



- **Maďarsko**

Co předbíhá maďarský průmysl?... Blesk Maďarsko 2

- **Česká republika a Polsko**

Předstihové ukazatele ve střední Evropě potvrzují opatrné oživení 3

- **Výhled na týden**

Sazby ČNB beze změny, MNB je opět sníží 5

Střední Evropě se Bernankem iniciovaný výprodej nevyhnul

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25.83	→	→
EUR/HUF	299.0	↘	↘
EUR/PLN	4.33	↘	↘
3M PRIBOR	0.46	→	→
3M BUBOR	4.38	↘	↘
3M WIBOR	2.74	↘	↘
10Y CZK	2.17	↗	↗
10Y PLN	4.25	↗	↗
10Y HUF	6.45	↗	↗
3M EURIBOR	0.22	→	→
10Y EMU	1.69	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Jestliže české finanční trhy prakticky nijak nevykolejil pád vlády a s ním související hrozba předčasných voleb, pak globálnímu výprodeji aktiv, který zahájil šéf Bernanke ani koruna ani české dluhopisy (natož akcie) vzdorovat nemohly. Investoři držící česká korunová aktiva se mohou nicméně utěšovat, jejich ztráty jsou ve srovnání se ztrátami na polských a maďarských aktivech relativně mírné. Od středečního zasedání FOMC se totiž výnosy maďarských a polských vládních dluhopisů (resp. swapové sazby) posunuly o 40 a více bazických bodů, přičemž forint a zlotý oslabily o více než 2 %.

Nyní bude zajímavé sledovat, zdali bude mít aktuální výprodej zásadní dopad i na tvůrce domácích hospodářských politik - konkrétně pak především na maďarskou a polskou centrální banku. Obě instituce jsou přitom připraveny pomoci svým vlastním ekonomikám dalším snížením úrokových sazeb, neboť inflace je v obou ekonomikách na historicky nízkých hodnotách a inflační výhled zůstává s ohledem na slabou poptávku stále příznivý. Hrozba přitvrzení měnové politiky a s tím související růst dolarových úrokových sazeb, resp. přesun kapitálu zpět do USA samozřejmě takovým záměrem nepřeje. Nyní jde o to nakolik je výprodej měn a vládních dluhopisů schopen NBP a MNB vyděsit, aby je od dalšího snižování oficiálních úrokových sazeb odradil. Podle našeho názoru propad kurzů měn a cen dluhopisů ještě nedosáhl takových hodnot, abychom byli nuceni přehodnotit naše sázky na to, že MNB příští týden a NBP příští měsíc znovu sáhnou po redukcí úrokových sazeb. Vše je však otázkou míry - bude-li pád cen aktiv v Polsku a Maďarsku pokračovat v dosavadním tempu pak se můžeme dočkat i "překvapení", kdy příslušné centrální banky v zájmu zachování stability domácích finančních trhů raději ponechají své úroky beze změn.

Co předbíhá maďarský průmysl?... Blesk Maďarsko

Jan Bureš

Maďarský Blesk má tři složky a v průměru předbíhá cyklus průmyslové výroby o necelé 3 měsíce.

Pro trhy jsou častokrát důležitější, než aktuální informace o hospodářském výkonu ekonomik, indikátory, které dokáží v předstihu informovat o zvratech v hospodářském cyklu. Právě na ně jsou trhy nejvíce citlivé. Pro co nejlepší detekci bodů zvratu v hospodářském cyklu jsme se rozhodli sestavit sadu střeoevropských předstihových indikátorů - „Blesk ČSOB“. Představili jsme již český a polský předstihový indikátor a nyní představujeme maďarský Blesk. Má tři složky a v průměru předbíhá cyklus průmyslové výroby o necelé 3 měsíce. Od roku 2000 má náš index v detekci bodu zvrátů 89%ní úspěšnost. Na rozdíl od českého a polského Blesku bohužel maďarský blesk vydal v několika případech také falešné signály. Oproti svým regionálním protějškům má také poměrně velký rozdíl v délce předstihu při indikaci vrcholu a dna hospodářského cyklu.

Při konstrukci předstihového indikátoru jsme se řídili metodikou používanou organizací OECD, kterou zevrubně popisujeme ve studii k českému předstihovému indexu (http://www.csob.cz/WebCsob/Data/flash/Flash_2012/A_120209.pdf).

Z celkového počtu 20ti předem vytipovaných možných proměnných jsme nakonec výběr zúžili na tři komponenty předstihového indikátoru – německý index podnikatelské nálady Ifo (váha 20 %), maďarský index PMI (váha 20 %) a nové objednávky v maďarském průmyslu (váha 60 %). Kandidáti na členství v indexu byli posuzováni podle dvou základních kritérií – úspěšnosti v detekci bodů zvratu a stability předstihu.

Úspěšnost maďarského Blesku.

Výsledný indikátor (Blesk) předbíhá průmysl v průměru o 2,6 měsíce (směrodatná odchylka 3,9) a od roku 2000 má v detekci bodů zvratu 89%ní úspěšnost.

Za celé období 2000-2013/05 nepředpověděl Blesk pouze jeden vrchol cyklu, a to v dubnu 2002. Zásadní vrcholy i dna ale předpovídá spolehlivě. Například odražení maďarského průmyslu ode dna po pádu Lehman Brothers předpovídal s předstihem dvou měsíců.

Bohužel na rozdíl od svých regionálních sousedů, maďarský Blesk také několikrát planě troubil na poplach. Na začátku roku 2012 špatně indikoval dno hospodářského cyklu a na konci roku 2005 špatně signalizoval po několik měsíců vrchol hospodářského cyklu.

Při porovnání s českým a polským Bleskem vykazuje maďarský Blesk poměrně velký rozdíl v délce předstihu při identifikaci dna a vrcholu hospodářského cyklu. Zatímco vrchol hospodářského cyklu předbíhá v průměru o více než 5 měsíců, dno signalizuje s průměrným předstihem pouhého 1 měsíce.

V tuto chvíli maďarský Blesk vykazuje relativně mírné a značně nervózní přírůstky. Jednotlivé složky Blesku navíc stále vysílají konfliktní signály. Podobně jako v Česku, tak i v Maďarsku, Blesk ukazuje na hodně opatrné oživení průmyslu.

Předstihové ukazatele ve střední Evropě potvrzují oživení

Jan Bureš

V Česku Blesk roste po sedmé v řadě, bohužel dál slábne dynamika.

Předstihové ukazatele ve střední Evropě potvrzují opatrné oživení. Zatímco v Česku i v Maďarsku zlepšující se předstihové indikátory doprovází i zlepšování tvrdých dat (normalizovaného průmyslu), Polsko lehce zaostává.

V Česku Blesk rostl po sedmé v řadě. Navíc po revizi čísel rostla třetí měsíc v řadě i česká průmyslová výroba (normalizovaně v únoru a v březnu).

Naše obavy ze slábnoucí dynamiky Blesku (klesajících přírůstků), jsou sice stále na místě - dynamika zvolňuje poslední tři měsíce. To nebývá typické při odrážení ekonomiky ode dna po dlouhé recesi - signály jsou zpravidla jasnější a předskokani se vylepšují zrychlujícím se tempem.

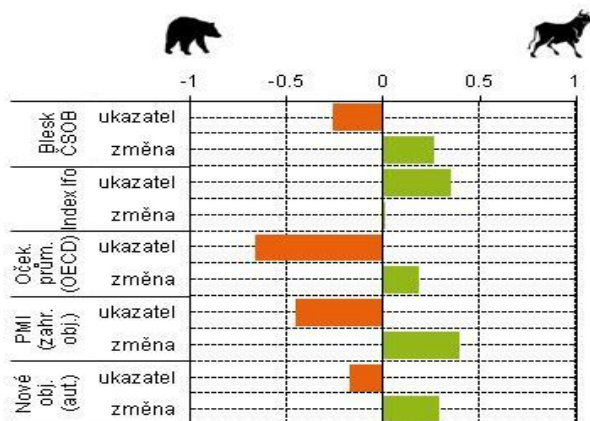
Na druhé straně sedm zlepšení v řadě je již poměrně dlouhá řada a v posledním měsíci vidíme znovu zlepšování se napříč všemi složkami blesku. Navíc se k zlepšení v posledních dvou měsících přidala i tvrdá data z průmyslu. Oživení v průmyslu v druhém kvartále tak vypadá čím dál pravděpodobněji. Na stole samozřejmě zůstávají pohybnosti o jeho síle a udržitelnosti.

Po dubnovém poklesu, v květnu polský Blesk znovu roste. Přírůstky jsou ale malé a průmysl ještě stále hledá dno.

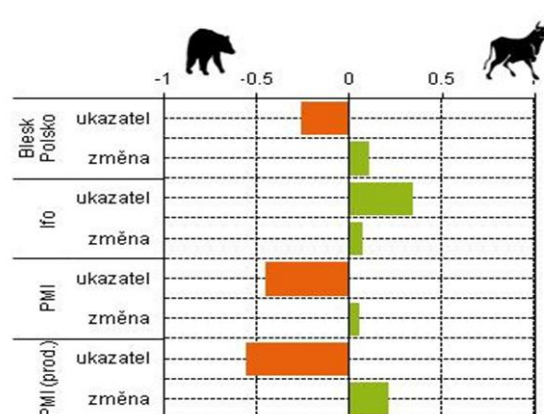
Polský Blesk se v květnu opatrně zlepšil. Po nečekaném dubnovém poklesu to ale není důvod pro otevírání šampaňského. Pozitivní přírůstek je zatím velice malý. To v kombinaci se zápornou dubnovou hodnotou nekreslí pro polský průmysl nijak pozitivní budoucnost (alespoň ne na nejbližší 3-4 měsíce).

Polský Blesk v tuto chvíli vyznává hůře než český. Český na rozdíl od polského roste nepřetržitě (i když ztrácí dech). Současně polský průmysl na rozdíl od českého ještě nenašel zcela své dno. Tvrdá data na opatrné vylepšování měkkých indikátorů v tomto roce zatím ještě nereagovala.

Vývoj složek Blesku

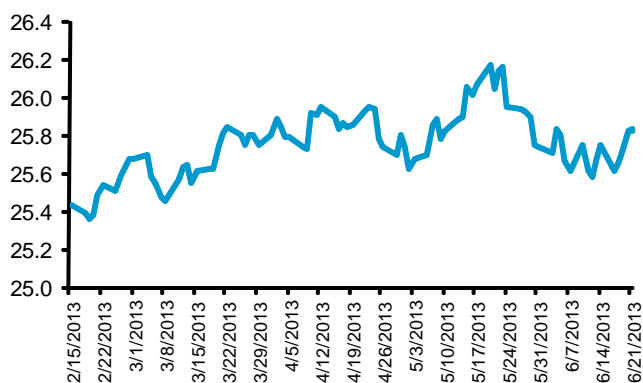


Vývoj složek Blesku

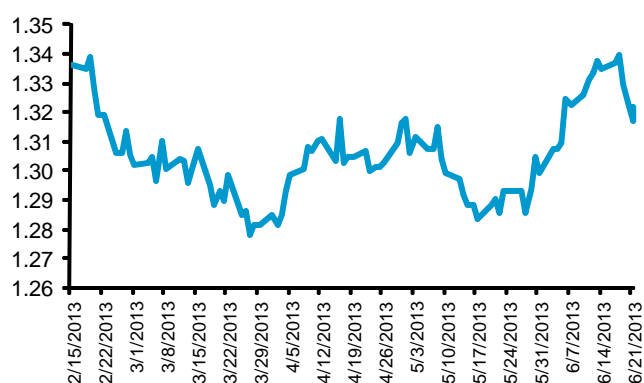


Přehled trhů

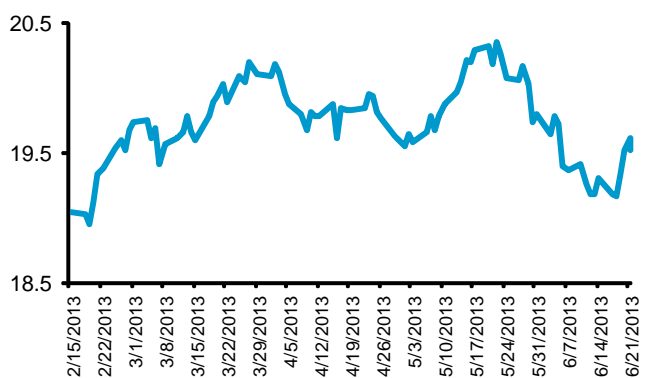
EURCZK



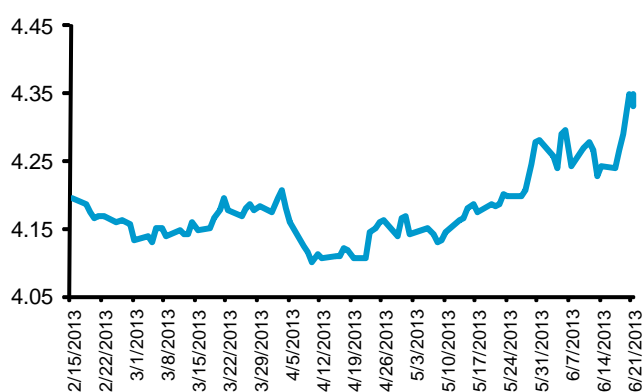
EURUSD



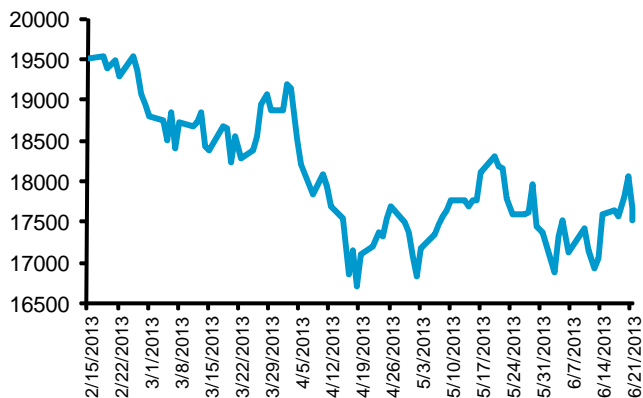
USDCZK



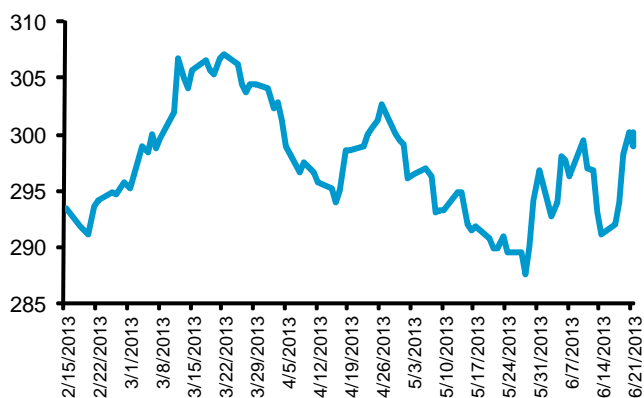
EURPLN



DIESEL (CZK/t)



EURHUF



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ÚT cca 14:00, HU Zasedání MNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	4,25	5/2013
změna v b. bodech	-25	-25

HU: MNB opět sníží sazby

Ani prudké oslabení forintu a výprodej domácích vládních dluhopisů by neměl MNB odradit od další redukce základní úrokové sazby. Hlavním (domácím) makroekonomickým argumentem pro snížení základní sazby je aktuálně velmi nízká inflace a její velmi příznivý výhled.

ČT 13:00, CZ Zasedání ČNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	0,05	11/2012
změna v p. bodech	0	-20

CZ: Sazby ČNB i nadále beze změny

Na letošním čtvrtém zasedání se bude muset bankovní rada ČNB vyrovnat s horšími než prognózovanými výsledky české ekonomiky a s výrazně nižší než očekávanou inflací. Novou prognózu sice rada bude mít k dispozici až v srpnu, ale GRIP (graf inflačních rizik prognózy) bude zřejmě lehce vyznívat ve směru uvolnění měnových podmínek. Jak už na podzim ČNB avizovala, jediným krokem, který může přijít na řadu, jsou zatím devizové intervence, ke kterým ovšem současná úroveň koruny (25,80 CZK/EUR) příliš důvodů nedává. Dočkáme se tak nejspíše jen zdůraznění protiinflačních rizik prognózy a možná i lehkého optimismu v tom směru, že ekonomika se zřejmě už od onoho pomyslného dna snad začíná odrážet.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	24.06.2013	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo		06/2013	105.8		105.7		105.7	
Německo	24.06.2013	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)		06/2013			109.4		110	
Německo	24.06.2013	10:00	Index Ifo (očekávání)		06/2013			102		101.6	
Francie	25.06.2013	8:45	Index podnik. nálady INSEE		06/2013			93		92	
EMU	25.06.2013	9:10	Projev Coeura v Londýně	ECB	06/2013						
Polsko	25.06.2013	10:00	Maloobchodní tržby	%	05/2013			0.8	0	-2.7	-0.2
Polsko	25.06.2013	10:00	Míra nezaměstnanosti	%	05/2013			13.7		14	
Maďarsko	25.06.2013	14:00	Zasedání MNB	%	06/2013	4.25		4.25		4.5	
USA	25.06.2013	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby	%	05/2013			3		3.3	
USA	25.06.2013	14:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostř.	%	05/2013			-0.2		1.3	
USA	25.06.2013	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí	%	04/2013			10.6		10.87	
USA	25.06.2013	16:00	Spotřebitelská důvěra		06/2013			75.2		76.2	
USA	25.06.2013	16:00	Prodej nových domů	tis.	05/2013			460		454	
Německo	26.06.2013	8:00	Spotřebitelská důvěra GfK		07/2013			6.5		6.5	
Francie	26.06.2013	8:45	HDP	%	1Q/2013 *F			-0.2	-0.4	-0.2	-0.4
USA	26.06.2013	14:30	HDP	%	1Q/2013 *A			2.4		2.4	
USA	26.06.2013	14:30	Soukromá spotřeba	%	1Q/2013 *A					3.4	
USA	26.06.2013	14:30	Cenový index HDP	%	1Q/2013 *A			1.1		1.1	
USA	26.06.2013	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	1Q/2013 *A			1.3		1.3	
Francie	27.06.2013	8:50	Index spotřebitelské důvěry		06/2013			81		79	
Maďarsko	27.06.2013	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	05/2013			10.8		11	
Německo	27.06.2013	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	06/2013			6.9		6.9	
EMU	27.06.2013	10:00	Peněžní zásoba M3	%	05/2013				2.9		3.2
EMU	27.06.2013	11:00	Index ekonomické důvěry		06/2013			90.5		89.4	
ČR	27.06.2013	12:30	Zasedání ČNB	%	06/2013	0.05		0.05		0.05	
USA	27.06.2013	14:30	Osobní příjmy	%	05/2013			0.2		0	
USA	27.06.2013	14:30	Osobní výdaje	%	05/2013			0.3		-0.2	
USA	27.06.2013	14:30	Deflátor osobní spotřeby	%	05/2013			0.1	1.1	-0.3	0.7
USA	27.06.2013	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	05/2013			0.1	1.1	0	1.1
USA	27.06.2013	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	06/2013			350		354	
USA	27.06.2013	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	06/2013					2951	
EMU	27.06.2013	16:00	Index spotřebitelské důvěry		06/2013 *F			-18.8		-18.8	
USA	27.06.2013	16:00	Kontrakty na prodej domů	%	05/2013			1		0.3	13.9
Německo	28.06.2013	8:00	Maloobchodní tržby	%	05/2013			0.3	0	-0.4	1.8
Německo	28.06.2013	8:00	Inflace	%	6/2013 *P			0.1	1.8	0.4	1.5
Německo	28.06.2013	8:00	Harmonizovaná inflace	%	06/2013 *P			0.1	1.8	0.3	1.6
Maďarsko	28.06.2013	8:30	Běžný účet	mln. HUF	1Q/2013			120		242	
Francie	28.06.2013	8:50	Výrobní ceny	%	05/2013					-0.9	0.6
Maďarsko	28.06.2013	9:00	Výrobní ceny	%	05/2013				-1.1	-1.2	0.7
ČR	28.06.2013	11:00	Peněžní zásoba M2	%	05/2013						4.3
Polsko	28.06.2013	14:00	Běžný účet	mil. EUR	1Q/2013			-2645		-3477	
USA	28.06.2013	16:00	Index nákupních manažerů z Chicaga		06/2013			55		58.7	
USA	28.06.2013	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		06/2013 *F			83		82.7	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná						poslední změna	
		hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4		
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	2.75	4.25	3.25	2.75	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	0.50	0.47	0.45	0.43	0.43
Maďarsko	BUBOR 3M	4.38	5.75	4.90	4.50	4.25	4.00
Polsko	WIBOR 3M	2.74	4.11	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	1.91	1.37	1.31	1.70	1.70	1.85
Maďarsko	HU10Y	6.07	5.49	5.41	5.70	5.50	5.00
Polsko	PL10Y	4.06	3.60	3.61	3.55	3.55	3.65

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	EUR/CZK	25.8	25.09	25.74	25.70	25.50	25.20
Maďarsko	EUR/HUF	299	291	304	290	300	300
Polsko	EUR/PLN	4.33	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	-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	1.3	1.3	1.8
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 (%)

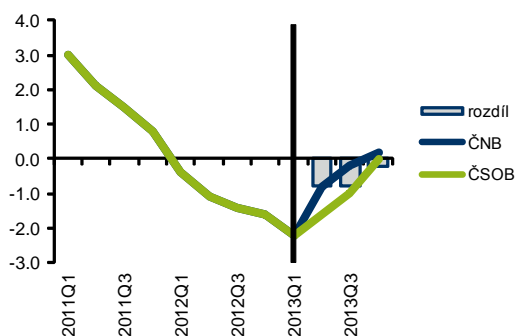
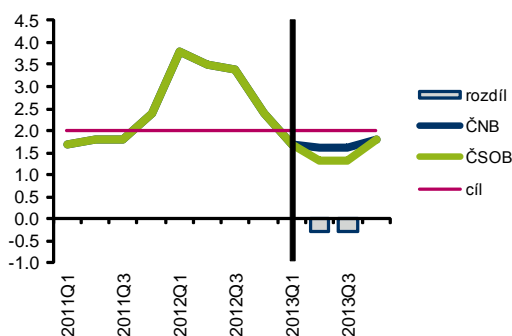
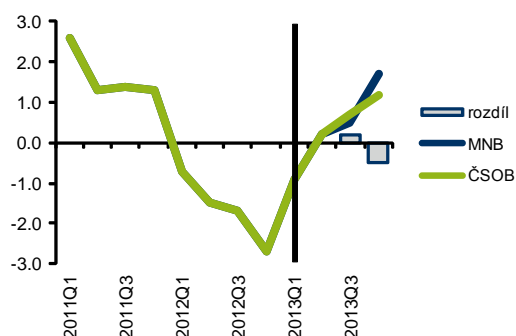
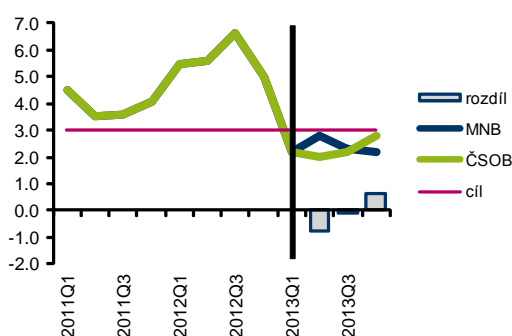
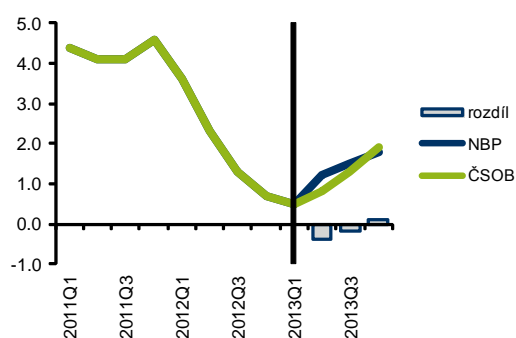
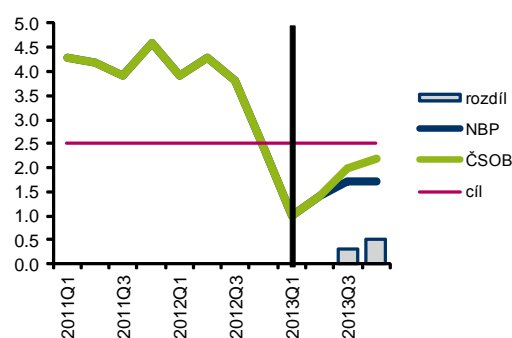
	2012	2013
Česko	-1.9	-1.9
Maďarsko	1.5	1.0
Polsko	-4.0	-3.8

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 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.