



ANALYTICKÝ TÝDENÍK

14. KVĚTNA 2007

Vážení klienti, vzhledem k stěhování do nové budovy vyjde příští číslo Analytického týdeníku až v pondělí 28.5.2007

- **Česko**
Vyšší inflace zřejmě urychlí růst sazeb
- **Slovensko**
Trh čeká rekordný rats HDP!
- **Polsko**
Trh dluhopisů čeká na inflační data
- **Maďarsko**
Nižší inflace otvírá cestu k redukci úrokových sazeb

SHRNUTÍ

Dubnová inflační čísla publikovaná s výjimkou Polska napříč celým regionem byla minulý týden v centru pozornosti na trhu dluhopisů. Speciálně pro český a maďarský trh byly zveřejněny údaje klíčové, neboť v obou zemích se centrální banky připravují po delší odmlce k akci. Poněkud paradoxně rozhodnutí bankovní rady ČNB a MNB by mělo tento měsíc vyznít přesně opačně – zatímco v Maďarsku by měla jít základní sazba příští pondělí o 25 bazických bodů dolů, česká repo sazba půjde zřejmě na konci měsíce o čtvrt procentního bodu vzhůru.

Česká dubnová inflační čísla byla pro nás nemilým překvapením. Spotřebitelské ceny rostly podstatně rychleji, než jsme my předpokládali. Přestože byl růst spotřebitelských cen tažen především potravinami, fakt, že celková inflace roste rychleji, než centrální banka očekávala, by mohl bankovní radu přimět k akci již tento měsíc. Květnový scénář nicméně poněkud zpochybňuje složení bankovní rady, které růstu sazeb (zatím) nenahrává, neboť výsledek posledního hlasování o sazbách i dosavadní komentáře naznačují, že příznivci okamžitého růstu úroků nemají zatím většinu. Každopádně se dá tedy

očekávat, že rozhodnutí sedmičlenné bankovní rady bude tentokrát velmi těsné.

Naopak maďarská dubnová inflace nás utvrdila v tom, že maďarská centrální banka může jít proti globálnímu sentimentu a začne uvolňovat měnovou politiku. Dubnová inflační data by měla bankovní radu utvrdit v tom, že růst cen (v meziročním) srovnání dosáhl vrcholu, což společně se silným forintem otvírá prostor pro snižování vysokých oficiálních úrokových sazeb. Argumenty pro zahájení cyklu snižování základní sazby by nakonec měla poskytnout nová inflační prognóza. Ta by měla naznačit příznivý inflační výhled, byť situaci při prognózování celkové inflace může MNB (ale i ostatním centrální bankám ve střední Evropě) komplikovat počasí. Teplá zima následovaná dlouhotrvajícím suchem totiž zřejmě poškodí letošní úrodu a bude hnát ceny potravin v celém regionu vzhůru.

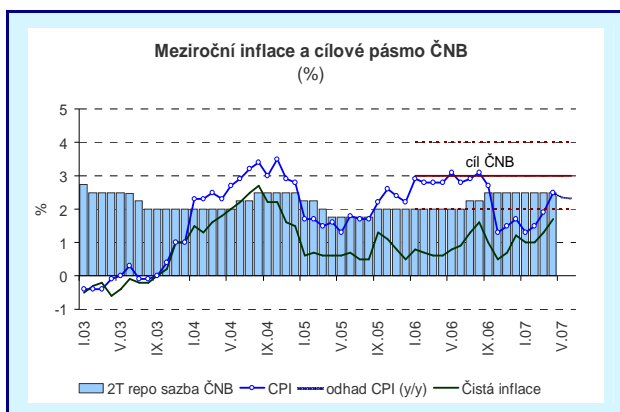




ČESKO

V dubnu spotřebitelské ceny rostly meziměsíčně o 0,7 % (trh očekával 0,4 %) a meziročně o 2,5 %, zatímco tržní konsensus dosáhl 2,2 %. Za aktuálním růstem CPI stojí především potraviny, které se na meziměsíčním růstu inflace podílely třemi desetinnými procentního bodu. Jejich ceny rostou jednak v důsledku sezónního vývoje, avšak částečně se na jejich vzestupu podílí i loňská nepříliš vydařená úroda. 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. Část inflace jde na vrub rostoucím cenám potravin, za nímž stojí rostoucí ceny vstupů do zemědělství, horší klimatické podmínky a rozšiřující se odbytové možnosti prvovýrobců v zahraničí. Takže stále můžeme hovořit o nákladové inflaci, zatímco poptávkové tlaky jsou stále minimální.



Nejnovější inflační čísla jsou tak překvapivá, že si nejspíše vyžádají dřívější 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 nově 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

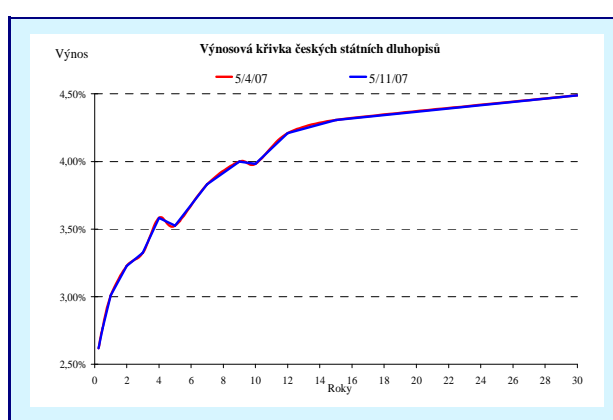
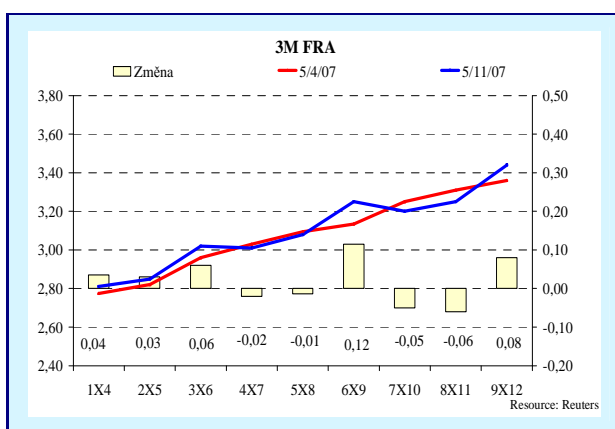
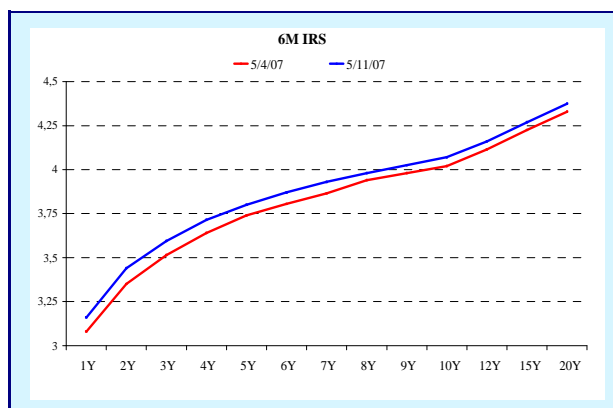
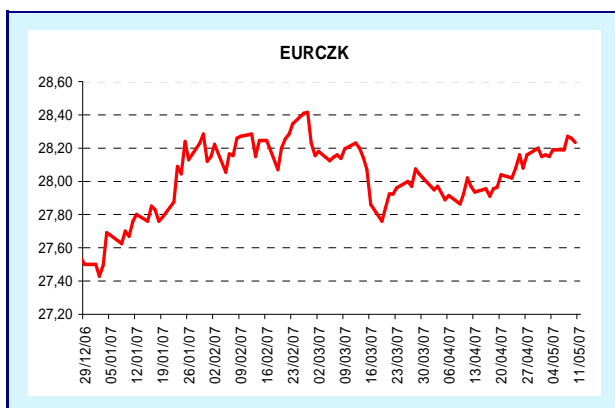
ČNB se odhodlá zvýšit úrokové sazby dříve než v červenci. Je dokonce možné, že to udělá už na svém květnovém či červnovém zasedání. Dřívější akce ČNB však nemusí znamenat, že sazby v ČR porostou mnohem více než jsme původně očekávali. Trh počítá do roka s trojnásobným navýšením repo sazby o 0,25 procentního bodu a po posledních číslech je na dohled ještě jednoduše 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 dvojnásobným zvýšením sazeb na 3,00 %.

Česká koruna se v minulém týdnu usadila spolehlivě v slabším pásmu pod 28,30 EUR/CZK. Ignorovala tak opět převážně dobrou náladu na sousedních střeoevropských trzích i pokračující růst sazeb po zasedání ČNB.

Pohyby koruny v tomto týdnu budou z pohledu dalšího vývoje EUR/CZK velice zajímavé. Růst domácích sazeb na peněžním trhu by mohl podle našeho názoru korunu pomalu vracet zpět pod vliv regionální nálady a celkově všech emerging markets. Pro ty by měla být v nadcházejícím týdnu rozhodujícím číslem americká jádrová inflace, která pokud nepřekvapí vyšší hodnotou (nad 0,2% m/m), bude spolu s dalšími zisky akciových trhů hrát emerging markets do karet. Po posledních překvapivě holubičích komentářích z ČNB se ale koruna může nakonec opět vydat zcela proti směru regionu.

České dluhopisy zahájily minulý týden poklidně, před úterním svátkem ale byly objemy obchodů podprůměrné. Významným impulzem byla vyšší dubnová inflace, která poslala výnosy vzhůru po celé délce křivky o 4 až 9 bodů, výnosová křivka přitom zploštěla. Ve středu byl také v aukci nabídnut státní dluhopis 3,55%/2012 v objemu 7 mld.Kč. Poptávka byla sice dostatečná, nabízené ceny ale ministerstvo financí neuspokojily, a prodáno bylo proto jen za 6 mld.Kč.

Vyšší inflace na pozadí předcházejících komentářů ČNB budou působit zřejmě i v tomto týdnu. Protože navíc zřejmě převládne medvědí nálada i na trzích eurozóny, lze očekávat růst výnosů i nadále. V průběhu týdne bude v aukci opět nabídnut státní dluhopis, tentokrát 4,00%/2017 v objemu 7 mld.Kč. Minulá aukce stejného dluhopisu byla úspěšná, proto by i tentokrát měl být zájem investorů o aukci dostatečný



Porovnávací tabulka pro české státní obligace

Název	Cena 11/05/07	Výnos 11/05/07	Změna ceny (bps.) k 04/05/07	Změna výnosu (bps.) k 04/05/07	Modif. durace 11/05/07
SD/ 2,3 / 26/09/08	98,65	3,32	-11	10	1,3
SD/ 3,8 / 22/03/09	100,67	3,42	-17	9	1,8
SD/ 2,6 / 18/10/10	96,41	3,68	-29	10	3,2
SD/ 6,6 / 05/10/11	111,69	3,61	-42	9	3,7
SD/ 3,7 / 16/06/13	98,83	3,92	-46	9	5,2
SD/ 3,8 / 11/04/15	98,39	4,04	-27	4	6,7
SD/ 7 / 26/01/16	121,14	4,02	-32	3	6,6
SD/ 4,6 / 18/08/18	103,22	4,23	-20	2	8,5
SD/ 3,8 / 12/09/20	94,18	4,33	-24	3	10,0
SD/ 4,2 / 04/12/36	95,17	4,50	-11	1	16,1

OČEKÁVANÉ UDÁLOSTI

■ Úterý, 15. května, 9:00

Průmysl (březen)

8,0 % y/y

Zpomalení průmyslu, které očekáváme, jde na vrub nižšího počtu pracovních dní a vysokého základu z loňského března. Po zohlednění rozdílného počtu dní jde stále o dvouciferný růst, na kterém se podílí především

automobilový a elektrotechnický průmysl těžící z rostoucí zahraniční poptávky a rozvoje domácích výrobních kapacit.

Stavebnictví (březen)

15,0 % y/y

Pokračující stavební boom má na svědomí neobvykle příznivé zimní počasí, které umožnilo pokračovat v pracích



v terénu, a dostatek zakázek financovaných veřejným i soukromým sektorem. K rychlému tempu stavební výroby přispívá i boom bytové výstavby, která těží z nízkých úrokových sazeb a rostoucí životní úrovně podporující zájem o nové bydlení.

■ **Středa, 16. května, 9:00**

PPI (duben) 0,3 % m/m, 3,6 % y/y

Rostoucí ceny ropy a jejich sekundární efekty zřejmě opět zvýšily ceny v průmyslu. K navýšení cen zřejmě přistoupil i potravinářský průmysl, který se potýká se zvyšujícími se vstupními náklady, jenž následně promítá do cen své produkce. Ostatně vývoj cen potravin v obchodech napovídá o zesilování nákladových inflačních tlaků u zpracovatelů.

■ **Pátek, 18. května, 10:00**

Běžný účet (březen) -4,0 mld. CZK

Za poměrně nízkým deficitem běžného účtu stojí především velmi dobrý výsledek zahraničního obchodu, který v březnu skončil přebytkem ve výši 12,4 mld. korun. Tento přebytek hravě pokryje deficit výnosové bilance, a tak opět bude záležet na nevyzpytatelném vývoji transferů. Je pravděpodobné, že schodek běžného účtu nakonec ještě příznivější, avšak s příchodem dividendové sezóny v dalších měsících se nejspíše opět navrátí k dvouciferným deficitům.

■ **Pondělí, 21. května, 9:00**

Tržby maloobchodu (březen)

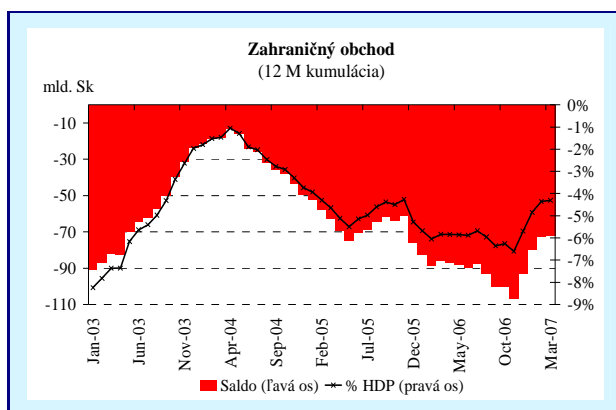
7 % y/y

Předpokládáme, že i v březnu se tempo maloobchodních prodejů udrželo na velmi vysoké hodnotě. Proti rychlejšímu růstu hovoří nižší počet pracovních dní, na druhé straně však velmi příznivé počasí a letošní dřívější jaro urychluje nákupy sezonního oblečení, zahrádkářských potřeb i stavebních materiálů. Rychlé tempo nabral už na začátku roku i motoristický segment. I když růst je růst maloobchodních tržeb poměrně silný, poptávkové inflační tlaky zatím nepřinášejí. Důvodem je silná konkurence na trhu, která se rozšířila o virtuální obchody na internetu.



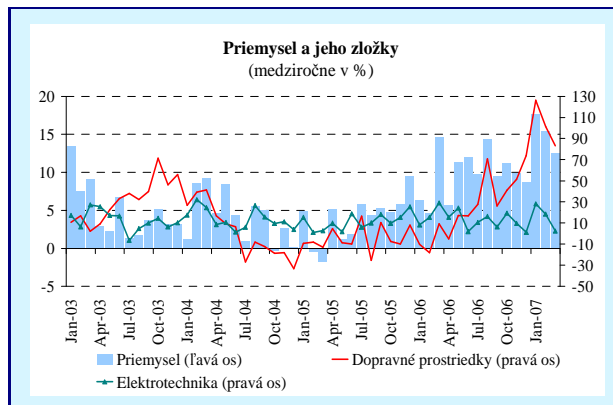
SLOVENSKO

Zahranično – obchodná bilancia Slovenska skončila v marci opäť v červených číslach. Po januárovom prebytku a relatívne malom deficite vo februári tu máme schodok 4,6 miliardy korún. Marcový výsledok je však nepríjemný aj z toho dôvodu, že medziročne je takmer na úrovni marca 2006. V prvých dvoch mesiacoch, sme pritom mohli pozorovať výrazné medziročné zlepšenie. Celkovo pri pohľade na prvý štvrťrok však musíme konštatovať, že medziročne prišlo k mohutnému zlepšeniu o viac ako 20 mld. Sk. Za horšími výsledkami sa skrýva spomalenie dynamiky exportu z úrovne 26,6% y/y vo februári na 17,2% y/y v marci. Toto sa odohralo pri miernom raste dynamiky importu na 16,3% y/y (15,8% y/y vo februári).

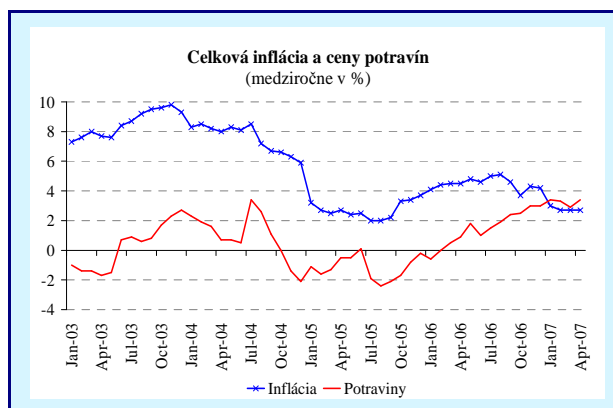


Detailná štruktúra obchodnej bilancie je k dispozícii iba s mesačným oneskorením. Preto pre vyhodnotenie exportnej strany obchodu použijeme výsledky skôr publikovanej priemyselnej produkcie. Slovenský priemysel je silne exportne orientovaný. Priemysel v marci vzrástol o 12,5% y/y po 15,4% y/y raste vo februári. K spomaleniu dynamiky produkcie prišlo v kľúčových odvetviach - pri výrobe dopravných prostriedkov, elektrických a optických zariadení a kovových výrobkov. Čiastočne za to môže vyššia medziročná porovnávacia báza najmä pri automobilovom, elektrotechnickom, hutníckom a kovospracujúcom priemysle. Naopak, veľmi dobre sa darí, aj napriek vyššej báze, výrobe strojov.

Celkovo si myslíme, že marcové spomalenie dynamiky exportu je prechodný jav. Nábeh kapacít v automobilovom priemysle je významný. V elektrotechnickom priemysle sú ohlásené ďalšie investície Sony a Samsungu, ktoré by sa mali prejavovať možno už koncom roku ak nie skôr. Preto sme aj naďalej optimisti. Kumulatívny schodok za posledných 12 mesiacov poklesol v marci tento raz iba mierne zo 72,5 na 72,3 mld. Sk. Náš odhad celoročného schodku je naďalej 31,5 mld. Sk a mal by znamenať pokračujúcu podporu pre korunu.



Aprílový rast cien dosiahol 0,2% a o jednu desatinu tak prekonal trhový odhad. Podpísali sa pod to hlavne drahšie potraviny (+0,8% m/m), v rámci ktorých najviac vzrástla zelenina nasledovaná chlebom a obilninami. Očakávané zvyšovanie cien benzínov na čerpacích staniaciach bol jedným z faktorov, ktoré spôsobili rast kategórie doprava o 0,7%. Zvyšné položky neprinesli žiadne výraznejšie prekvapenie a infláciu ovplyvnili len zanedbateľne. Medziročný rast cien stagnuje už tretí mesiac za sebou a to na úrovni 2,7%. V nasledujúcom mesiaci by sa dynamika medziročnej inflácie mala mierne spomaliť. Rizikovým faktorom i naďalej zostáva vývoj cien ropy na svetových trhoch a ceny potravín. Vývoj cien potravín v susednej Českej republike nabáda na opatrnosť. Navyše sucho za začiatku roka sa môže prejavovať v raste cien potravín aj neskôr počas roka.



Aprílové inflačné čísla prekonal trhové odhady iba veľmi mierne a podľa nášho názoru nezmenia pohľad centrálnej banky na menovú politiku. **Harmonizovaná inflácia, ktorá je pre NBS dôležitá kvôli maastrichtskému kritériu, by mala v apríli dosiahnuť 2,0%** (2,1% y/y v marci). Inflačný vývoj tak zostáva naďalej celkom priaznivý. Potom, čo NBS znížila úrokové sadzby v marci a v apríli spolu o 50 bps, si podľa nás vyberie v máji oddychový čas. K ďalšiemu uvoľneniu menovej politiky by mohlo prísť v treťom štvrťroku. Závisieť však bude hlavne na vývoji

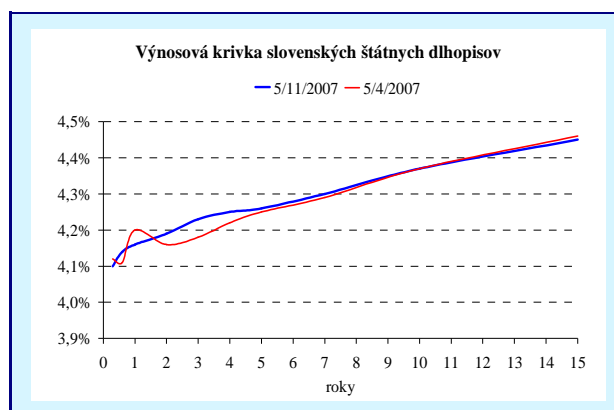


kurzu koruny. Uvidíme, či centrálna banka vyrovná svoju kľúčovú sadzbu s tou v eurozóne, keďže prezident ECB Trichet predznamenal júnový rast základnej sadzby na 4,0%.

Devízový trh reagoval na externé faktory ako aj na domáce podnety. Vonkajšie prostredie bolo počas väčšej časti týždňa menej priaznivé. Navyše horšia obchodná bilancia koncom týždňa podporila korunových medved'ov. Slabší export predznačila už skôr publikovaná (streda) slabšia priemyselná produkcia. Koruna tak za celý týždeň postupne slabla z úrovne EUR/SKK 33,50 nad EUR/SKK 33,70. Čo sa týka výhľadu na najbližší týždeň, rozhodujúcim impulzom pre SKK však môže byť utorkové HDP. Očakávaný rekordný dvojciferný rast môže prilákať špekulantov a následné testovanie úrovne 33,30. Protiváhou špekulantom je (aspoň zatiaľ) pokračujúca dividendová sezóna. Ak nebude budúci týždeň predávať SKK žiadny lokálny podnik a externé prostredie (najmä výkony akciových trhov) zostane priaznivé, tak môžeme po utorkovom HDP pokojne zaznamenať aj testovanie hodnoty EUR/SKK 33,0.

Peňažný trh čakal najskôr na výsledok aukcie dvojtyždňového repotendra, ktorá sa kvôli sviatku v utorok konala o deň skôr. Ďalším dôležitým bodom bola aukcia 84-dňových poukážok NBS vo štvrtok (prvá zrealizovaná v tomto roku). Pred oboma aukciami sa sadzby do 1 mesiaca držali v blízkosti 4,25%. Respektíve po zverejnení termínu aukcie 84-dňových poukážok NBS sa tam sadzby postupne vyšplhali. Čo súviselo s prípravou pozícií (požičiavanie si peňazí) na danú aukciu. Po aukcii išli sadzby dole, keďže v sektore zostal dostatok likvidity. Splatnosti IRS 1 – 3 roky idú postupne mierne hore. Zvyšný koniec krivky sa najskôr dramaticky nehýbal. Až pondelková aukcia (14.máj) trochu zamiešala karty. Priemerný výnos 4,33% bol asi o 6 bps vyšší ako sadzby na sekundárnom trhu. Krivka sa po zverejnení výsledkov posunula mierne hore. Silný rast HDP

môže vyvolať obavy časti trhu z prehrievania ekonomiky. Na druhej strane HICP by v stredu malo mierne klesnúť z 2,1% y/y na 2,0% y/y. Celkovo si myslíme, že NBS si dá zatiaľ pauzu a v máji sadzbami hýbať nebude. ECB zvýši úroky začiatkom júna na 4,0% a rozdiel oproti NBS sa už iba na 0,25%.



Indikatívne kotácie štátnych dlhopisov

	Kupón	Dát. splatn.	Objem emisie	Nákup	Predaj
ŠD191	5,0	5.3.2008	15,0 mld. SKK	4,00	3,75
ŠD203	4,8	14.4.2009	40,0 mld. SKK	4,05	3,75
ŠD189	4,9	5.2.2010	15,0 mld. SKK	4,05	3,76
ŠD174	7,5	13.3.2012	8,31 mld. SKK	n.a.	n.a.
ŠD188	5,0	22.1.2013	15,0 mld. SKK	4,39	4,19
ŠD199	4,8	2.7.2013	6,8 mld. SKK	4,40	4,25
ŠD202	4,9	11.2.2014	24,7 mld. SKK	4,32	4,28
ŠD204	5,3	18.5.2019	34,4 mld. SKK	4,50	4,30
ŠD205	0,0	5.4.2012	11,7 mld. SKK	4,15	4,05

Zdroj: BCPB, ČSOB

Fixing úrokových sadzieb na peňažnom trhu

% p.a.	O/N	1T	2T	1M	2M	3M	6M	9M	12M
5/7/2007	2,83/3,30	3,72/4,19	3,73/4,21	3,72/4,18	3,71/4,16	3,71/4,16	3,73/4,18	3,75/4,19	3,75/4,19
5/14/2007	2,30/2,72	3,73/4,16	3,74/4,17	3,72/4,16	3,70/4,13	3,71/4,12	3,71/4,13	3,72/4,14	3,73/4,15

OČEKÁVANÉ UDÁLOSTI

■ Utorok 15. máj, 9:00

Rýchly odhad HDP Q1 07

10,8% y/y

Očakávame podobne ako aj celý trh rekordný rast ekonomiky ťahaný zlepšením čistého exportu. Obchodná bilancia sa v Q1 medziročne zlepšila o 20 mld. Sk. Zahraničný dopyt by tak mal zobrať štafetu motora ekonomického rastu pevne do svojich rúk. Sekundovať by mu mala spotreba domácností podporovaná rastom reálnych miezd a úverovým boomom ako aj investičná aktivita. Pre dvojciferný rast hovorí aj nižšia medziročná porovnaávacíá báza z Q1 2006.

■ Streda 16. máj, 9:00

HICP

0,2% m/m, 2,0% y/y

Národný index CPI medzi mesačne rástol o 0,2%. Očakávame, že HICP vzrastie tiež o 0,2% m/m. To by malo znamenať, že medziročný index mierne poklesne z úrovne 2,1% y/y v marci na 2,0% y/y v apríli.



POLSKO

Nečekaný mráz může dopadnout do spotřebitelského koše

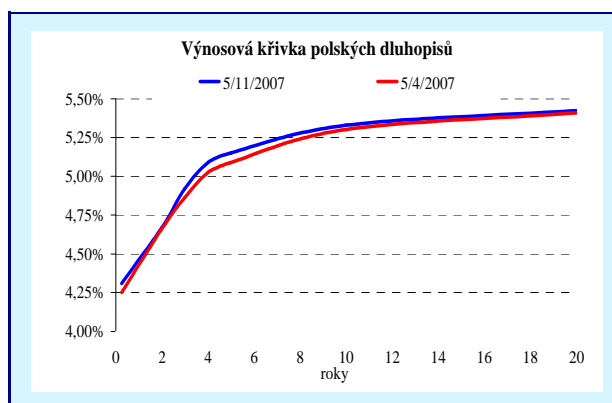
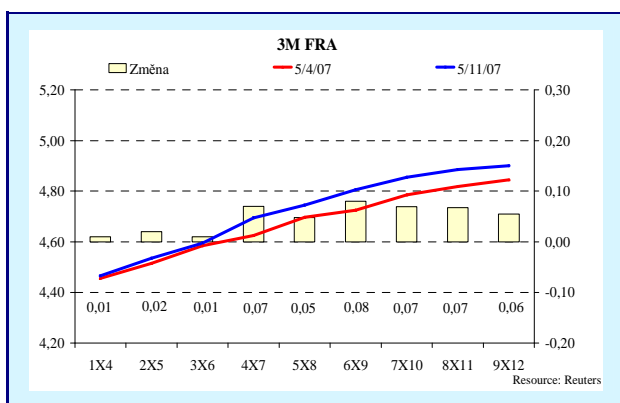
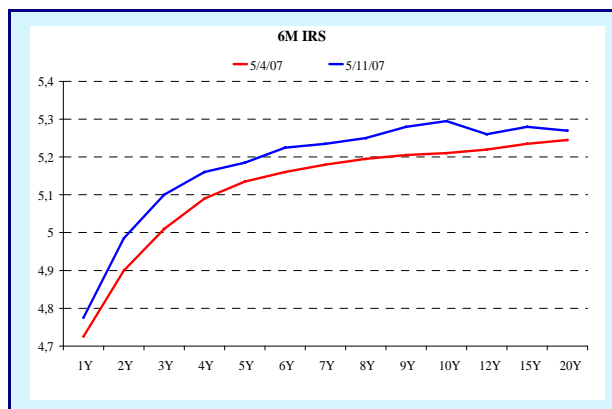
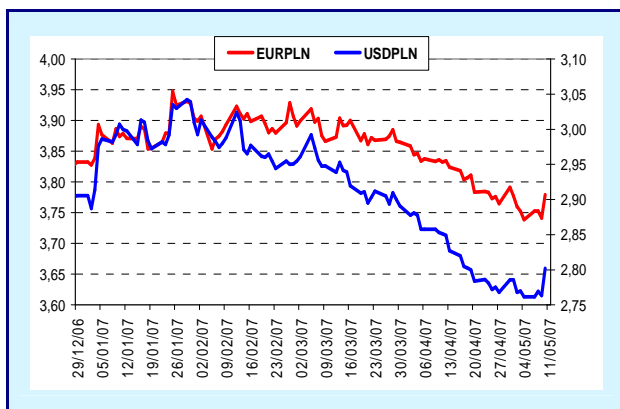
Podle předběžných odhadů může úroda polského ovoce v roce 2007 klesnout kvůli překvapivým mrazům meziročně až o 90%. Podle nejpesimističtějších scénářů tak ceny polského ovoce mohou v průběhu roku vystřelit o 30-40%. I když je váha ovoce ve spotřebitelském koši malá (cca 1,3%), růst cen se na celkové inflaci může promítnout nezanedbatelnými 0,2 – 0,3%, a to převážně v druhé polovině roku 2007. V tomto nejhorším scénáři by pak ceny vyskočily ke konci roku nad 2,5%-ní cíl NBP.

Měnová pár EUR/PLN se v první polovině minulého týdne držel v úzkém intervalu kolem úrovně 3,75 při stále nízkých objemech obchodů daných svátky na začátku měsíce. Přes několik pokusů o prolomení pásma směrem vzhůru ale zlotý setrval při minimálních změnách s mírnou korekcí po zasedání Fedu a ECB. V průběhu posledních dnů jsme zůstali vůči možnosti posílení zlotého skeptičtí. V důsledku velmi mírného oslabení zlotého v minulém týdnu a trvajícím pozitivnímu náhledu na celý region předpokládáme, že zlotý zůstane v nastávajících dnech

volatilní. Přesto předpokládáme, že možnost negativní korekce současného kurzu bude v dalších dnech omezená díky přetrvávajícímu příznivému sentimentu vůči rizikovějším aktivům a domácím statistikám, které by měly opět vykazovat robustní růst a tím i potenciální nutnost utužení měnových podmínek.

Návrat domácích investorů začátkem týdne nevyvolal na **trhu s dluhopisy** žádné oživení především díky tomu, že nebyly zveřejněny žádné údaje. Výnosy dluhopisů se proto pohybovaly kolem úvodních hodnot.

Tento týden by však s novými statistikami měl trh již výrazněji oživit, zveřejněny budou inflace v úterý, mzdy ve středu a běžný účet v pátek. Pokud jde o zmíněná data, inflace by podle našeho odhadu měla vykazovat meziroční růst cen 2,3%. Konsensus však předpokládá nižší hodnotu než v březnu, a trh by proto měl reagovat poklesem cen dluhopisů. Rovněž náš odhad růstu mezd (9,5% oproti konsensu 8,6%) by mohl jen posílit obavy z možného posílení inflace. Obě hodnoty proto mohou podpořit růst výnosů dluhopisů především na kratším konci křivky.





Porovnávací tabulka pro polské státní obligace

Název	Cena 11/05/07	Výnos 11/05/07	Změna ceny (bps.) k 04/05/07	Změna výnosu (bps.) k 04/05/07	Modif. durace 11/05/07
SD/ 0 / 12/12/08	93,05	4,67	7	0,80	1,51
SD/ 5,75 / 24/03/10	102,13	4,93	-18	6,17	2,57
SD/ 4,25 / 24/05/11	97,01	5,09	-21	6,42	3,45
SD/ 4,75 / 25/04/12	98,28	5,15	-26	6,21	4,29
SD/ 5,25 / 25/10/17	99,34	5,33	-21	2,70	7,66
SD/ 5,75 / 23/09/22	103,31	5,42	-15	1,41	9,79

OČEKÁVANÉ UDÁLOSTI

■ Úterý, 15. května, 14,00

Inflace (duben) 0,5% m/m, 2,3% y/y

Podle našich odhadů meziroční míra inflace poklesla zpět pod inflační cíl. Pokles inflace způsobený převážně pozitivním bazickým efektem je očekáván jak centrální bankou tak ministerstvem financí. Pokud jde o detaily - ceny potravin rostly vinou dražší zeleniny a ovoce o 0,8% m/m, zatímco ceny benzínu vzrostly o 3,3% m/m. Naproti tomu jádrová inflace by měla v meziročním srovnání zůstat nezměněna na úrovni 1,7 %.

■ Čtvrtek, 17. května, 14,00

Mzdy (duben) 9,5% y/y

Napětí na trhu práce a silný růst produktivity práce by měl dále akcelarovat růst mezd v podnikové sféře z již silných březnových údajů (růst 8,6% y/y).

■ Pátek 18. května, 14,00

Běžný účet (březen)**-300 mil. EUR****Obchodní bilance (březen)****-200 mil. EUR**

Navzdory masivnímu příspěvku Polska do rozpočtů EU by země měla být čistým příjemcem ve vztahu k fondům EU, neboť dotace z unie se pohybovaly na úrovni 1,425 mld. EUR. Pokud jde o obchodní bilanci, tak očekáváme, že růst dovozu po slabém výsledku v únoru opět akceleroval.

■ Pondělí, 21. května, 14,00

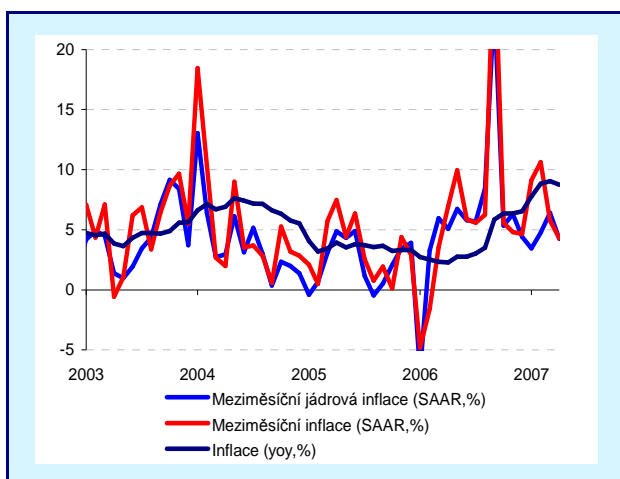
Průmyslová výroba (březen)**15,0% y/y**

K silnému růstu průmyslu by měl přispět mimo jiné i větší počet pracovních dní ve srovnání se stejným měsícem minulého roku.



MAĎARSKO

Míra inflace dosáhla v dubnu jen 8,8% meziročně, což by o 0,1 procentního bodu než březnu (a také než očekával trh). Detailní struktura inflace ukazuje, že sok způsobený zvýšením administrativně regulovanými cenami začíná odeznívat. Příznivě se navíc vyvíjely i ceny obchodovatelných statků a to (pochopitelně) díky silnému forintu.

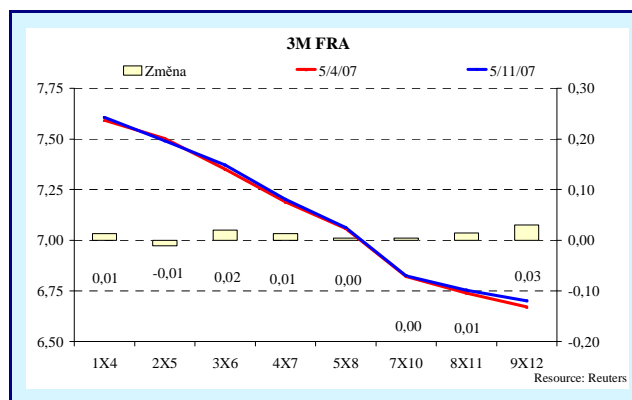
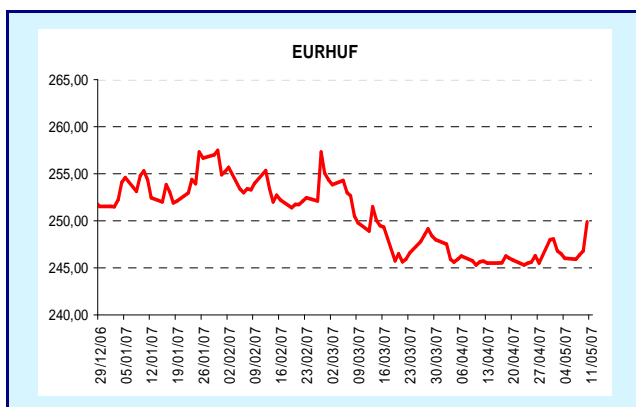


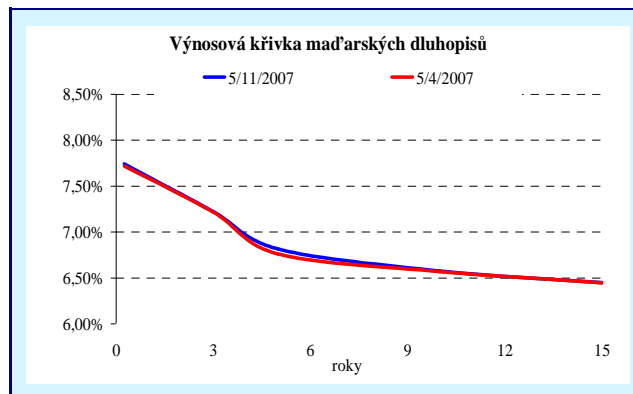
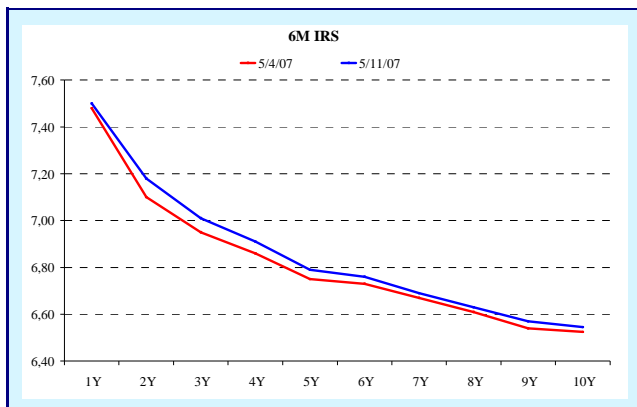
Pokud jde o vývoj inflace v následující období – v zemi se všeobecně šíří obavy z růstu cen potravin, které by mohly vyvolat nepříznivé klimatické podmínky, především pak

sucho v kombinaci s teplou zimou. My však 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 %.

Vývoj směnného kurzu EUR/HUF při absenci domácích událostí odrážel změny v náhledu investorů na globální rizika. Domácí měně se nepodařilo oslabit nad úroveň EUR/HUF 249,0, naopak se vrátila zpět k hladině 248. Také tento týden by měla setrvat v intervalu 246 až 249. Výraznější změnu by nemělo přinést ani zasedání centrální banky 21.5., protože banka má relativně malý manévrovací prostor díky směnnému kurzu blízkému hranici pásma a očekávanému snížení sazeb.

Trh s dluhopisy se zdá být v konsolidační fázi po růstu v období března až dubna. Krátký konec křivky již počítá se snížením sazeb o 100 bps na 7% do konce roku, což je i v souladu s naším očekáváním. Delší konec křivky se zdá být nyní atraktivnější při 150 bps forwardovém spreadu 5y x 5y oproti 70 bps v Polsku, zatím je však předčasné očekávat na delším konci další konvergence. Proto takový postup bychom potřebovali další důkazy o klesajících fiskálních a inflačních obavách, což ale může nastat po několika měsících, až se inflace vrátí k úrovni 3% a zlepší se i rozpočtový deficit. V současné době však bude trh spíše ovlivněn globálním sentimentem k rizikovějším aktivům a k pohybům měny.





Porovnávací tabulka pro maďarské státní obligace

Název	Cena 11/05/07	Výnos 11/05/07	Změna ceny (bps.) k 04/05/07	Změna výnosu (bps.) k 04/05/07	Modif. durace 11/05/07
SD/ 6,8 / 12/04/10	99,28	7,02	-6	2	2,5
SD/ 7,3 / 12/06/12	101,81	6,82	-23	5	3,9
SD/ 6,8 / 24/02/17	101,19	6,58	-5	1	6,9
SD/ 6 / 24/11/23	96,17	6,38	-7	1	9,9

OČEKÁVANÉ UDÁLOSTI

■ **Úterý, 15. května, 9,00**

HDP (1. čtvrtletí předběžně)

2,0% y/y

Fiskální restrikce se podepíše na růstu v tomto roce. Především domácí poptávka, resp. nižší spotřeba, by měla tlačit růst k nižším hodnotám

■ **Pondělí, 21. května, 14,00**

Zasedání bankovní rady MNB

-25 bps

Bankovní rada by měla na tomto zasedání přistoupit k prvnímu snížení sazeb od září 2005, které by měl umožnit příznivější inflační výhled. Na zasedání bude zveřejněna nová inflační prognóza, ze které by mělo vyplynout, že meziroční míra inflace by se v příštím roce měla vrátit zpět k inflačnímu cíli MNB (3,0%). Na druhou stranu inflační prognóza zřejmě zmíní fiskální rizika, jakož i riziko růstu cen potravin způsobené suchem.



TABULKY

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	VI.07	IX.07	XII.07	III.08	VI.08	poslední změna	
Česko	2T repo	2,50	2,75	2,75	3,00	3,25	3,25	25 bps	27.9.2006
Maďarsko	2T depo	8,00	7,50	7,25	7,00	6,75	6,75	25 bps	24.10.2006
Polsko	2T inter. sazba	4,00	4,25	4,50	4,50	4,50	4,50	-25 bps	28.2.2006
Slovensko	2T repo	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	-25 bps	27.3.2007

Krátkodobé úrokové sazby 3M *IBOR (konec období)

		současná hodnota	VI.07	IX.07	XII.07	III.08	VI.08
Česko	PRIBOR	2,77	2,80	2,89	3,08	3,32	3,35
Maďarsko	BUBOR	7,78	7,40	7,20	7,00	6,70	6,70
Polsko	WIBOR	4,43	4,50	4,70	4,70	4,70	4,70
Slovensko	BRIBOR	4,12	4,20	3,90	3,90	4,00	4,00

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	VI.07	IX.07	XII.07	III.08	VI.08
Česko		4,12	4,10	4,10	4,08	4,10	4,10
Maďarsko		6,52	6,50	6,40	6,30	6,20	6,10
Polsko		5,32	5,35	5,45	5,45	5,45	5,50
Slovensko		4,57	4,25	4,25	4,30	4,35	4,35

Devizové kurzy (konec období)

	VI.07	IX.07	XII.07	III.08	VI.08
EUR/USD	1,355	1,340	1,365	1,330	1,310

HDP

	Q4 2006	Q1 2007	Q2 2007	Q3 2007	Q4 2007	Q1 2008
Česko	5,8	5,5	5,1	4,5	3,9	4,0
Maďarsko	3,2	2,0	2,2	2,5	2,5	3,0
Polsko	6,4	6,7	6,1	5,4	5,2	4,8
Slovensko	8,0	8,2	8,4	7,2	6,8	6,5

Inflace (CPI y/y, konec období)

	XII.06	VI.07	IX.07	XII.07	III.08	VI.08
Česko	1,9	2,4	2,7	3,4	3,3	2,9
Maďarsko	9,0	8,4	5,7	4,9	4,4	4,0
Polsko	2,5	1,9	1,5	2,1	2,5	2,5
Slovensko	2,7	2,3	2,4	2,0	1,8	1,9

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

	2006	2007
Česko	-4,2	-3,8
Maďarsko	-5,8	-4,5
Polsko	-2,1	-2,1
Slovensko	-7,9	-4,4

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

	2006	2007
Česko	-3,0	-3,8
Maďarsko	-9,8	-6,5
Polsko	-3,6	-3,4
Slovensko	-3,6	-2,9



OČEKÁVANÉ UDÁLOSTI

			Období	ČSOB	Konsensus	Předchozí
Pondělí - 14.květen						
14:00	PL	M3 y/y	duben 07	-	-	17,9
Úterý - 15.květen						
09:00	CZ	Průmyslová výroba y/y	III-07	8	9,1	15,4
09:00	CZ	Stavební výroba y/y	III-07	15		32,5
09:00	CZ	PPI m/m	IV-07	0,3	0,4	0,5
09:00	CZ	PPI y/y	IV-07	3,6	3,7	3,6
09:00	HU	Průmyslová výroba y/y, podrobně	březen 07			
09:00	HU	HDP, předběžně (y/y)	Q1 2007	2	1,9	3,2
09:00	SK	Rýchly odhad HDP y/y	Q1 2007	10,8	10,5	9,6
14:00	PL	CPI y/y	duben 07	19	19,2	17,9
14:00	PL	CPI m/m	duben 07	2,3	2,5	2,5
14:00	PL	Státní rozpočet deficit mld. PLN	duben 07	0,5	0,5	0,5
Středa - 16.květen						
09:00	SK	HICP m/m	duben 07	0,1	0,1	0,1
09:00	SK	HICP y/y	duben 07	1,9	1,9	2,1
12:00	PL	Aukce - vládní dluhopis (5 let)	-	2,4432	-	4,35
Čtvrtek - 17.květen						
09:00	HU	Mzdy (hrubá nominální, y/y)	březen 07	n/a		n/a
14:00	PL	Mzdy y/y	duben 07	1,5-2,5	-	1,8
Pátek - 18.květen						
10:00	CZ	Běžný účet (mld. CZK)	III-07	-4	2	4
14:00	PL	Běžný účet mil.EUR	březen 07	9,5	8,6	9,1
14:00	PL	Zahraněční obchod mil.EUR	březen 07	-300	-480	-424
			Období	ČSOB	Konsensus	Předchozí
Pondělí - 21.květen						
09:00	CZ	Maloobchodní tržby y/y	březen 07		6,5	9,4
14:00	HU	Měnový výbor NBH (zákl. sazba)		-25bps	-25bps	0bps
14:00	HU	Inflační zpráva				
14:00	PL	Průmyslová výroba y/y	duben 07	-200	-	-60
14:00	PL	PPI y/y	duben 07	15	16,1	11,3
14:00	PL	PPI m/m	duben 07	2,1	2,4	3,3
Středa - 23.květen						
14:00	PL	Index podnikatelského optimismu	květen 07	0,3	0,6	0,5
14:00	PL	Jádrová inflace y/y	duben 07	1,7	-	1,7
Čtvrtek - 24.květen						
11:00	HU	Aukce st. dluhopisu (3 roky)				
Pátek - 25.květen						
10:00	PL	Míra nezaměstnanosti	duben 07	13,7	13,9	14,4
10:00	PL	Maloobchodní tržby y/y	duben 07	17,5	18	19,2

(Pokud není uvedeno jinak jsou data v %, y/y- meziroční růst, m/m – meziměsíční růst, sa- sezónně očištěno, r – revize, p – předběžně)



Obchodování pro klienty		Investiční výzkum	
Korporátní klienti			
Petr Korous	+420 261 353 545	Jan Čermák	+420 261 353 578
Petr Barbora	+420 261 353 513	Petr Dufek	+420 261 353 122
Jindřich Brabec	+420 261 353 517	Silvia Čechovičová	+421 259 668 405
Robert Grus	+420 261 353 519	Marek Gábriš	+421 259 668 400
Tomáš Knížek	+420 261 353 539	Zdeněk Šafka	+420 261 353 570
Romana Milfait	+420 261 353 516	Jan Bureš	+420 261 353 574
Martin Mráček	+420 261 353 557	Magdalena Středová	+420 261 353 579
SME			
Otakar Dvořák	+420 261 353 572	Kredit Bank	
Eva Karasová	+420 261 353 523	Piotr Radzewicz	+48 22 6345 946
Finanční instituce			
Jan Poulík	+420 261 353 535	Naše publikace jsou rovněž dostupné na	
Daniel Pavelka	+420 261 353 546	Bloomberg KBCR	
Zdeněk Procházka	+420 261 353 534	Internet: www.csob.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.