



- **Maďarsko**

Maďarská centrální banka snížila sazby o 0,25 %

2

- **Výhled na týden**

ČNB sazby nezmění

5

ECB opět půjde se sazbami dolů. Co na to region?

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25,76	↗	→
EUR/HUF	301,7	↗	→
EUR/PLN	4,16	↗	→
3M PRIBOR	0,47	→	→
3M BUBOR	4,61	→	↘
3M WIBOR	3,10	→	→
10Y CZK	1,64	→	→
10Y PLN	3,37	→	→
10Y HUF	5,61	→	→
3M EURIBOR	0,21	↘	↘
10Y EMU	1,21	↘	↘

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

To, čeho jsme se obávali, bohužel nastalo. Konjunktura v zemích, které tvoří jádro eurozóny (tedy především Německo a Francie), natolik uvadla, že ECB nezbude nic jiného než se pokusit dalším snížením své repo sazby pomoci. Včerejší indexy podnikatelských nálad (PMI) ve Francii a Německu totiž stvrdily pesimistický pohled na ekonomiku eurozóny, který načrtl na dubnovém zasedání ECB její prezident Draghi, přičemž naznačil, že pokud takový obrázek přetrvá, centrální banka sníží svoji hlavní úrokovou (repo) sazbu. Draghiho proroctví se zjevně naplňuje a nic na tom zřejmě již nezmění teprve dnes zveřejňovaný index německé podnikatelské nálady Ifo, který je zcela jistě více respektovaný (než včerejší PMI) a možná dokonce dopadne o něco lépe. Na počátku května tedy od ECB očekáváme snížení její repo sazby o 25 bazických bodů, čímž se dostaneme na úroveň 0,5 %.

A jak se čtvrtletní redukce sazeb ze strany ECB může projevit ve střední Evropě? Vzhledem k tomu, že tento krok je trhy již plně očekáván, tak bezprostřední reakce může být relativně mírná, resp. skoro žádná. Na druhou stranu, bude-li další expanzivní krok ECB znamenat, že eurové úrokové sazby budou ještě blíže a ještě déle přikovány k nule, může to mít i trvalejší dopady na trhy a ekonomiky středoevropského regionu. Předně, dlouhodobé ukotvení eurových sazeb v blízkosti nuly může učinit výše úročená středoevropská aktiva trvale atraktivním zbožím. Výsledkem tak může být další příliv portfoliových investic, které budou proudit na regionální trhy dluhopisů. To může mít za následek další pokles úrokového rozpětí mezi sazbami panujícími ve střední Evropě a v eurozóně. Dalším vedlejším efektem pak může být menší tendence středoevropských měn oslabovat, což se v regionálních ekonomikách může projevit ještě silnějšími dezinflačními tendencemi.

Maďarská centrální banka snížila sazby o 0,25 %

Magdalena Středová

MNB bude zřejmě snižovat sazby i nadále..

Zasedání maďarské centrální banky proběhlo bez výraznějších překvapení. Pokud tedy odhlédneme od mylné zprávy agentury Bloomberg o snížení sazeb na 1%, která poslal forint krátce až k hladině 303 EUR/HUF. Konečné rozhodnutí poté již potvrdilo očekávání trhů, když banka oznámila snížení sazeb o 25 bazických bodů na nové historické minimum 4,75 %. Také doprovodný komentář vyzněl poměrně opatrně. MNB, stejně jako při minulém snižování sazeb zdůraznila protiinflační tlaky slabé domácí poptávky, přičemž nevyločila další snižování sazeb v případě, že inflační výhled zůstane pod cílem (3 %) a sentiment na finančních trzích bude příznivý. Maďarská inflace v březnu klesla na 2,2 % (nejnižší hodnoty za posledních 38 let) a my se domníváme, že inflační tlaky v nejbližší době nehrozí a to nejen díky slabé domácí poptávce ale i dalšímu možnému administrativnímu snižování cen. Po cenách elektřiny plánuje vláda zasáhnout do cen vodného a odvozu odpadu. Navíc bankovní rada je v současné době již celá jmenována současnou vládou a její pomoc při nastartování ekonomiky se tak dá očekávat. Podle našeho názoru tak MNB bude pokračovat v postupném snižování sazeb i na příštím zasedání. Agresivnějšímu uvolňování měnové politiky stále brání volatilita forint.

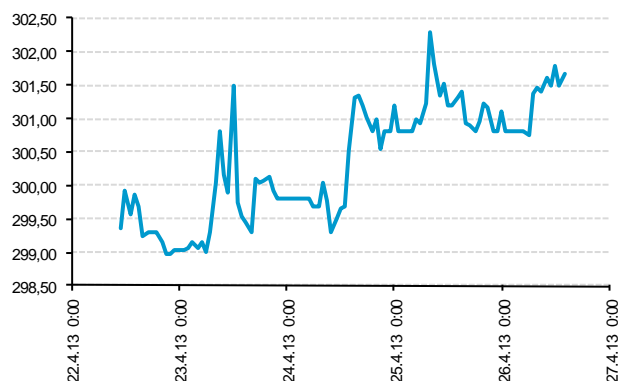
... a kromě toho chystá i některá nová opatření

Sazby ale nejsou jedinou proměnnou, která je v souvislosti s MNB sledovaná. Guvernér Matolcsy se netají svým souhlasem k návrhu maďarské bankovní asociace na změnu dvoutýdenních pokladničních poukázek centrální banky (hlavního nástroje MNB na stahování přebytečné likvidity) na depozita. Tím by v podstatě vyloučil zahraniční banky z participace na tomto nástroji, neboť depozita si u centrální banky mohou ukládat pouze banky, které jsou povinny si u ní ukládat povinné minimální rezervy a narozdíl od pokladničních poukázek se s depozity neobchoduje na sekundárním trhu. Guvernér Matolcsy plánuje tímto opatřením redukovat objem dvoutýdenních pokladničních poukázek o 900 bn forintů což by mohlo pomoci se snížením vnějšího maďarského dluhu a zároveň pomoci maďarskému dluhopisovému trhu, kam by alespoň část přebytečné likvidity mohla směřovat. Opatření by navíc mohlo přispět ke zlepšení hospodaření MNB, jejíž ztrátu kryje státní rozpočet. Rozpočtová disciplína je pro Maďary v současnosti velmi důležitá, neboť se snaží vystoupit z řízení o nadměrném schodku, kam je Evropská komise zařadila již v roce 2004. I když toto opatření trochu překvapivě nebylo součástí tiskového prohlášení po rozhodnutí o sazbách, bude s největší pravděpodobností brzy přijato a není zdaleka vyloučené, že další opatření budou následovat. Guvernér Matolcsy se nedávno nechal slyšet, že se změnami v MNB je teprve na samém počátku.

Sazba MNB

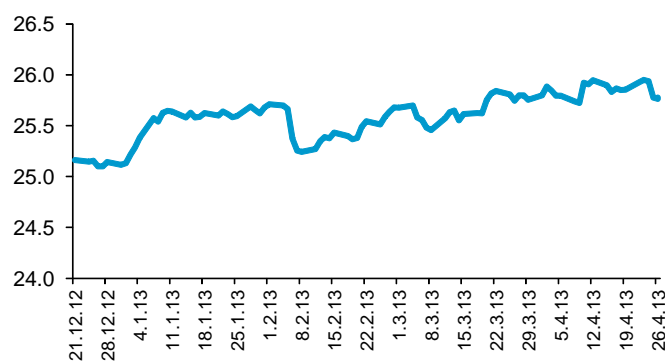


EUR/HUF

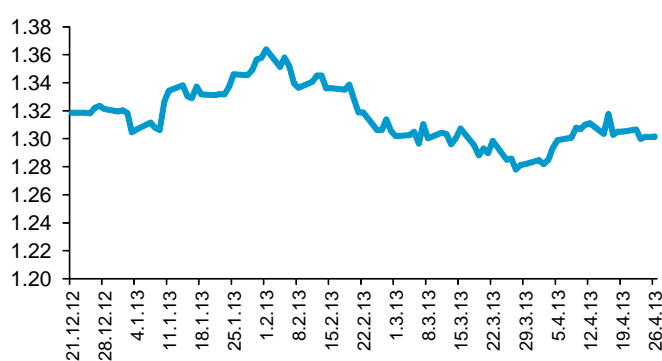


Přehled trhů

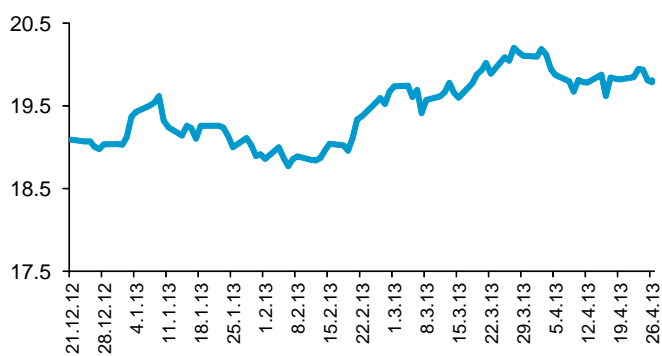
EURCZK



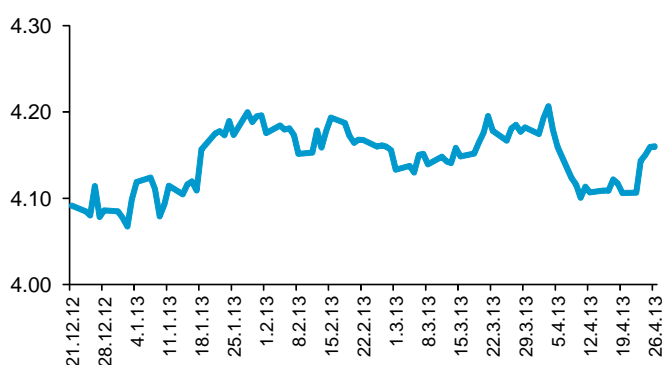
EURUSD



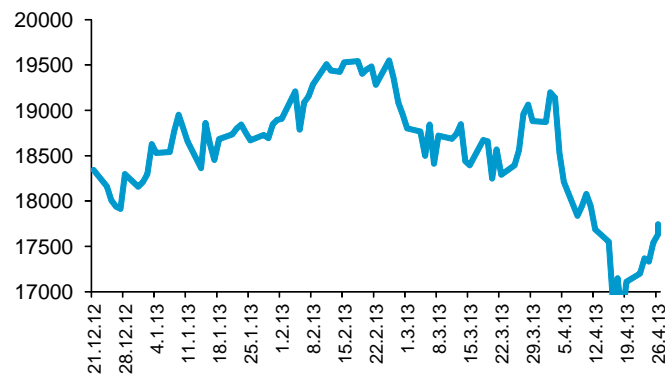
USDCZK



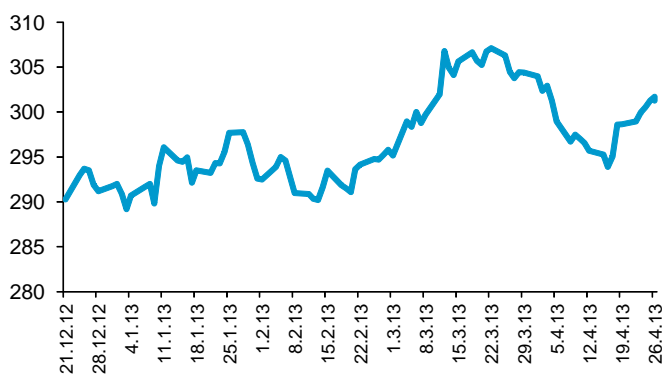
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

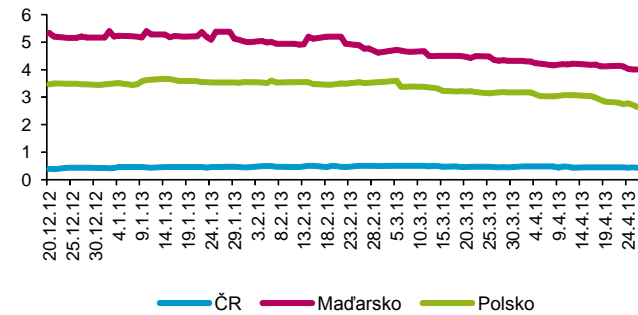


EURHUF

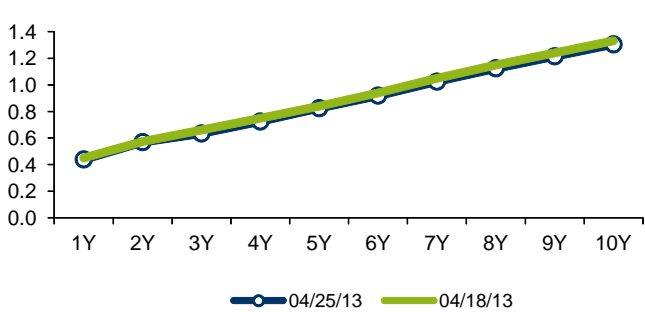


Zdroj: Thomson Reuters

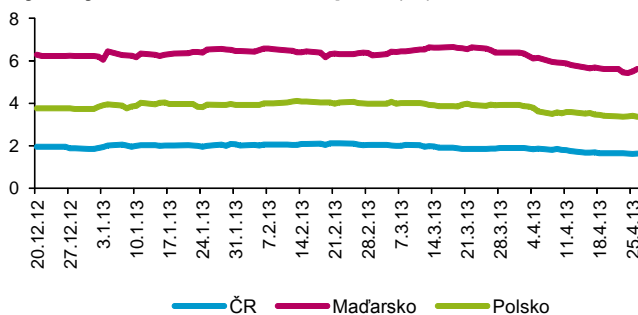
FRA 3x6 (%)



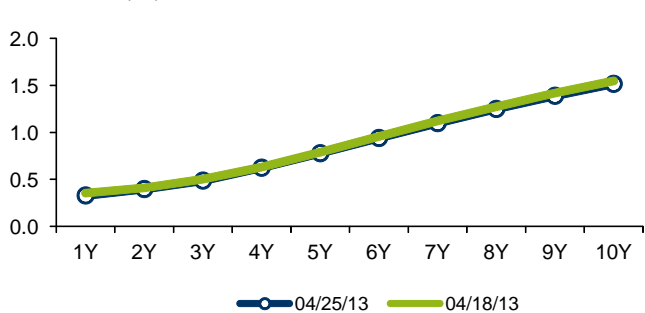
IRS CZK (%)



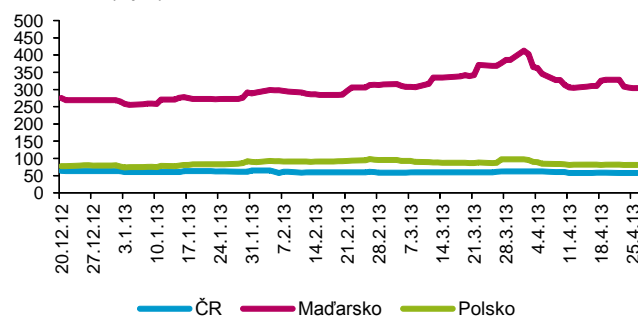
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



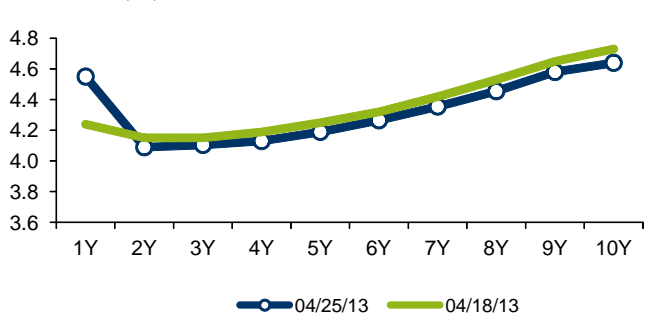
IRS EUR (%)



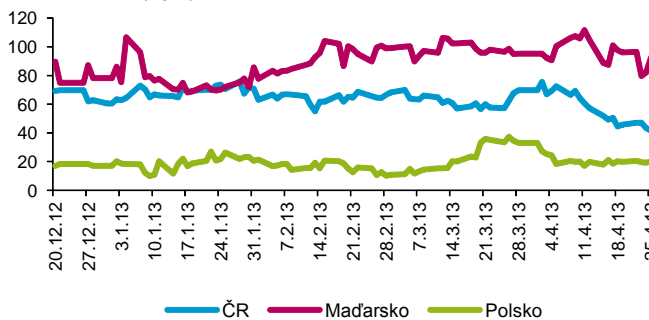
CDS 5Y (bps)



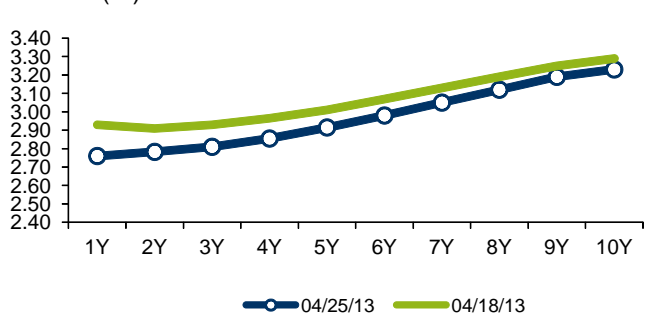
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ČNB: bez změny sazeb a bez intervencí

ČNB na svém květnovém zasedání dostane do rukou novou prognózu. K velkým změnám ale nedojde. Odhad růstu pro rok 2013 zhroší jen marginálně a inflační výhled na horizontu prognózy zůstane podobný jako v únoru. Poslední rizika inflační prognózy vyznívala lehce proti-inflačně a nová prognóza může indikovat lehce slabší kurz a nižší sazby (PRIBOR). Těžko ale tak výrazné, aby ČNB na současných úrovních rozhýbaly k intervencím proti české měně.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	29.04.2013	8:00	Inflace	%	04/2013 *P			-0,2	1,4	0,5	1,4
EMU	29.04.2013	11:00	Index ekonomické důvěry		04/2013			89,5		90	
USA	29.04.2013	14:30	Osobní příjmy	%	03/2013			0,4		1,1	
USA	29.04.2013	14:30	Osobní výdaje	%	03/2013			0,1		0,7	
USA	29.04.2013	14:30	Deflátor osobní spotřeby	%	03/2013			-0,1		0,4	1,3
USA	29.04.2013	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	03/2013			0,1	1,3	0,1	1,3
EMU	29.04.2013	16:00	Index spotřebitelské důvěry		04/2013 *F			-22,3		-22,3	
USA	29.04.2013	16:00	Kontrakty na prodej domů	%	03/2013			1		-0,4	5
Německo	30.04.2013	8:00	Spotřebitelská důvěra GfK		05/2013			5,9		5,9	
Německo	30.04.2013	8:00	Maloobchodní tržby	%	03/2013			-0,4	-2,3	0,4	-2,2
Maďarsko	30.04.2013	9:00	Výrobní ceny	%	03/2013				2,1	0,4	0,8
Německo	30.04.2013	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	04/2013			6,9		6,9	
EMU	30.04.2013	11:00	Inflace	%	04/2013 *P				1,6		1,7
EMU	30.04.2013	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	03/2013			12,1		12	
USA	30.04.2013	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí	%	02/2013			8,95		8,08	
USA	30.04.2013	16:00	Index nákupních manažerů z Chicaga		04/2013			52		52,4	
USA	30.04.2013	16:00	Spotřebitelská důvěra		04/2013			59,8		59,7	
USA	01.05.2013	14:30	ADP report z trhu práce	tis.,nsa	04/2013			150		158	
USA	01.05.2013	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM		04/2013	50,8		51		51,3	
USA	01.05.2013	16:00	Cenový subindex ISM		04/2013			52,8		54,5	
USA	01.05.2013	20:15	Zasedání FOMC	%	05/2013			0,25		0,25	
USA	01.05.2013	23:00	Celkový prodej automobilů	mil. USD	04/2013			15,25		15,22	
USA	01.05.2013	23:00	Prodej domácích automobilů	mil. USD	04/2013			12,05		12	
Maďarsko	02.05.2013	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		04/2013					55,7	
Polsko	02.05.2013	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		04/2013						
ČR	02.05.2013	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		04/2013						
Francie	02.05.2013	9:50	Index nákupních manažerů v průmyslu		04/2013 *F			44,4		44,4	
Německo	02.05.2013	9:55	Index nákupních manažerů v průmyslu		04/2013 *F			47,9		47,9	
EMU	02.05.2013	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		04/2013 *F			46,5		46,5	
ČR	02.05.2013	12:30	Zasedání ČNB	%	05/2013	0,05		0,05		0,05	
EMU	02.05.2013	12:30	Projev Van Rompuy na konferenci v Portugalsku	ECB	05/2013						
EMU	02.05.2013	13:45	Zasedání ECB	%	05/2013	0,5		0,5		0,75	
EMU	02.05.2013	14:30	Projev Draghiho na měsíční tiskové konferenci	ECB	05/2013						
USA	02.05.2013	14:30	Obchodní bilance	mln. USD	03/2013			-42		-43	
USA	02.05.2013	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	04/2013			345		339	
USA	02.05.2013	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	04/2013					3000	
ČR	03.05.2013	9:00	Zápis z jednání ČNB		05/2013						
EMU	03.05.2013	11:00	Výrobní ceny	%	03/2013			-0,1	0,7	0,2	1,3
USA	03.05.2013	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství	tis.,nsa	04/2013	70		145		88	
USA	03.05.2013	14:30	Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru	tis.,nsa	04/2013	85		170		95	
USA	03.05.2013	14:30	Míra nezaměstnanosti	%	04/2013			7,6		7,6	
USA	03.05.2013	14:30	Průměrná hodinová mzda	%	04/2013			0,2	1,8	0	1,8
USA	03.05.2013	16:00	Tovární zakázky	%	03/2013			-2,4		3	
USA	03.05.2013	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM		04/2013			54		54,4	
USA	03.05.2013	18:45	Projev Lackera o ekonomice USA ve Virginii	Fed	05/2013						

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	4,75	6,50	5,75	5,00	4,75	4,50	-25 bps	4/23/2013
Polsko	2T inter. sazba	3,25	4,75	4,25	3,25	3,25	3,25	-50 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	0,45	0,45
Maďarsko	BUBOR 3M	4,61	6,61	5,75	4,90	4,70	4,50
Polsko	WIBOR 3M	3,1	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	1,31	1,61	1,37	1,31	1,40	1,55
Maďarsko	HU10Y	4,72	6,56	5,49	5,41	7,00	4,80
Polsko	PL10Y	3,20	4,39	3,60	3,61	5,40	5,40

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
Česko	EUR/CZK	25,8	25,13	25,09	25,74	25,40	25,00
Maďarsko	EUR/HUF	302	285	291	304	280	280
Polsko	EUR/PLN	4,16	4,11	4,08	4,18	4,00	4,00

HDP

	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
Česko	-0,4	-1,1	-1,5	-1,7	-1,4	-0,8	-0,2
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	1,7	1,7
Maďarsko	5,5	5,6	6,6	5,0	2,2	3,0	2,8
Polsko	3,9	4,3	3,8	2,4	1,0	1,4	2,0

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

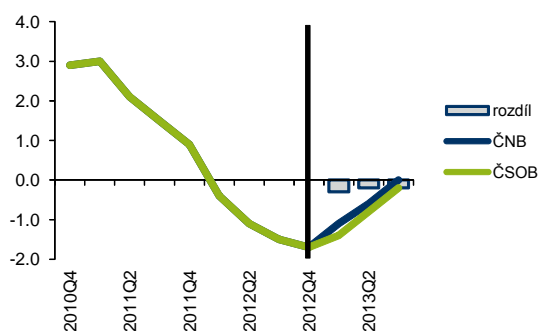
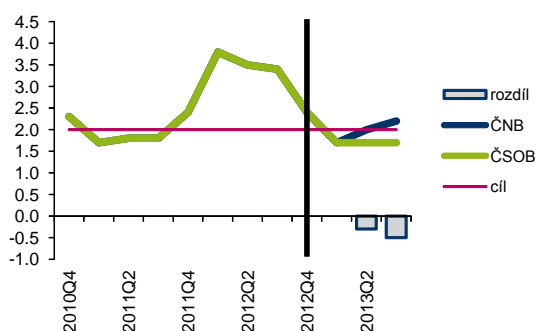
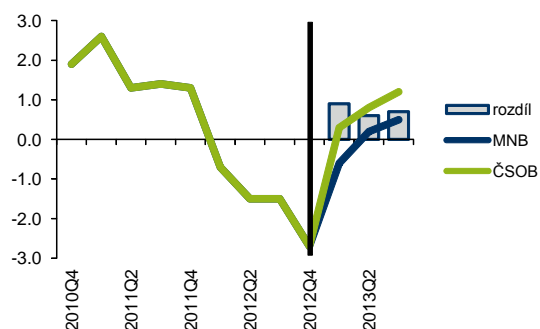
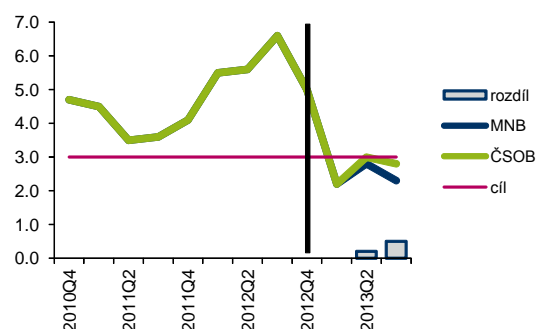
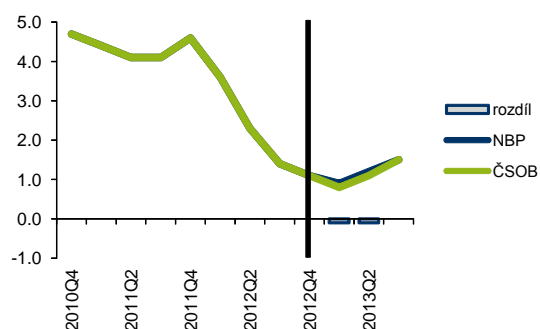
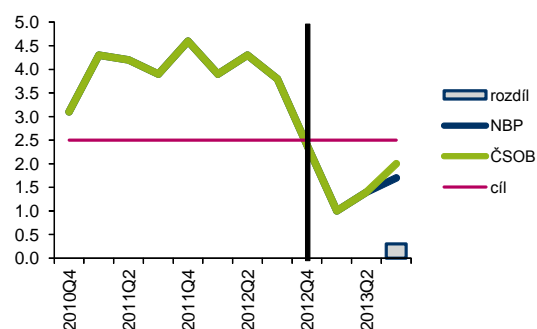
	2012	2013
Česko	-1,7	-1,9
Maďarsko	1,5	1,0
Polsko	-4,0	-3,8

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

	2012	2013
Česko	-5,0	-3,0
Maďarsko	-2,5	-2,2
Polsko	-3,9	-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.