



• Česká republika

Zpřesněná data s původním odhadem HDP moc nezahýbala 2

Česká koruna ještě nemá dost sil k výraznějším ziskům 3

• Výhled na týden

Polská inflace v srpnu stagnovala 6

Neslavný konec kdysi slavné reformy

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25,77	→	↗
EUR/HUF	301,2	→	↗
EUR/PLN	4,30	→	↗
3M PRIBOR	0,46	→	→
3M BUBOR	3,75	→	→
3M WIBOR	2,70	→	→
10Y CZK	2,67	→	↗
10Y PLN	4,95	→	↗
10Y HUF	6,83	→	↗
3M EURIBOR	0,23	→	→
10Y EMU	2,02	→	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Hlavní díl pozornosti v regionu tento týden přitáhlo Polsko. Mohlo by se zdát, že je řeč o zasedání tamější centrální banky, které vyvrcholilo ve středu rozhodnutím ponechat sazby beze změny. To však trhy nijak zvlášť nepřekvapilo, stejně jako "prognóza" banky, že sazby zůstanou pravděpodobně na historických minimech 2,5 % i ve zbytku roku. Důvodem, proč se polským dluhopisům a zejména pak akciím v posledních dnech zrovna dvakrát nedaří, je, že vláda se asi definitivně rozhodla pohřbit penzijní reformu z konce minulého století.

O podobném záměru informovala již na konci června, takže to není zas takový šok. Co ale je překvapivé, že z tehdy naznačovaných opatření vybrala k realizaci tu nejtvrďší kombinaci, navíc zřejmě bez konzultací se soukromými fondy. Reforma bude podle prohlášení premiéra Tuska spočívat v tom, že vláda ze soukromých fondů (ekvivalent našeho druhého pilíře) "vysaje" prostředky investované do státních dluhopisů, což je asi polovina aktiv těchto fondů. Tímto způsobem se veřejný dluh k HDP sníží asi o 7 procentních bodů. Kromě toho, z dříve povinné účasti ve "druhém pilíři" se stane účast dobrovolná. Jinými slovy zřejmě dojde k přesměrování alespoň části prostředků dříve směřujících do soukromých fondů zpět do státního rozpočtu.

Výše uvedená opatření sice vládě krátkodobě pomohou řešit problémy s vysokým dluhem a umožní jí větší podporu ekonomiky v období pomalého růstu, z dlouhodobějšího pohledu však vyvstává jednak potenciální problém s financováním penzí, jednak s kredibilitou vlády.

Nová data o HDP s původním odhadem moc nezahýbala

Petr Dufek

HDP ve druhém čtvrtletí vzrostl o 0,6 % (q/q).

Podle nejnovějších čísel statistického úřadu český HDP ve druhém čtvrtletí vzrostl o 0,6 % (q/q). V meziročním srovnání se propadl o 1,3 %, za celé první pololetí pak o 1,9 %.

Ve srovnání se začátkem roku se na HDP negativně podepsala spotřeba domácností a vlády i investice. Naopak exportu se díky oživení poptávky v západní Evropě stále daří udržovat si solidní náskok před dovozem.

Meziroční obrázek, na nějž se obvykle stáčí pozornost, se vyvíjí trochu jinak. Díky nízkému srovnávacímu základu oproti loňskému druhému čtvrtletí spotřeba domácností po více než roce opět vzrostla. Zájem spotřebitelů se tentokrát soustředil na zboží dlouhodobé spotřeby. O trvalejším růstu spotřebitelského apetitu se ovšem zatím nedá hovořit.

Investiční aktivita zůstává v ČR i nadále utlumená.

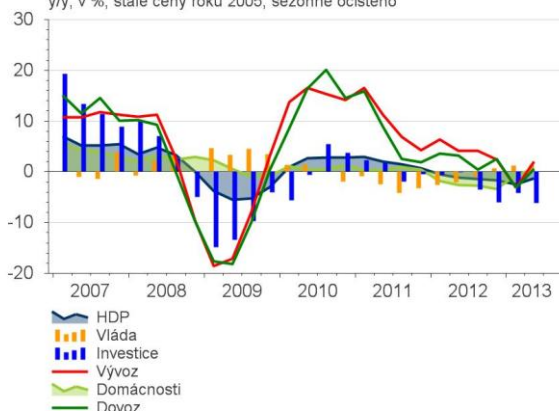
Z čeho nelze mít zatím žádnou radost jsou investice. Padají meziročně o více než šest procent, přičemž negativně se vyvíjejí jak investice do aut, tak do strojního vybavení, budov i bytů.

Investiční aktivita zůstává v ČR i nadále utlumená s tím, jak firmy zůstávají s ohledem na křehký růst poptávky opatrné a investiční boom nepodporuje ani veřejný sektor, jak už napovídají zakázky i výsledky stavebnictví.

Nejnovější čísla potvrdila konec recese české ekonomiky, avšak počínající ekonomický růst se zatím opírá pouze o zahraniční poptávku. Domácí spotřebě a především investicím se ve druhém čtvrtletí příliš nevedlo. A zvláště u investic jsou nejnovější data zklamáním. O dalších směru naší ekonomiky tak bude i nadále rozhodovat především chuť zahraničních zákazníků nakupovat české výrobky.

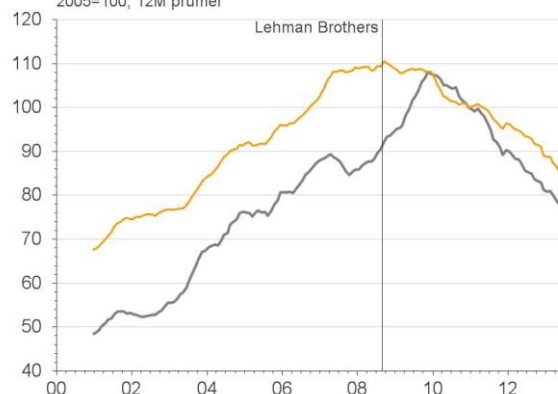
ČR: Růst HDP

y/y, v %, stálé ceny roku 2005, sezónně očištěno



Stavebnictví

2005=100, 12M průměr



Česká koruna ještě nemá dost sil k výraznějším ziskům

Jan Bureš

ČNB je pro korunu stále hrozbou, kurz koruny se výrazně odchyluje od srpnové prognózy.

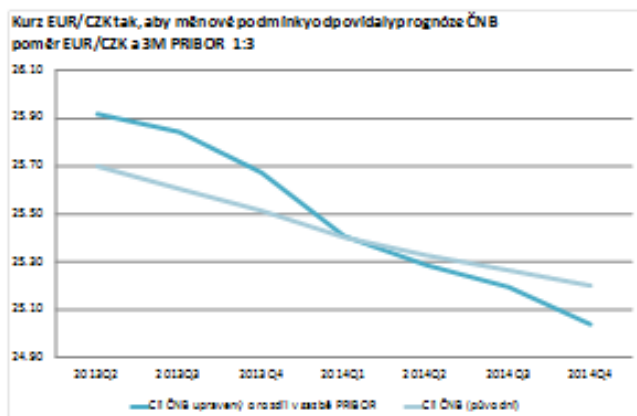
Česká koruna v posledních týdnech držela vcelku slušné skóre a nenechala se nijak rozhodit výprodeji na rozvíjejících se trzích. Líbily se jí dobrá čísla z domácí ekonomiky (HDP za druhý kvartál, průmysl a maloobchod). Měnovému páru se ale zjevně moc nechce proplout pod 200denní průměr (25,68 EUR/CZK). Není se čemu divit, hrozba intervencí ČNB je pořád živá. Kurz implikovaný srpnovou prognózou ČNB odhadujeme v okolí 26,20 EUR/CZK, a teoreticky tak ospravedlňuje spuštění devizových intervencí proti koruně. V nové prognóze ČNB počítá s kurzem na úrovních 25,80 EUR/CZK (pro rok 2013). Kurz, který prognóza ve skutečnosti implikuje, je ale výrazně vyšší. Důvodem je rozdíl mezi tržní sazbou PRIBOR (0,46 %) a prognózou požadovanou sazbou PRIBOR (0 % na konci 2013). Kvůli tomuto rozdílu jsou měnové podmínky ve skutečnosti tvrdší, než ČNB požaduje a kurz by proto měl být slabší. Pokud budeme vážit PRIBOR a měnový kurz poměrem 1:3, vyšel by nám kurz požadovaný ČNB v okolí 26,20 EUR/CZK pro zbytek roku 2013 (viz graf).

Centrální bankéři pravděpodobně čekají na silnější argument pro devizové intervence.

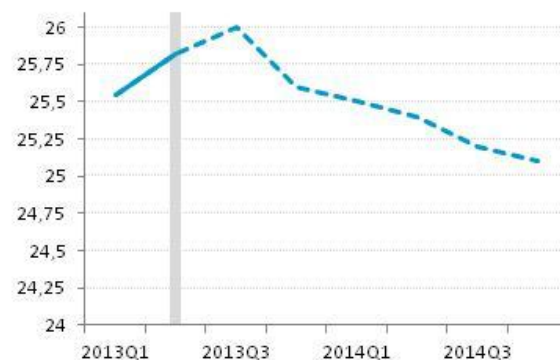
Proč tedy centrální bankéři ještě intervence proti koruně nespustili, i když prognóza v zásadě jejich rozjezd ospravedlňuje? Jedním z důvodů může být principiální odpor některých centrálních bankéřů vůči tomuto nástroji. Podle slov guvernéra Singera i viceguvernéra Hampla ale takových centrálních bankéřů nebude moc. Bankovní rada spíše váhá se spuštěním úplně nového mechanismu, protože jeho start i opětovný útlum jsou náročné a mohou s sebou nést dodatečné náklady. Proto chce pravděpodobně část bankovní rady vidět větší rozdíl mezi skutečným kurzem a kurzem implikovaným prognózou. Jinými slovy potřebují mít pro rozjezd skutečných intervencí silnější fundamentální argumenty.

Silnější argumenty mohou dostat, pokud bude koruna před zářijovým zasedáním pod 25,50 EUR/CZK.

Jisté je, že na zářijovém zasedání se bude o eventuelních intervencích znovu hlasovat. Od minulých prognóz čísla z ekonomiky překvapila centrální bankéře spíše pozitivně. HDP za druhý kvartál byl o 0,4 procentního bodu vyšší než prognóza a měsíční čísla z průmyslu a z maloobchodu v posledních měsících začínají růst. To ale neznamená, že s dosažením dna hospodářského cyklu, jsou intervence zcela mimo hru. To, co ČNB zajímá, je v první řadě domácí poptávka a mzdové tlaky. Ty zůstávají dál v souladu s novou prognózou pod bodem mrazu. Věříme, že pokud by se před zářijovým zasedáním koruna pohybovala pod 25,50 EUR/CZK, intervence mohou být na spadnutí.

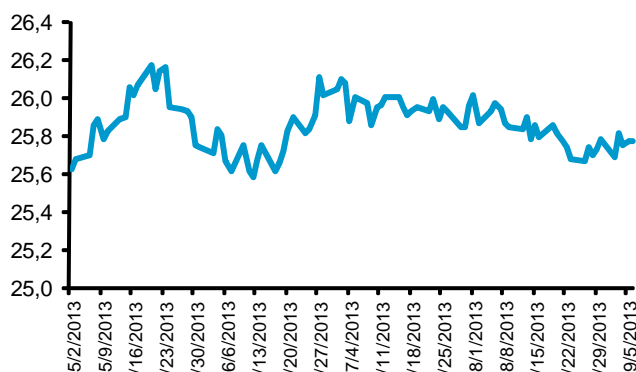


EUR/CZK

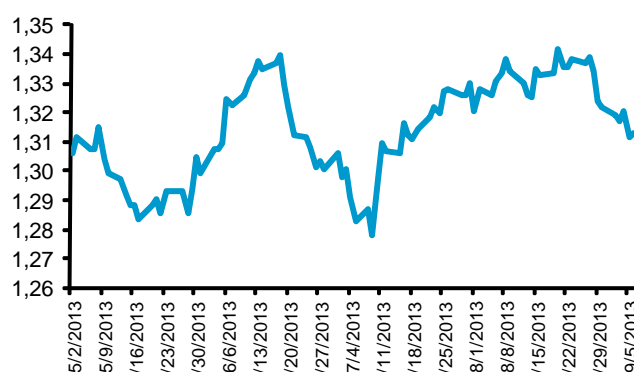


Přehled trhů

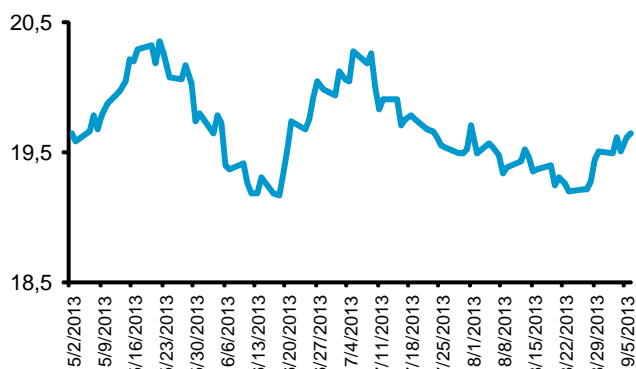
EURCZK



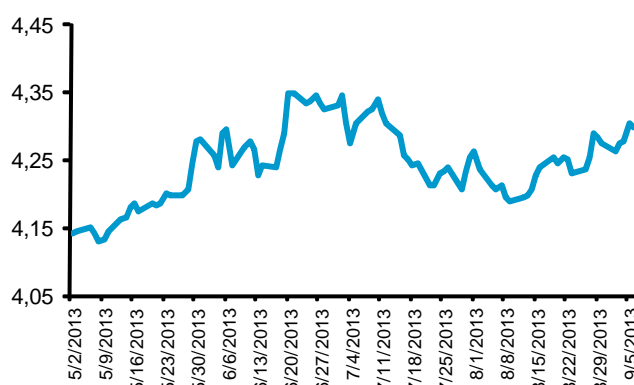
EURUSD



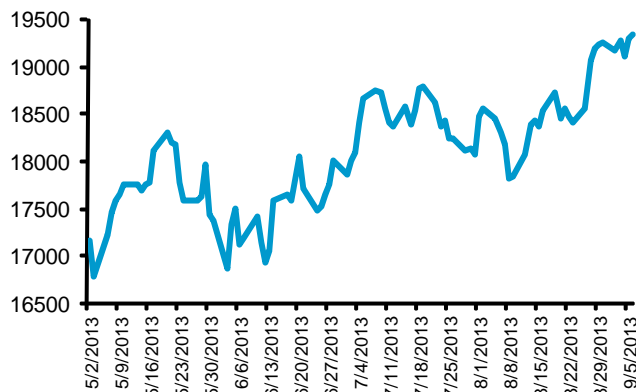
USDCZK



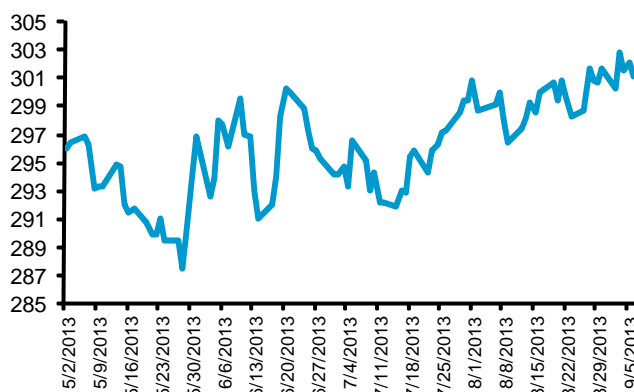
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

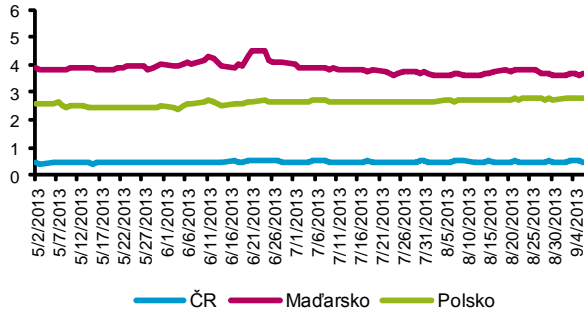


EURHUF

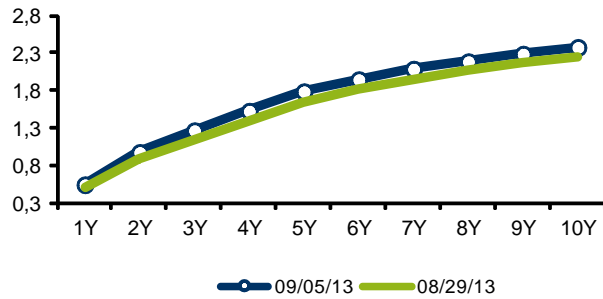


Zdroj: Thomson Reuters

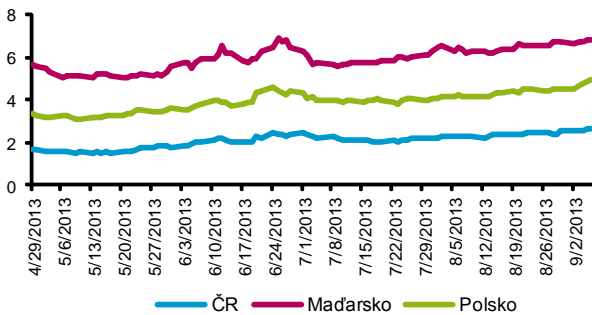
FRA 3x6 (%)



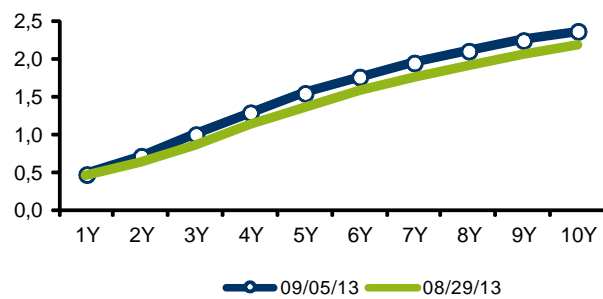
IRS CZK (%)



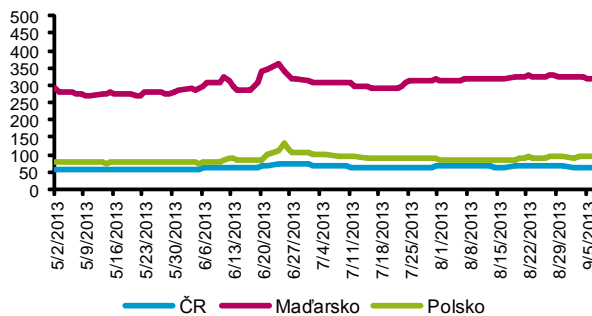
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



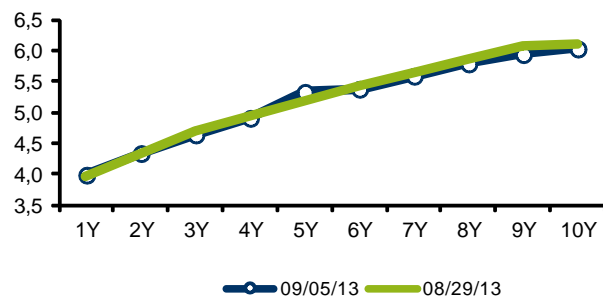
IRS EUR (%)



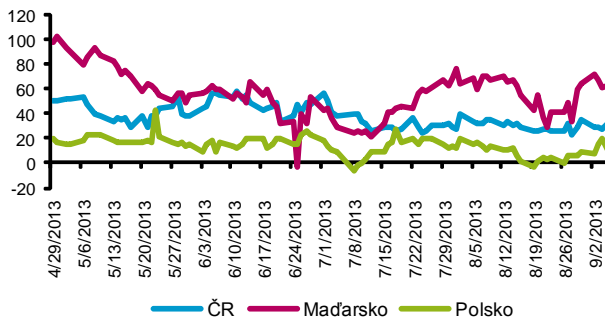
CDS 5Y (bps)



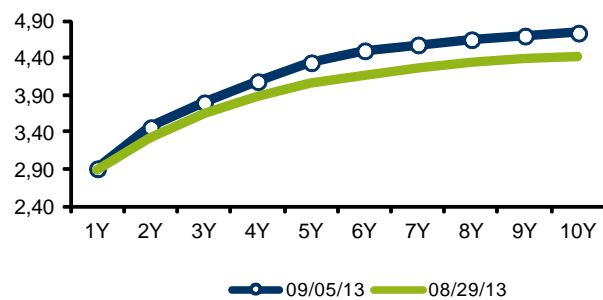
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

PÁ 14:00, PL Inlace (% , y/y)

	VIII.13	VII.13	VIII.12
Inlace	1,1	1,1	3,8
Potraviny (bez alk.)	2,4	2,5	5,3
Doprava (vč. pohonných hmot)	-1,3	-1,2	6,5

PL: Inlace v srpnu stagnovala

Polská inflace v srpnu podle našich odhadů po překvapivém růstu v červenci stagnovala na úrovni 1,1 % meziročně. Meziměsíčně ceny klesaly pravděpodobně o 0,3 %. Zatímco hlavním důvodem zvyšování cen v červenci byl růst nákladů na bydlení (navzdory snížení cen elektrické energie vzrostly o 1,5 %), tak v srpnu pomohly inflaci nad jedním procentem udržet asi zejména ceny potravin a nealkoholických nákladů (odhadujeme pokles cen o 1,1 %, což je méně, než je sezónně obvyklých 1,4 %). Na inflaci se zřejmě projevil i další nárůst cen ropy, který předčil posílení zlatého vůči dolaru.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	09.09.2013	9:00	Inflace	%	08/2013	-0,2	1,3	-0,1	1,4	-0,2	1,4
ČR	09.09.2013	9:00	Míra nezaměstnanosti 15-64	%	08/2013	7,5		7,5		7,5	
Maďarsko	09.09.2013	17:00	Rozpočtové saldo	mld. HUF	08/2013					-851,2	
USA	09.09.2013	17:00	Projev Williamse o ekonomice v San Franciscu	Fed	09/2013						
USA	10.09.2013	0:00	3letá aukce	mld. USD	09/2013						
Francie	10.09.2013	8:45	Průmyslová výroba	%	07/2013					-1,4	-0,2
EMU	10.09.2013	14:30	Projev Asmussena v Bruselu	ECB	09/2013						
USA	11.09.2013	0:00	10letá aukce	mld. USD	09/2013						
Německo	11.09.2013	8:00	Inflace	%	08/2013 *F			0	1,5	0	1,5
Německo	11.09.2013	8:00	Harmonizovaná inflace	%	08/2013 *F			0	1,6	0	1,6
Maďarsko	11.09.2013	9:00	Inflace	%	08/2013			0,1	1,6	-0,3	1,8
ČR	11.09.2013	10:00	Běžný účet	mld. CZK	07/2013	-7		-7,3		-3,21	
Polsko	11.09.2013	14:00	Běžný účet	mil. EUR	07/2013					574	
Polsko	11.09.2013	14:00	Obchodní bilance	mil. EUR	07/2013					561	
EMU	11.09.2013	19:00	Projev Asmussena v Berlíně	ECB	09/2013						
USA	12.09.2013	0:00	30letá aukce	mld. USD	09/2013						
Francie	12.09.2013	8:45	Inflace	%	08/2013					-0,3	1,1
Francie	12.09.2013	8:45	Harmonizovaná inflace	%	08/2013					-0,3	1,2
EMU	12.09.2013	10:00	Měsíční zpráva ECB	ECB	09/2013						
EMU	12.09.2013	11:00	Průmyslová výroba	%	07/2013			0,3	-0,1	0,7	0,3
EMU	12.09.2013	13:40	Projev Draghiho v Litvě	ECB	09/2013						
USA	12.09.2013	14:30	Index dovozních cen	%	08/2013			0,5		0,2	1
USA	12.09.2013	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	09/2013			330		323	
USA	12.09.2013	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	08/2013					2951	
USA	12.09.2013	20:00	Rozpočtové saldo	mld. USD	08/2013			-155			
Maďarsko	13.09.2013	9:00	Průmyslová výroba	%	07/2013 *F					0,3	2,5
EMU	13.09.2013	11:00	Obchodní bilance	mil. EUR	07/2013					17,3	
Polsko	13.09.2013	14:00	Peněžní zásoba M3	%	08/2013					-0,2	
Polsko	13.09.2013	14:00	Inflace	%	08/2013		1,1			0,3	1,1
USA	13.09.2013	14:30	Výrobní ceny	%	08/2013			0,2	1,3	0	2,1
USA	13.09.2013	14:30	Jádrový index cen v průmyslu	%	08/2013			0,1	1,3	0,1	1,2
USA	13.09.2013	14:30	Maloobchodní tržby	%	08/2013			0,3		0,5	
USA	13.09.2013	14:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů	%	08/2013			0,4		0,4	
EMU	13.09.2013	15:00	Setkání ministrů financí EU ve Vilniusu	ECB	09/2013						
USA	13.09.2013	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		09/2013 *P			82		82,1	
USA	13.09.2013	16:00	Podnikatelské zásoby	%	07/2013			0,3		0	

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	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	3,75	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	2,36	1,37	1,31	1,97	2,05	2,15
Maďarsko	HU10Y	6,14	5,49	5,41	5,84	5,50	5,90
Polsko	PL10Y	4,73	3,60	3,61	4,14	3,90	3,95

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	EUR/CZK	25,8	25,09	25,74	25,99	26,00	25,50
Maďarsko	EUR/HUF	301	291	304	295	300	300
Polsko	EUR/PLN	4,30	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 (%)

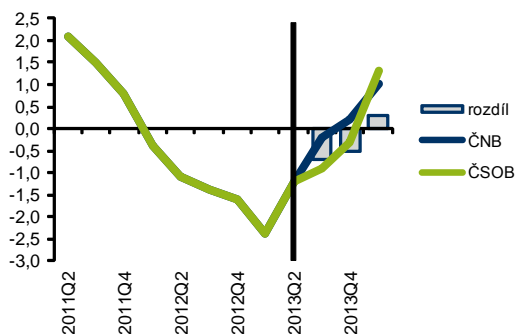
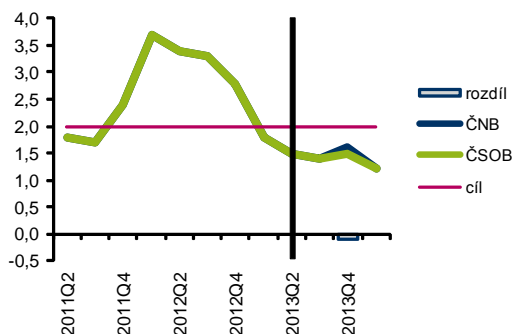
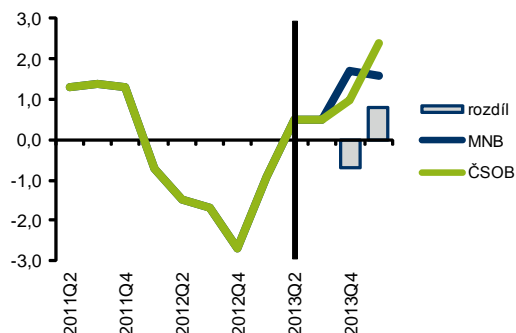
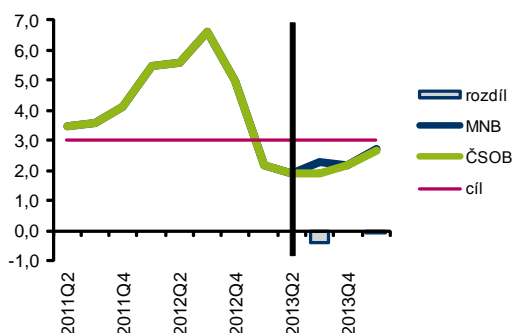
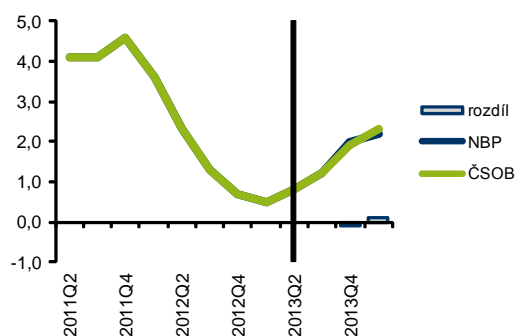
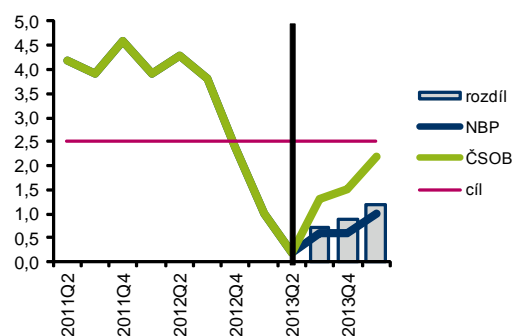
	2012	2013
Česko	-1,9	-2,5
Maďarsko	1,5	2,0
Polsko	-4,0	-3,8

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.