



## ● Česká republika

Nálada v polském průmyslu padá, v Česku ztrácí dech 2

## ● Výhled na týden

MNB bude pokračovat v uvolňování měnové politiky 5

## Výprodej zasáhl také středoevropské trhy dluhopisů

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	26.00	↘	↘
EUR/HUF	290.5	→	→
EUR/PLN	4.20	↘	↘
3M PRIBOR	0.46	→	→
3M BUBOR	4.54	↘	↘
3M WIBOR	2.76	↘	↘
10Y CZK	1.78	↗	↗
10Y PLN	3.42	↗	↗
10Y HUF	5.21	→	→
3M EURIBOR	0.20	→	→
10Y EMU	1.44	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Výprodej vládních dluhopisů, kterému již několik dní čelí hlavní trhy, dorazil i do střední Evropy. Výnosy a tržní sazby viditelně vzrostly napříč celým regionem, přičemž v případě maďarského a polského trhu došlo k redukci očekávání dalšího snižování úrokových sazeb ze strany centrálních bank.

Výprodej vládních dluhopisů bylo jednoznačně nejvíce cítit v Polsku, přičemž se tak stalo navzdory tomu, že polská data byla velmi slabá. Přestože zklamal průmysl, maloobchodní tržby a nakonec i trh práce, tržní sazby v Polsku rostly. Vše bylo dáno tím, že účast zahraničních investorů na polském trhu s vládními dluhopisy dosáhl letos historického rekordu (nerezidenti drží 37,5 % polských vládních dluhopisů), což vedlo k neudržitelnému růstu cen a tomu odpovídajícímu propadu výnosů. Výprodej na hlavní trzích se pak zřejmě stal dobrou záminkou k tomu vybrat zisky, což vedlo nejen k pádu cen, ale i k oslabení zlotého. Nicméně polské dluhopisy by mohly opět nabrat na atraktivitě, pokud trh zredukoval svoje očekávání snížením sazeb na "pouhých" 25 bazických bodů, přičemž detailní report o HDP ukázal, že polská ekonomika opravdu trpí slabou poptávkou.

Výprodej samozřejmě zasáhl český a maďarský trh dluhopisů, byť situace zde vypadá přece jenom klidněji. V českém případě je to dáno tím, že dvěma důležitými fakty - za prvé, přítomnost zahraničních investorů na trhu je relativně nízká (drží méně než 10 % emitovaného dluhu); a za druhé, nabídka nového dluhu je a bude díky úspěšnému úpisu retailových dluhopisů relativně nízká. Maďarským dluhopisů pak hraje do karet stabilita forintu, která je podporována dobrými zprávami z domácí ekonomiky - lepším výsledkem HDP a spekulacemi, že EU již nebude na Maďarsko aplikovat tzv. proceduru při nadměrném (rozpočtovém) schodku.

## Nálada v polském průmyslu padá, v Česku ztrácí dech

Jan Bureš

**Dubnový Blesk rostl po šesté v řadě, ale tempo zlepšování se opět snižuje.**

Dubnový Blesk rostl po šesté v řadě, ale tempo zlepšování se opět snižuje (a to potěší v řadě). To není rozhodně dobré znamení pro sílu oživení v průmyslu. To ostatně potvrdily i březnové výsledky průmyslové výroby (normalizovaná sezónně očištěná čísla ukazují pokračující mírný pokles).

Při nástupu stabilnějšího oživení zpravidla Blesk každý měsíc roste a navíc zrychluje své přírůstky, a to napříč všemi svými složkami. Od února se bohužel tempo růstu Blesku přestalo vylepšovat, a co hůř některé složky Blesku začaly klesat. Špatně se dál vyvíjejí nové zakázky v automobilovém průmyslu. Ty ale mohou souviset s vysokou srovnávací základnou z minulého roku, silnou zimou a odstávkami v automobilce ŠKODA AUTO. Závažnějším varováním je záporný přírůstek německého indexu podnikatelské nálady Ifo a ztráta dechu ve zbylých složkách podnikatelské nálady.

Dubnová čísla ukazují, že český průmysl hledá v první polovině roku 2013 dno jen velice opatrně. A vyhlídky na jeho růst v nejbližších třech měsících proto nemohou být nijak optimistické.

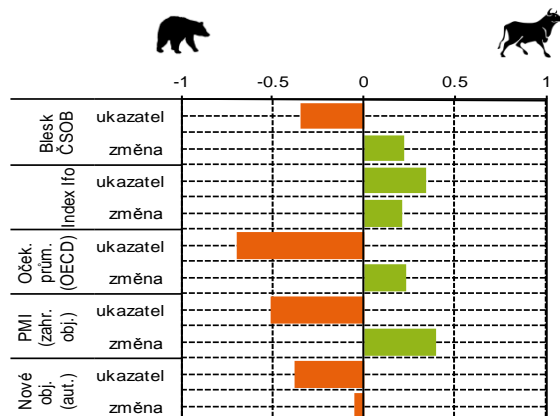
**Polský Blesk se v dubnu zhoršil a revidovaná čísla ukázala, že k poklesu došlo již také v březnu.**

Polský Blesk se v dubnu zhoršil a revidovaná čísla ukázala, že k poklesu došlo již také v březnu. Po čtyřech měsících růstu tak přicházejí dva měsíce poklesu, což nekreslí pro polský průmysl nijak pozitivní budoucnost (alespoň ne na nejbližší 3-4 měsíce).

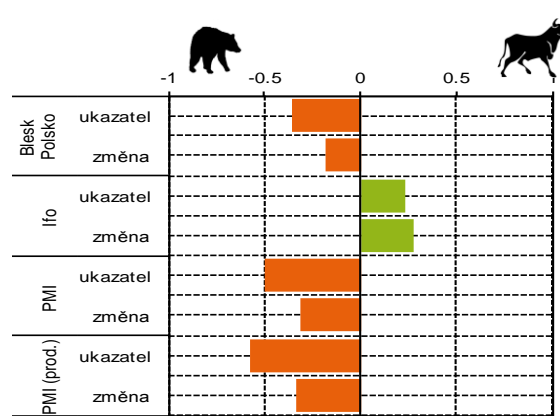
Polský Blesk v tuto chvíli vyznívá hůře než český. Český na rozdíl od polského ještě roste (i když ztrácí dech). Současně polský Blesk alarmuje zhoršováním napříč hlavními pod-kategoriemi. Jedinou výjimkou je index německé podnikatelské nálady Ifo.

Polský průmysl se přitom sotva stačil stabilizovat - normalizovaný průmysl pokračoval v březnu v mírném poklesu. To vše zapadá do celkové nelichotivého obrázku polské ekonomiky, kde se v roce 2013 spolu s trhy pomalu smiřujeme s velice slabým výkonem (1,4%ní růst). To otevírá polské centrální bance prostor k dalšímu uvolnění měnových kohoutů, a to již na svém červnovém zasedání.

Vývoj složek Blesku

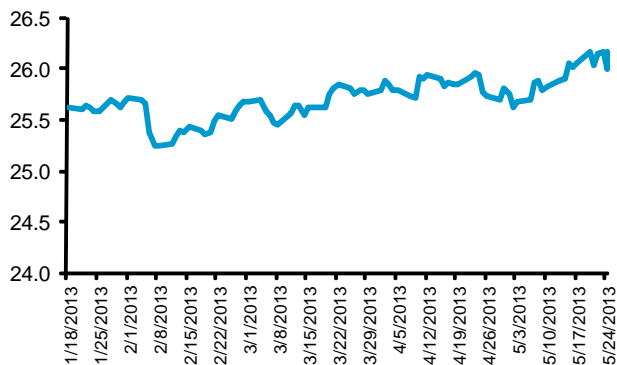


Vývoj složek Blesku

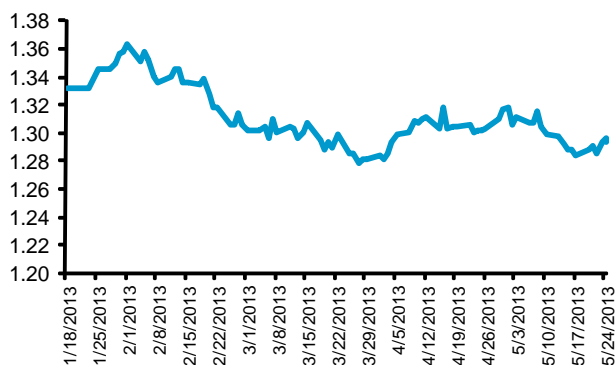


## Přehled trhů

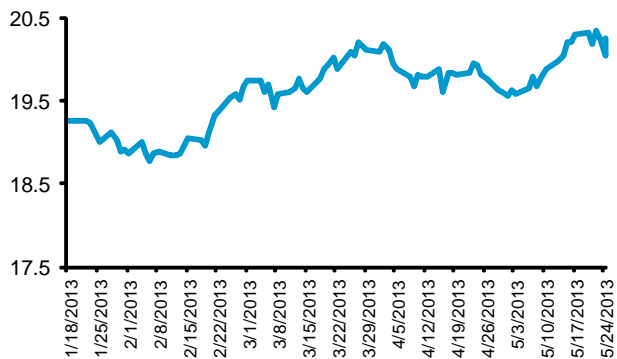
**EURCZK**



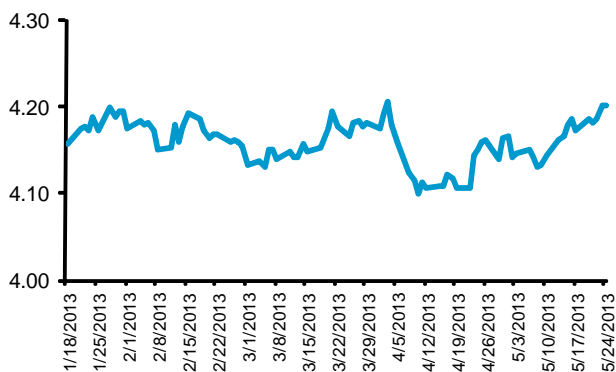
**EURUSD**



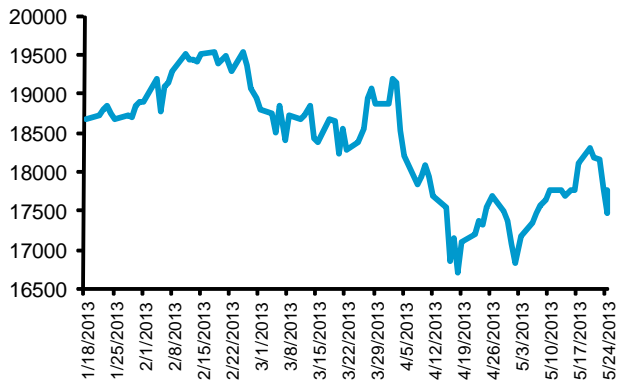
**USDCZK**



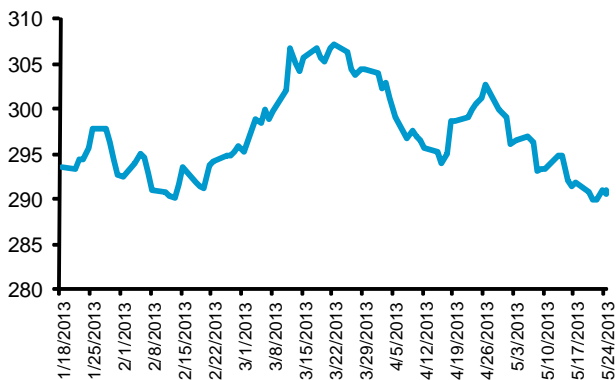
**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

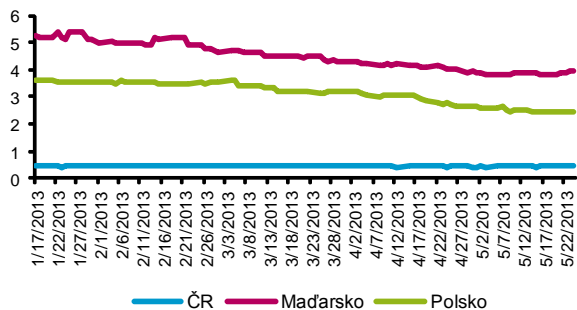


**EURHUF**

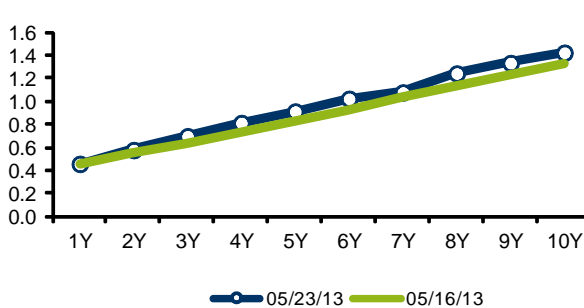


Zdroj: Thomson Reuters

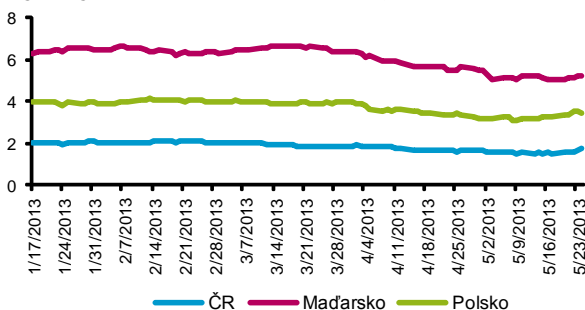
FRA 3x6 (%)



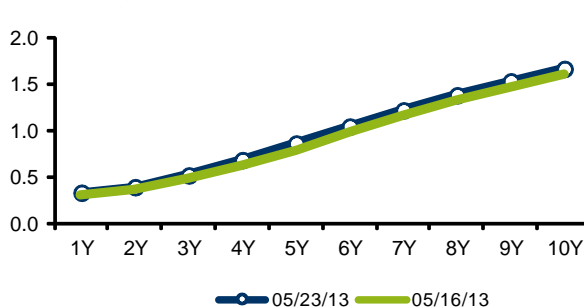
IRS CZK (%)



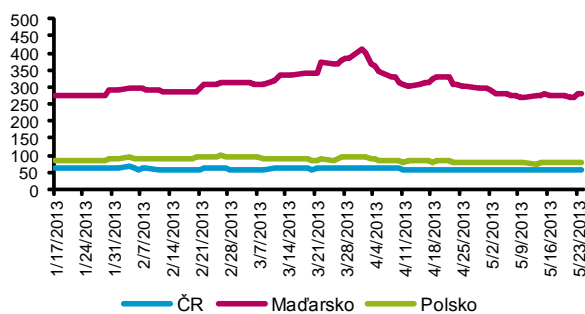
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



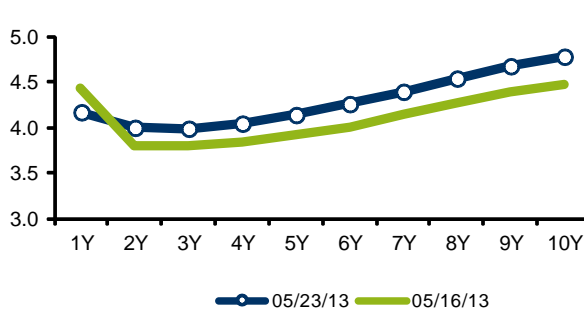
IRS EUR (%)



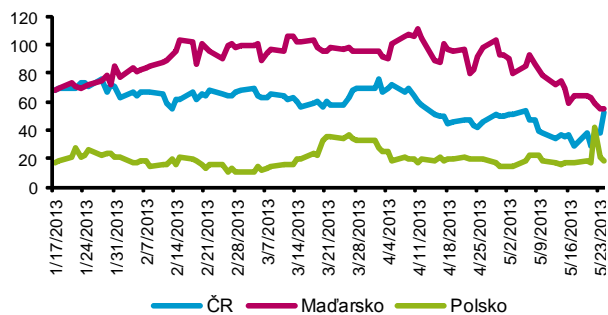
CDS 5Y (bps)



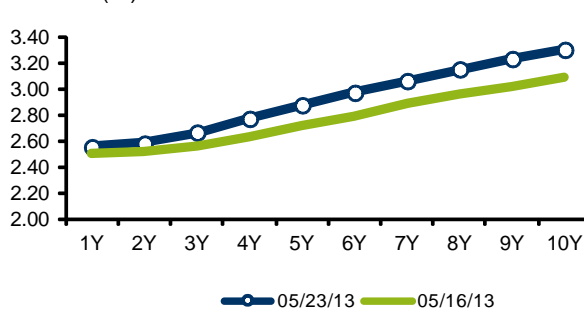
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

ÚT cca 14:00, HU Zasedání MNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	4,50	4/2013
změna v b. bodech	-25	-25

### HU: MNB opět sníží sazby

Podle našeho názoru bude MNB na svém úterním zasedání pokračovat v gradualistickém uvolňování měnové politiky. Očekáváme, že centrální bankéři sníží sazby již podesáté v řadě na nové historické minimum 4,5 %. Hlavním argumentem pro snižování sazeb zůstává i nadále inflace, která se zřejmě pod inflačním cílem ještě nějakou dobu udrží (maďarská vláda plánuje další kolo administrativního snižování cen (tentokrát vodného, odvozu odpadků a dalších služeb) a také poměrně silný forint, který je kvůli problému s půjčkami v cizích měnách tradičně centrální bankou hodně sledovaný. Forint v poslední době podpořily zprávy o lepším než očekávaném HDP, což zdá se zvětšuje manévrovací prostor pro centrální banku. Současně další podpoření soukromých investic i domácí poptávky je pro Maďarsko klíčové vzhledem k tomu, že se Maďarsko snaží vymanit z procedury při nadměrném schodku a plánuje za tímto účelem snižovat vládní výdaje a zrušit alespoň některé plánované investice.

ST 10:00, PL HDP (% y/y)

	2013Q1	2012Q4	2012Q1
HDP	0,5	0,7	3,5

### PL: HDP rostlo nejpomaleji za čtyři roky

Domníváme se, že polský statistický úřad by mohl revidovat svůj historicky první bleskový odhad růstu ekonomiky za první čtvrtletí (+0,4 % y/y) nepatrně vzhůru na 0,5 %. To je sice ve středoevropském regionu stále výborný výsledek, avšak v případě Polska jde o nejpomalejší růst za poslední čtyři roky. Jako v předchozích čtvrtletích, tak i na počátku tohoto roku byl zřejmě hlavním tahounem růstu čistý export, což naznačuje i výrazný přebytek výkonové bilance (zboží + služby) v prvním čtvrtletí zaznamenaný v rámci statistik platební bilance NBP. Naopak, prudký propad dovozů naznačuje, kromě klesajících cen komodit (případ českého HDP) stále slabou domácí poptávku, kterou konec konců naznačují i reálně mírně klesající maloobchodní tržby v prvních třech měsících tohoto roku.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
USA	28.05.2013	0:00	2letá aukce	mld. USD	05/2013			35			
Francie	28.05.2013	8:50	Index spotřebitelské důvěry		05/2013					84	
EMU	28.05.2013	13:30	Projev Asmussena ve Frankfurtu	ECB	05/2013						
Maďarsko	28.05.2013	14:00	Zasedání MNB	%	05/2013	4.5		4.5		4.75	
USA	28.05.2013	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí	%	03/2013			10.05		9.32	
USA	28.05.2013	16:00	Spotřebitelská důvěra		05/2013			70		68.1	
USA	29.05.2013	0:00	5letá aukce	mld. USD	05/2013			35			
EMU	29.05.2013	0:00	Zasedání rady pro konkurenceschopnost EU	ECB	05/2013						
Německo	29.05.2013	8:00	Inflace	%	05/2013 *P			0.2	1.3	-0.5	1.2
Německo	29.05.2013	8:00	Harmonizovaná inflace	%	05/2013 *P			0.2	1.4	-0.5	1.1
Maďarsko	29.05.2013	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	04/2013			11.7		11.8	
Německo	29.05.2013	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	05/2013			6.9		6.9	
EMU	29.05.2013	10:00	Peněžní zásoba M3	%	04/2013				2.9		2.6
Polsko	29.05.2013	10:00	HDP	%	1Q/2013		0.5	0.1	0.7	0.1	0.7
ČR	29.05.2013	12:00	Aukce státního dluhopisu 2013-2019, 1,50 %	mld. CZK	05/2013						
ČR	29.05.2013	12:00	Aukce st. dluhopisu pohyb. sazba/2023	mld. CZK	05/2013						
USA	29.05.2013	19:00	Projev Rosengrena o ekonomickém vývoji v Minneap	Fed	05/2013						
USA	30.05.2013	0:00	7letá aukce	mld. USD	05/2013			29			
EMU	30.05.2013	0:00	Zasedání rady pro konkurenceschopnost EU	ECB	05/2013						
EMU	30.05.2013	11:00	Index ekonomické důvěry		05/2013			89.4		88.6	
USA	30.05.2013	14:30	HDP	%	1Q/2013 *A			2.5		2.5	
USA	30.05.2013	14:30	Soukromá spotřeba	%	1Q/2013			3.2		3.2	
USA	30.05.2013	14:30	Cenový index HDP	%	1Q/2013			1.2		1.2	
USA	30.05.2013	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	1Q/2013			1.2		1.2	
USA	30.05.2013	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	05/2013			341		340	
USA	30.05.2013	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	05/2013					2912	
EMU	30.05.2013	16:00	Index spotřebitelské důvěry		05/2013 *F			-21.9		-21.9	
USA	30.05.2013	16:00	Kontrakty na prodej domů	%	04/2013			1.6		1.5	5.8
Německo	31.05.2013	8:00	Maloobchodní tržby	%	04/2013			0.2	1.3	-0.3	-2.8
Francie	31.05.2013	8:50	Výrobní ceny	%	04/2013					0	1.9
Maďarsko	31.05.2013	9:00	Výrobní ceny	%	04/2013				1.2	1.6	2.2
EMU	31.05.2013	9:00	Projev Rehna na semináři v Helsinkách	ECB	05/2013						
ČR	31.05.2013	11:00	Peněžní zásoba M2	%	04/2013						4.4
EMU	31.05.2013	11:00	Inflace	%	05/2013 *P				1.4		1.2
EMU	31.05.2013	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	04/2013			12.2		12.1	
USA	31.05.2013	14:30	Osobní příjmy	%	04/2013			0.2		0.2	
USA	31.05.2013	14:30	Osobní výdaje	%	04/2013			0.1		0.2	

## Náš výhled

### Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná						poslední změna	
		hodnota	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3		
Česko	2T repo	0.05	0.50	0.05	0.05	0.05	0.05	-25 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depoz	4.75	6.50	5.75	5.00	4.75	4.00	-25 bps	4/23/2013
Polsko	2T inter. sazba	3.00	4.75	4.25	3.25	3.25	3.25	-50 bps	5/8/2013

### Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
Česko	PRIBOR 3M	0.46	0.80	0.50	0.47	0.45	0.43
Maďarsko	BUBOR 3M	4.54	6.61	5.75	4.90	4.70	4.50
Polsko	WIBOR 3M	2.76	4.92	4.11	3.39	4.90	4.90

### Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
Česko	CZ10Y	1.39	1.61	1.37	1.31	1.40	1.50
Maďarsko	HU10Y	4.73	6.56	5.49	5.41	5.20	4.80
Polsko	PL10Y	3.26	4.39	3.60	3.61	5.40	5.40

### Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
Česko	EUR/CZK	26.0	25.13	25.09	25.74	25.70	25.50
Maďarsko	EUR/HUF	291	285	291	304	290	300
Polsko	EUR/PLN	4.20	4.11	4.08	4.18	4.00	4.00

### HDP

	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
Česko	-0.4	-1.1	-1.4	-1.6	-1.9	-0.8	-0.2
Maďarsko	-0.7	-1.5	-1.7	-2.7	-0.9	0.2	0.7
Polsko	3.6	2.3	1.3	0.7	0.5	0.8	1.3

### Inflace

	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
Česko	3.8	3.5	3.4	2.4	1.7	1.7	1.7
Maďarsko	5.5	5.6	6.6	5.0	2.2	2.0	2.2
Polsko	3.9	4.3	3.8	2.4	1.0	1.4	2.0

### Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

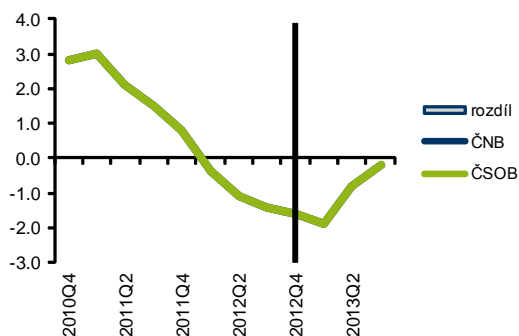
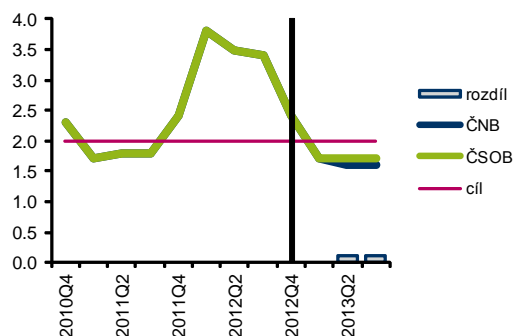
	2012	2013
Česko	-1.9	-1.9
Maďarsko	1.5	1.0
Polsko	-4.0	-3.8

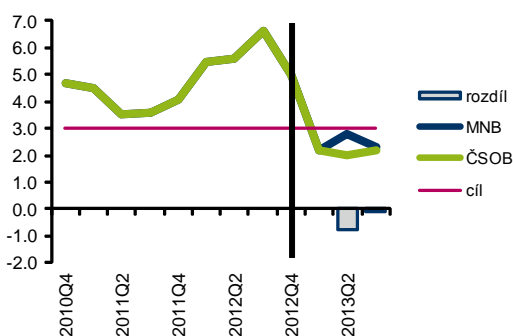
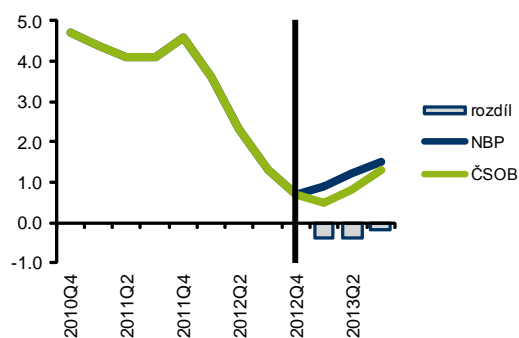
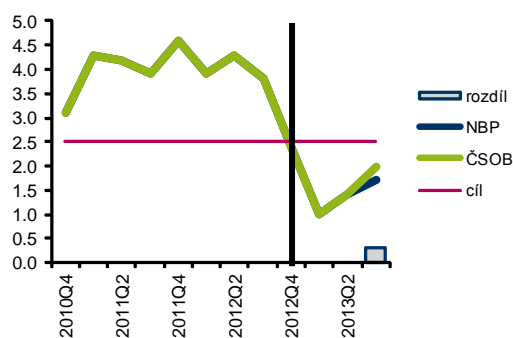
### Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	2012	2013
Česko	-4.4	-3.0
Maďarsko	-2.5	-2.2
Polsko	-3.9	-4.0

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.