



www.csob.cz

www.csob.cz/Analzy

31. května 2013

● Maďarsko

MNB snižuje sazby na nové historické minimum

2

● Polsko

Polské HDP revidováno mírně vzhůru

3

● Výhled na týden

CZ: Slabá poptávka drží obchod v mínusu

4

Zamotá slabší zlotý NBP hlavu?

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25.71	→	↗
EUR/HUF	295.3	→	→
EUR/PLN	4.28	↘	↘
3M PRIBOR	0.46	→	→
3M BUBOR	4.38	→	↘
3M WIBOR	2.74	↘	↘
10Y CZK	1.76	↗	↗
10Y PLN	3.58	↗	↗
10Y HUF	5.76	↗	↗
3M EURIBOR	0.20	→	→
10Y EMU	1.50	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Doporučení Evropské komise, aby Maďarsku bylo umožněno vystoupit z procedury o nadměrném schodku, a výprodej polského zlatého na pozadí posilující českého koruny byly dvě nejzajímavější události uplynulého týdne.

Zastavme se nejprve na chvíli u Maďarska. Investoři si v posledních letech zvykli na to, že Maďarsko je nemocným a tak trochu problémovým mužem střední Evropy. Nicméně například fakt, že Národní bank Maďarska snížila v úterý své úrokové sazby na nová minima a přitom se nemusela obávat o stabilitu své měny, je také známkou toho, že věci se (alespoň z makro pohledu) v Maďarsku mění přece jenom k lepšímu. Konec konců, takových důkazů je z poslední doby více. Před pár dny to byl údaj o předběžném odhadu HDP za první kvartál, který navzdory všeobecně horším číslům v regionu překvapil v maďarském případě pozitivně (a dopadl např. podstatně lépe než český HDP). Diplomático-ekonomický úspěch v podobě zrušení procedury při nadměrném rozpočtovém deficitu tak nakonec pouze logicky završuje sérii pozitivních makroekonomických překvapení, které se samozřejmě zrcadlí v příznivém fiskálním vývoji, jež musela vzít Komise na vědomí.

Co se potom týká aktuálního oslabení zlatého, tak to je zajímavé ze dvou hledisek: za prvé jsou to důvody, které k němu vedly, a za druhé jde o implikace, které může mít slabší měna na nadcházející rozhodování Výboru pro měnovou politiku. Pokud jde o důvody deprecie zlatého, tak ty mohou zahrnovat jak odliv spekulativního kapitálu z Polska v souvislosti s globálním růstem výnosů a sazeb ve vyspělých zemích, tak čistě domácí (polské) důvody v podobě slabších makroekonomických dat. Co se pak týká vzkazu, který slabý zlotý přinese nadcházející zasedání NBP, tak ten by měl mít mírně ještě větší podobu v tom smyslu, že centrální banka sníží repo sazbu tentokrát (či opět) "jen" o 25 bazických bodů.

Sledujte nás i na Twitteru <https://twitter.com/analyticiCSOB> a <https://twitter.com/analyticiERA>

MNB snižuje sazby na nové historické minimum

Magdalena Středová

Uvolňování měnové politiky bude doplněno levnými úvěry pro SME

Maďarská centrální banka podle očekávání snížila již po desáté v řadě sazby o 25 bazických bodů na nové historické minimum. Překvapení nepřinesla ani tisková zpráva, která naprosto stejně, jako při dubnovém snižování sazeb, poukazuje na slabou poptávku a její dezinflační tlaky, a další snižování sazeb bude zvažovat s ohledem na střednědobý výhled inflace a náladu na finančních trzích. Podle našeho názoru by banka mohla v postupném snižování sazeb pokračovat. Ve prospěch dalšího uvolňování měnové politiky hovoří několik faktorů. Podle posledních údajů o růstu ekonomiky to vypadá, že se Maďarsku začíná dařit. Trhy, zdá se, postupně přestávají Maďarsko vnímat, jako nejproblematičtější zemi v regionu což pomáhá i forintu, který je silnější (ztráty způsobené nervozitou spojenou s nástupem nového kontroverzního guvernéra MNB již dokázal zcela vymazat a vrátil se na hodnoty okolo 290 EUR/HUF, tedy stejně jako na začátku roku). To znamená, že Maďarsko již nepotřebuje tak vysoký úrokový diferenciál, který doteď pomáhal forintu a potažmo těm, kteří měli půjčky v zahraničních měnách. Ani inflace, ovlivněná dalším plánovaným administrativním snižováním cen, nebude ve snižování sazeb překážkou. MNB navíc hledá další cesty jak podpořit ekonomiku a současně snížit množství půjček denominovaných v cizích měnách a tím i citlivost na pohyby kurzu forintu. V dubnu vyhlášený program, který má komerčním bankám poskytnout bezúročné půjčky na podporu levných úvěrů pro malé a střední podniky, byl navýšen o polovinu. Podle vyjádření člena bankovní rady Adama Baloga by program měl podpořit letošní růst ekonomiky o 0,2-0,5 %. Podle posledních údajů poskytne MNB 425 mld. forintů v rámci prvního pilíře, který má zajistit levné úvěry pro SME, a v rámci druhého pilíře zaměřeného na refinancování půjček v cizích měnách dalších 325 mld. HUF (oproti původně plánovaným 250 mld. HUF), což představuje kolem 30 % současného množství půjček v cizích měnách, které aktuálně malé a střední podniky v Maďarsku drží. Určitá změna v citlivosti na pohyby forintu by tedy mohla být mezi podniky znát, nicméně zadlužené v cizích měnách nejsou pouze podniky, ale i domácnosti, jejichž celkové zadlužení v cizích měnách je čtyřikrát vyšší než u SME.

Evropská komise doporučila ukončení EDP pro Maďarsko

Změnu ve vnímání maďarské ekonomiky signalizuje i rozhodnutí Evropské komise. Ta doporučila, aby Maďarsku bylo umožněno vystoupit z procedury o nadměrném schodku, ve které je zařazeno již od roku 2004. Podle odhadů Evropské komise by fiskální opatření plánovaná maďarskou vládou měla vést k deficitu 2,7 % HDP v tomto roce a 2,9 % v příštím roce. Rozhodnutí Evropské komise vnímá maďarská vláda jako svůj velký úspěch, který přichází po dlouhodobějších sporech s Bruslem, který kritizoval některé kroky současné Orbánovy vlády, jako například zavedení dočasné daně na banky a další velké podniky nebo zestátnění soukromých penzijních fondů. Pro Maďarsko je rozhodnutí Evropské komise jednoznačně pozitivní zprávou, neboť se již nemusí obávat sankcí ze strany Komise, nicméně nedostatek dohledu nad fiskální politikou může před blížícími se volbami vyvolat i určité obavy.

Polské HDP revidováno mírně vzhůru

Petr Báča

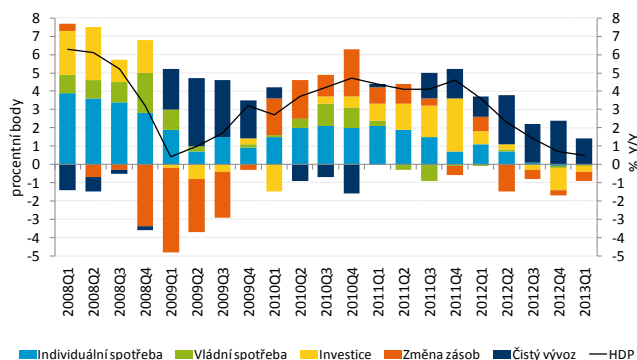
Polskou ekonomiku opět táhl čistý export

Historicky první bleskový odhad růstu polské ekonomiky se ukázal být velmi přesným, neboť statistický úřad jej ve středu upravil tak říkajíc pouze kosmeticky - o 0,1 procentního bodu vzhůru na 0,5 % meziročně. Mezikvartálně pak HDP nepatrně rostl o 0,1 %. Jinými slovy, zázrak se nekonal a znovu se potvrdilo, že polské hospodářství je v nejhorší kondici od roku 2009. Z hlediska struktury růstu rovněž nedošlo k žádným výrazným překvapením. Meziročně byla ekonomika opět tažena čistými exporty (zejména zásluhou klesajících dovozů). Domácí poptávka naproti tomu znovu přispěla k poklesu, i když o poznání méně, než v závěru loňského roku. Nicméně, spotřeba domácností meziročně již tři čtvrtletí v řadě fakticky stagnuje, což je obrázek, na který nejsme z Polska příliš zvyklí - i v roce 2009 rostla o 2 % a zpomalila maximálně na 1,2 % meziročně (ve druhém čtvrtletí). Největší meziroční propad za poslední tři čtvrtletí zaznamenaly i investice (-5,8 %), i když zde se projevil zejména negativní efekt odbourávání zásob.

NBP v červnu opět sníží sazby, pravděpodobně o 25 bps

Nepříznivá struktura růstu je podle nás jedním z impulsů, který by mohl členy Výboru pro měnovou politiku (RPP) na červnovém zasedání (5.6.) přimět k dalšímu snížení úrokových sazeb. I přesto, že takto pomalý růst je pro centrální bankéře jistě překvapením, tak sázíme na snížení sazeb o 25 bazických bodů (bps) spíše než o 50. K tomu nás vede jednak vyjádření holubic z RPP (Chojna-Duch), jednak poměrně překvapivá reakce zlotého následující po zveřejnění revidovaných odhadů růstu. Zatímco na bleskový odhad kurz polské měny prakticky nereagoval, tak ve druhé polovině tohoto týdne oslabil o dvě procenta na desetiměsíční minima. Navíc, oslabování polské měny jde v poslední době ruku v ruce s růstem výnosů vládních dluhopisů, z čehož mají rovněž někteří členové RPP obavy. Přes vysoký stupeň nejistoty a nevyzpytatelnosti NBP se domníváme, že zvolí při dalším snižování sazeb spíše opatrnější postup a s dalšími rozhodnějšími kroky bude případně vyčkávat na zveřejnění nové prognózy na začátku července.

PL: Příspěvky k růstu HDP



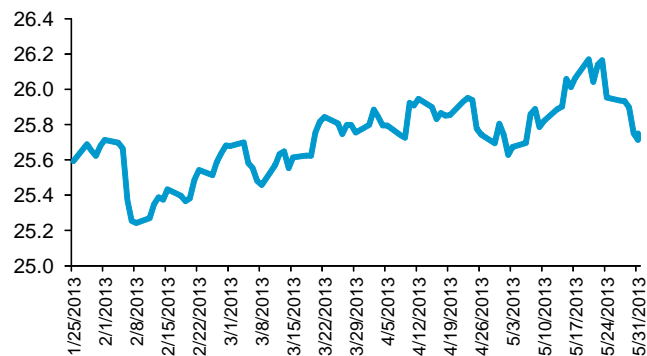
EUR/PLN

vývoj od pondělí do čtvrtka



Přehled trhů

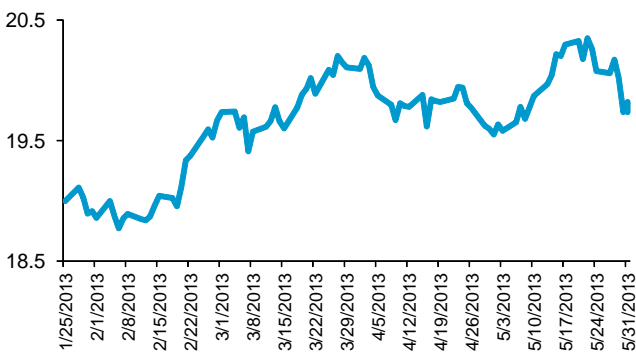
EURCZK



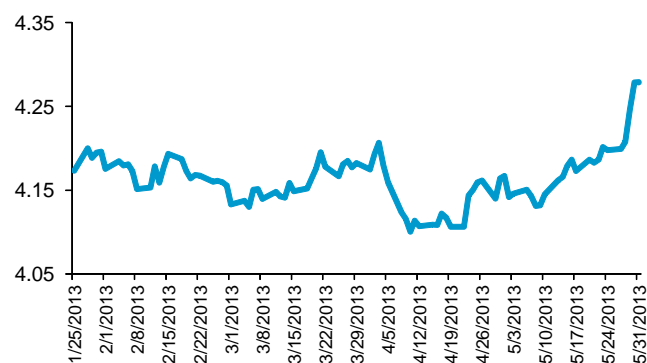
EURUSD



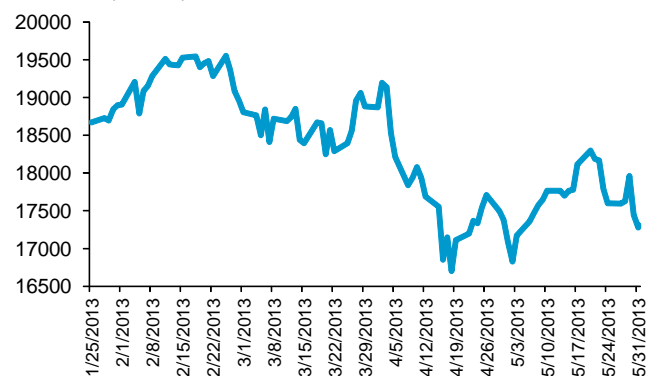
USDCZK



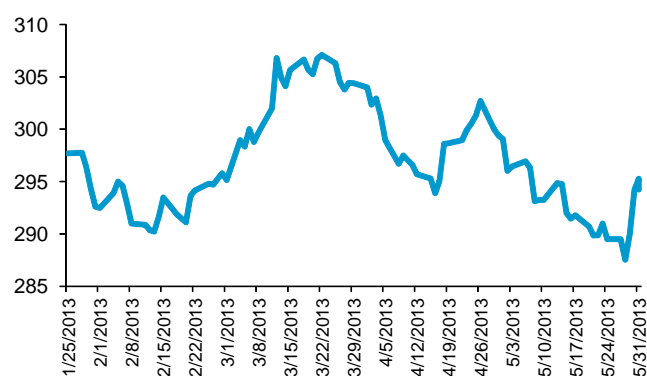
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

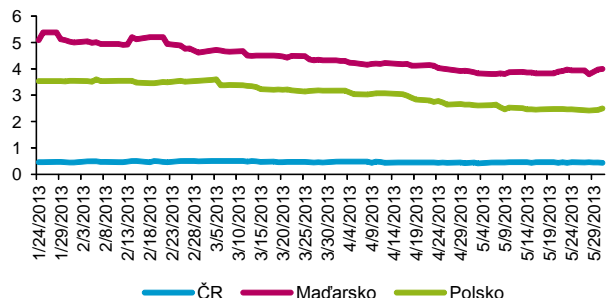


EURHUF

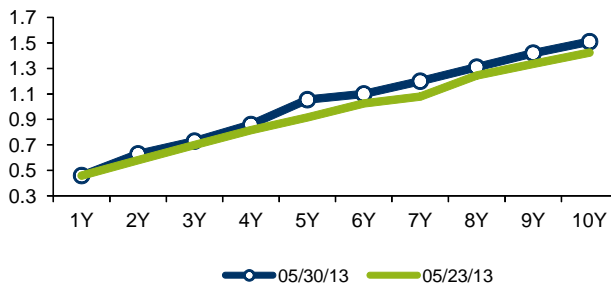


Zdroj: Thomson Reuters

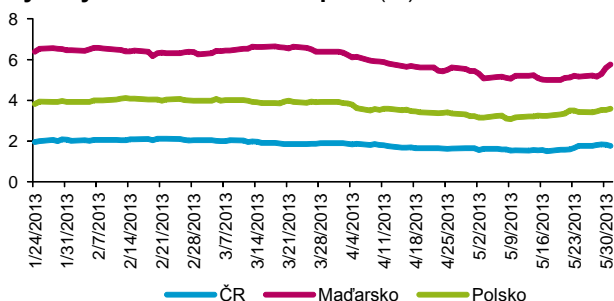
FRA 3x6 (%)



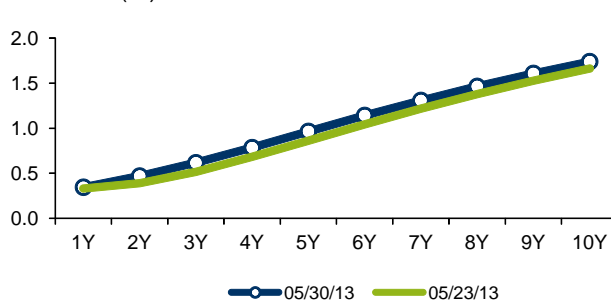
IRS CZK (%)



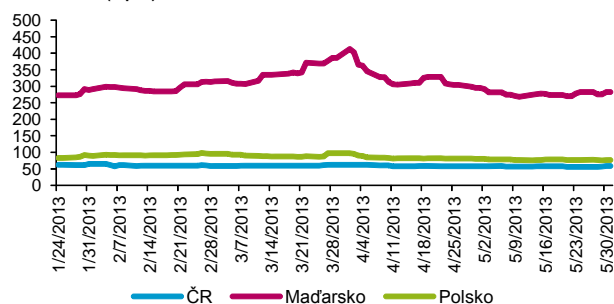
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



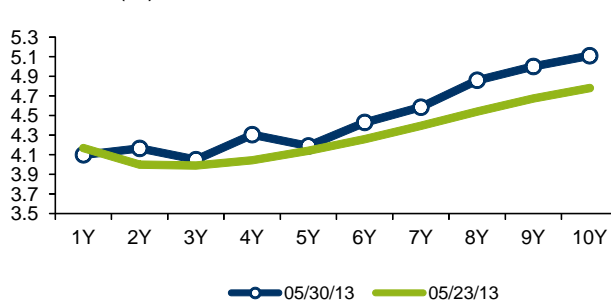
IRS EUR (%)



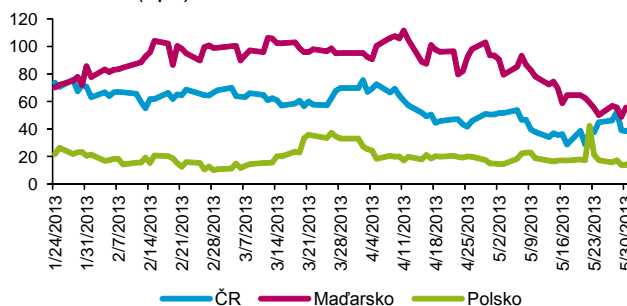
CDS 5Y (bps)



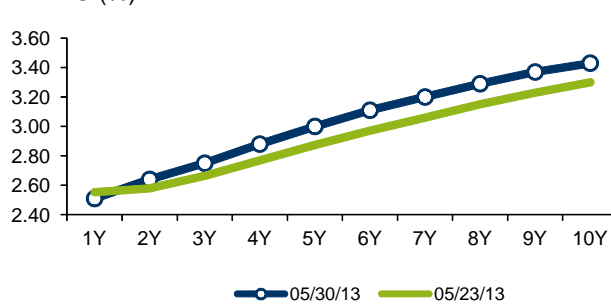
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

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

	IV.13	III.13	IV.12
Měsíčně	-1,0	-3,3	-4,1
kumul. od ledna	-2,4	-2,9	-0,4

ÚT 9:00, CZ HDP - odhad (%)

	Q1-13	Q4-12	Q1-12
HDP (y/y)	-1,8	-1,7	-0,4
HDP (q/q)	-0,6	-0,2	-0,5

ST kolem 12:00, PL Zasedání NBP

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	2.75	05/2013
změna v p. bodech	-25	-25

PÁ 9:00, CZ Průmyslová výroba (% y/y)

	IV.13	III.13	IV.12
Měsíčně	0,0	-6,0	2,2
kumul. od ledna	-4,1	-5,4	2,6

CZ: Slabá poptávka drží obchod v mínusu

Na první pohled lepší výsledek maloobchodu, než jaký jsme viděli v předchozích měsících, ještě neznamená zlom dosavadního negativního trendu. Jde spíše o efekt vyššího počtu pracovních dnů, který maloobchodu napomohl alespoň částečně kompenzovat propadající prodeje nových osobních automobilů. Poptávka domácností však i nadále zůstává utlumená, a tak na růst nákupů – s výjimkou internetových obchodů – si budeme muset ještě tak půl roku počkat.

CZ: Recese zatím nekončí

Po předběžném odhadu HDP za první čtvrtletí by nyní měla přijít na řadu zpřesněná a navíc i podrobná data o vývoji české ekonomiky v prvním čtvrtletí. Předpokládáme, že všechny složky poptávky táhly ekonomiku směrem dolů, i když v případě spotřeby již ne tak razantně jako v předcházejícím roce. Na chvíli „vysadil“ i dřívější motor českého hospodářství – průmysl, respektive export. Od druhého čtvrtletí bychom se už postupně ovšem mohli dočkat prvních náznaků stabilizace a pozvolného ukončení recese.

PL: Centrální banka pravděpodobně opět sníží sazby

Nepříznivá struktura růstu HDP za první čtvrtletí je podle nás jedním z impulsů, který by mohl členy Výboru pro měnovou politiku (RPP) na červnovém zasedání přimět k dalšímu snížení úrokových sazeb. I přesto, že takto pomalý růst je pro centrální bankéře překvapením, tak sázíme na snížení sazeb o 25 bazických bodů (bps) spíše než o 50. K tomu nás vede jednak vyjádření holubic z RPP (Chojna-Duch), jednak překvapivá reakce zlatého následující po zveřejnění revidovaných odhadů růstu. Navíc, oslabování polské měny jde v poslední době ruku v ruce s růstem výnosů vládních dluhopisů, z čehož mají rovněž někteří členové RPP obavy. Přes vysoký stupeň nejistoty a nevyzpytatelnosti NBP se domníváme, že zvolí při dalším snižování sazeb opatrnější postup a s dalšími rozhodnějšími kroky bude případně vyčkávat na zveřejnění nové prognózy na začátku července. Vyloučit nicméně nelze ani to, že RPP se rozhodně vzhledem k poslednímu vývoji kurzu zlatého ponechá sazby beze změny.

CZ: Situace průmyslu se začíná stabilizovat

Poslední údaje o nových zakázkách naznačovaly, že se situace českého průmyslu už dále výrazně nezhoršuje. Díky vyššímu počtu pracovních dnů by se dokonce meziroční výsledek výroby mohl pohybovat někde v blízkosti nuly. Skutečná stabilizace průmyslu však přijde na řadu až v dalších měsících, kdy by tuzemské firmy mohly začít pociťovat pozitivní trend německé poptávky, jež zatím ještě nebyly s to zaznamenat. Pozitivní výsledek za duben lze předpokládat především u potravinářského průmyslu a výroby elektrických zařízení. V mínusu nejspíše ještě tento měsíc skončil největší tuzemský průmysl – výroba osobních automobilů.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Maďarsko	03.06.2013	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	03/2013 *F					753.4	
Maďarsko	03.06.2013	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		05/2013					51.7	
Polsko	03.06.2013	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		05/2013					46.9	
ČR	03.06.2013	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		05/2013					49.5	
Francie	03.06.2013	9:50	Index nákupních manažerů v průmyslu		05/2013 *F					45.5	
Německo	03.06.2013	9:55	Index nákupních manažerů v průmyslu		05/2013 *F			49		49	
EMU	03.06.2013	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		05/2013 *F			47.8		47.8	
USA	03.06.2013	13:20	Projev Williamse ve Stockholmu	Fed	06/2013						
ČR	03.06.2013	14:00	Rozpočtov é saldo	mld. CZK	05/2013					-16.5	
USA	03.06.2013	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM		05/2013	50		50.5		50.7	
USA	03.06.2013	16:00	Cenový subindex ISM		05/2013			50		50	
USA	03.06.2013	23:00	Celkový prodej automobilů	mil. USD	05/2013			15.1		14.88	
USA	03.06.2013	23:00	Prodej domácích automobilů	mil. USD	05/2013			11.9		11.76	
ČR	04.06.2013	9:00	HDP	%	1Q/2013 *F					-0.8	-1.9
EMU	04.06.2013	11:00	Výrobní ceny	%	04/2013					-0.2	0.7
USA	04.06.2013	14:30	Obchodní bilance	mld. USD	04/2013			-41		-38.8	
USA	05.06.2013	2:00	Projev Fishera o měnové politice v Torontu	Fed	06/2013						
ČR	05.06.2013	9:00	Maloobchodní tržby	%	04/2013		-1			-3.3	
Maďarsko	05.06.2013	9:00	Maloobchodní tržby	%	04/2013					-2.9	
ČR	05.06.2013	9:00	Mzdy	%	1Q/2013					0.9	
EMU	05.06.2013	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		05/2013 *F			47.5		47.5	
ČR	05.06.2013	10:00	Běžný účet	mld. CZK	1Q/2013			1600		-1444	
EMU	05.06.2013	11:00	HDP	%	1Q/2013 *P			-0.2	-1	-0.2	-1
EMU	05.06.2013	11:00	Maloobchodní tržby	%	04/2013					-0.1	-2.4
Polsko	05.06.2013	14:00	Zasedání RPP	%	06/2013	2.75		2.75		3	
USA	05.06.2013	14:30	ADP report z trhu práce	tis.,nsa	05/2013			170		119	
USA	05.06.2013	16:00	Tovární zakázky	%	04/2013			1.4		-4	
USA	05.06.2013	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM		05/2013			53.5		53.1	
Maďarsko	05.06.2013	17:00	Rozpočtov é saldo	mld. HUF	05/2013					-528.6	
USA	05.06.2013	20:00	Běžová kniha	Fed	06/2013						
Maďarsko	06.06.2013	9:00	HDP	%	1Q/2013 *F					0.7	-0.9
ČR	06.06.2013	9:00	Obchodní bilance	mld. CZK	04/2013	18.8				32.3	
Německo	06.06.2013	12:00	Tovární zakázky	%	04/2013			-0.8		2.2	-0.4
EMU	06.06.2013	13:45	Zasedání ECB	%	06/2013	0.5		0.5		0.5	
USA	06.06.2013	14:00	Projev Plossera o ekonomice v Bostonu	Fed	06/2013						
USA	06.06.2013	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	05/2013						
USA	06.06.2013	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	05/2013						
EMU	06.06.2013	14:30	Projev Draghiho na měsíční tiskové konferenci	ECB	06/2013						
Německo	07.06.2013	8:00	Obchodní bilance	mld. EUR	04/2013					18.8	
Německo	07.06.2013	8:00	Běžný účet	mld. EUR	04/2013					20.2	
Francie	07.06.2013	8:45	Obchodní bilance	mld. EUR	04/2013					-4.7	
Maďarsko	07.06.2013	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	04/2013 *P						
Maďarsko	07.06.2013	9:00	Průmyslová výroba	%	04/2013 *P					0.4	-0.7
ČR	07.06.2013	9:00	Stavební výroba	%	04/2013					-20.6	
ČR	07.06.2013	9:00	Průmyslová výroba	%	04/2013		0			-6	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	poslední změna	
Česko	2T repo	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	-20 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depo	4.50	5.75	5.00	4.25	4.00	3.75	-25 bps	5/28/2013
Polsko	2T inter. sazba	3.00	4.25	3.25	2.75	2.75	2.75	-25 bps	5/8/2013

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	PRIBOR 3M	0.46	0.50	0.47	0.45	0.43	0.43
Maďarsko	BUBOR 3M	4.38	5.75	4.90	4.70	4.50	4.50
Polsko	WIBOR 3M	2.74	4.11	3.39	4.90	4.90	4.90

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	CZ10Y	1.50	1.37	1.31	1.40	1.50	1.70
Maďarsko	HU10Y	5.21	5.49	5.41	5.20	4.80	6.50
Polsko	PL10Y	3.42	3.60	3.61	5.40	5.40	5.40

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	EUR/CZK	25.7	25.09	25.74	25.70	25.50	25.20
Maďarsko	EUR/HUF	295	291	304	290	300	300
Polsko	EUR/PLN	4.28	4.08	4.18	4.00	4.00	3.90

HDP

	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	-1.1	-1.4	-1.6	-1.9	-0.8	-0.2	0.5
Maďarsko	-1.5	-1.7	-2.7	-0.9	0.2	0.7	1.2
Polsko	2.3	1.3	0.7	0.5	0.8	1.3	1.9

Inflace

	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	3.5	3.4	2.4	1.7	1.7	1.7	2.0
Maďarsko	5.6	6.6	5.0	2.2	2.0	2.2	2.8
Polsko	4.3	3.8	2.4	1.0	1.4	2.0	2.2

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

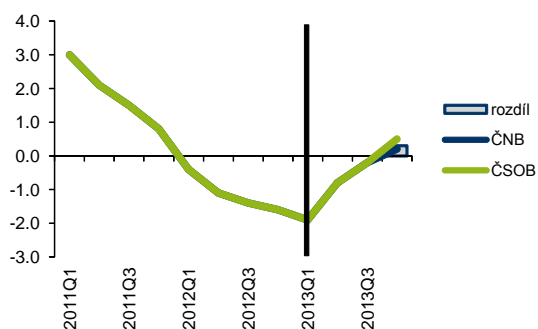
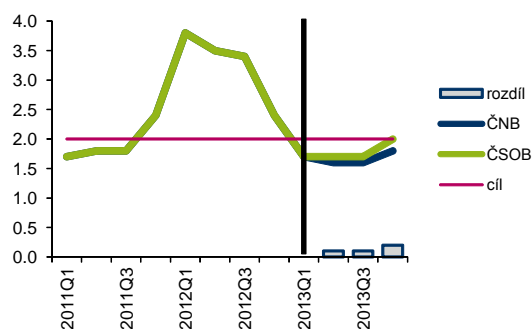
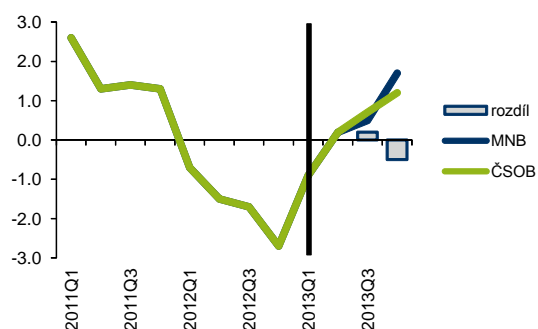
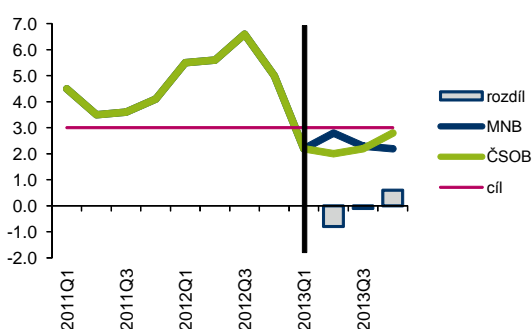
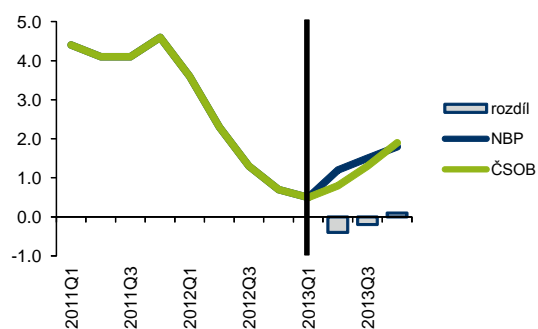
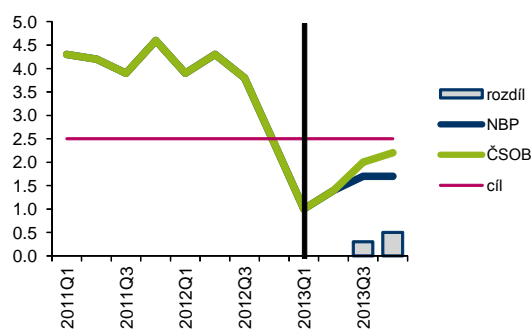
	2012	2013
Česko	-1.9	-1.9
Maďarsko	1.5	1.0
Polsko	-4.0	-3.8

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.