



- **Česká republika**  
Slabý český HDP versus lepší směnné relace 2
- **Maďarsko**  
Maďarská ekonomika nabírá (konečně) na síle 3
- **Polsko**  
Polský HDP zklamal, inflace klesla pod 1 % 4

## Střídá ČR Maďarsko v pozici nemocného muže regionu?

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	26.04	→	→
EUR/HUF	290.7	→	↘
EUR/PLN	4.17	→	→
<b>3M PRIBOR</b>	0.46	→	→
<b>3M BUBOR</b>	4.56	→	↘
<b>3M WIBOR</b>	2.82	↘	↘
<b>10Y CZK</b>	1.49	→	↗
<b>10Y PLN</b>	3.19	↘	→
<b>10Y HUF</b>	5.00	→	→
<b>3M EURIBOR</b>	0.20	→	→
<b>10Y EMU</b>	1.30	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Výsledek české ekonomiky za první kvartál tohoto roku byl studenou sprchou pro všechny - pro analytiku, oficiální místa v čele s vládou a ČNB a v neposlední řadě trh. Výmluvná je pak zejména reakce koruny, která vylezla nad úroveň EUR/CZK 26,0, což je nejslabší hodnota české měny od konce roku 2011.

Včerejší reakci koruny na výsledek HDP se nelze příliš divit, neboť výkon českého HDP je alarmující nejen z toho důvodu, že skutečný výkon je o dost horší než očekávání, ale především i z pohledu relativního srovnání: předně, tato česká recese je nejdelší ze všech recesí od doby, kdy byla obnovena tržní ekonomika a dále nedopadá dobře srovnání ani s našimi sousedy z regionu. Na to, že nám ujíždí Německo, Slovensko či Polsko jsme si tak nějak již zvykli, ale že se začíná vzpamatovávat rychleji než my i předlužená maďarská ekonomika je zcela nový fenomén.

Nyní je otázkou, zdali na takto mizerném relativním výkonu ekonomiky (ať již v historickém či teritoriálním srovnání) můžeme něco rychle změnit. Slabší koruna a nulové úrokové sazby mohou ekonomice marginálně pomoci, ale sami o sobě těžko způsobí v malé otevřené ekonomice hospodářský zázrak. Strukturální přerod ekonomiky v hospodářského tygra rovněž v krátkém období nečekejme, byť jisté pozitivní signály např. vysílá závan konkurence do některých oligopolních struktur. Jediným účinnějším nástrojem domácí hospodářské politiky v boji s recesí tak zůstává fiskální politika. Zde však zkušenost z posledních let mnoho optimismu rovněž nepřináší - v tuto chvíli se totiž zdá, že zde fantazie končí u posunování sazby DPH a rekonstrukce jedné dálnice.

Sečteno a podrženo: sázka na to, že by naši ekonomiku vytáhly z recese nějaké domácí pozitivní stimuly, se zdá být beznadějná. Nezbyvá tedy než jako vždy věřit v to, že se vzpamatuje Německo. Jistým (externím) pozitivem by pak také mohly být i klesající ceny komodit, které snad podpoří oslabené disponibilní příjmy českých domácností.

## Slabý český HDP versus lepší směnné relace

Jan Bureš, Jan Čermák

**Německo rostlo pouze o 0,1 %, Česko propadlo o 0,8 %.**

Výsledek českého i německého HDP v prvním čtvrtletí leckoho nepříjemně překvapil. Německo rostlo pouze o 0,1 % mezikvartálně (my čekali +0,5 %), zatímco Česko propadlo o 0,8 % (čekali jsme -0,2 %). Přitom ať již v případě české, tak německé ekonomiky čísla z průmyslu, maloobchodu a konec konců i zahraničního obchodu vykazovala (mezikvartální) zlepšení. Kde je tedy chyba?

**Největší zátěží pro obě dvě ekonomiky v prvním kvartále zahraniční obchod.**

V prvé řadě je třeba říci, že nemáme k dispozici detailní strukturu HDP, resp. právě zveřejněná data jsou jen předběžnými odhady, jež mohou projít dost značnou revizí. Přesto, již dnes lze leccos zajímavého vyčíst z doprovodných komentářů statistických úřadů. Ty se tentokrát v Česku a v Německu velmi podobají. Podle ČSÚ, resp. SBA byl největší zátěží pro obě dvě ekonomiky v prvním kvartále zahraniční obchod. Bilance zahraničního obchodu se přitom v obou dvou ekonomikách v 1. čtvrtletí vylepšila. V ČR sezónně očištěná bilance zahraničního obchodu rostla mezikvartálně o 3 % a v Německu dokonce o 9 %.

**Dalším možným důvodem jsou služby.**

Vysvětlení paradoxu, kdy statistici hledají viníka slabého HDP v zahraničním obchodě, přičemž došlo k vylepšení jeho (nominální) bilance, hledáme ve vylepšení směnných relací – neboli v poměru vývozních a dovozních cen. To opravdu není vyloučené, protože ceny na komoditních trzích v posledních měsících padaly, a tlačily tak dovozní ceny v celé Evropě dolů. Z prostého porovnání měsíčních dovozních a vývozních cen přitom skutečně vyplývá, že se směnné relace v obou ekonomikách tento rok vylepšují (viz graf). Přesto definitivní verdikt o tom, zda se naše úvahy ubírají správným směrem, poskytnou až data s detailní strukturou HDP. V těchto reportech pak konkrétně údaje o deflátorech dovozu a vývozu, jenž vyčíslí, nakolik se na zhoršeném výkonu reálného HDP „podepsalo“ faktické vylepšení směnných relací. Dodejme, že dalším možným důvodem, který mohl poslat celý zahraniční obchod do negativního teritoria, jsou služby, jejichž přebytek se v mezičtvrtletním srovnání v ČR podle dat ČNB snížil.

**Zpráva o stavu české ekonomiky nemusí být tak pochmurná jak naznačuje předběžný odhad HDP.**

Nicméně pokud je z části naše hypotéza pravdivá, nemusí být zpráva o stavu české ekonomiky až tak pochmurná jak naznačuje předběžný odhad HDP. To samé může ve slabší variantě platit i o Německu. Reálné zhoršení čistých vývozů (a investic) je sice smutné, ale přichází po silném růstu exportů v minulém roce. Vývozy navíc mohly být v prvním kvartále vychýleny silnou zimou či v případě ČR např. odstávkami ve ŠKODĚ AUTO. Současně automobilový průmysl a průmysl jako celek hlásí poměrně vysoké využití výrobních kapacit, a to ukazuje na možný obrát v negativním trendu investic.

**Nižší (dovozní) ceny mohou vést k další stabilizaci reálného disponibilního důchodu.**

Ba co více, je-li propad reálného HDP doprovázen vylepšením směnných relací z titulu nižších cen komodit, může to být dokonce pro obě velmi otevřené ekonomiky pozitivní zpráva do budoucna. Například na rozdíl od ČNB se totiž domníváme, že nižší (dovozní) ceny mohou vést k další stabilizaci reálného disponibilního důchodu, což může položit dobrý základ k obnovení růstu (reálné) spotřeby domácností a tím i celé domácí poptávky.

## Maďarská ekonomika nabírá (konečně) na síle

Magdalena Středová

***Ekonomika se již nevyvíjí  
nejhůře v regionu.***

***K lepšímu výsledku přispělo  
zemědělství i stavebnictví.***

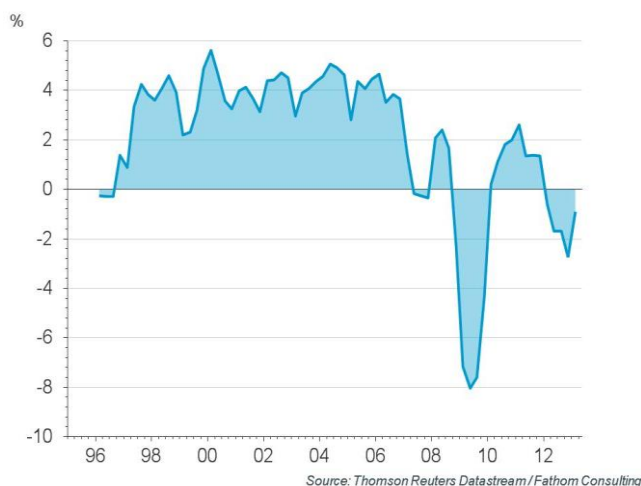
Maďarský statistický úřad zveřejnil předběžné výsledky ekonomiky za 1. čtvrtletí letošního roku, které překvapily pozitivně. Maďarská ekonomika podle předběžných údajů mezičtvrtletně vzrostla o 0,7 %, přičemž meziročně ekonomika sice poklesla ale pouze o 0,9 % a po očištění o kalendářní efekty dokonce jen o 0,3 %.

Celková struktura růstu bude zveřejněna až 6. června, nicméně KSH uvedl, že za příznivými výsledky stojí stavebnictví spolu se zemědělstvím, což po loňské neúrodě není žádným překvapením. Navíc se jedná o předběžná data, která jsou u zemědělské produkce uváděna na základě odhadů, které se mohou od skutečnosti lišit. Je třeba také připomenout, že mezikvartální růst je zčásti způsoben nízkou srovnávací základnou, navíc slabá čísla z Německa zavádají pochybnosti, zda je růst udržitelný. Na druhou stranu vyhlídky Maďarska nemusí být úplně špatné. Nízká inflace (zejména snížení cen energií) spolu se zvýšením minimální mzdy by teoreticky mohla podpořit domácí poptávku. Zda se to opravdu stalo, nebo zda domácnosti volné prostředky uspořily, nám ukáží až podrobná data. K růstu mohly přispět i vládní výdaje, které ale v následujícím období hodlá vláda držet na uzdě, aby mohla opustit proceduru nadměrného deficitu. Ani v průmyslu není situace tak špatná. V meziročním srovnání průmysl sice ještě klesá, ale meziměsíční data ukazují změnu trendu již od počátku roku. Zdá se, že zejména slibně se rozjíždějící automobilový průmysl by tedy mohl přispět k lepším výsledkům maďarské ekonomiky. K určitému oživení ekonomiky by mohl přispět i avizovaný program pro růst od MNB, i když velikost úvěrů plánovaných pro malé a střední podniky se nezdá příliš velká na to, aby se stala hybatelem ekonomiky. Na silné závěry si budeme muset počkat až na finální data, nicméně se zdá, že propad ekonomiky z posledního kvartálu loňského roku byl přeci jen ojedinělým případem a nikoliv počátkem hlubší recese.

HU: Průmyslová produkce



HU: Růst HDP



## Polský HDP zklamal, inflace klesla pod 1 %

Petr Báča

**Historicky první předběžný odhad HDP naznačil další zpomalení růstu.**

Podobně jako ostatní středoevropské statistické úřady, tak i ten polský (GUS) se rozhodl zveřejnit bleskový odhad růstu HDP za první čtvrtletí tohoto roku, historicky poprvé již měsíc a půl po jeho konci. A podobně jako v českém případě nešlo o dvakrát pozitivní zprávy. Polská ekonomika sice podle odhadu meziročně rostla o 0,4 %, což je ve středoevropském regionu výborný výsledek, avšak v případě Polska jde o nejpomalejší růst za poslední čtyři roky. Jako v předchozích čtvrtletích, tak i na počátku tohoto roku byl zřejmě hlavním tahounem růstu čistý export, což naznačuje i výrazný přebytek výkonové bilance (zboží + služby) v prvním čtvrtletí zaznamenaný v rámci statistik platební bilance NBP. Naopak, prudký propad dovozů naznačuje, kromě klesajících cen komodit (viz případ českého HDP) stále slabou domácí poptávku.

**NBP v červnu sníží sazby, pravděpodobně o 25 bps.**

I když je možné, že na konci května GUS číslo za HDP reviduje mírně vzhůru, tak pomalý růst ekonomiky a zejména jeho nepříznivá struktura se zřejmě neobejdou bez reakce centrální banky (NBP). Holubice ve Výboru pro měnovou politiku (RPP) jsou totiž do diskuze vyzbrojeni i dalším (i když očekávaným) poklesem míry inflace, jež v dubnu dosáhla sedmiletých minim (0,8 % y/y). Pokles sazeb již na červnovém zasedání (původně jsme další snížení očekávali až v červenci) konečně naznačují i poslední výroky centrálních bankéřů, kteří v rámci RPP patří dlouhodobě spíše k mírným jestřábům. Otázkou zůstává, o kolik se sazby budou snižovat. Ačkoliv pokles o 50 bazických bodů (bps) nelze vyloučit, tak se domníváme, že přece jen pravděpodobnější je snížení sazeb o 25 bps. Dodatečné informace může v tomto ohledu přinést již zmíněné zveřejnění struktury růstu HDP, které je v plánu na konci května.

PL: Inflace, jádrová inflace

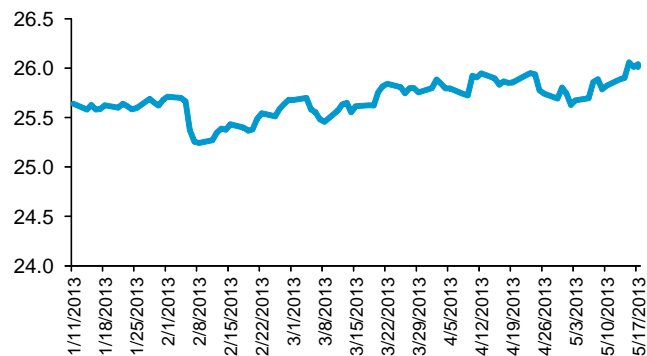


PL: Růst HDP



## Přehled trhů

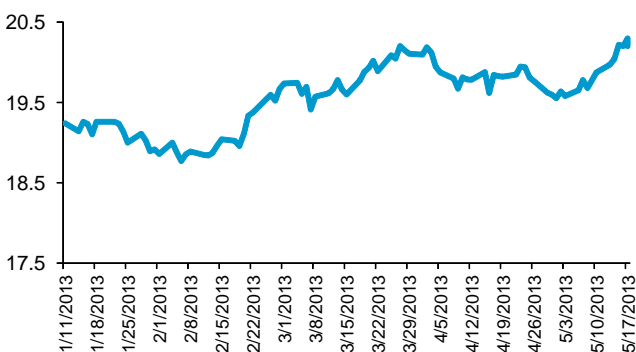
**EURCZK**



**EURUSD**



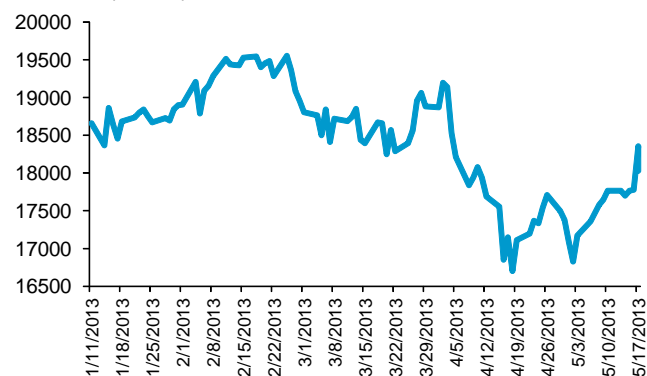
**USDCZK**



**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

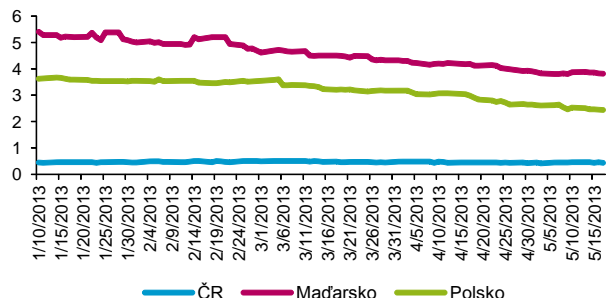


**EURHUF**

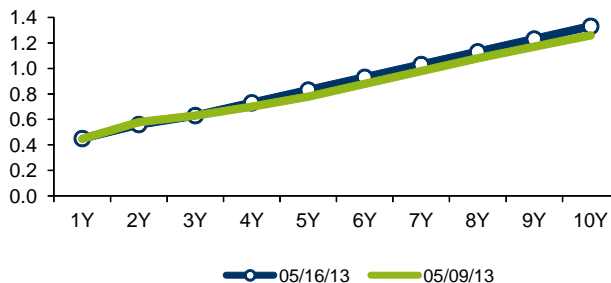


Zdroj: Thomson Reuters

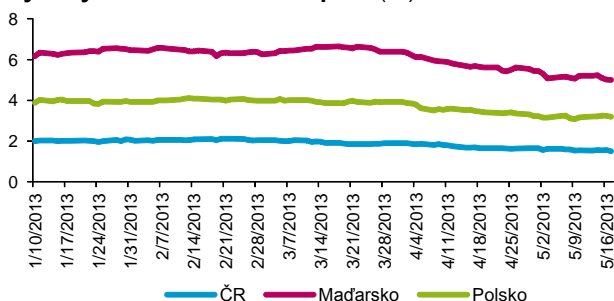
**FRA 3x6 (%)**



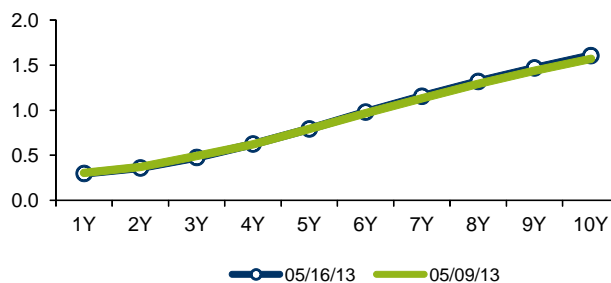
**IRS CZK (%)**



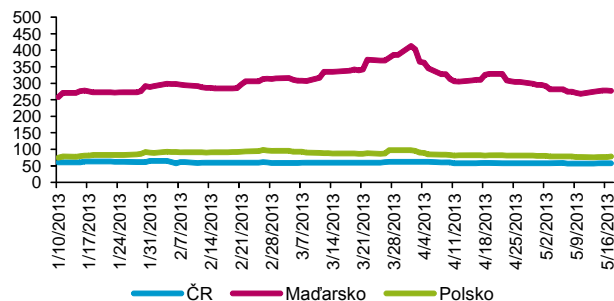
**Výnosy desetiletého dluhopisu (%)**



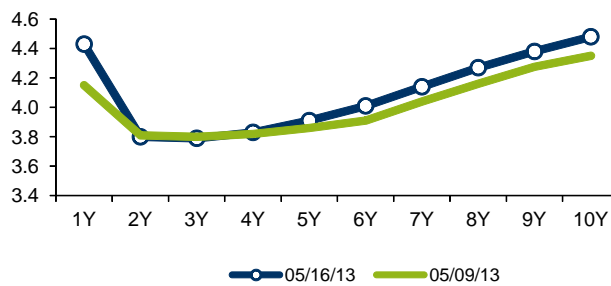
**IRS EUR (%)**



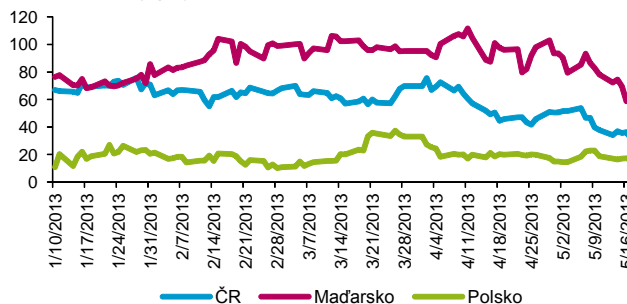
**CDS 5Y (bps)**



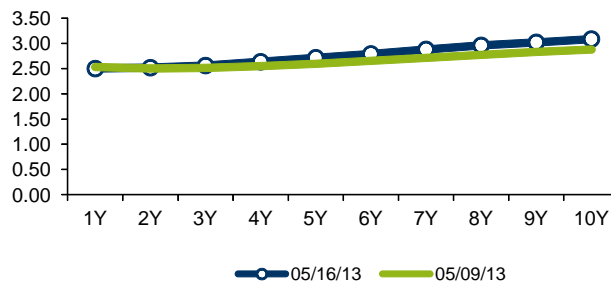
**IRS HUF (%)**



**ASW 10Y (bps)**



**PL IRS (%)**



Zdroj: Thomson Reuters

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Polsko	20.05.2013	14:00	Mzdy	%	04/2013			-0.9	2.2	3.3	1.6
USA	20.05.2013	19:00	Projev Evanse v Chicagu		Fed	05/2013					
Německo	21.05.2013	8:00	Výrobní ceny	%		04/2013		-0.1	0.1	-0.2	0.4
EMU	21.05.2013	9:25	Projev Liikanena o bankovní unii v Helsinkách		ECB	05/2013					
Polsko	21.05.2013	14:00	Průmyslová výroba	%		04/2013		-1.7	3.1	9.2	-2.9
Polsko	21.05.2013	14:00	Výrobní ceny	%		04/2013		-0.2	-1.5	-0.2	-0.6
USA	21.05.2013	17:30	Projev Bullarda o měnové politice ve Frankfurtu		Fed	05/2013					
EMU	22.05.2013	0:00	Summit vedoucích představitelů EU v Bruselu		ECB	05/2013					
Maďarsko	22.05.2013	9:00	Mzdy	%		03/2013			3.1		2.7
EMU	22.05.2013	10:00	Běžný účet		mld. EUR	03/2013				12.1	
USA	22.05.2013	16:00	Prodej stávajících domů		mil.	04/2013		4.99		4.92	
USA	22.05.2013	16:00	Projev Bernankeho o ekonomice		Fed	05/2013					
EMU	22.05.2013	18:30	Projev Praeta o měnové politice ve Washingtonu		ECB	05/2013					
Francie	23.05.2013	9:50	Index nákupních manažerů v průmyslu			05/2013 *P				44.4	
Německo	23.05.2013	9:55	Index nákupních manažerů v průmyslu		0	05/2013 *P		48.5		48.1	
EMU	23.05.2013	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu			05/2013 *P		47		46.7	
EMU	23.05.2013	10:00	Index nákupních manažerů ve službách			05/2013 *P		47.1		47	
USA	23.05.2013	12:05	Projev Bullarda o měnové politice v Londýně		Fed	05/2013					
USA	23.05.2013	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti		tis.	05/2013		346		360	
USA	23.05.2013	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti		tis.	05/2013				3009	
EMU	23.05.2013	16:00	Index spotřebitelské důvěry			05/2013 *A		-21.9		-22.3	
USA	23.05.2013	16:00	Prodej nových domů		tis.	04/2013		425		417	
EMU	23.05.2013	19:30	Projev Weidmanna v Paříži			05/2013					
EMU	23.05.2013	21:30	Projev Draghiho v Londýně			05/2013					
Německo	24.05.2013	8:00	HDP	%		1Q/2013 *F		0.1	-0.2	0.1	-0.2
Německo	24.05.2013	8:00	Spotřebitelská důvěra GfK			06/2013		6.2		6.2	
Francie	24.05.2013	8:45	Index podnik. nálady INSEE			05/2013				88	
Německo	24.05.2013	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo			05/2013		104.4		104.4	
Německo	24.05.2013	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)			05/2013		107		107.2	
Německo	24.05.2013	10:00	Index Ifo (očekávání)			05/2013		101.5		101.6	
Polsko	24.05.2013	10:00	Maloobchodní tržby	%		04/2013		-1	1.2	16.8	0.1
Polsko	24.05.2013	10:00	Míra nezaměstnanosti	%		04/2013		13.9		14.3	
EMU	24.05.2013	12:00	Projev Weidmanna v Paříži			05/2013					
USA	24.05.2013	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby	%		04/2013		1.7		-5.7	
USA	24.05.2013	14:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostř.	%		04/2013		0.5		-1.4	
EMU	24.05.2013	14:30	Projev Constancia v Bruselu			05/2013					
EMU	24.05.2013	17:45	Projev Rehna na konferenci v Bruselu			05/2013					

## 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	4.56	6.61	5.75	4.90	4.70	4.50
Polsko	WIBOR 3M	2.82	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	1.29	1.61	1.37	1.31	1.40	1.50
Maďarsko	HU10Y	4.43	6.56	5.49	5.41	7.00	4.80
Polsko	PL10Y	3.04	4.39	3.60	3.61	5.40	5.40

### Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
Česko	EUR/CZK	26.0	25.13	25.09	25.74	25.70	25.50
Maďarsko	EUR/HUF	291	285	291	304	280	#N/A
Polsko	EUR/PLN	4.17	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

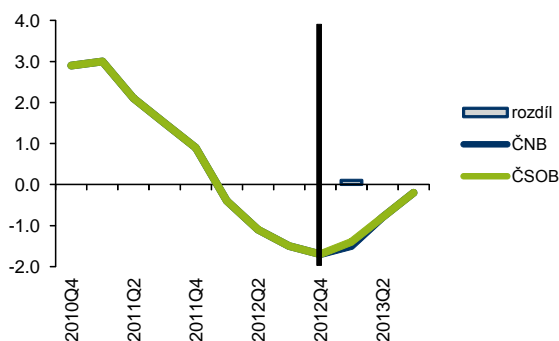
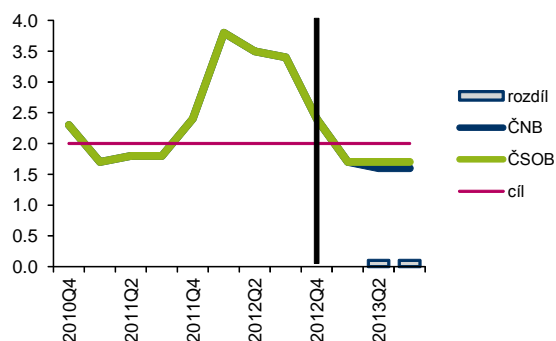
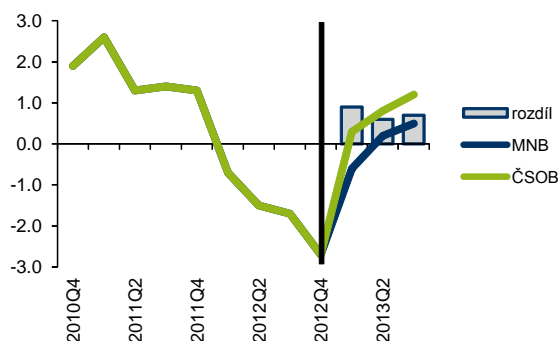
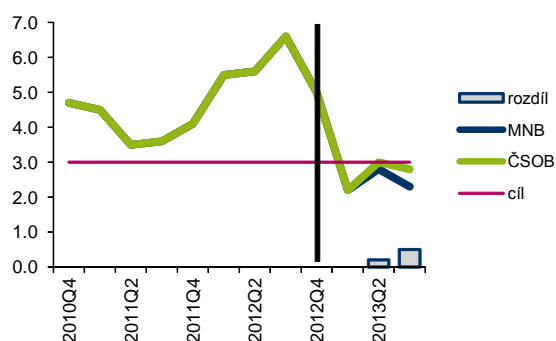
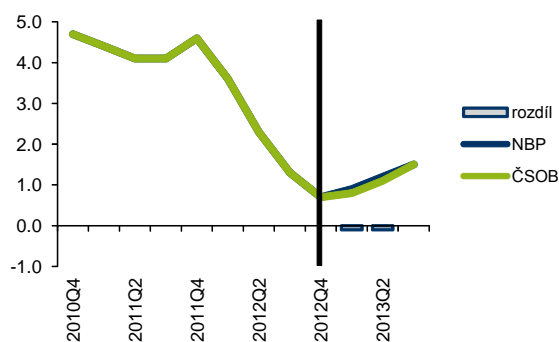
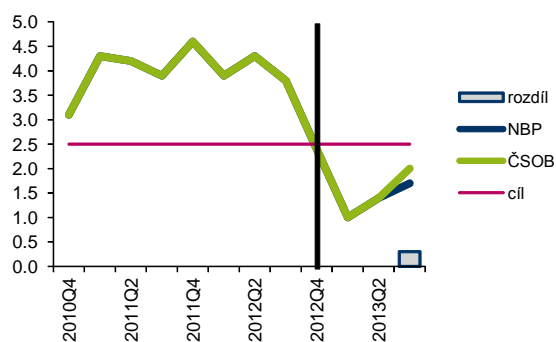
### Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	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 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.