



- **Česká republika**
Povodně s českou ekonomikou výrazně nezahýbou 2
- **Česká republika**
Slabá česká čísla s jiskrou naděje 3
- **Polsko**
Polská centrální banka dál snižuje sazby 4

Spolu s povodní přišel i výplach na regionálních trzích

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25.62	→	↗
EUR/HUF	295.0	↗	↘
EUR/PLN	4.25	↗	↘
3M PRIBOR	0.46	→	→
3M BUBOR	4.39	→	↘
3M WIBOR	2.75	↘	↘
10Y CZK	2.00	↗	↗
10Y PLN	3.72	↗	↗
10Y HUF	5.95	↗	↗
3M EURIBOR	0.20	→	→
10Y EMU	1.54	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Zatímco koryty středoevropských řek se přehnala ničivá povodňová vlna, tak regionální finanční trhy zažily vlastní výplach a to v podobě výprodeje vládních dluhopisů. Ten byl přitom opeřen výprodejem zlatého a forintu. Naproti tomu koruna nehledě na důsledky ničivé povodně sehrála poněkud paradoxně roli bezpečného přístavu, který je dán jejím statusem super nízko úročené měny. Vše nakonec došlo tak daleko, že polská a maďarská centrální banka nedokázaly udržet nervy na uzdě a intervenovaly ve prospěch svých národních měn.

Zaměříme-li se pak blíže na výprodeje na trzích dluhopisů, tak ten byl opravdu imponantní. Například české a polské výnosy se za týden posunuly o 15 až 30 bazických bodů výše, a to vše v situaci, kdy například Národní banka Polska snížila úrokové sazby a koruna zpevnila téměř o dvě procenta. Svoji negativní roli ve středoevropském regionu mohly přitom sehrát dva faktory. Za prvé, regionální trhy dluhopisů reagovaly s jistým zpožděním na výprodej na hlavních trzích, které se nyní snaží dohnat, takže výnosy rostou rychleji než např. v eurozóně. Za druhé, k výprodeji mohla přispět i vysoká přítomnost zahraničních investorů (to se týká maďarského a polského trhu), která se ukázala být jako velké nevýhoda v okamžiku útěku investorů z emerging markets. Ten byl navíc podpořen občanskými nepokoji v Turecku a s tím souvisejícím výprodejem tamních aktiv.

Výprodej na regionálních trzích je tedy řízen primárně externími faktory, přičemž domácí makroekonomická data, ale i akce centrálních bank (včetně intervencí) hrají podružnou roli. Je přitom otázkou, jestli se na tomto scénáři něco může změnit v situaci, kdy tržní americké úrokové sazby rostou a kapitál se ve stále větší míře stěhuje do Spojených států.

Povodně s českou ekonomikou výrazně nezhábnou

Jan Bureš

Česká ekonomika zažívá rekordně dlouhý propad, ale pravděpodobně si sahá na své dno a nic na tom nezmění ani povodně

Dopad povodní do dynamiky růstu bude podobně jako v roce 2002 malý

Česká ekonomika zažívá nejdelší recesi v historii (6. kvartál poklesu). Řada indikátorů ale ukazuje na to, že dno je velice blízko. Nic by na tom neměli změnit ani probíhající povodně.

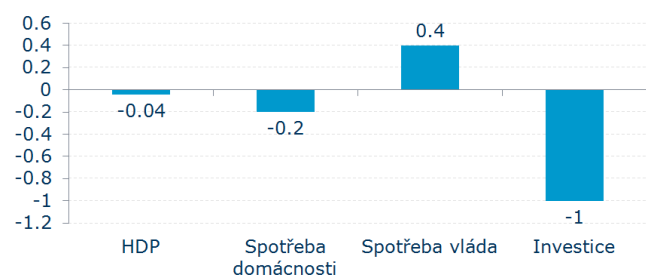
Ekonomiku táhl od konce roku 2011 dolů rekordní propad soukromé spotřeby, a ta se nyní stabilizuje, podobně jako investice. Soukromé spotřebě může navíc pomoci zlepšování směnných relací (rychlejší růst cen dovozu než vývozu). Řada exportně zaměřených podniků také hlásí poměrně vysoké využití výrobních kapacit (v automobilovém průmyslu přes 90%). To by mohlo investicím pomoci k další stabilizaci. Celkově tak česká ekonomika vysílá řadu signálů, které ukazují na možnost brzkého odražení ode dna.

Probíhající povodně by na tom neměly mnoho změnit. Pokud vycházíme z analogie s rokem 2002 (kdy byly povodně podle dosavadních odhadů výrazně ničivější), byl dopad povodní do dynamiky růstu minimální (-0,05% na HDP v ročním horizontu). Slabší výkon kvůli nim zaznamenali v ročním úhrnu zemědělci a stavaři. Naopak páteř české ekonomiky - průmysl - s odstupem roku vyvážel bez šrámů a díky vyšší spotřebě vlády naopak trochu vyvažoval slabší výkony stavařů a zemědělců. Celkově vzato tak nula od nuly pošla.

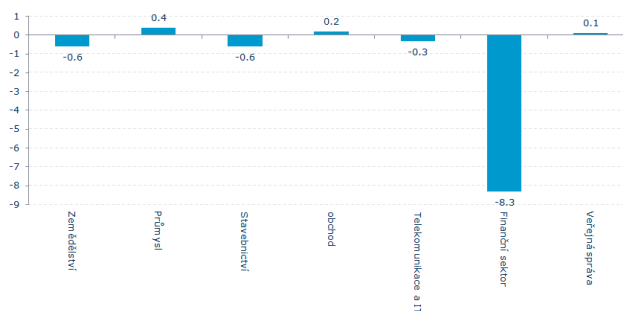
V roce 2013 budou celkové škody nižší a přicházejí na dně hospodářského cyklu po rekordně dlouhé recesi. Nižší škody na infrastrukturu a velice slabý stav zakázek ve stavebnictví pravděpodobně při porovnání s rokem 2002 povede k zdatně menšímu přerušení prací. Nové investice nastartované povodněmi budou ale relativně nízké. Budou se pohybovat spíše v řádu jednotek miliard korun a nemají šanci s HDP výrazněji zacvičit. Zda se česká ekonomika odrazí rychleji nebo pomaleji ode dna bude daleko více záležet na ochotě vývozců rychleji investovat a nabírat nové pracovníky.

Škody, které dopadnou na veřejné rozpočty, by se měly pohybovat spíše v řádu jednotek než desítek miliard korun. I kdyby byly nakonec vyšší, stát v tuto chvíli hospodaří se slušnými rezervami (na dluhové službě odhadujeme více než 10 mld korun) a v případě vyšší potřeby nebude mít problém půjčit si na trzích.

Dopad povodní v roce 2002 do HDP
(Odchylky složek HDP od trendu/cyklu v období 2002/Q3 - 2003/Q3, v %)



Dopad povodní v roce 2002 do HDP
(Odchylky složek HDP od trendu /cyklů období 2002/Q3 - 2003/Q3, v %)



Slabá česká čísla s jiskrou naděje

Petr Dufek

Výrazný propad české ekonomiky v úvodu roku

Oproti prvním odhadům publikovaným zhruba před měsícem, je výsledek českého hospodářství výrazně horší. HDP v prvním čtvrtletí propadl mezikvartálně o 1,1 % a meziročně dokonce o 2,2 %. Na první pohled jde o velmi negativní čísla, avšak na druhé straně je třeba se podívat, co přesně je za nimi. Spotřeba domácností ve srovnání s koncem roku rostla, vládní rovněž, investice se mírně zvýšily a export lehce posílil, zatímco dovoz stagnoval. Takže jediné, čím si lze vysvětlit horší (mezikvartální) výsledek jsou zásoby. Změna zásob, respektive jejich pokles, za nímž stojí mj. ložské předzásobení kolky na cigarety, nižší zásoby v energetice a obchodě. Na výkonu ekonomiky se v prvním čtvrtletí podepsal i automobilový průmysl, který v prvním čtvrtletí čelil slabé zahraniční poptávce, a navíc největší automobilka si v tomto období naordinovala technologickou odstavku. I když jsou výsledky prvního čtvrtletí opravdu velmi negativní, nehodnotíme je s ohledem na příčiny jako tragické či zdrcující. Česká ekonomika se přibližuje do fáze stabilizace, po níž by v závěru letošního roku mohly být vidět první známky oživení. Celkový výsledek za rok 2013 však zůstane v mínusu (prozatím odhadujeme -0,7 %), nicméně prozatím nejdelší recese českého hospodářství by měla zhruba v polovině roku skončit.

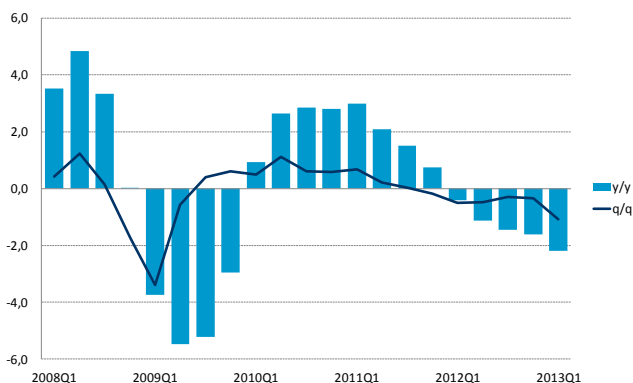
Průmysl nepřekvapil ani nezklamal

Průmysl v dubnu přidal půl procenta. Po očištění o vliv rozdílného počtu pracovních dnů sice poklesla o 3,4 %, avšak nové zakázky naznačují, že to nejhorší už má zřejmě naše nejsilnější odvětví téměř už za sebou. Slibné jsou nové zakázky, které vzrostly o 5,8 % především díky zahraniční poptávce a zájmu o nové automobily. Automobilovému průmyslu se tak po horším startu do letošního roku přece jen svítá naděje na návrat do černých čísel. I když se situace v průmyslu začíná stabilizovat, počty zaměstnanců stále klesají, tentokrát meziročně o 1,3 %. Výhled pro průmysl zůstává lehce optimistický, a sice po slabém prvním pololetí bychom se díky zahraniční poptávce mohli navrátit k velmi mírnému růstu. Do výsledků za červen a červenec nejspíše promluví i povodně, avšak jejich vliv by neměl být z ročního pohledu dramatický.

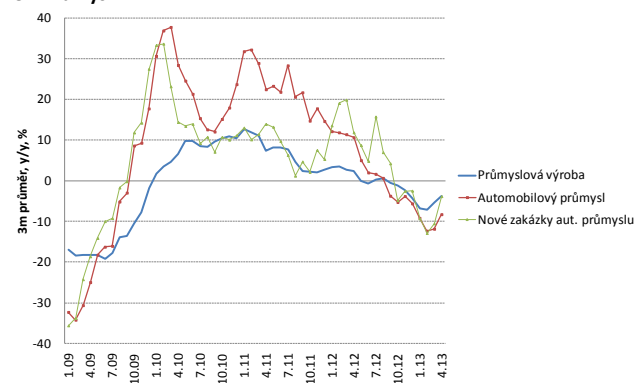
Vedle průmyslu nepřekvapilo ani stavebnictví, které setrvalo u dvouciferného propadu

Propad stavebnictví pokračuje i nadále. Dubnových -11,4 % (po očištění o 12,9 %) pouze potvrzuje, že šestiletá recese tohoto odvětví nebere konce. Zvláště slabý byl tentokrát výsledek inženýrského stavitelství, které stále trpí nedostatkem zakázek ze strany veřejného i soukromého sektoru. Výstavba nových bytů sice vykázala na první pohled pozitivní hodnoty, ale jde o meziroční čísla počítaná z velmi slabého ložského dubna, kdy se začínala stavět zhruba jen polovina bytů ve srovnání se silnými roky 2007-8. Soustavný propad stavebnictví urychluje i propouštění v celém odvětví. Tentokrát se stavy zaměstnanců snížily o 8,2 %. Otázkou zůstává, nakolik jde o jednoznačný odchod lidí mimo stavebnictví a nakolik je toto číslo ovlivněno rozšířením švarcsystému.

CZ: Ekonomický růst



CZ: Průmysl



Polská centrální banka dál snižuje sazby

Petr Báča

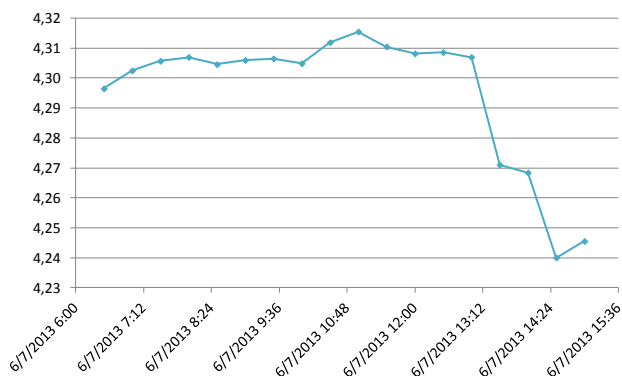
Polská centrální banka (NBP) se zachovala v souladu s očekáváním trhů a na svém červnovém zasedání snížila úrokové sazby o dalších 25 základních bodů. Důvody rozhodnutí byly pochopitelné - inflace je hluboko pod cílem NBP a v letošním roce se vší pravděpodobností v průměru zůstane pod dvěma procenty. Navíc, struktura růstu HDP v prvním čtvrtletí zůstala nepříznivá a z historického pohledu na Polsko neobvyklá - růst byl opět výhradně tažen exporty.

Zatímco rozhodnutí samotné překvapení nepřineslo, tak informace, které zazněly na následné tiskové konferenci, se na trzích již projeví. Šlo zejména o komentáře prezidenta NBP Belky týkající se kurzu zlotého, který od začátku května oslabil o 3,5 %. Belka uvedl, že NBP oslabení zlotého ani razantní výprodeje na trzích dluhopisů (výnos desetiletého dluhopisu za poslední čtyři týdny vzrostl o 65 bps) nijak zvlášť netrápí (respektive diskuze o nich neprobíhala) a dodal, že závěry oficiálního tiskového prohlášení by neměly být interpretovány tím způsobem, že cyklus snižování sazeb skončil. Mimořádný důraz v tomto ohledu Belka kladl na novou prognózu, kterou bude mít NBP v ruce na příštím zasedání na začátku července. Ta přitom takřka jistě reviduje trajektorie inflace i růstu směrem dolů - data za duben naznačují, že i start do druhého čtvrtletí byl slabý. Zhoršení prognózy samo o sobě indikuje další snížení sazeb, pravděpodobně o 25 základních bodů.

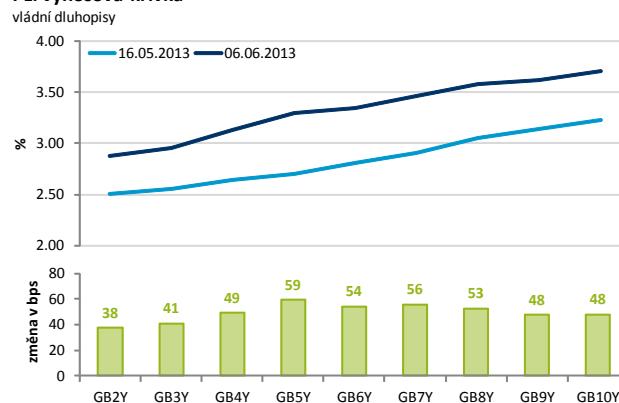
To, že polské centrální bance není radno věřit ani nos mezi očima, dokázala během posledních měsíců několikrát a připomněla nám to i v uplynulých dnech. Dva dny poté, co ústy svého prezidenta Belky zlehčovala důležitost výrazného oslabení zlotého, začala po zveřejnění dobrých čísel z amerického trhu práce NBP intervenovat v jeho prospěch! Měnová politika NBP tím pádem získala lehce schizofrenní charakter - na jedné straně dochází k jejímu uvolňování skrze úrokové sazby a na straně druhé k utahování skrze měnový kurz.

Každopádně, chování NBP podporuje naši hypotézu, že hlavním rizikem pro scénář dalšího poklesu sazeb je pokračování výprodeje na dluhopisových trzích, respektive další oslabení zlotého. To jsou faktory, na které má však rozhodování NBP velice omezený vliv, neboť se odvíjejí zejména od vnějších vlivů, což uznává i sama centrální banka. Každopádně další snižování sazeb NBP by minimálně zlotému v současné době asi neprospělo, neboť trh, soudě dle sazeb FRA a WIBOR, počítá s něčím takovým jen v omezené míře. Investoři tak zřejmě zůstanou v předjímání dalších kroků NBP na vážkách.

Dopad intervence NBP na kurz zlotého

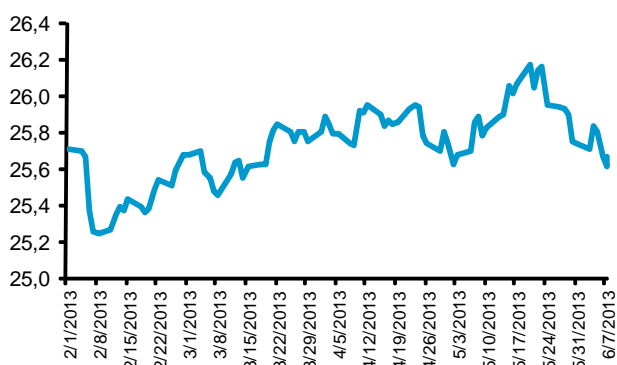


PL: výnosová křivka

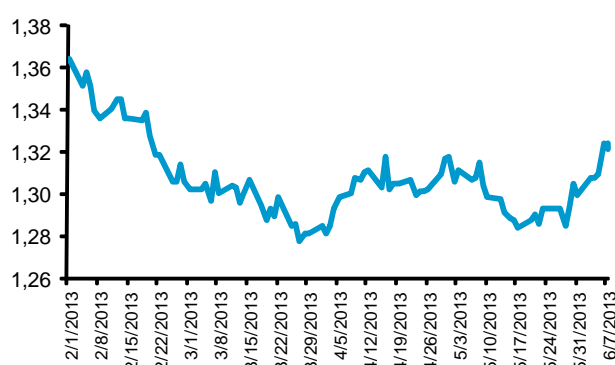


Přehled trhů

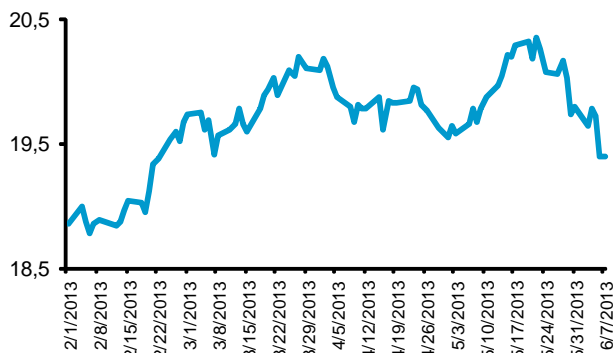
EURCZK



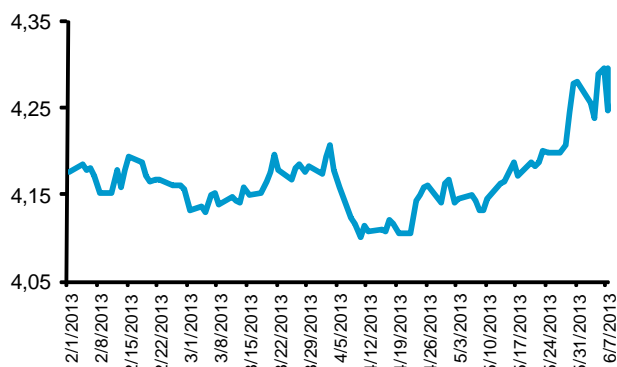
EURUSD



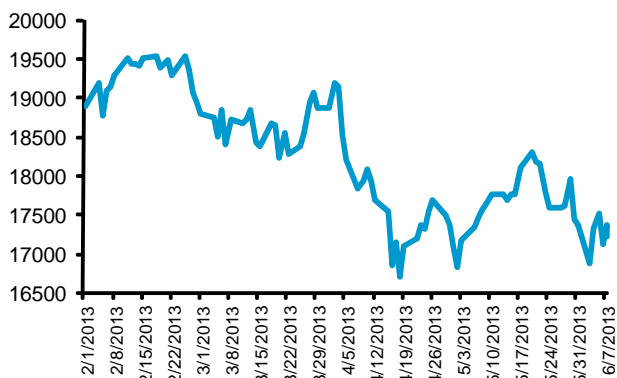
USDCZK



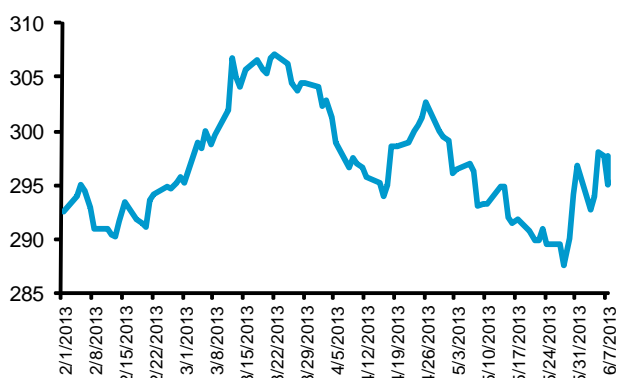
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

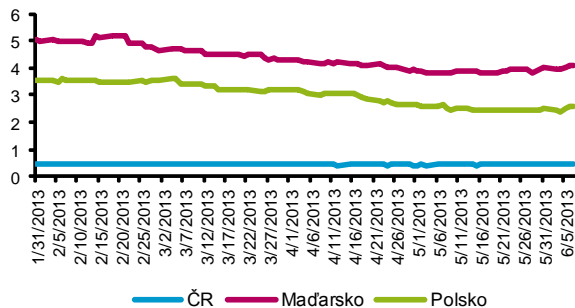


EURHUF

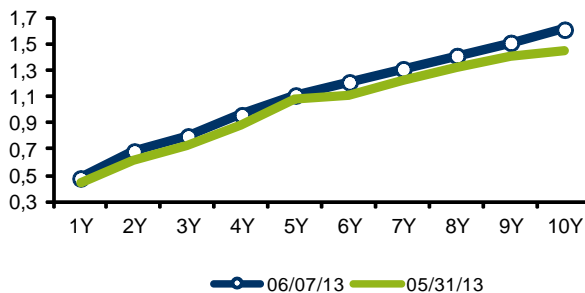


Zdroj: Thomson Reuters

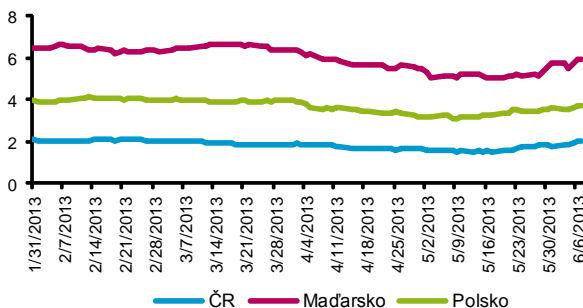
FRA 3x6 (%)



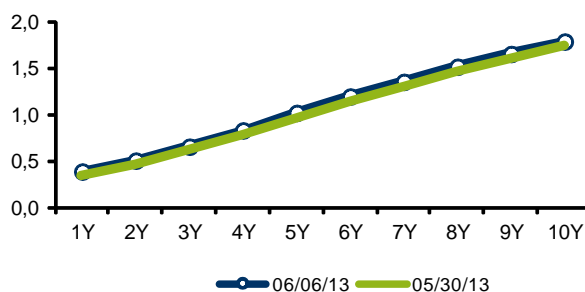
IRS CZK (%)



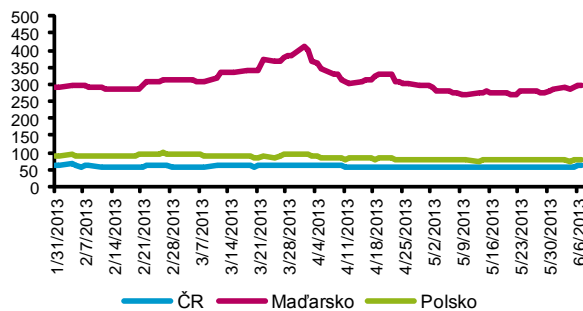
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



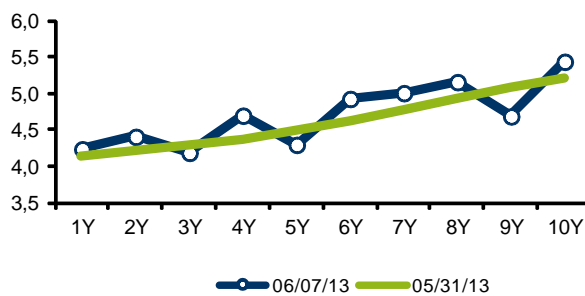
IRS EUR (%)



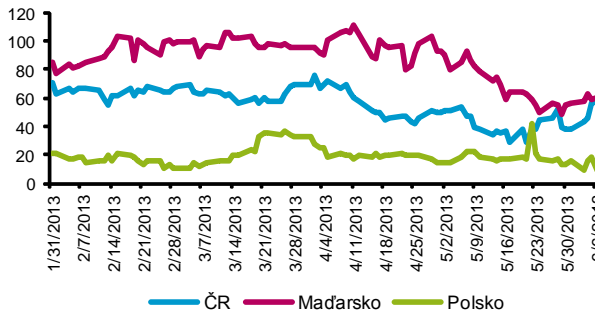
CDS 5Y (bps)



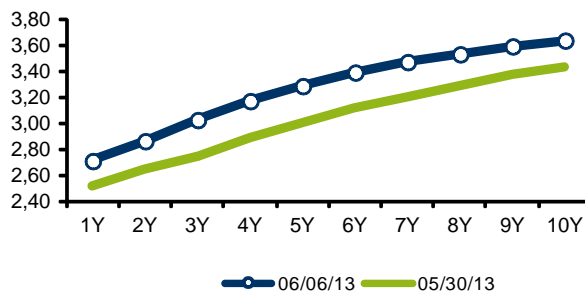
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ČT 14:00, PL Inflation (% , y/y)

	05/2013	04/2013	05/2012
Inflace	0.8	0.8	3.6
Potraviny (bez alk.)	1.7	2.1	2.7
Doprava	-2.2	-2.2	8.1

PL: Inflation v dubnu stagnovala

Míra inflace v Polsku v květnu podle našich odhadů stagnovala na 0,8 % meziročně. Oproti dubnu ceny pravděpodobně rostly o 0,2 %, přičemž hlavní zásluhu na růstu měly tradičně sezónně rostoucí ceny potravin. Druhá volatilní složka inflace - ceny paliv, naopak asi klesaly, čemuž prospěl zejména pokles jejich ceny na globálních trzích, neboť průměrný kurz zlatého vůči dolaru oslabil o 1,4 %. Meziroční míra inflace se v květnu pravděpodobně přiblížila svému dnu, které očekáváme v červnu (0,6 %).

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Francie	10.06.2013	8:45	Průmyslová výroba	%	04/2013					-0.9	-2.5
ČR	10.06.2013	9:00	Inflace	%	05/2013	0	1.6			0.1	1.7
ČR	10.06.2013	9:00	Míra nezaměstnanosti 15-64	%	05/2013	7.6				7.7	
Maďarsko	11.06.2013	9:00	Inflace	%	05/2013					0.3	1.7
Německo	12.06.2013	8:00	Inflace	%	05/2013 *F					0.4	1.5
Německo	12.06.2013	8:00	Harmonizovaná inflace	%	05/2013 *F					0.3	1.7
Francie	12.06.2013	8:45	Harmonizovaná inflace	%	05/2013					-0.1	0.8
Francie	12.06.2013	8:45	Inflace	%	05/2013					-0.1	0.7
EMU	12.06.2013	11:00	Průmyslová výroba	%	04/2013					1	-1.7
ČR	12.06.2013	12:00	Aukce státního dluhopisu 2013-2019, 1,50 %	mld. CZK	06/2013						
ČR	12.06.2013	12:00	Aukce státního dluhopisu 2013-2028, 2,50 %	mld. CZK	06/2013						
USA	12.06.2013	20:00	Rozpočtové saldo	mld. USD	05/2013						
EMU	13.06.2013	10:00	Měsíční zpráva ECB	ECB	06/2013						
Polsko	13.06.2013	14:00	Inflace	%	05/2013					0.4	0.8
USA	13.06.2013	14:30	Index dovozních cen	%	05/2013					-0.5	-2.6
USA	13.06.2013	14:30	Maloobchodní tržby	%	05/2013					0.1	
USA	13.06.2013	14:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů	%	05/2013					-0.1	
USA	13.06.2013	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	06/2013						
USA	13.06.2013	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	06/2013						
Maďarsko	14.06.2013	9:00	Průmyslová výroba	%	04/2013 *F						
EMU	14.06.2013	11:00	Inflace	%	05/2013					-0.1	
EMU	14.06.2013	11:00	Jádrová inflace	%	05/2013 *F						1
Polsko	14.06.2013	14:00	Jádrová inflace	%	05/2013					0.6	1.1
Polsko	14.06.2013	14:00	Peněžní zásoba M3	%	05/2013					0.1	
USA	14.06.2013	14:30	Výrobní ceny	%	05/2013					-0.7	0.6
USA	14.06.2013	14:30	Jádrový index cen v průmyslu	%	05/2013					0.1	1.7
USA	14.06.2013	14:30	Běžný účet	mld. USD	1Q/2013					-110.4	
USA	14.06.2013	15:15	Průmyslová výroba	%	05/2013					-0.5	
USA	14.06.2013	15:15	Využití kapacit	%	05/2013					77.8	
USA	14.06.2013	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		06/2013 *P						
EMU	17.06.2013	0:00	Summit G-8 v Severním Irsku	ECB	06/2013						
ČR	17.06.2013	9:00	Výrobní ceny	%	05/2013	-0.1	0.4			-0.5	0.5
ČR	17.06.2013	10:00	Běžný účet	mld. CZK	04/2013	-3.2				-35.8	
EMU	17.06.2013	11:00	Obchodní bilance	mil. EUR	04/2013					22.9	
Polsko	17.06.2013	14:00	Běžný účet	mil. EUR	04/2013					-200	
Polsko	17.06.2013	14:00	Obchodní bilance	mil. EUR	04/2013					-273	
USA	17.06.2013	14:30	Podnikatelská nálada ve státě N.Y.		06/2013					-1.43	

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota						poslední změna	
		2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4			
Česko	2T repo	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	-20 bps	11/2/2012	
Maďarsko	2T depoz	4.50	5.75	5.00	4.25	4.00	-25 bps	5/28/2013	
Polsko	2T inter. sazba	2.75	4.25	3.25	2.75	2.75	-25 bps	6/5/2013	

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota					
		2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	
Česko	PRIBOR 3M	0.46	0.47	0.45	0.43	0.43	
Maďarsko	BUBOR 3M	4.39	4.90	4.50	4.25	4.00	
Polsko	WIBOR 3M	2.75	3.39	2.60	2.60	2.65	

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota					
		2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	
Česko	CZ10Y	1.61	1.31	1.40	1.50	1.70	
Maďarsko	HU10Y	5.39	5.41	5.70	5.50	5.00	
Polsko	PL10Y	3.59	3.61	3.55	3.55	3.65	

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota					
		2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	
Česko	EUR/CZK	25.6	25.74	25.70	25.50	25.20	
Maďarsko	EUR/HUF	295	304	290	300	300	
Polsko	EUR/PLN	4.25	4.18	4.00	4.00	3.90	

HDP

	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	-1.1	-1.4	-1.6	-2.2	-1.6	-1.0	0.0
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 (%)

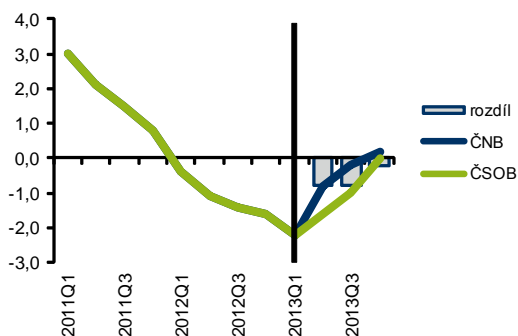
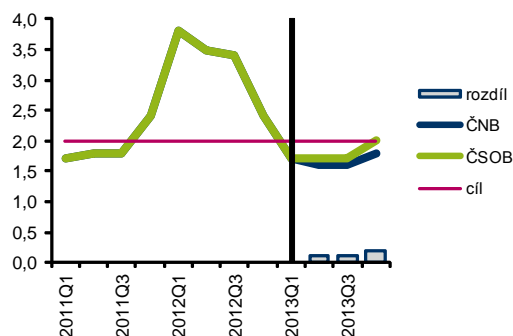
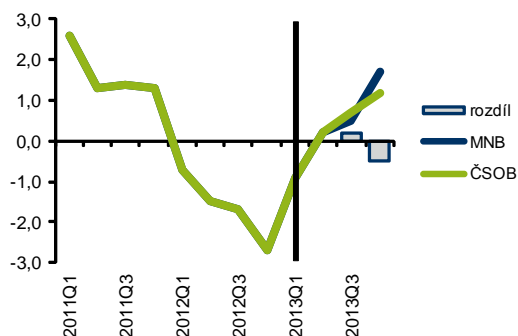
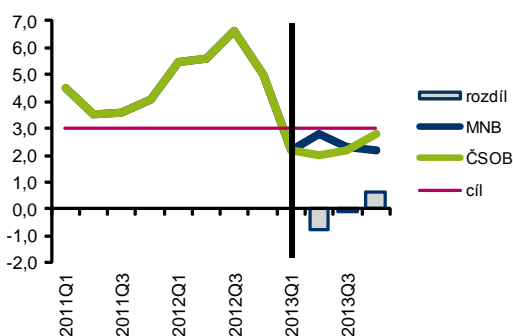
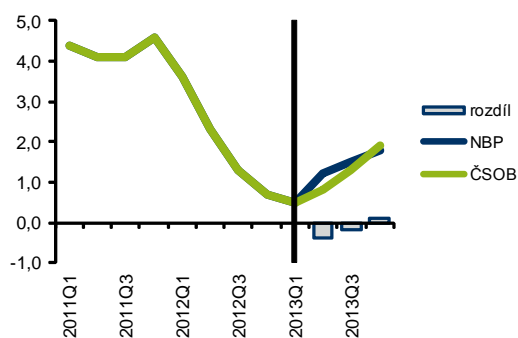
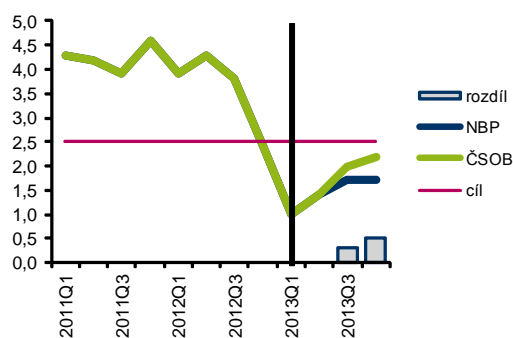
	2012	2013
Česko	-1.9	-1.9
Maďarsko	1.5	1.0
Polsko	-4.0	-3.8

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.