Analytický týdeník

- **Česká republika**
  Nízká inflace a pesimismus ČNB 2
- **Střední Evropa**
  Model dlouhodobě rovnovážného kurzu ukazuje nadhodnocenost koruny 3
- **Výhled na týden**
  Další dobrá čísla z ekonomiky na obzoru 5

Česká inflace zařadila na koruně zpátečku

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24.21	0.92%	↗	→
EUR/PLN	3.920	0.71%	→	→
EUR/HUF	271.9	0.93%	→	→
3M PRIBOR	1.21	-0.01	↘	→
3M WIBOR	4.11	0.02	→	↗
3M BUBOR	6.10	0.02	→	→
10Y CZK	4.02	0.18	↗	↗
10Y PLN	6.26	0.03	↗	↗
10Y HUF	7.37	0.19	↗	↗
3M EURIBOR	1.20	0.04	↗	→
10Y EMU	3.26	0.04	↗	↗

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Česká inflace překvapila super-nízkým číslem – 1,7 % y/y versus očekávaných 2,4 % (více v navazující zevrubné analýze). Leden je přitom extrémně důležitým měsícem, který nastavuje laťku pro růst cen ve zbytku roku. Ty tak pravděpodobně po většinu roku zůstanou bezpečně pod 2%-ním cílem ČNB a nebudou v bankovní radě vytvářet nijak výrazný psychologický nátlak na růst úrokových sazeb. Ostatně i zápis z bankovní rady ukázal, podobně jako debata bankéřů s analytiky, že síla holubic je pro nejbližší měsíce nezlomná (my si dál držíme sázku na první růst sazeb v srpnu).

Nižší inflace i holubičí komentáře byly okamžitě znát nejen na českém peněžním trhu, ale především na koruně. Bez vidiny rychlého pozitivního vývoje na úrokovém diferenciálu se koruna dostala do defenzivy a ztratila přes 1,5 %. To, že bez vidiny brzkého utahování měnových šroubů je koruna zralá na korekci, potvrzují i naše nové odhady dlouhodobých rovnovážných kurzů (více v navazujícím textu). Podle nich koruna výrazně předstihla udržitelné tempo apreciace a cesta k silnějším hodnotám by byla velice složitá.

Na své mantinely kvůli nerozhodnosti centrální banky narazil v posledních seancích i polský zlotý. Centrální bankéři sice na začátku roku odstartovali cyklus utahování měnových šroubů, ale rozhodně s ním nechtějí dvakrát spěchat. I solidní jestřábi jako Adam Glapinski zatím hodně váhají s tím, kdy utáhnout měnové šrouby podruhé. Uvidíme jak s náladou v polské bankovní radě zatočí inflační čísla, která jsou na programu v nadcházejícím týdnu. Podle našich odhadů by se poprvé od léta 2009 měla dostat nad horní hranici tolerančního pásma na 3,5 %.

Nízká inflace a pesimismus ČNB

Petr Dufek

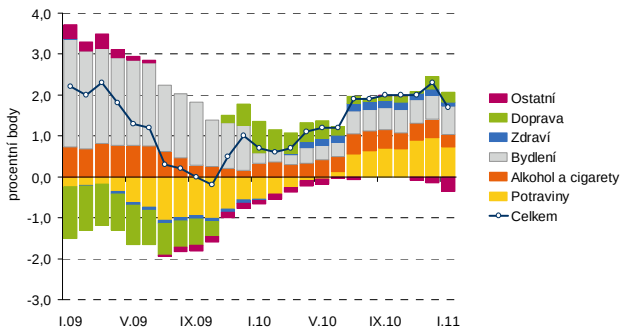
Inflace výrazně zaostává za očekáváním. Dramatické zvýšení regulovaných nájmů se nekonalo.

Meziměsíčně vzrostly spotřebitelské ceny jen o 0,7 %, meziročně o 1,7 %, zatímco tržní konsensus dosahoval 1,2 %, respektive 2,3 %. Hlavním důvodem je nečekaně nízký nárůst regulovaných nájmů. Po všech obavách o růst nájemného po deregulaci se ukazuje, že průměrné nájemné vzrostlo v podstatě jen symbolicky o 1,7 %. Otázkou ovšem je, zda růst nájmů není jen odložený. Aktuálně zvolnilo i zdražování potravin (+0,7 %). Z pohledu dalšího vývoje se zdá, že se inflace může v důsledku mírného zvýšení nájemného vyvíjet lépe než jsme předpokládali. ČNB by tak neměla mít problém s plněním inflačního cíle ani v dalších měsících. To ostatně naznačuje i vývoj čisté inflace, která aktuálně dosahuje pouze 1,3 %. ČNB tak ani nadále nemusí pospíchat se zvyšováním svých sazeb, a to zvláště ne s ohledem na absenci poptávkové inflace. Rizikem pro inflaci, a to oběma směry, je především cena ropy a ceny zemědělských komodit – a to až do začátku sklizně.

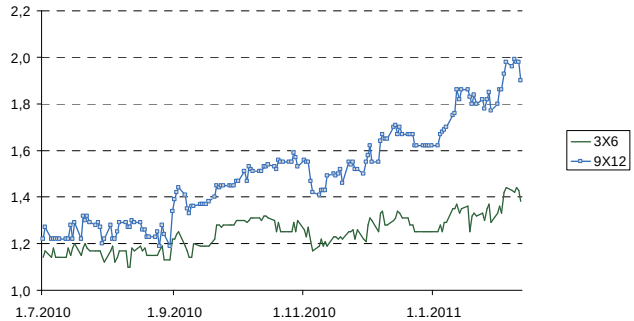
Tři hlasy pro vyšší sazby překvapily, nicméně prognóza i zápis z jednání vyznívají pro daleko pozdější zvýšení sazeb.

Nejnovější data za inflaci brzkému zvýšení úrokových sazeb nenahrávají.Ostatně ve stejném směru vyznívá i zápis z únorového jednání bankovní rady ČNB. Na první pohled byl totiž výsledek hlasování velmi překvapivý, když tři ze sedmi členů rady chtěli hlavní úrokovou sazbu centrální banky zvýšit o čtvrt procentního bodu. Vypadalo to tak, že síla jestřábího křídla v bankovní radě posiluje. Záznam z jednání rady však tento závěr docela relativizuje. A navíc po malé obměně osazenstva bankovní rady jsou ze tří hlasů nyní už jen dva. Profesor Holman (jako jeden ze tří hlasujících pro vyšší sazby) v radě končí a nahradí jej nový člen – Lubomír Lízal. Ze záznamu z jednání rady je patrný silný holubičí podtón. Zápis uvádí, že opakovaně zaznával argument o nepřítomnosti poptávkových inflačních tlaků. Nákladové inflační tlaky jsou navíc tlumeny kurzovým vývojem. Zajímavá je rovněž věta o tom „…že předčasné zvýšení sazeb by mohlo mít větší negativní dopady do ekonomiky než jejich opožděné zvýšení…“. Zároveň se záznamem z jednání ČNB zveřejnila i zprávu o inflaci obsahující podrobnosti nejnovější prognózy, o které jsme psali už minulý týden. K těm zajímavějším patří, že: 1) ČNB čeká pro letošní rok soustavný pokles nezaměstnanosti, 2) rychlejší růst mezd, a 3) jen marginální dopad fiskální konsolidace na vládní spotřebu (-0,6 % y/y). Celkově se tak dá říct, že prozatím vše nahrává pro pokračování vyčkávací strategie. Sazby tak mohou zůstat i v dalších měsících beze změny. K prvnímu zvýšení sazeb ČNB tak může dojít podle našeho názoru v srpnu, kdy ČNB bude mít na stole třetí letošní prognózu. Samozřejmě, že v mezičase sehrají klíčovou roli aktuální výsledky z ekonomiky, kurz koruny a směřování politiky ECB. Výhled sazeb do konce roku neměníme a i nadále předpokládáme repo v prosinci na úrovni 1,25 %. Z tohoto pohledu jsme tedy mnohem méně optimističtí než vývoj FRA.

Struktura meziroční inflace v ČR
(vliv jednotlivých složek koše)



CZK FRA



CZK je vůči dlouhodobému férovému kurzu nadhodnocená

Jan Bureš

Aktualizovaný model dlouhodobých rovnovážných kurzů ukazuje na solidní nadhodnocenost koruny a lehkou nadhodnocenost polského zlotého.

Vzhledem k vysoké volatilitě trhů v průběhu krize jsme se rozhodli aktualizovat náš dlouhodobý model pro českou korunu. Současně jsme rozšířili naše odhady i na ostatní středoevropské měny (polský zlotý, maďarský forint a rumunský lei). Zevrubnou analýzu a metodologii odhadu přinášíme ve speciální analýze. Nově odhadnutý model v tuto chvíli ukazuje na poměrně výraznou nadhodnocenost české měny (9 %), relativně malou nadhodnocenost polského zlotého (2,4 %) a v zásadě férové ohodnocení maďarského forintu i rumunského leie.

V případě české koruny nominální zhodnocení v posledních dvou letech neodpovídala tomu, jak se vyvíjela reálná konvergence české ekonomiky, kterou v našem modelu aproximujeme relativní dynamikou produktivity práce vůči eurozóně. Od počátku krize (konec roku 2008) ve všech pozorovaných zemích tempo reálné konvergence zpomalilo – nejvíce v Maďarsku a Rumunsku a nejméně v Polsku. Česká koruna to v posledních dvou letech ovšem jako jediná nereflektovala a investoři ji po počátečních výprodejích na počátku roku 2009 zachovali podobně silnou přízeň, jako kdyby česká ekonomika pokračovala v předkrizovém tempu reálné konvergence.

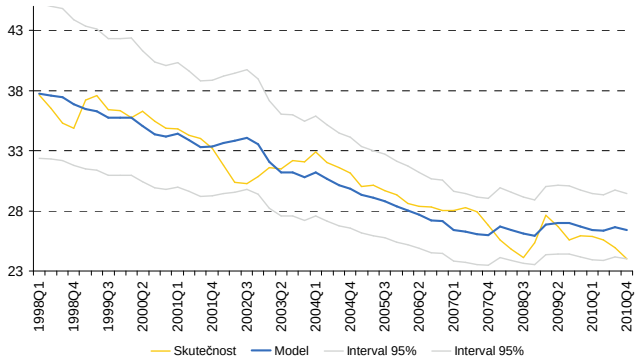
Model dlouhodobých rovnovážných kurzů ale neukazuje celou řadu krátkodobých faktorů. I proto se skutečné kurzy mohou na delší dobu a výrazně od rovnovážných hodnot odchylovat. Je tedy příhodnější sledovat 95%ní interval spolehlivosti, na který ze středoevropských měn naráží pouze česká koruna.

Nadhodnocenost je proto u koruny o poznání vyšší než u druhého nadhodnoceného v pořadí – polského zlotého (9 % versus 2 % na začátku února 2011). Míra nadhodnocení/podhodnocení je přitom při používání dlouhodobých rovnovážných kurzů klíčová. Modely dlouhodobých kurzů totiž typicky opomíjí celou řadu krátkodobých a střednědobých faktorů, které mohou měnové kurzy po delší dobu a výrazně vychylovat od svých rovnovážných hodnot. Věnovat pozornost je proto třeba těm měnám, které se vzdálí od svých rovnovážných hodnot za určitou mezní úroveň. **Proto je klíčové sledovat u odhadu rovnovážného kurzu i 95%ní interval spolehlivosti, který by měl měnovým párům poskytnout určité mantinely pro bezpečný pohyb, a z kterého začíná vybočovat pouze česká koruna.**

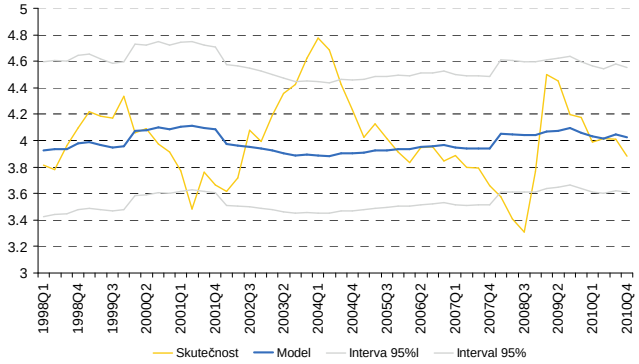
Je ale možné, že v dohledné době u koruny i zlotého převáží řada pozitivních krátkodobých a střednědobých faktorů, které mohou oddalovat korekci koruny a případně rozšířit zisky polského zlotého: 1) sázky na zlepšující se úrokový diferenciál; 2) akcelerující příliv peněz z bruselských fondů; 3) vývoj veřejných financí.

I proto je náš výhled u obou nadhodnocených středoevropských zemí daleko pozitivnější než naznačují odhadnuté rovnovážné hodnoty. 6ti měsíční cíl necháváme na 24,00 EUR/CZK a 3,70 EUR/PLN a 12ti měsíční cíl na 24,60 EUR/CZK a 3,85 EUR/PLN.

EUR/CZK: skutečnost versus model

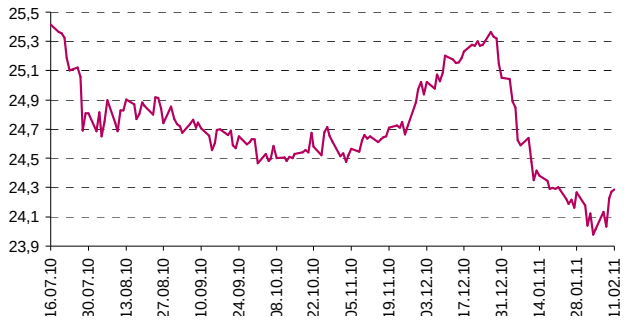


EUR/PLN: skutečnost versus model

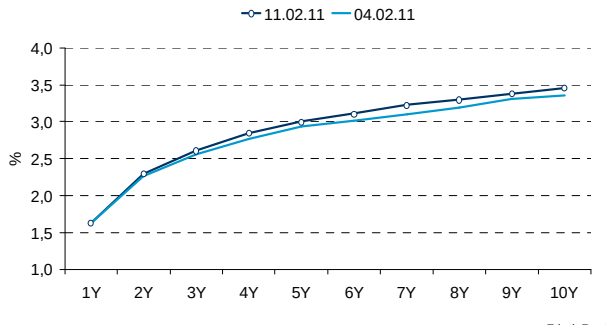


Přehled trhů

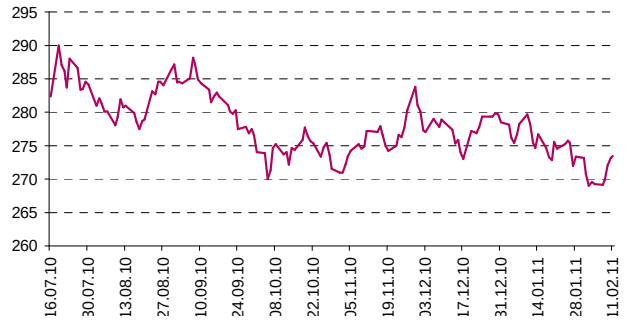
EURCZK



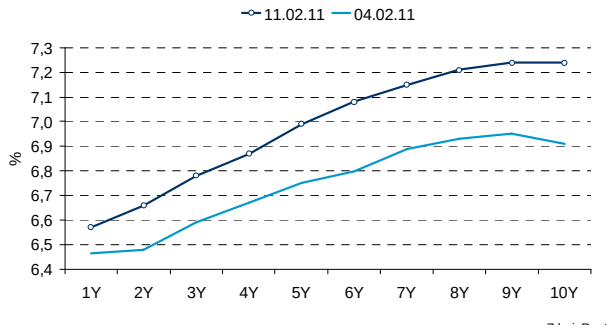
CZ IRS



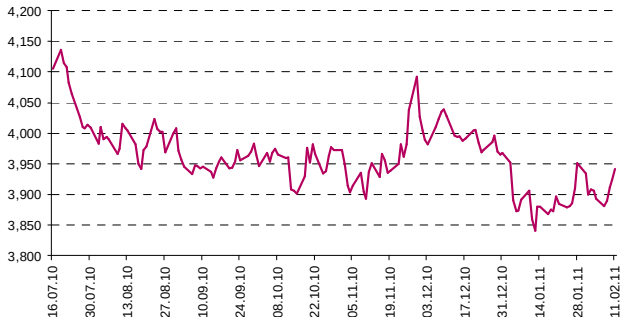
EURHUF



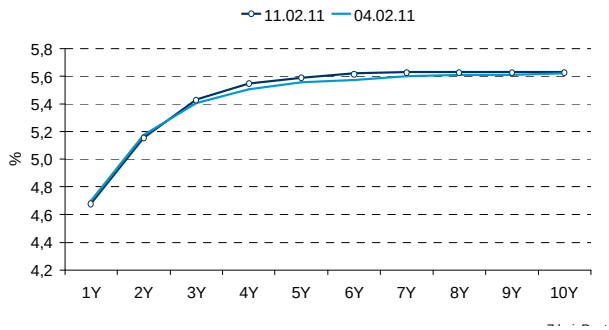
HU IRS



EURPLN



PL IRS



Klíčové očekávané události

ÚT 9:00, CZ PPI (%, y/y)

	I.11	XII.10	I.10
Meziměsíčně	**1,1**	1,0	0,5
Meziročně	**4,3**	3,6	-1,5

ČR: Ceny v průmyslu na vzestupu

Lednové ceny opět ovlivnily vyšší ceny komodit, jak zemědělských (potravinářský průmysl), tak energetických (rafinérie). Ceny v průmyslu navíc citelně ovlivnil avizovaný růst elektrické energie pro podnikatelskou sféru. Růst průmyslových cen by v úvodu roku mohl dosáhnout svého vrcholu pod hranicí pěti procent a následně by mohl začít klesat až pod tři procenta v závěru roku. Proto by i nákladové tlaky na spotřebitelskou inflaci měly v průběhu dalších měsíců pozvolna slábnout.

ÚT 9:00, CZ HDP - FLASH odhad (%)

	Q4-10	Q3-10	Q4-09
HDP (y/y)	**2,8**	2,8	-3,2
HDP (q/q)	**0,5**	1,0	0,4

ČR: HDP si udržuje silné tempo

Flash odhad HDP je jako vždy velmi nejistý a spíše orientační. Teprve v březnu statistický úřad zveřejní první odhad HDP, který bude vycházet z širšího spektra dat z ekonomiky. Je však velmi pravděpodobné, že závěr roku byl ve znamení solidního růstu ekonomiky taženého exportem a finišujícím solárním boomem. Nadále ovšem platí, že oživení ekonomiky není až tak plošné, protože v útlumu zůstává stavebnictví i služby. Česká ekonomika tak roste výhradně v režii průmyslu, především automobilového.

ÚT 14:00, PL Inflace (%, y/y)

	I.11	XII.10	I.10
Inflace	**3,7**	3,1	3,6
Potraviny (bez alk.)	**4,3**	3,9	3,0
Doprava (vč. pohonných hmot)	**8,0**	6,9	10,9

PL: Inflace může překročit 3,5 %

Inflace za leden může dosáhnout až 3,7 % y/y a dostat se tak nad horní hranici tolerančního pásma polské centrální banky. Hlavním důvodem růstu by mělo být zvýšení sazeb DPH o procentní bod, které by podle našich odhadů mohlo do celkového lednového čísla přidat 0,5 procentního bodu. V cenách potravin, které v prosinci loňského roku meziměsíčně překvapivě stagnovaly, by se konečně měly projevit i rostoucí ceny měkkých komodit. Nemalou roli by měly sehrát i rostoucí ceny ropy. Očekáváme, že inflace zůstane nad cílem po celý rok, což by se mělo odrazit i v postupném utahování měnové politiky.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
EMU	14.2.2011	11:00	Průmyslová výroba (%)	12/2010			-0,2	8,0	1,2	7,4
Polsko	14.2.2011	14:00	Peněžní zásoba M3 (%)	01/2011			-0,4		2,5	
Polsko	14.2.2011	15:00	Rozpočtové saldo (mil. PLN)	12/2010			-47 800		-42 525	
Německo	**15.2.2011**	**08:00**	**HDP (%)**	**4Q/2010 *P**			**0,5**	**4,1**	**0,7**	**3,9**
SR	**15.2.2011**	**09:00**	**HDP (%)**	**4Q/2010 *P**						**3,8**
Maďarsko	**15.2.2011**	**09:00**	**Inflace (%)**	**01/2011**			**1,1**	**4,4**	**0,4**	**4,7**
ČR	**15.2.2011**	**09:00**	**HDP (%)**	**4Q/2010 *P**	**0,5**	**2,8**	**0,8**	**3,2**	**1,0**	**2,8**
ČR	15.2.2011	09:00	Výrobní ceny (%)	01/2011	1,1	4,3	1,0	4,2	1,0	3,6
Maďarsko	15.2.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	12/2010 *F					-11,8	6,0
Maďarsko	**15.2.2011**	**09:00**	**HDP (%)**	**4Q/2010 *P**				**2,1**		**1,7**
Německo	**15.2.2011**	**11:00**	**Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)**	**02/2011**			**20,0**		**15,4**	
Německo	15.2.2011	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)	02/2011			83,0		82,8	
EMU	**15.2.2011**	**11:00**	**HDP (%)**	**4Q/2010 *P**			**0,4**	**2,1**	**0,3**	**1,9**
EMU	15.2.2011	11:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	12/2010			1,0		-0,4	
Polsko	**15.2.2011**	**14:00**	**Inflace (%)**	**01/2011**			**0,8**	**3,4**	**0,4**	**3,1**
USA	15.2.2011	14:30	Index dovozních cen (%)	01/2011			0,8	4,4	1,1	4,8
USA	15.2.2011	14:30	Maloobchodní tržby (%)	01/2011			0,5		0,6	
USA	**15.2.2011**	**14:30**	**Maloobchodní tržby – bez automobilů (%)**	**01/2011**			**0,5**		**0,5**	
USA	**15.2.2011**	**14:30**	**Podnikatelská nálada ve státě N.Y.**	**02/2011**			**15,00**		**11,92**	
USA	15.2.2011	19:00	Index stavitelů rodinných domů	02/2011			16		16	

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Polsko	16.2.2011	14:00	Mzdy (%)	01/2011			-11,3	5,1	9,1	5,4
USA	16.2.2011	14:30	Jádrový index cen v průmyslu (%)	01/2011			0,2	1,2	0,2	1,3
USA	**16.2.2011**	**14:30**	**Výrobní ceny (%)**	**01/2011**			**0,8**	**3,5**	**1,1**	**4,0**
USA	16.2.2011	14:30	Udělená stavební povolení	01/2011			570		635	
USA	**16.2.2011**	**14:30**	**Zahájení staveb nových domů**	**01/2011**			**537**		**529**	
USA	16.2.2011	15:15	Využití kapacit (%)	01/2011			76,4		76,0	
USA	**16.2.2011**	**15:15**	**Průmyslová výroba (%)**	**01/2011**			**0,6**		**0,8**	
USA	**16.2.2011**	**20:00**	**Zápis ze zasedání FOMC**	**02/2011**						
EMU	17.2.2011	10:00	Běžný účet (mld. EUR)	12/2010					-6,0	
USA	17.2.2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	5.2.					3 888	
USA	**17.2.2011**	**14:30**	**Inflace (%)**	**01/2011**			**0,4**	**1,6**	**0,5**	**1,5**
USA	17.2.2011	14:30	Jádrová inflace (%)	01/2011			0,1	1,0	0,1	0,8
USA	17.2.2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	12.2.			400		383	
USA	17.2.2011	16:00	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu	02/2011			20,9		19,3	
EMU	17.2.2011	16:00	Index spotřebitelské důvěry	02/2011			-11,0		-11,2	
USA	17.2.2011	16:00	Předstihové ukazatele	01/2011			0,3		1,0	
Německo	18.2.2011	08:00	Ceny v průmyslu (%)	01/2011			0,6	5,1	0,7	5,3
Maďarsko	18.2.2011	09:00	Mzdy (%)	12/2010				1,0		-1,2
Polsko	18.2.2011	14:00	Ceny v průmyslu (%)	01/2011			0,6	6,3	1,1	6,1
Polsko	**18.2.2011**	**14:00**	**Průmyslová výroba (%)**	**01/2011**			**-5,3**	**9,8**	**-4,1**	**11,5**

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	Mar-11	Jun-11	Sep-11	Dec-11	Mar-12	poslední změna	
Česko	2T repo	*0.75*	0.75	0.75	1.00	1.25	1.25	-25 bps	5/6/2010
Maďarsko	2T depo	*6.00*	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	25 bps	1/24/2011
Polsko	2T inter. sazba	*3.75*	3.75	4.00	4.25	4.25	4.50	25 bps	1/19/2011

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	Mar-11	Jun-11	Sep-11	Dec-11	Mar-12
Česko	PRIBOR 3M	*1.21*	1.22	1.35	1.45	1.60	1.72
Maďarsko	BUBOR 3M	*6.10*	6.05	6.05	6.00	5.90	5.90
Polsko	WIBOR 3M	*4.11*	4.15	4.35	4.35	4.35	4.50

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	Mar-11	Jun-11	Sep-11	Dec-11	Mar-12
Česko	IRS 10 let	*3.47*	3.30	3.40	3.50	3.60	3.70
Maďarsko		*7.15*	7.25	7.75	7.50	7.25	7.00
Polsko		*5.65*	5.80	5.95	6.00	6.00	6.00

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	Mar-11	Jun-11	Sep-11	Dec-11	Mar-12
Česko	EUR/CZK	*24.2*	24.7	23.7	24.0	24.6	24.2
Maďarsko	EUR/HUF	*272.0*	270	280	275	270	270
Polsko	EUR/PLN	*3.92*	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 %

	Dec-10	Mar-11	Jun-11	Sep-11	Dec-11	Mar-12	Jun-12
Česko	**2.3**	2.0	2.4	2.4	2.2	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	-2.5
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.