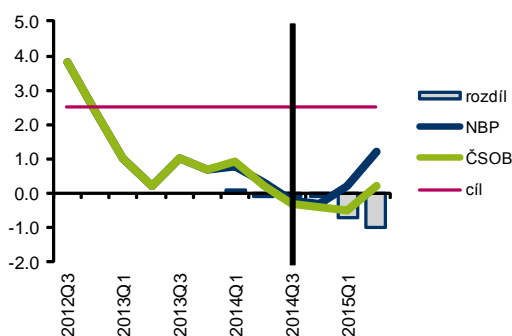
	2014	2015
Česko	0.0	1.8
Maďarsko	2.2	2.5
Polsko	-2.5	-2.5

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

	2014	2015
Česko	-2.0	-2.4
Maďarsko	-3.0	-3.0
Polsko	-3.5	-3.0

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.