



www.csob.cz

www.csob.cz/Analzy

5. dubna 2013

● Střední Evropa

Nejvíce závislé na obchodu s eurozónou i PIIGS je Maďarsko

2

● Výhled na týden

Česká inflace na ústupu

6

Maďarská centrální banka vychází vstříc podnikům

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25.75	→	→
EUR/HUF	300.6	↗	↗
EUR/PLN	4.17	→	→
3M PRIBOR	0.47	→	→
3M BUBOR	4.88	↘	↘
3M WIBOR	3.37	→	→
10Y CZK	1.86	→	→
10Y PLN	3.63	→	→
10Y HUF	6.14	→	→
3M EURIBOR	0.21	→	→
10Y EMU	1.21	↘	→

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Hlavní díl pozornosti si ve středoevropském regionu po svátcích uzmulo Maďarsko, konkrétně jeho centrální banka (MNB). Ta ve středu pozdě večer překvapila tím, že na následující den oznámila mimořádné zasedání a tiskovou konferenci týkající se nových prorůstových opatření. Zpráva trhy znervóznila, neboť zejména obavy z možných nekonvenčních politik centrální banky pod vedením György Matolcsyho, věrného soupeřníka premiéra Orbána, stály za březnovým oslabením forintu na devítiměsíční minima.

Žádná divočina se však nakonec nekonala. MNB se nakonec, jak již dříve naznačovala, odhodlala k opatřením týkající se podpory půjček malým a středním podnikům a předčasným splátkám úvěrů podniků v cizích měnách. Půjčky podnikům budou zatíženy úrokovou sazbou ve výši dvou procent, což je hluboko pod oficiální úrokovou sazbou (5 %), přičemž prostředky na půjčky bude bankám poskytovat MNB bezúročně. Celkový objem takto poskytnutých úvěrů dosáhne až 500 miliard forintů (asi 40 miliard korun či 2 % maďarského HDP). Co se týče půjček v cizích měnách, tak jejich konverze zpět do forintů bude převedena tržními kurzy (na rozdíl od případu hypoték domácností) a dopad na devizové rezervy nebude podle odhadů MNB nijak zásadní.

S podporou ekonomiky koketuje podle zápisu z posledního jednání i Česká národní banka (ČNB). Nejnovější situační zpráva hodnotí sice rizika prognózy jako velmi lehce protiinflační a „ve směru potřeby velmi mírně uvolněnějších měnových podmínek“, avšak na zásah v podobě devizových intervencí to stále ještě nevypadá. Podle zápisu se v ČNB se rozvíjejí úvahy o tom, že by oslabení koruny zaktivizovalo spotřebitele, kteří by pak přestali odkládat spotřebu a navíc by se díky „substitučnímu kanálu“ přiklonili ke zboží tuzemskému. Nicméně se zatím zdá, že tato konstrukce má v sobě více proti, než aby se dala v současné době aplikovat.

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

Nejvíce závislé na obchodu s eurozónou i PIIGS je Maďarsko

Jan Bureš

Z porovnání závislosti na zahraniční poptávce v PIIGS vychází jako nejohroženější Maďarsko.

Středoevropské ekonomiky jsou, včetně té největší polské, zásadním způsobem závislé na zahraničním obchodu. Zahraniční obchod sám přispívá značným dílem k tvorbě HDP. Vedle toho ale zahraniční poptávka funguje jako motor pohánějící nové investice a tvorbu pracovních míst. Tím ve skutečnosti do velké míry před-nastavuje mantinely také pro domácí poptávku středoevropských ekonomik.

Vzhledem k tomu, že globální ekonomika prochází výraznější růstovou divergencí, je poměrně zásadní, vůči kterým exportním trhům mají středoevropské země největší expozici. V roce 2013 pravděpodobně dál slušně poroste americká ekonomika, zrychlí Čína, zatímco eurozónu čeká druhý rok recese v řadě. Snažíme se proto porovnat středoevropské ekonomiky jednak z hlediska celkové expozice vůči zahraničnímu obchodu, jednak z hlediska expozice vůči konkrétním teritoriím. Rozlišujeme především celkovou expozici vůči poptávce z eurozóny a ze zemí PIIGS (Portugalsko, Irsko, Itálie, Španělsko, Řecko), která může být v roce 2013 nejvíce nebezpečná. V tomto ohledu jako nejohroženější zůstává Maďarsko. Jednak je nejvíce závislé na zahraniční poptávce, současně má největší expozici vůči eurozóně jako celku i zemím PIIGS.

Pracujeme s finální poptávkou na zahraničních trzích podle OECD, která překonává problém s exportem mezi-produktů.

Při porovnání struktury exportu vycházíme z databáze OECD, která sleduje konečné užití exportů spotřebiteli. Pokud tedy například čeští exportéři vyváží do Německa meziprodukty, které jsou určeny na produkci automobilů na indickém trhu, vykáží to statistiky OECD jako vyšší expozici Česka vůči Indii a ne vůči Německu (rozhodujícím kritériem je finální spotřeba). Indikátor, který OECD konstruuje, se jmenuje - Domácí přidaná hodnota ze zahraniční finální domácí poptávky (Domestic Value Added embodied in Foreign Final Domestic Demand - DVAFFD). Výhoda použití DVAFFD je poměrně zjevná. V současné době poměrně výrazně narostl význam nadnárodních odběratelsko-dodavatelských řetězců. Prosté teritoriální porovnání čistých exportů tak nemusí prozradit mnoho o tom, vůči kterému nákupnímu košíku je daná ekonomika skutečně citlivá. DVAFFD svojí orientací na finální poptávku tento nedostatek překonává. Jeho nevýhodou je značné zpoždění při zveřejňování dat - v tuto chvíli jsou nejčerstvější data OECD z roku 2009. Pokud nám jde ale o zhodnocení struktury ekonomiky a ne o dynamiku, nemusí větší zpoždění napáchat zásadní škody.

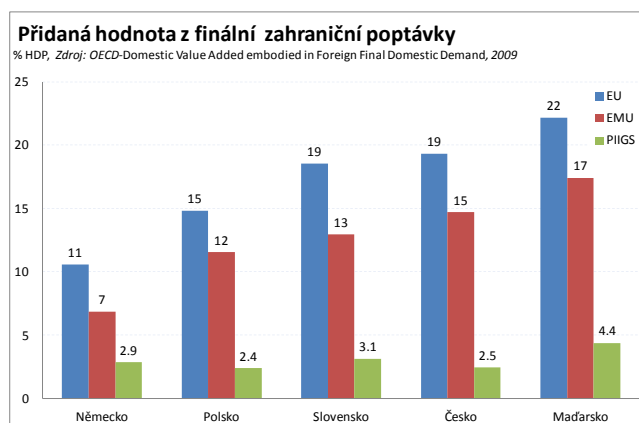
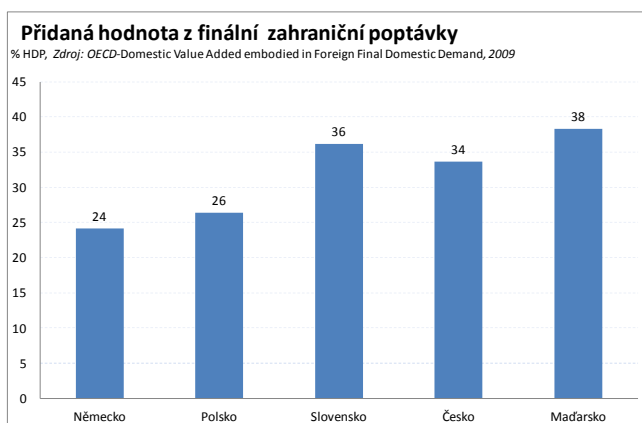
Při porovnání s Německem mají všechny středoevropské ekonomiky větší expozici vůči zahraniční poptávce obecně i vůči zahraniční poptávce ze zemí eurozóny.

Z porovnání pro střední Evropu vyplývá (viz grafy níže), že největší expozici vůči zahraničnímu obchodu má Maďarsko - celkový podíl DVAFFD na HDP je 38 %. Silně mu ale sekunduje Slovensko (36 % HDP) i Česko (34 % HDP). I největší středoevropská ekonomika Polsko je ale závislá na zahraniční poptávce více, než exportní mašina eurozóny Německo.

Při porovnání expozic vůči Evropské unii a eurozóně opět vede Maďarsko (22 % HDP, 17 % HDP) a má rovněž zdatelně nejvyšší expozici vůči zemím PIIGS (4,4 % HDP), a to především díky silné závislosti na poptávce z Itálie.

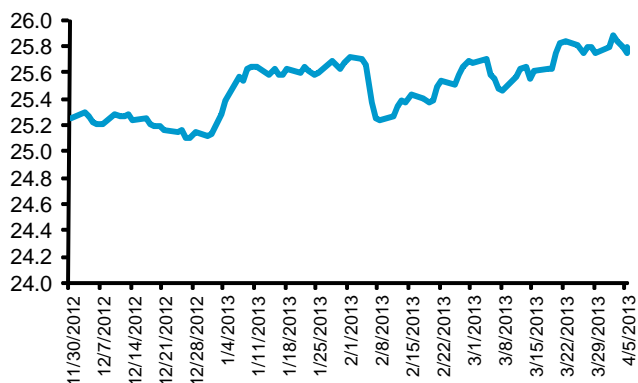
Zajímavé je porovnání Česka a Slovenska. Česko má sice relativně nízkou závislost na zemích PIIGS (2,5 % HDP), na druhou stranu je na celkové poptávce v eurozóně závislejší, než jeho východní soused. Je to primárně dáno skutečně velice silnou závislostí Česka na finální německé poptávce (6 % HDP v Česku, versus 4 % HDP na Slovensku). Slovenští vývozcí mají podle všeho zase daleko významnější přímé nebo nepřímé vazby na ruský trh (0,9 % HDP v Česku, 2,5 % HDP na Slovensku).

Všechny země včetně Polska jsou závislé na poptávce od sousedů v EU více než Německo. Pro Němce je neklíčovější finální poptávka z USA, kde končí i řada vývozu nejprve putujících jako meziprodukty nebo investiční celky do Číny. Ze středoevropských ekonomik hraje finální poptávka v USA zásadnější roli pouze v Česku (po Německu je druhá nejvýznamnější).

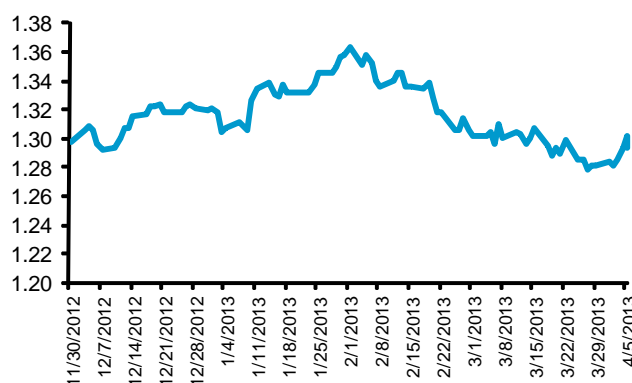


Přehled trhů

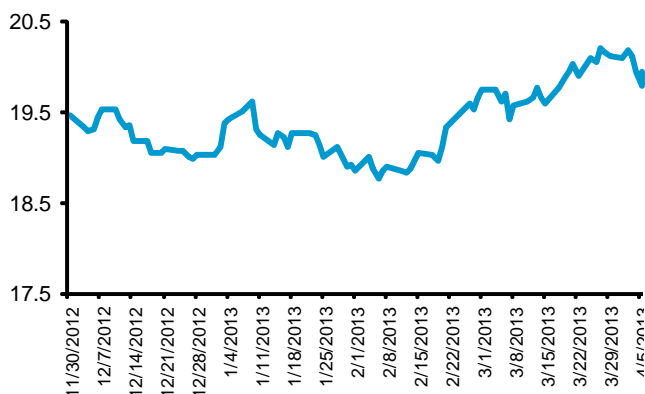
EURCZK



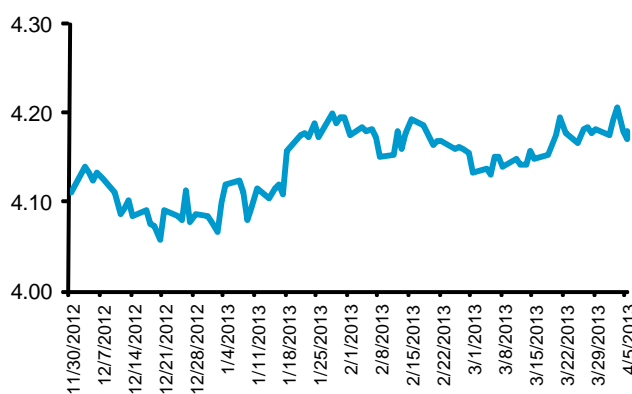
EURUSD



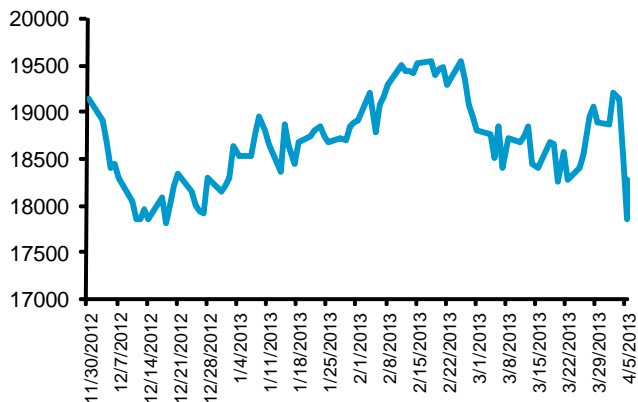
USDCZK



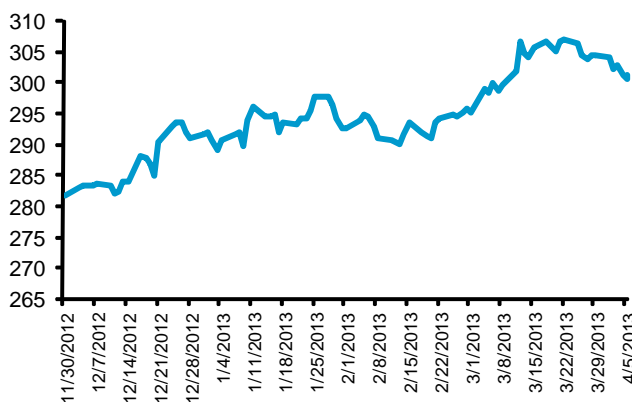
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

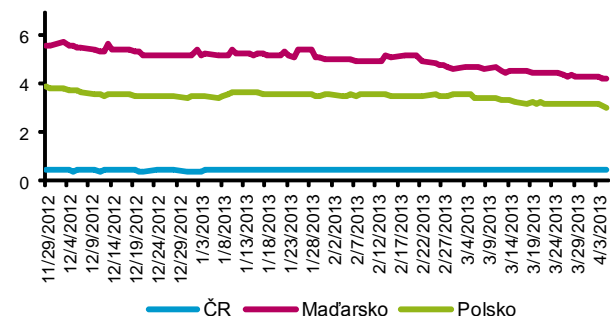


EURHUF

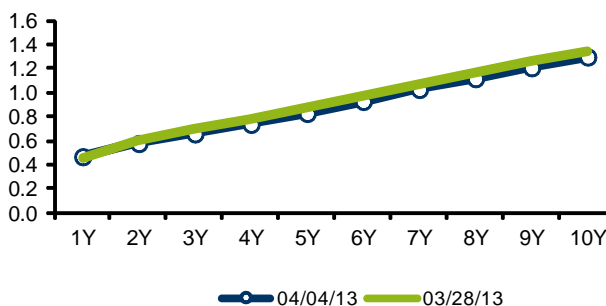


Zdroj: Thomson Reuters

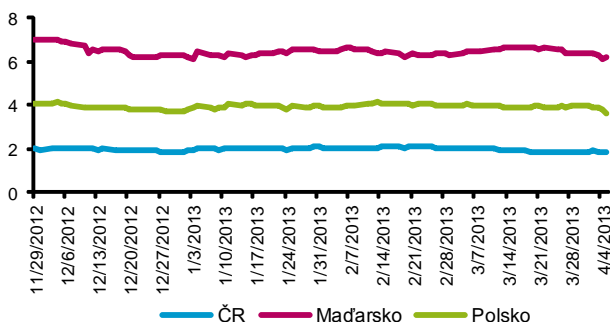
FRA 3x6 (%)



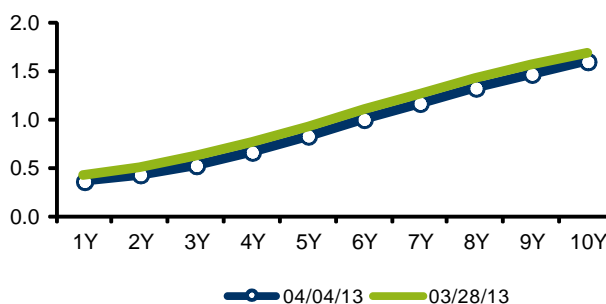
IRS CZK (%)



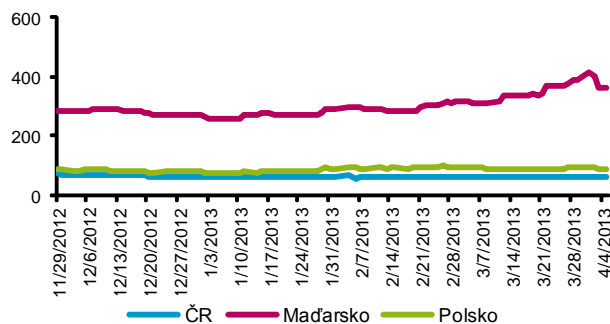
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



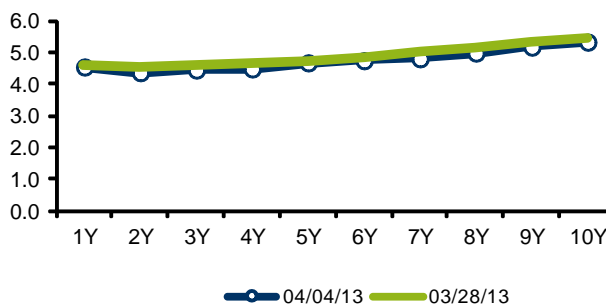
IRS EUR (%)



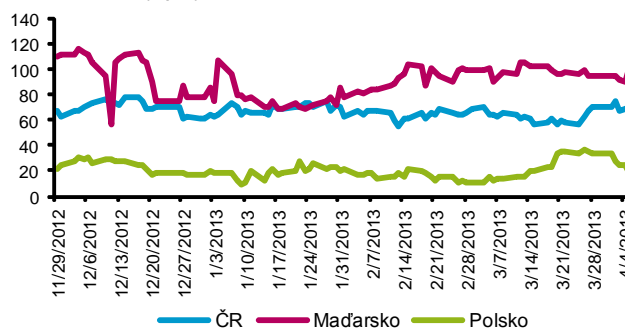
CDS 5Y (bps)



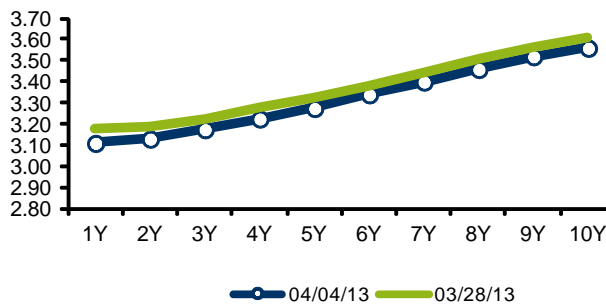
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

PO 9:00, CZ Průmyslová výroba (% , y/y)

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

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

	II.13	I.12	II.12
Saldo	25,6	31,5	27,7
kumulativ. od ledna	57,2	31,5	58,2

UT 9:00, CZ Inflace (%)

	III.13	II.13	III.12
Inflace m/m	0,1	0,1	0,2
Inflace y/y	1,7	1,7	3,8

UT 9:00, CZ Míra nezaměstnanosti (%)

	III.13	II.13	III.12
Míra	8,2	8,1	7,0

ST cca 14:00, PL Zasedání NBP

	Náš odhad	Poslední změna
hlavní sazba v %	3,25	3/2013
změna v b. bodech	0	-50

CZ: Průmysl stále v útlumu

Série slabých výsledků v průmyslu pokračovala nejspíše i v únoru. Dílčí dopad měl sice o jeden den nižší počet pracovních dní, avšak průmysl stále pociťuje nedostatek zakázek patrný už v závěru loňského roku. Propad produkce očekáváme především v automobilovém průmyslu, elektrotechnice, výrobě kovů, plastů a pryže. Příliš nepotěší ani nové zakázky, které nejspíše opět poklesly, a to jak vlivem domácí, tak i zahraniční poptávky.

CZ: Další pokles exportu i importu

Celkově sice zahraniční obchod skončil v únoru velmi slušným přebytkem, avšak jak export, tak import v meziročním srovnání nejspíše klesaly. Ostatní slabý výkon průmyslu je úzce spojený s výsledky českého vývozu, zatímco klesající dovoz odráží stále ještě slabou domácí poptávku. Stabilita poptávky v Německu by v následujících měsících měla napomoci exportu zpět do černých čísel, což by se nepochybně odrazilo i v příznivějších výsledcích tuzemského průmyslu.

CZ: Inflace na ústupu

Dezinflační trend pokračoval i v únoru. Meziroční inflace tak zůstává pod úrovní cíle ČNB a to dokonce navzdory lednovému zvýšení obou sazeb DPH. Absence poptávkové inflace vybízí centrální banku k vyčkávací politice, k prodlužování období nízkých úrokových sazeb a k úvahám o devizových intervencích. A podobně tomu bude i v dalších měsících, kdy inflace zůstane pod cílem.

CZ: Špatné počasí odložilo sezónní práce

Ačkoliv v březnu obvykle začínají sezónní práce a počet nezaměstnaných klesá, letošní horší počasí nástup sezónních zaměstnanců odsunulo. Ekonomika navíc zůstává stále ještě v recesi, což se negativně odráží v klesající nabídce volných pracovních míst. I když v dalších měsících sezónní práce nepochybně zafungují, o zlepšení situace na trhu práce stále nebude možné ještě hovořit.

PL: NBP sazby nezmění

Po nečekaně výrazném snížení úrokových sazeb v březnu o 50 bazických bodů dala polská centrální banka (NBP) jasně najevo, že se jedná o dokončení cyklu uvolňování měnové politiky započatém v listopadu loňského roku. Data přicházející v tomto měsíci by na rozhodnutí NBP neměla nic změnit a proto se domníváme, že základní úroková sazba zůstane na svém historickém minimu 3,25 %.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
USA	08.04.2013	0:00	Mezinárodní ekonomická konference na Floridě		04/2013						
Maďarsko	08.04.2013	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	02/2013 *P			720		316.2	
ČR	08.04.2013	9:00	Stavební výroba	%	02/2013						-9.3
ČR	08.04.2013	9:00	Průměrná výroba	%	02/2013			-5		-5	-4.1
ČR	08.04.2013	9:00	Obchodní bilance	mld. CZK	02/2013	25.6		28.8		31.5	
Německo	08.04.2013	12:00	Průměrná výroba	%	02/2013			0.3	-1	0	-1.3
Maďarsko	08.04.2013	17:00	Rozpočtové saldo	mld. HUF	03/2013						-339.5
USA	08.04.2013	22:00	Kvartální zisk Alcoa	USD	1Q/2013						
USA	09.04.2013	0:00	Mezinárodní ekonomická konference na Floridě		04/2013						
USA	09.04.2013	0:00	3letá aukce	mld. USD	04/2013			32			
USA	09.04.2013	1:15	Projev Bernankeho na konferenci Fedu v Atlantě	Fed	04/2013						
Německo	09.04.2013	8:00	Obchodní bilance	mld. EUR	02/2013			15		13.7	
Německo	09.04.2013	8:00	Běžný účet	mld. EUR	02/2013			14.2		11.3	
Francie	09.04.2013	8:45	Obchodní bilance	mld. EUR	02/2013			-5.3		-5.9	
ČR	09.04.2013	9:00	Inflace	%	03/2013	0.1	1.7	0.1	1.7	0.1	1.7
ČR	09.04.2013	9:00	Míra nezaměstnanosti 15-64	%	03/2013	8.2		8		8.1	
USA	10.04.2013	0:00	10letá aukce	mld. USD	04/2013			21			
Francie	10.04.2013	8:45	Průměrná výroba	%	02/2013			0.5	-3.7	-1.2	-3.5
Polsko	10.04.2013	14:00	Zasedání RPP	%	04/2013	3.25		3.25		3.25	
EMU	10.04.2013	19:00	Projev Weidmanna v Dusseldorfu	ECB	04/2013						
USA	10.04.2013	20:00	Rozpočtové saldo	mld. USD	03/2013						
USA	11.04.2013	0:00	30letá aukce	mld. USD	04/2013			13			
Německo	11.04.2013	8:00	Inflace	%	03/2013 *F			0.5	1.4	0.5	1.4
Německo	11.04.2013	8:00	Harmonizovaná inflace	%	03/2013 *F			0.4	1.8	0.4	1.8
Francie	11.04.2013	8:45	Harmonizovaná inflace	%	01.03.2013			0.8	1	0.3	1.2
Francie	11.04.2013	8:45	Inflace	%	03/2013			0.7	1	0.3	1
Maďarsko	11.04.2013	9:00	Inflace	%	03/2013			0.6	2.6	-0.1	2.8
EMU	11.04.2013	10:00	Měsíční zpráva ECB	ECB	04/2013						
USA	11.04.2013	14:30	Index dovozních cen	%	03/2013			-0.5		1.1	-0.3
USA	11.04.2013	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	04/2013			360		385	
USA	11.04.2013	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	03/2013					3063	
EMU	11.04.2013	15:00	Zahájení neformální schůzky ECOFINu v Dublinu	ECB	04/2013						
EMU	12.04.2013	0:00	Setkání ministrů financí EU v Dublinu	ECB	04/2013						
Maďarsko	12.04.2013	9:00	Průměrná výroba	%	02/2013 *F					0.3	-1.1
EMU	12.04.2013	11:00	Průměrná výroba	%	02/2013			0.2	-2.6	-0.4	-1.3
Polsko	12.04.2013	14:00	Peněžní zásoba M3	%	03/2013			0.6		0.8	
USA	12.04.2013	14:00	Kvartální zisk Wells Fargo	USD	1Q/2013						
USA	12.04.2013	14:30	Výrobní ceny	%	03/2013			-0.1	1.3	0.7	1.7
USA	12.04.2013	14:30	Jádrový index cen v průmyslu	%	03/2013			0.2	1.7	0.2	1.7
USA	12.04.2013	14:30	Maloobchodní tržby	%	03/2013			0		1.1	
USA	12.04.2013	14:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů	%	03/2013			0.1		1	
USA	12.04.2013	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		04/2013 *P			78.3		78.6	
USA	12.04.2013	16:00	Podnikatelské zásoby	%	02/2013			0.4		1	

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	5.00	6.50	5.75	5.25	4.75	4.50	-25 bps	3/26/2013
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	0.47	0.80	0.50	0.47	0.46	0.45
Maďarsko	BUBOR 3M	4.88	6.61	5.75	5.20	4.70	4.50
Polsko	WIBOR 3M	3.37	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	1.29	1.61	1.37	1.43	1.58	1.78
Maďarsko	HU10Y	5.10	6.56	5.49	7.25	7.00	4.80
Polsko	PL10Y	3.47	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	301	285	291	280	280	#N/A
Polsko	EUR/PLN	4.17	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	-1.3	-0.7	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	1.7	1.8	1.8
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

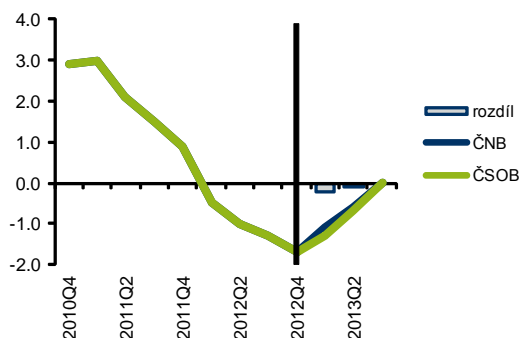
Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	2012	2013
Česko	-5.0	-3.0
Maďarsko	-2.5	-2.2
Polsko	-3.5	-4.0

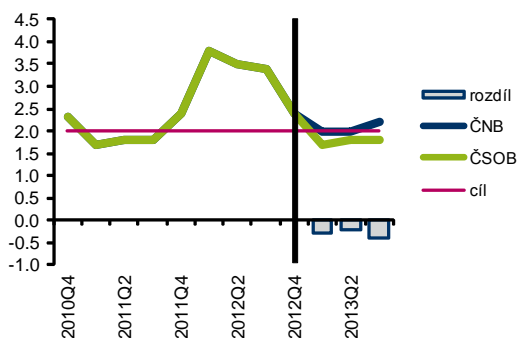
Zdroj dat: ČSOB, Bloomberg

Výhledy centrálních bank

CZ: Výhled na růst HDP (y/y, %)



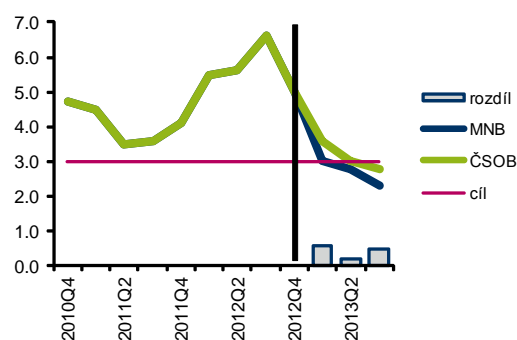
CZ: Výhled na inflaci (y/y, %)



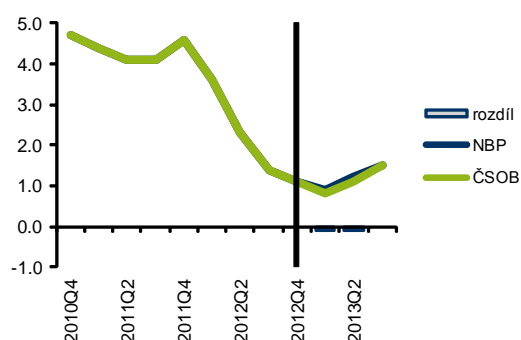
HU: Výhled na růst HDP (y/y, %)



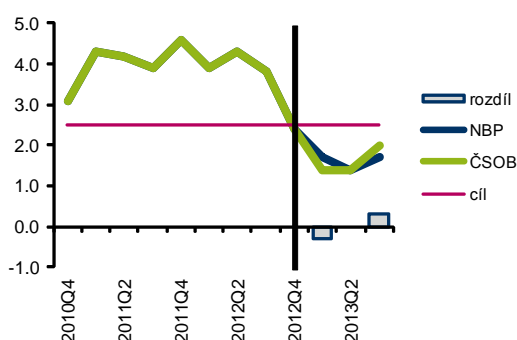
HU: Výhled na inflaci (y/y, %)



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.