



www.csob.cz

www.csob.cz/Analzy

1. března 2013

● Polsko

Polský růst překonává očekávání

2

● Česká republika

Koruna po italských volbách

3

● Výhled na týden

Polská centrální banka ponechá sazby beze změny

6

Maďarskou centrální banku opustil poslední jestřáb

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25.68	→	→
EUR/HUF	294.7	→	→
EUR/PLN	4.14	→	→
3M PRIBOR	0.50	→	→
3M BUBOR	5.19	↘	↘
3M WIBOR	3.73	↗	↗
10Y CZK	2.04	→	↗
10Y PLN	3.98	→	↗
10Y HUF	6.26	→	↗
3M EURIBOR	0.21	→	→
10Y EMU	1.42	→	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Maďarsko, resp. jeho hospodářská politika se opět dostala do centra pozornosti, když premiér Orbán podle očekávání jmenoval novým prezidentem MNB člena své vlády a ministra hospodářství - György Matolcsy. Ačkoliv Matolcsy se v minulosti vyslovil pro některé neortodoxní expanzivní zásahy v měnové politice, reakce trhu na jeho jmenování byla nakonec velmi mírná. Bylo to dáno i tím, že Matolcsy hned po svém jmenování mírnil svoje dřívější výroky tím, že sám sebe označil za nepřítele inflace. Nicméně, na druhou stranu je pravdou, že jeho první vystoupení ve funkci prezidenta MNB (v parlamentu) nebylo vyloženě konzervativní, tak, jak by se na nového guvernéra centrální banky slušelo. Matolcsy mimo jiné trhům vzkázal, že politika MNB musí podporovat i růst, přičemž, aniž to jakkoliv specifikoval, jmenoval zkušenosti Bank of England a trochu překvapivě i polské NBP.

Připomeňme si, že MNB již v úterý (ještě vedená guvernérem Simorem) podle očekávání snížila sazbu o 25 bazických bodů. Základní sazba se tak dostala na 5,25 % což je historicky nejnižší hodnota, kterou již banka jednou nastavila, a to v dubnu 2010 při nástupu Viktora Orbána do premiérské funkce. Nicméně i když je sazba na historických minimech, zdá se, že cyklus uvolňování měnové politiky ještě zdaleka není u konce. Z prohlášení vydaného po rozhodnutí o sazbách jednoznačně vyplývá, že MNB v současné době nevidí jako hrozbu inflaci, ale spíše velmi nízkou domácí poptávku a její protiinflační působení, proto MNB věří, že inflačního cíle je možné dosáhnout s ještě uvolněnější měnovou politikou, než je ta současná. Neboli je zjevné, že bankovní rada MNB, která je po odchodu posledního jestřába (odstupujícího guvernéra Simora) zcela v rukou holubic, bude ve snižování úrokových sazeb pokračovat.

Sledujte nás i na Twitteru <https://twitter.com/analyticiCSOB> a <https://twitter.com/analyticiERA>

Polský růst překonává očekávání

Petr Báča, Petr Bureš

Polské HDP rostlo jen díky čistému exportu.

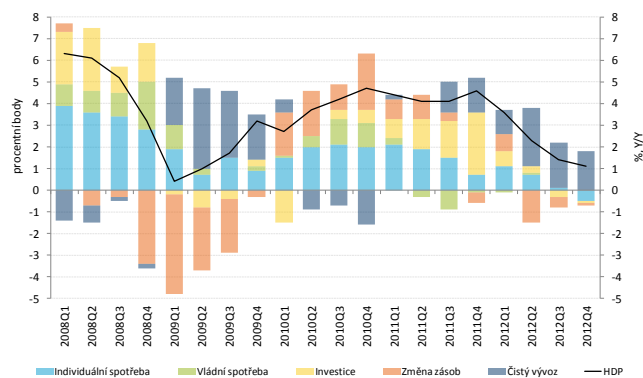
Růst polské ekonomiky ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku výrazně překonal naše očekávání a dosáhl meziročně 1,1 %. Na druhou stranu, čísla statistického úřadu potvrdila, že jediným tahounem ekonomiky byl čistý export, jehož vylepšení šlo na vrub jak klesajícím dovozům, tak rostoucím vývozům. Spotřeba domácností klesala meziročně o procento a meziroční propad zaznamenaly i investice (i když výrazně menší, než ve třetím čtvrtletí).

Domácí absorpce polské ekonomiky potvrdila nevalné výsledky maloobchodních tržeb, průmyslu i stavebnictví. Hrubá přidaná hodnota v průmyslu klesala meziročně o 1,2 % a ve stavebnictví o 2,1 %. Zatímco průmysl na mezičtvrtletní bázi již v posledních dvou čtvrtletích loňského roku zaznamenával mírný růst (po sezónním očištění ve stálých cenách r. 2005), tak stavebnictví se propadlo již ve čtvrtém čtvrtletí v řadě (což se odrazilo právě i ve slabých investicích).

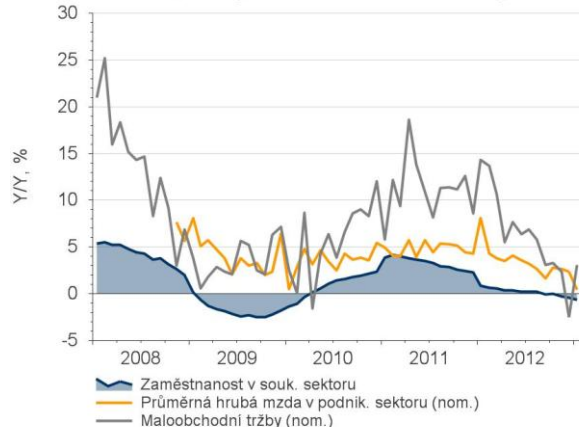
I tak však může NBP odradit od dalšího snižování sazeb.

Údaje o HDP spolu s daty o podnikatelské náladě za únor byly posledními důležitými informacemi před zasedáním polské centrální banky (NBP), které vyvrcholí rozhodnutím o sazbách příští středu. Domníváme se, že poslední čísla spolu s pozitivními daty za lednový průmysl (podpořenými navíc pozitivním vývojem předstihových indikátorů) a maloobchodní tržby by se centrální banka mohla rozhodnout ponechat základní úrokovou sazbu beze změny na úrovni 3,75 %. Nicméně, takový výsledek rozhodně není jistý. Náš scénář mohou narušit minimálně dva faktory. Prvním z nich je výrazný pokles inflačních očekávání, jež se nyní nacházejí mírně pod cílem NBP. Druhým je již zmiňovaná struktura růstu HDP, která poukázala na další poklesy spotřeby a investic (i když tempo propadů zpomalilo).

PL: Příspěvky k růstu HDP



Polsko: Zam., mzdy a maloobchodní tržby



Source: Thomson Reuters Datastream/Fathom Consulting

Koruna po italských volbách

Jan Bureš

Italský povolební pat nafoukl rizika spojená s evropským růstem a snížil již tak nízké ambice české koruny pro tento rok.

Pohled do roku 2014 kalí parlamentní volby a pomalé tempo reálné konvergence.

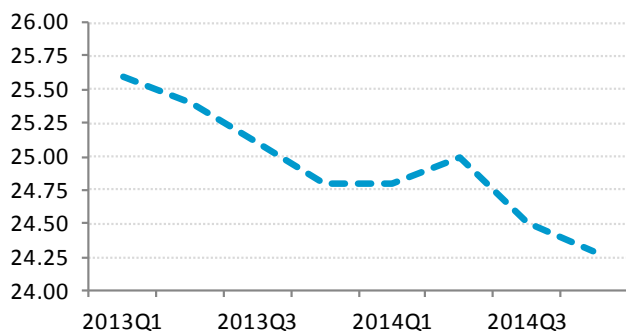
Italský povolební pat nafoukl rizika, které má před sebou křehké oživení v eurozóně. Výsledek voleb značí vyšší averzi k riziku, což minimálně do ustavení životaschopné vlády v Itálii nebude svědčit středoevropským aktivům včetně koruny.

Vyšší rizikové marže u italského a zřejmě i španělského vládního dluhu navíc zpřísní finanční podmínky celé měnové unie a negativně se podepíší na jejím růstu v první polovině roku 2013. Horší než očekávaný růst v eurozóně může zanechat stopy i na opatrnějším oživení v Česku, a to se může zprostředkovaně promítnout i v kurzu koruny. ČNB totiž nebude mít moc důvodů v květnu vylepšovat makro prognózu na tento rok, jak jsme původně předpokládali. Námi avizované zisky koruny v tomto roce vyplývající z tolerantnějšího přístupu ČNB k silnějšímu kurzu jsme tak nuceni v našem výhledu mírnit.

V první polovině roku je třeba se připravit i na to, že výhled koruně mohou ztrpčovat i dva domácí faktory – blížící se parlamentní volby v ČR a změny ve složení bankovní rady ČNB provedené novým českým prezidentem M. Zemanem.

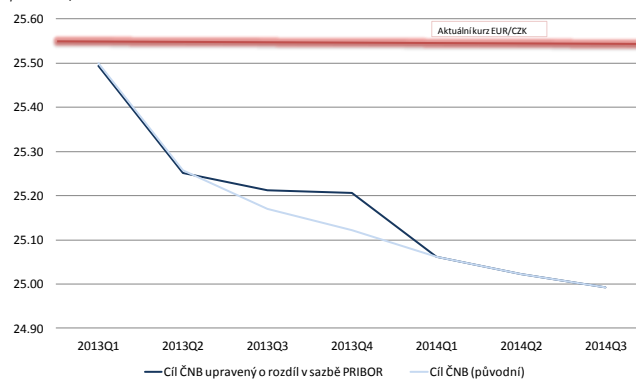
Pokud jde o střednědobé fundamenty české ekonomiky, ty zatím nedávají české koruně moc důvodů k optimismu. Reálná konvergence v tuto chvíli prakticky neprobíhá a sázky na její náběh se mohou objevovat až ve druhé polovině roku 2013 poté, co se po exportním sektoru začne stavět na nohy i česká domácí poptávka a ČNB přestane řinčet intervenčními zbraněmi. Ve střednědobém a dlouhodobém horizontu by nicméně koruna mohla profitovat z nutnosti vybalancovat externí nerovnováhy uvnitř eurozóny. To může vést k tomu, že největší obchodní partner ČR – německá ekonomika – bude (při)nucen růst (nominálně) rychleji než zbytek eurozóny. Z nevyhnutelného přehřátí německé ekonomiky by mohla koruna těžit.

EUR/CZK, průměr



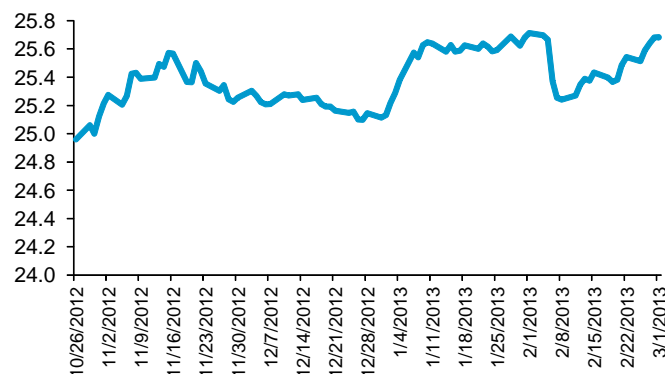
Kurz EUR/CZK tak, aby měnové podmínky odpovídaly prognóze ČNB

poměr EUR/CZK a 3M PRIBOR 1:3

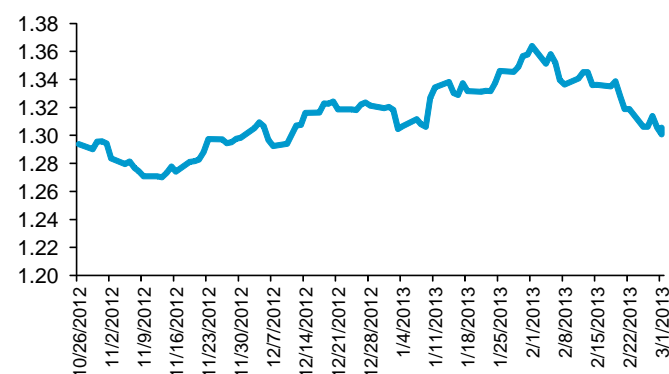


Přehled trhů

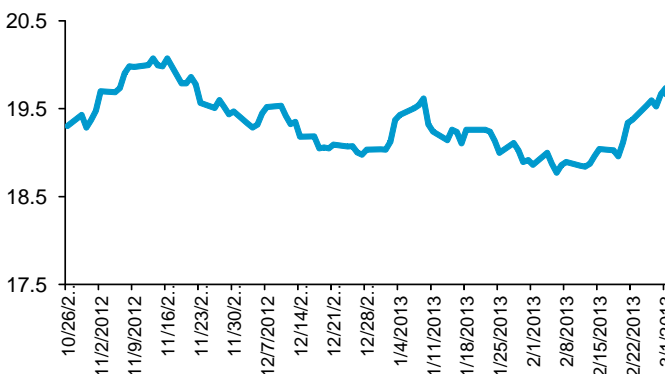
EURCZK



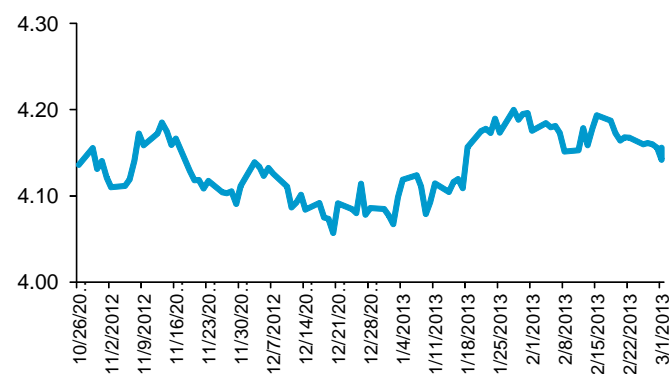
EURUSD



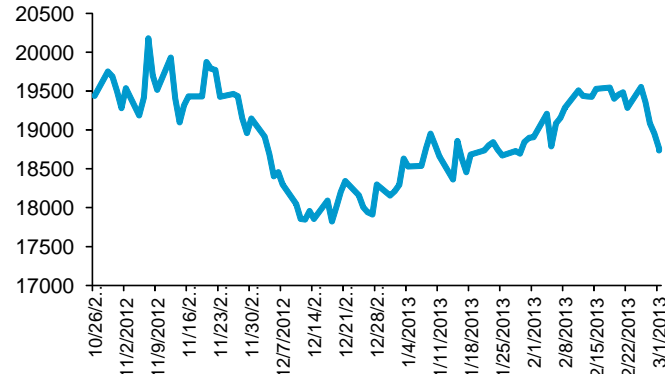
USDCZK



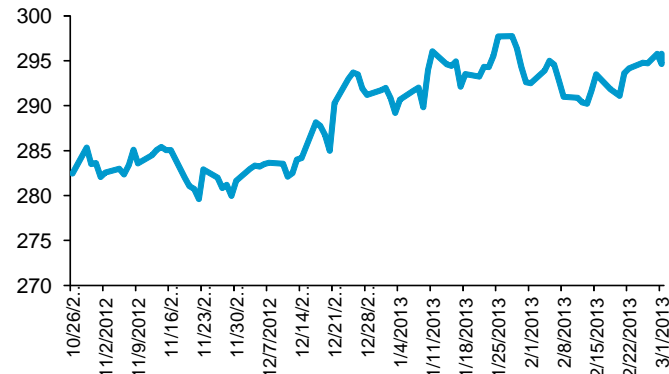
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

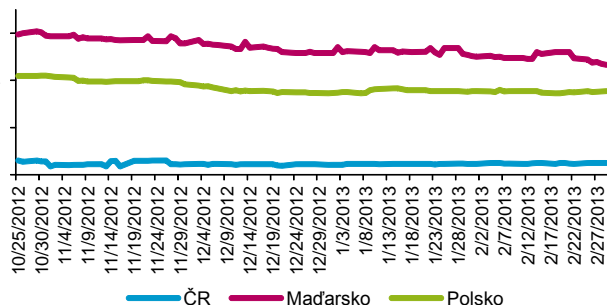


EURHUF

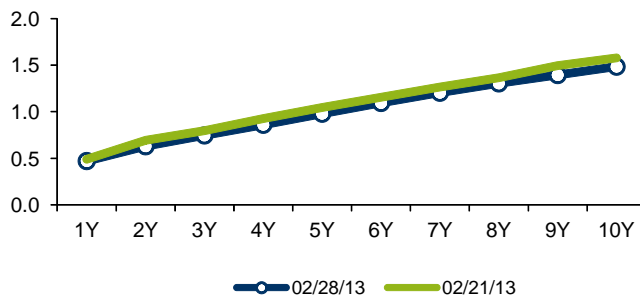


Zdroj: Thomson Reuters

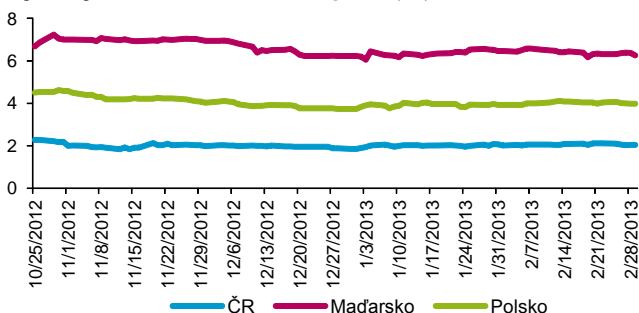
FRA 3x6 (%)



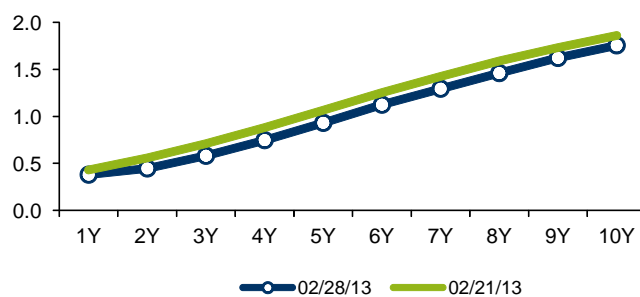
IRS CZK (%)



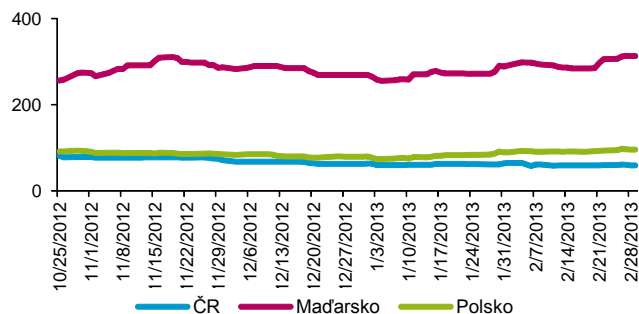
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



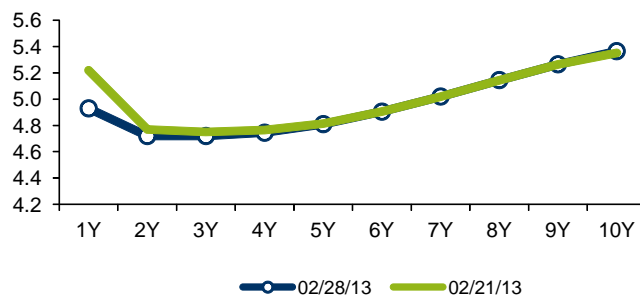
IRS EUR (%)



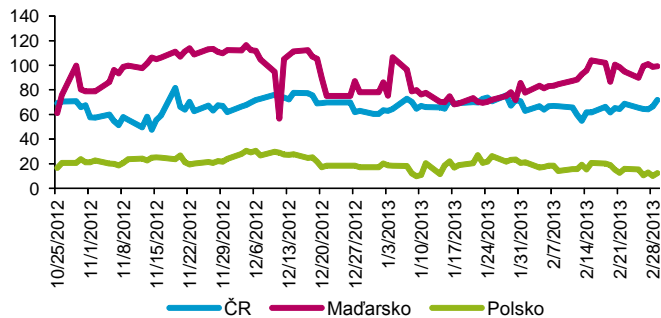
CDS 5Y (bps)



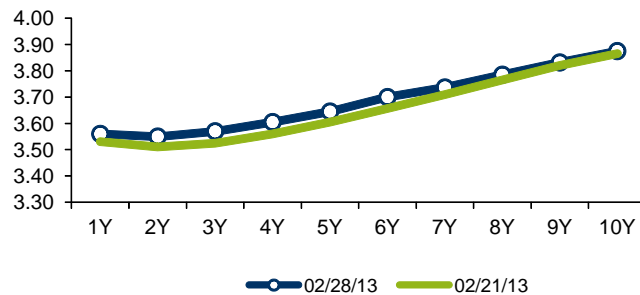
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ST cca 14:00, PL Zasedání NBP

	Náš odhad	Poslední změna
hlavní sazba v %	3,75	2/2013
změna v b. bodech	0	-25

PL: NBP ponechá sazby beze změny

Domníváme se, že polská centrální banka na svém střeďečnīm zasedání rozhodne o ukončení cyklu uvolňování měnové politiky. Lednová čísla z polské ekonomiky překvapovala vesměs pozitivně, stejně jako růst HDP za čtvrté čtvrtletí. Náš scénář mohou narušit minimálně dva faktory. Prvním z nich je výrazný pokles inflačních očekávání, jež se nyní nacházejí mírně pod cílem NBP. Druhým je již zmiňovaná struktura růstu HDP, která poukázala na další poklesy spotřeby a investic (i když tempo propadů zpomalilo).

ČT 9:00, CZ Míra nezaměstnanosti (%)

	II.13	I.13	II.12
Míra	8,1	8,0	7,2

CZ: Další růst nezaměstnanosti

Předpokládáme, že v důsledku pokračující recese i v únoru, kdy jinak počet uchazečů o práci klesá, nezaměstnanost mírně vzrostla. Podle nové metodiky se tak dostala mírně za hranici 8 %, podle původní je již nad deseti procenty. Od března by se však počty lidí bez práce měly začít snižovat díky rozjezdu sezónních prací. Celkový trend nezaměstnanosti však letos zůstane i nadále negativní. Zmírnit by se mohl ve druhé polovině roku, kdy se začne ekonomika stabilizovat a následně i růst.

ČT 9:00, CZ Zahraniční obchod (mld. CZK)

	I.13	XII.12	I.12
Saldo	27,8	6,4	30,6
kumulativ. od ledna	27,8	310,8	30,6

CZ: Útlum exportu v úvodu roku

Jak už naznačila data o nových zakázkách z předchozích měsíců, úvod roku byl nejspíše ve znamení slabších čísel výroby a tedy i exportu. Slabší byl zřejmě tentokrát vývoz automobilů a elektroniky, na druhé straně slabá domácí poptávka i nadále snižovala potřebu dovozů na český trh. V dalších měsících se již dá očekávat oživení výroby a tedy i postupný nárůst exportu průmyslových firem. Nápomocná by měla být především rostoucí poptávka na německém a asijském trhu.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Maďarsko	04.03.2013	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	12/2012 *F					192.3	
EMU	04.03.2013	11:00	Výrobní ceny	%	01/2013			0.5	1.9	-0.2	2.1
EMU	04.03.2013	15:00	Setkání ministrů financí v Bruselu	ECB	03/2013						
USA	04.03.2013	19:00	Projev Yellenové o ekonomice ve Washingtonu	Fed	03/2013						
SR	05.03.2013	9:00	Maloobchodní tržby	%	01/2013						-4
EMU	05.03.2013	9:00	Setkání ministrů financí v Bruselu	ECB	03/2013						
EMU	05.03.2013	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		02/2013 *F			47.3		47.3	
EMU	05.03.2013	11:00	Maloobchodní tržby	%	01/2013			0.3	-3	-0.8	-3.4
USA	05.03.2013	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM		02/2013			55		55.2	
USA	05.03.2013	20:00	Projev Lackera o měnové politice ve Washingtonu	Fed	03/2013						
SR	06.03.2013	9:00	HDP	%	4Q/2012 *F						0.7
EMU	06.03.2013	11:00	HDP	%	4Q/2012 *P			-0.6	-0.9	-0.6	-0.9
ČR	06.03.2013	12:00	Aukce st. dluhopisu pohyb. sazba/2023	mld. CZK	03/2013			5			
ČR	06.03.2013	12:00	Aukce státního dluhopisu 2013-19, 1,50 %	mld. CZK	03/2013			5			
Polsko	06.03.2013	14:00	Zasedání RPP	%	03/2013	3.75		3.5		3.75	
USA	06.03.2013	14:15	Projev Plossera o ekonomickém výhledu v Lancasteru	Fed	03/2013						
USA	06.03.2013	14:30	ADP report z trhu práce	tis.,nsa	02/2013			162		192	
EMU	06.03.2013	15:00	Projev Tricheta v Lucembursku	ECB	03/2013						
USA	06.03.2013	16:00	Tovární zakázky	%	01/2013			-2.2		1.8	
USA	06.03.2013	20:00	Běžová kniha	Fed	03/2013						
USA	07.03.2013	2:30	Projev Fishera v San Antoniu	Fed	03/2013						
Maďarsko	07.03.2013	9:00	Průmyslová výroba	%	01/2013 *P				0.2	-2.5	-3.4
EMU	07.03.2013	11:30	Projev Barrosa na konferenci v Bruselu	ECB	03/2013						
Německo	07.03.2013	12:00	Tovární zakázky	%	01/2013			0.6	1.6	0.8	-1.8
EMU	07.03.2013	13:45	Zasedání ECB	%	01.03.2013			0.75		0.75	
USA	07.03.2013	14:30	Obchodní bilance	mld. USD	01/2013			-43		-38.5	
EMU	07.03.2013	14:30	Projev Draghiho na měsíční tiskové konferenci	ECB	03/2013						
USA	07.03.2013	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	03/2013			355		344	
USA	07.03.2013	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	1.03.2013			3110		3074	
Maďarsko	07.03.2013	17:00	Rozpočtové saldo	mld. HUF	1.02.2013					-2.5	
Maďarsko	08.03.2013	9:00	HDP	%	4Q/2012 *F					-0.9	-2.7
ČR	08.03.2013	9:00	Obchodní bilance	mld. CZK	01/2013	27.8		31.5		6.4	
ČR	08.03.2013	9:00	Míra nezaměstnanosti 15-64	%	02/2013	8.1		8.1		8	
ČR	08.03.2013	10:00	Běžný účet	mld. CZK	4Q/2012					-2024.7	
Německo	08.03.2013	12:00	Průmyslová výroba	%	01/2013			0.4	-1.2	0.3	-1.1
EMU	08.03.2013	12:00	Projev Praeta, Coena na konferenci v Bruselu	ECB	03/2013						
USA	08.03.2013	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství	tis.,nsa	02/2013	134		155		157	
USA	08.03.2013	14:30	Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru	tis.,nsa	02/2013	145		167		166	
USA	08.03.2013	14:30	Míra nezaměstnanosti	%	02/2013			7.9		7.9	
USA	08.03.2013	14:30	Průměrná hodinová mzda	%	02/2013			0.2	2.1	0.2	2.1

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	poslední změna	
Česko	2T repo	0.05	0.50	0.05	0.05	0.05	0.05	-25 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depo	5.25	6.50	5.75	5.25	4.75	4.50	-25 bps	2/26/2013
Polsko	2T inter. sazba	3.75	4.75	4.25	3.75	3.75	3.75	25 bps	2/6/2013

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
Česko	PRIBOR 3M	0.50	0.80	0.50	0.50	0.45	0.45
Maďarsko	BUBOR 3M	5.19	6.61	5.75	5.20	4.70	4.50
Polsko	WIBOR 3M	3.73	4.92	4.11	4.90	4.90	4.90

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
Česko	CZ10Y	1.47	1.61	1.37	1.45	1.50	1.75
Maďarsko	HU10Y	5.31	6.56	5.49	7.25	7.00	4.80
Polsko	PL10Y	3.87	4.39	3.60	5.40	5.40	5.40

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
Česko	EUR/CZK	25.7	25.13	25.09	25.70	25.40	25.00
Maďarsko	EUR/HUF	295	285	291	280	280	280
Polsko	EUR/PLN	4.14	4.11	4.08	4.15	4.00	4.00

HDP

	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
Česko	-0.5	-1.0	-1.3	-1.7	-1.1	-0.5	0.0
Maďarsko	-0.7	-1.5	-1.5	-2.7	0.3	0.8	1.2
Polsko	3.6	2.3	1.4	1.1	0.8	1.1	1.5

Inflace

	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
Česko	3.8	3.5	3.4	2.4	2.2	2.2	2.2
Maďarsko	5.5	5.6	6.6	5.0	3.6	3.0	2.8
Polsko	3.9	4.3	3.8	2.4	1.5	1.5	2.0

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

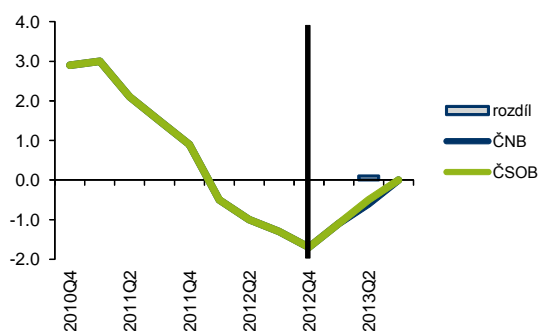
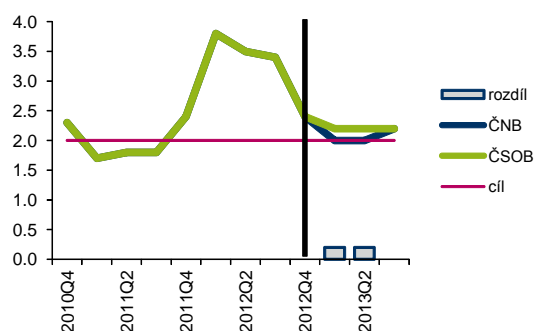
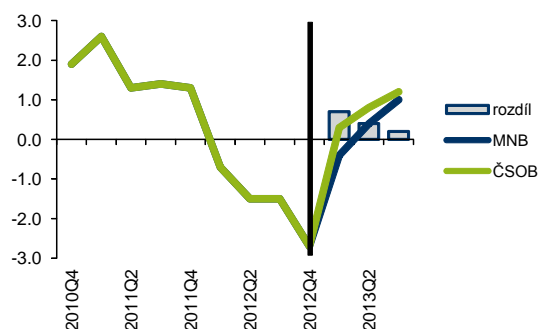
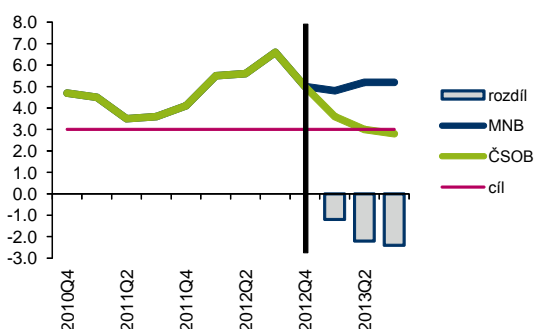
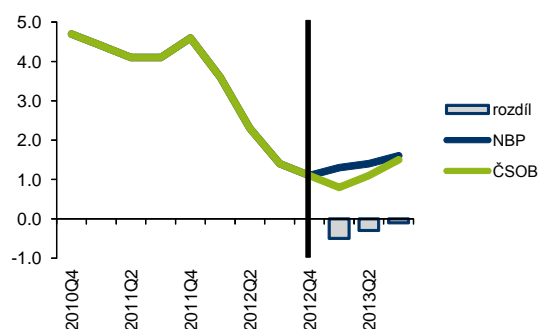
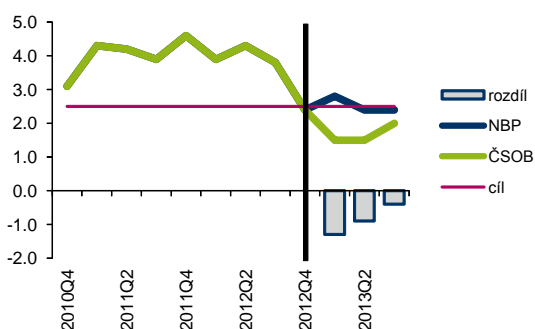
	2012	2013
Česko	-1.7	-1.9
Maďarsko	1.5	1.0
Polsko	-4.0	-3.8

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

	2012	2013
Česko	-5.0	-3.0
Maďarsko	-2.5	-2.2
Polsko	-3.5	-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.