



www.csob.cz

www.csob.cz/Analzy

28. června 2013

● Česká republika

Černá labuť zavítala i na trh s českými swapy 2

Výkon české ekonomiky: Horší a ještě horší 3

● Výhled na týden

Polská centrální banka naposledy v tomto cyklu sníží úroky 5

MNB se nebála a úroky snížila. Bude ji NBP následovat?

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25.91	→	→
EUR/HUF	295.8	↗	→
EUR/PLN	4.35	↗	→
3M PRIBOR	0.46	→	→
3M BUBOR	4.20	→	↘
3M WIBOR	2.73	↘	↘
10Y CZK	2.34	↗	↗
10Y PLN	4.36	↗	↗
10Y HUF	6.24	↗	↗
3M EURIBOR	0.22	→	→
10Y EMU	1.75	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Centrální banky ve střední Evropě evidentně nepřestává trápit fakt, že podstřelují své inflační cíle.

Maďarská centrální banka se toto úterý nezalekla drastického výprodeje domácích dluhopisů a slabšího forintu a s ohledem na velmi příznivý inflační výhled snížila svoji základní úrokovou sazbu na nová historická minima. Bankovní rada dala navíc jasně najevo, že ve snižování úroků nehodlá končit. Limitujícím faktorem pro její další rozhodování však bude chování globálních trhů, především pak vývoj dolarových a eurových úrokových sazeb.

Po úterním snížení sazeb v Maďarsku na historicky nejnižší úroveň, přispěchala se silně holubičím signálem i ČNB. Ta skrze tiskovou konferenci svého guvernéra Singera varovala, že rizika její makro prognózy se vychýlila protiinflačním směrem a že pravděpodobnost spuštění intervencí (proti „silné“ koruně) se tím pádem zvyšuje. Singer přitom naznačil, že prozatím se na akci proti koruně nenašla většina hlasů v bankovní radě. To se může časem změnit v závislosti na vývoji externích faktorů a především domácích makroekonomických dat.

My si pak Singerova slova překládáme zhruba následovně: pokud by koruna opět citelněji posilovala k úrovním, kolem nichž se pohybovala v polovině června, tak by spuštění skutečných intervencí s cílem pomoci ekonomice bylo tentokrát velmi pravděpodobné. Připomeňme, že pár EUR/CZK se ještě před zveřejněním nečekaně nízké inflace za květen dostal dokonce krátce i pod 25,50. Poté však koruna již začala oslabovat a tudíž nedávala bankovní radě tak silnou záminku zasáhnout. K výše uvedenému dodejme, že nově čitelnější karty ohledně intervencí ČNB rozdává až nová prognóza (s implicitním odhadem kurzu EUR/CZK), kterou bude mít bankovní rada k dispozici na následujícím zasedání na začátku srpna.

Nadcházející týden bude na tahu NBP. Ta stejně jako např. MNB zřejmě upřednostní domácí faktory (nízkou inflaci a růst) před těmi tržními (výprodej domácích dluhopisů a slabší zlotý) a sníží repo sazbu o další 25 bazických bodů. Podle nás však půjde o poslední expanzivní zásah v tomto cyklu, přičemž by nás nepřekvapilo, kdyby se jeho obětí alespoň na čas stal polský zlotý, který v uplynulých týdnech velmi nelibě nesl růst úroků na hlavních trzích.

Černá labuť zavítala i na trh s českými swapy

Jan Čermák

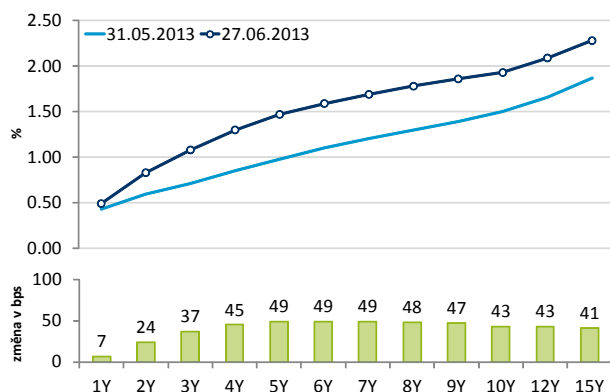
Česká výnosová křivka zestrměla bezprecedentně rychlým způsobem.

Růst tržních úrokových sazeb s dlouhou splatností neboli prohlubování pozitivního sklonu výnosové křivky v posledních několika týdnech nemá obdoby. Fenomén, který odstartovaly trhy s dolarovými pevně úročenými aktivy, se přitom přenesl i k nám, takže např. desetiletá korunová swapová sazba vzrostla během června o 67 bazických bodů. Od svých minim zaznamenaných na přelomu dubna a května přitom nárůst činí téměř o jeden procentní bod. To je z hlediska pravděpodobnosti naprosto unikátní jev – asi tak, jako Talebova černá labuť. Je přitom jasné, že růst českých tržních úrokových sazeb není motivován domácími faktory, ale jde o výhradně zahraniční záležitost danou obavami amerického trhu dluhopisů z toho, co může způsobit fakt, že Fed již nebude nakupovat (takové množství) těchto instrumentů do své bilance. Bereme-li však v úvahu srovnání s pohybem výnosů/sazeb obdobných dolarových či eurových sazeb, pak jejich růst nebyl až tak extrémní.

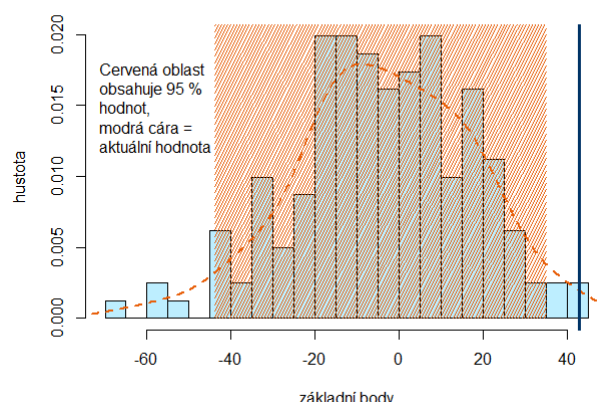
Červnový nárůst desetiletých dolarových, resp. eurových swapových sazeb činil jen 38 resp. 46 bazických bodů. Tyto (až rovněž skokové) nárůsty sazeb se ještě stále snadno vměstnají do 95 % intervalu pravděpodobnosti, což se o skoku korunových sazeb nedá říci ani náhodou.

Samozřejmě se nabízí otázka, kam až mohou tržní úrokové sazby vystoupat. To lze jen těžko v tuto chvíli určit, byť je jasné, že tón všemu dění udává americká výnosová křivka. Nicméně z vystoupení amerických centrálních bankéřů plyne, že je jimi odstartovaný růst úroků zatím neděsí. Prostor pro další růst tedy jistě existuje, neboť konec konců současná úroveň úrokových sazeb je z historického pohledu stále nízká. Na druhou stranu již z čistě pravděpodobnostního hlediska nelze počítat s tím, že by růst sazeb pokračoval i další měsíc tímto tempem. Černá labuť by totiž nebyla černou labutí, kdyby se objevovala v párech či dokonce celých hejnech.

CZ: swapová křivka



CZ10Y , měsíční změna



Výkon české ekonomiky: Horší a ještě horší

Petr Dufek

**HDP v prvním čtvrtletí:
Nejdříve -1,9 %, nyní už -2,4 %.**

Revize výsledku českého HDP za první čtvrtletí přinesla další méně příznivá čísla. Po předběžném odhadu, podle kterého HDP poklesl mezičtvrtletně o 0,8 % (meziročně o 1,9 %), následoval první odhad 1,1 % (respektive -2,2 %) a nyní dochází k revizi ve směru dalšího snížení na -1,3 % (-2,4 %). Důvodem je zpřesnění dat o údaje za spotřební daně a DPH, které se promítly mj. do výsledků zahraničního obchodu. Propad ekonomiky je tak o něco větší než se dosud předpokládalo, i když i nadále platí, že za ním stojí především snížení zásob spojené s mimořádnými vlivy, jako například předzásobením se kolky na cigarety v závěru loňského roku. Kromě samotného zhoršení HDP však statistický úřad publikoval i další zajímavé údaje z národních účtů. Za pozornost stojí rekordní propad disponibilního důchodu domácností, který v prvním čtvrtletí dosáhl 1,8 %. Dalším zajímavým faktem je, že domácnosti nominálně utratily zhruba tolik peněz jako loni. V důsledku vyšší inflace si však pořídily zboží a služby v menším objemu.

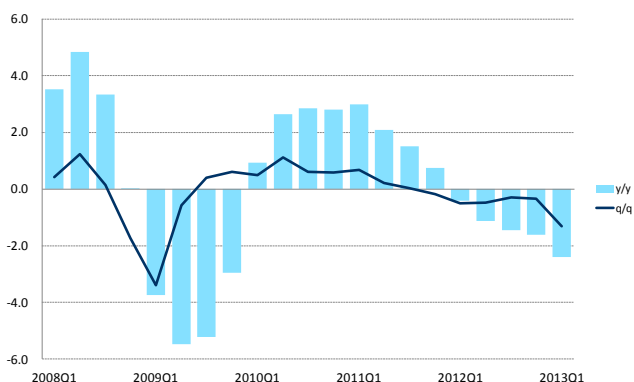
**Výsledek ekonomiky výrazně
pod očekáváním ČNB.**

Revidovaný HDP zaostal o devět desetin procentního bodu za odhadem centrální banky. Slabý výkon českého hospodářství dále zesiluje protiinflační rizika, se kterými stále více operuje ČNB, která proto chce ještě více uvolnit měnové podmínky v ČR. Vzhledem k tomu, že hlavní úroková sazba je již v podstatě na nule, zbývá centrální bance pouze možnost oslabení koruny cestou devizových intervencí. Prozatím její úsilí nabyvalo podoby slovních intervencí, ale jak vyplynulo z tiskové konference po jednání, pravděpodobnost zásahu proti koruně se zvýšila. A sám guvernér naznačil, že nepůjde o malé částky, jimiž chce ČNB proti koruně jít. Aktuální hodnota kurzu v blízkosti 26 CZK/EUR k takovému zásahu asi přímo nenutí, ale v případě posílení směrem ke 25,50 by se již ČNB nejspíše k činu odhodlala. Ostatně i nová prognóza, nad níž se bude bankovní rada rozhodovat v srpnu, nejspíše tento směr měnové politiky ještě více podpoří.

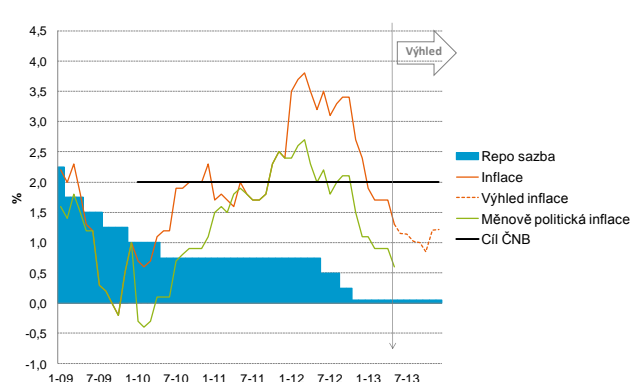
**První známky stabilizace?
Alespoň v průmyslu...**

Nejnovější čísla nemění náš pohled na vývoj české ekonomiky, která prožívá nejdelší recesi v historii. Nacházíme se stále u dna, a i když jsou vidět první známky oživení, jsou zatím jen nejisté. Vyšší průmyslové zakázky, lepší nálada výrobních firem kontrastuje s klesajícím výkonem stavebnictví a některých služeb. Nemluvě o pozitivním obratu spotřeby, která byla o něco málo silnější než v závěru loňského roku. Vzhledem k výjimečnému a současně dočasnému faktoru zásob v prvním kvartále je ovšem naděje, že by druhé čtvrtletí mělo být pro českou ekonomiku přece jen úspěšnějším, řekněme stabilizačním. Ve druhé polovině roku bychom se již mohli dočkat mírného oživení, které bude ovšem silně závislé na výkonu exportních odvětví. Nejnovější data z Německa dávají tomuto očekávání docela reálný základ.

CZ: Ekonomický růst

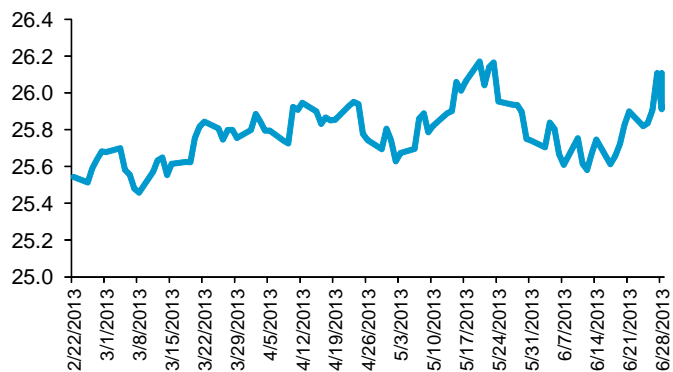


CZ: Inlace vs. hlavní sazba ČNB

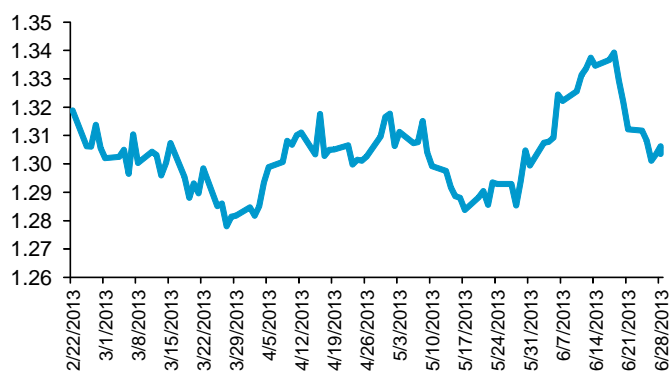


Přehled trhů

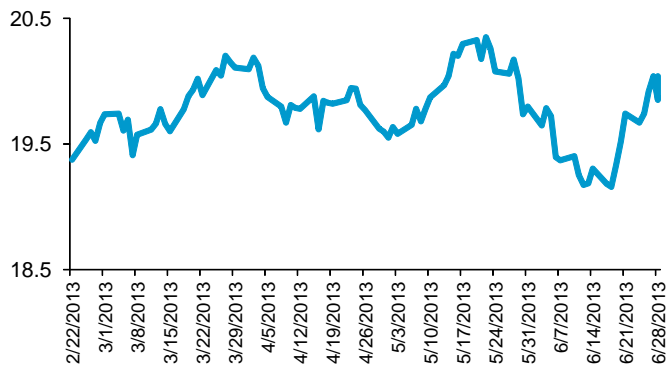
EURCZK



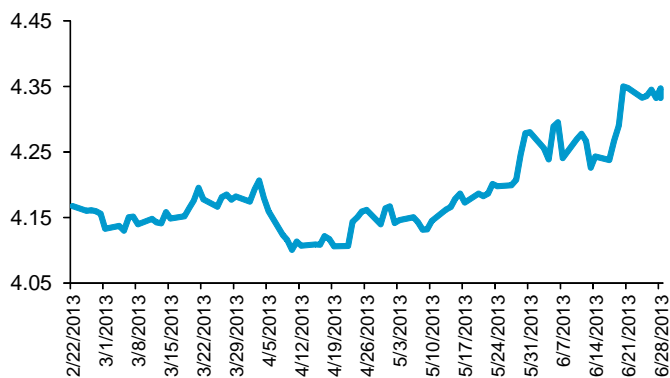
EURUSD



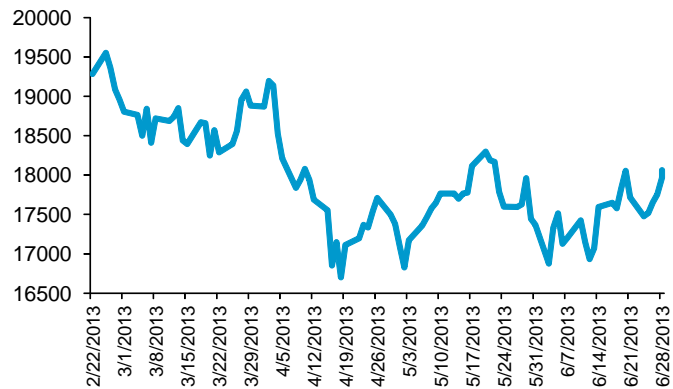
USDCZK



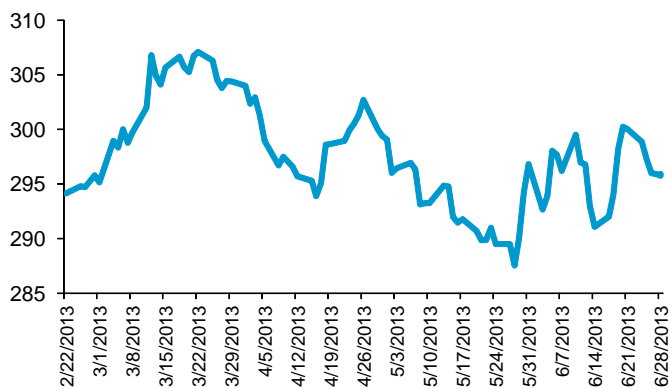
EURPLN



DIESEL (CZK/t)



EURHUF



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ST cca 14:00, PL Zasedání NBP

	Náš odhad	Poslední změna
hlavní sazba v %	2,50	6/2013
změna v b. bodech	-25	-25

PL: NBP naposledy sníží úroky

Polskou centrální banku i nadále zjevně trápí prudký pokles inflace pod cíl, stejně jako nepříznivá struktura růstu HDP, který byl opět tažen pouze čistými exporty. Ačkoliv tyto faktory byly patrné již po delší dobu, tak se NBP zdráhala podniknout agresivnější kroky. To se nicméně změnilo a vzhledem ke slabšímu startu do druhého čtvrtletí (a výhledu na další pokles inflace kvůli regulaci cen energií) se domníváme, že NBP se rozhodne spolu se zveřejněním nové prognózy ke snížení sazeb o 25 bps, kterým dokončí současný cyklus uvolňování měnové politiky.

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

	V.13	IV.13	V.12
Měsíčně	-1,5	1,5	-1,6
kumul. od ledna	-1,8	-1,9	-0,7

CZ: Slabá poptávka sráží maloobchod

Ani od květnového výsledku maloobchodu neočekáváme náznak růstu poptávky spotřebitelů. Trend zůstává nadále negativní i v případě prodejů nových automobilů, stejně jako u spotřebního zboží. Propad reálných výdělků domácností spolu se slabou důvěrou spotřebitelů nedává zatím naději pro rychlou změnu negativního trendu útrat v obchodě. Samozřejmě jsme si vědomi kladného výsledku z předchozího měsíce, za nímž byl ovšem o jeden den vyšší počet pracovních dnů.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Maďarsko	01.07.2013	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2013					47.1	
Polsko	01.07.2013	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2013					48	
ČR	01.07.2013	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2013					50.1	
Francie	01.07.2013	9:50	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2013 *F			48.3		48.3	
Německo	01.07.2013	9:55	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2013 *F			48.7		48.7	
EMU	01.07.2013	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		06/2013 *F			48.7		48.7	
EMU	01.07.2013	11:00	Inflace	%	06/2013 *P				1.6		1.4
EMU	01.07.2013	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	05/2013			12.3		12.2	
EMU	01.07.2013	11:00	Projev Costy na konferenci o financování ekonomiky	ECB	07/2013						
ČR	01.07.2013	14:00	Rozpočtové saldo	mln. CZK	06/2013						-39.8
USA	01.07.2013	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM		06/2013	50.9		50.5		49	
USA	01.07.2013	16:00	Cenový subindex ISM		06/2013			50.5		49.5	
Maďarsko	02.07.2013	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	04/2013 *F					700.5	
EMU	02.07.2013	11:00	Výrobní ceny	%	05/2013			-0.2	0.1	-0.6	-0.2
USA	02.07.2013	16:00	Továrni zakázky	%	05/2013			2		1	
USA	02.07.2013	18:30	Projev Dudleye o ekonomice v Connecticutu	Fed	07/2013						
USA	02.07.2013	23:00	Celkový prodej automobilů	mil. USD	06/2013			15.3		15.24	
USA	02.07.2013	23:00	Prodej domácích automobilů	mil. USD	06/2013			12		11.95	
USA	02.07.2013	23:45	Projev Powella o regulační reformě v New Yorku	Fed	07/2013						
EMU	03.07.2013	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		06/2013 *F			48.6		48.6	
EMU	03.07.2013	11:00	Maloobchodní tržby	%	05/2013			0.1	-2	-0.5	-1.1
Polsko	03.07.2013	14:00	Zasedání RPP	%	07/2013	2.5		2.5		2.75	
USA	03.07.2013	14:30	ADP report z trhu práce	tis.,nsa	06/2013			155		135	
USA	03.07.2013	14:30	Obchodní bilance	mln. USD	05/2013			-40.2		-40.3	
USA	03.07.2013	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	06/2013			345		346	
USA	03.07.2013	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	06/2013					2965	
USA	03.07.2013	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM		06/2013			54.2		53.7	
ČR	04.07.2013	9:00	Maloobchodní tržby	%	05/2013			-1.5			1.5
Maďarsko	04.07.2013	9:00	Maloobchodní tržby	%	05/2013						3.4
EMU	04.07.2013	13:45	Zasedání ECB	%	07/2013	0.5		0.5		0.5	
EMU	04.07.2013	14:30	Projev Draghiho na měsíční tiskové konferenci	ECB	07/2013						
USA	05.07.2013	0:00	Uzávěrka výsledků amerických zátěžových testů bank	Fed	07/2013						
Francie	05.07.2013	8:45	Obchodní bilance	mln. EUR	05/2013					-4.5	
Maďarsko	05.07.2013	9:00	Průmyslová výroba	%	05/2013 *P					1.2	2.9
Německo	05.07.2013	12:00	Továrni zakázky	%	05/2013			1.2	0	-2.3	-0.4
EMU	05.07.2013	12:30	Projev Coeura v Paříži	ECB	07/2013						
USA	05.07.2013	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství	tis.,nsa	06/2013	120		165		175	
USA	05.07.2013	14:30	Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru	tis.,nsa	06/2013	130		175		178	
USA	05.07.2013	14:30	Míra nezaměstnanosti	%	06/2013			7.5		7.6	
USA	05.07.2013	14:30	Průměrná hodinová mzda	%	06/2013			0.2		0	2

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	4.25	5.75	5.00	4.25	4.00	3.75	-25 bps	6/25/2013
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	4.20	5.75	4.90	4.50	4.25	4.00
Polsko	WIBOR 3M	2.73	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	2.01	1.37	1.31	1.90	1.90	2.00
Maďarsko	HU10Y	5.81	5.49	5.41	5.70	5.50	5.00
Polsko	PL10Y	4.15	3.60	3.61	3.55	3.55	3.65

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	EUR/CZK	25.9	25.09	25.74	25.70	25.50	25.20
Maďarsko	EUR/HUF	296	291	304	290	300	300
Polsko	EUR/PLN	4.35	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 (%)

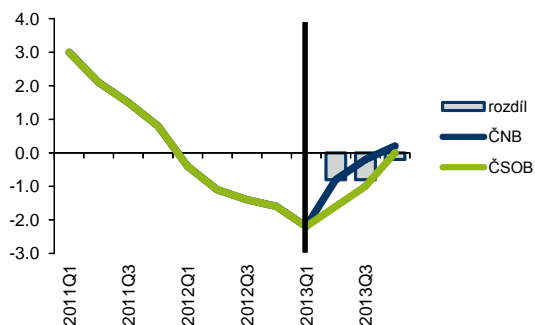
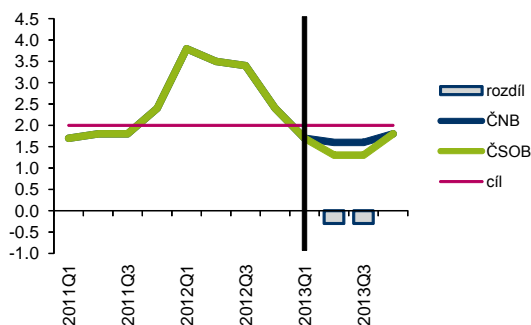
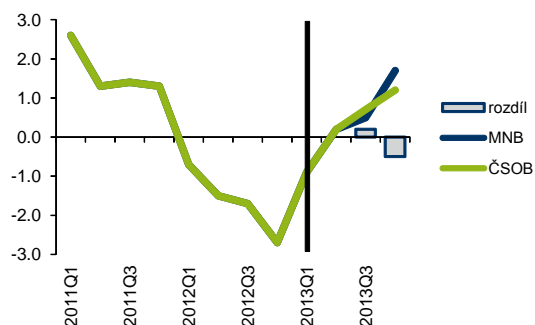
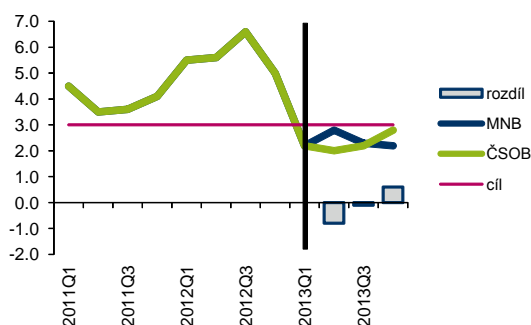
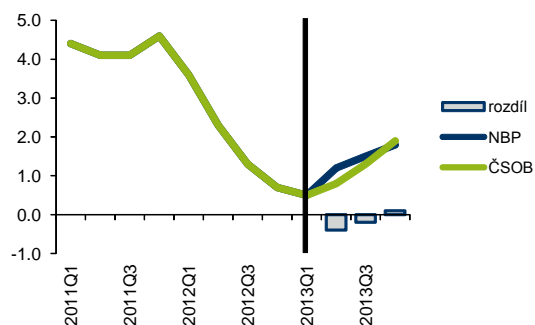
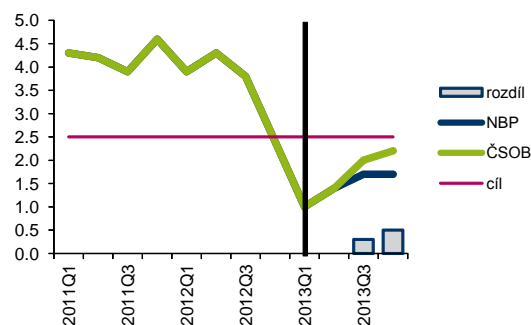
	2012	2013
Česko	-1.9	-1.9
Maďarsko	1.5	1.0
Polsko	-4.0	-3.8

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 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.