



## • Česká republika

ČNB nezměnila výhled ekonomiky ani sazby

2

## • Výhled na týden

Český HDP by měl vykázat za IV. kvartál další mezičtvrtletní přírůstek

4

## Střední Evropa připravena na negativní korekci?

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	26,19	0,01%	↗	↗
EUR/PLN	4,103	1,42%	↗	↗
EUR/HUF	274,1	1,06%	↗	↗
3M PRIBOR	1,53	-0,02	→	→
3M WIBOR	4,20	0,01	→	→
3M BUBOR	5,99	-0,01	→	↗
10Y CZK	4,46	0,11	↗	↗
10Y PLN	6,11	0,01	↗	↗
10Y HUF	7,67	0,26	↗	↗
3M EURIBOR	0,61	0,00	→	↗
10Y EMU	3,10	-0,11	→	↗

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Střední Evropa nakonec přece jenom prvně, byť jen lehce pocítila negativní dopady zvyšování rizikových prémie u vládních dluhů v eurozóně. Přesto ztráty – jedno zdali měn či dluhopisů - byly jen velmi limitované a dočasné. Svoji sílu a rezistenci vůči rostoucí averzi k riziku ukázal především polský zlotý, který dokázal atakovat nová letošní maxima, když se měnový pár EUR/PLN obchodoval pod psychologickou hranicí 4,0. Zde bychom rádi dodali, že výborné fundamenty polské ekonomiky skutečně předurčují zlotý k tomu, aby dále posiloval. Jakoukoliv negativní korekci je pak třeba chápat jako dočasnou epizodu, kterou je podle nás dobré využít k reaktivaci dlouhých pozic v polském zlotém.

Možná, že právě taková příležitost přichází právě nyní. Obavy trhů z fiskálního vývoje zranitelných členů eurozóny totiž stále neustoupily, což v kombinaci s některými smíšenými statistikami z globální ekonomiky může přivodit výraznější korekci v rámci emerging markets a také ve střední Evropě. Například polské a maďarské dluhopisy nesoucí stále poměrně vysoké výnosy jsou od počátku roku stále v plusu. Je těžké si představit, že by si maďarský či polský trh dluhopisů své letošní zisky udržel, pokud by výprodeje vládních dluhopisů periferních zemí eurozóny pokračovaly.

## ČNB nezměnila výhled ekonomiky ani sazby

Petr Dufek

**ČNB čeká pro začátek letošního roku zrychlení ekonomického růstu, avšak jen krátkodobě.**

**„S prognózou je konzistentní stabilita úrokových sazeb v první polovině letošního roku poblíž stávající úrovně a jejich následný postupný růst.“**

Po prosincovém snížení sazeb na nové historické minimum přešla ČNB do vyčkávacího módu. Aktuální rozhodnutí bankovní rady ČNB ponechat úrokové sazby centrální banky na stejné úrovni se proto všeobecně očekávalo. Přesto nemohlo poslední jednání bankovní rady uniknout pozornosti, protože se na něm probírala nová prognóza inflace, která po třech měsících představuje aktualizovaný pohled ČNB na vývoj české ekonomiky v následujícím roce a půl.

Celkově se dá říct, že centrální banka svůj výhled ekonomiky nijak výrazně od listopadu nezměnila. ČNB i nadále očekává růst ekonomiky okolo 1,4 % s tím, že v prvním čtvrtletí se HDP zvýší o dvě procenta a následně tempo ekonomiky oslabí. Inflaci na konci roku centrální banka očekává mírně nad cílem, avšak hlavně v důsledku daňových opatření. Měnově politická inflace se totiž bude k inflačnímu cíli přibližovat jen pozvolna a dosáhne jej teprve až ve druhém kvartále 2011. Tržní úrokové sazby předpokládá o něco nižší než v minulé prognóze a kurz koruny vůči euru naopak mírně silnější. Celkově prognóza vyznívá ve prospěch stability tržních úrokových sazeb v první polovině roku a jejich postupný růst předpokládá až ve druhé půlce roku. Lze už jen dodat, že rizika nové prognózy jsou podle ČNB vyrovnaná. Srovnání aktuální a předchozí prognózy pro poslední čtvrtletí letošního roku a druhý kvartál roku 2010 uvádíme v následující tabulce.

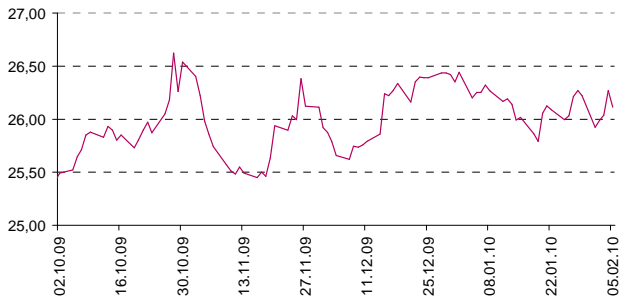
	2010Q4			2011Q2		
	minulá prognóza	aktuální prognóza	rozdíl	minulá prognóza	aktuální prognóza	rozdíl
<b>Inflace</b>	2.4	<b>2.6</b>	0.2	2.3	<b>2.1</b>	-0.2
<b>Měnověpolitická inflace</b>	1.6	<b>1.4</b>	-0.2	2.2	<b>2.0</b>	-0.2
<b>HDP</b>	-0.2	<b>0.4</b>	0.6	1.5	<b>1.4</b>	-0.1
<b>PRIBOR 3M</b>	2.1	<b>1.8</b>	-0.3	2.4	<b>2.5</b>	0.1
<b>CZK/EUR</b>	25.7	<b>25.3</b>	-0.4	25.6	<b>25.2</b>	-0.4

**Spěchat se sazbami ČNB opravdu nemusí. Oživení ani inflace se zatím příliš nekoná.**

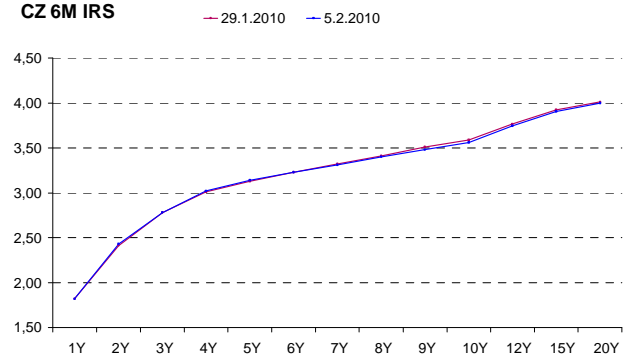
Z prognózy vyplývá, že ČNB, podobně jako ECB, zatím se zpřísněním měnové politiky nehodlá nijak pospíchat. Proto zvýšení úrokových sazeb může být aktuální nejdříve až ve druhém pololetí, nebo spíše až ke konci roku. To by už mohl být vývoj tuzemské i zahraniční poptávky přece jen jistější a stabilnější. Samozřejmě velkou roli bude nadále sehrávat aktuální vývoj inflace, která v posledních měsících končila nad úrovní prognózy ČNB. Předpokládáme ovšem, že spíše než krátkodobá odchylka inflace, bude mít i nadále větší význam pro rozhodování ČNB celkový vývoj ekonomiky, který je i nadále poznamenán silnou mírou nejistoty. Některé statistiky sice občas vybízejí k většímu optimismu, avšak na utahování měnové politiky je stále ještě dost času. O silném a stabilním oživení zatím ještě nemůže být zdaleka řeč. A vzhledem k očekávanému pokračování útlumu domácí poptávky (spotřební i investiční) se není třeba obávat poptávkových inflačních tlaků, spíše naopak.

## Přehled trhů

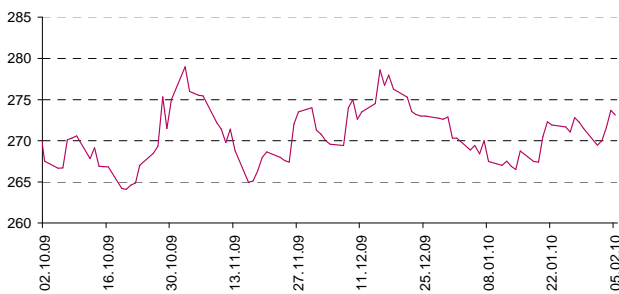
EURCZK



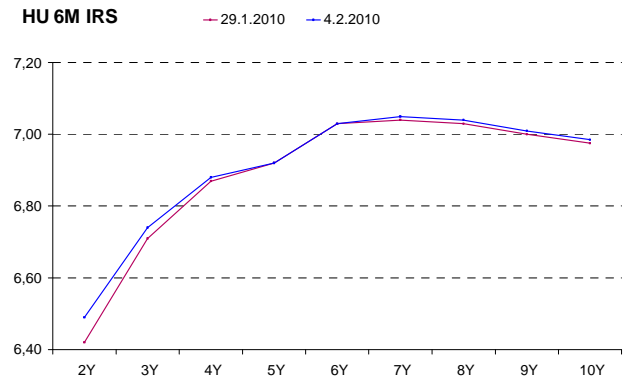
CZ 6M IRS



EURHUF



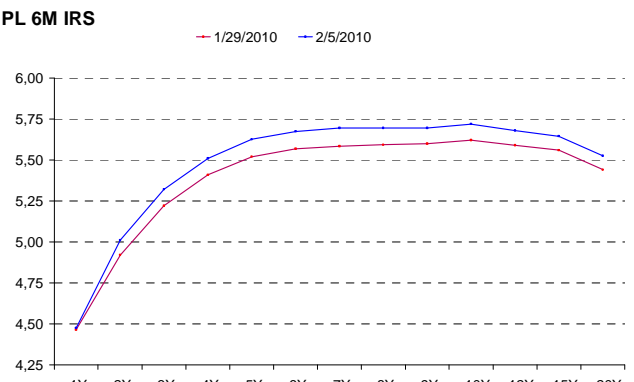
HU 6M IRS



EURPLN



PL 6M IRS



## Klíčové očekávané události

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

	XII.09	XI.09	XII.08
Saldo	3,5	14,5	-9,1
kumulativ. od ledna	154,0	150,4	67,3
Export (% y/y)	-1,0	0,0	-11,2
Import (% y/y)	-8,5	-8,0	-7,6

### ÚT 9:00, CZ Inlace (% m/m)

	I.10	XII.09	I.09
Inlace	1,6	0,2	1,5
Potraviny	2,0	1,6	1,6
Bydlení a energie	3,0	0,0	4,7

### PA 9:00, CZ HDP (%)

	Q4-09	Q3-09	Q4-08
HDP (y/y)	-3,0	-4,1	0,5
HDP (q/q)	0,7	0,8	-0,7

### ČR: Zahraniční obchod nejspíše v plusu

Existuje docela velká šance, že prosincová obchodní bilance skončí poprvé v historii v černých číslech. Tento odhad stavíme na předpokladu pozitivního vlivu cen surovin a mírného oživení vývozu do zemí EU. K lepšímu výsledku nejspíše přispěla i utlumená domácí spotřební a investiční poptávka. Je už jisté, že celoroční výsledek obchodu bude nejlepší v dosavadní historii a nejspíše překoná hranici 150 mld. korun.

### ČR: Inflaci zvyšují zásahy administrativy

Lednovou inflaci zásadně ovlivnil růst regulovaného nájemného následovaného dopadem vyšší DPH a spotřebních daní. Jako tradičně vyšší byly i sezónní potraviny. Nejistý je však odhad decentního zlevnění energií, které mohlo částečně vykompenzovat zvýšení poplatků za služby s nimi spojené. Za vyšší meziměsíční inflaci jsou i pohonné hmoty, které zdražily v důsledku navýšené spotřební daně. Ani přes tyto citelné administrativní zásahy by inflace v ČR neměla nijak expandovat. Teprve ve druhé polovině roku by se mohla dostat na cílovou úroveň ČNB.

### ČR: HDP naposledy v červených číslech

Předběžný odhad HDP za poslední čtvrtletí m.r. by měl potvrdit mírné oživení ekonomiky. Oproti třetímu čtvrtletí se HDP mohl zvýšit o zhruba sedm desetin procentního bodu, meziročně však ještě ekonomika vykáže propad. Zřejmě už naposledy v řadě. Podobně jako ČNB však očekáváme, že po solidním startu do roku 2010 bude následovat výraznější útlum ekonomického růstu ve zbytku roku. I nadále ovšem platí, že údaje HDP podléhají pravidelným revizím a zpřesněním, takže se nejspíše dočkáme změn u již zveřejněných výsledků.

## Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
SR	8.2.2010	09:00	Průmyslová výroba (%)	12/2009						1,5
<b>ČR</b>	<b>8.2.2010</b>	<b>09:00</b>	<b>Obchodní bilance (mld. CZK)</b>	<b>12/2009</b>	<b>3,5</b>		<b>3,5</b>		<b>14,5</b>	
SR	8.2.2010	09:00	Stavební výroba (%)	12/2009						-13,5
Německo	9.2.2010	08:00	Obchodní bilance (mld. EUR)	12/2009			14,6		17,4	
Německo	9.2.2010	08:00	Inflace (%)	01/2010 *F			-0,6	0,8	-0,6	0,8
Německo	9.2.2010	08:00	Běžný účet (mld. EUR)	12/2009					18,1	
Německo	9.2.2010	08:00	Harmonizovaná inflace (%)	01/2010 *F			-0,7	0,7	-0,7	0,7
<b>ČR</b>	<b>9.2.2010</b>	<b>09:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>01/2010</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,0</b>	<b>0,2</b>	<b>1,0</b>
Maďarsko	9.2.2010	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	12/2009 *P			266,5		409,5	
ČR	9.2.2010	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	01/2010	9,8		9,7		9,2	
SR	10.2.2010	09:00	Mzdy (%)	12/2009						3,1
USA	10.2.2010	14:30	Obchodní bilance (mld. USD)	12/2009			-35,5		-36,4	
USA	10.2.2010	20:00	Rozpočtové saldo (mld. USD)	01/2010			-70,0		-63,5	
ČR	11.2.2010	09:00	Průmyslová výroba (%)	12/2009 *F		1,3				2,1
<b>SR</b>	<b>11.2.2010</b>	<b>09:00</b>	<b>Obchodní bilance (mld. EUR)</b>	<b>12/2009</b>					<b>259,4</b>	
ČR	11.2.2010	09:00	Stavební výroba (%)	12/2009						7,8
EMU	11.2.2010	10:00	Měsíční zpráva ECB (ECB)	02/2010						
USA	11.2.2010	14:30	Maloobchodní tržby (%)	01/2010			0,3		-0,3	
<b>USA</b>	<b>11.2.2010</b>	<b>14:30</b>	<b>Maloobchodní tržby – bez automobilů (%)</b>	<b>01/2010</b>			<b>0,4</b>		<b>-0,2</b>	
USA	11.2.2010	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	6.2.			456		480	
USA	11.2.2010	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	30.1.					4 602	

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	12.2.2010	08:00	HDP (%)	4Q/2009 *P			0,2	-2,2	0,7	-4,8
Maďarsko	12.2.2010	09:00	HDP (%)	4Q/2009 *P				-4,1		-7,1
Maďarsko	12.2.2010	09:00	Inflace (%)	01/2010			0,7	5,7	0,0	5,6
ČR	12.2.2010	09:00	HDP (%)	4Q/2009 *P		-3,0		-2,7		-4,1
SR	12.2.2010	09:00	Inflace (%)	01/2010					-0,1	0,5
SR	12.2.2010	09:00	HDP (%)	4Q/2009 *P						-4,8
SR	12.2.2010	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	01/2010					12,7	
ČR	12.2.2010	10:00	Běžný účet (mld. CZK)	12/2009	-4,0		-9,0		-1,6	
EMU	12.2.2010	11:00	HDP (%)	4Q/2009 *P			0,3	-1,9	0,4	-4,0
EMU	12.2.2010	11:00	Průmyslová výroba (%)	12/2009			0,2	1,6	1,0	-7,1
Polsko	12.2.2010	14:00	Běžný účet (mil. EUR)	12/2009			-862		-1 272	
Polsko	12.2.2010	14:00	Peněžní zásoba M3 (%)	01/2010			0,4		2,9	
Polsko	12.2.2010	14:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	12/2009			-804		-292	
Polsko	12.2.2010	15:00	Rozpočtové saldo (mil. PLN)	01/2010					552,1	
USA	12.2.2010	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan	02/2010 *P			74,8		74,4	

m/m - meziměsíčně; y/y - meziročně; s.a. - sezónně očištěno; n.s.a. - sezónně neočištěno; P - předběžné; F - finální  
 EMU, USA, UK, JPY - pokud není uvedeno jinak, data sezónně očištěna; Střední Evropa - data sezónně neočištěna, pokud není uvedeno jinak  
 Aukce státních dluhopisů: období = datum emise; m/m = poptávka; y/y = nabídka

## Náš výhled

		současná hodnota	III.10	VI.10	IX.10	XII.10	III.11	poslední změna	
Česko	2T repo	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25	1,50	-25 bps	16/12/2009
Maďarsko	2T depo	6,00	5,50	5,50	6,00	6,00	6,00	-25 bps	21/12/2009
Polsko	2T inter. sazba	3,50	3,50	3,50	3,75	4,00	4,00	-25 bps	25.6.2009

### Krátkodobé úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	III.10	VI.10	IX.10	XII.10	III.11
Česko	PRIBOR 3M	1,53	1,50	1,55	1,65	1,80	2,05
Maďarsko	BUBOR 3M	5,99	5,50	5,50	6,00	6,00	6,00
Polsko	WIBOR 3M	4,19	4,40	4,60	4,70	4,80	4,80

### Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	III.10	VI.10	IX.10	XII.10	III.11
Česko		3,59	3,48	3,50	3,70	3,85	4,02
Maďarsko		7,10	7,50	7,75	8,00	7,50	7,25
Polsko		5,74	4,70	4,50	4,50	4,50	4,50

### Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	III.10	VI.10	IX.10	XII.10	III.11
Česko	EUR/CZK	26,2	26,0	24,8	24,8	23,8	24,8
Maďarsko	EUR/HUF	274,2	265	280	275	270	265
Polsko	EUR/PLN	4,11	4,10	4,30	3,60	3,90	3,30

### HDP

	Meziroční změna v %					
	Q3 2009	Q4 2009	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010
Česko	-4,1	-3,0	1,8	1,7	0,9	1,4
Maďarsko	-6,0	-3,0	-1,5	0,5	1,0	2,0

### Inflace

	Meziroční změna v %					
	XII.09	III.10	VI.10	IX.10	XII.10	I.11
Česko	1,0	0,9	1,6	2,1	2,2	2,0
Maďarsko	5,5	4,2	3,5	3,5	3,5	3,5

### Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

	2009	2010
Česko	-0,8	-1,0
Maďarsko	-1,0	-0,5

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

	2009	2010
Česko	-6,5	-5,5
Maďarsko	-3,9	-5,5

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.