



## ● Střední Evropa

Potraviný a benzín tlačí inflaci v regionu vzhůru

2

## ● Česká republika

Nezaměstnanost v ČR roste - tržby v obchodech také

3

## ● Výhled na týden

NBP naplní očekávání a zahájí cyklus utahování měnové politiky

5

## Trhy v Polsku a ČR vsadily na razantní zvýšení sazeb

Nehledě na poměrně dramatické události na trzích dluhopisů v eurozóně žily středoevropské devizové a dluhopisové trhy vlastním životem, kdy hlavním tématem se staly domácí události vztahující se k politice centrálních bank.

Jak se dalo očekávat, nárůst inflace v jednotlivých zemích nenechaly trhy bez povšimnutí, stejně jako s tím související komentáře centrálních bankéřů. To se týkalo zejména České republiky a Polska, kde tržní úrokové sazby rostly a s nimi i posilovaly kurzy příslušných měn. Naopak v Maďarsku zavládla poněkud jiná konstelace, když zápis z posledního jednání bankovní rady MNB ukázal na to, že mezi jejími členy panuje nejednota v otázce dalšího zvyšování úrokových sazeb.

Pohled na českou a polskou výnosovou křivku, resp. na očekávání, která jsou v nich zabudována, nicméně naznačují, že trhy (tak jak se ostatně dalo očekávat s blížícím se začátkem cyklu utahování měnové politiky) zřejmě začaly předbíhat dobu. Pohled na FRA sazby nám říká, že v Polsku se počítá tento rok se zvýšením sazeb o 125 bazických bodů. Český trh zabudoval do cen v šestiměsíčním horizontu téměř dvojnásobné navýšení repo sazby po 25-ti bodech. Ačkoliv nevylučujeme, že trhy mohou svá očekávání vyšponovat ještě výše, v případech obou zemí považujeme tato očekávání za přehnaná. Ten hlavní důvod proč nevěříme, že se trhem implikované zvýšení oficiálních úrokových sazeb zrealizují, spočívá v kurzu zlatého a koruny. Pokud by totiž NBP, resp. ČNB, opravdu byly agresivní tak, jak peněžní trhy předpokládají, posílení polské a české měny by bylo opravdu extrémní. A to centrální banky nestojí.

S odkazem na výše uvedené se tak zasedání polské centrální banky stává logicky hlavní událostí příštího týdne. NBP podle očekávání pravděpodobně zvýší sazby o 25 bps. Po zasedání ale mohou centrální bankéři trochu mírnit jestřábí rétoriku. Většina členů bankovní rady pravděpodobně (podobně jako my) počítá pouze s pozvolným utahováním měnových kohoutů (viz očekávané události), a proto může proto chtít chladit agresivní sázky na růst polských sazeb.

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24,37	↗	↘
EUR/PLN	3,872	↗	↘
EUR/HUF	275,8	↗	↘
3M PRIBOR	1,18	→	↗
3M WIBOR	3,97	↘	↗
3M BUBOR	5,85	→	↗
10Y CZK	3,89	↗	↗
10Y PLN	6,36	↗	↗
10Y HUF	7,70	↗	↗
3M EURIBOR	1,14	→	↗
10Y EMU	2,99	↘	→

## Potraviny a benzín tlačí inflaci v regionu vzhůru

Petr Dufek, Jan Čermák, Petr Báča

**V prosinci se česká inflace po roce a tři čtvrtě vrátila nad cílovou úroveň centrální banky.**

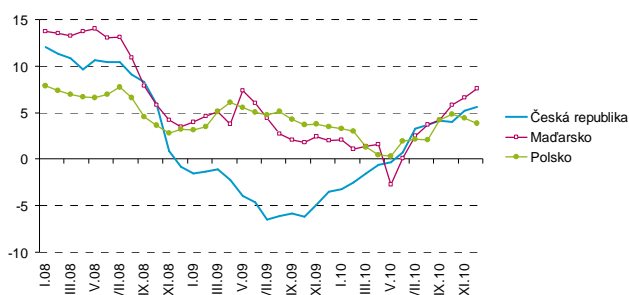
Spotřebitelské ceny tentokrát meziměsíčně vzrostly o 0,5 %, meziročně dokonce o 2,3 %. Za rychlým vzestupem inflace jsou především potraviny a pohonné hmoty, které velmi rychle reagují na zdražování zemědělských, respektive energetických komodit. Inflace je nad cílem ČNB, nicméně hlavní důvody leží mimo vliv centrální banky. Rozhodně na českém trhu nejde o poptávkovou inflaci, ale o již zmíněné komodity. Potraviny jsou meziročně dražší o 5,6 % a přitom můžeme počítat s tím, že se tato situace hned tak nezklidní. I nadále tak inflace zůstane nad cílem centrální banky a fakticky i nad aktuální prognózou ČNB. Kritickým momentem pro inflaci bude – jako již tradičně – leden, kdy se do inflace promítnou tzv. deregulace. Nejnovější číslo však hraje do karet dřívějšímu zvýšení sazeb než dosud předpokládala centrální banka (začátek roku 2012). Celkově se dá předpokládat, že inflace v letošním roce zůstane nad cílem ČNB a v průměru dosáhne 2,3 %.

Rovněž maďarská inflace poskočila vzhůru, když důvody jejího růstu byly obdobné těm, co byly pozorovány v ČR. Agregovaný index táhly vzhůru především potraviny (0,6 % m/m) a ceny pohonných hmot (+4,3 % m/m). Výsledkem bylo zrychlení celkové meziroční inflace ze 4,2 % na 4,7 %. To se jistě nebude líbit MNB, a to přesto, že jádrová inflace poskočila jen o desetinku na 2,0.

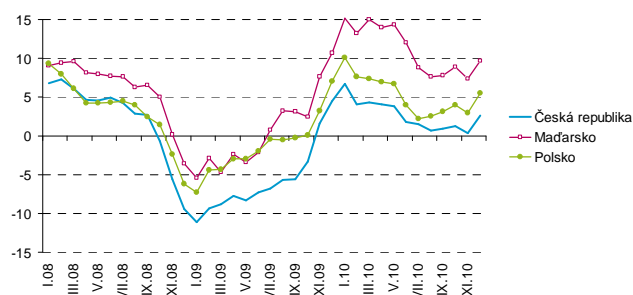
**Polská inflace ve stejném období překročila 3% a dále poroste.**

V posledním měsíci loňského roku rostly spotřebitelské ceny v Polsku v souladu s našimi očekávaními o 3,1% meziročně a 0,4% meziměsíčně. Při hlubším pohledu do struktury indexu je patrné, že lví podíl na další akceleraci inflace (která se tak již pohybuje 0,6 procentního bodu nad cílem centrální banky) měly především ceny benzínu, které rostly meziměsíčně dokonce o 5,1%. Zajímavé je, že navzdory výraznému růstu cen měkkých komodit pozorovanému v prosinci 2010 (index cen potravin FAO vzrostl o 4,27%) ceny potravin v Polsku v daném období stagnovaly. V lednu 2011 inflace dále poroste a mohla by se pohybovat dokonce v těsné blízkosti horní hranice tolerančního pásma centrální banky (3,5%). Projevit by se totiž měly rostoucí sazby DPH (o 1 procentní bod), které by státní pokladně měly podle odhadů ministerstva financí přinést ročně až 5 miliard zlotých navíc. I v případě Polska se však zatím poptávková inflace nekoná a růst cen je vyvolán růstem cen komodit.

**Ceny potravin**  
(meziročně, %)



**Ceny v dopravě**  
(meziročně, %)



## Nezaměstnanost v ČR roste - tržby v obchodech také

Petr Dufek

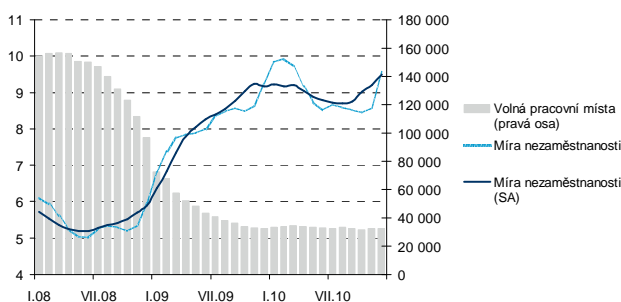
**Nezaměstnanost: Tak rychlý nárůst během jednoho měsíce jsme tu ještě ani neměli. A tak málo volných pracovních míst také ne.**

**Ačkoliv nezaměstnanost v závěru roku prudce vzrostla, ochota spotřebitelů utrácet rozhodně neklesala.**

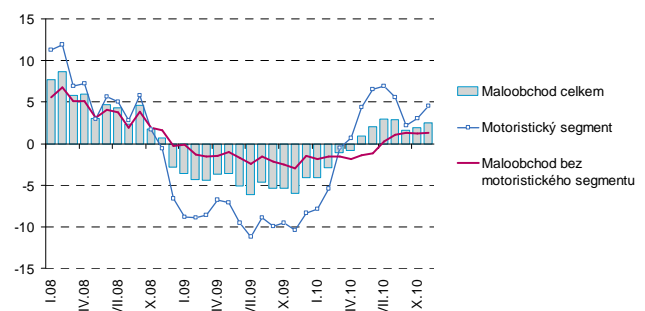
Za rychlým růstem nezaměstnanosti (na 9,6 %) jsou především sezónní faktory, ale také mimořádný vliv změn v poskytování státní podpory a zřejmě i omezování stavů státních zaměstnanců. Lidé se na úřadech práce hlásili dříve, aby nebyli postiženi novými podmínkami, které platí od začátku ledna. Proto se dá počítat i s tím, že v lednu poroste nezaměstnanost pomaleji než je obvyklé. Velkou neznámou je, s jakou vervou se veřejný sektor pustil v důsledku úspor do propouštění. Nezaměstnaných přibývá a současně volných míst je čím dál méně. Tak malá nabídka volných míst tu v posledních jedenácti letech tu dokonce ještě nebyla. Na jedno místo nyní připadá v průměru více než 18 uchazečů, což je stejně špatný výsledek jako na začátku loňského roku, kdy vypjatá situace na trhu práce kulminovala. Už velmi brzy by se mohla nezaměstnanost dostat až do blízkosti hranice 10 %. V závěru letošního roku by však mohla sestoupit zpět pod 9,5 %. S výraznějším zlepšením situace na trhu práce však zatím počítat nemůžeme.

Spotřebitelské nákupy v listopadu poskočily v meziročním srovnání o pět procent vzhůru a naznačily, že se spotřebitelům alespoň z části navrátil apetit utrácet. Hlavní roli však měl motoristický segment, zatímco zbytek maloobchodu rostl jen velmi umírněně. Spekulovat můžeme třeba o houfném pořizování zimních pneumatik, které v té době kulminovalo. Vedle toho prodej pohonných hmot zůstal v důsledku vysokých cen i nadále v útlumu (za prvních jedenáct měsíců se propadl o 5,1 %). Nemašly vliv na výsledcích tržeb obchodníků měl i vyšší počet pracovních dnů a nízký srovnávací základ z předchozího roku. Vzhledem k zásadní roli aut v listopadových prodejkách však relativně vysoký nárůst tržeb v maloobchodě nemá smysl příliš přeceňovat. Bez aut a pohonných hmot rostly tržby jen o 2,1 %, což rozhodně o boomeru nakupování nesevřdí. Potenciální inflační poptávkové tlaky dnešní číslo rozhodně nenaznačuje. A nejspíše ten samý závěr budeme moci udělat i z prosincových čísel. Poptávka roste jen velmi pomalu, zatímco inflace stoupá jen v důsledku dražších paliv a potravin a krátí tak prostor spotřebitelů k utrácení za další zboží a služby. Jediným, kdo v maloobchodě zažívá opravdový boom jsou tak pouze zásilkové, respektive internetové obchody. Jim listopad přinesl nárůst reálných tržeb o 24 %.

**Míra nezaměstnanosti**  
(%)

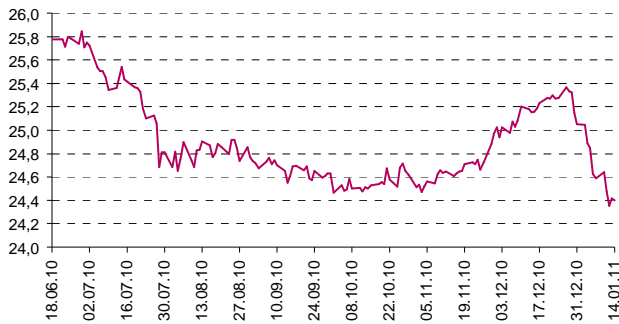


**Maloobchodní tržby**  
(meziročně, 3m průměr)

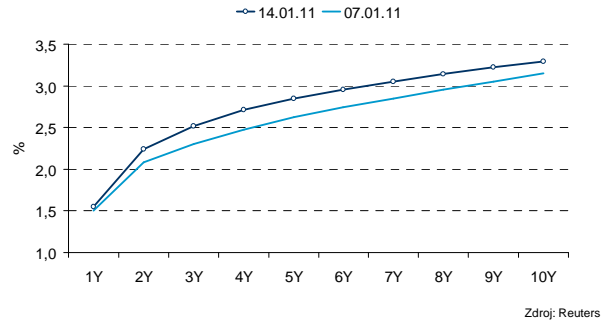


# Přehled trhů

**EURCZK**



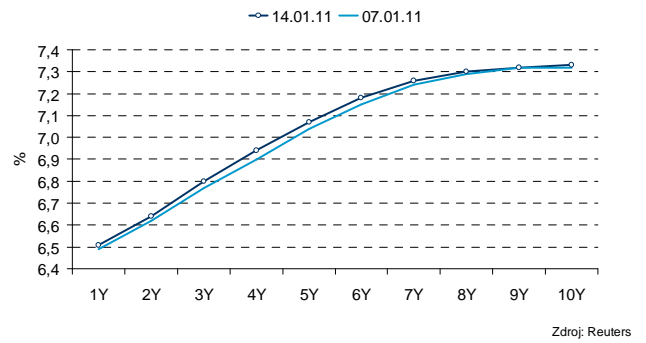
**CZ IRS**



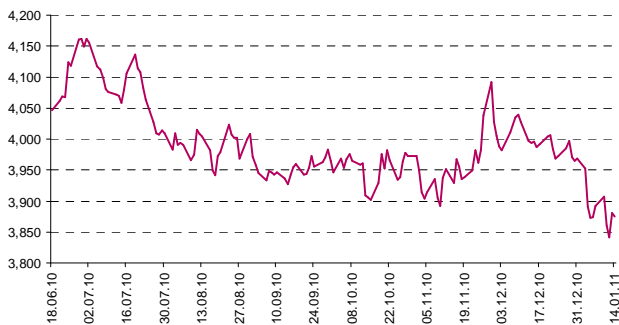
**EURHUF**



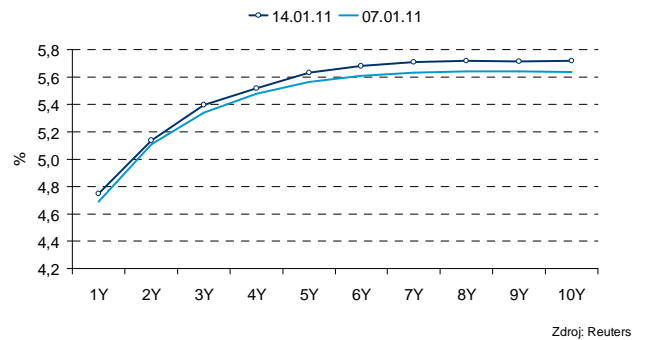
**HU IRS**



**EURPLN**



**PL IRS**



## Klíčové očekávané události

### PO, CZ Zasedání NBP

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	3,75	6/2009
změna v p. bodech	+25	-25

### PL: NBP začne zvyšovat úrokové sazby

V posledních čtrnácti dnech velká část členů bankovní rady přeladila na jestřábí notu. Na prvním lednovém zasedání tak s vysokou pravděpodobností skončí období rekordně nízkých úrokových sazeb a NBP zvýší základní sazbu o 25 bps na 3.75%. V tuto chvíli je podle dostupných komentářů devět z deseti členů rady pro zvýšení sazeb (až na J. Hausnera). Z našeho pohledu se jedná o krok správným směrem. Polsko roste již druhý rok v řadě solidním tempem a situace na trhu práce se v posledních měsících zvolna zlepšovala. Inflace navíc neomylně míří nad toleranční pásmo polské centrální banky (díky pohonným hmotám, DPH a potravinám) a na ožívajícím trhu práce existuje riziko, že se nákladová inflace promítne do mzdových vyjednávání a inflačních očekávání. Proto je na místě normalizace sazeb a my sázíme, že v tomto roce půjdou úroky postupně nahoru celkem o 75 bps na 4,25%.

### PO 9:00, CZ PPI (%/y)

	XII.10	XI.10	XII.09
Meziměsíčně	0,6	0,5	0,1
Meziročně	3,2	2,7	-0,8

### CZ: Suroviny a potraviny tlačí PPI vzhůru

Předpokládáme, že rychlý vzestup cen v průmyslu pokračoval i v prosinci. Na vině je především dražší ropa a zemědělské komodity. I když koruna posiluje, zdaleka nekompenzuje vzestup cen uvedených komodit. Výsledkem je zdražení vstupů pro další odvětví a obory ekonomiky a v neposlední řadě i zvýšení cen na maloobchodě. Zmírnění tlaku ze strany komodit se v nejbližší době zřejmě očekávat nedá, a tak počítáme s dalším zrychlením meziročního tempa cen průmyslových výrobců i na začátku letošního roku.

## Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	17/01/2011	09:00	Výrobní ceny (%)	12/2010	0.6	3.2	0.6	3.2	0.5	2.7
Polsko	17/01/2011	15:00	Rozpočtové saldo (mil. PLN)	12/2010					-42.525	
Maďarsko	18/01/2011	09:00	Mzdy (%)	11/2010		2.1				1.2
UK	18/01/2011	10:30	Inflace (%)	12/2010					0.4	3.3
Německo	18/01/2011	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)	01/2011			82.7		82.6	
<b>Německo</b>	<b>18/01/2011</b>	<b>11:00</b>	<b>Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)</b>	<b>01/2011</b>			<b>5.8</b>		<b>4.3</b>	
<b>USA</b>	<b>18/01/2011</b>	<b>14:30</b>	<b>Podnikatelská nálada ve státě N.Y.</b>	<b>01/2011</b>			<b>12</b>		<b>10.57</b>	
USA	18/01/2011	19:00	Index stavitelů rodinných domů	01/2011			17		16	
EMU	19/01/2011	10:00	Běžný účet (mld. EUR)	11/2010					-9.8	
Polsko	19/01/2011	14:00	Mzdy (%)	12/2010			7.6	3.9	2.5	3.6
<b>Polsko</b>	<b>19/01/2011</b>	<b>14:00</b>	<b>Zasedání RPP (%)</b>	<b>01/2011</b>	<b>3.75</b>		<b>3.75</b>		<b>3.5</b>	
<b>USA</b>	<b>19/01/2011</b>	<b>14:30</b>	<b>Zahájení staveb nových domů</b>	<b>12/2010</b>			<b>550</b>		<b>555</b>	
USA	19/01/2011	14:30	Udělená stavební povolení	12/2010			555		530	
Čína	20/01/2011	03:00	HDP (%)	4Q/2010				9.4		9.6
Čína	20/01/2011	03:00	Výrobní ceny (%)	12/2010				5.7		6.1
Čína	20/01/2011	03:00	Průmyslová výroba (%)	12/2010				13.4		13.3
Čína	20/01/2011	03:00	Inflace (%)	12/2010				4.6		5.1
Německo	20/01/2011	08:00	Ceny v průmyslu (%)	12/2010			0.5	5.1	0.2	4.4
Polsko	20/01/2011	14:00	Jádrová inflace (%)	12/2010			0.1	1.4		1.2
<b>Polsko</b>	<b>20/01/2011</b>	<b>14:00</b>	<b>Průmyslová výroba (%)</b>	<b>12/2010</b>			<b>-3.5</b>	<b>11.6</b>	<b>-1.3</b>	<b>10.1</b>
Polsko	20/01/2011	14:00	Ceny v průmyslu (%)	12/2010			0.7	5.1	0.3	4.6
USA	20/01/2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	8.1.			4,000		3,879	
USA	20/01/2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	15.1.			425		445	
USA	20/01/2011	16:00	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu	01/2011			22			
USA	20/01/2011	16:00	Předstihové ukazatele	12/2010			0.6		1.1	
USA	20/01/2011	16:00	Prodej stávajících domů (mil.)	12/2010			4.9		4.68	

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
SR	21/01/2011	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	12/2010					12.2	
Francie	21/01/2011	09:50	Index nákupních manažerů v průmyslu	01/2011 *P						
Německo	21/01/2011	10:00	Index Ifo (očekávání)	01/2011			106.3		106.9	
Německo	21/01/2011	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)	01/2011			113.5		112.9	
<b>Polsko</b>	<b>21/01/2011</b>	<b>10:00</b>	<b>Maloobchodní tržby (%)</b>	<b>12/2010</b>			<b>9.1</b>	<b>22.1</b>	<b>-6.7</b>	<b>8.3</b>
Polsko	21/01/2011	10:00	Míra nezaměstnanosti (%)	12/2010			12		11.7	
UK	21/01/2011	10:30	Maloobchodní tržby (%)	12/2010					0.3	1.8

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

### Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	XII.10	III.11	VI.11	IX.11	XII.11	poslední změna	
Česko	2T repo	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	1,25	-25 bps	6.5.2010
Maďarsko	2T depo	5,25	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	25 bps	29.11.2010
Polsko	2T inter. sazba	3,50	3,75	4,00	4,25	4,25	4,25	-25 bps	25.6.2009

### Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	XII.10	III.11	VI.11	IX.11	XII.11
Česko	PRIBOR 3M	1,18	1,20	1,22	1,26	1,45	1,60
Maďarsko	BUBOR 3M	5,85	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Polsko	WIBOR 3M	3,97	4,10	4,15	4,35	4,35	4,35

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

		současná hodnota	XII.10	III.11	VI.11	IX.11	XII.11
Česko	IRS 10 let	3,28	3,00	3,15	3,30	3,40	3,60
Maďarsko		7,34	8,00	7,75	7,75	7,50	7,50
Polsko		5,72	5,80	5,95	6,00	6,00	6,00

### Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	XII.10	III.11	VI.11	IX.11	XII.11
Česko	EUR/CZK	24,4	24,8	24,5	24,6	24,6	24,0
Maďarsko	EUR/HUF	275,9	280	280	277	273	270
Polsko	EUR/PLN	3,87	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		2,8	2,3	1,8	1,4	1,8	2,7
Maďarsko		2,0	2,4	2,8	3,2	3,5	3,5

### Inflace

		Meziroční změna v %					
		XII.10	III.11	VI.11	IX.11	XII.11	III.12
Česko		2,3	2,3	2,5	2,6	2,3	2,1
Maďarsko		4,4	4,0	3,8	3,5	3,5	3,5

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

	2009	2010
Česko	-1,0	-3,0
Maďarsko	0,5	1,0

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

	2009	2010
Česko	-5,9	-5,0
Maďarsko	-3,8	-2,9

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.