



- **Česká republika**  
Česká recese zatím bez konce 2
- **Polsko**  
Polská centrální banka překvapivě snižuje sazby 3
- **Výhled na týden**  
Velmi uvolněná měnová politika všech centrálních bank je oprávněná 6

## Růstová i inflační čísla dají centrálním bankám za pravdu

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25,86	↗	↘
EUR/HUF	294,2	↗	→
EUR/PLN	4,15	↗	↘
3M PRIBOR	0,46	→	→
3M BUBOR	4,58	→	↘
3M WIBOR	2,93	↘	↘
10Y CZK	1,54	→	↗
10Y PLN	3,11	↘	↘
10Y HUF	5,21	→	→
3M EURIBOR	0,20	→	↘
10Y EMU	1,36	→	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Polská centrální banka nás bohužel již podruhé v řadě překvapila, když snížila svoji základní úrokovou sazbu - tentokrát o 25 bazických bodů. Ač snížení úrokových sazeb NBP má v polském případě nepochybně svůj makroekonomický základ ve vývoj domácí ekonomiky, tak tentokrát se zjevně nejednalo o izolovaný krok. Polští centrální bankéři zjevně naskočili do vlny, kterou v květnu zahájila ECB, překvapivě v ní pokračovala i australská centrální banka a jen o několik hodin později než NBP ji dovršila snížením úroků i jihokorejská centrální banka.

Nadcházející týden bude z pohledu centrální bank i trhů zajímavý prakticky pro všechny země regionu s vlastní měnou, neboť ČR a Maďarsko zveřejní předběžné odhady HDP a Polsko pro změnu údaje za květnovou inflaci. Ve všech případech by se mělo potvrdit, že současná velmi uvolněná měnová politika všech centrálních bank je oprávněná, neboť výkon české a maďarské ekonomiky by se měl pohybovat stále zřetelně v červených číslech (v meziročním vyjádření), přičemž polská inflace by dokonce měla klesnout pod 1 %, což je nejen sedmileté minimum, ale navíc další dezinflační úkrok od cíle NBP.

## Česká recese zatím bez konce

Petr Dufek

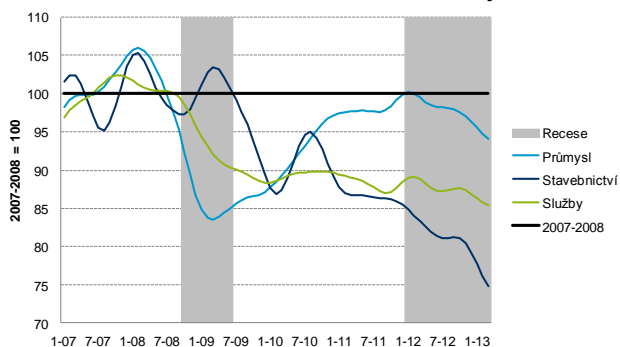
**Prožíváme útlum ekonomiky, který je nejdelší, avšak nikoliv dramatický.**

Nejnovější data z české ekonomiky jasně naznačují, že přes rok trvajících recese zatím nebere konce. Pokles, který začal v důsledku domácích restrikcí ve druhé polovině loňského roku a akceleroval v důsledku ochabující evropské poptávky, tak zatím nekončí. Asi nejvíce je to vidět na průmyslu, který v prvním čtvrtletí letošního roku poklesl o 5,4 %. Jeho nejvýznamnější součástí, která zadržela naši ekonomiku po většinu loňského roku před ještě větším propadem - výroba automobilů - dokonce propadla o necelých 12 %. Jak je přitom patrné z měkkých ukazatelů důvěry či nálady nebo ze statistiky zakázek, průmysl si zatím ještě hledá své dno. Situace však není zdaleka tak dramatická jako na přelomu roku 2008 a 2009, kdy se objem zakázek takřka bleskově smrsknul o čtvrtinu. Ve srovnání s tímto obdobím je totiž tuzemský průmysl stále ještě 13 % v plusu, výroba aut je dokonce vyšší o 35 %. Mnohem hůře než průmysl je na tom stavebnictví, které v důsledku nedostatku zakázek prožívá svoji recesi už šestým rokem. Ve srovnání se začátkem roku 2009 je nyní stavební výroba o 35 % níže a nové zakázky nenaznačují, že by se blížila doba obratu. Rekordní útlum prožívá i výstavba nových bytů, jejichž počty poklesly ve srovnání se silnými roky 2007 a 2008 na polovinu.

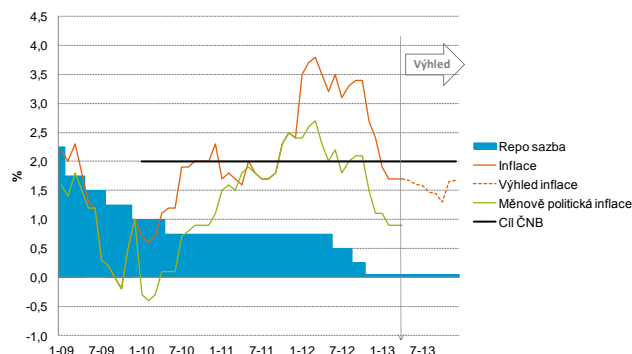
**Slabá poptávka drží inflaci na uzdě.**

Pozitivní zprávy zatím nevidíme ani v případě některých služeb. Poslední údaje z maloobchodu sice nedopadly díky Velikonocům až tak špatně (0,1 %), nicméně základní trend utlumené poptávky se stále nemění. Slabá důvěra v ekonomice nahrává omezování nákupů, zvláště pak u zboží dlouhodobé spotřeby jako jsou automobily, jejichž tuzemské registrace za první čtyři měsíce propadly o téměř 15 %. Ani u ostatních služeb, snad s velkou výjimkou informačních technologií, výsledky za první čtvrtletí nedopadly pozitivně. A příznivě nejspíš nebude vypadat ani odhad HDP za první čtvrtletí, který se dozvíme už příští týden, a který zůstal především ve vleku slabé domácí poptávky. Klesající zájem spotřebitelů nakupovat působí i nadále jako silný protiinflační faktor, a tak inflace zůstává navzdory zvýšené DPH pod cílovou hodnotou ČNB (aktuálně 1,7 %, stejně jako v únoru a v březnu) a měnově politická inflace dokonce pod úrovní dolní hranice tolerančního pásma (0,9 %). Realita se zatím stále přibližuje nejnovější prognóze centrální banky a zatím tak potvrzuje očekávání, že úrokové sazby budou v české ekonomice ještě relativně dlouho na nízkých úrovních.

Trend hlavních odvětví české ekonomiky



Inflace vs. hlavní sazba ČNB



## Polská centrální banka překvapivě snižuje sazby

Petr Báča, Jan Bureš

**NBP snižuje sazby na nové historické minimum, soustředí se více na inflaci.**

Polský guvernér Belka a jeho družina mají v posledních měsících ve zvyku trhy pravidelně překvapovat a stalo se tomu tak i tentokrát. Ačkoliv někteří mediánoví voliči v rámci Výboru pro měnovou politiku (MPC) další pokles sazeb spíše vylučovali, tak NBP snížila sazby o 25 bazických bodů na nové historické minimum. Guvernér Belka navíc připustil další uvolňování měnové politiky a především začal klást větší důraz na nízkou inflaci a zlehčoval nadcházející oživení. Viděno jeho optikou, ani očekávané odrazení ekonomiky ode dna nemusí NBP zabránit v dalším uvolňování měnové politiky. Reálná ekonomická aktivita hraje v tuto chvíli rozhodně druhé housle a prim udává aktuální inflační vývoj (inflační dno přitom očekáváme až v létě). Tento posun ve vnímání rizik v bankovní radě souvisí především s povahou startujícího polského oživení - jednak je velice křehké (náš předstihový ukazatel brzo ztrácí na síle, průmysl stále stagnuje) a závisí příliš na zahraniční poptávce (typicky silná polská domácí poptávka zůstává slabá). Bankovní rada se proto rozhodla v takové situaci využít velice nízké aktuální inflace (a padajících inflačních očekávání) a zlevnit peníze daleko agresivněji než v minulosti.

**Další pokles sazeb lze očekávat v červenci.**

Takový postup nás překvapil. Věřili jsme, že bankovní rada je složená spíše z jestřábů bojících se agresivního snižování sazeb ze dvou důvodů - považují stávající propad inflace za dočasný a rychlý pokles dnešních sazeb by v jejich očích znamenal pouze nutnost rychleji je zvyšovat v budoucnu. Tento pohled na svět ale v polské bankovní radě evidentně slábne. Proto jsme nuceni změnit i náš pohled na NBP a v tuto chvíli věříme, že centrální banka na svém červencovém zasedání vyzbrojena novou prognózou ještě jednou sníží sazby (o 25 bps).

PL: Inflace, jádrová inflace

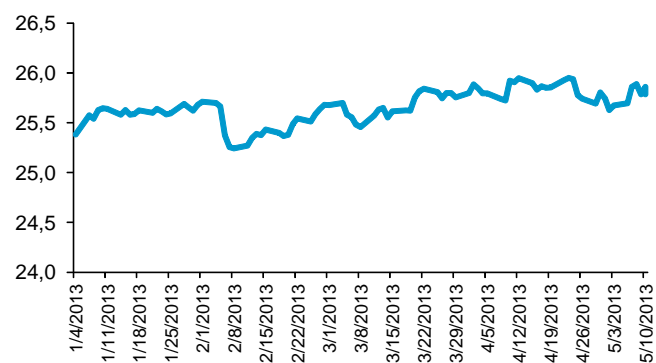


Polská inflace a sazba NBP

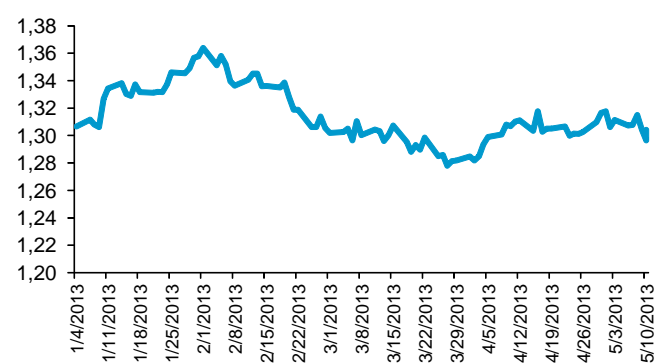


## Přehled trhů

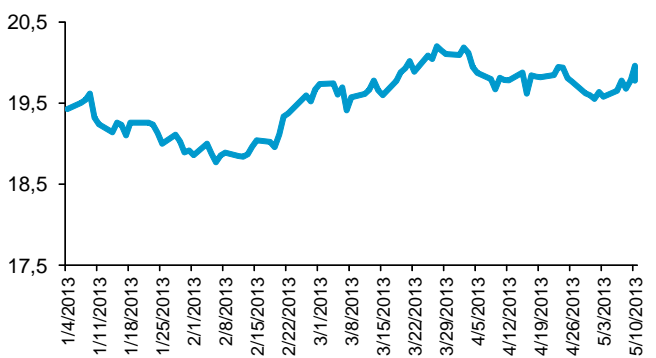
**EURCZK**



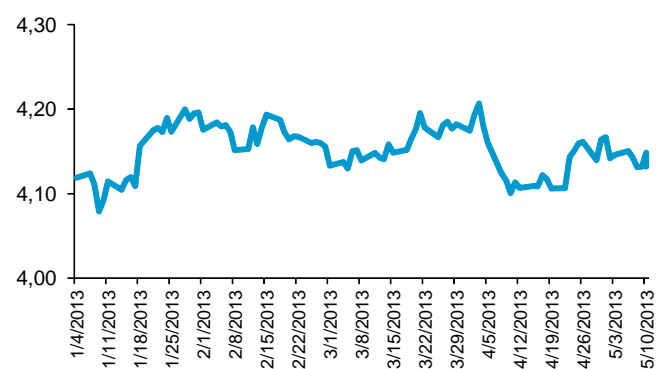
**EURUSD**



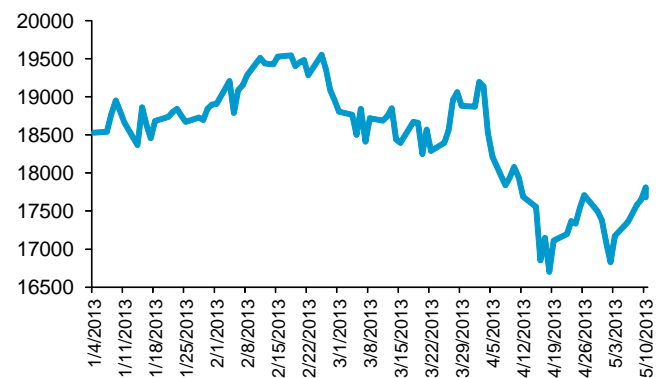
**USDCZK**



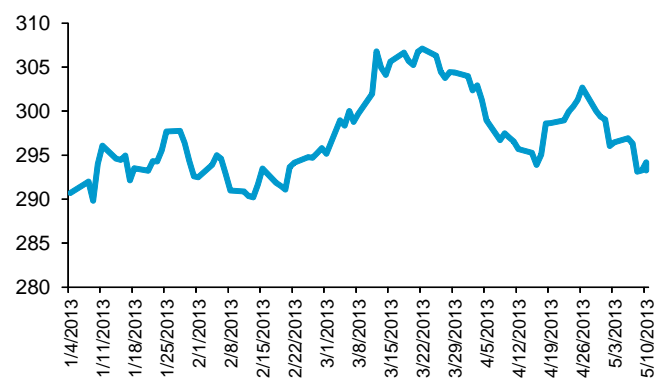
**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

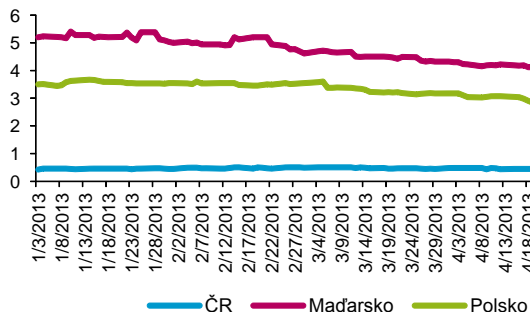


**EURHUF**

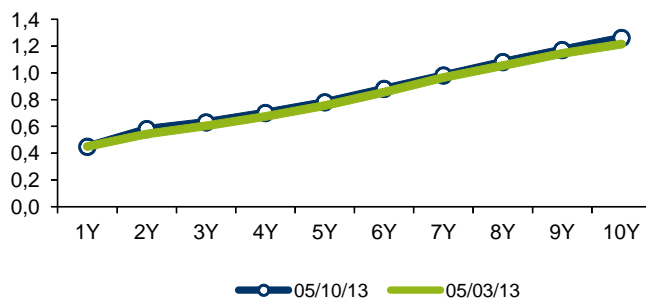


Zdroj: Thomson Reuters

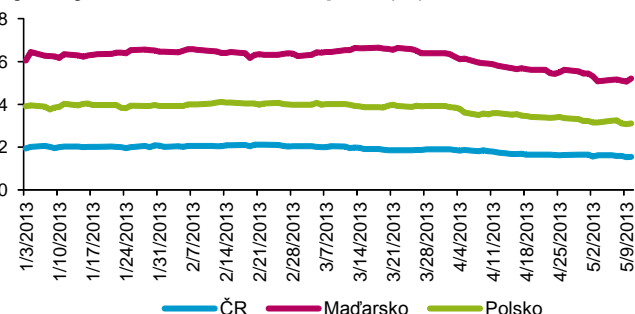
**FRA 3x6 (%)**



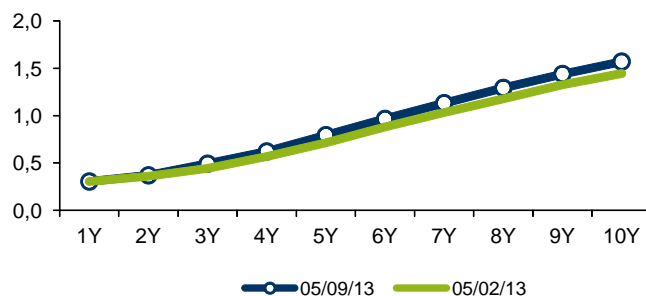
**IRS CZK (%)**



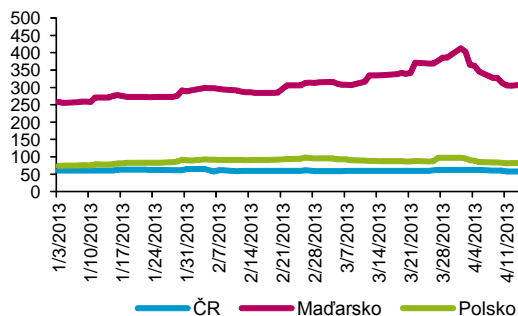
**Výnosy desetiletého dluhopisu (%)**



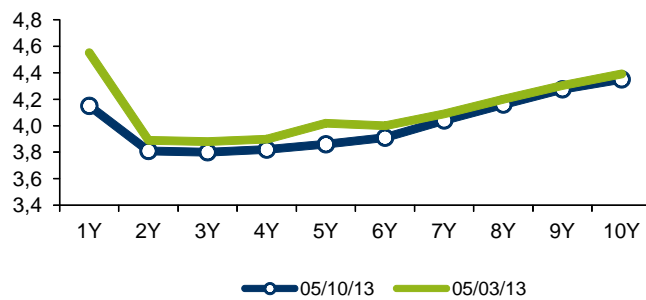
**IRS EUR (%)**



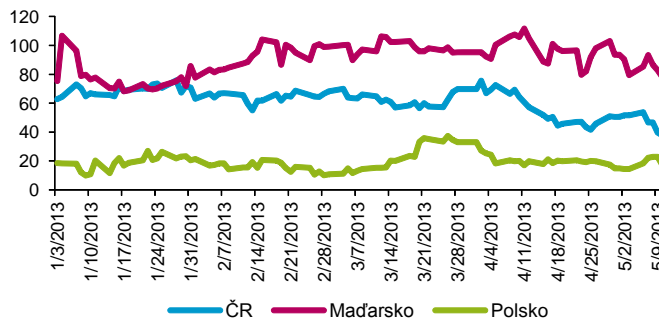
**CDS 5Y (bps)**



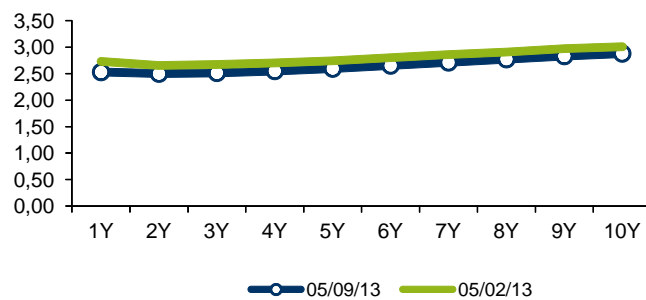
**IRS HUF (%)**



**ASW 10Y (bps)**



**PL IRS (%)**



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

### ST 9:00, CZ HDP - odhad (%)

	Q1-13	Q4-12	Q1-12
HDP (y/y)	-1,4	-1,7	-0,4
HDP (q/q)	-0,2	-0,2	-0,5

### ST 9:00, HU HDP (%)

	2013Q1	2012Q4	2012Q1
HDP (y/y)	1,3	-2,7	-0,6

### ST 14:00, PL Inlace (% , y/y)

	IV.13	III.13	IV.12
Inlace	0,7	1,0	4,0
Potraviny (bez alk.)	1,9	1,5	3,2
Doprava (vč. pohonných hmot)	-2,5	-0,5	8,7

## CZ: Stále v recesi

Ekonomika ani v prvním čtvrtletí nevybědla z recese. Produkční statistiky dokonce zatím nenaznačují ani stabilizaci. V útlumu zůstává v důsledku zvýšených nejistot a zhoršené finanční situace spotřeba domácností. Nepředpokládáme ani, že by už mohlo dojít k pozitivnímu obratu u investic.

## HU: HDP bude i nadále klesat

Domníváme se, že HDP v 1. čtvrtletí letošního roku již po páté v řadě poklesne. Nicméně pokles by měl být již pomalejší. Z poklesu 2,7 % z posledního čtvrtletí loňského roku odhadujeme, že v 1Q 2013 by mohl být okolo 1,3 % y/y. Data, která přicházela postupně, toto čtvrtletí ukázala, že domácí poptávka, která představuje přes 60 % HDP, zůstává velmi utlumená (maloobchodní tržby se v březnu propadly o 2,8 % y/y). Motorem růstu tedy může být export. Poslední data z průmyslu ukázala, že i když v meziročním srovnání průmyslová produkce stále klesá, meziměsíční data ukázala možný začátek lepších časů (od začátku roku průmysl v meziměsíčním srovnání rostl). K růstu by chtěla přispět i centrální banka novým programem na podporu malých a středních podniků, ale ten by měl začít až v červnu letošního roku.

## PL: Inlace po sedmi letech pod 1 %

Meziroční míra inflace v Polsku v dubnu zřejmě dále klesala a dosáhla 0,7 %. Meziměsíčně ceny podle našeho odhadu rostly o 0,3 %. Hlavním důvodem dalšího zpomalení inflace byly tentokrát zřejmě ceny paliv, které pravděpodobně klesaly nejen meziměsíčně (oproti tradičnímu sezónnímu růstu), ale i meziročně. Pomaleji než v dubnu běžné ceny rostly ceny potravin (+0,5 % meziměsíčně).

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
USA	13.05.2013	14:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů	%	04/2013			-0,2		-0,4	
USA	13.05.2013	16:00	Podnikatelské zásoby	%	03/2013			0,3		0,1	
EMU	13.05.2013	17:00	Schůzka ministrů financí eurozóny v Bruselu	ECB	05/2013						
Německo	14.05.2013	8:00	Inflace	%	04/2013 *F			-0,5	1,2	-0,5	1,2
Maďarsko	14.05.2013	9:00	Inflace	%	04/2013			0,3	1,7	0,3	2,2
EMU	14.05.2013	9:00	Setkání ministrů financí v Bruselu	ECB	05/2013						
EMU	14.05.2013	11:00	Průmyslová výroba	%	03/2013			0,3	-2,1	0,4	-3,1
Německo	14.05.2013	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)		05/2013			40		36,3	
Německo	14.05.2013	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)		05/2013			10,1		9,2	
Polsko	14.05.2013	14:00	Peněžní zásoba M3	%	04/2013			-0,1		1,3	
USA	14.05.2013	14:30	Index dovozních cen	%	04/2013			-0,5		-0,5	-2,7
EMU	15.05.2013	0:00	Evropský summit v Bruselu	ECB	05/2013						
Německo	15.05.2013	8:00	HDP	%	1Q/2013 *P			0,3	0,2	-0,6	0,4
Maďarsko	15.05.2013	9:00	Průmyslová výroba	%	03/2013 *F					0,4	-0,7
Maďarsko	15.05.2013	9:00	HDP	%	1Q/2013 *P				-1,3	0,1	-1,5
ČR	15.05.2013	9:00	HDP	%	1Q/2013 *P	-0,2	-1,4	-0,1	-1,3	-0,2	-1,7
ČR	15.05.2013	10:00	Běžný účet	mld. CZK	03/2013	16,5		11		27,7	
EMU	15.05.2013	11:00	HDP	%	1Q/2013 *A			-0,1	-1	-0,6	-0,9
ČR	15.05.2013	12:00	Aukce státního dluhopisu 2012-17, VAR %	mld. CZK	05/2013						
ČR	15.05.2013	12:00	Aukce st.dluhopisu 4,20 %/2036	mld. CZK	05/2013						
Polsko	15.05.2013	14:00	Běžný účet	mil. EUR	03/2013			-175		-854	
Polsko	15.05.2013	14:00	Obchodní bilance	mil. EUR	03/2013			160		602	
Polsko	15.05.2013	14:00	Inflace	%	04/2013	0,3	0,7	0,3	0,7	0,2	1
USA	15.05.2013	14:30	Podnikatelská nálada ve státě N.Y.		05/2013			4		3,05	
USA	15.05.2013	14:30	Výrobní ceny	%	04/2013			-0,6	0,8	-0,6	1,1
USA	15.05.2013	14:30	Jádrový index cen v průmyslu	%	04/2013			0,1	1,7	0,2	1,7
Polsko	15.05.2013	15:00	Rozpočtové saldo	mil. PLN	04/2013					-24406	
USA	15.05.2013	15:15	Průmyslová výroba	%	04/2013			-0,1		0,4	
USA	15.05.2013	15:15	Využití kapacit	%	04/2013			78,3		78,5	
USA	15.05.2013	19:00	Index stavitelů rodinných domů		05/2013			43		42	
EMU	16.05.2013	0:00	Evropský summit v Bruselu	ECB	05/2013						
ČR	16.05.2013	9:00	Výrobní ceny	%	04/2013	-0,1	0,9	-0,1	0,9	0	1
EMU	16.05.2013	11:00	Inflace	%	04/2013			-0,1	1,2	1,2	1,2
EMU	16.05.2013	11:00	Jádrová inflace	%	04/2013				1		1
EMU	16.05.2013	11:00	Obchodní bilance	mil. EUR	03/2013					10,4	
Polsko	16.05.2013	14:00	Jádrová inflace	%	04/2013			0,3	0,8	0,3	1
USA	16.05.2013	14:30	Inflace	%	04/2013			-0,2	1,3	-0,2	1,5
USA	16.05.2013	14:30	Jádrová inflace	%	04/2013			0,2	1,8	0,1	1,9
USA	16.05.2013	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	05/2013			330		323	
USA	16.05.2013	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	05/2013					3005	
USA	16.05.2013	14:30	Zahájení staveb nových domů		04/2013			980		1036	
USA	16.05.2013	14:30	Udělená stavební povolení		04/2013			940		902	
USA	16.05.2013	16:00	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu		05/2013			2,5		1,3	
USA	17.05.2013	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		05/2013 *P			77,7		76,4	
USA	17.05.2013	16:00	Předstihové ukazatele		04/2013			0,2		-0,1	

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	3,00	4,75	4,25	3,25	3,25	3,25	-50 bps	5/8/2013

### 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	0,43
Maďarsko	BUBOR 3M	4,58	6,61	5,75	4,90	4,70	4,50
Polsko	WIBOR 3M	2,93	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	1,34	1,61	1,37	1,31	1,40	1,50
Maďarsko	HU10Y	4,54	6,56	5,49	5,41	7,00	4,80
Polsko	PL10Y	2,96	4,39	3,60	3,61	5,40	5,40

### Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
Česko	EUR/CZK	25,9	25,13	25,09	25,74	25,60	25,50
Maďarsko	EUR/HUF	294	285	291	304	280	#N/A
Polsko	EUR/PLN	4,15	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

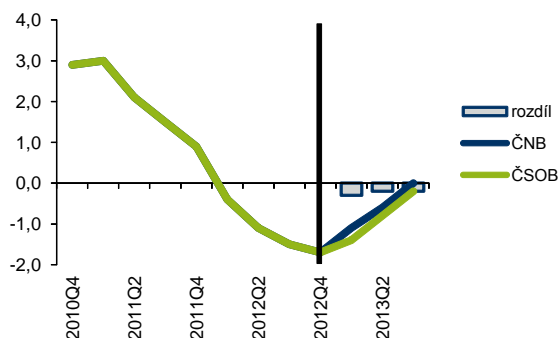
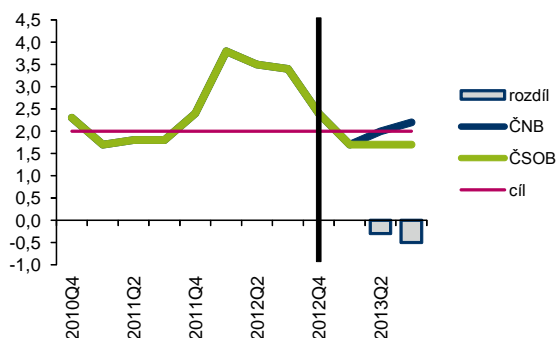
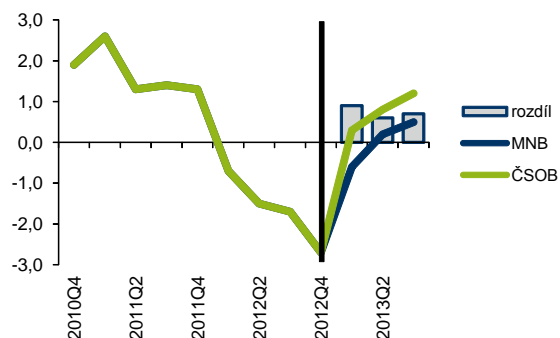
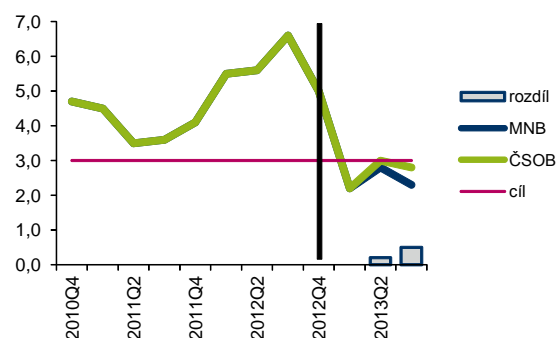
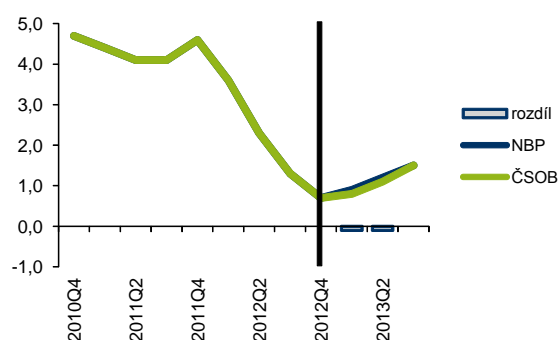
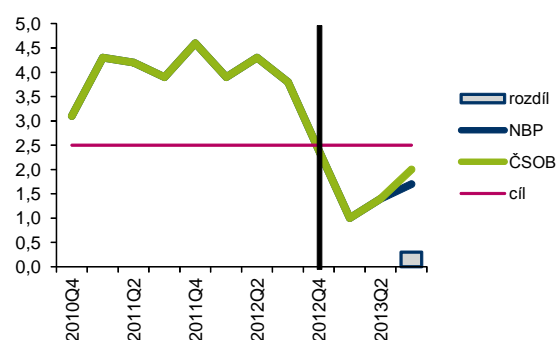
### Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	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.