



- **Polsko**  
Zvyšujeme sázky na růst sazeb 2
- **Maďarsko**  
Maďarská vláda se zaměřuje na výdajovou stranu rozpočtu 3
- **Výhled na týden**  
Čekáme další silná čísla z české ekonomiky 5

## ECB míchá kartami ve střední Evropě

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24.28	↗	→
EUR/PLN	3.981	↗	→
EUR/HUF	271.3	↗	→
3M PRIBOR	1.22	↗	↗
3M WIBOR	4.16	↗	↗
10Y CZK	4.00	→	→
10Y PLN	6.28	↗	↗
10Y HUF	7.15	↗	↗
3M EURIBOR	1.19	↗	↗
10Y EMU	3.30	↗	↗

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Evropská centrální banka opět finančním trhům ukázala, že umí překvapit. Prezident ECB Trichet si totiž na včerejší tiskové konferenci dal záležet na tom, aby bylo naprosto zřejmé, že banka zvýší základní refinanční sazbu na příštím zasedání – tedy přesně řečeno 7. dubna. Fakticky jde o zahájení nového cyklu utahování měnové politiky v eurozóně, který může ovlivnit i chování centrálních bank ve střední Evropě.

Rozhodnutí ECB odstartovat cyklus utahování měnové politiky nejspíše nezůstane bez povšimnutí ze strany ČNB. Ta dosud ve svých prognózách „počítala“ s růstem sazeb až v závěru roku, nicméně stále si myslíme, že k tomuto kroku sáhne podstatně dříve. A jasný záměr tomuto scénáři docela nahrává. Ani přes poslední avízo z ECB však není nutné tento krok uspěchat, zvláště když domácí poptávku čeká redukční dieta vyvolaná diskutovaným zvýšením DPH. Na březnovém zasedání ČNB by proto změnu sazeb přinést nemuselo. Změnit by se však trochu mohla doposud velmi holubičí rétorika české centrální banky.

Co se týká maďarské centrální banky a toho jak by do jejího rozhodování mohla zasáhnout přísná politika ECB zde půjde především o to, jak se s ní vyrovná forint a jak se budou vyvíjet kreditní rizikové marže v EMU a potažmo i v Maďarsku. Pokud forint i maďarská CDS zůstanou navzdory politice ECB stabilní, nemusela by být reakce MNB na jestřábí tóny ECB nijak fatální a MNB by již nemusela reaktivovat nedávno ukončený mini-cyklus zvyšování úrokových sazeb.

A konečně v případě NBP by měla hrát ECB nemalou roli. Pro kročení polských inflačních očekávání je zásadním spojencem silný zlotý, jak ostatně několikrát zdůraznil i guvernér Belka. Jeho zisky budou ve světle zvyšování eurových sazeb daleko těžší, a proto pravděpodobně bude nutné rychleji zvyšovat úrokové sazby. K našemu výhledu tak přihazujeme jeden růst sazeb navíc (4Q) a vidíme sazby na konci roku na 4,5 %.

## Polská centrální banka odložila další zvýšení sazeb

Jan Bureš

**Polská centrální banka ponechala sazby beze změny, ale jasně říká, že zvyšování úroků není u konce.**

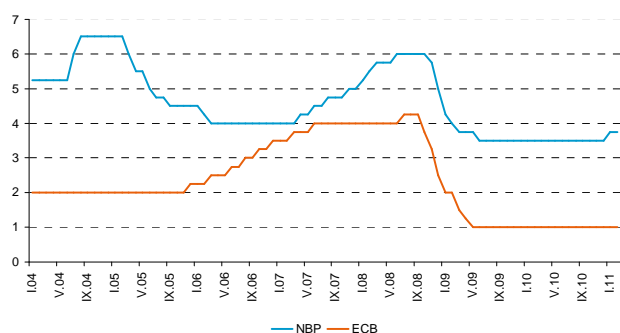
Polská centrální banka ponechala úrokové sazby v březnu beze změny. Potvrzují se tak naše očekávání, že centrální banka bude chtít na jedné straně sazby normalizovat, ale na druhé straně s tím nehodlá nijak spěchat. Hlavním důvodem je i podle zápisu provokativně nejistá struktura HDP. Centrální bankéře dráždí nízká dynamika investic (0,9 %) a nejistota, zda je rychlý růst domácí spotřeby udržitelný ve světle mizerného stavu veřejných financí. Současně poukazují na přetrvávající pomalý růst mezd a nízké poptávkové inflační tlaky.

Na tiskové konferenci ale guvernér Belka nechtěl nechat nic náhodě a zdůraznil, že lednový růst sazeb byl začátkem cyklu utahování měnových podmínek. Belka rovněž uvedl, že inflace může v krátkém horizontu přesáhnout 4 %. Současně uvedl, že dnešní kurz zlotého je ovlivněn situací na Blízkém východě a nemá co do činění s měnovou politikou NBP. Je ale i tak jasné, že se současnými úrovněmi kurzu nemůže být spokojený, když mu na konci roku prorokoval silné zisky.

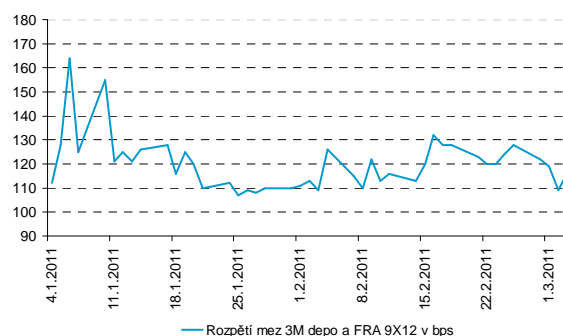
**Rozhodnutí ECB odstartovat překvapivě brzy cyklus zvyšování úrokových sazeb posouvá vzhůru i náš výhled na polské sazby.**

Náš názor ohledně hodnocení polské ekonomiky zůstává stejný a v zásadě konzistentní s pohledem guvernéra. Pokračující oživení ospravedlňuje utahování měnových podmínek, ale nízká dynamika investic a povaha dnešního inflačního šoku neospravedlňují nijak agresivní přístup. Nový moment do celé situace ale vnáší politika ECB. Ta dala na svém posledním zasedání jasně najevo, že hodlá zvýšit sazby již na svém příštím zasedání. Agresivnější postup ECB se za jinak neměnných podmínek může lehce podepsat na všech středoevropských měnách včetně zlotého. Pro NBP je přitom zlotý důležitý spojenec při utahování měnových kohoutů a kročení inflačních očekávání. NBP tak nakonec kvůli ECB může být dotlačena k rychlejšímu růstu sazeb než jsme původně počítali. V tuto chvíli tak zvyšujeme naše sázky z dvojitého na trojitý růst polských sazeb do konce roku (duben, 3Q, 4Q) na 4,50 %. Jak ukazuje níže uvedený graf, je to stále o něco méně než aktuální sázky trhu.

NBP a ECB, základní sazby



Sázky na utahování měnové politiky



## Maďarská vláda se zaměřuje na výdajovou stranu rozpočtu

Jan Čermák

### *Maďarský plán střednědobých strukturálních reform.*

Maďarsko představilo plán střednědobých strukturálních reform pro roky 2012-2013, který má za cíl jednak povzbudit nabídkovou stranu ekonomiky a jednak vylepšit fiskální pozici státu.

Z fiskálního hlediska se sedmibodový plán Orbánovy vlády se zaměřuje především na výdajovou stranou rozpočtu, když klíčovými body programu jsou krácení podpor v nezaměstnanosti a zpřísnění podmínek pro odchod do předčasného důchodu. Tyto výdajové škrty by měly zajistit 75 % úspor z fiskálního plánu, který má v roce 2012 zredukovat rozpočtový deficit o 2 % HDP, v roce 2013 pak o dodatečné 1 % HDP. Na příjmové straně by hlavní roli mělo hrát zavedení elektronického mýta a ponechání platnosti speciální bankovní daně v plné výši i v roce 2012.

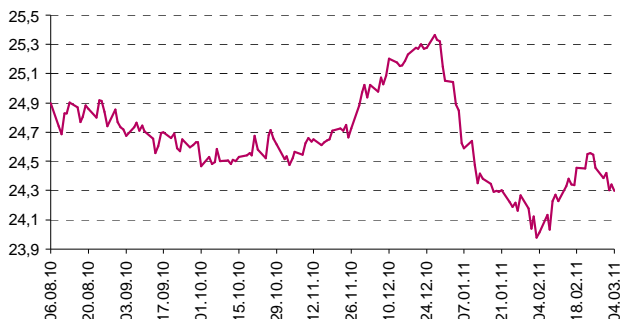
### *Výdajové škrty zajistí redukci rozpočtového deficitu.*

Ač jdou plánované fiskální a hlavně strukturální změny určitě správným směrem a trhy je již s předstihem ocenily, neměly by zastřít současné fiskální problémy. Ty se týkají především municipálních rozpočtů hospodaření státních podniků (především státní železnice), jež se vyvíjejí krajně nepříznivě (což se týká především Budapešti). Tato rizika lze v současnosti odhadnout na 2-3 % HDP. Bude přitom velmi záležet na tom zdali EU tyto dodatečné náklady zahrne do veřejných výdajů, což by následně zhoršilo oficiální statistiky veřejných financí (dle metodiky ESA95).

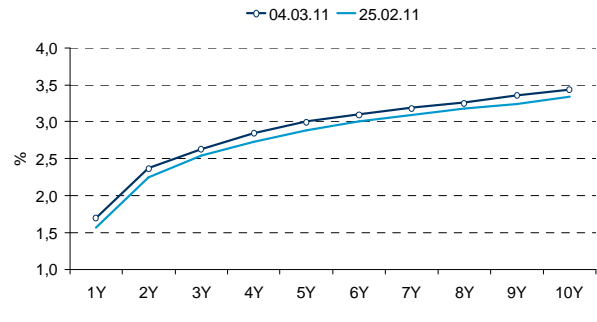
mld. HUF	2012	2013
Podpora v nezaměstnanosti	195	213
Veřejná doprava	45	60
Starobní důchody	99	129
Dotace na léky	83	120
Vysoké školy	12	38
Státní správa	32	122
Mýto + bankovní daň	90	220
<b>Celkem</b>	<b>550</b>	<b>902</b>

## Přehled trhů

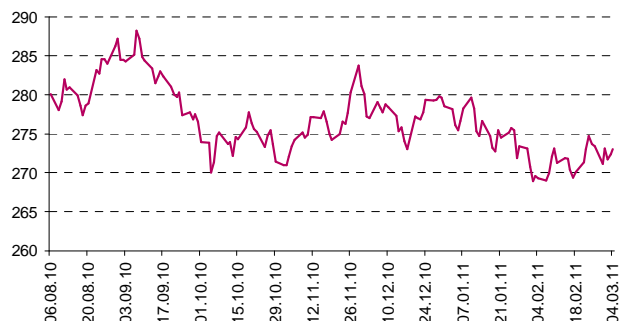
EURCZK



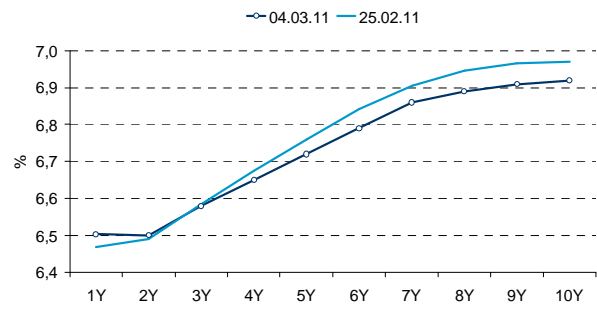
CZ IRS



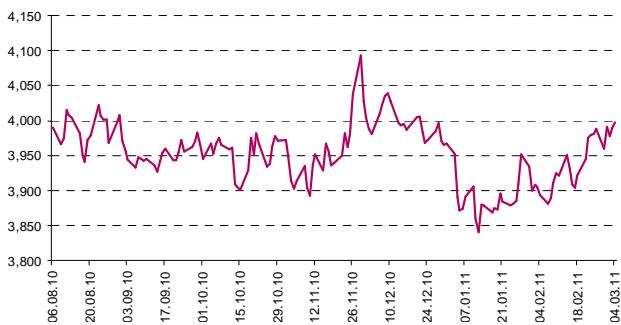
EURHUF



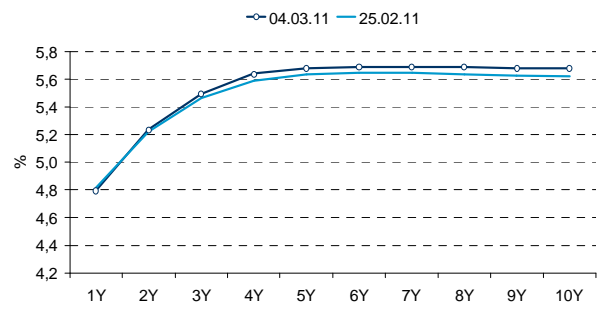
HU IRS



EURPLN



PL IRS



## Klíčové očekávané události

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

	II.11	I.11	II.10
Inlace	0,2	0,7	0,0
Potraviny	0,0	0,7	0,4
Bydlení a energie	0,4	1,7	0,2
Doprava	0,2	0,9	-0,7

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

	I.11	XII.10	I.10
Saldo	13,0	1,0	15,3
kumulativ. od ledna	13,0	124,5	15,3
Export (% , y/y)	16,0	27,0	9,1
Import (% , y/y)	19,0	28,5	1,8

### PÁ 9:00, CZ HDP - odhad (%)

	Q4-10	Q3-10	Q4-09
HDP (y/y)	2,9	2,8	-3,2
HDP (q/q)	0,5	1,0	0,4

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

	I.11	XII.10	I.10
Měsíčně	9,6	12,7	4,9
kumul. od ledna	9,6	10,5	4,9

## ČR: Inlace na pozvolném vzestupu

Zatímco lednovou inflaci překvapivě zadrželo jen minimální zvýšení nájmů, únorová inflace by s letošními čísly zahýbat příliš neměla. Dražší budou tentokrát především zimní zájezdy. Naopak slevy pokračovaly u oblečení a výbavy bytů. Potraviny a PHM tentokrát asi do inflace příliš nepromluvily, nicméně jejich čas už velmi brzy přijde. Meziroční inflace se vrací do blízkosti dvou procent, tedy na úroveň cílovanou centrální bankou. Rizika pro další vývoj cen v ČR zůstávají stejná jako dříve – drahé pohonné hmoty a dražší potraviny. V závěru roku se k nim přidá zřejmě i vyšší DPH a inflace se pak může vyšplhat až k pěti procentům.

## ČR: Obchod pod vlivem drahých surovin

I na začátku letošního roku si zahraniční obchod nejspíše udržel velmi solidní tempo. Průmyslu se daří získávat zakázky, a tak můžeme počítat s dvouciferným nárůstem exportu, především v případě strojů a dopravních prostředků. Na straně importu však stále více sehrává negativní roli rostoucí cena surovin, která může zhoršit bilanci obchodu až o zhruba 4 mld. korun. I přes vysoké ceny ropy by letošní přebytek zahraničního obchodu mohl mírně vzrůst. Počítat ovšem musíme se změnou metodiky, která už na jaře výrazně snížila kladné saldo obchodu se zbožím a naopak vylepšila dosavadní tristní výsledky bilance služeb. Celkový dopad na běžný účet platební bilance by však nemusel být významný.

## ČR: Růst ekonomiky pozvolna sílí

První bleskový odhad HDP za čtvrtý kvartál už máme za sebou, takže tentokrát půjde o jeho zpřesnění a o zveřejnění struktury nabídkové a poptávkové strany ekonomiky. Nepředpokládáme, že by se nové číslo výrazněji odchýlilo od toho již známého bleskového odhadu. Nejspíše se potvrdí, že ekonomice se daří stále lépe, avšak ne plošně dobře. Vysoká tempa uvidíme u průmyslu, naproti tomu u služeb a stavebnictví budou výsledky o poznání méně příznivé. Zajímavé bude rovněž sledovat vývoj investic, které v závěru roku opanoval solární boom. Za celý loňský rok ekonomika vzrostla pravděpodobně o 2,3 %. V letošním roce budou však výsledky ekonomiky v důsledku úsporných fiskálních opatření o něco slabší a i nadále předpokládáme vzestup okolo 1,8 %.

## ČR: Boom průmyslu pokračuje

Jak už naznačovaly zakázky průmyslových podniků v předchozích měsících, boom tohoto odvětví, pokračuje i v úvodu letošního roku. Zvláště můžeme spoléhat na automobilový průmysl, strojírenství, výrobu kovů a elektroniky. V případě ostatních oborů budou výsledky o něco slabší. Dočkat bychom se mohli i potvrzení pozitivního trendu přijímání nových zaměstnanců do průmyslových podniků. V neposlední řadě doporučujeme upřít pozornost k novým zakázkám, jejichž meziroční nárůst by mohl dosáhnout zhruba 15 %.

## Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Maďarsko	7.3.2011	17:00	Rozpočtové saldo (mld. HUF)	02/2011						-122,8
ČR	8.3.2011	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	02/2011	9,8		9,8		9,7	
Maďarsko	8.3.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	01/2011 *P				8,5	-11,8	6,0
SR	8.3.2011	09:00	Stavební výroba (%)	01/2011						0,0
SR	8.3.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	01/2011						19,7
Německo	8.3.2011	12:00	Tovární zakázky (%)	01/2011			2,5	15,8	-3,4	19,7
<b>ČR</b>	<b>9.3.2011</b>	<b>09:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>02/2011</b>	<b>0,2</b>	<b>2,0</b>	<b>0,2</b>	<b>2,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,7</b>
<b>ČR</b>	<b>9.3.2011</b>	<b>09:00</b>	<b>Obchodní bilance (mld. CZK)</b>	<b>01/2011</b>	<b>13,0</b>		<b>13,6</b>		<b>1,0</b>	
Německo	9.3.2011	12:00	Průmyslová výroba (%)	01/2011			1,8	11,2	-1,5	10,0
Německo	10.3.2011	08:00	Běžný účet (mld. EUR)	01/2011			11,0		17,6	
Německo	10.3.2011	08:00	Obchodní bilance (mld. EUR)	01/2011			12,8		11,9	
SR	10.3.2011	09:00	Mzdy (%)	01/2011						1,8
Maďarsko	10.3.2011	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	01/2011 *P			456,0		429,8	
EMU	10.3.2011	10:00	Měsíční zpráva ECB (ECB)	03/2011						
Maďarsko	10.3.2011	12:00	Aukce st. dluhopisu/pevná sazba (mld. HUF)	03/2011						
USA	10.3.2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	26.2.					3 774	
USA	10.3.2011	14:30	Obchodní bilance (mld. USD)	01/2011			-41,2		-40,6	
USA	10.3.2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	5.3.					368	
USA	10.3.2011	20:00	Rozpočtové saldo (mld. USD)	02/2011			-240,5			
Německo	11.3.2011	08:00	Inflace (%)	02/2011 *F			0,5	2,0	-0,5	1,9
Německo	11.3.2011	08:00	Harmonizovaná inflace (%)	02/2011 *F			0,6	2,2	-0,5	2,0
<b>ČR</b>	<b>11.3.2011</b>	<b>09:00</b>	<b>HDP (%)</b>	<b>4Q/2010 *F</b>					<b>0,5</b>	<b>2,9</b>
<b>SR</b>	<b>11.3.2011</b>	<b>09:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>02/2011</b>					<b>1,9</b>	<b>3,0</b>
<b>SR</b>	<b>11.3.2011</b>	<b>09:00</b>	<b>Obchodní bilance (mld. EUR)</b>	<b>01/2011</b>					<b>-193,0</b>	
ČR	11.3.2011	09:00	Mzdy (%)	4Q/2010						0,1
<b>Maďarsko</b>	<b>11.3.2011</b>	<b>09:00</b>	<b>HDP (%)</b>	<b>4Q/2010 *F</b>					<b>0,2</b>	<b>2,0</b>
ČR	11.3.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	01/2011		9,6		13,0		12,7
ČR	11.3.2011	09:00	Stavební výroba (%)	01/2011						-14,6
<b>Maďarsko</b>	<b>11.3.2011</b>	<b>09:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>02/2011</b>			<b>0,6</b>	<b>4,2</b>	<b>0,7</b>	<b>4,0</b>
<b>USA</b>	<b>11.3.2011</b>	<b>14:30</b>	<b>Maloobchodní tržby – bez automobilů (%)</b>	<b>02/2011</b>			<b>0,6</b>		<b>0,3</b>	
USA	11.3.2011	14:30	Maloobchodní tržby (%)	02/2011			0,8		0,3	
USA	11.3.2011	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan	03/2011 *P			76,8		77,5	

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	III.11	VI.11	IX.11	XII.11	III.12	poslední změna	
Česko	2T repo	0.75	0.75	0.75	1.00	1.25	1.25	-25 bps	6.5.2010
Maďarsko	2T depo	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	4.50	4.75	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	1.35	1.45	1.60	1.72
Maďarsko	BUBOR 3M	6.10	6.05	6.05	6.00	5.90	5.90
Polsko	WIBOR 3M	4.16	4.15	4.35	4.50	4.55	4.55

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

		současná hodnota	III.11	VI.11	IX.11	XII.11	III.12
Česko	IRS 10 let	3.41	3.30	3.40	3.50	3.60	3.70
Maďarsko		6.95	7.25	7.75	7.50	7.25	7.00
Polsko		5.68	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	24.3	24.7	23.7	24.0	24.6	24.2
Maďarsko	EUR/HUF	271.6	270	280	275	270	270
Polsko	EUR/PLN	3.98	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	2.9	2.4	2.1	1.5	1.5	2.5
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	2.0	2.4	2.5	2.4	4.5	4.8
Maďarsko	4.7	4.0	4.0	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	-2.6
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.