



- **Maďarsko**

MNB i maďarská vláda se snaží dále ekonomice ulevit 2

- **Polsko**

Polská ekonomika se odrazila ode dna 3

- **Výhled na týden**

Potvrdí se konec recese v ČR? 5

Střední Evropa by měla být vůči syrskému napětí imunní

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25.77	→	→
EUR/HUF	301.3	→	↘
EUR/PLN	4.27	→	↘
3M PRIBOR	0.46	→	→
3M BUBOR	3.76	→	→
3M WIBOR	2.70	→	→
10Y CZK	2.57	→	↗
10Y PLN	4.45	→	↗
10Y HUF	6.68	→	↗
3M EURIBOR	0.22	→	→
10Y EMU	1.86	→	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Sýrie má oproti Česku zhruba třetinové HDP a poslední dva roky je v zemi občanská válka. Zdálo by se tak, že hrozba vojenského útoku nemá koho moc poškodit. Omyl. Turecká lira a indická rupie si v uplynulém týdnu sáhly na historická minima. Nervozita se ostatně přenesla i do střední Evropy - polský zlotý i maďarský forint ztratily nakonec necelé procento.

Pravdou je, že syrský konflikt sám o sobě není pro většinu rozvíjejících se trhů primárním nebezpečím. Nejistota s ním spojená přichází ale v nevhodnou chvíli, kdy řada rozvíjejících se ekonomik od Asie po jižní Ameriku čelí odlivu kapitálu. Hlavním důvodem je strach z obratu v politice amerického Fedu. Ten nejvíce poškozuje ty ekonomiky, které si v uplynulých letech vybudovaly závislost na super-levném dolaru, a výrazně se jim zhoršila platební bilance běžného účtu - Indie, Turecko, Jihoafrická republika. Na rozdíl od těchto rozvíjejících se ekonomik nemá žádná ze zemí ve střední Evropě problémy s deficitem běžného účtu platební bilance a nevytvořila si v minulosti návyk na super-levný dolar. Naopak běžný účet ve všech třech ekonomikách se v posledních třech letech vylepšoval. V Polsku z 5,1 % HDP (v roce 2010) na 3,5 % HDP (odhad v roce 2013). V Česku z 3,8 % HDP na 2 % HDP a v Maďarsku je bilance běžného účtu dokonce kladná a dva poslední roky se dál vylepšuje. Středoevropské ekonomiky navíc více než kdo jiný mohou v nadcházejících kvartálech těžit z probíhajícího oživení v Německu, které by mělo být vodou na mlýn jejich exportům.

MNB i maďarská vláda se snaží dále ekonomice ulevit

Jan Čermák

Centrální banka lehce překvapila trh snížením základní úrokové sazby na 3,80 %.

Tvůrci hospodářské politiky v Maďarsku pokračují v hledání cest jak dále ulevit ekonomice. To platí jak o národní bance Maďarska (MNB), tak o vládě, která se dále snaží ulevit domácnostem, jejichž bilance jsou stále zatíženy splácením půjček ve švýcarských francích a eurech.

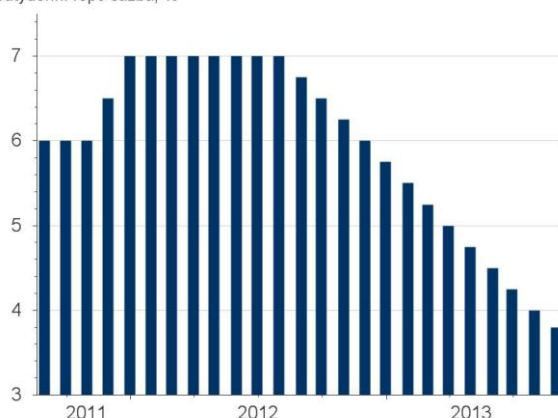
Co se týká zasedání MNB, tak centrální banka lehce překvapila trh (a tím přivila oslabení forintu), když snížila svoji základní úrokovou sazbu o 0,20 procentního bodu. Argumenty pro snížení úroků zněly celkem logicky - velmi nízká inflace a stále jen velmi mírný růst. Nicméně MNB musí brát v úvahu tržní realitu a v tomto případě aktuální výprodej na trzích emerging markets, který velmi citelně zasáhl trh s maďarskými vládními dluhopisy. Tempo snižování úroků tak bude v lepším případě (v září) zpomaleno, v horším pak zcela zastaveno.

V uplynulém týdnu byly prezentovány dva nové návrhy, kterak restrukturalizovat půjčky domácností v cizích měnách.

Pokud jde o nové návrhy, kterak restrukturalizovat půjčky domácností v cizích měnách, tak v uplynulém týdnu byly prezentovány dva nové, které se poměrně výrazně liší jak co do konkrétní implementace, tak pokud jde okamžité dopady na zadlužení domácností. V prvním případě se počítá s tím, že by půjčky byly konvertovány do forintu ovšem s daleko příznivějším kurzem (než ten aktuální), přičemž konverze by obstarala MNB ze svých devizových rezerv. Zadlužené domácnosti by pak efekt konverze pocítily okamžitě v nižších měsíčních splátkách. Ztráty plynoucí z konverze by následně nesla MNB a především komerční banky. V druhém případě by úleva spočívala v rozšíření možností v rámci dosavadního schématu pro předlužené domácnosti v cizích měnách, jež spočívá v tom, že domácnosti by mohly splácet měsíční splátky v příznivějším kurzu (CHF/HUF 180 a EUR/HUF 250). Dodejme, že toto opatření prozatím nenaplnilo očekávání, neboť do něj vstoupila méně než pětina domácností. V případě, že se vláda rozhodne upravit/rozšířit dosavadní schéma úlev, tak z toho plynoucí ztráty by nesl pravděpodobně jen bankovní sektor.

Maďarsko: Sazba MNB

dvoutýdenní repo sazba, %



HU: kurz forintu vůči EUR a CHF

Čárkované čáry naznačují navrhované příznivější kurzy pro splátky půjček v cizích měnách



Polská ekonomika se odrazila ode dna

Petr Báča

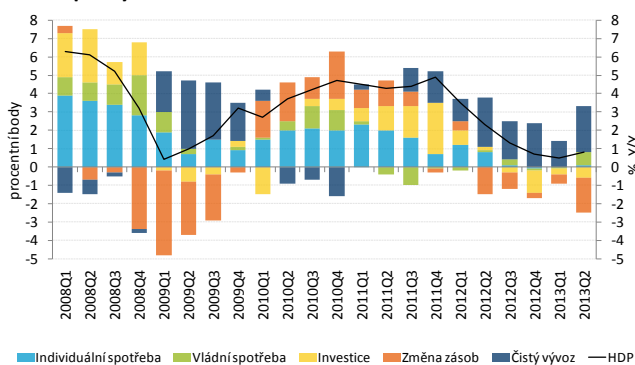
Polská ekonomika ve druhém čtvrtletí zrychlila svůj růst.

Polský statistický úřad potvrdil svůj bleskový odhad a uvedl, že ekonomika ve druhém čtvrtletí rostla meziročně o 0,8 %. Jinými slovy, polská ekonomika našla z meziročního pohledu své dno, neboť růst oproti prvnímu čtvrtletí zrychlil o 0,3 procentního bodu. Zároveň s revizí úřad zveřejnil i strukturu HDP. Zde bohužel k žádnému příliš pozitivnímu překvapení nedošlo - z domácích složek k růstu přispěla pozitivně pouze vládní spotřeba (nejvýznamněji za dva a půl roku) a celkově byl růst tažen opět primárně zahraničním obchodem. Naopak, negativním překvapením byl vysoce záporný příspěvek změny zásob.

Problémem zůstává zejména stavebnictví.

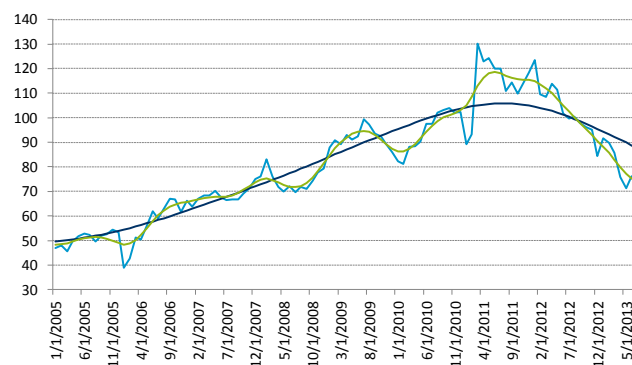
Kvartální čísla potvrdila, že hlavním problémem i nadále zůstává domácí poptávka. Ačkoliv i v následujících čtvrtletích lze počítat s podporou ekonomiky z veřejných zdrojů (vláda dokonce bude krátkodobě ignorovat "nejpřísnější" ze zákonných rozpočtových pravidel a zvýší v letošním roce deficit, ačkoliv veřejný dluh přesahuje 50 % HDP), tak klíčové je znovu rozběhnouti dříve silné domácí poptávky. To se však zřejmě neobejde bez stabilizace investic a následné větší tvorby pracovních míst. Na investicích se negativně projevuje zejména stále klesající stavební výroba (mezičtvrtletně poklesla o 4,4 %), i když ta jde na vrub zejména drastickému propadu inženýrských staveb (v červenci meziroční pokles o 23 %), zatímco v pozemním stavitelství se již v poslední době blýská na lepší časy (průměrný meziměsíční růst od května do července byl 8 %). Z pohledu domácí spotřeby bychom se tak lepších zpráv snad mohli dočkat již ve třetím čtvrtletí, kdy by celkový růst ekonomiky již měl překročit jedno procento.

PL: Příspěvky k růstu HDP



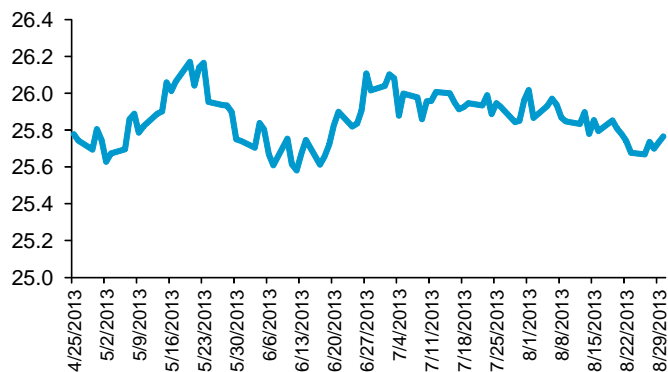
PL: Inženýrské stavitelství

sezónně očištěno, 2010 = 100

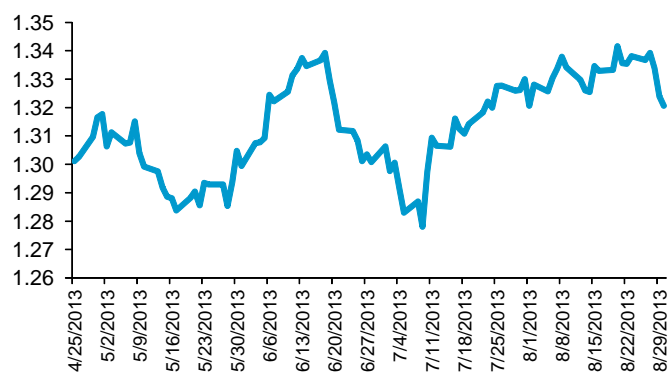


Přehled trhů

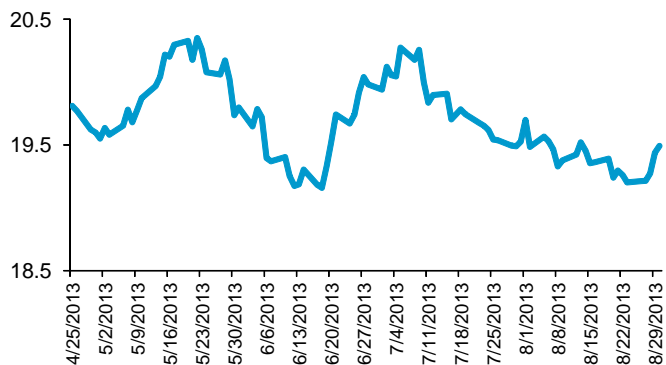
EURCZK



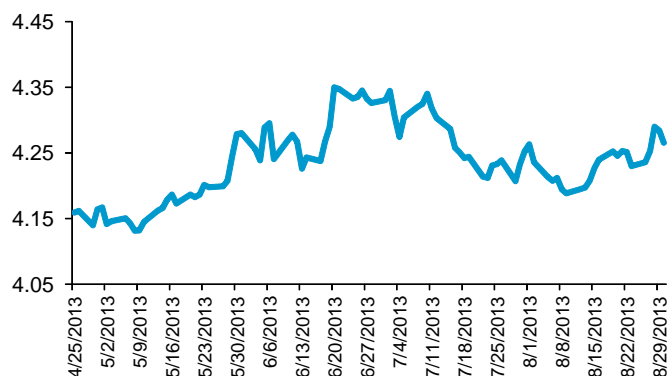
EURUSD



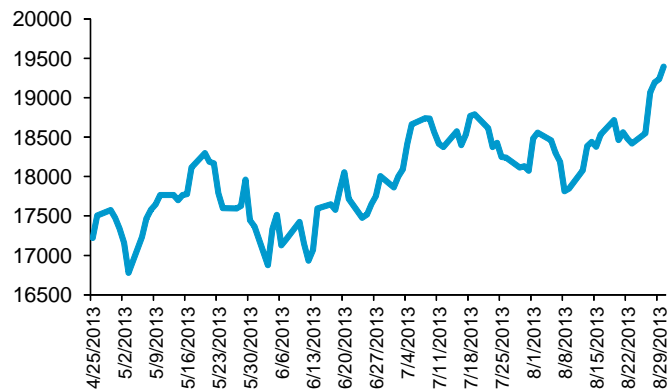
USDCZK



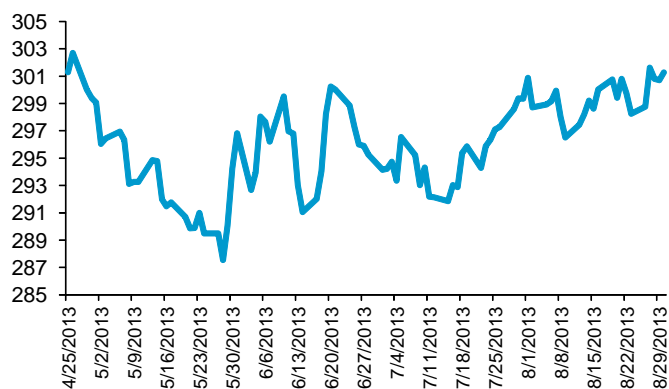
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

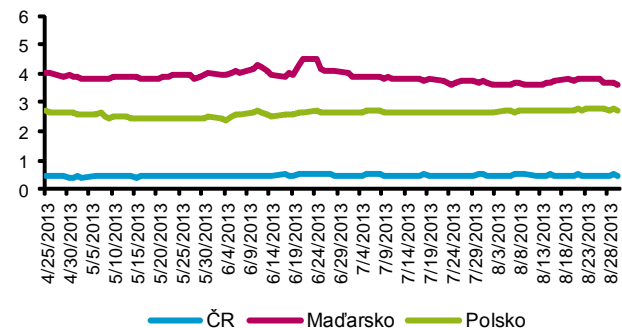


EURHUF

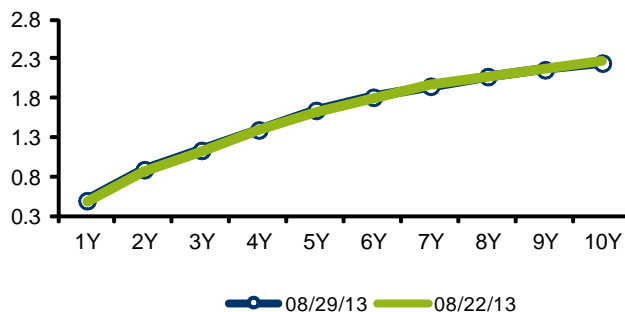


Zdroj: Thomson Reuters

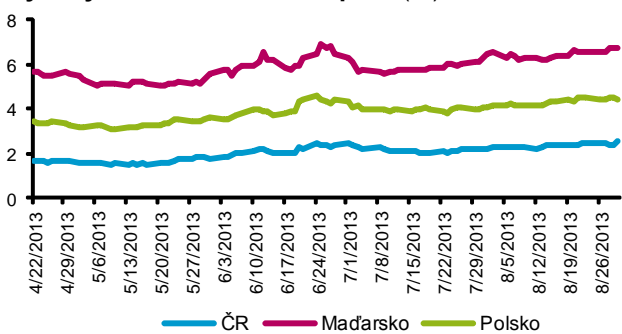
FRA 3x6 (%)



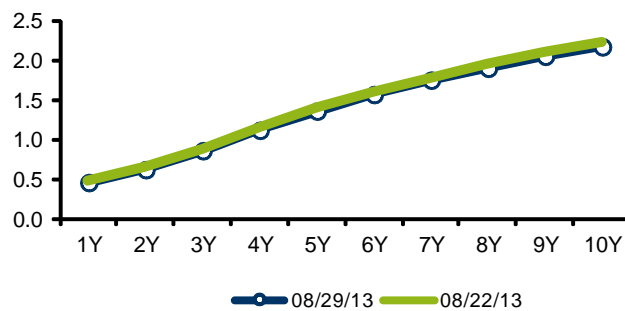
IRS CZK (%)



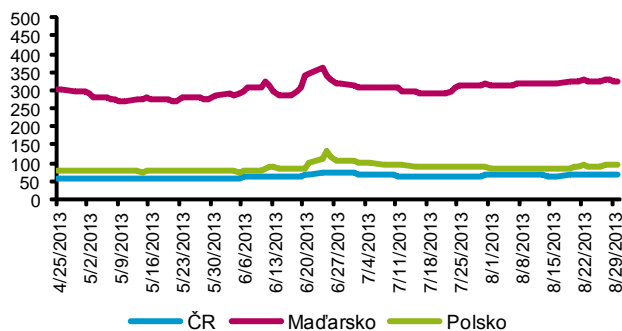
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



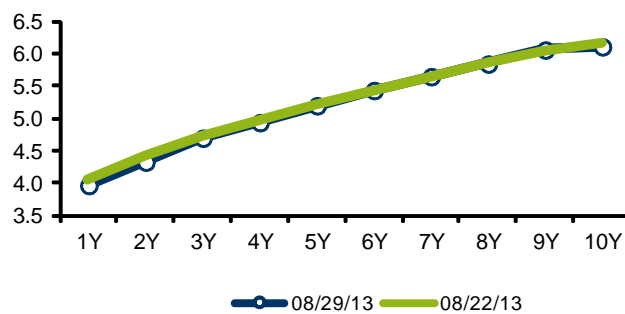
IRS EUR (%)



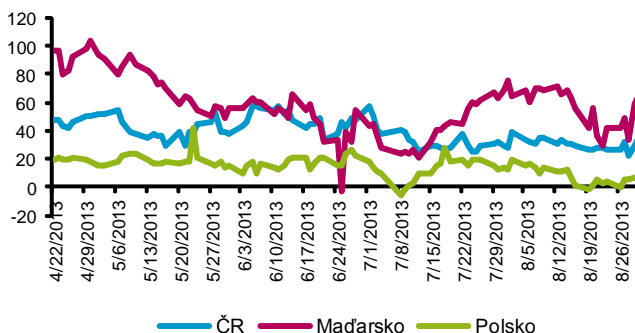
CDS 5Y (bps)



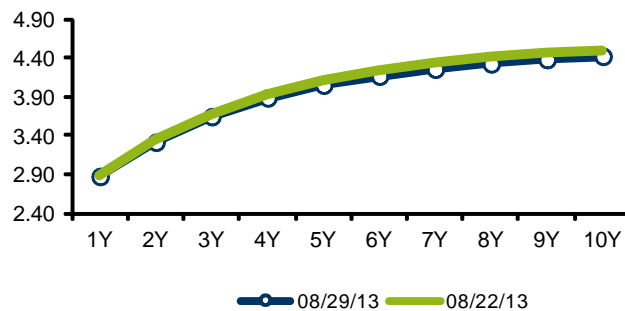
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ÚT 9:00, CZ HDP - odhad (%)

	Q2-13	Q1-13	Q2-12
HDP (q/q)	0,7	-1,3	-0,5
HDP (y/y)	-1,2	-2,4	-1,1

CZ: Potvrdí se konec recese?

Už první odhad HDP, který statistický úřad zveřejnil již v polovině srpna, naznačil solidní růst ekonomiky ve druhém čtvrtletí a tedy i konec nejdelší tuzemské recese. Nyní přijdou na řadu zpřesnění a především podrobnosti, jež ukážou, jak se přesně vyvíjí strana nabídky i poptávky. Předpokládáme, že ve druhém kvartále ekonomice pomohl do plusu především zahraniční obchod a zřejmě i zásoby, zatímco domácí poptávka zůstala i nadále utlumená. Nepředpokládáme, že by se zpřesněný odhad výrazně vzdálil od prvního nástřelu (0,7 % q/q), a už vůbec nečekáme, že by se takový výsledek mohl opakovat i ve druhé polovině letošního roku. Ekonomika tak zůstává na prahu křehkého oživení, které nemá dostatečnou domácí oporu.

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

	VII.13	VI.13	VII.12
Tržby	2,5	-2,7	0,1
kumul. od ledna	-0,9	-1,4	-0,6

CZ: Vyšší tržby díky autům

Červencový růst maloobchodních tržeb automaticky neznamena, že dochází k prudkému oživení spotřebitelské poptávky. Na výsledku se, podle našeho názoru, výraznou měrou podílel o dva dny vyšší počet pracovních dnů a především meziročně silný růst prodeje nových automobilů. Ale ani v posledním jmenovaném případě nejde o počátek nového boomu prodeje, jako spíše o dopad nízké srovnávací základny z loňského roku. Spotřebitelská poptávka zůstává stále utlumená a z letargie ji může vytrhnout snad jen zlepšená spotřebitelská nálada spolu s klesající inflací.

ST cca 14:00, PL Zasedání NBP

	Náš odhad	Poslední změna
hlavní sazba v %	2,50	7/2013
změna v b. bodech	0	-25

PL: NBP ponechá sazby beze změny

Polská centrální banka (NBP) by na svém dvoudenním zasedání příští týden (vyvrcholí ve středu) měla ponechat úrokové sazby beze změny. Podle odhadů rostla ekonomika ve druhém čtvrtletí o 0,8 % a předstihové indikátory naznačují, že by již měla mít to nejhorší za sebou. K oživení a rychlejšímu růstu inflace by mělo pomáhat i výrazné snižování sazeb v předchozích měsících (NBP celkově snížila sazby v tomto cyklu o 225 bps). Navíc, inflace v červenci překvapila výrazně pozitivně, což by mělo jestřábům v NBP (dlouhodobě je jich tam většina) případně poskytnout dostatek argumentů k vyjednávání a navíc by to mělo Výboru pro měnovou politiku pomoci odolat případným politickým tlakům na další snižování sazeb (ministr financí se v parlamentu nechal slyšet, že prostor pro další pokles sazeb ještě existuje).

ČT 9:00, CZ Zahraniční obchod (mld. CZK)

	VII.13	VI.13	VII.12
Saldo	26,7	33,0	23,8
kumulativ. od ledna	219,0	192,2	188,8

CZ: Další pokles exportu i importu?

Vyšší počet pracovních dnů na straně jedné a vysoká srovnávací základna na straně druhé jsou technickými faktory ovlivňujícími výsledky českého zahraničního obchodu v červenci. V důsledku slabé domácí poptávky zřejmě dynamika dovozu opět zaostávala za vývozem, což mělo za následek další růst přebytku obchodní bilance. Solidní výsledek by měla vykazat bilance obchodu s dopravními prostředky, které mohou na zahraničních trzích těžit z aktuální obměny modelových řad a inovací. Jako technická leč dočasná brzda růstu mohly v této době fungovat celozávodní letní dovolené v průmyslových firmách.

PÁ 9:00, CZ Průmyslová výroba (% y/y)

	VII.13	VI.13	VII.12
Měsíčně	0,3	-5,3	5,3
kumul. od ledna	-3,3	-3,9	1,4

CZ: Mírně v plusu díky více dnům

O předpokládaný kladný výsledek průmyslu se tentokrát postaral vyšší počet pracovních dnů. Po očistění zůstala nejspíše i nadále čísla v záporu. Zvláště silný pokles pravděpodobně vykáže výroba počítačů, základních kovů a zřejmě i potravinářský průmysl. Šanci na pokles má zřejmě většina průmyslových oborů, avšak pomalu a jistě bychom se mohli dočkat zlepšení výsledků dominantního tuzemského průmyslu, a sice výroby aut. Zajímavější než samotná výroba však budou i tentokrát nové zakázky, které s velkou pravděpodobností v červenci už vzrostly, a to především díky automobilkám.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Maďarsko	02.09.2013	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	06/2013 *F					582.8	
Maďarsko	02.09.2013	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		08/2013					49	
Polsko	02.09.2013	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		08/2013			51.6		51.1	
ČR	02.09.2013	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		08/2013					52	
Francie	02.09.2013	9:50	Index nákupních manažerů v průmyslu		08/2013 *F			49.7		49.7	
Německo	02.09.2013	9:55	Index nákupních manažerů v průmyslu		08/2013 *F			52		52	
EMU	02.09.2013	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		08/2013 *F			51.3		51.3	
ČR	03.09.2013	9:00	HDP	%	2Q/2013 *F	0.7	-1.2			0.7	-1.2
EMU	03.09.2013	11:00	Výrobní ceny	%	07/2013			0.1	0.1	0	0.3
USA	03.09.2013	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM		08/2013	54.7		54		55.4	
USA	03.09.2013	16:00	Cenový subindex ISM		08/2013			51.6		49	
Maďarsko	04.09.2013	9:00	HDP	%	2Q/2013 *F					0.1	0.5
ČR	04.09.2013	9:00	Maloobchodní tržby	%	07/2013		2.5				-2.7
Maďarsko	04.09.2013	9:00	Maloobchodní tržby	%	07/2013						-0.4
EMU	04.09.2013	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		08/2013 *F			51		51	
EMU	04.09.2013	11:00	HDP	%	2Q/2013 *P			0.3	-0.7	0.3	-0.7
EMU	04.09.2013	11:00	Maloobchodní tržby	%	07/2013			0.4	-0.3	-0.5	-0.9
ČR	04.09.2013	12:00	Aukce st. dluhopisu 3,75 %, 2005-2020	mld. CZK	09/2013						
ČR	04.09.2013	12:00	Aukce st. dluhopisu 2,50 %, 2013-2028	mld. CZK	09/2013						
Polsko	04.09.2013	14:00	Zasedání RPP	%	09/2013			2.5		2.5	
USA	04.09.2013	14:30	Obchodní bilance	mld. USD	07/2013			-38.7		-34.2	
USA	04.09.2013	20:00	Běžová kniha	Fed	09/2013						
USA	04.09.2013	23:00	Celkový prodej automobilů	mil. USD	08/2013			15.8		15.6	
USA	04.09.2013	23:00	Prodej domácích automobilů	mil. USD	08/2013			12.2		12.09	
ČR	05.09.2013	9:00	Obchodní bilance	mld. CZK	07/2013	26.7		29.5		33	
Německo	05.09.2013	12:00	Tovární zakázky	%	07/2013			1	2.9	3.8	4.3
EMU	05.09.2013	13:45	Zasedání ECB	%	09/2013			0.5		0.5	
USA	05.09.2013	14:30	ADP report z trhu práce	tis.,nsa	08/2013			180		200	
EMU	05.09.2013	14:30	Projev Draghiho na měsíční tiskové konferenci	ECB	09/2013						
USA	05.09.2013	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	08/2013			330		331	
USA	05.09.2013	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	08/2013					2989	
USA	05.09.2013	16:00	Tovární zakázky	%	07/2013			-3.5		1.5	
USA	05.09.2013	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM		08/2013			55		56	
Německo	06.09.2013	8:00	Obchodní bilance	mld. EUR	07/2013			16.6		16.9	
Německo	06.09.2013	8:00	Běžný účet	mld. EUR	07/2013			13		17.3	
Maďarsko	06.09.2013	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	07/2013 *P						
Maďarsko	06.09.2013	9:00	Průmyslová výroba	%	07/2013 *P					1.2	1.7
ČR	06.09.2013	9:00	Stavební výroba	%	07/2013		-8				-11.1
ČR	06.09.2013	9:00	Průmyslová výroba	%	07/2013		0.3		1.4		-5.3
ČR	06.09.2013	9:00	Reálné mzdy	%	2Q/2013		-1				-2.2
Německo	06.09.2013	12:00	Průmyslová výroba	%	07/2013			-0.5	0.8	2.4	2
USA	06.09.2013	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství	tis.,nsa	08/2013	175		180		162	
USA	06.09.2013	14:30	Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru	tis.,nsa	08/2013	165		175		161	
USA	06.09.2013	14:30	Míra nezaměstnanosti	%	08/2013			7.4		7.4	
USA	06.09.2013	14:30	Průměrná hodinová mzda	%	08/2013			0.2	2	-0.1	1.9

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	3.80	5.75	5.00	4.25	3.75	3.75	-20 bps	8/27/2013
Polsko	2T inter. sazba	2.50	4.25	3.25	2.75	2.50	2.50	-25 bps	7/3/2013

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	PRIBOR 3M	0.46	0.50	0.47	0.44	0.43	0.43
Maďarsko	BUBOR 3M	3.76	5.75	4.90	4.20	3.80	3.90
Polsko	WIBOR 3M	2.7	4.11	3.39	2.73	2.70	2.75

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	CZ10Y	2.25	1.37	1.31	1.97	2.05	2.15
Maďarsko	HU10Y	5.98	5.49	5.41	5.84	5.50	5.90
Polsko	PL10Y	4.39	3.60	3.61	4.14	3.90	3.95

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	EUR/CZK	25.7	25.09	25.74	25.99	26.00	25.50
Maďarsko	EUR/HUF	301	291	304	295	300	300
Polsko	EUR/PLN	4.27	4.08	4.18	4.33	4.25	4.20

HDP

	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	-1.1	-1.4	-1.6	-2.4	-1.2	-0.9	-0.3
Maďarsko	-1.5	-1.7	-2.7	-0.9	0.5	0.5	1.0
Polsko	2.3	1.3	0.7	0.5	0.8	1.2	1.9

Inflace

	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	3.5	3.4	2.4	1.7	1.6	1.5	1.6
Maďarsko	5.6	6.6	5.0	2.2	1.9	1.9	2.2
Polsko	4.3	3.8	2.4	1.0	0.2	1.3	1.5

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

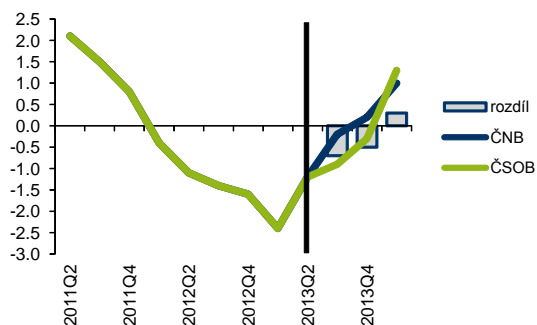
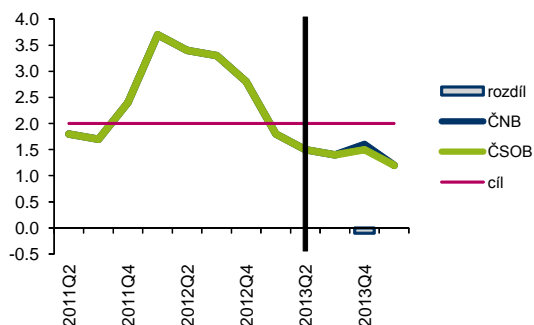
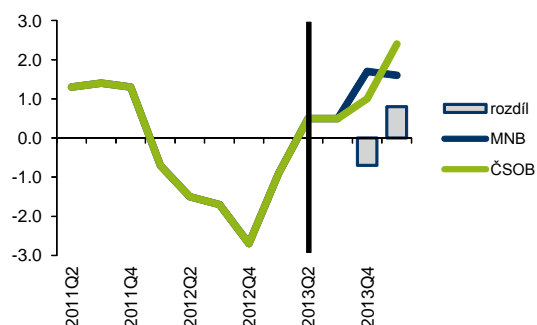
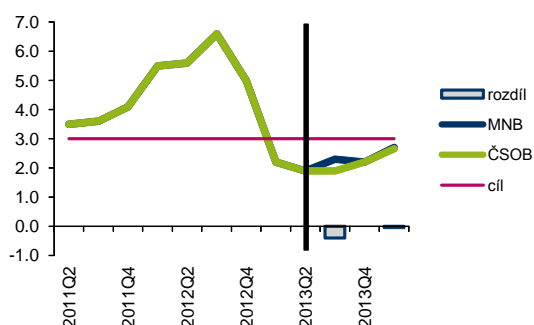
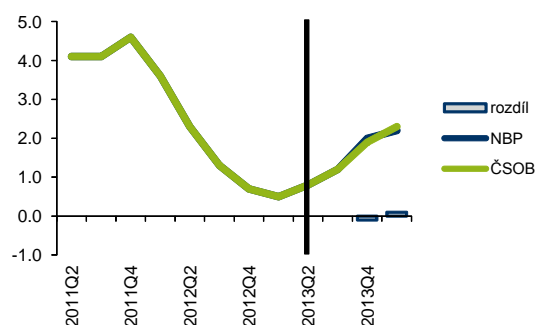
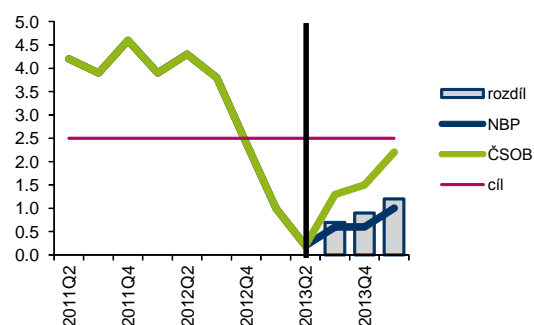
	2012	2013
Česko	-1.9	-2.5
Maďarsko	1.5	2.0
Polsko	-4.0	-3.8

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

	2012	2013
Česko	-4.4	-3.0
Maďarsko	-2.5	-2.7
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.