



● Česká republika

ČNB stále ve vyčkávacím módu

2

● Výhled na týden

Polská centrální banka sazby nezmění

5

Negativní úrokové sazby? Možná v EMU, nikoliv však v ČR

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25.64	→	→
EUR/HUF	295.6	→	→
EUR/PLN	4.14	→	→
3M PRIBOR	0.46	→	→
3M BUBOR	4.58	→	↘
3M WIBOR	3.07	↘	→
10Y CZK	1.59	↗	↗
10Y PLN	3.12	↗	↗
10Y HUF	5.07	→	→
3M EURIBOR	0.20	→	↘
10Y EMU	1.23	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Evropská centrální banka snížila repo sazbu v souladu s očekáváním trhů, co však překvapilo, byla její technická připravenost na zavedení negativní úrokové sazby. Je přitom zajímavé, že ve stejný den jako ECB zasedala i ČNB, přičemž její viceguvernér stejně jako prezident ECB čelili dotazu, zda i čeští centrální bankéři o něčem takovém uvažují. Z odpovědi viceguvernéra Tomšíka přitom vyplynulo, že nikoliv. Ne, že by bankovní rada ČNB neuvažovala o tom jak dále uvolnit měnovou politiku, ale jestli na něco takového opravdu dojde, tak příslušným nástrojem nebudou úrokové sazby ČNB. Za prvé, zavedení negativních úrokových sazeb ČNB by zřejmě musela předcházet úprava české legislativy. A za druhé, bankovní rada se (podle nás správně) domnívá, že disponuje mocnějším nástrojem k uvolnění měnové politiky. Za ten lze považovat kurz koruny, který lze v případě potřeby oslabit skrze devizové intervence.

Série indexů podnikatelských nálad ze střední Evropy přinesla na počátku týdne smíšené výsledky a tak je to zajímavější sledovat, zdali se tyto "měkké" předstihové ukazatele budou nějakým způsobem zrcadlit v tvrdých datech, jež na trhy čekají v nadcházejících dvou týdnech. Asi nejdůležitější tržní vzkaz přitom přineslo další zhoršení nálady v polském průmyslu, které z pohledu tvrdých dat (skutečného výstupu) opravdu nevěští nic dobrého. Nicméně i přes tato mizerná konjunkturální data nevěříme na to, že by se Národní banka Polska v nejbližší době uchýlila k dalšímu snížení úrokových sazeb. Členové Výboru pro měnovou politiku si minimálně počkají na novou makro prognózu (zveřejněnou v červenci), která by jim měla dát přesnější obrázek o tom, jak se bude ekonomika vyvíjet ve druhé půlce tohoto roku (a dále).

ČNB stále ve vyčkávacím módu

Petr Dufek

Nová prognóza akcentuje protiinflační rizika.

Bankovní rada ČNB podle očekávání ponechala své úrokové sazby beze změny. Při svém rozhodování měla na stole novou prognózu, která nepřekvapivě předpokládá krátkodobě horší ekonomický výkon, slabší korunu a nižší inflaci. Rizika nové prognózy jsou vychýlená na protiinflační stranu. A v neposlední řadě se po dnešním jednání zopakovala hrozba devizových intervencí, "v případě potřeby dalšího uvolnění měnové politiky".

Oživení české ekonomiky se odkládá.

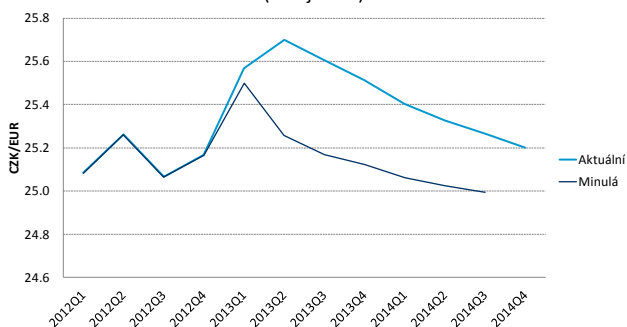
Ve své nové prognóze ČNB mírně zhoršila celkový výhled české ekonomiky pro letošní i příští rok. Zároveň výrazně snížila odhad inflace pro letošní rok a velmi mírně zvýšila inflační prognózu pro rok 2014. ČNB přitom očekává snížení tržních úrokových sazeb až na 0,3 % v závěru letošního roku. To je fakticky stejná hodnota, jakou jsme už viděli v únorové prognóze. Nutno zdůraznit, že podle ČNB zůstanou oficiální úrokové sazby na technické nule po delší dobu, protože žádné inflační tlaky centrální banka pro letošní ani příští rok zatím nevidí. Vyznění prognózy je následující: "S prognózou je konzistentní mírný pokles tržních úrokových sazeb a jejich následný růst až v roce 2014". Z tiskové konference je třeba připomenout, že uvedený nárůst připadá v úvahu, pokud se v té době dostaví oživení (v eurozóně).

S korunou je v tuto chvíli centrální banka spokojená.

Zásadnější změny doznal pohled centrální banky na kurz české koruny. ČNB nyní odhaduje, že koruna se v závěru roku bude pohybovat na úrovni 25,50 za euro, což znamená, že se na čas výrazně zbrzdí trend posilování české měny, která by se měla jen posunout z 25,70 (Q2) na zmíněných 25,50 (Q4). Do konce příštího roku by nás měl čekat další posun k silnějším úrovním, i když jen o 30 haléřů.

Nejnovější prognóza nevyznívá k radikální akci ze strany centrální banky, i když zdůrazňuje protiinflační rizika a obsahuje i krátkodobě nižší očekávanou inflaci. Nepředpokládáme proto, že by koruna na současných úrovních zavdávala příčinu pro možnou a tolik medializovanou variantu devizových intervencí. Proto pro následující týden spíše předpokládáme setrvalý vyčkávací postoj ČNB a devizové intervence spíše na úrovni slovních zásahů. Ostatně jak nepřímo zaznělo na tiskové konferenci, aktuální kurz koruny centrální banku nenuť k dalšímu uvolnění měnových podmínek.

Srovnání prognóz kurzu koruny
(zdroj: ČNB)

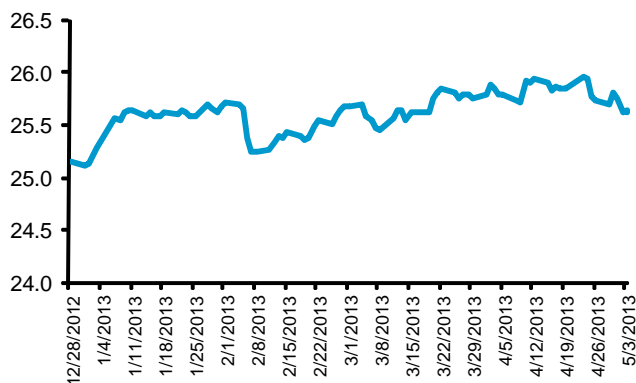


Srovnání nové prognózy ČNB s únorovou

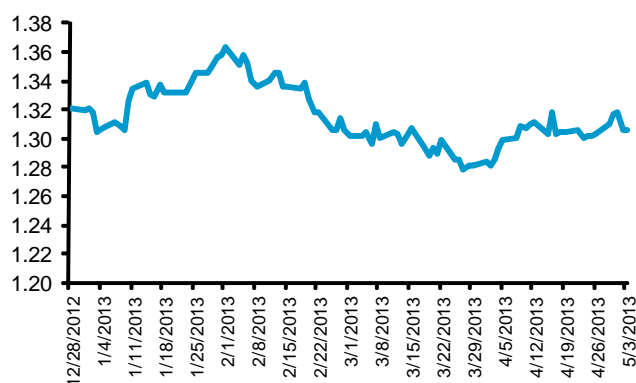
Prognóza ČNB		nová	minulá	změna
HDP	2013	-0.5	-0.3	↓
	2014	1.8	2.1	↓
Inflace	2013Q4	1.8	2.3	↓
	2014Q3	1.9	1.8	↑
Měnově politická inflace	2013Q4	1.0	1.5	↓
	2014Q3	1.8	1.6	↑
PRIBOR 3M	2013Q4	0.3	0.3	
	2014Q3	0.6	0.5	↑
CZK/EUR	2013Q4	25.5	25.1	↑
	2014Q3	25.3	25.0	↑

Přehled trhů

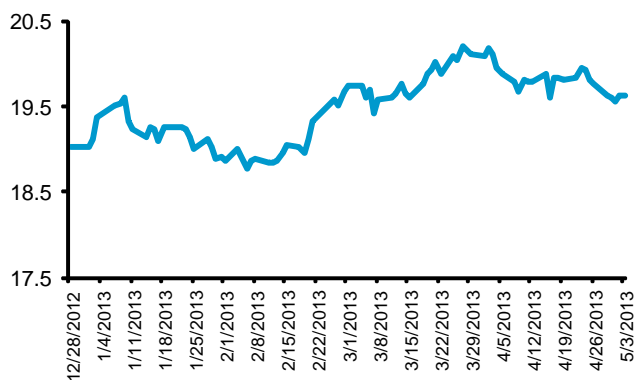
EURCZK



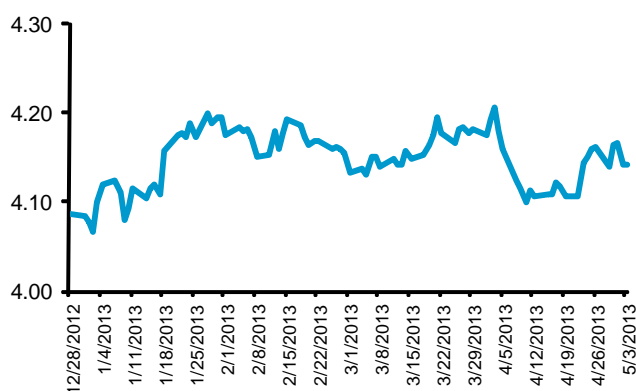
EURUSD



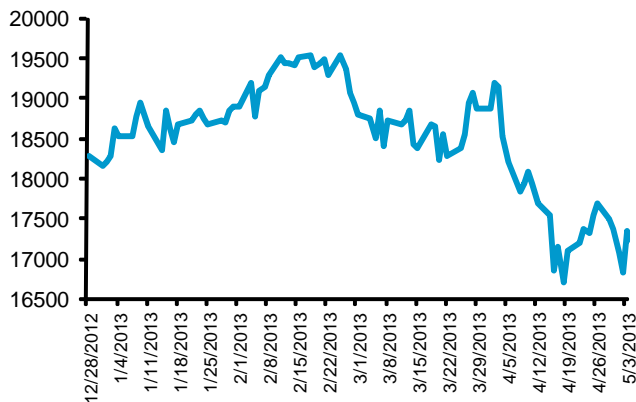
USDCZK



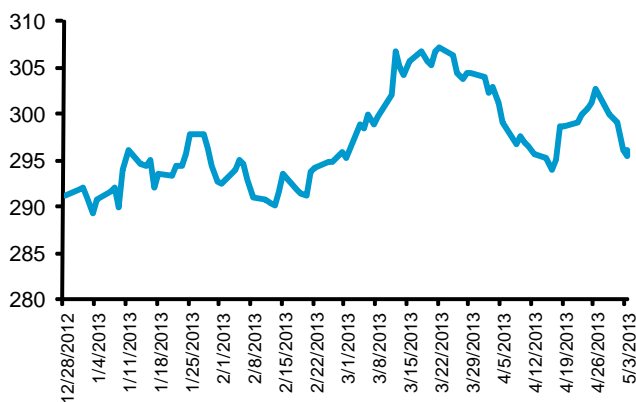
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

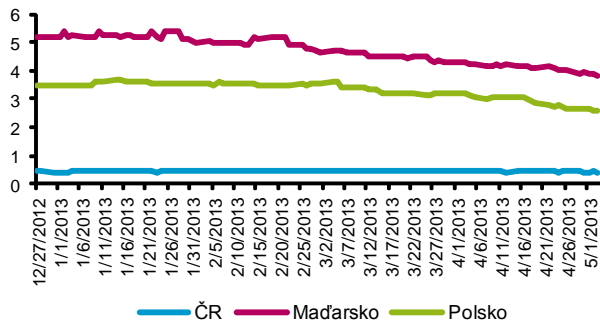


EURHUF

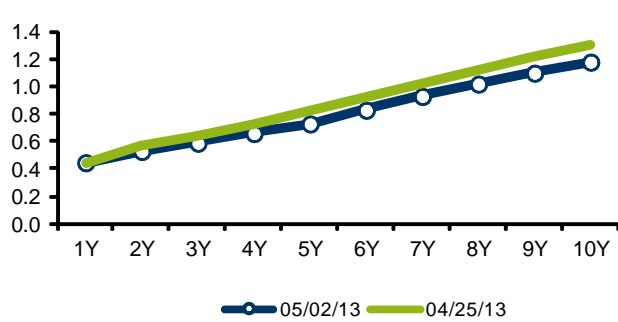


Zdroj: Thomson Reuters

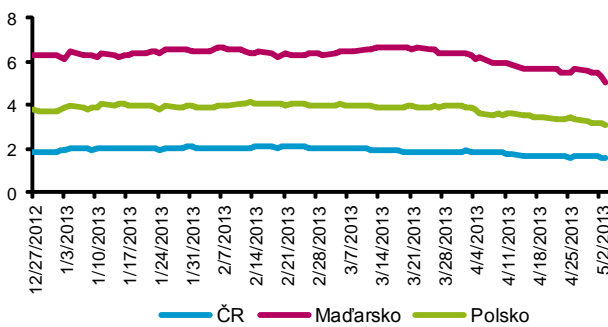
FRA 3x6 (%)



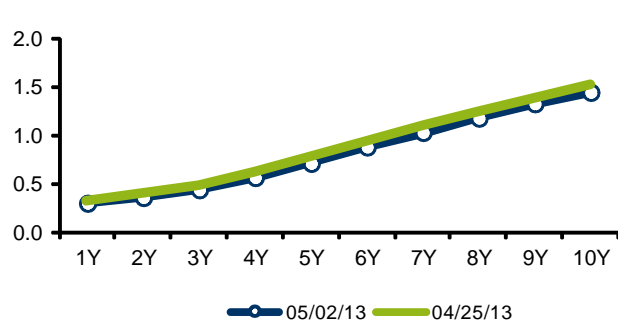
IRS CZK (%)



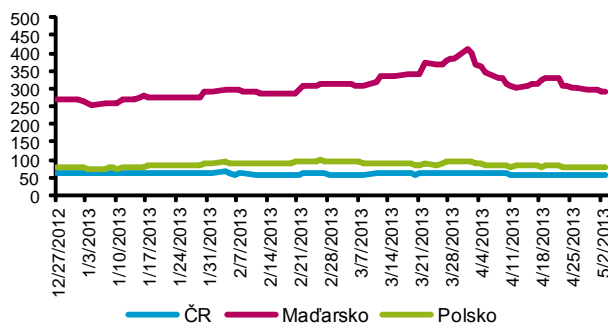
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



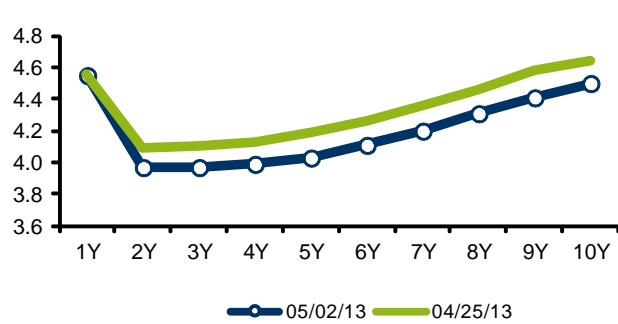
IRS EUR (%)



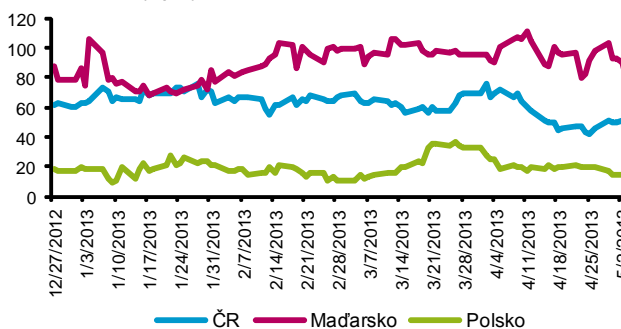
CDS 5Y (bps)



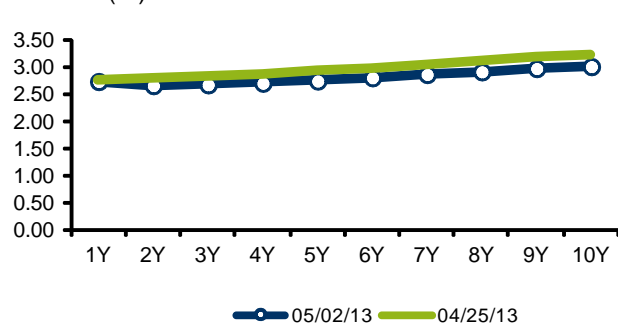
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

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

	III.13	II.13	III.12
Měsíčně	-3,5	-5,7	0,1
kumul. od ledna	-4,5	-5,1	0,1

ST cca 14:00, PL Zasedání NBP

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

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

	III.13	II.13	III.12
Tržby	-3,0	-4,7	-0,6
kumul. od ledna	-2,8	-2,7	1,0

PÁ 9:00, CZ Inflace (%)

	IV.13	III.13	IV.12
Inflace m/m	0,0	0,1	0,0
Inflace y/y	1,7	1,7	3,5

CZ: Průmysl zůstává ještě v útlumu

I v březnu nejspíše průmyslová produkce klesala. Celkový pokles by ovšem mohl být pomalejší, i když se na něm podepsal o jeden den nižší počet pracovních dní. Průmysl v posledních měsících stále trpí nedostatkem zakázek z domácího i zahraničního trhu, což se dotýká i hlavního průmyslového oboru – výroby automobilů. Výrazněji negativní meziroční výsledek se za poslední měsíc dá zvláště očekávat u energetiky, výroby elektroniky, kovů a automobilového průmyslu. S velkým napětím se bude čekat na nové zakázky. Nepředpokládáme ovšem zatím, že by se vrátily do pozitivního teritoria. Tento obrat je pravděpodobnější spíše až ve druhé polovině roku.

PL: NBP sazby nezmění

Polská centrální banka (NBP) na svém zasedání ve středu pravděpodobně ponechá úrokové sazby beze změny, ačkoliv se makroekonomické statistiky zveřejňované v poslední době nesly v negativním duchu (například index podnikatelské nálady za duben). Nicméně, překvapivým snížením sazeb o 50 bazických bodů na březnovém zasedání, které prošlo nejtěsnější většinou díky větší váze hlasu prezidenta NBP Belky, banka podle vlastního vyjádření završila cyklus snižování sazeb započatý vloni v listopadu a v současné prognóze stále sází na oživení ekonomiky ve druhé polovině roku (další, pravděpodobně pesimističtější prognóza vyjde v červenci). Zachování sazeb na stávající úrovni na květnovém zasedání naznačují i výroky Adama Glapinského, který je jedním ze středových voličů ve Výboru pro měnovou politiku.

CZ: Maloobchod táhnou dolů auta

Nižší počet pracovních dnů se odrazil i ve výsledku maloobchodu, který stále zažívá útlum ze strany spotřebitelské poptávky. A březen v tomto směru nepřinesl žádnou viditelnou změnu. Zvláště velmi slabé byly prodeje nových automobilů. Takže s výjimkou internetových obchodů se více méně dají očekávat spíše červená čísla. Ostatně ani průzkumy spotřebitelské důvěry obrat ve spotřebě zatím nijak nenaznačují. Stále přetrvávají silné obavy z nezaměstnanosti, které její předpokládaný sezónní pokles v dubnu (na 7,7 %) nemůže nijak ovlivnit.

CZ: Inflace stagnuje pod cílem

Slabá spotřebitelská poptávka stále ještě působí jako silná brzda inflačních tlaků v ekonomice. V dubnu se tak až na výjimky ceny v obchodech viditelně nezměnily. Vzhůru se hnuly ceny sezónního oblečení a obuvi, levnější byly tentokrát zřejmě potraviny a pohonné hmoty. Celková meziroční inflace proto zůstala na stejné úrovni jako v předchozím měsíci – tj. na 1,7 %. Nižší než cílovaná inflace spolu s pozitivním inflačním výhledem umožňuje centrální bance udržovat rekordně nízké úrokové sazby po delší dobu, než se původně očekávalo. Není přitom pravděpodobné, že by se inflace v ČR mohla už v letošním roce jakkoliv vzhopit.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Maďarsko	06.05.2013	9:00	Maloobchodní tržby	%	03/2013						-1.4
EMU	06.05.2013	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		04/2013 *F			46.6		46.6	
ČR	06.05.2013	10:00	Běžný účet	mld. CZK	1Q/2013	50		1635		-1444	
EMU	06.05.2013	11:00	Maloobchodní tržby	%	03/2013			-0.1	-2.2	-0.3	-1.4
USA	07.05.2013	0:00	3letá aukce	mld. USD	05/2013			32			
EMU	07.05.2013	0:00	Projev Rehna a Mersche v Bruselu	ECB	05/2013						
Francie	07.05.2013	8:45	Obchodní bilance	mld. EUR	03/2013			-5.5		-6	
Francie	07.05.2013	8:45	Průměrná výroba	%	03/2013			-0.2	-1.3	0.7	-2.5
Maďarsko	07.05.2013	9:00	Průměrná výroba	%	03/2013 *P					0.3	-1.1
ČR	07.05.2013	9:00	Stavební výroba	%	03/2013						2.3
ČR	07.05.2013	9:00	Průměrná výroba	%	03/2013			-3.5		-4.5	-5.7
ČR	07.05.2013	9:00	Obchodní bilance	mld. CZK	03/2013	38		36.5		28.7	
Německo	07.05.2013	12:00	Továrni zakázky	%	03/2013			-0.5	-2.9	2.3	0
EMU	07.05.2013	16:00	Projev Van Rompuye v Helsinkách	ECB	05/2013						
Maďarsko	07.05.2013	17:00	Rozpočtové saldo	mld. HUF	04/2013						-493.6
EMU	07.05.2013	19:00	Projev Asmussena o bankovní unii	ECB	05/2013						
USA	08.05.2013	0:00	10letá aukce	mld. USD	05/2013			24			
EMU	08.05.2013	0:00	Setkání Asmussena a Rehna v parlamentu EU v Br	ECB	05/2013						
EMU	08.05.2013	9:30	Schůzka Evropského parlamentu s Trojkou na Kypru	ECB	05/2013						
Německo	08.05.2013	12:00	Průměrná výroba	%	03/2013			-0.1	-4	0.5	-1.8
Polsko	08.05.2013	14:00	Zasedání RPP	%	05/2013	3.25		3.25		3.25	
USA	08.05.2013	14:30	Projev Steina na konferenci Fedu v Chicagu	Fed	05/2013						
EMU	08.05.2013	17:00	Projev Asmussena o inflaci, jako ohrožení prosperity	ECB	05/2013						
USA	09.05.2013	0:00	30letá aukce	mld. USD	05/2013			16			
ČR	09.05.2013	9:00	Maloobchodní tržby	%	03/2013			-3		-3	-4.7
EMU	09.05.2013	10:00	Měsíční zpráva ECB	ECB	05/2013						
USA	09.05.2013	14:00	Projev Lackera o finanční stabilitě v New Yorku	Fed	05/2013						
USA	09.05.2013	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	05/2013			332		324	
USA	09.05.2013	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	05/2013					3019	
USA	09.05.2013	19:15	Projev Plossera o měnové politice v New Yorku	Fed	05/2013						
EMU	10.05.2013	0:00	Setkání ministrů financí G7 a šéfů centrálních bank	ECB	05/2013						
Německo	10.05.2013	8:00	Obchodní bilance	mld. EUR	03/2013			18		16.8	
Německo	10.05.2013	8:00	Běžný účet	mld. EUR	03/2013			20.9		16	
ČR	10.05.2013	9:00	Zápis z jednání ČNB		05/2013						
Maďarsko	10.05.2013	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	03/2013 *P						
ČR	10.05.2013	9:00	Inflace	%	04/2013	0	1.7	0	1.7	0.1	1.7
ČR	10.05.2013	9:00	Míra nezaměstnanosti 15-64	%	04/2013	7.7		7.6		8	
USA	10.05.2013	14:25	Projev Evanse na konferenci Fedu v Chicagu	Fed	05/2013						
USA	10.05.2013	15:30	Projev Bernankeho na konferenci Fedu v Chicagu	Fed	05/2013						
USA	10.05.2013	20:00	Rozpočtové saldo	mld. USD	04/2013			103			
USA	10.05.2013	20:00	Projev George o ekonomice ve Wyomingu	Fed	05/2013						

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	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	0.46	0.80	0.50	0.47	0.45	0.45
Maďarsko	BUBOR 3M	4.58	6.61	5.75	4.90	4.70	4.50
Polsko	WIBOR 3M	3.07	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	1.21	1.61	1.37	1.31	1.40	1.55
Maďarsko	HU10Y	4.39	6.56	5.49	5.41	7.00	4.80
Polsko	PL10Y	3.00	4.39	3.60	3.61	5.40	5.40

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
Česko	EUR/CZK	25.6	25.13	25.09	25.74	25.40	25.00
Maďarsko	EUR/HUF	296	285	291	304	280	#N/A
Polsko	EUR/PLN	4.14	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	-1.7	-2.7	0.3	0.8	1.2
Polsko	3.6	2.3	1.3	0.7	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 (%)

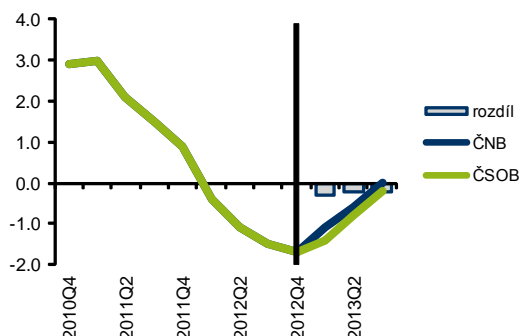
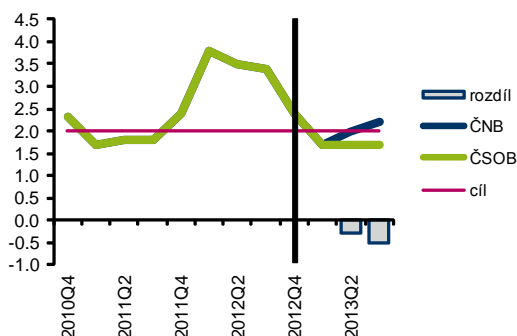
	2012	2013
Česko	-1.9	-1.9
Maďarsko	1.5	1.0
Polsko	-4.0	-3.8

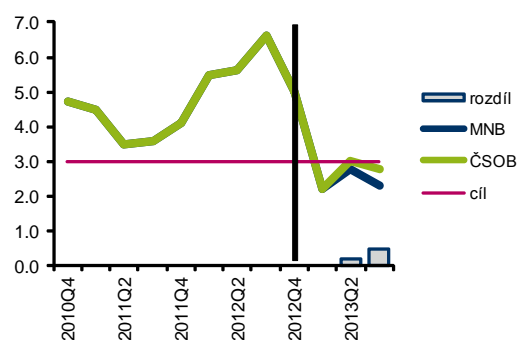
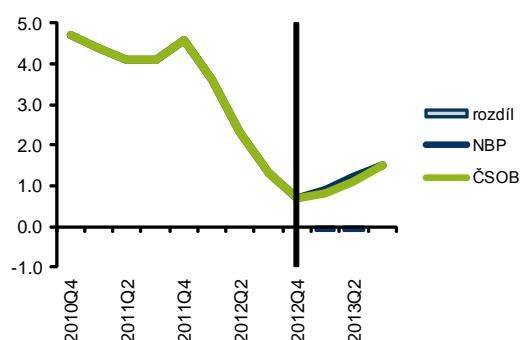
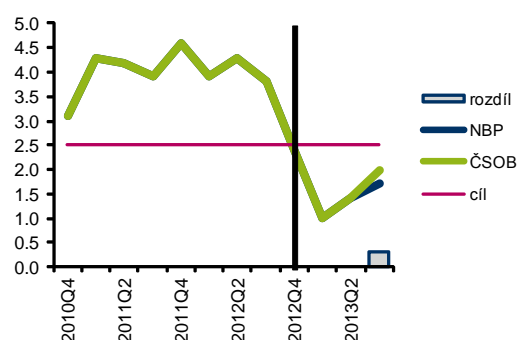
Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	2012	2013
Česko	-4.4	-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 jejich 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.