



## ● Česká republika a Polsko

Předskokani průmyslu se dál zlepšují, tempo bohužel slabne

2

## ● Maďarsko a Česká republika

Inflační tlaky v regionu zůstávají mizivé

3

## ● Výhled na týden

Polská inflace dále klesá

6

## Kladné reálné úrokové sazby činí region atraktivním

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25.91	↘	↘
EUR/HUF	294.7	→	↘
EUR/PLN	4.10	→	↘
3M PRIBOR	0.47	→	→
3M BUBOR	4.89	↘	↘
3M WIBOR	3.35	→	→
10Y CZK	1.75	→	↗
10Y PLN	3.61	→	→
10Y HUF	5.80	→	→
3M EURIBOR	0.21	→	↘
10Y EMU	1.26	→	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Nová sada dat ze střední Evropy potvrdila trendy, které jsme zaznamenali již v prvním čtvrtletí - v celém regionu jsou cítit silné dezinflační trendy, přičemž výkon ekonomiky charakterizovaný průmyslovou výrobou není povzbudivý, byť na tomto poli lze zaznamenat pozitivní signály. Alespoň tímto jazykem hovoří naše předstihové ukazatele pro český a polský průmysl (viz strana dvě).

Velmi nízké hodnoty inflace napříč celým regionem jsou samozřejmě v podstatě již trvalým povzbuzením pro regionální trhy s vládními dluhopisy. Pomineme-li situaci v české ekonomice, pak zejména pro zahraniční investory může být velmi důležitou informací, že jak v Polsku, tak v Maďarsku jsou úrokové sazby v reálném vyjádření stále ještě výrazně kladné. To pochopitelně může činit vládní dluhopisy těchto zemí velmi atraktivní zvláště v situaci, kdy agresivně uvolněná měnová politika centrálních bank zatlačila výnosy velmi blízko nule, a tak investorům z těchto zemí nezbyvá než se poohlédnout po zajímavém pevně úročeném výnosu jinde než doma. Přesně taková býčí situace na regionálních trzích dluhopisů zdá se nastala po nedávném rozhodnutí Bank of Japan výrazně akcelarovat politiku kvantitativního uvolňování. Následný propad výnosů japonských dluhopisů (z již tak nízkých hodnot) totiž zdá se "vyhnal" část japonských investorů hledat výnos ve světě emerging markets, a tak někteří z nich zakotvili na dosud výše úročených trzích dluhopisů v Polsku a eventuálně v Maďarsku.

## Předskokani průmyslu se dál zlepšují, tempo bohužel slábne

Jan Bureš

**Český blesk roste, ztrácí ale pozitivní sílu a nedaří se automobilkám.**

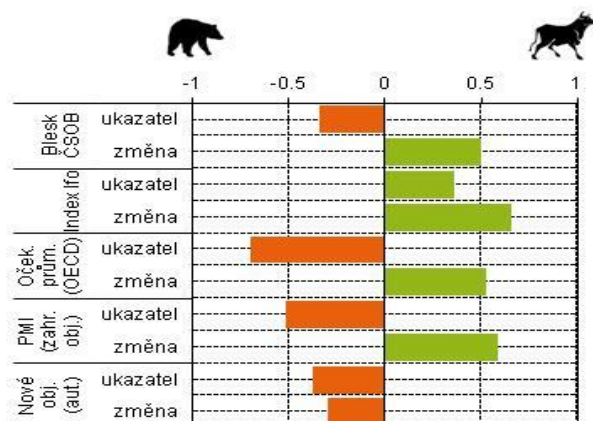
Březnový blesk v Česku rostl po páté v řadě a dosáhl na nejvyšší úroveň od června 2012. Poprvé po dvanácti měsících se v únoru také zlepšil normalizovaný průmysl - po dvou sezónně očištěných meziměsíčních nárůstech. Na první pohled se tak potvrzuje scénář příchodu oživení průmyslu do poloviny roku 2013. Má to ovšem svoje ale!

Při nástupu stabilnějšího oživení zpravidla Blesk každý měsíc zvyšuje svoje pozitivní přírůstky. V březnu se bohužel tempo zlepšování Blesku přestalo vylepšovat, a to napříč všemi subkategoriemi. Druhým a vážnějším varováním zůstává vývoj nových zakázek v automobilovém průmyslu - jedna z klíčových složek Blesku se doposud vůbec nezačala zlepšovat a zaznamenala v březnu již třinácté zhoršení v řadě. Z tahouna českého průmyslu by se tak v roce 2013 mohla stát nežádoucí brzda. Nerovnoměrné přírůstky blesku dohromady s jejich zpomalováním tedy vybízejí k opatrnosti - pozitivní nálada by se mohla rozplynout stejně rychle jako například na konci roku 2011.

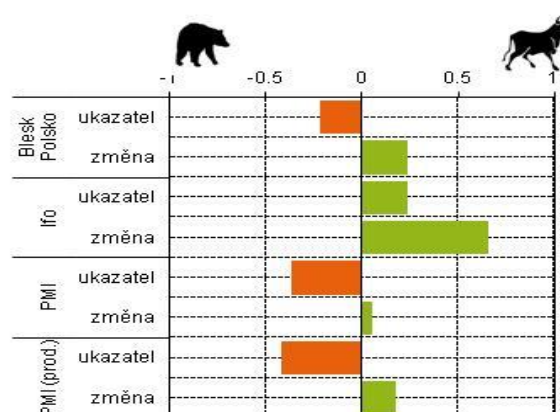
**Polský Blesk roste popáté v řadě. Zpomalující přírůstky jsou ale varováním, zvláště proto, že tvrdá data z průmyslu ještě nenašla své dno.**

Polský Blesk se v březnu vylepšil podobně jako v Česku popáté v řadě a podobně jako jeho český protějšek dosáhl na nejvyšší úroveň od června 2012. Mají ale také společný jeden problém. Potvrzující se oživení je zpravidla doprovázeno zrychlujícími přírůstky Blesku, a to zejména ve chvílích, kdy jsou celkové úrovně Blesku podprůměrné (případ Česka i Polska). V březnu se sice všechny složky polského blesku vylepšily. Pozitivní přírůstek všech (Ifo, PMI, PMI -produkce) se ale oproti únoru zpomalil. To není dobrý signál pro sílu a trvalost eventuálního oživení v průmyslu. Polský průmysl (normalizovaná časová řada) navíc na rozdíl od českého zatím ani v únoru nezaznamenal dlouho očekávané odražení ode dna a klesá tak již 15 měsíců v řadě.

Vývoj složek Blesku



Vývoj složek Blesku



## Inflační tlaky v regionu zůstávají mizivé

Jan Čermák, Petr Dufek

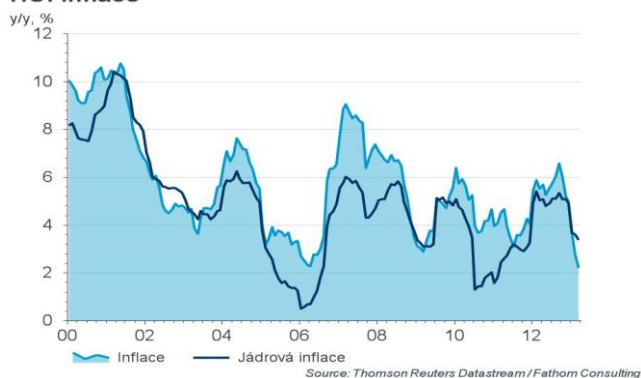
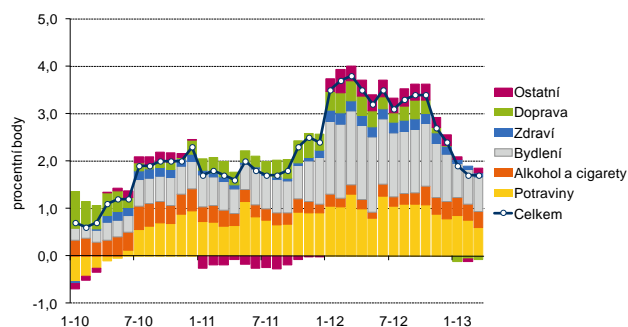
### Maďarská inflace klesla na nová historická minima.

Maďarská meziroční míra inflace v březnu dále poklesla a to až na úroveň 2,2 %, což nejnižší hodnota inflace od pádu komunismu v Maďarsku. Jestliže v únoru přispělo k poklesu míry inflace administrativně nařízené snížení cen elektrické energie, pak v březnu k velmi umírněnému meziměsíčnímu růstu 0,3 % přispěla faktická stagnace cen potravin a propad cen pohonných hmot. Nicméně k velmi příznivému vývoji inflace pochopitelně přispívá trvale velmi slabá domácí poptávka, neboť meziroční míra jádrové inflace očištěná o vliv nepřímých daní již klesla na 1,7 %. To je také jeden z klíčových důvodů proč si myslíme, že MNB bude pokračovat ve snižování základní úrokové sazby.

### Inflace není a ještě dlouho nebude problémem české ekonomiky.

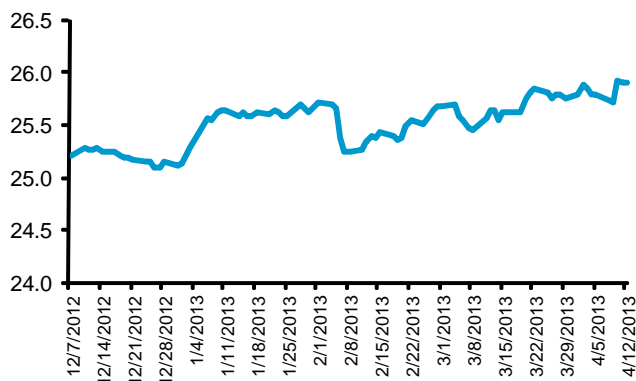
Inflace je podobně jako celá ekonomika velmi utlumená. Sice v posledním měsíci o jednu desetinu spotřebitelské ceny vzrostly, avšak byl to jen velmi mírný posun způsobený vyššími cenami některých potravin. Oproti loňskému březnu jsou spotřebitelské ceny stejně jako v únoru o 1,7 % vyšší. Ve srovnání s loňským rokem si spotřebitelé nejvíce připlácejí za potraviny (+4 %), jejichž ceny poměrně rychle rostou už téměř třetím rokem za sebou. Naproti tomu spotřebitelé ušetří za vybavení domácnosti a především za elektroniku. Inflace není a nebude problémem české ekonomiky. Spotřebitelské ceny rostou pomaleji, než cíluje ČNB, a to i navzdory letošnímu navýšení obou sazeb DPH. Slabá spotřebitelská poptávka, která se ještě nezotavila po loňském rekordním propadu, nedává obchodníkům prostor, aby výrazněji zvýšili ceny zboží a služeb, a drží tak inflaci na uzdě. ČR tak nadále zůstává nízkoinflační ekonomikou a nejinak tomu bude i po zbytek letošního roku. Nízká inflace tak umožňuje ČNB udržovat rekordně nízké úrokové sazby po delší dobu. Zároveň ovšem podporuje debatu o dalším možném uvolnění měnových podmínek, k němuž může centrální banka použít už jen devizové intervence proti koruně.

HU: Inflace

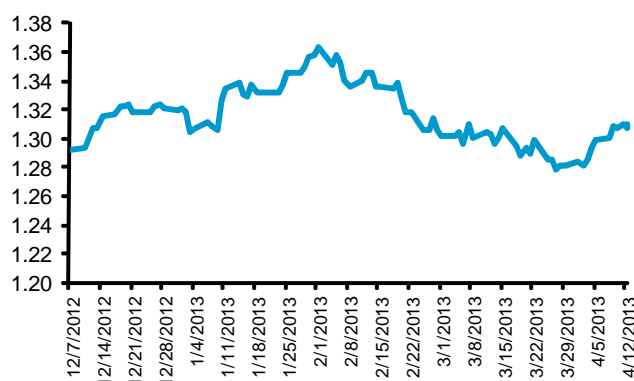

 Struktura meziroční inflace v ČR  
(vliv jednotlivých složek koše)


## Přehled trhů

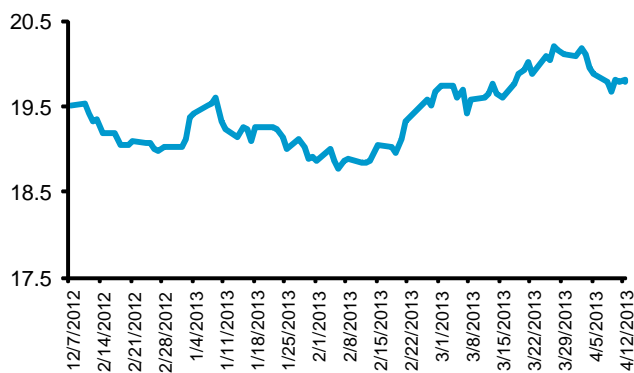
**EURCZK**



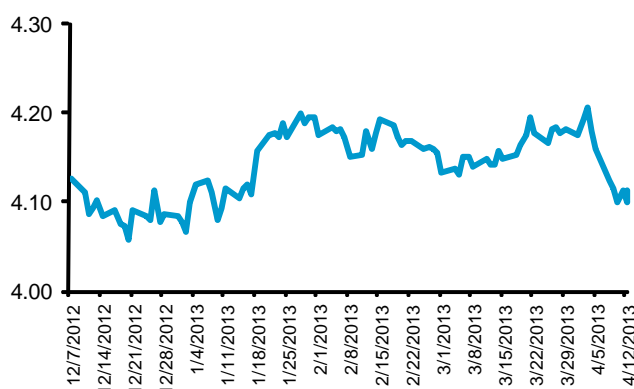
**EURUSD**



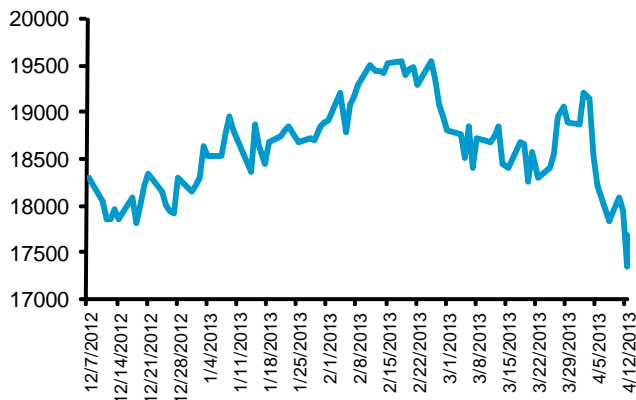
**USDCZK**



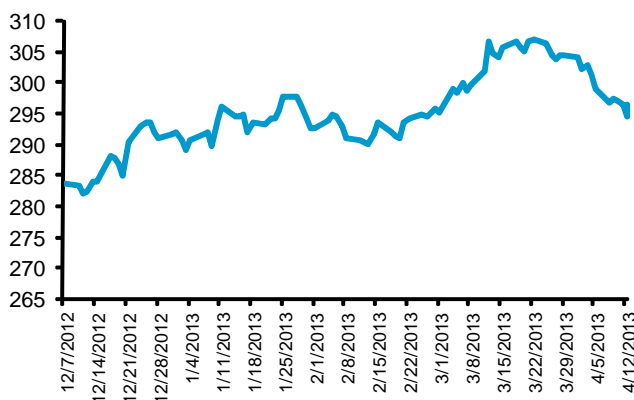
**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**



**EURHUF**

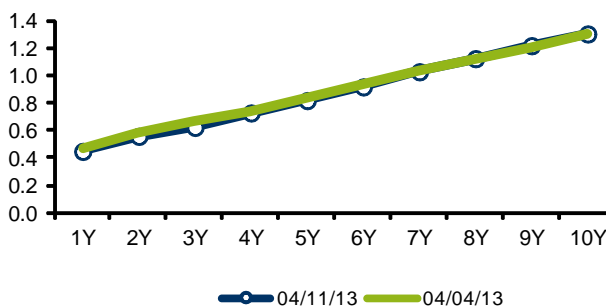


Zdroj: Thomson Reuters

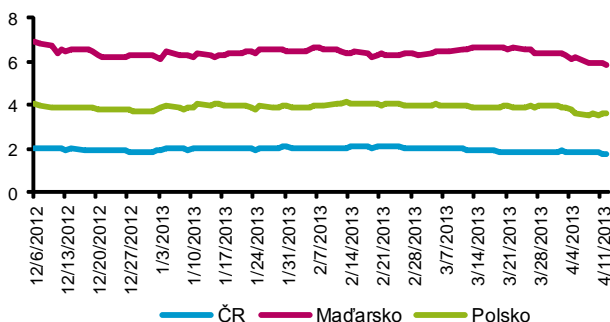
FRA 3x6 (%)



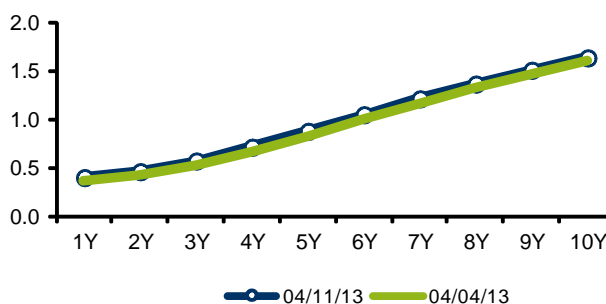
IRS CZK (%)



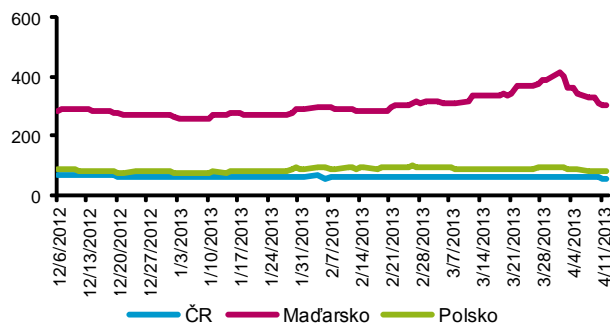
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



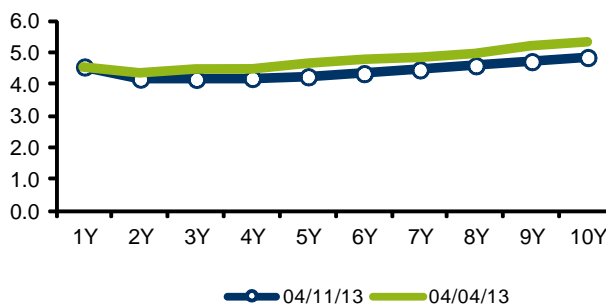
IRS EUR (%)



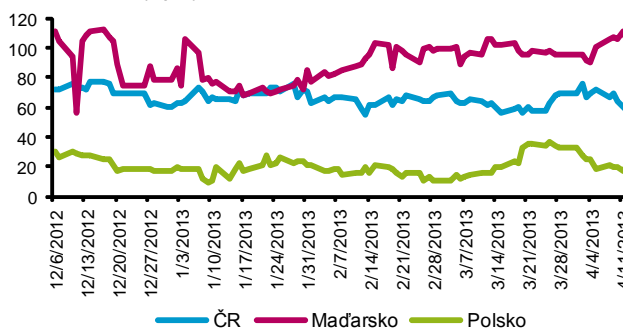
CDS 5Y (bps)



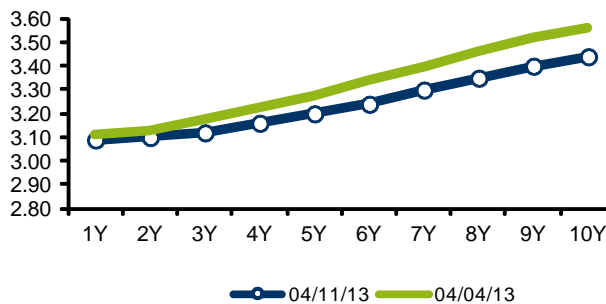
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

### PO 10:00, CZ Běžný účet (mld. CZK)

	2.13	1.13	2.12
Běžný účet	10,0	6,0	8,1
kumul. od ledna	16,0	6,0	16,4
Obchodní bilance	18,5	7,6	15,1
kumul. od ledna	26,1	7,6	31,2

### PO 14:00, PL Inflace (% y/y)

	III.13	II.13	III.12
Inflace	1,2	1,3	3,9
Potraviny (bez alk.)	2,4	2,5	3,7
Doprava (vč. pohonných hmot)	-0,4	-0,6	9,3

### CZ: Běžný účet stále ještě v plusu

I v únoru jako tradičně zůstal běžný účet platební bilance v černých číslech. Hlavní zásluhu na tom měl především solidní výsledek obchodní bilance, přebytek bilance služeb a prozatím utlumený odliv dividend. I když se běžný účet dostane v dalších měsících do mínusu, úroveň jeho schodku by se neměla přiblížit tříprocentní hranici. Navíc po odpočtu reinvestovaného zisku má běžný účet stále šanci dosáhnout vyrovnanosti a podporovat tak nepřímo i vývoj kurzu české měny.

### PL: Inflace dále klesá

Meziroční míra inflace v Polsku v březnu pravděpodobně dále klesala a dosáhla 1,2 %, přičemž meziměsíčně ceny rostly o 0,4 %. O něco rychleji, než je sezónně obvyklé, podle našich odhadů rostly ceny potravin (+0,9 % meziměsíčně). Naopak, výrazný propad cen ropy se v minulém měsíci pravděpodobně projevil v pomalejším růstu cen dopravy (+0,8 % meziměsíčně). K poměrně razantnímu meziměsíčnímu růstu cen zřejmě prospěly i sezónně rostoucí ceny oblečení a obuvi (0,9 %).

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	15.04.2013	9:00	Výrobní ceny	%	03/2013	0.1	1.1	0.1	1.1	0	1.3
ČR	15.04.2013	10:00	Běžný účet	mln. CZK	02/2013	10		4.25		6	
EMU	15.04.2013	11:00	Obchodní bilance	mil. EUR	02/2013			5		-3.9	
Polsko	15.04.2013	14:00	Běžný účet	mil. EUR	02/2013			-1507		-1546	
Polsko	15.04.2013	14:00	Obchodní bilance	mil. EUR	02/2013			-241		5	
Polsko	15.04.2013	14:00	Inflace	%	03/2013			0.3	1.1	0	1.3
USA	15.04.2013	14:00	Kvartální zisk Citigroup	USD	04/2013						
USA	15.04.2013	14:30	Podnikatelská nálada ve státě N.Y.		04/2013			7		9.24	
Polsko	15.04.2013	15:00	Rozpočtové saldo	mil. PLN	03/2013					-21655	
USA	15.04.2013	19:00	Index stavitelů rodinných domů		04/2013			45		44	
EMU	16.04.2013	11:00	Inflace	%	03/2013			1.2	1.7	0.4	1.7
EMU	16.04.2013	11:00	Jádrová inflace	%	03/2013				1.4		1.3
Německo	16.04.2013	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)		04/2013			12		13.6	
Německo	16.04.2013	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)		04/2013			44		48.5	
USA	16.04.2013	13:30	Kvartální zisk Goldman Sachs	USD	04/2013						
Polsko	16.04.2013	14:00	Jádrová inflace	%	03/2013			0.2	1	-0.1	1.1
USA	16.04.2013	14:30	Inflace	%	03/2013			0	1.7	0.7	2
USA	16.04.2013	14:30	Jádrová inflace	%	03/2013			0.2	2	0.2	2
USA	16.04.2013	14:30	Zahájení staveb nových domů		03/2013			930		917	
USA	16.04.2013	14:30	Udělená stavební povolení		03/2013			945		946	
USA	16.04.2013	15:15	Průmyslová výroba	%	03/2013			0.2		0.7	
USA	16.04.2013	15:15	Využití kapacit	%	03/2013			78.4		79.6	
USA	16.04.2013	15:30	Kvartální zisk Coda-Cola	USD	04/2013						
USA	16.04.2013	15:30	Kvartální zisk Johnson & Johnson	USD	04/2013						
USA	16.04.2013	22:00	Kvartální zisk Intel	USD	01.04.2013						
USA	17.04.2013	12:00	Kvartální zisk Mattel	USD	04/2013						
USA	17.04.2013	13:00	Kvartální zisk Bank of America	USD	04/2013						
USA	17.04.2013	20:00	Běžová kniha	Fed	04/2013						
USA	17.04.2013	22:00	Kvartální zisk American Express	USD	04/2013						
USA	17.04.2013	22:00	Kvartální zisk eBay	USD	04/2013						
USA	18.04.2013	13:00	Kvartální zisk PepsiCo	USD	04/2013						
USA	18.04.2013	13:15	Kvartální zisk Morgan Stanley	USD	04/2013						
Polsko	18.04.2013	14:00	Průmyslová výroba	%	03/2013			10.2	-2.2	-2.8	-2.1
Polsko	18.04.2013	14:00	Výrobní ceny	%	03/2013			0	-0.4	0.3	-0.4
USA	18.04.2013	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	04/2013			347		346	
USA	18.04.2013	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	04/2013					3079	
USA	18.04.2013	16:00	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu		04/2013			3		2	
USA	18.04.2013	16:00	Předstihové ukazatele		03/2013			0.1		0.5	
USA	18.04.2013	22:00	Kvartální zisk IBM	USD	04/2013						
USA	18.04.2013	22:00	Kvartální zisk Microsoft	USD	04/2013						
USA	18.04.2013	22:00	Kvartální zisk Google	USD	04/2013						
Německo	19.04.2013	8:00	Výrobní ceny	%	03/2013			0	0.7	-0.1	1.2
USA	19.04.2013	15:30	Kvartální zisk Honeywell International	USD	04/2013						
USA	19.04.2013	15:30	Kvartální zisk General Electric	USD	04/2013						
USA	19.04.2013	15:30	Kvartální zisk Mc Donald's	USD	04/2013						

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	4.89	6.61	5.75	5.20	4.70	4.50
Polsko	WIBOR 3M	3.35	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	1.30	1.61	1.37	1.43	1.40	1.55
Maďarsko	HU10Y	4.80	6.56	5.49	7.25	7.00	4.80
Polsko	PL10Y	3.43	4.39	3.60	5.40	5.40	5.40

### Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
Česko	EUR/CZK	25.9	25.13	25.09	25.70	25.40	25.00
Maďarsko	EUR/HUF	295	285	291	280	280	#N/A
Polsko	EUR/PLN	4.10	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

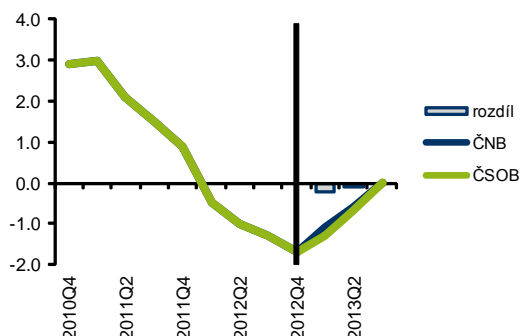
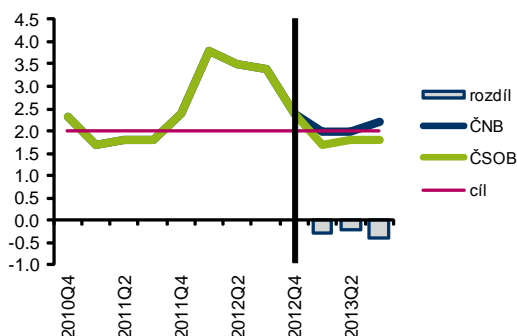
### Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

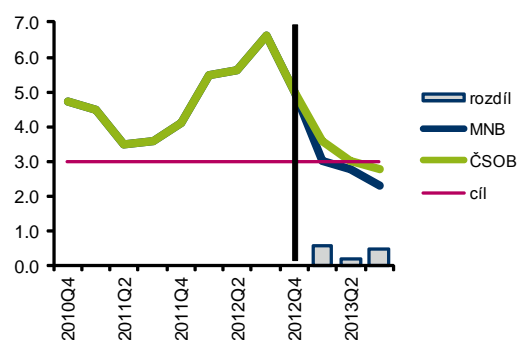
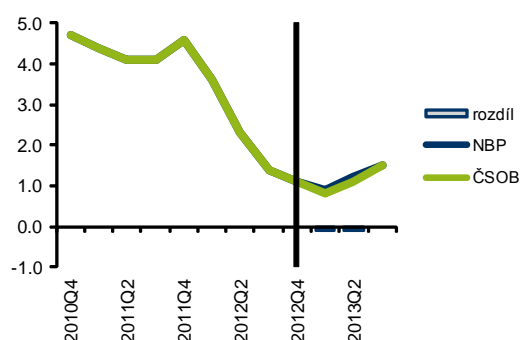
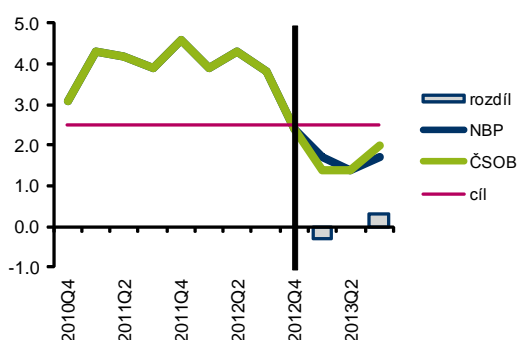
	2012	2013
Česko	-5.0	-3.0
Maďarsko	-2.5	-2.2
Polsko	-3.5	-4.0

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.