



- **Český i maďarský průmysl na konci roku 2010 akceleroval**
Průmyslová výroba meziročně rostla v ČR i Maďarsku o více než 15 % 2
- **Vazba koruny a zlatého opět sílí**
....zatímco vazba na globální trhy může zůstat slabší 3
- **Výhled na týden**
Potraviny a ceny benzínu poženou inflaci v regionu vzhůru 5

Polský guvernér obrátil a zavelel ke zvyšování sazeb

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24.51	-2.81%	↗	↘
EUR/PLN	3.872	-2.85%	→	↘
EUR/HUF	276.2	1.09%	↗	→
3M PRIBOR	1.20	-0.02	↗	↗
3M WIBOR	3.95	0.04	↗	↗
3M BUBOR	5.84	-0.01	↗	↗
10Y CZK	3.81	-0.02	↗	↗
10Y PLN	6.17	0.21	↗	↗
10Y HUF	7.81	0.20	↗	↗
3M EURIBOR	1.19	0.08	→	→
10Y EMU	2.91	-0.12	↘	↗

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Sváteční pohoda skončila na středoevropských trzích velmi rychle. Vše má přítom na svědomí polská centrální banka, konkrétně pak její guvernér Belka. Ten před Vánoci zdá se přemluvil svoje kolegy v polském Výboru pro měnovou politiku (RRP), aby nezvýšili úrokové sazby, aby hned po novém roce obrátil a naznačil, že je třeba zvýšit sazby. Jako hlavní argument byl paradoxně opět použit zlotý, který podle guvernéra údajně již nedokáže brzdit inflační tlaky.

Vzhledem k tomu, že s guvernérem změnili svůj názor i tři další členové holubičích křídla RPP, tak byla reakce trhů jednoznačná. Peněžní a dluhopisové trhy okamžitě zahrnuly do cen lednové zvýšení oficiální sazby o 25 bazických bodů a polský zlotý výrazně posílil. Dodejme, že s polskou měnou se svezla i česká koruna, která nasedla na polskou býčí vlnu a snadno smazala ztráty, které akumulovala v průběhu posledních dvou měsíců roku.

Jestliže sázka na prosincové zvýšení oficiální sazby byla poměrně odvážná, pak po posledních komentářích členů RPP se zdá být zahájení cyklu utahování politiky v tomto měsíci velmi pravděpodobné. Tržní očekávání pak mohou být ještě podpořena nadcházejícími inflačními daty, která zřejmě potvrdí domněnku guvernéra Belky, že ani silný kurz již nedokáže zabránit růstu inflace tažené aktuálně vysokými cenami komodit, resp. potravin a benzínu.

Na druhou stranu při odhadování toho, kam až může NBP při utahování měnové politiky tento rok zajít, je třeba být v úsudku podstatně opatrnější. Jak mimo jiné již členové RPP v posledních dnech indikovali, zvyšování sazeb bude spíše velmi pozvolné. My pak dodáváme, že nemusí dojít zdaleka tak daleko, jak si trhy myslí. Ty, jak bývá obvyklé na počátku cyklu utahování měnové politiky, mají tendenci přestřelovat, což se také děje. Polské FRA momentálně vidí, že růst oficiální sazby by měl letos dosáhnout více než 100 bazických bodů. My se však domníváme, že paralelně posilující zlotý nedovolí v roce 2011 NBP zvýšit základní úrokovou sazbu o více než 3x25 bazických bodů.

Český i maďarský průmysl na konci roku 2010 akceleroval

Petr Dufek, Jan Čermák

Český průmysl tentokrát výrazně překonal očekávání. Silný nárůst přitom vykazují i nové zakázky.

Rovněž maďarský průmysl v listopadu rapidně přidal.

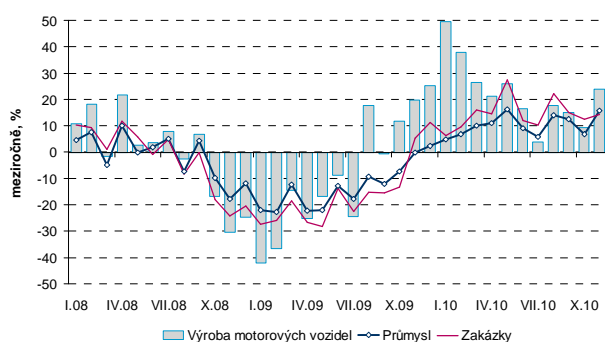
Silné výsledky průmyslu povedou k dobrému výkonu celé ekonomiky v posledním čtvrtletí roku 2010

Listopadový růst průmyslu dosáhl téměř 16 % meziročně, meziměsíčně se výroba tohoto odvětví zvýšila o 2 %. Roli hlavního motoru průmyslu sehrály jeho nejsilnější části – tedy auta, stroje a kovy, tj. obory orientované primárně na vývoz, vezoucí se na vlně rostoucí zahraniční poptávky. V červených číslech tentokrát zůstaly rafinérie, nábytkáři a textilní průmysl. Aktuální výsledek průmyslu ovlivnil i o jeden den vyšší počet pracovních dnů, nicméně růst byl velmi silný i po očištění o tento vliv (+13 %). Výsledky z českého průmyslu vyznívají velmi pozitivně a díky vysokým zakázkám (+14,2 % y/y) nabízejí pozitivní obrázek i pro nejbližší měsíce. Přim opět hrají automobilky (+16,3 %), výrobci kovů (+50,6 %) a výroba počítačů (+17,9 %). A ještě jeden fakt stojí jistě za pozornost, a sice rostoucí zaměstnanost v průmyslu. V meziročním vyjádření sice v průmyslu pracuje méně lidí, nicméně ve srovnání s prvním čtvrtletím roku je vidět nárůst počtu zaměstnanců o skoro 19 tisíc.

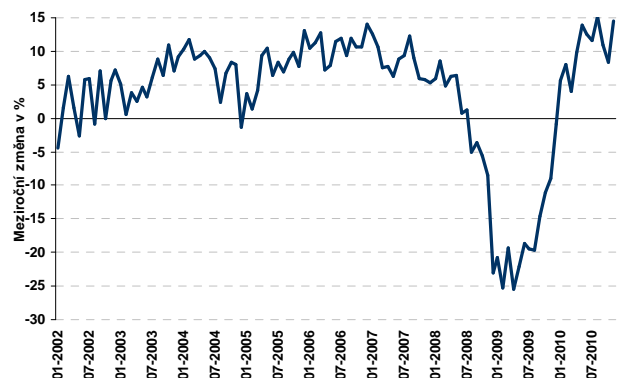
Rovněž průmyslová výroba Maďarsku zrychlila, když po lehkém meziměsíčním propadu v říjnu, se dostavil nečekaně silný nárůst (4,3 %). V meziročním srovnání tak průmyslová výroba zrychlila na 14,5 %. Poslední čtvrtletí roku tak díky silné orientaci průmyslu na excelující Německo stane nejsilnějším kvartálem roku 2010, když přírůstek výroby byl v tomto roce zřejmě dvojciferný.

Listopadová čísla z průmyslu z ČR i Maďarska (spolu s výsledky zahraničního obchodu naznačují), že i konec roku byl ve znamení velmi slušného ekonomického růstu, který by mohl být i o něco vyšší než kolik činily naše odhady pro poslední čtvrtletí tohoto roku.

CZ: Průmyslová výroba



HU: průmyslová produkce



Vazba koruny a zlotého opět sílí

Jan Bureš

Vazba koruny a zlotého opět sílí, carry trade ustupuje do pozadí...

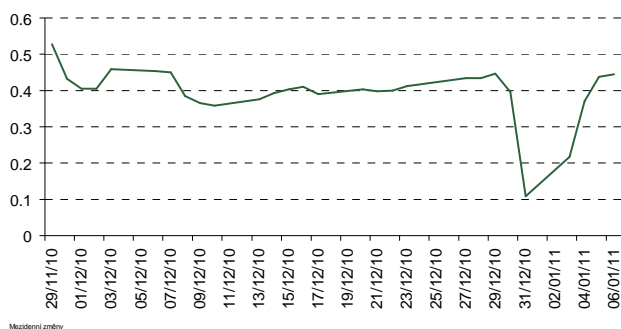
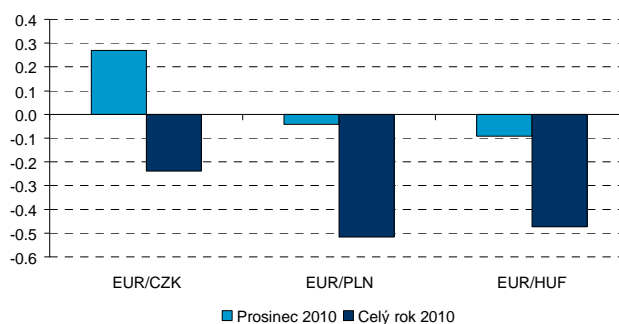
Vazba na zlotého i koruny na globální trhy může zůstat slabší, u forintu spíše naroste

Na konci roku 2010 se znovu začaly ve střední Evropě rozvolňovat dlouho zažitě vazby, a to především pevné spojení koruny a polského zlotého. Vazba koruny s polským zlotým, jak ukazuje vývoj klouzavé měsíční korelace, na konci roku výrazně oslabila. Jedním z možných vysvětlení byla pokračující holubičí rétorika Česká národní banky (ČNB), která začínala kontrastovat s rostoucí silou jestřábů v bankovní radě polské NBP. Začaly tak růst spekulace na to, že česká koruna by opět mohla ve větší míře sloužit jako měna vhodná k financování regionálních carry obchodů. Ty ale vzaly za své hned s počátkem roku. Vazba koruny na zlotý začala znovu narůstat a koruna byla schopna ocenit sázky na růst polských sazeb ruku v ruce s polským sousedem. Konec roku byl tak pravděpodobně spíše ve znamení likvidity než rozjezdu carry obchodů. Pokračující dobré výkony české ekonomiky a rostoucí riziko prvního růstu sazeb by mělo zamezit rozjezdu regionálních carry obchodů i v dalších měsících roku 2011.

V posledním měsíci jsme také viděli, že výrazně klesla vazba středoevropských měn na globální trhy. Korelace mezidenních změn s indexem S&P 500, EUR/USD i desetiletým americkým výnosem u všech středoevropských měn výrazně zeslábla (při srovnání s průměrem roku 2010). V případě EUR/PLN může nižší vazba na globální trhy - především na vývoj averze k riziku (S&P 500) - nějakou dobu trvat. Máme před sebou začátek růstu sazeb, který může zlotý do velké míry odclonit od rostoucího napětí na periferiích eurozóny. Z toho může do jisté míry těžit i česká koruna, jejíž vazba na polský zlotý znovu sílí a kde v průběhu roku přijde růst sazeb také na pořad dne. K silnější vazbě na globální trhy se tak může vrátit zejména maďarský forint. Nízká důvěra zahraničních investorů v tamní kabinet může v dobách rostoucího napětí na periferiích eurozóny tlačit forint do silné defenzivy a zvyšovat především vazbu na EUR/USD a S&P 500.

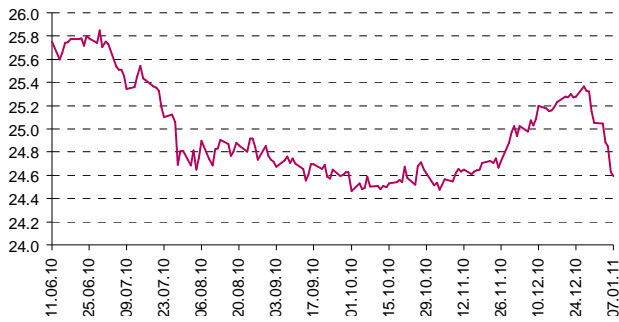
Korelace mezidenních změn, Prosinec 2010

	EUR/CZK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/USD	S&P 500	10Y US
EUR/CZK	1	0.4	0.1	0.1	0.3	0.1
EUR/PLN	0.4	1	0.4	-0.1	0.0	0.1
EUR/HUF	0.1	0.1	1.0	-0.2	-0.1	-0.2
EUR/USD	0.1	-0.1	-0.2	1.0	0.1	-0.1
S&P 500	0.3	0.0	-0.1	0.1	1.0	0.1
10Y US	0.1	0.1	-0.2	-0.1	0.1	1.0

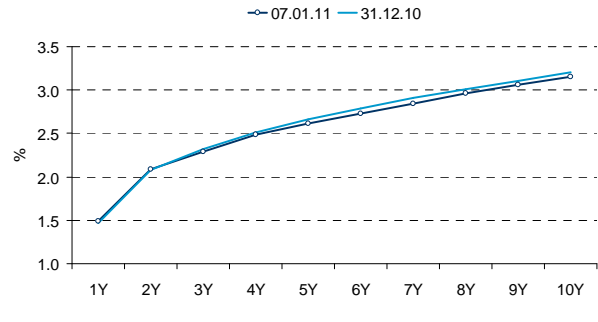
Měsíční korelace EUR/CZK a EUR/PLN

Korelace mezidenních změn s S&P 500


Přehled trhů

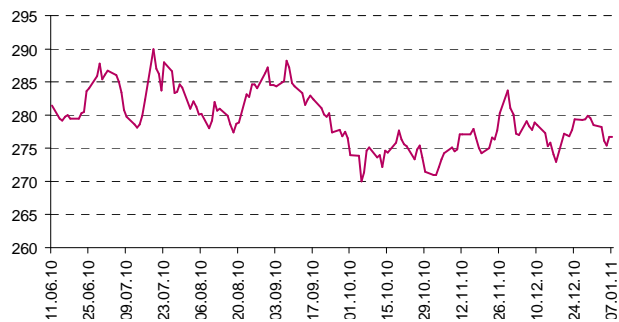
EURCZK



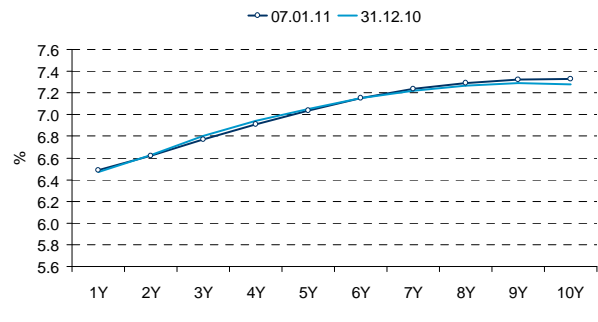
CZ IRS



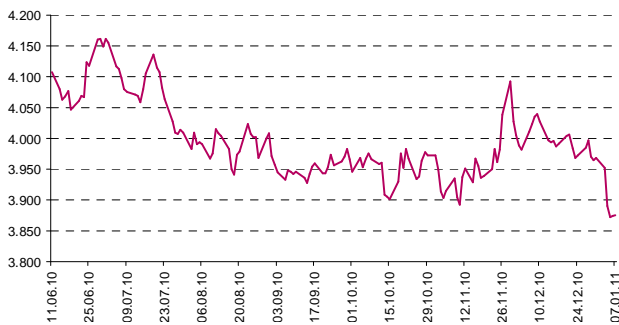
EURHUF



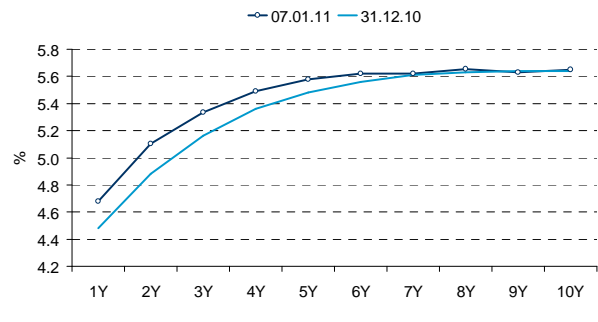
HU IRS



EURPLN



PL IRS



Klíčové očekávané události

PO 9:00, CZ Inlace (% m/m)

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

ÚT 9:00, CZ Maloobchodní tržby (% y/y)

	XI.10	X.10	XI.09
Tržby	2,5	-0,7	-5,4
kumul. od ledna	0,9	0,8	-5,0

ČT 10:00, CZ Běžný účet (mld. CZK)

	XI.10	X.10	XI.09
Běžný účet	-2,0	0,6	-1,0
kumul. od ledna	-92,2	-90,2	-20,2
Obchodní bilance	19,0	22,4	18,2
kumul. od ledna	193,7	174,7	175,3

ČT 14:00, PL Inlace (% m/m)

	XII.10	XI.10	XII.09
Inlace	0,4	0,1	0,0

PÁ 9:00, HU Inlace (% m/m)

	XII.10	XI.10	XII.09
Inlace	0,2	0,3	0,0

CZ: Inlace míří nad cílovou úroveň ČNB

Prosinec byl nejspíše ve znamení rychlejšího růstu spotřebitelských cen. Nejvíce bylo zdražení patrné u potravin a pohonných hmot. Potraviny zůstávají ve vleku rostoucích cen zemědělských komodit, které doposud ještě nenalezly svůj vrchol. Stejně vzhůru míří i ceny pohonných hmot reagující na zdražování ropy a benzínu na světových trzích. Po delší době se meziroční inflace dostává nad úroveň cílovanou centrální bankou. A nebude to nejspíše zdaleka konec rychlejšího růstu spotřebitelských cen. Tedy pokud nedojde k rychlému propadu cen komodit, což ovšem není v krátké době pravděpodobné.

CZ: Maloobchod tentokrát v plusu

Předpokládáme, že maloobchodní tržby v listopadu vykážou mírný nárůst, a to především díky prodejem nových aut. Asi žádné překvapení nepřinesou útraty za potraviny, které v posledních měsících postihuje rychlý vzestup cen, ani nižší tržby za pohonné hmoty. K meziročnímu kladnému výsledku celkových tržeb tak přispěje především nízká srovnávací základna a o jeden den vyšší počet pracovních dnů. Celkově by tak maloobchod za prvních jedenáct měsíců měl růst o méně než jedno procento. Tržby tak jasně ukazují, že spotřebitelská poptávka zůstává velmi umírněná, a poptávkové inflační tlaky v nedohlednu.

CZ: Běžný účet s malým deficitem

Listopadový běžný účet by mohl skončit deficitem okolo 2 mld. korun. Za tímto vcelku příznivým výsledkem vidíme především vysoký přebytek obchodní bilance a vzhledem ke konci dividendové sezóny jen mírný odliv zisků do zahraničí. Deficit běžného účtu od začátku roku však velmi rychle narostl a překonal již hranici 90 mld. korun. Velkou zásluhu na tom má i změna vykazování tzv. brandingů, která obrátila bilanci služeb hluboko do červených čísel. Celkový schodek běžného účtu za celý letošní rok by však neměl překonat hranici 3 %.

PL: Inlace nad cílem, růst sazeb v dohledu

Domníváme se, že v prosinci spotřebitelská inflace v Polsku zrychlila svůj růst a že by v prosinci měla dosáhnout 3,1% meziročně, respektive 0,4% meziměsíčně. Hlavními důvody pro růst by přitom měly být ceny komodit (barely ropy Brent zdražil během prosince o 10%, průměr růstu cen cukru, pšenice a kukuřice dosáhl dokonce 19%). Potenciální další růst cenové hladiny se projevil i v komentářích tvůrců polské měnové politiky. Někteří členové donedávna více či méně zatvrzelého holubičího křídla (guvernér Belka, Chojna-Duch, Winiecki, Kazmierczak) uznali, že došel čas pro utahování měnové politiky. Pádovým argumentem pro růst sazeb je navíc fakt, že díky administrativním zásahům v novém roce inflace zřejmě dále poroste.

HU: Maďarská inflace jen nepatrně výše

Maďarská míra inflace zřejmě v meziročním srovnání pouze stagnovala. Meziměsíčně ji podpořily především vyšší ceny benzínu.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	10/01/2011	09:00	Inflace (%)	12/2010	0.4	2.2	0.4	2.2	0.2	2
Maďarsko	10/01/2011	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	11/2010 *P			450		408.2	
ČR	10/01/2011	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	12/2010	9.2		9.2		8.6	
ČR	11/01/2011	09:00	Maloobchodní tržby (%)	11/2010		2.5		3		-0.7
EMU	12/01/2011	11:00	Průmyslová výroba (%)	11/2010					0.7	6.9
USA	12/01/2011	14:30	Index dovozních cen (%)	12/2010			1.2		1.3	3.7
USA	12/01/2011	20:00	Běžová kniha (Fed)	01/2011						
USA	12/01/2011	20:00	Rozpočtové saldo (mld. USD)	12/2010			-83.5			
ČR	13/01/2011	10:00	Běžný účet (mld. CZK)	11/2010	-2		-1.75		0.62	
EMU	13/01/2011	13:45	Zasedání ECB (%)	01/2011					1	
Polsko	13/01/2011	14:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	11/2010					-702	
Polsko	13/01/2011	14:00	Běžný účet (mil. EUR)	11/2010					-1,155	
Polsko	13/01/2011	14:00	Inflace (%)	12/2010	0.4	3.1			0.1	2.7
USA	13/01/2011	14:30	Obchodní bilance (mld. USD)	11/2010			-40.7		-38.7	
USA	13/01/2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	8.1.						
USA	13/01/2011	14:30	Výrobní ceny (%)	12/2010			0.8	3.8	0.8	3.5
USA	13/01/2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	1.1.						
USA	13/01/2011	14:30	Jádrový index cen v průmyslu (%)	12/2010			0.2	1.4	0.3	1.2
Německo	14/01/2011	08:00	Harmonizovaná inflace (%)	12/2010 *F					1.2	1.9
Německo	14/01/2011	08:00	Inflace (%)	12/2010 *F					1	1.7
Maďarsko	14/01/2011	09:00	Inflace (%)	12/2010	0.2	4.3	0.3	4.3	0.3	4.2
Maďarsko	14/01/2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	11/2010 *F					4.3	14.5
EMU	14/01/2011	11:00	Inflace (%)	12/2010					0.1	
EMU	14/01/2011	11:00	Jádrová inflace (%)	12/2010						1.1
EMU	14/01/2011	11:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	11/2010					5.2	
Polsko	14/01/2011	14:00	Peněžní zásoba M3 (%)	12/2010					0.9	
USA	14/01/2011	14:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů (%)	12/2010			0.3		0.8	
USA	14/01/2011	14:30	Jádrová inflace (%)	12/2010			0.1	0.8	0.1	0.8
USA	14/01/2011	14:30	Maloobchodní tržby (%)	12/2010			0.7		0.8	
USA	14/01/2011	14:30	Inflace (%)	12/2010			0.4	1.4	0.1	1.1
USA	14/01/2011	15:15	Průmyslová výroba (%)	12/2010			0.4		0.4	
USA	14/01/2011	15:15	Využití kapacit (%)	12/2010			75.5		75.2	
USA	14/01/2011	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan	01/2011 *P			75		74.5	

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	Dec-10	Mar-11	Jun-11	Sep-11	Dec-11	poslední změna	
Česko	2T repo	0.75	0.75	0.75	0.75	1.00	1.25	-25 bps	06/05/10
Maďarsko	2T depo	5.25	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	25 bps	29/11/10
Polsko	2T inter. sazba	3.50	3.75	4.00	4.25	4.25	4.25	-25 bps	25/06/09

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	Dec-10	Mar-11	Jun-11	Sep-11	Dec-11
Česko	PRIBOR 3M	1.20	1.20	1.22	1.26	1.45	1.60
Maďarsko	BUBOR 3M	5.84	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75
Polsko	WIBOR 3M	3.91	4.10	4.15	4.35	4.35	4.35

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	Dec-10	Mar-11	Jun-11	Sep-11	Dec-11
Česko	IRS 10 let	3.19	3.00	3.00	3.15	3.35	3.50
Maďarsko		7.33	8.00	7.75	7.75	7.50	7.50
Polsko		5.60	5.80	5.95	6.00	6.00	6.00

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	Dec-10	Mar-11	Jun-11	Sep-11	Dec-11
Česko	EUR/CZK	25.2	24.8	24.5	24.6	24.6	24.0
Maďarsko	EUR/HUF	273.4	280	280	277	273	270
Polsko	EUR/PLN	3.99	4.00	3.90	3.60	3.70	3.60

HDP

		Meziroční změna v %					
		Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011	Q3 2011	Q4 2011	Q1 2012
Česko		2.6	2.1	1.6	1.4	2.4	2.3
Maďarsko		2.0	2.4	2.8	3.2	3.5	3.5

Inflace

		Meziroční změna v %					
		Dec-10	Mar-11	Jun-11	Sep-11	Dec-11	Mar-12
Česko		2.2	2.2	2.5	2.5	2.2	2.0
Maďarsko		4.4	4.0	3.8	3.5	3.5	3.5

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.