



- **Polsko**
Centrální banka začíná utahovat měnové šrouby 2
- **Polsko**
Míří polská inflace ke 4 procentům? 3
- **Výhled na týden**
MNB před blížící se obměnou bankovní rady využije šanci a zvýší opět sazby 5

Inflace jde vzhůru a tak jsou centrální bankéři v kurzu

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24,29	-0,33%	↓	↓
EUR/PLN	3,870	-0,04%	↓	↓
EUR/HUF	274,2	-0,56%	↓	↓
3M PRIBOR	1,18	0,00	→	↗
3M WIBOR	4,08	0,11	→	↗
3M BUBOR	5,84	-0,01	↗	↗
10Y CZK	3,90	0,01	→	→
10Y PLN	6,31	-0,04	→	↗
10Y HUF	7,46	-0,24	→	→
3M EURIBOR	1,13	-0,01	↗	↗
10Y EMU	3,19	0,20	↗	↗

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Zvyšující se inflace ve střední Evropě nutí trhy v regionu stále více pozorovat chování centrálních bank. Ty se momentálně musí vyrovnávat s nepříjemným faktem, že celková inflace atakuje (anebo v nejbližších měsících bude atakovat) horní limit bankou cíleného inflačního pásma.

Hitem uplynulého týdne bylo přitom nepochybně zasedání NBP, na němž došlo k očekávanému zahájení nového cyklu utahování měnové politiky. NBP zvedla sazby o 25 bazických bodů, přičemž guvernér NBP Belka po zasedání varoval, že zvýšení sazeb nebude jednorázovou akcí. Dodejme, že poněkud paradoxně se očekávání trhu ohledně růstu sazeb přece jenom mírně ochladila a přiblížila se tím k našemu názoru, podle něhož bychom se mohli letos v Polsku dočkat ještě dvou dalších nadílek. Neboli, hlavní úroková sazba NBP by mohla v prosinci činit „jen“ 4,25 %.

Přesto trhy dost možná již v únoru budou od NBP očekávat opět více. Polská meziroční inflace se mimo jiné i vinou zvýšení DPH vyhoupne v průběhu prvního kvartálu těsně pod hladinu 4 % (více na str. 3), což bude živná půda pro spekulace na to, že budou zapotřebí vyšší úrokové sazby. Ty však nakonec nemusejí jít výše, než činí náš odhad, neboť inflace je jednak zčásti tažena faktory mimo kontrolu centrální banky a jednak stejně jako guvernér Belka počítáme s tím, že značnou práci při utahování měnových podmínek vykoná zhodnocující se zlotý.

Po polské centrální bance na sebe strhne pozornost její maďarská kolegyně. MNB by totiž v pondělí měla „doručit“ zvýšení základní úrokové sazby o 25 bazických bodů. Trh tento krok při znalosti vyšší inflace očekává, byť s ohledem na některé lehce holubičí signály přicházející z bankovní rady MNB a relativně silný forint, si tentokrát není tak jist jako minulý měsíc. Podle našeho názoru však bankovní rada MNB před svou březnovou obměnou (do rady přijdou tři noví členové) využije jednu z posledních možností v nezměněném složení úrokové sazby zvýšit.

A konečně, volatilitu na český devizový a dluhopisový trh může přinést i ČNB a to přesto, že její zasedání má proběhnout až 3. února. Ve čtvrtek začíná členům bankovní rady ČNB „bobřík mlčení“ neboli sedmidenní období, během něhož by se neměli vyjadřovat k úrokovým sazbám. Proto je dost dobře možné, že někteří z členů bankovní rady ČNB budou mít potřebu se na poslední chvíli k současnému nastavení měnové politiky vyjádřit. České trhy by přitom měly být ve střehu pokud by se o své názory hodlal podělit guvernér Singer, jehož postavení uvnitř bankovní rady je výsadní..

Polská centrální banka začíná utahovat kohouty

Jan Bureš

Polská centrální banka začala s normalizací úrokových sazeb. Je to krok správným směrem. Hospodářství roste druhý rok v řadě slušným tempem, pomalu se zlepšuje situace na trhu práce a nákladově tažená inflace míří pod 4,0%.

Nečekáme ale agresivní utahování měnových kohoutů – do konce roku 2011 + dalších 50 bps na 4,25%.

Polským centrálním bankéřům pomůže inflaci krotit také silnější zlotý. Výnosová křivka může kvůli rostoucí inflaci delší dobu sázet agresivnější utahování měnových šroubů.

Polská centrální banka začala s normalizací rekordně nízkých úrokových sazeb a zvýšila základní sazbu z 3,50 na 3,75%. V komentářích po zasedání potvrdila, že to nebyl poslední krok. To je z našeho pohledu správně - po růstu sazeb jsme již ostatně sami určitou dobu volali (viz. naše prosincová Flash).

Dál věříme, že poslední makročísla v čele se silným HDP (4,7% y/y s.a.) potvrzují solidní oživení. V roce 2011 by především investice a domácí poptávka (těžící z lepší situace na trhu práce) měly táhnout ekonomiku vpřed podobným tempem jako v roce minulém. Když k tomu přičteme rostoucí inflaci a vyšší rizika přelivu celkové inflace do mzdových vyjednávání, je určitá normalizace úrokových sazeb jenom logická. Navíc je třeba vzít v potaz, že polské centrální bance v druhé polovině roku 2010 nijak výrazně s utahováním měnových podmínek nepomohl ani polský zlotý.

Na druhé straně nejsme příznivci agresivního utahování měnových kohoutů a máme pro to hned několik důvodů. Za prvé, inflace, která se podle našich odhadů vyšplhá pod 4,00%, je tažená vzhůru především pohonnými hmotami, potravinami a na začátku roku také administrativními změnami (DPH, regulace...), tedy faktory, na které NBP nemá přímý vliv. Pro zabránění přelivu nákladové inflace do mzdových vyjednávání přitom postačí pouze mírné utahování měnových kohoutů. To se navíc daleko více může realizovat i skrze silnější polský zlotý, který tak může tlumit potřebu agresivnějšího zvyšování sazeb. V neposlední řadě bude muset mít NBP na paměti rizika spojená s optimistickou vlastní prognózou, především nižší růst hlavních obchodních partnerů, na kterém se podepíše krize na periferiích eurozóny.

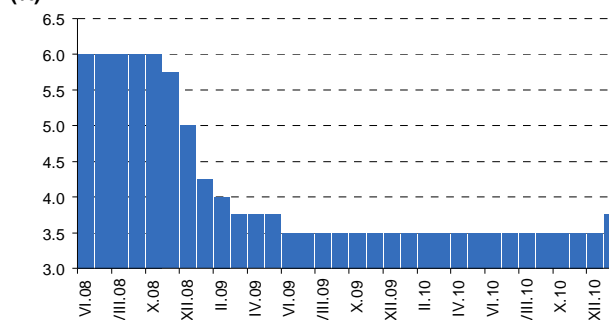
Guvernér Belka po zasedání na jedné straně potvrdil, že lednový růst sazeb nebude posledním. Na druhou stranu ale zopakoval, že kromě vyšších sazeb počítá se silnějším zlotým, který by mu měl pomoci držet inflaci na uzdě. I proto dále počítáme s růstem sazeb pouze o dalších 50 bps v tomto roce (+25 bps v březnu a + 25 bps v 2Q 2011), tedy méně než trh.

Na polský zlotý ale může pozitivně působit sama skutečnost, že je centrální banka v cyklu utahování měnové politiky. Zejména pokud to zasadíte do kontextu pokračujících superuvolněných měnových podmínek v eurozóně a USA, které mohou nahrávat rozjezdu carry obchodů na EUR/PLN a USD/PLN. I v polské křivce se mohou ve světle rostoucí inflace udržet delší dobu sázky na agresivnější utahování měnových kohoutů, než se kterým počítáme.

Rozložení sil v bankovní radě	
Jestřábi	Holubice
A. Bratkowski	M. Belka
Z. Gilowska	E. Chojna-Duch
A. Glapinski	J. Hausner
A. Rzonca	A. Kazmierczak
A. Zielinska-Glebocka	J. Winiecki

Červená jména značí přesun do jestřábího tábora

Základní sazba NBP (%)



Míří polská inflace ke 4 procentům?

Petr Báča

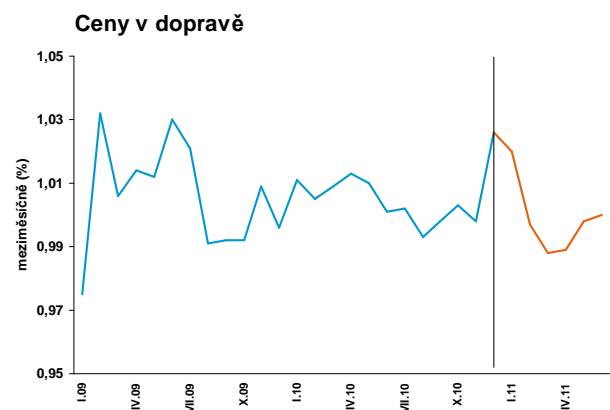
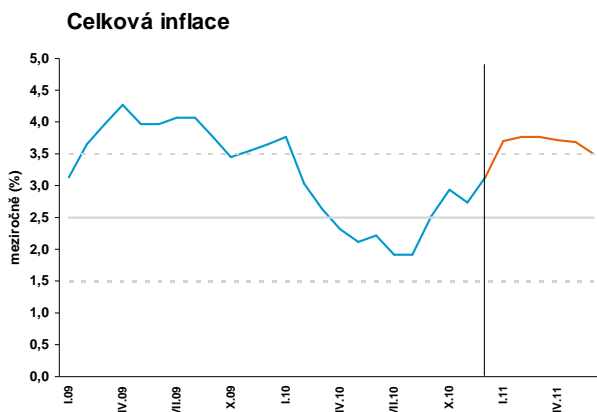
V prosinci polská inflace vzrostla meziročně na 3,1%, to však není vše.

V následujících měsících se meziroční míra dostane zcela jistě nad cílené pásmo centrální banky (3,5 %).

V posledním měsíci loňského roku vzrostly spotřebitelské ceny v Polsku v meziročním srovnání o více než 3% a inflace se tak dostala ještě výrazněji nad cíl centrální banky (NBP). Reakce v podobě utažení měnové politiky na sebe nenechala dlouho čekat a období rekordně nízkých sazeb v Polsku skončilo. Při hlubším pohledu do struktury indexu je zřejmé, že zásadní podíl na další akceleraci inflace měly především ceny benzínu, které rostly meziměsíčně dokonce o 5,1%. Zajímavé je, že navzdory výraznému celosvětovému růstu cen potravin pozorovanému v prosinci 2010 dílčí index cen potravin a nealkoholických nápojů v daném období stagnoval.

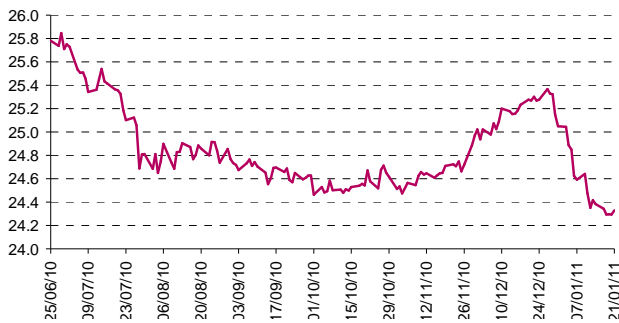
Domníváme se, že v nejbližších měsících by měla polská inflace zejména vlivem zvýšení sazeb DPH o procentní bod dále zrychlit a po nějakou dobu se pohybovat i nad horní hranici tolerančního pásma NBP (3,5 %). I v případě, že uvažujeme relativně konzervativní scénář (rychlé tempo posilování polského zlotého, poměrně výrazný propad cen ropy o takřka 12 USD oproti současným cenám během prvního kvartálu a v ceně potravin zohledňujeme kromě ledna 2011 pouze sezónní faktory), tak naše modely naznačují, že již v prvním měsíci tohoto roku celková míra meziroční inflace v Polsku překročí 3,5% a v únoru a březnu by mohla dosahovat přibližně 3,8%. Hlavními tahouny inflace by přitom měly být potraviny a zvýšení DPH. Dílčí index cen potravin a nealkoholických nápojů po očištění o růst DPH by mohl v lednu vzrůst meziměsíčně o více než 1%. Šok v podobě vyšších sazeb DPH by k lednovému číslu za inflaci mohl přidat přibližně půl procentního bodu.

Z uvedeného je patrné, že polští centrální bankéři stojí na prahu nelehké doby. Významnější pokles inflace - pod horní hranici tolerančního pásma NBP - očekáváme totiž až na podzim, kdy se zvýší srovnávací základna z minulého roku.

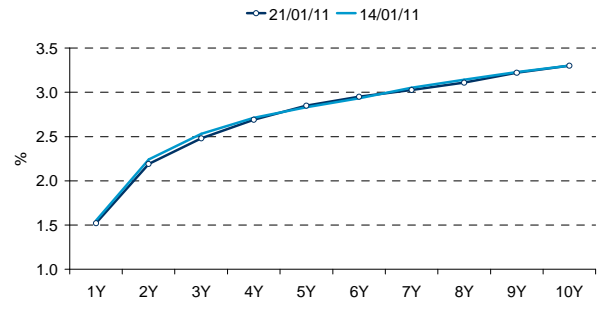


Přehled středoevropských trhů

EURCZK



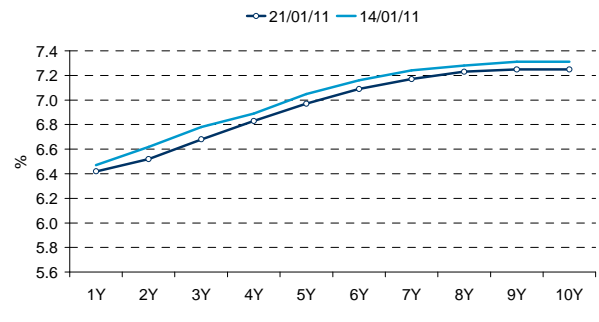
CZ IRS



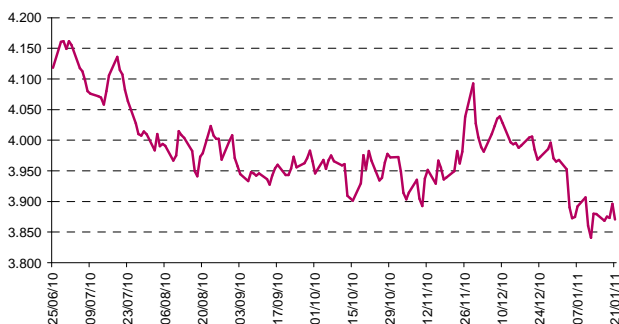
EURHUF



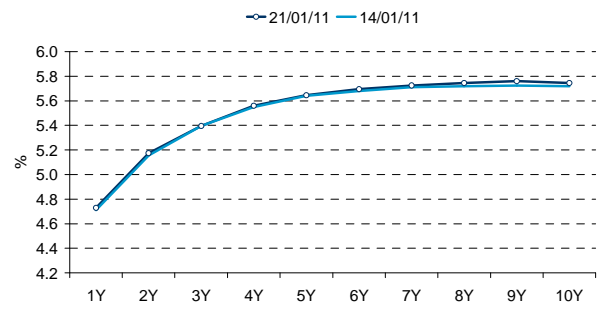
HU IRS



EURPLN



PL IRS



Klíčové očekávané události & kalendář

MNB přihodí dalších 25 bazických bodů

PO 14:00, HU Zasedání MNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	6,00	12/2010
změna v b. bodech	+25	+25

Překvapivě vysoká prosincová inflace v prosinci zřejmě přiměje MNB potřetí v řadě zvýšit základní sazbu. Síly v bankovní radě jsou však rovnoměrně rozděleny mezi holubice a jestřáby a tak výsledek hlasování může být poměrně těsný.

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Maďarsko	1/24/2011	14:00	Zasedání MNB (%)	01/2011			6		5.75	
Německo	1/25/2011	08:00	Spotřebitelská důvěra GfK	02/2011			5.4		5.4	
Maďarsko	1/25/2011	09:00	Maloobchodní tržby (%)	11/2010						-0.7
USA	1/25/2011	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí (%)	11/2010						-0.8
USA	1/25/2011	16:00	Spotřebitelská důvěra	01/2011			55		52.5	
USA	1/26/2011	16:00	Prodej nových domů (tis.)	12/2010			300		290	
USA	1/26/2011	20:15	Zasedání FOMC (%)	01/2011			0.25		0.25	
Německo	1/27/2011	08:00	Inflace (%)	01/2011			-0.4	2		
USA	1/27/2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	22.1.						
USA	1/27/2011	14:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostř. (%)	12/2010			0.8		2.4	
USA	1/27/2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	15.1.						
USA	1/27/2011	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby (%)	12/2010			1.5		-1.3	
USA	1/27/2011	16:00	Kontrakty na prodej domů (%)	12/2010			1		3.5	-2.4
Maďarsko	1/28/2011	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	12/2010						
Polsko	1/28/2011	10:00	Míra nezaměstnanosti (%)	12/2010			12		11.7	
Polsko	1/28/2011	10:00	Maloobchodní tržby (%)	12/2010			9.1	22.1	-6.7	8.3
USA	1/28/2011	14:30	Soukromá spotřeba (%)	4Q/2010 *A				4.1	2.4	
USA	1/28/2011	14:30	HDP (%)	4Q/2010 *A				3.6	2.6	
USA	1/28/2011	14:30	Cenový index HDP (%)	4Q/2010 *A				1.1	2.1	
USA	1/28/2011	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby (%)	4Q/2010 *A					0.5	
USA	1/28/2011	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan	01/2011 *F						

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 depó	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	5,84	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Polsko	WIBOR 3M	4,08	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	3,31	3,00	3,15	3,30	3,40	3,60
Maďarsko		7,31	8,00	7,75	7,75	7,50	7,50
Polsko		5,77	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	24,3	24,8	24,5	24,6	24,6	24,0
Maďarsko	EUR/HUF	275,6	280	280	277	273	270
Polsko	EUR/PLN	3,89	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.