

Ekonomický měsíčník



KVĚTEN 2007

■ **Globální ekonomika**

Americká a evropská ekonomika divergují. Zatímco růst v USA se pohybuje pod možnostmi ekonomiky v eurozóně je tomu přesně naopak

■ **Česká republika**

Vyšší inflace a příznivější výhled české i evropské ekonomiky zřejmě urychlí zvýšení sazeb ČNB. Už dva členové bankovní rady pro růst sazeb na minulém zasedání zvedli ruku.

■ **Slovensko**

Rast ekonomiky zostáva naďalej vysoký. Dobrý vývoj inflácie a posilňovanie kurzu koruny umožnili ďalšie uvoľnenie menovej politiky.

■ **Maďarsko**

Národní banka Maďarska pod v dvou a půl letech zahajuje cyklus snižování oficiálních úrokových sazeb

■ **Polsko**

Pořadatelství fotbalového šampionátu v roce 2012 je dobrou zprávou pro polskou ekonomiku. V letech 2008-2011 zdatelně zrychlí dynamika investic.



Růst americké a evropské ekonomiky diverguje po letech překvapivě ve prospěch růstu v Eurozóně. Zatímco růst amerického HDP se nachází již páté čtvrtletí za sebou pod svým potenciálem, pak ekonomika eurozóny udivuje již druhý rok silným vzestupem. Ten přitom dosahuje tempa, jež se ještě nedávno zdálo být pro eurozónu dlouhodobě neudržitelné.

Překvapivým rysem současné makroekonomické situace je fakt, že navzdory tomu, že růst v USA v prvním pololetí nebude zřejmě vyšší než 1,5 % (meziročně), situace na trhu práce zůstává relativně napjatá. Poslední údaje z trhu práce v podobě měsíčního přírůstku pracovních sil sice byly slabší, avšak míra nezaměstnanosti se udržuje na rekordně nízkých úrovních. Vysoká úroveň zaměstnanosti může být přitom jeden z důvodů proč spotřeba domácností stále slušně roste, byť nejčerstvější údaje z maloobchodu přece jenom naznačují, že i zde se dostavuje určité zpomalení.

Stejně tak se stále daří americkým korporacím jejichž zisky za první čtvrtletí opět překvapily na silnější straně. Podniky se tedy, mimo jiné i díky rychle rostoucí zahraniční poptávce, těší dobrému zdraví. Nyní je otázkou jak naloží s vydělanými penězi. Optimální možností pro americkou ekonomiku by bylo, kdyby korporace své vysoké zisky v maximální míře reinvestovaly. Podle našeho názoru však americkou ekonomiku investiční boom ještě nečeká a tak podniky spíše než reinvestice zvolí výplaty dividend či zpětné výkupy vlastních akcií. Taková to politika pak může ve střednědobém horizontu podporovat růst akciového trhu a tím i nepřímo (spíše však slabě) kupní sílu amerického spotřebitele.

Nehledě na slabší americký růst se eurozóně nepřehlédnutelně daří. Zásahu na tom má především Německo, které se po dlouhé odmlce opět stalo hospodářskou lokomotivou unie. Přitom paradoxně to měla být německá ekonomika, která měla výkon eurozóny v důsledku zavedení vyšší DPH omezit. Ekonomice se však navzdory restrikcí daří a zaměstnanost stále roste, což vyvolá i úvahy o tom, zdali nedávno provedené strukturální změny nezvýšily hospodářský potenciál Německa a tím i celé eurozóny. Pokud by tomu tak opravdu bylo, mělo by to podstatné implikace pro rovnovážnou reálnou a potažmo nominální úrokovou míru v eurozóně. Vyšší růstový potenciál by totiž v delším horizontu implikoval vyšší reálné úrokové sazby. Na druhou stranu, krátkodobě by nečekaný nárůst nabídky v ekonomice mohl vést k nižším inflačním tlakům v eurozóně.

Přesto situace v eurozóně nemusí být na první pohled tak růžová jak naznačují data růstu německé ekonomiky za první čtvrtletí (přírůstek HDP 3,6 % meziročně). Podnikatelský optimismus ve druhé největší zemi eurozóny - Francii - roste v prvé řadě kvůli rostoucím vývozům do rychle rostoucího Německa. Zapůsobí-li tedy na německou ekonomiku restriktivnější měnové podmínky (kombinace vyšších sazeb a silného eura), může to vyvolat negativní dominový efekt v ostatních ekonomikách měnové unie, které by následně zřetelně zpomalily. Signály tohoto typu prozatím však nemáme, alespoň pokud se podíváme na klíčové předstihové ukazatele z německé ekonomiky (např. Ifo či ZEW).

US							
HDP (reálný)	meziročně, %	3.9	3.2	3.3	2.2 ↓	2.9 ↓	
Inflace (CPI)	průměr, %	2.7	3.4	3.2	2.7 ↑	2.1 ↓	
Fed (oficiální sazba)	konec období, %	2.25	4.25	5.25	4.75	4.75	
10Y vládní dluhopis	konec období, %	4.22	4.40	4.70	4.55	4.60	
USD/EUR	průměr	1.24	1.25	1.26	1.33	1.29	
USD/EUR	konec období	1.34	1.20	1.32	1.35	1.24	
EMU							
HDP (reálný)	meziročně, %	2.0	1.4	2.8	2.6 ↑	2.0	
Inflace (HCPI)	průměr, %	2.1	2.2	2.2	1.9	2.1	
ECB (oficiální sazba)	konec období, %	2.00	2.25	3.50	4.00	3.75	
10Y vládní dluhopis	konec období, %	3.68	3.33	3.95	4.15	3.80	
Brent	průměr, USD	38.3	54.2	64.9	63.6 ↑	62.0 ↑	

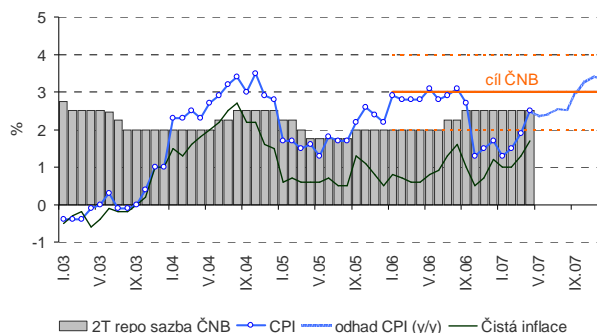
Spotřebitelské ceny v dubnu rostly meziměsíčně o 0,7 % a meziročně o 2,5 %. Zveřejněné údaje o vývoji spotřebitelských cen znamenají nepřijemné překvapení v podobě vyšší než očekávané inflace. Za aktuálním růstem CPI stojí především potraviny, které se na meziměsíčním růstu inflace podílely třemi desetinnými procentními body. Dalšími faktory byly podle očekávání vyšší ceny cigaret, ve kterých se ještě odráží dřívější zvýšení spotřebních daní, dále pak dražší benzín, zvýšené ceny léků, regulovaných nájmu a sezónního oblečení. Meziroční inflace, kterou cíluje centrální banka, se nyní dostává na sedmiměsíční maximum, avšak stále zůstává půl procentního bodu pod cílovou hodnotou ČNB. Stále platí, že větší část současné inflace vygenerovalo zvýšení spotřebních daní u cigaret a růst regulovaných cen. Takže stále můžeme hovořit o nákladové inflaci, zatímco poptávkové tlaky jsou stále minimální.

Ani v březnu růst průmyslu nepolevil, když se jeho výroba meziročně zvýšila o 12,7 %. Po očištění o rozdílný počet pracovních dní byl růst dokonce 14,6 %. Průmysl si tak už třetí měsíc za sebou udržuje stabilní dvojciferný růst, což svědčí o jeho dobré kondici a silné poptávce po jeho produkci. Za největším číslem stojí především a podle očekávání elektrotechnika a automobilový průmysl, který se veze na vlně rostoucí poptávky v zemích EU. Budování nových a rozšiřování stávající kapacit především podniků pod zahraniční kontrolou umožňuje navyšovat výrobu v období současné konjunktury evropské ekonomiky a výrazně tak podporuje hospodářský růst ČR, neboť více než polovina tržeb průmyslových firem pochází z přímého vývozu. Předpokládáme, že i ve zbytku roku bude jeho výkon závislý především na úspěšnosti elektrotechnického a automobilového průmyslu, které se největší měrou podílejí na dosavadních vysokých tempech výroby. Za celý rok by se výroba tuzemského průmyslu mohla zvýšit o 7-8 %.

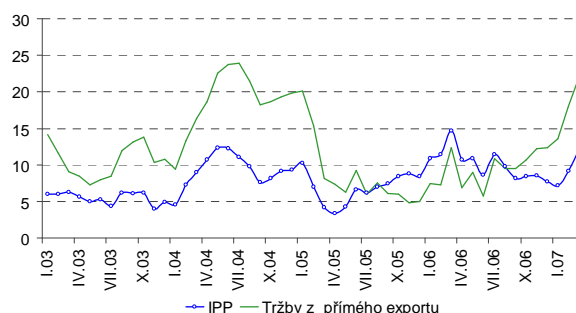
Silným boomem prochází i bytová výstavba, kterou v letošním roce výrazně ovlivnily obavy z vyšší sazby DPH, a tak se zcela jistě v letošním roce dočkáme rekordních výsledků výstavby bytů. Potvrzují to i výsledky za první čtvrtletí, kdy se podařilo dokončit meziročně o 20,3 % bytů, více než ve stejném období loňského roku. Počet 8337 dokončených bytů je dokonce nejvyšší za posledních deset let. Největší podíl na meziročním přírůstku mají byty v rodinných a bytových domech, po nichž je největší poptávka. Nahrávají tomu i dosavadní příznivě úročené hypoteční úvěry a půjčky ze stavebního spoření, které procházejí silným boomem. Naproti tomu počet zahájených bytů téměř stagnoval (+0,5 %). Důvodem je to, že se stavebníci a developři připravili na případný negativní vliv vyššího DPH (od r. 2008) a odstartovali své projekty už v předchozích letech, především v loňském roce. Pro zbytek roku můžeme očekávat další silné výsledky za výstavbu

bytů a je velmi pravděpodobné, že letošní rok přinese rekordní počet dokončených bytů za celé období od začátku existence samostatné ČR.

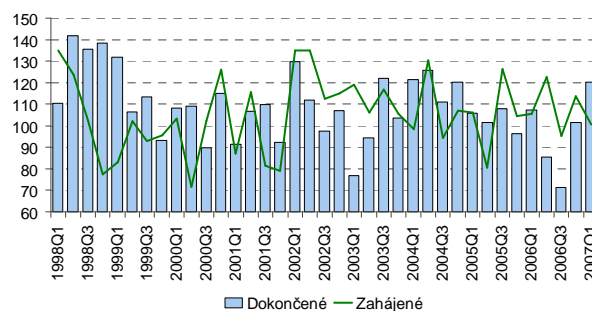
Meziroční inflace a cílové pásmo ČNB



Průmyslová výroba a tržby z přímého exportu (meziročně, 3M průměr, %)



Index výstavby bytů (meziročně, %)



Zaostřeno na měnovou politiku: Zvyšování sazeb je na spadnutí

Nejnovější inflační čísla jsou tak překvapivá, že si nejspíše vyžádají reakci ze strany centrální banky. Aktuální inflace je totiž čtyři desetiny procentního bodu nad novou inflační prognózou a v nejbližších měsících je jen málo pravděpodobné, že by se inflace vrátila zpět k vyprojektované trajektorii. Zvýšení úrokových sazeb přišlo na přetřes už na posledním zasedání bankovní rady, když pro něj hlasovali dva členové rady, a nová čísla mohou přesvědčit i některého z dalších členů vedení ČNB

zvednout ruku pro vyšší sazby. Je proto pravděpodobné, že ČNB se odhodlá zvýšit úrokové sazby dříve než v červenci, je dokonce pravděpodobné, že to udělá už na svém květnovém zasedání. Dřívější akce ČNB však nemusí znamenat, že sazby v ČR porostou mnohem více než jsme původně očekávali. Trh počítá do roka s trojím navýšením repo sazby o 0,25 procentního bodu a po dnešních číslech je na dohled ještě jedno zvýšení. Podle našeho názoru však spuštění série růstu oficiálních sazeb nenechá českou korunu chladnou, a ta by následně apetit ke zvyšování sazeb měla začít tlumit. Do konce roku proto nadále počítáme jen s dvojitým zvýšením sazeb na 3,00 %.

Makroekonomické ukazatele

		2004	2005	2006	Actual	2007f	2008f
HDP (reálný)	meziročně, %	4,2	6,1	6,1	6,1	4,7	4,9
HDP (nominální)	mld. CZK	2 781,1	2 970,3	3 204,1	3 204,1	3 414,5	3 635,3
HDP (nominální)	mld. EUR	87,2	99,7	113,0	114,4	122,7	136,4
Průmyslová výroba	meziročně, %	9,6	6,7	9,7	12,4	I-III.07	6,0
Stavební výroba	meziročně, %	9,7	4,2	6,6	28,9	I-III.07	5,0
Maloobchodní tržby	meziročně, %	2,5	4,0	6,4	8,5	I-II.07	4,8
CPI	meziročně, %	2,8	2,2	1,7	2,5	IV.07	2,6
Inflace	průměr, meziročně, %	2,8	1,9	2,5	2,2	IV.07	3,0
Čistá inflace	meziročně, %	1,5	0,5	1,2	1,7	IV.07	1,7
PPI	meziročně, %	7,7	-0,3	2,6	3,7	IV.07	2,3
Obchodní bilance	mld. CZK	-26,4	38,6	44,4	37,0	I-III.07	60,0
Běžný účet (na ročním základě)	% of HDP	-6,0	-2,6	-4,2	-4,2	2006	-3,1
Běžný účet	mld. EUR	-5,2	-2,1	-4,7	-4,7	2006	-4,0
PZI (netto)	% of HDP	3,7	9,4	9,4	9,4	2006	2,4
Devizové rezervy	mld. EUR	20,9	25,1	23,9	23,6	III.07	26,0
Míra nezaměstnanosti	konec období, %	9,5	8,9	7,7	6,8	IV.07	6,6
Reálné mzdy	meziročně, %	3,7	3,5	3,9	3,9	2006 Q1-Q4	2,9
Schodek rozpočtu centrální vlády	mld. CZK	-93,5	-56,6	-97,3	-17,0	I-IV.07	-90,0
Schodek rozpočtu centrální vlády	% HDP	-3,4	-1,9	-3,0	-3,0	2006	-2,5
Dluh centrální vlády	mld. CZK	592,9	691,2	802,5	812,0	III.07	992,5
Peněžní zásoba M2	meziročně, %	4,4	8,0	9,9	10,6	III.07	8,0
CZK/EUR	průměr	31,90	29,78	28,34	28,01	IV.07	26,66
CZK/EUR	konec období	30,47	29,01	27,50	28,13	IV.07	26,30
Repo sazba ČNB	e-o-p, %	2,50	2,00	2,50	2,50	IV.07	3,25
3m PRIBOR	průměr, %	2,36	2,01	2,30	2,60	IV.07	3,35
3m PRIBOR	konec období, %	2,56	2,17	2,55	2,67	IV.07	3,38
10y IRS	průměr, %	4,63	3,48	3,79	3,97	IV.07	4,10

Konvergence

		2004	2005	2006	Actual	2007f	2008f
HDP na obyvatele	eurozóna=100	68	69	72	72	74	76
Cenová hladina	eurozóna=100	53	56	59	59	60 ↑	64 ↓
HICP	průměr, meziročně, %	2,6	1,6	1,6	1,9	III.07	2,7
Veřejné rozpočty (ESA-95)	% HDP	-2,9	-3,5	-3,0	-3,5	2006	-3,6
Veřejný dluh (ESA-95)	% HDP	30,7	30,4	30,4	30,4	2006	33,4
Dlouhodobé úrokové míry (spread)	konec období	32	27	0		-5	0
Měna v ERM-II	ano/ne	NE	NE	NE		NE	NE

SLOVENSKO

Podľa predbežných údajov vzrástla slovenská ekonomika v Q1 o 8,9 %, čím zaostala za trhovými očakávaniami na úrovni 10,5 %. Napriek tomu výsledok nehodnotíme negatívne. Stále ide o vysoký rast, ktorým Slovensko zotráva na prvom mieste v rámci stredoeurópskeho regiónu. Kde sa skrývajú rozdiely oproti nášmu odhadu je ťažké identifikovať, keďže detailná štruktúra bude k dispozícii až 1. júna. ŠÚ SR len naznačil, že rast bol ťahaný pokračujúcim zahraničným dopytom pri trvajúcom raste domáceho dopytu. Rozdiel môže byť spôsobený cenovým deflátorom vývozu alebo dovozu. Náš odhad celoročného rastu HDP na úrovni 8,9 % ponechávame nezmenený.

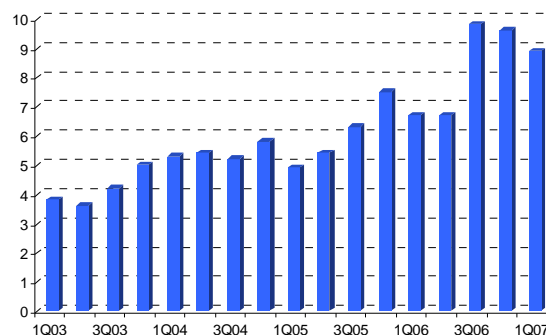
Priaznivý výhľad na infláciu sa nezmenil ani po štyroch mesiacoch. Celková inflácia už tretí mesiac za sebou stagnuje na úrovni 2,7 %. Harmonizovaná inflácia, ktorá je podstatná z hľadiska plnenia maastrichtského kritéria, je v súčasnosti na úrovni 2,0 %. K hlavným proinflačným faktorom patrili v apríli potraviny a pohonné hmoty. Dôležité je, že stále nevidieť žiadne dopytové tlaky. Inflačný výhľad zostáva naďalej priaznivý. Predpokladáme, že dynamika inflácie sa bude postupne spomaľovať a na konci roka vidíme HICP na 1,8 %. NBS je dokonca optimistickejšia. Vo svojej aktualizovanej prognóze znížila odhad HICP na koniec roka na 1,3 % z pôvodných 1,5 % kvôli priaznivejším očakávaniam pre vývoj cien služieb. Hlavné riziko i naďalej predstavuje vývoj cien ropy na svetových trhoch a ceny potravín.

Za prvé tri mesiace tohto roka sa kumulatívna bilancia zahraničného obchodu dostala do mierneho deficitu 2,7 mld. Sk. Hlavným motorom medziročného zlepšenia je jednoznačne automobilový priemysel. Aj napriek slabším marcovým číslam, očakávame, že obchodná bilancia sa bude vyvíjať priaznivo. Počas leta však dočasne príde k zhoršeniu ZO kvôli celozávodným dovolenkám vo všetkých troch automobilových podnikoch (VW a Kia prelom júla a augusta, Peugeot v auguste). Dočasne negatívnym faktorom bude i zvýšenie investičných dovozov v súvislosti s výstavbou nového závodu juhokórejského Samsungu. Za celý rok stále očakávame deficit na úrovni 31,5 mld. Sk (resp. 1,7 % HDP).

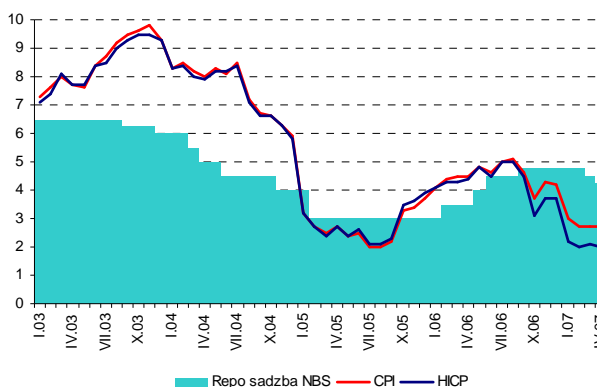
Deficit verejných financií dosiahol v minulom roku 3,4 % HDP oproti pôvodným 4,2 %. Z toho 1,1 % tvorili náklady na dôchodkovú reformu. Hlavným dôvodom lepšieho hospodárenia bol rýchlejší rast ekonomiky. Výsledok celého okruhu verejných financií možno hodnotiť ako priaznivý. Pre dosiahnutie maastrichtského kritéria bude oveľa dôležitejšie splnenie tohtoročného deficitu VF, ktorý je naplánovaný na úrovni 2,9 %. Vláda zároveň schválila deficit 2,34 % HDP pre rok 2008. To je určite dobrá správa, keďže rokovanie o ňom vláda viackrát odložila a premiér Fico naznačoval, že

verejné financie by sa po vstupe do eurozóny mohli dostať z „Maastrichtskej pasce“, čím by vznikol priestor pre uvoľnenie rozpočtovej politiky.

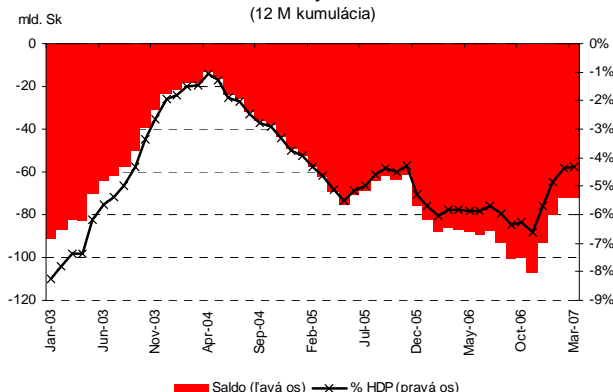
Rast HDP
(medziročne v %)



Kľúčová sadzba NBS a inflácia
(medziročne v %)



Zahraničný obchod
(12 M kumulácia)



Zaostrené na menovú politiku: NBS opäť znižuje sadzby a zlepšuje odhad na infláciu i rast

Tak ako v marci, i v apríli NBS znížila kľúčovú úrokovú sadzbu o 25 bps a tým sa dostala na súčasných 4,25 %. Svoje rozhodnutie zdôvodnila hlavne posilnením kurzu koruny, ktoré sa odrazilo v sprísnení menových podmienok. Ďalším faktorom je i dobrý vývoj inflácie. Stále vidíme priestor pre ďalšie zníženie sadzieb o 25 bps a to počas tretieho štvrt'roka. Okrem vývoja ekonomických fundamentov bude dôležitý i vývoj kurzu koruny. Zaujímavé

je, že NBS prehodnotila i odhad reálneho rovnovážneho kurzu smerom k silnejšej úrovni, keď zohľadnila vyššiu rast produktivity. Uvidíme, či centrálna banka vyrovná svoju kľúčovú sadzbu s tou v eurozóne, keďže prezident ECB Trichet predznamenal júnový rast základnej sadzby na 4,0 %.

Banka prezentovala i novú strednodobú prognózu. Podľa očakávania revidovala odhad tempa rastu ekonomiky smerom hore. V tomto roku očakáva rast 8,9 % oproti pôvodným 8,6 %. Výraznejšie však zvýšila predpoklad na rok 2008, keď kvôli ohlásenej investícii Samsungu zdvihla odhad na 7,4 % zo 6,2 %.

Makroekonomické ukazovatele

		2004	2005	2006	Actual	2007f	2008f
HDP (reálny)	medziročne, %	5,4	6,0	8,3	8,9	2007 Q1	6,8
HDP (nominálny)	mld. SKK	1 355,3	1 471,1	1 636,3	414,4	2007 Q1	1 977,8
HDP (nominálny)	mld. EUR	33,8	38,1	43,9	12,4	2007 Q1	62,2
Priemyselná produkcia	medziročne, %	4,1	3,8	9,9	12,5	III.07	8,5
Stavebná produkcia	medziročne, %	5,7	14,7	14,8	16,1	III.07	12,0
Malobchodné tržby	medziročne, %	6,2	9,7	8,3	6,0	III.07	5,9
CPI	medziročne, %	5,9	3,7	4,2	2,7	IV.07	2,4
Inflácia	priemer, medziroč	7,6	2,7	4,5	2,8	IV.07	2,2
Jadrová inflácia	medziročne, %	1,5	1,7	2,7	2,6	IV.07	2,2
PPI	medziročne, %	3,4	4,7	5,4	3,1	III.07	2,4
Obchodná bilancia	mld. SKK	-49,6	-76,3	-93,1	-4,6	Jan-Mar-07	-10,0
Bežný účet (na ročnej báze)	% HDP	-7,9	-8,6	-8,3	-8,3	2006	-3,0
Bežný účet	mld. EUR	-2,7	-3,3	-3,6	-3,6	2006	-2,0
PZI netto	mld. EUR	0,8	0,5	3,3	3,3	2006	2,8
Devízové rezervy	mld. USD	14,9	15,5	13,4	16,6	III.07	14,2
Miera nezamestnanosti	koniec obdobia, %	13,1	11,4	9,4	8,9	III.07	9,2
Reálne mzdy	medziročne, %	2,5	6,3	3,3	3,3	2006 Q1-Q4	4,2
Schodok rozpočtu centrálnej vlády	mld. SKK	-70,3	-33,9	-31,7	-1,5	Jan-Apr-07	-22,8
Schodok rozpočtu centrálnej vlády	% HDP	-5,2	-2,3	3,4	3,4	2006	-2,3
Dlh centrálnej vlády (GFS)	mld. SKK	564,1	507,4	503,1	503,1	2006	593,4
Peňažná zásoba (M3)	medziročne, %	7,8	7,4	15,3	16,8	II.07	10,0
SKK/EUR	priemer	40,05	38,60	37,25	33,47	IV.07	31,80
SKK/EUR	koniec obdobia	38,80	37,85	34,57	33,67	IV.07	31,50
Reposadzba NBS	koniec obdobia, %	4,00	3,00	4,75	4,25	IV.07	4,00
3m BRIBOR	priemer, %	4,70	2,93	4,32	4,05	IV.07	3,90
3m BRIBOR	koniec obdobia, %	3,66	3,12	4,69	4,13	IV.07	3,80
10y IRS	priemer, %	5,00	3,70	4,44	4,31	IV.07	4,20

Konvergencia

		2004	2005	2006	Actual	2007f	2008f
HDP na obyvateľa	eurozóna=100	51	54	57	57	2006	64
Cenová hladina	eurozóna=100	53	55	57	57	2006	66
HICP	priemer, %	7,5	2,8	4,3	2,0	IV.07	2,2
Verejné rozpočty (ESA-95)	% HDP	-3,0	-3,1	-3,4	-3,4	2006	-2,3
Verejný dlh (ESA-95)	% HDP	41,5	34,5	30,7	30,7	2006	28,6
Dlhodobé úrokové miery (spread)	koniec obdobia					IV.07	
Mena v ERM-II	áno/nie	nie	áno	áno	áno	IV.07	áno

MAĎARSKO

Schyluje se k prvnímu snížení základní sazby MNB

V Maďarsku se schyluje k prvnímu snížení oficiální úrokové sazby od září 2005. Připomeňme, že maďarské úrokové sazby se ocitly na nejvyšší úrovni mezi zeměmi EU (nepočítáme-li Rumunsko) vinou neudržitelně vysokého dvojího deficitu, který vedl k výrazné deprecii forintu. Vnější nerovnováhu a vysoký schodek se však podařilo díky restriktivní politice ordinované liberálně-socialistickou vládou výrazně zredukovat, tudíž forint je již opět stabilní měnou, která centrální bance pomáhá krotit inflaci.

Pochopitelně, že tím hlavním argumentem, který by měl bankovní radu přimět k zahájení cyklu uvolňování měnové politiky je příznivý. A zde je důležité, že meziroční míra inflace dosáhla v dubnu „jen“ 8,8 %, čímž potvrdila, že v březnu dosáhla vrcholu a v následujících měsících by již měla být na sestupu. Detailní struktura inflace totiž ukazuje, že šok způsobený zvýšením administrativně regulovaných cen začíná odeznívat. Příznivě se navíc vyvíjely i ceny obchodovatelných statků a to (evidentně) díky silnému forintu. Pokud jde o vývoj inflace v následujícím období - v Maďarsku (podobně jako v ostatních zemích regionu)

rostou obavy z růstu cen potravin, které by mohly vyvolat nepříznivé klimatické podmínky, především pak sucho v kombinaci s teplou zimou. My nicméně do té doby než se negativní nabídkový šok na trhu s potravinami objeví ve velkoobchodních cenách nemáme důvod měnit náš inflační výhled, který počítá, že meziroční inflace poklesne v srpnu na 8,0 %, přičemž do konce roku spadne na 5,5 %.

Centrální banka pochopitelně musí zajímat dlouhodobější inflační vývoj, který by měl být prezentován v nové inflační zprávě. Podle našich odhadů by měla inflace klesat, takže v příštím roce by mohla dosáhnout v průměru jen 3,4 %. Je zde tedy velmi dobrá perspektiva, že inflace se během následujících 12-ti měsíců vrátí zpět do cílovaného koridoru MNB, což by mělo otevřít prostor pro razantní snížení základní úrokové sazby. Do konce tohoto roku by tak základní sazba mohla být snížena celkem čtyřikrát o 25 bazických bodů. Příští příznivý inflační vývoj by měl MNB umožnit sundat oficiální úrokovou sazbu ještě o dalších 50 bazických bodů.

Makroekonomické ukazatele

		2004	2005	2006	Actual figure		2007f	2008f
HDP (reálný)	meziročně, %	4,9	4,2	3,9	2,9	2007 Q1	2,5	3,5
HDP (nominální)	mln. CZK	20 413	21 785	23 562	23 562	2006	25 585	27 270
HDP (nominální)	mln. HUF	81,1	87,8	89,2	89,2	2006	102,8	107,2
Průmyslová výroba	meziročně, %	7,4	7,0	10,1	9,5	I-III. 07	8,3	9,8
Stavební výroba	meziročně, %	6,8	16,6	-0,5	3,3	I-II. 07	4,0	6,0
Maloobchodní tržby	meziročně, %	5,6	4,5	4,4	0,7	I-II. 07	1,5	4,0
CPI	meziročně, %	5,5	3,3	6,5	8,8	IV.07	5,3	3,0
Inflace	průměr, meziročr	6,8	3,6	3,9	8,6	IV.07	7,4	3,4
Jádrová inflace	meziročně, %	5,0	1,3	5,0	5,9	IV.07	3,1	1,7
PPI	meziročně, %	3,5	4,4	5,0	2,0	III.07	1,2	3,1
Obchodní bilance	mln. CZK	-987	-720	-522	-71	I-III. 07	-250	-400
Běžný účet (na ročním základě)	% of HDP	-8,8	-7,3	-5,8	-5,8	2006	-4,5	-4,0
Běžný účet	mln. EUR	-7,1	-6,4	-5,2	-5,2	2006	-4,6	-4,3
PZI (netto)	% of HDP	3,5	4,9	2,0	2,0	2006	2,1	2,7
Devizové rezervy	mln. EUR	11,7	15,7	16,4	17,0	III.07	16,5	16,0
Míra nezaměstnanosti	konec období, %	6,0	7,2	7,5	7,5	I-III. 07	7,8	7,5
Reálné mzdy	meziročně, %	-0,7	6,3	3,6	-8,1	II.07	-6,0	2,0
Schodek rozpočtu centrální vlády	mln. CZK	-1284	-984	-2034	-549	I-IV. 07	-1600	-1150
Schodek rozpočtu centrální vlády	% HDP	-6,3	-4,5	-8,7	n/a	n/a	-6,5	-4,3
Dluh centrální vlády	mln. CZK	11 592	12 766	14 706	15 213	IV.07	16 813	17 963
Peněžní zásoba M3	meziročně, %	11,7	13,9	16,0	6,9	III.07	6,0	6,0
HUF/EUR	average	251,7	248,1	264,1	246,0	IV.07	248,8	254,5
HUF/EUR	e-o-p	245,9	252,7	251,5	246,4	IV.07	250,0	255,0
2w NBH repo rate	e-o-p	9,50	6,00	8,00	8,00	IV.07	7,00	6,50
3m BUBOR	average	11,32	7,05	6,99	7,86	IV.07	7,40	6,60
3m BUBOR	e-o-p	9,32	6,27	8,05	7,82	IV.07	7,00	6,50
10y IRS	average	8,25	6,49	7,05	6,62	IV.07	6,00	5,80

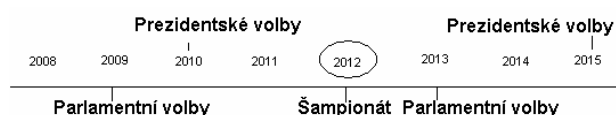
Konvergence

		2004	2005	2006		2007f	2008f
HDP na obyvatele	eurozóna=100	58	59	60		60	61
Cenová hladina	eurozóna=100	59	61	58		63	62
HICP	meziročně, %	6,8	3,5	3,9		7,4	3,4
Veřejné rozpočty (ESA-95)	% HDP	-5,4	-7,8	-9,8		-6,5	-4,3
Veřejný dluh (ESA-95)	% HDP	60,2	61,7	67,5		70,1	70,1
Dlouhodobé úrokové míry (spread)	konec období	337	364	276		180	160
Měna v ERM-II	ano/ne	ne	ne	ne		ne	ne

POLSKO

€URO NEBO EURO, CO SI POLSKO ZVOLÍ V ROCE 2012?

Přidělení pořadatelsví evropského fotbalového šampionátu Euro 2012 Polsku a Ukrajině je pro našeho severního souseda bezesporu pozitivní zprávou. Příprava na šampionát si vyžádá investice nejen do nových stadionů, ale především urychlí infrastrukturní projekty zaměřené na vybudování nových silničních spojů, železnic, letišť a ubytovacích kapacit. Bezprostředně by se tak měla v letech 2008-2011 zrychlit investiční poptávka (odhadujeme přibližně 13 % růst mezi roky 2008-2011), která se odrazí i v dalším zlepšení situace na trhu práce, a rychleji by tak měla růst i spotřeba domácností. Efekty vyšších investic do infrastruktury by měly být navíc pozitivní i v dlouhodobém horizontu, ve kterém zvyšují hospodářský potenciál země...



Vše ale není tak růžové, jak vypadá na první pohled. Možné problémy se začnou vynořovat ve chvílích, kdy

zvážíte možné scénáře vstupu Polska do EMU. Pokud v dalších volbách zvítězí opoziční liberálové z Občanské platformy a zvládnou sestavit proreformní kabinet, Poláci by se mohli dočkat eura v roce 2013 (vstup do ERM v roce 2011 + dost času na případná úsporná opatření ve státní kase). Pořadatelsví evropského šampionátu ale může reformní snahy spojené se vstupem do eurozóny zkomplikovat. Podle hrubých odhadů si investice do infrastruktury vyžádají spolufinancování v hodnotě přibližně 20 mld. EUR. Lze sice argumentovat, že tuto částku by polské veřejné rozpočty tak jako tak musely vynaložit na spolufinancování evropských projektů. Není to ale docela tak pravda – Polsko by stálo před volbou, zda vyčerpat a spolufinancovat všechny evropské projekty anebo udržet rozpočty v mantinelech požadovaných Bruselům pro přijetí eura. Tuto volbu teď Poláci pořadatelsvím šampionátu prakticky ztrácejí a potenciální úspory se budou muset hledat jinde... To bude zvláště těžké před blížícími se parlamentními volbami (podzim 2013).

Makroekonomické ukazatele

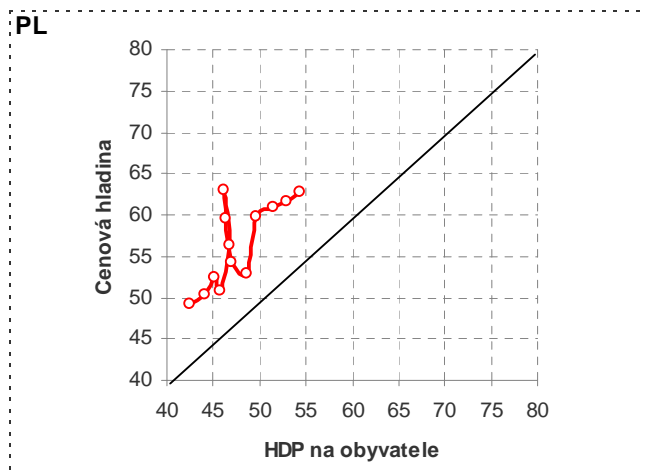
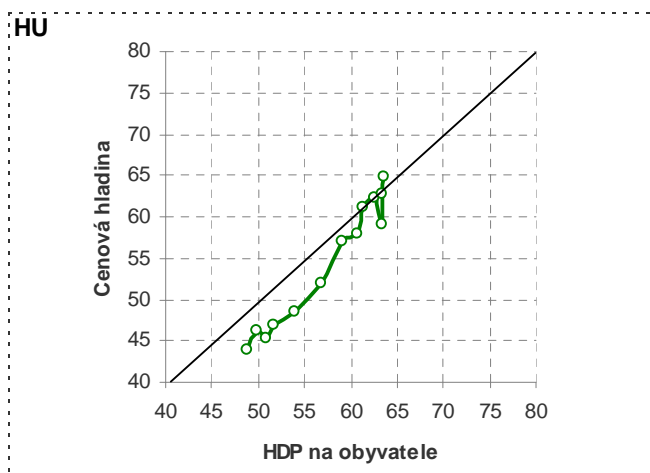
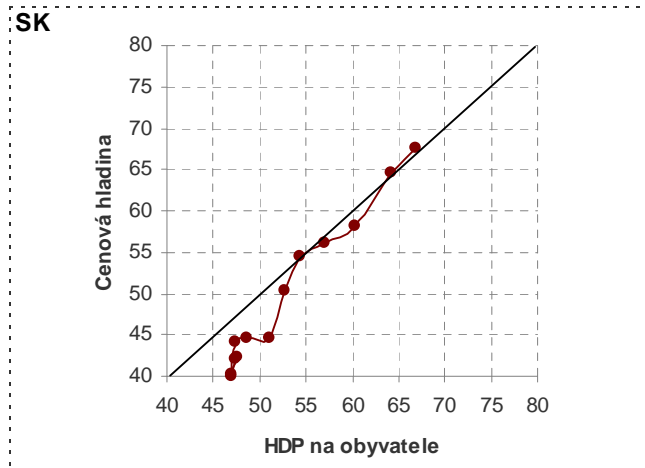
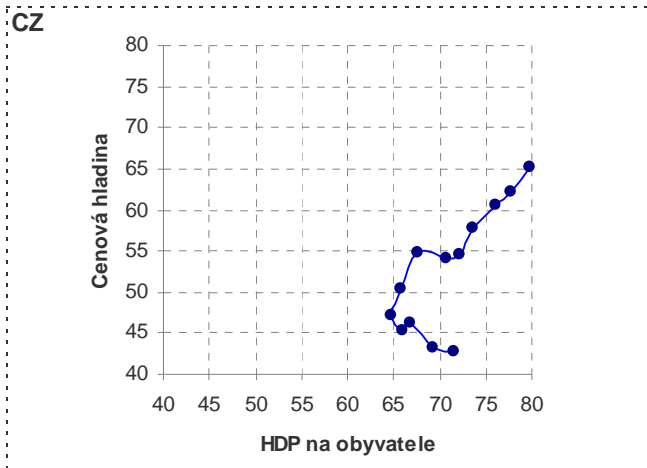
		2004	2005	2006	Aktuálně	2007f	2008f
HDP (reálný)	meziročně, %	5,3	3,5	6,1	6,1 2006	6,1	5,4
Průmyslová výroba	meziročně, %	13,1	4,1	12,4	11,3 II.07	11,5	10,0
Maloobchodní tržby	meziročně, %	10,3	4,4	12,3	19,2 II.07	12,5	11,0
CPI	meziročně, %	3,7	0,7	1,4	2,3 II.07	2,4	2,5
Inflace	průměr, meziročně, %	3,7	2,1	1,0	1,0 2006	2,0	2,4
PPI	meziročně, %	7,0	0,7	2,3	3,3 II.07	2,1	2,5
Běžný účet (na ročním základě)	% of HDP	-4,3	-1,7	-2,1	-2,1 2006	-2,0 ↑	-2,2 ↑
PZI (netto)	% of HDP	4,9	3,1	4,2	4,2 2006	3,8 ↑	3,3 ↑
Míra nezaměstnanosti	konec období, %	19,5	18,2	14,9	14,9 II.07	11,5 ↓	10,5 ↓
Reálné mzdy	meziročně, %	0,6	1,0	3,9	6,8 II.07	4,5 ↑	3,6 ↑
Rozpočtový deficit (MMF)	% HDP	-4,5	-3,2	-2,2	n/a 2006	-2,0	-1,9
Peněžní zásoba M3	meziročně, %	413,9	11,9	11,9	17,8 II.07	12,0	11,0
PL/EUR	průměr	7,0	4,0	3,9	3,9 2006	3,8 ↓	3,7 ↓
PL/EUR	konec období	4,5	3,9	3,8	3,8 2006	3,7 ↓	3,7 ↓
Základní sazba RPP	e-o-p, %	3,0	4,5	4,0	4,0 2006	4,5	4,8 ↑
3m WIBOR	průměr, %	6,5	5,2	4,2	4,2 2006	4,6	4,9 ↑
3m WIBOR	konec období, %	6,2	4,6	4,2	4,2 2006	4,7 ↓	4,9 ↑
10y IRS	průměr, %	6,6	5,1	5,1	5,1 2006	5,3	5,4

Konvergence

		2004	2005	2006	Aktuálně	2007f	2008f
HDP na obyvatele	eurozóna=100	46	47	48	48 2006	50	52
Cenová hladina	eurozóna=100	51	58	59	59 2006	60	61
HICP	průměr, meziročně, %	6,8	3,5	1,3	3,1 IX.06	2,1	2,5
Veřejné rozpočty (ESA-95)	% HDP	-3,9	-2,5	-3,8	-3,9 2006	-3,4	-3,2
Veřejný dluh (ESA-95)	% HDP	-41,9	-42,0	-46,0	-47,8 2005	-49,5	-50,0
Dlouhodobé úrokové míry	spread v bodech			124		95	75
Měna v ERM-II	ano/ne	ne	ne	ne		ne	ne



KONVERGENCE



Tentokrát jsme naše předchozí konvergenční čtyřúhelníky zaměnily za grafy vyjadřující přibližování sledovaných zemí k průměru EU-25 v parametrech HDP na obyvatele a cenové hladiny. Jako začátek konvergenční cesty byl zvolen rok 1995 a jako konec rok 2008. Historická data jsou převzata z Eurostatu, predikce do roku 2008 je vystavěna na vlastních odhadech.

Tato publikace byla připravena útvarem Investičního výzkumu ČSOB ve spolupráci s analytiky Kredyt Bank SA (Polsko).
Kontaktní osoby pro jednotlivé země:

Globální trhy

Jan Čermák jcermak@csob.cz

Česká republika

Petr Dufek (editor) pdufek@csob.cz

Slovensko

Marek Gábris mgabris@csob.sk
Silvia Čechovičová scechovicova@csob.sk

Maďarsko

Jan Čermák jcermak@csob.cz

Polsko

Jan Bureš jabures@csob.cz
Piotr Radzewicz pradzewicz@kredybank.pl

Československá obchodní banka, a. s.

Panská 9, 115 20 Praha 1
Telefon: 261 351 111
Fax: 261 353 327
www.csob.cz

Obchodování pro klienty	Petr KOROUS	261 353 515	pkorous@csob.cz
Operace na devizových trzích	Václav BAKULE	261 353 506	vbakule@csob.cz
Operace na peněžních trzích	David NETUŠIL	261 353 511	dnetusil@csob.cz
Derivátové operace	Pavel BOUC	261 353 501	pbouc@csob.cz
Kapitálové trhy	Jan POULÍK	261 353 535	jpoulik@csob.cz
Primární emise	Michal BROTHÁNEK	261 353 019	mbrothanek@csob.cz
Investiční výzkum	Martin KUPKA Petr DUFEK Jan ČERMÁK	261 353 119 261 353 122 261 353 578	mkupka@csob.cz pdufek@csob.cz jcermak@csob.cz

Patria

Obchodování s akciemi	Milan PROCHÁZKA Silvio KOTARAC	221 424 215 221 424 104	prochazka@patria.cz kotarac@patria.cz
Firemní finance	Tomáš KLÁPŠTĚ	221 424 111	klapste@patria.cz

Informace obsažené v tomto dokumentu poskytuje Československá obchodní banka, a. s., v dobré víře a na základě pramenů, které považuje za správné, důvěryhodné a odpovídající skutečnosti. Přesto ani Československá obchodní banka, a. s., 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 Československá obchodní banka, a. s., nečiní žádné prohlášení ohledně přesnosti a úplnosti těchto informací. Československá obchodní banka, a. s., také nepřebírá jakoukoliv odpovědnost za případnou ztrátu nebo škodu, kterou může klient utrpět.

Bez předchozího souhlasu Československé obchodní banky, a. s., nelze tento dokument ani jeho části kopírovat nebo dále šířit.