



- **Česká republika**
Recese v české ekonomice zatím nebere konce 2
- **Polsko**
NBP překvapivě snižuje sazby o 50 bps 3
- **Výhled na týden**
Inflace ČNB rozhodně netíží 6

Polsko vstupuje do měnových válek, které pomalu končí

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25.45	↘	↘
EUR/HUF	298.0	↘	↘
EUR/PLN	4.13	↘	↘
3M PRIBOR	0.50	→	→
3M BUBOR	5.17	↘	↘
3M WIBOR	3.46	→	→
10Y CZK	2.03	↗	↗
10Y PLN	4.02	↗	↗
10Y HUF	6.45	↗	↗
3M EURIBOR	0.20	→	→
10Y EMU	1.54	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Polská centrální banka jakoby se na poslední chvíli snažila naskočit do (globálních či regionálních) měnových válek a zcela neočekávaně snížila svoji repo sazbu o 50 bazických bodů. Překvapení ze strany polského Výboru pro měnovou politiku sice přineslo bezprostřední negativní reakci zlotého, avšak je otázkou, zdali defenziva polské měny bude mít opravdu dlouhého trvání. Peněžní trh v tuto chvíli počítá s ještě jedním snížením úrokových sazeb, ke kterému podle nás nejenže nedojde, ale navíc by se názor trhu na NBP mohl zcela obrátit. A to by samozřejmě mohla být voda na mlýn zlotému, který nakonec i dnes může těžit z relativně vysokých úrokových sazeb.

Celkově je však otázkou, zdali průběh měnových válek bude mít i v budoucnu tu podobu na jakou jsme byli v posledních dvou letech zvyklí. V reakci na velmi dobrá makroekonomická čísla totiž z cyklických důvodů začíná posilovat dolar. Jinak řečeno dříve známá rovnice, která implikovala, že klesající averze k riziku = slabý dolar = silící středoevropské měny, nemusí nutně již v následujícím období platit. Averze k riziku může opravdu klesat a s ní regionální měny silít, avšak napříště jen vůči euru, nikoliv vůči dolaru.

Recese v české ekonomice zatím nebere konce

Petr Dufek

Nezaměstnanost vzrostla i v únoru.

Nejnovější čísla z české ekonomiky naznačují, že recese ještě nekončí. Rostoucí nezaměstnanost na jedné straně a klesající import na straně druhé indikují, že i první čtvrtletí letošního roku bude z pohledu ekonomického výkonu slabé. Po lednovém růstu nezaměstnanosti na 8 % došlo i v únoru k dalšímu zvýšení počtu nezaměstnaných na nové historické maximum.

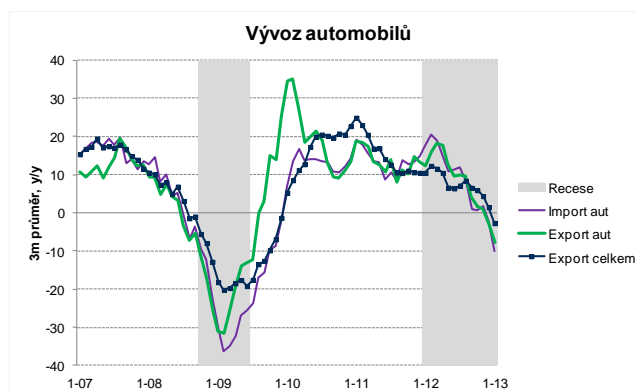
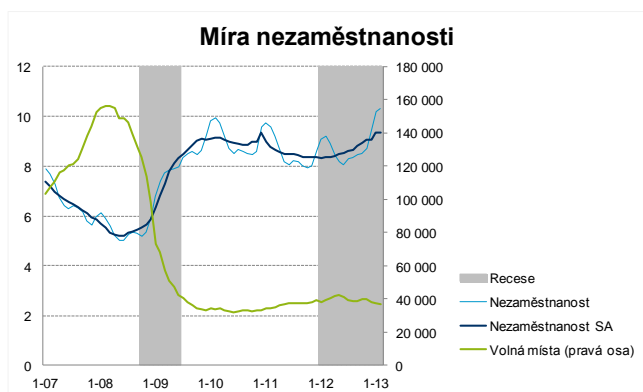
V únoru, kdy nezaměstnanost obvykle klesá, se tentokrát o jednu desetinu procentního bodu zvýšila na 8,1 %. Na trh práce stále doléhá recese, která rozšiřuje řady nezaměstnaných a nevytváří nová pracovní místa (meziročně je jich o 2 tis. méně). Podle staré metodiky se tak nezaměstnanost pohybuje za hranicí deseti procent. Znamená to horší situaci než při minulé recesi, z níž se ekonomika nedokázala ani plně oklepat a spadla do další.

K dílčímu zlepšení začne na trhu práce docházet už v březnu, kdy se začnou obnovovat sezónní práce v zemědělství a stavebnictví, avšak nečekáme, že by se celkový trend nezaměstnanosti už letos začal měnit k lepšímu.

Leden přinesl nejen další zvýšení přebytku zahraničního obchodu, ale i očekávaný pokles vývozu a dovozu do ČR.

Na český vývoz doléhá útlum evropské poptávky, který v této době už nejspíše kulminuje, a negativně ovlivňuje hlavní exportní artikly ČR – stroje a dopravní prostředky. Meziroční pokles vývozu vychází i z vysoké srovnávací základny loňského ledna. Vedle toho propad dovozu jen potvrzuje, že tuzemská spotřebitelská i investiční poptávka zůstává i v úvodu letošního roku v útlumu. Import ukazuje, že ochota lidí utrácet za spotřební zboží klesá a chuť firem investovat zůstává slabší.

ČR se nejspíše v letošním roce dočká nového historicky rekordního přebytku obchodní bilance. Prozatím drží rekord loňský rok, kdy přebytek zahraničního obchodu překonal hranici 310 mld. korun. Zahraniční obchod tak pravděpodobně zůstane jediným, co bude držet naše hospodářství „nad vodou“.



NBP překvapivě snižuje sazby o 50 bps

Petr Báča, Jan Bureš

Polské oficiální úrokové sazby jsou na historických minimech,...

Regionální událostí týdne bylo dvoudenní zasedání polské centrální banky (NBP), které vyvrcholilo středním rozhodnutím o nastavení úrokových sazeb. NBP překvapila nás i trh snížením sazeb o 50 bps, které je podle jejího prohlášení ukončením cyklu snižování sazeb zahájeného vloni v listopadu. Podle tiskové zprávy poslední data potvrzují, že Polsko čeká delší období slabšího růstu, které si žádá další snížení sazeb. Zajímavé je, že poslední data nepřinášela nijak přelomové informace a překvapovala spíše pozitivně, ať šlo o maloobchodní tržby, průmysl za leden či HDP za poslední čtvrtletí 2012 (zde je však třeba dodat, že struktura nebyla příliš příznivá). Z této řady vybočila inflace, která poklesla v lednu více, než se čekalo (inflační čísla budou ještě revidována). Ani oficiální zápisy z únorového jednání, ani komunikace členů RPP nenaznačovaly, že by se banka chystala k tak razantnímu kroku. K němu se neodhodlala ani po překvapivém propadu HDP ve třetím čtvrtletí 2012. Poslední rozhodnutí tedy celkově zapadá do řady překvapení, jimiž nás NBP zásobovala i v minulosti (například zvýšení sazeb vloni v květnu) a poukazuje na relativně špatně zvládnutou komunikaci NBP.

...kde by měly zůstat i ve zbytku roku

Každopádně, rozhodnutí Výboru pro měnovou politiku (RPP) se okamžitě projevilo v kurzu zlatého, jenž v prvotní reakci oslabil až nad EUR/PLN 4,16 a cestou hravě prolomil dvousetdenní průměr i rezistenci na EUR/PLN 4,17. Již v pátek se ale po silných číslech z amerického trhu práce polská měna prakticky vrátila na úroveň před zasedáním NBP. S dalším oslabováním zlatého v tuto chvíli nepočítáme. Již proto, že v tuto chvíli stále trh FRA v ročním horizontu počítá ještě s jedním snížením sazeb, které je po posledním agresivním snížení sazeb krajně nepravděpodobné a trhy by od sázek na něj měly postupně upouštět. I přes agresivní snížení sazeb v březnu ale růst sazeb v Polsku hrozí reálně nejdříve na konci tohoto roku nebo spíše na začátku nového, kdy se inflace začne pomalu vracet k cíli NBP.

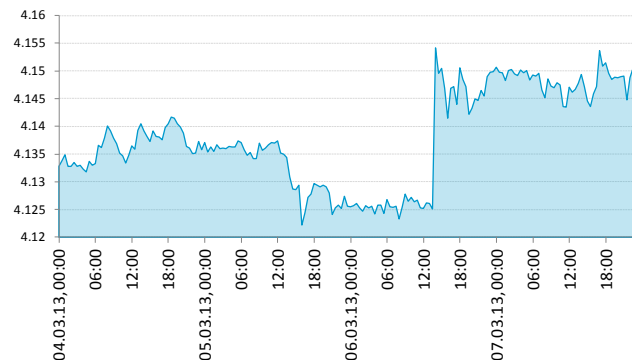
Polská inflace a sazba NBP

v %, inflace y/y



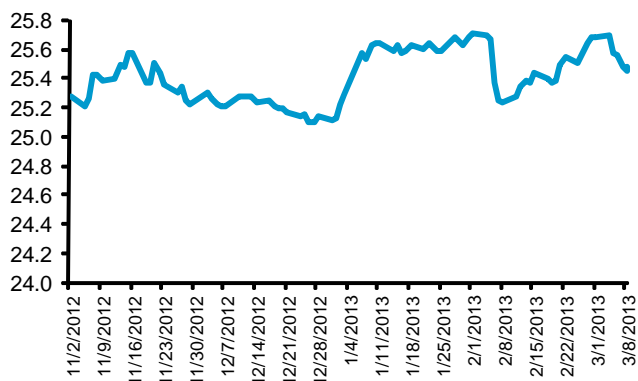
EUR/PLN

délka intervalu 30 minut

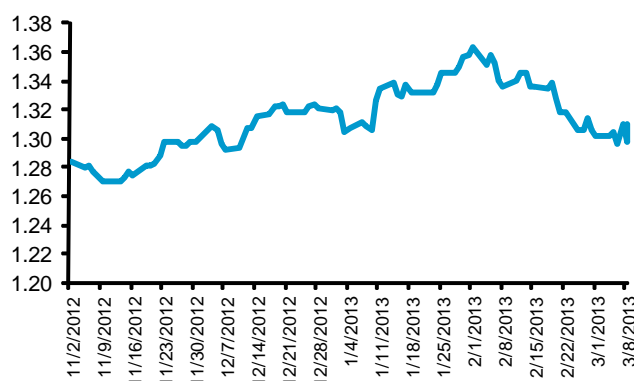


Přehled trhů

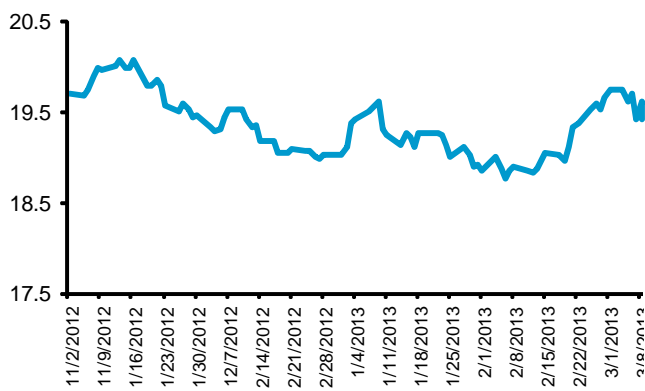
EURCZK



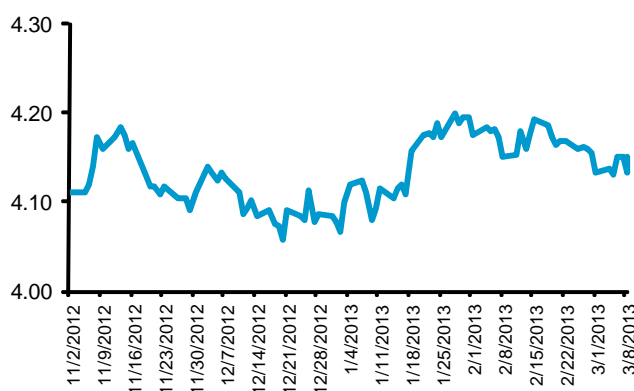
EURUSD



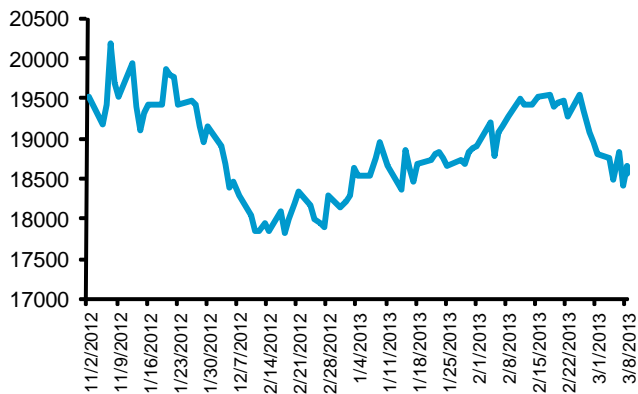
USDCZK



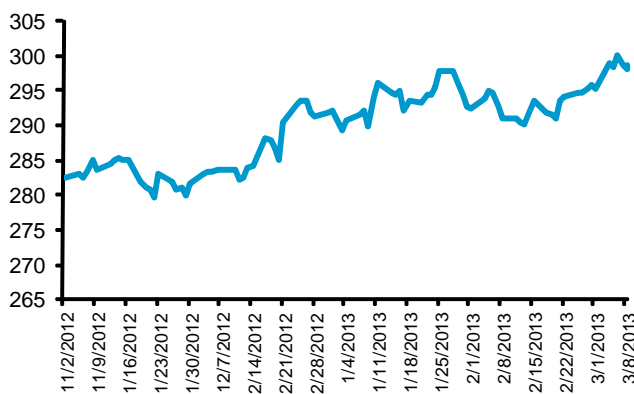
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

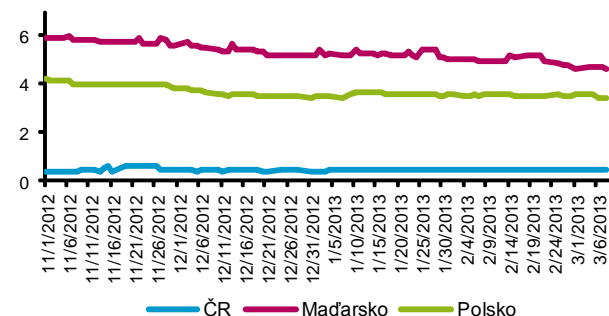


EURHUF

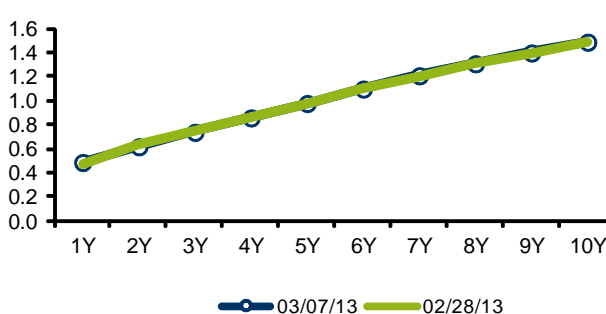


Zdroj: Thomson Reuters

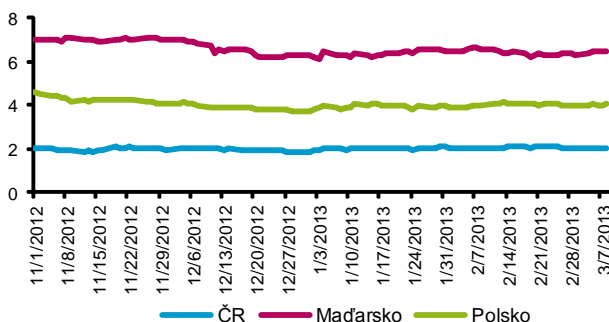
FRA 3x6 (%)



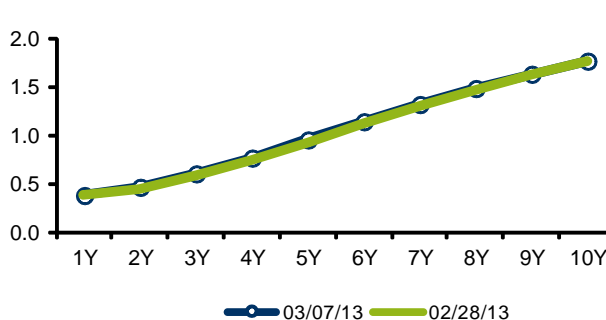
IRS CZK (%)



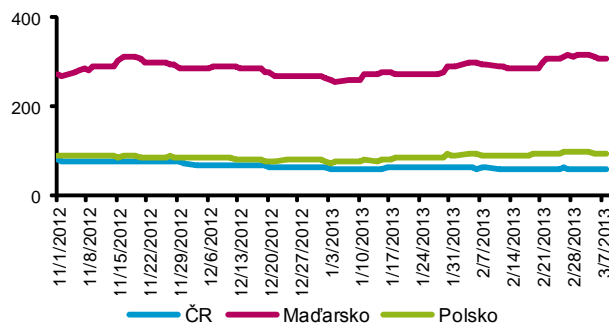
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



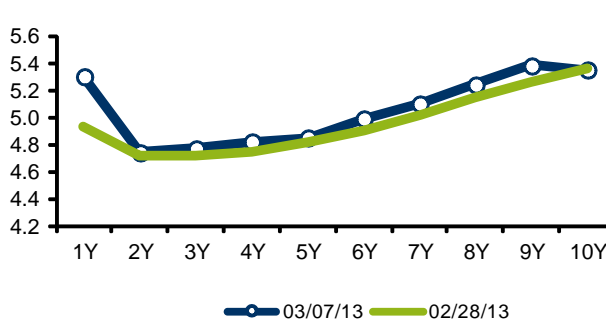
IRS EUR (%)



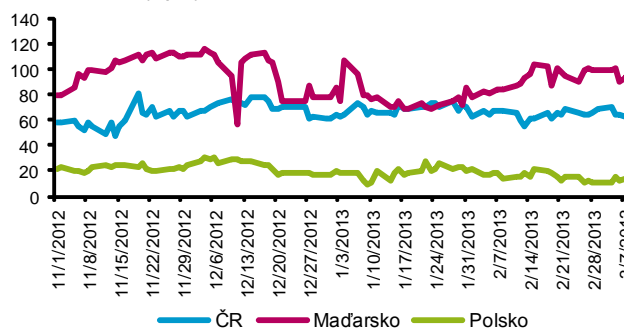
CDS 5Y (bps)



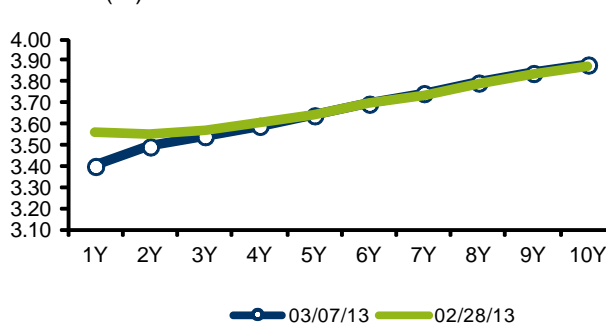
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

PO 9:00, CZ Inflace (%)

	II.13	I.13	II.12
Inflace m/m	0,3	1,3	0,2
Inflace y/y	2,0	1,9	3,7

ČT 9:00, CZ Maloobchodní tržby (% y/y)

	I.13	XII.12	I.12
Tržby	-4,0	-5,1	2,4
kumul. od ledna	-4,0	-1,1	2,4

ČT 14:00, PL Inflace (% y/y)

	II.13	I.13	II.12
Inflace	1,5	1,7	4,3
Potraviny (bez alk.)	3,2	3,5	4,5
Doprava (vč. pohonných hmot)	-0,8	-0,7	10,3

PÁ 9:00, CZ Průmyslová výroba (% y/y)

	I.13	XII.12	I.12
Měsíčně	-5,0	-12,5	3,4
kumul. od ledna	-5,0	-1,2	3,4

CZ: Nízkoinflační období pokračuje

V únoru ještě nejspíše doznival vliv lednového zvýšení obou sazeb DPH o jeden procentní bod. Dražší byly pohonné hmoty a některé potraviny. Celková inflace by ovšem i tak měla zůstat na cíli ČNB. Měnově politická inflace, které centrální banka věnuje svoji pozornost, zřejmě poklesla na jedno procento. Inflace by se v dalších měsících neměla nijak viditelně měnit. Limitovat ji bude slabá domácí poptávka a relativně stabilní koruna.

CZ: Spotřebitelé zatím více neutráci

Ani v úvodu letošního roku se nedá předpokládat, že by spotřebitelská poptávka začala oživovat. Chuť utrácet zůstává v důsledku rostoucí nezaměstnanosti a poklesu reálných příjmů velmi slabá. A nepříznivé byly i výsledky prodeje nových automobilů v obou prvních měsících roku. Maloobchod proto nejspíše zažije velmi slabý první půlrok, po němž by mohla nastat stabilizace a pomalé oživení v závěru roku.

PL: Inflace v únoru dále poklesla

Inflace v Polsku v únoru podle našich odhadů poklesla na 1,5 % meziročně, ačkoliv meziměsíčně rostla o 0,2 %. Na meziměsíčním růstu cen se podle nás podílelo zejména zdražování potravin a alkoholických nápojů. Druhý měsíc v řadě by naopak měly sezónně poklesnout ceny oblečení, tentokrát o 2,1 %. Dodejme, že tento měsíc bude zveřejněna i kompletní struktura indexu z ledna, přepočtená novými vahami položek spotřebitelského koše.

CZ: Slabý začátek roku v průmyslu

Pokles, který průmysl zažil v prosinci, zřejmě hned tak neskončí. Slabé zakázky v závěru roku obrat zatím nenaznačily. Slabý leden s největší pravděpodobností zažila výroba automobilů, kovů, plastů, elektroniky, potravin – tedy nejvýznamnější průmyslové obory v ČR. Přesto poslední měkké ukazatele – nálada v průmyslu a PMI – naznačují, že propad průmyslu nebude tak dlouho trvat, jako při minulé recesi. Situace by se proto mohla stabilizovat už v průběhu první poloviny roku.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	11.03.2013	8:00	Obchodní bilance	mld. EUR	01/2013			15.1		12	
Německo	11.03.2013	8:00	Běžný účet	mld. EUR	01/2013			9.7		17.3	
Maďarsko	11.03.2013	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	01/2013 *P			387		143.1	
ČR	11.03.2013	9:00	Inflace	%	02/2013	0.3	2	0.2	1.8	1.3	1.9
ČR	11.03.2013	9:00	Mzdy	%	4Q/2012				0.1		-1.8
ČR	11.03.2013	9:00	HDP	%	4Q/2012 *F					-0.2	-1.7
USA	12.03.2013	0:00	3letá aukce	mld. USD	03/2013			32			
Německo	12.03.2013	8:00	Inflace	%	02/2013 *F			0.6	1.5	0.6	1.5
Německo	12.03.2013	8:00	Harmonizovaná inflace	%	02/2013 *F			0.8	1.8	0.8	1.8
Maďarsko	12.03.2013	9:00	Inflace	%	02/2013			0.2	3.2	0.8	3.7
USA	12.03.2013	20:00	Rozpočtové saldo	mld. USD	02/2013			-220			
USA	13.03.2013	0:00	10letá aukce	mld. USD	03/2013			21			
EMU	13.03.2013	11:00	Průměrná výroba	%	01/2013			0.1	-1.8	0.7	-2.4
USA	13.03.2013	14:30	Index dovozních cen	%	02/2013			0.5		0.6	-1.3
USA	13.03.2013	14:30	Maloobchodní tržby	%	02/2013			0.5		0.1	
USA	13.03.2013	14:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů	%	02/2013			0.5		0.2	
USA	13.03.2013	16:00	Podnikatelské zásoby	%	01/2013			0.3		0.1	
USA	14.03.2013	0:00	30letá aukce	mld. USD	03/2013			13			
EMU	14.03.2013	0:00	Summit vedoucích představitelů EU v Bruselu	ECB	03/2012						
Maďarsko	14.03.2013	9:00	Průměrná výroba	%	01/2013 *F					2.9	-1.4
ČR	14.03.2013	9:00	Maloobchodní tržby	%	01/2013		-4		-1.9		-5.1
ČR	14.03.2013	10:00	Běžný účet	mld. CZK	01/2013	7		10		-24.3	
EMU	14.03.2013	10:00	Měsíční zpráva ECB	ECB	03/2013						
Polsko	14.03.2013	14:00	Běžný účet	mil. EUR	01/2013			-1421		-1204	
Polsko	14.03.2013	14:00	Obchodní bilance	mil. EUR	01.01.2013			-450		-1212	
Polsko	14.03.2013	14:00	Peněžní zásoba M3	%	02/2013			0.5		-0.8	
Polsko	14.03.2013	14:00	Inflace	%	02/2013			0.2	1.5	0.1	1.7
USA	14.03.2013	14:30	Běžný účet	mld. USD	4Q/2012			-112.8		-107.5	
USA	14.03.2013	14:30	Výrobní ceny	%	1.02.2013			0.6	1.7	0.2	1.4
USA	14.03.2013	14:30	Jádrový index cen v průmyslu	%	1.02.2013			0.1	1.7	0.2	1.8
USA	14.03.2013	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	03/2013					340	
USA	14.03.2013	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	03/2013					3094	
EMU	15.03.2013	0:00	Summit vedoucích představitelů EU v Bruselu	ECB	03/2013						
ČR	15.03.2013	9:00	Výrobní ceny	%	02/2013	0.2	1.5	0.2	1.5	1.1	1.4
ČR	15.03.2013	9:00	Stavební výroba	%	01/2013						-17.3
ČR	15.03.2013	9:00	Průměrná výroba	%	01/2013				-4		-12.5
EMU	15.03.2013	11:00	Inflace	%	02/2013			0.3	1.8	-1	1.8
EMU	15.03.2013	11:00	Jádrová inflace	%	02/2013				1.4		1.3
USA	15.03.2013	14:30	Podnikatelská nálada ve státě N.Y.		03/2013			8		10.04	
USA	15.03.2013	14:30	Inflace	%	02/2013			0.4	1.8	0	1.6
USA	15.03.2013	14:30	Jádrová inflace	%	02/2013			0.2	2	0.3	1.9
Polsko	15.03.2013	15:00	Rozpočtové saldo	mil. PLN	02/2013						-8437
USA	15.03.2013	15:15	Průměrná výroba	%	02/2013			0.3		-0.1	
USA	15.03.2013	15:15	Využití kapacit	%	02/2013			79.3		79.1	
USA	15.03.2013	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		03/2013 *P			78		77.6	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

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	5.25	6.50	5.75	5.25	4.75	4.50	-25 bps 2/26/2013
Polsko	2T inter. sazba	3.25	4.75	4.25	3.25	3.25	3.25	25 bps 3/6/2013

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	5.17	6.61	5.75	5.20	4.70	4.50
Polsko	WIBOR 3M	3.46	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	1.49	1.61	1.37	1.45	1.50	1.75
Maďarsko	HU10Y	5.47	6.56	5.49	7.25	7.00	4.80
Polsko	PL10Y	3.88	4.39	3.60	5.40	5.40	5.40

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
Česko	EUR/CZK	25.4	25.13	25.09	25.70	25.40	25.00
Maďarsko	EUR/HUF	298	285	291	280	280	#N/A
Polsko	EUR/PLN	4.13	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	2.1	2.1	2.1
Maďarsko	5.5	5.6	6.6	5.0	3.6	3.0	2.8
Polsko	3.9	4.3	3.8	2.4	1.4	1.4	2.0

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

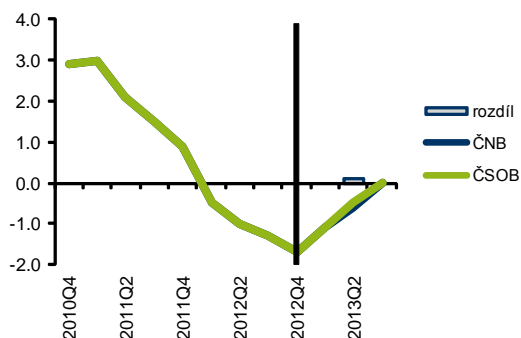
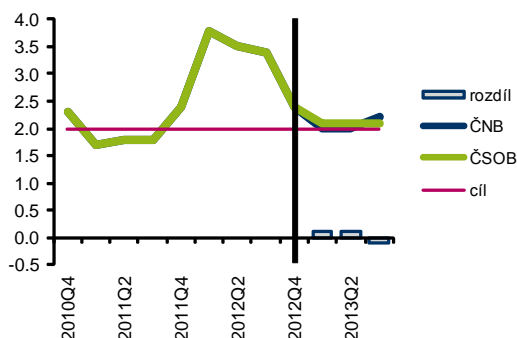
	2012	2013
Česko	-1.7	-1.9
Maďarsko	1.5	1.0
Polsko	-4.0	-3.8

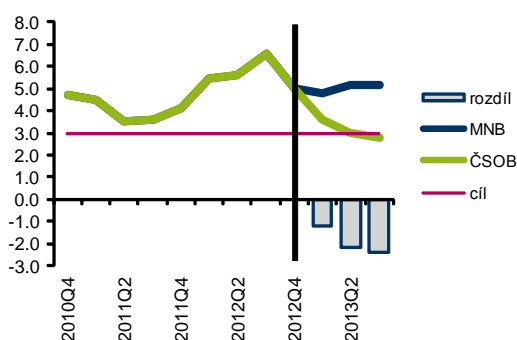
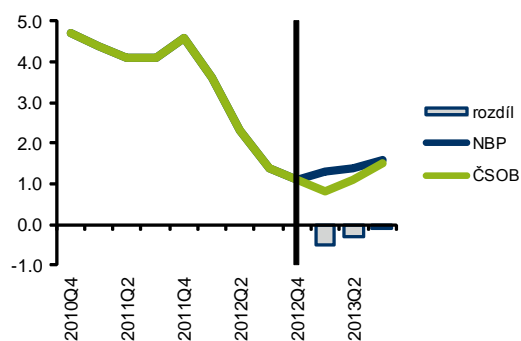
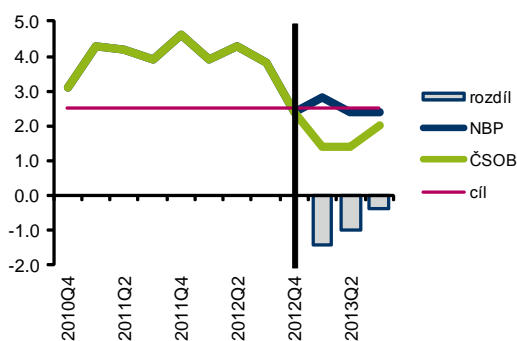
Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	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.