



● Polsko

Polský boj s inflací pokračuje

3

● Výhled na týden

Český HDP v režii průmyslu

5

ČNB a NBP se vydávají každá jiným směrem

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25.29	↗	↗
EUR/HUF	288.9	↗	↗
EUR/PLN	4.25	↗	↗
3M PRIBOR	1.25	→	↘
3M BUBOR	7.21	↗	↗
3M WIBOR	5.06	→	→
10Y CZK	3.26	→	→
10Y PLN	5.38	↗	↗
10Y HUF	8.35	↗	↗
3M EURIBOR	0.69	→	→
10Y EMU	1.52	↘	↘

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Polská a česká centrální banka se vydávají každá jiným směrem. Zatímco ta první zvýšila svoji repo sazbu, ta druhá se dost možná připravuje na to, že naopak oficiální úrokové sazby sníží. Ještě před dvěma měsíci bychom takové jednání považovali v obou případech za extrémní – viděno však z pohledu několika posledních týdnů až o takové překvapení nejde.

Co se týká Polska – zde centrální banka dostala své jestřábí rétorice a zvýšila úrokové sazby o 25 bazických bodů. Ačkoliv růst sazeb nás vzhledem ke zvládnuté komunikaci NBP nepřekvapil, tak se domníváme, že nebyl zcela na místě a pro zbytek letošního roku očekáváme jejich stabilitu (trh přitom začal částečně sázet na další růst). Kromě mírnější rétoriky NBP nás k tomu vedou zejména předpoklady dalšího vývoje polské ekonomiky. Její růst by měl ve druhé polovině roku citelně zpomalit, což by se mělo projevit i na postupném poklesu inflace k cíli. Již v tuto chvíli jsou inflační očekávání pravděpodobně za svým vrcholem a navzdory vyšší inflaci rostou vcelku pomalu mzdy, která reálně meziročně stagnují. Proti dalšímu růstu sazeb hovoří také nárůst externích rizik v souvislosti s opětovným růstem napětí v eurozóně.

Pokud jde o ČNB, zde stejně jako v Polsku vyslal jasný signál o dalším vývoji sazeb guvernér – avšak v opačném směru. Zdá se, že guvernér Singer a kolega z bankovní rady Tomšík se začínají stále více přiklánět k alternativnímu makroekonomickému scénáři, který počítá se silnější domácí restrikcí a nižšími úrokovými sazbami (Euribory) v eurozóně. Jinak řečeno jde o sázku na pomalejší růst domácí i zahraniční poptávky, která by měla vést k nižší inflaci.

Vezmeme-li tedy v úvahu, že pro uvolnění měnové politiky ČNB jsou dva velmi vlivní členové uvnitř sedmičlenné bankovní rady, pak k přeměně tohoto názoru do většinové podoby nemusí chybět mnoho. S ohledem na zhoršující se čísla z domácí a ze zahraniční ekonomiky by pak k takové akci mohlo dojít na červnovém či spíše srpnovém zasedání, kdy bude právě na stole nová prognóza ČNB.

Polský boj s inflací pokračuje

Jan Bureš, Petr Báča

NBP dostala svému “slibu” a zvýšila úroky o 25 bazických bodů na 4,75 %.

Další zpráva ze zasedání by měla být vykládána o poznání mírněji.

Po zbytek letošního roku očekáváme stabilitu sazeb.

Regionální událostí číslo jedna bylo v uplynulém týdnu zasedání polské centrální banky (NBP). Přesto, že analytická obec byla značně rozpolcená ohledně sázek na další vývoj sazeb, tak NBP dostala svému “slibu” z minulého měsíce a v souladu s naším výhledem zvýšila úroky o 25 bazických bodů na 4,75 %. V oficiálním prohlášení zazněly vcelku očekávané argumenty, zejména v podobě obav z přetrvávajících vysokých inflačních očekávání, na jejichž vývoji je NBP tradičně citlivá.

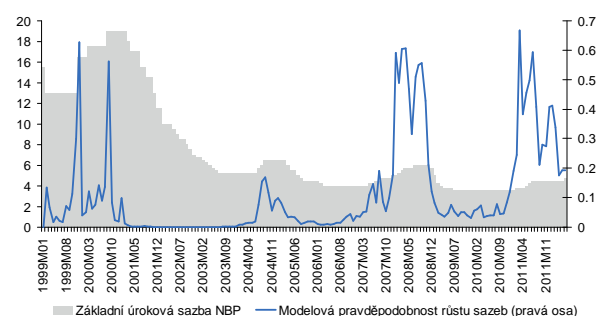
Nadmíru zajímavé byly i výroky šéfa NBP Belky na následné tiskové konferenci, které byly neobvykle otevřené. Belka totiž uvedl, že na dubnovém zasedání Výbor pro měnovou politiku jasně řekl, že na příštím zasedání bude zvažovat zpřísnění měnové politiky, což bylo podle Belky interpretováno jako předzvěst růstu sazeb. NBP sice uznala, že hlavní příčiny inflace jsou spíše mimo její dosah a souvisí s drahými komoditami a slabším zlotým, avšak nechala si otevřené dveře pro další podobná rozhodnutí. Belka však tento fakt poněkud relativizoval. Ačkoliv v zásadě potvrdil, že NBP zůstává v jestřábím módu, tak dodal, že zpráva vyplývající z květnového pro červnové zasedání by měla být vykládána o poznání mírněji než v minulém případě.

Ačkoliv růst sazeb nás vzhledem ke zvládnuté komunikaci NBP nepřekvapil, tak se domníváme, že nebyl zcela na místě a pro zbytek letošního roku očekáváme jejich stabilitu (trh přitom začal částečně sázet na další růst). Kromě mírnější rétoriky NBP nás k tomu vedou zejména předpoklady dalšího vývoje polské ekonomiky. Její růst by měl ve druhé polovině roku citelně zpomalit, což by se mělo projevit i na postupném poklesu inflace k cíli. Již v tuto chvíli jsou inflační očekávání pravděpodobně za svým vrcholem a navzdory vyšší inflaci rostou vcelku pomalu mzdy, která reálně meziročně stagnují. Proti dalšímu růstu sazeb hovoří také nárůst externích rizik v souvislosti s opětovným růstem napětí v eurozóně.

PL: Inflace

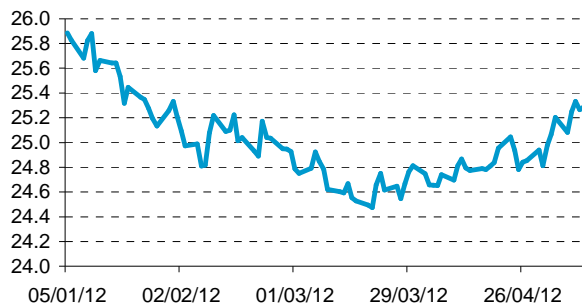


Pravděpodobnost růstu sazeb, model versus skutečnost

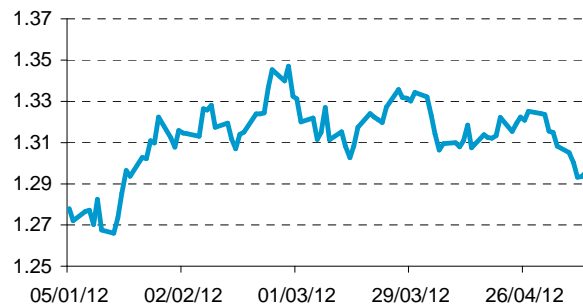


Přehled trhů

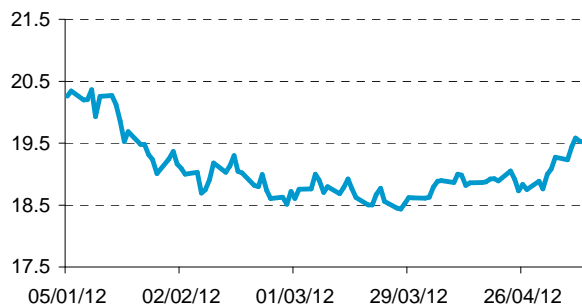
EURCZK



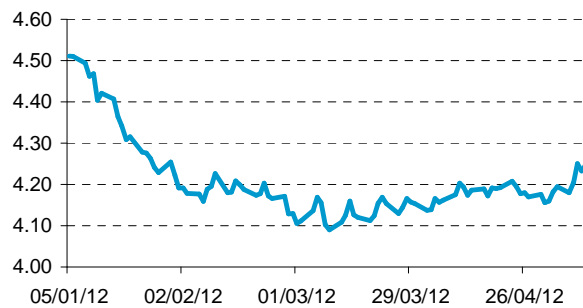
EURUSD



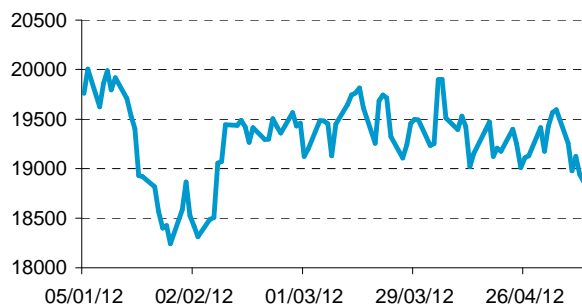
USDCZK



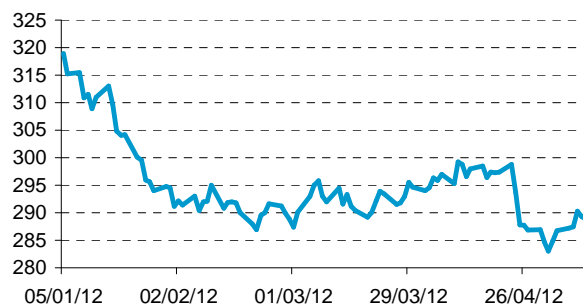
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

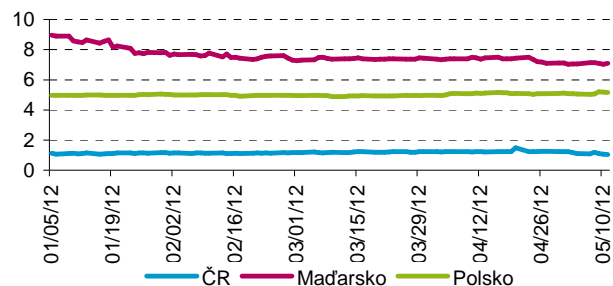


EURHUF

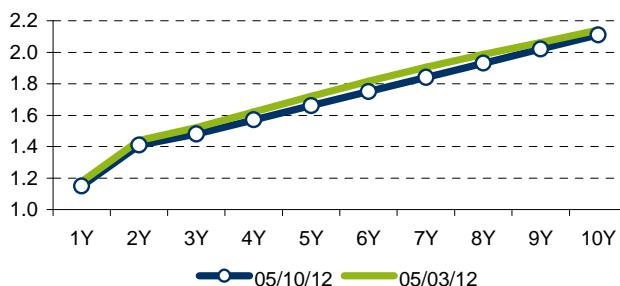


Zdroj: Thomson Reuters

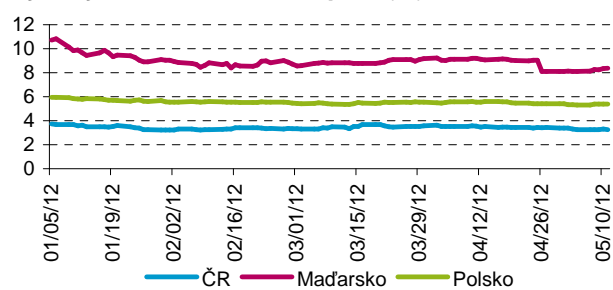
FRA 3x6 (%)



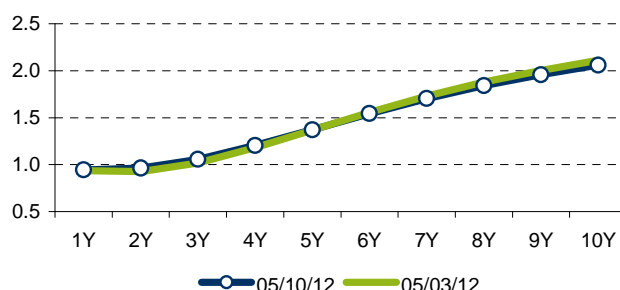
IRS CZK (%)



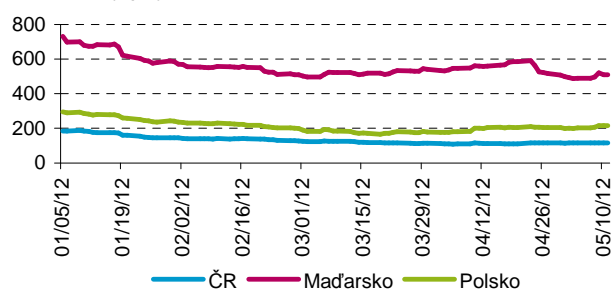
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



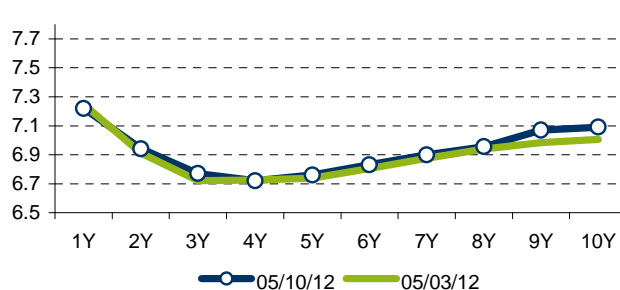
IRS EUR (%)



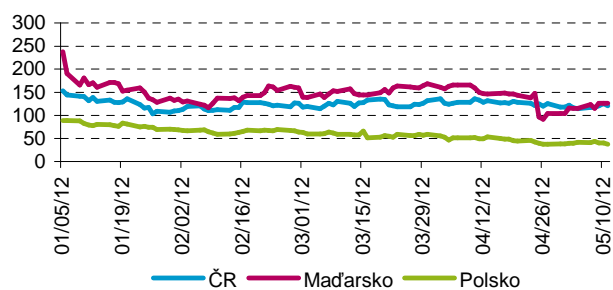
CDS 5Y (bps)



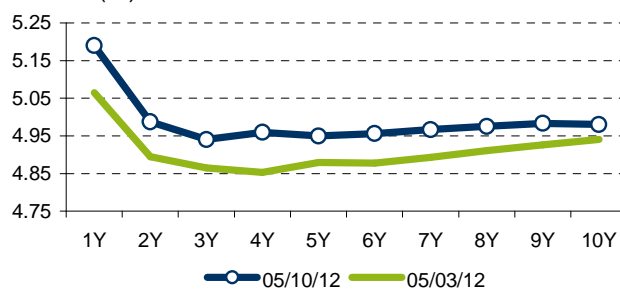
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ÚT 9:00, CZ HDP (%)

	Q1-12	Q4-11	Q1-11
HDP (y/y)	0,1	0,6	2,7
HDP (q/q)	0,0	-0,1	0,5

ÚT 14:00, PL Inflace (% , y/y)

	IV.12	III.12	IV.11
Inflace	3,9	3,9	4,5
Potraviny (bez alk.)	3,6	3,7	6,4
Doprava (vč. pohonných hmot)	8,3	9,3	7,6

CZ: HDP v režii průmyslu

Předpokládáme, že ekonomika stále balancuje na hranici recese. Nad vodou ji drží exportně orientovaný průmysl, zatímco stavebnictví a služby zůstávají i nadále v útlumu. Česká ekonomika stále nemůže spoléhat na domácí poptávku, kterou v případě domácností brzdí reálný propad příjmů a obavy z dalšího vývoje. Ani investiční aktivita není nijak výrazná poté, co veřejný sektor omezil svoje investiční projekty a firmy raději s investicemi vyčkávají. Prozatím se dozvíme pouze první odhad HDP, na podrobnosti si budeme muset počkat až do června.

PL: Inflace v dubnu stagnovala

Inflace v Polsku v dubnu podle našich odhadů stagnovala na úrovni 3,9 % meziročně, přičemž meziměsíčně ceny rostly o půl procenta. Nižší než sezónní růst podle nás v dubnu zaznamenaly ceny potravin, které se však i tak zvýšily o necelé procento. Podobně by se na inflaci mohly projevit i ceny paliv, a to zejména díky nižší ceně ropy. Nicméně, růst cen je stále mnohem rychlejší, než je z pohledu NBP žádoucí. Očekáváme, že inflace výrazněji poklesne až na sklonku letošního roku, kdy by se mohla dostat pod horní hranici tolerančního pásma NBP (3,5 %).

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
SR	14.05.2012	9:00	Inflace	%	04/2012					0.3	3.8
EMU	14.05.2012	11:00	Průmyslová výroba	%	03/2012			0.6	-1.1	0.5	-1.8
Polsko	14.05.2012	14:00	Peněžní zásoba M3	%	04/2012			0		0.2	
EMU	14.05.2012	17:00	Schůzka ministrů financí eurozóny v Bruselu	ECB	05/2012						
Německo	15.05.2012	8:00	HDP	%	1Q/2012 *P			0.1	0.7	-0.2	
EMU	15.05.2012	9:00	Schůzka ministrů financí eurozóny v Bruselu	ECB	05/2012 *F						
SR	15.05.2012	9:00	HDP	%	1Q/2012 *P						3.4
Maďarsko	15.05.2012	9:00	Průmyslová výroba	%	03/2012 *F					0.6	0.6
Maďarsko	15.05.2012	9:00	HDP	%	1Q/2012 *P	-0.2	-0.6	-0.3	0.3	1.4	
ČR	15.05.2012	9:00	HDP	%	1Q/2012 *P			0	0.2	-0.1	0.6
Německo	15.05.2012	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)		05/2012			19.5		23.4	
Německo	15.05.2012	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)		05/2012			40		40.7	
EMU	15.05.2012	11:00	HDP	%	1Q/2012 *A			-0.2	-0.2	-0.3	0.7
Polsko	15.05.2012	14:00	Inflace	%	04/2012	3.9	0.5	3.9	0.5	3.9	
USA	15.05.2012	14:30	Inflace	%	04/2012			0.1	2.4	0.3	2.7
USA	15.05.2012	14:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů	%	04/2012			0.2		0.8	
USA	15.05.2012	14:30	Jádrová inflace	%	04/2012			0.2	2.3	0.2	2.3
USA	15.05.2012	14:30	Podnikatelská nálada ve státě N.Y.		05/2012			9		6.56	
USA	15.05.2012	14:30	Maloobchodní tržby	%	04/2012			0.2		0.8	
Polsko	15.05.2012	15:00	Rozpočtové saldo	mil. PLN	04/2012					-22957	
USA	15.05.2012	19:00	Index stavitelů rodinných domů		05/2012			26		25	
SR	16.05.2012	9:00	Harmonizovaná inflace	%	04/2012					0.3	3.9
ČR	16.05.2012	10:00	Běžný účet	mld. CZK	03/2012	9		12.1		18.33	
EMU	16.05.2012	11:00	Obchodní bilance	mil. EUR	03/2012			4		3.7	
EMU	16.05.2012	11:00	Inflace	%	04/2012			0.5	2.6	1.3	
EMU	16.05.2012	11:00	Jádrová inflace	%	04/2012				1.5		1.6
Polsko	16.05.2012	14:00	Obchodní bilance	mil. EUR	03/2012			-872		-838	
Polsko	16.05.2012	14:00	Běžný účet	mil. EUR	03/2012			-1237		-1585	
USA	16.05.2012	14:30	Udělená stavební povolení		04/2012			730		747	
USA	16.05.2012	14:30	Zahájení staveb nových domů		04/2012			680		654	
EMU	16.05.2012	15:00	Konference ECB o měnové politice ve Frankfurtu	ECB	05/2012						
USA	16.05.2012	15:15	Využití kapacit	%	04/2012			78.9		78.6	
USA	16.05.2012	15:15	Průmyslová výroba	%	04/2012			0.5		0	
USA	16.05.2012	20:00	Zápis ze zasedání FOMC		05/2012						
ČR	17.05.2012	9:00	Výrobní ceny	%	04/2012	0.3	2.5	0.2	2.4	0.3	3
USA	17.05.2012	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	12.5.					367	
USA	17.05.2012	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	5.5.					3229	
USA	17.05.2012	16:00	Předstihové ukazatele		04/2012			0.1		0.3	
USA	17.05.2012	16:00	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu		05/2012			10		8.5	
USA	18.05.2012	0:00	Summit G-8 v Camp Davidu	Fed	05/2012						
Německo	18.05.2012	8:00	Ceny v průmyslu	%	04/2012			0.3	2.6	0.6	3.3
Maďarsko	18.05.2012	9:00	Mzdy	%	03/2012				6.1		6.9
Polsko	18.05.2012	14:00	Mzdy	%	04/2012			-0.5	4.2	5.7	3.8

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	poslední změna	
Česko	2T repo	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	-25 bps	5/7/2010
Maďarsko	2T depó	7.00	7.00	7.00	7.00	6.50	6.25	-25 bps	12/20/2011
Polsko	2T inter. sazba	4.75	4.50	4.50	4.50	4.50	4.75	25 bps	5/9/2012

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	PRIBOR 3M	1.25	1.28	1.22	1.20	1.25	1.30
Maďarsko	BUBOR 3M	7.21	7.25	7.00	7.00	6.50	6.25
Polsko	WIBOR 3M	5.06	4.94	4.75	4.80	4.80	4.90

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	2012Q1	2011Q4	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	CZ10Y	2.08	2.25	2.24	2.60	2.85	3.15
Maďarsko	HU10Y	7.05	7.36	7.50	7.75	7.50	7.25
Polsko	PL10Y	5.01	4.95	5.00	5.20	5.30	5.40

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	EUR/CZK	25.3	24.8	26.0	25.2	25.0	24.5
Maďarsko	EUR/HUF	289	294	292	290	290	280
Polsko	EUR/PLN	4.25	4.14	4.50	4.25	4.20	4.15

HDP

	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	2.1	1.3	0.6	0.1	-0.2	0.5	1.6
Maďarsko	1.5	1.4	1.4	-0.2	-0.5	-0.7	-0.4
Polsko	4.2	4.2	4.4	3.7	3.3	2.7	2.5

Inflace

	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	1.8	2.4	3.8	3.6	3.3	3.2	2.0
Maďarsko	3.6	4.1	4.6	5.2	5.0	4.7	3.7
Polsko	3.9	4.6	3.9	4.2	4.1	3.2	2.8

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

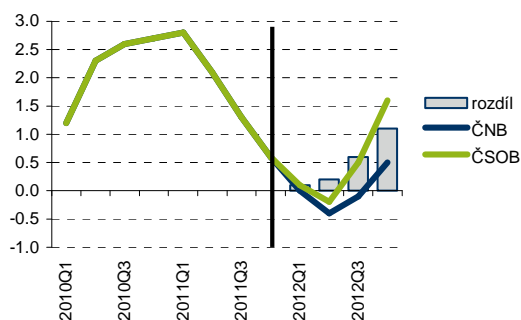
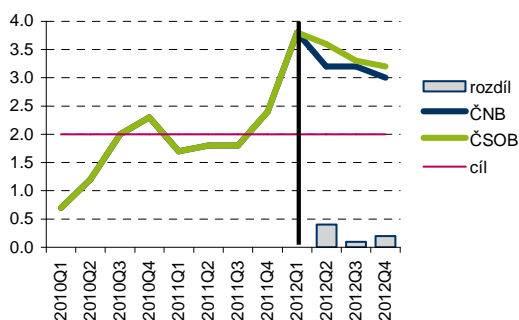
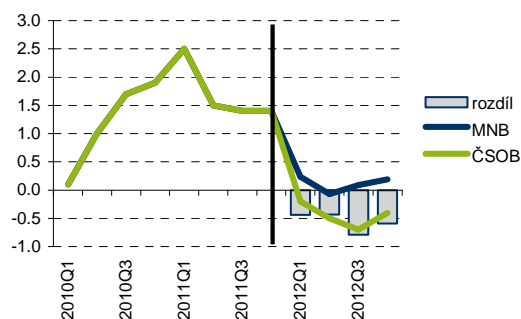
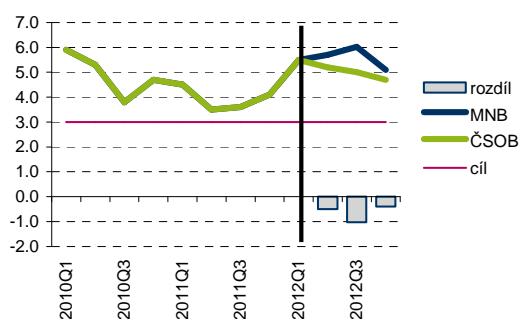
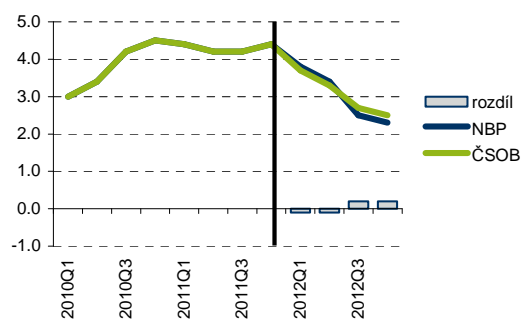
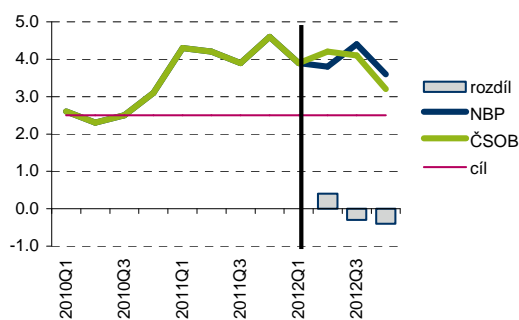
	2012	2013
Česko		
Maďarsko	1.5	1.0
Polsko	-3.5	-3.1

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

	2012	2013
Česko		
Maďarsko	-2.5	-2.2
Polsko	-3.0	

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.