



## ● Česká republika

ČNB: 4:3 pro ponechání sazeb na stávající úrovni

2

## ● Výhled na týden

Nadílka českých makročísel by měla pozitivně překvapit

4

## Inflace klepe na dveře středoevropských centrálních bank

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	23.99	-1.11%	↘	→
EUR/PLN	3.892	-0.84%	→	↘
EUR/HUF	269.4	-0.92%	→	→
3M PRIBOR	1.22	0.02	↗	↗
3M WIBOR	4.09	0.02	→	↗
3M BUBOR	6.08	0.00	→	→
10Y CZK	3.84	-0.12	↗	↗
10Y PLN	6.23	-0.11	↗	↗
10Y HUF	7.18	0.08	↗	↗
3M EURIBOR	1.16	0.07	↗	↗
10Y EMU	3.21	0.02	→	↘

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

ČNB ponechala v uplynulém týdnu sazby beze změny, jak se očekávalo. Překvapením je každopádně skóre hlasování bankovní rady, neboť výsledek byl těsný 4:3 pro ponechání sazeb. Je vidět, že nemalá část bankovní rady chce vyšší sazby a nesouzní s novou prognózou, která je stále relativně pesimistická (viz analýza v další části). Prognóza pro tržní úrokové sazby vyznívá následovně: stabilita v krátkém období, nárůst až v závěru roku. Tři členové ze sedmi ale chtějí vyšší sazby hned.

Pozornost se teď podle nás nejen v Česku, ale i v sousedním Polsku přesune k inflačním číslům. Ty budou pravděpodobně jednou z klíčových proměnných ovlivňujících načasování startu utahování měnové politiky v Česku a dalšího zvýšení sazeb v Polsku. V Maďarsku v tuto chvíli, vzhledem k předešlému utahování měnových šroubů, už další růst sazeb nečekáme. Z pohledu inflace v Polsku a i v Česku bude důležité sledovat dva aspekty. Za prvé, jak skončí lednová inflace. V obou zemích je totiž kvůli značnému podílu regulovaných cen ve spotřebitelském koši leden klíčovým měsícem, který nastavuje laťku pro zbytek roku. V Česku je lednová inflace na programu příští týden a náš odhad je lehce nad konsensem (2,4 %/y). V Polsku se dozvíme čísla až s týdenním zpožděním a měla by díky změnám regulovaných cen, vyššímu DPH a dalšímu růstu cen potravin a pohonných hmot vystoupit na 3,7 %. Druhým kritickým faktorem bude, kde se růst cen zastaví. V Česku čekáme inflační vrchol na úrovních 2,6 % (červen, 60 bps nad cílem) a v Polsku na 3,8 % (březen, 30 bps nad vrcholem cílového pásma).

Je pravděpodobné, že centrální bankéři budou mít větší chuť hýbat se sazbami v měsících, kdy bude inflace akcelarovat. Pro rozhodování centrálních bank také bude důležitý vývoj kurzu. Premiantem regionu je česká koruna, která na rozdíl od zlotého, daleko výrazněji pomáhá české centrální bance krotit inflační rizika a snižuje potřebu zvyšovat nominální úrokové sazby.

## ČNB: 4:3 pro ponechání sazeb na stávající úrovni

Petr Dufek

**ČNB vylepšila prognózu, která ovšem ani tak pro brzké zvýšení sazeb nevznívá.**

**Prognóza pro tržní sazby vyznívá následovně: stabilita v krátkém období, nárůst až v závěru roku.**

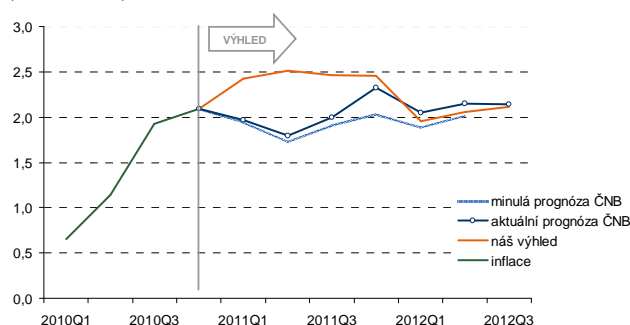
**V mezičase existuje až příliš mnoho neznámých, které ovlivní hlasování na příštím zasedání bankovní rady.**

ČNB ponechala sazby beze změny – což se očekávalo, avšak překvapením je každopádně skóre hlasování bankovní rady, neboť výsledek byl těsný – 4:3 pro ponechání sazeb beze změny. Je vidět, že nemalá část bankovní rady chce vyšší sazby a v podstatě nesouzní s nejnovější prognózou, která byla rovněž na pořadu dne. Podle očekávání totiž ČNB zvýšila svůj odhad růstu ekonomiky pro letošní rok na 1,6 % (z původních 1,2 %), zároveň navýšila výhled inflace v ročním horizontu na 2,0 % (dříve 1,9 %) a očekává o desetník silnější korunu letos i příští rok. K tomu ještě guvernér uvedl, že bankovní rada vidí vyšší rizika než minule. Jednotliví členové rady se liší v názoru, nakolik může kurz koruny vykompenzovat inflační tlaky. A k tomu lze dodat, že někteří z nich považují současnou úroveň sazeb za obecně neadekvátně nízkou s ohledem na vývoj ekonomiky.

Podle nejnovější prognózy by první zvýšení sazeb ČNB mohlo přijít na řadu v posledním kvartále letošního roku, tj. o čtvrtletí dříve, než uváděla předchozí prognóza. Nicméně tři lidé ze sedmi chtějí vyšší sazby hned. Kdo to je, se bohužel dozvíme až příští pátek. Mimochodem příští týden končí funkční období dvěma členům rady, z nichž minimálně jeden zřejmě pro vyšší sazby ruku zvedl. Naopak guvernér s největší pravděpodobností pro vyšší sazby – vzhledem k jeho holubičímu projevu na tiskové konferenci po jednání – nehlasoval. Náš dosavadní výhled předpokládal, že ke zvýšení sazeb ČNB přistoupí mnohem dříve než naznačovala prognóza. Nyní s ohledem na těsný výsledek hlasování je otázkou, zda by to nemohlo být ještě dříve než v námi očekávaném srpnu. Co by tedy mohlo přesvědčit alespoň jednoho dalšího člena rady, aby zvedl ruku pro zvýšení sazeb? Podle našeho názoru by to mohla být inflace, která minimálně na začátku letošního roku bude vyšší než ČNB předpokládá. Naproti tomu jistou brzdou bude silnější koruna. Centrální banka totiž očekává průměrný kurz pro první čtvrtletí 24,5 CZK/EUR a pro druhý kvartál 24,30. Vzhledem k tendenci některých členů rady měnit sazby na zasedání, kdy je k dispozici nová prognóza, tak připadá v úvahu první změna sazeb buď na květnovém nebo srpnovém zasedání. Jazyček na vahách se podle našeho názoru lehce vychyluje ve prospěch květnového jednání bankovní rady.

Nejbližšími mezníky, kteří ovlivní toto načasování jsou: lednová inflace (příští týden ve středu), záznam z jednání bankovní rady (příští pátek), případná obměna rady (příští týden) a první odhad HDP za poslední kvartál 2010 (15. února). Z výše uvedeného plyne, že jasněji bude až v polovině února. Nicméně, bez ohledu na načasování prvního zvýšení repo sazby již nyní můžeme konstatovat, že současná očekávání trhu (trojí navýšení o 25 bodů) jsou podle našeho názoru příliš vysoká.

**Výhled inflace**  
(meziročně, %)



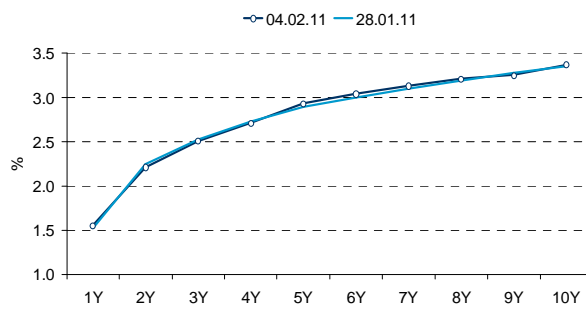
Prognóza ČNB		nová	minulá	změna
HDP	2011	1,6	1,2	↑
HDP	2012	3,0	2,5	↑
Inflace	2011Q4	2,3	2,0	↑
Měnové politická inflace	2011Q4	2,3	2,0	↑
PRIBOR 3M	2011Q4	1,4	1,3	↑
EUR/CZK	2011Q4	24,0	24,1	→
Vnější předpoklady		nová	minulá	změna
HDP eurozóny	2011	2,2	2,0	↑
Inflace v eurozóně	2011	1,9	1,7	↑
EURIBOR 3M	2011	1,2	1,2	→
Brent	2011	95,4	86,4	↑
USD/EUR	2011	1,32	1,32	→

## Přehled trhů

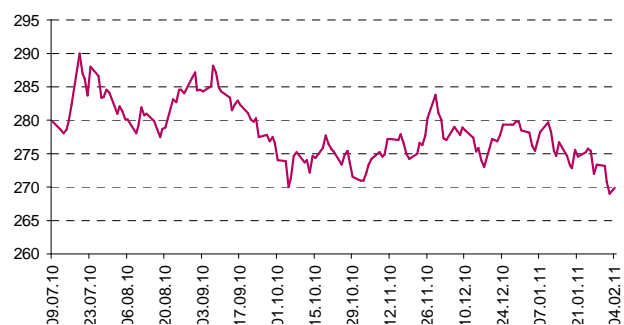
EURCZK



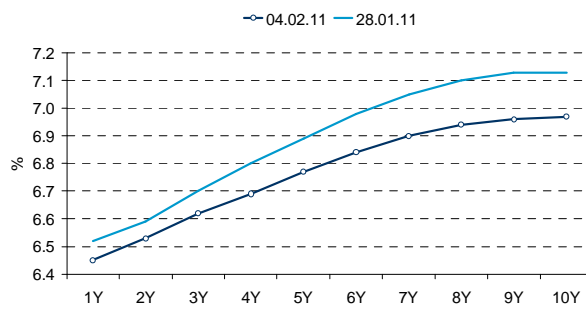
CZ IRS



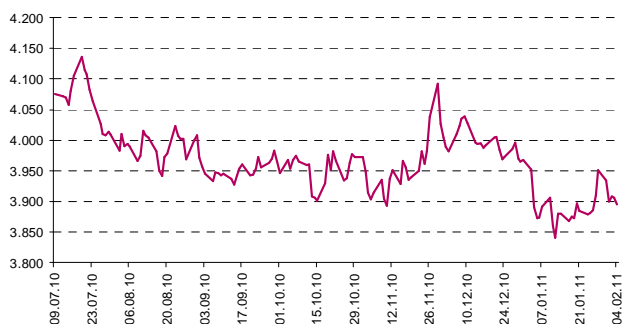
EURHUF



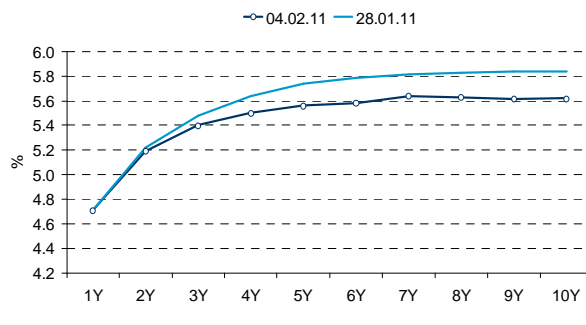
HU IRS



EURPLN



PL IRS



## Klíčové očekávané události

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

	XII.10	XI.10	XII.09
Měsíčně	1,0	5,0	-1,6
kumul. od ledna	0,9	0,9	-4,7

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

	XII.10	XI.10	XII.09
Měsíčně	13,0	15,9	2,3
kumul. od ledna	10,6	10,3	-13,6

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

	XII.10	XI.10	XII.09
Saldo	0,0	11,8	2,7
kumulativ. od ledna	122,6	122,6	149,6
Export (% y/y)	16,0	21,0	4,8
Import (% y/y)	17,9	24,1	-2,5

### ST 9:00, CZ Inflace (% m/m)

	I.11	XII.10	I.10
Inflace	1,3	0,5	1,2
Potraviny	1,8	2,0	1,9
Bydlení a energie	2,8	0,0	1,3
Doprava	1,6	1,6	1,4

### PÁ 10:00, CZ Běžný účet (mld. CZK)

	XII.10	XI.10	XII.09
Běžný účet	-13,2	-2,0	-16,8
kumul. od ledna	-105,4	-92,2	-37,0
Obchodní bilance	7,3	19,3	5,2
kumul. od ledna	201,3	194,0	180,6

## ČR: Maloobchodu opět pomohla auta

I v prosinci se maloobchod nejspíše udržel v černých číslech. Napomohl tomu o jeden den vyšší počet pracovních dnů a podobně jako v listopadu i vyšší prodej aut. Vánoce meziročnímu výsledku obchodu ani tentokrát příliš nepomohly. Výjimkou snad byly jen internetové obchody. Za celý loňský rok maloobchodní tržby vzrostly reálně o zhruba jedno procento. Bez započítání motoristického segmentu maloobchod v podstatě stagnoval.

## ČR: Průmysl završil rok růstem

Průmyslová výroba ani v závěru roku s velkou pravděpodobností neztrácela své dřívější tempo. Ostatně, že se bude dařit, naznačují již řadu měsíců po sobě nové zakázky průmyslových firem. Prosinec měl tentokrát o jeden pracovní den více, což znamenalo další zhruba dva procentní body k dobru. Velmi silné nárůsty výroby v prosinci nejspíše vykáže strojírenství, elektrotechnika, výroba automobilů a kovů. Ostatní obory završí rok s výraznějším odstupem.

## ČR: Obchodní bilance v blízkosti nuly

Po měsících přebytků se výsledek zahraničního obchodu v závěru roku dostal do blízkosti nuly. Důvodem není zhoršující se konkurenční pozice tuzemského průmyslu, ale především vyšší dovozy pro výrobní spotřebu a investice. Výraznou roli i tentokrát sehrávaly vyšší ceny ropy a zemního plynu, které navyšují korunovou hodnotu dovozu do ČR. Pro letošní rok počítáme s dalším zlepšováním zahraničního obchodu. Ohlášená změna metodiky by však měla od jara výrazně změnit časové řady a znesnadnit tak meziroční srovnávání vývoje zahraničního obchodu.

## ČR: Leden ve znamení vyšší inflace

Hlavním důvodem rychlejšího nárůstu cen je jako již tradičně růst nákladů na bydlení. Největší vliv mělo zvýšení regulovaných nájmu, nicméně více tentokrát domácnosti zaplatily za elektřinu, plyn, teplo a vodu. Druhým důvodem lednového zvýšení cen byly dražší potraviny a zapomenout nelze ani na pohonné hmoty. Meziroční inflace zůstává i v lednu nad cílem ČNB a nejinak tomu zůstane v dalších měsících roku. Přesto ČNB ještě nemusí pospíchat se zvyšováním úrokových sazeb, protože poptávková inflace zůstává stále v nedohlednu.

## ČR: Běžný účet platební bilance v deficitu

Poslední měsíc loňského roku s výsledkem běžného účtu už nejspíše příliš nepohnul. Odhadujeme jeho schodek na -13,2 mld. korun, a to především v důsledku schodku na výnosovém účtu v důsledku doznívajících výplat dividend, deficitních služeb a transferů. Za celý loňský rok se deficit běžného účtu téměř ztrojnásobil a překonal hranici 100 mld. korun, kde byl naposledy v roce 2007. Důvodem je jednak zesílený trend dividend, ale také započítávání tzv. brandingů, který výrazně ovlivňuje výsledky bilance služeb. V poměru k HDP schodek běžného účtu zřejmě zůstal těsně pod hranicí tří procent HDP.

## Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	7.2.2011	09:00	<b>Obchodní bilance (mld. CZK)</b>	12/2010	0,0		0,0		11,8	
ČR	7.2.2011	09:00	Maloobchodní tržby (%)	12/2010		1,0		3,1		5,0
ČR	7.2.2011	09:00	Stavební výroba (%)	12/2010						-0,1
ČR	7.2.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	12/2010		13,0		14,0		15,9
Německo	7.2.2011	12:00	Tovární zakázky (%)	12/2010			-1,8	21,0	5,2	20,6
Maďarsko	8.2.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	12/2010 *P				15,7	4,3	14,5
SR	8.2.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	12/2010				12,5		17,3
SR	8.2.2011	09:00	Stavební výroba (%)	12/2010						0,7
ČR	8.2.2011	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	01/2011	9,9		9,8		9,6	
Německo	8.2.2011	12:00	Průmyslová výroba (%)	12/2010			0,2	11,8	-0,7	11,1
Maďarsko	8.2.2011	17:00	Rozpočtové saldo (mld. HUF)	01/2011						-869,8
Německo	9.2.2011	08:00	Obchodní bilance (mld. EUR)	12/2010				11,0		12,9
Německo	9.2.2011	08:00	Běžný účet (mld. EUR)	12/2010				14,0		12,0
<b>ČR</b>	<b>9.2.2011</b>	<b>09:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>01/2011</b>	<b>1,3</b>	<b>2,4</b>	<b>1,2</b>	<b>2,3</b>	<b>0,5</b>	<b>2,3</b>
Maďarsko	9.2.2011	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	12/2010 *P				396,5		651,9
<b>SR</b>	<b>9.2.2011</b>	<b>09:00</b>	<b>Obchodní bilance (mld. EUR)</b>	<b>12/2010</b>				<b>-104,0</b>		<b>67,0</b>
SR	10.2.2011	09:00	Mzdy (%)	12/2010						4,8
EMU	10.2.2011	10:00	Měsíční zpráva ECB (ECB)	02/2011						
USA	10.2.2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	5.2.				410		415
USA	10.2.2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	29.1.						3 925
USA	10.2.2011	20:00	Rozpočtové saldo (mld. USD)	01/2011				-59,0		
Německo	11.2.2011	08:00	Harmonizovaná inflace (%)	01/2011 *F				-0,5	2,0	1,2
Německo	11.2.2011	08:00	Inflace (%)	01/2011 *F				-0,5	1,9	1,0
<b>SR</b>	<b>11.2.2011</b>	<b>09:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>01/2011</b>				<b>1,8</b>	<b>2,9</b>	<b>0,3</b>
ČR	11.2.2011	10:00	Běžný účet (mld. CZK)	12/2010	-13,2			-13,2		-1,98
Polsko	11.2.2011	14:00	Běžný účet (mil. EUR)	12/2010						-2 286
Polsko	11.2.2011	14:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	12/2010				-1 235		-1 254
USA	11.2.2011	14:30	Obchodní bilance (mld. USD)	12/2010				-40,5		-38,3
USA	11.2.2011	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan	02/2011 *P				74,5		74,2

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	III.11	VI.11	IX.11	XII.11	III.12	poslední změna	
Česko	2T repo	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	1.25	-25 bps	6.5.2010
Maďarsko	2T depó	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	25 bps	24.1.2011
Polsko	2T inter. sazba	3.75	3.75	4.00	4.25	4.25	4.50	25 bps	19.1.2011

### Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	III.11	VI.11	IX.11	XII.11	III.12
Česko	PRIBOR 3M	1.22	1.22	1.38	1.45	1.60	1.72
Maďarsko	BUBOR 3M	6.08	6.05	6.05	6.00	5.90	5.90
Polsko	WIBOR 3M	4.09	4.15	4.35	4.35	4.35	4.50

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

		současná hodnota	III.11	VI.11	IX.11	XII.11	III.12
Česko	IRS 10 let	3.35	3.30	3.40	3.50	3.60	3.70
Maďarsko		6.95	7.25	7.75	7.50	7.25	7.00
Polsko		5.61	5.80	5.95	6.00	6.00	6.00

### Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	III.11	VI.11	IX.11	XII.11	III.12
Česko	EUR/CZK	24.0	24.7	23.7	24.0	24.6	24.2
Maďarsko	EUR/HUF	269.5	270	280	275	270	270
Polsko	EUR/PLN	3.89	4.00	3.90	3.60	3.70	3.60

### HDP

	Meziroční změna v %						
	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011	Q3 2011	Q4 2011	Q1 2012
Česko	2.8	2.8	2.3	1.8	1.4	1.8	2.7
Maďarsko	1.7	2.0	2.4	2.8	3.2	3.5	3.5
Polsko	4.7	4.2	4.0	4.1	4.3	4.3	4.0

### Inflace

	Meziroční změna v %						
	XII.10	III.11	VI.11	IX.11	XII.11	III.12	VI.12
Česko	2.3	2.3	2.5	2.6	2.3	2.1	1.9
Maďarsko	4.7	4.5	4.3	4.0	3.8	3.7	3.5
Polsko	3.1	3.8	3.5	3.5	3.3	2.5	2.6

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

	2009	2010
Česko	-1.0	-3.0
Maďarsko	0.5	1.0
Polsko	-2.1	-2.9

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

	2009	2010
Česko	-5.9	-5.0
Maďarsko	-3.8	-2.9
Polsko	7.1	-7.9

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.