



- **Česká republika a Maďarsko**
Investice v ČR i v Maďarsku ještě stále klesají 2
- **Česká republika a Maďarsko**
Inflaci v ČR i v Maďarsku „řídí“ potraviny a benzín 3
- **Výhled na týden**
Polská meziroční inflace se dotkne hranice 4,0 % 5

Trhy v regionu budou čelit nástrahám z domova i ze světa

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24.28	0.00%	↗	↗
EUR/PLN	4.030	1.23%	↗	→
EUR/HUF	272.6	0.48%	↗	↗
3M PRIBOR	1.21	-0.01	→	↗
3M WIBOR	4.18	0.02	→	↗
3M BUBOR	6.10	0.00	↗	↗
10Y CZK	3.94	-0.06	→	→
10Y PLN	6.31	0.03	↗	↗
10Y HUF	7.33	0.18	↗	↗
3M EURIBOR	1.09	-0.10	→	↗
10Y EMU	3.21	-0.10	↘	↘

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Zhoršení sentimentu na globálních trzích, kterou vyprovokoval souběh na sobě nezávislých negativních událostí, tentokrát Střední Evropa přece jenom určitým způsobem pocítila. Zhoršení nálady bylo patrné především na polském devizovém trhu a v s jistém smyslu i na trhu s maďarskými dluhopisy, kde se však trh připravoval na aukci, takže nárůst výnosů nelze přisuzovat jen externím jevům.

Ačkoliv je pravděpodobné, že strach trhů ze škod v Japonsku, vývoje v Libyi či na periferii eurozóny může opadnout, obezřetnost pro středoevropské trhy je stále na místě a to i z domácích důvodů. Podle našeho názoru by se měly mít na pozoru jak polské, tak i maďarské vládní dluhopisy a v neohroženém postavení nemusí být ani dosud stabilní česká koruna.

Pokud jde o polské vládní dluhopisy – ty by měly velmi bedlivě sledovat výsledek únorové inflace. Ta může opět negativně překvapit, když se v meziročním srovnání může dotknout magické hranice 4,0 %. Stane-li se tak – trh dluhopisů může ještě agresivněji vystupňovat své sázky na to, že NBP zvýší na začátku dubna úrokovou sazbu.

Co se pak týká maďarských dluhopisů zde riziko představuje především vývoj veřejných rozpočtů. Ty vykázaly v prvních dvou měsících velký propad, který vláda omlouvá sezónním vývojem rozpočtu. Ovšem schodek se zdá být vysoký i když vezmeme v úvahu sezónnost. Další rozpočtová čísla v podobném duchu by trh mohly znervóznit ještě více.

A konečně obezřetní zůstáváme i případě české koruny. Ta se nám zdá být z pohledu dlouhodobých fundamentů nadhodnocená. To samozřejmě nemusí platit pro krátkodobý a střednědobý horizont, nicméně rozevírání úrokového diferenciálu mezi evrovými a českými sazbami z titulu ještěřábi rétoriky ECB by na pozici české koruny mohlo upozornit.

Investice v ČR i v Maďarsku ještě stále klesají

Petr Dufek, Jan Čermák

Po přehodnocení česká ekonomika rostla v závěru loňského roku jen o 0,3 % q/q (původně 0,5 %) a o 2,6 % y/y (2,9 %).

Na jedné straně rychle expandující průmysl, na straně druhé slabší zbytek ekonomiky. Tak vypadá obrázek české ekonomiky podle nejnovějších dat za poslední kvartál loňského roku. Hlavní roli stále sehrává průmysl, a to především auta a elektronika. Naopak zemědělství, stavebnictví a částečně i některé služby se pozitivními výsledky příliš chlubit nemohou. Na domácnosti opět dolehlo omezování výdajů vyvolané rostoucí nezaměstnaností a propadem reálných mezd. První úspory je vidět ve spotřebě vládního sektoru. Velmi slabým výsledkem zakončily rok 2010 investice, které se propadly o 2,3 %, především v důsledku omezování výdajů na stroje a dopravní prostředky. Pro ČNB nejnovější číslo znamená, že se ekonomice daří podstatně hůře než čekala ve svém posledním odhadu. Spolu s vývojem mezd a inflace je tedy HDP dalším číslem, které hovoří pro umírněnost ČNB v nejbližších měsících. S růstem sazeb proto není třeba pospíchat.

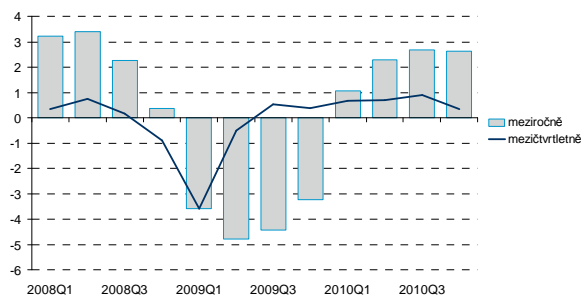
V letošním roce růst české ekonomiky nejspíše mírně zpomalí. Důvodem budou úspory ve vládních výdajích, pravděpodobný je i pokles reálných mezd a tedy i další omezování spotřeby domácností. V průběhu letošního roku by se ekonomika mohla přiblížit své předkrizové úrovni, kterou však ještě zatím nepřekoná. Hlavní rizika pro další vývoj českého hospodářství i nadále leží za hranicemi ČR. Prozatím však, jak je vidět třeba z průmyslových zakázek, zahraniční poptávka nadále roste a výrazně pomáhá k návratu konjunktury v ČR.

Za celý rok maďarská ekonomika vykázala růst o 1,2 %.

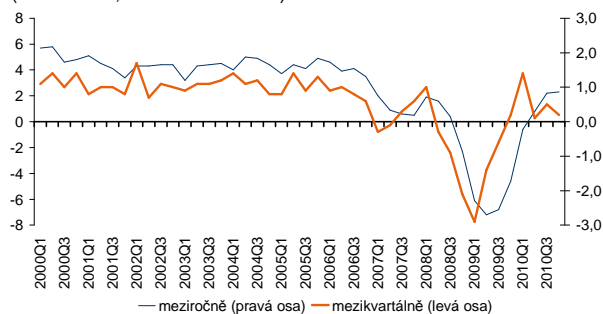
Rovněž Maďarsko zveřejnilo strukturu HDP za poslední kvartál roku 2010. Z ní celkem jasně vyplývá, že základní trendy v rámci hospodářského růstu se nemění. Na jedné straně soukromá spotřeba stále klesá (ve IV. čtvrtletí to bylo o 0,8 % meziročně). Na straně druhé se evidentně daří zahraničnímu obchodu, který již osmý kvartál v řadě pozitivně přispěl k hospodářskému růstu (tentokrát příspěvek čistých exportů činil 2,2 %). Jistým překvapením je ovšem propad investic, resp. hrubé tvorby fixního kapitálu (meziročně o 9 %). Zde má na svědomí špatný výsledek především pokračující recese ve stavebnictví, resp. realitním sektoru.

Za celý rok maďarská ekonomika vykázala růst o 1,2 %, což nakonec není tak špatný výsledek s ohledem na stále probíhající oddlužování domácností a poměrně přísnou měnovou a rozpočtovou politiku. Tento rok by podle našich odhadů měl být z pohledu růstu HDP ještě úspěšnější (čekáme zrychlení na 2,7 %). Mnohé však bude záviset na tom, zdali si exportně orientovaný průmysl navázaný silně na Německo, udrží svůj rychlý růst. Soudě čistě podle lednového výsledku průmyslové výroby (růst 15,5 % m/m) ze měsíc leden by tomu tak mohlo být.

CZ: Tempo HDP (%)



Růst maďarského HDP (změna v %, sezónně očištěno)



Inflaci v ČR i v Maďarsku „řídí“ potraviny a benzín

Petr Dufek, Jan Čermák

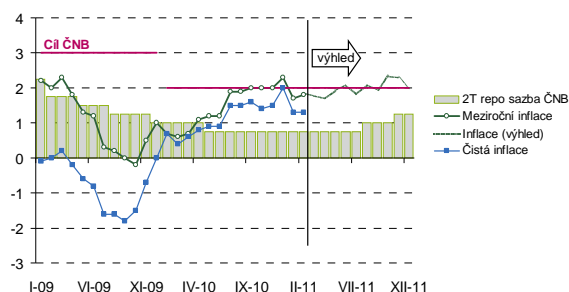
Česká inflace i nadále roste jen velmi pomalu (0,1 % m/m, 1,8 % y/y) a zůstává pod cílem centrální banky.

Za únorovou inflaci stojí především potraviny, alkohol a sezóně dražší rekreace. Naopak oblečení, obuv, vybavení domácností a dokonce i pohonné hmoty tentokrát zlevnily. Nicméně posledně jmenované pouze dočasně. Rychle rostoucí ceny ropy v posledních týdnech do vývoje inflace ještě nestačily plně promluvit. Celková meziroční inflace vzrostla o jednu desetinu na 1,8 % a zůstává tak i přes deregulace nižší než inflace v eurozóně. Rostou ceny poháněné rostoucími náklady (nyní především potraviny), avšak slabá poptávka dostatečně omezuje možnosti obchodníků zdražovat. V březnové inflaci se sice projeví aktuální zdražení benzínu a nafty, nicméně inflace by i nadále měla zůstat pod cílovou úrovní ČNB, a to i navzdory rekordním cenám ropy a následně pohonných hmot na českém trhu. ČNB rozhodně nemusí spíchat se zvyšováním úrokových sazeb. Poptávková inflace je totiž stále ještě v nedohlednu a potvrzuje to i vývoj reálných mezd. K růstu spotřebitelské poptávky zatím chybí jakýkoliv impuls a inflace proto zůstává jen ve vleku zahraničních cen komodit, energetických i potravinářských. V horizontu jednoho roku lze mezi inflační rizika zařadit ještě navíc změnu DPH, která se v současné době diskutuje. Po úvodním návrhu přesunout většinu zboží a služeb z dolní sazby DPH do základní je nyní na stole návrh na zvýšení dolní sazby na 14 % v prvním kroku (2012) a následném sjednocení na 17,5 % ve druhém kroku (2013). Úvodní inflační impuls by mohl dosáhnout zhruba 1,1 %. Centrální banka by však tento krok, respektive jeho primární dopady, měla z podstaty věci ignorovat.

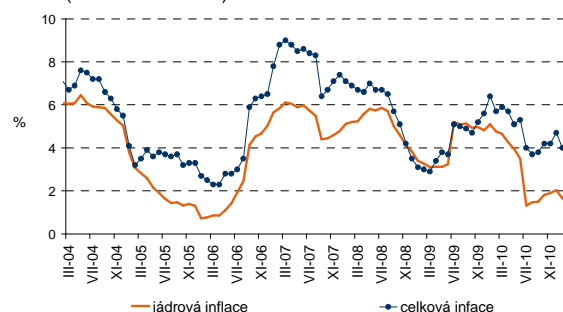
V únoru bylo zrychlení celkové míry maďarské inflace na 4,1 %.

Únorová čísla ukázala, že inflační (poptávkové) tlaky v ekonomice zůstávají utlumeny a agregátní cenovou položku táhnou převážně nevyzpytatelné položky jako jsou potraviny a pohonné hmoty. V únoru to byly přitom potraviny (růst o 1,2 % m/m), přičemž ceny pohonných hmot tentokrát stagnovaly. Výsledkem tedy bylo zrychlení celkové míry inflace na 4,1 %, přičemž její jádrová složka v meziročním vyjádření doputovala těsně pod hranici 2 %. A právě příznivý vývoj jádrové inflace dává centrální bance do ruky silný argument k tomu, aby již nepokračovala v politice utahování měnové politiky, kterou MNB razila od listopadu do ledna.

CZ: Meziroční inflace vs. úrokové sazby (%)

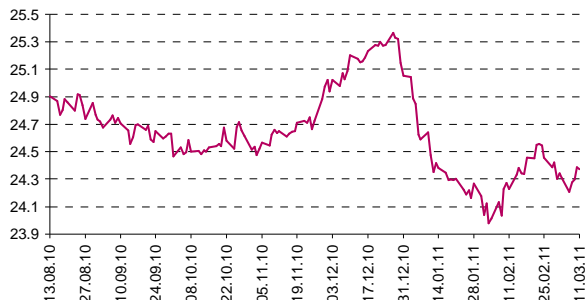


Maďarská inflace (meziroční změna)

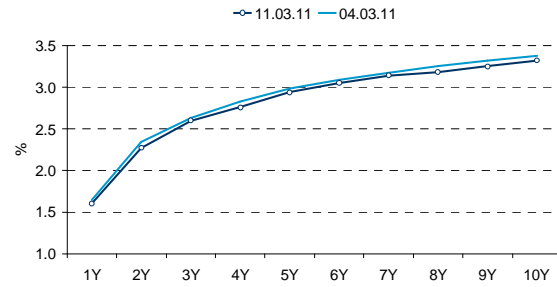


Přehled trhů

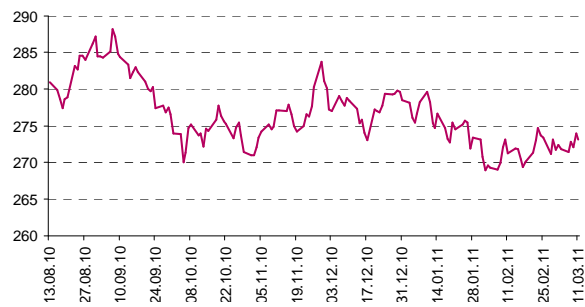
EURCZK



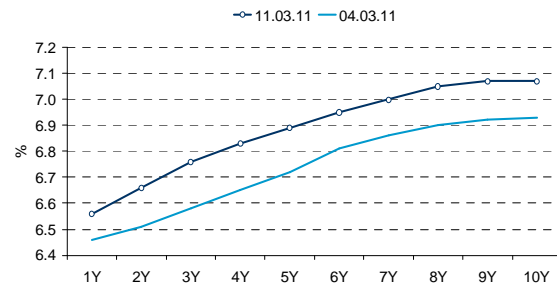
CZ IRS



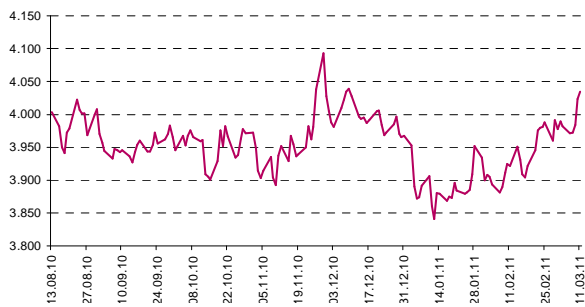
EURHUF



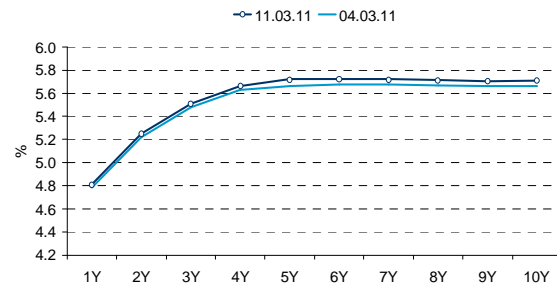
HU IRS



EURPLN



PL IRS



Klíčové očekávané události

ÚT 9:00, CZ PPI (% , y/y)

	II.11	I.11	II.10
Meziměsíčně	0,2	1,4	-0,3
Meziročně	5,1	4,6	2,0

ÚT 14:00, PL Inlace (% , y/y)

	II.11	I.11	II.10
Inlace	4,0	3,8	2,9
Potraviny (bez alk.)	5,1	4,8	2,8
Doprava (vč. pohonných hmot)	7,4	7,2	8,2

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

	I.11	XII.10	I.10
Tržby	3,5	-1,6	-5,2
kumul. od ledna	3,5	1,0	-5,2

ČR: PPI pod tlakem drahých surovin

Nejspíše i v únoru se do cen v průmyslu promítaly rostoucí ceny energetických a zemědělských komodit. Meziroční PPI tak mohl překročit hodnotu pěti procent. Tak rychle rostly ceny v průmyslu naposledy těsně před začátkem hospodářské recese v roce 2008. A tento tlak vstupních nákladů na ceny výrobců nepolevuje ani v březnu, jak už ostatně napovídají aktuální ceny ropy a zemědělských komodit. Rostoucí ceny v průmyslu tak budou mít tendenci tlačit i na ceny na spotřebitelském trhu, zejména pokud jde o potraviny a pohonné hmoty. Přesto by neměly vyvolat žádnou inflační vlnu. Tu totiž bude i nadále dokonale brzdit slabá domácí poptávka.

PL: Inlace v únoru vzrostla na 4 %

Polská lednová inflace připravila trhům překvapení, když dosáhla meziročně 3,8 %. Ceny rostly zejména díky celosvětově vysokým cenám komodit a růstu sazeb DPH a administrativních cen. Podle našich odhadů inflace v únoru pravděpodobně vzrostla na 4 % meziročně a navíc očekáváme, že ceny v Polsku porostou i v příštím měsíci, kdy by měla inflace dosáhnout letošního vrcholu kolem 4,2 % meziročně. Z hlediska centrální banky toto rozhodně není příjemná situace, neboť i v současné době se inflace pohybuje dokonce nad horní hranici tolerančního pásma. Očekáváme proto, že již na dubnovém zasedání dojde k dalšímu zvýšení úrokových sazeb.

ČR: Maloobchodu pomáhají prodeje aut

Předpokládáme, že v lednu se maloobchodu dařilo, a to především díky rostoucím prodejem automobilů, slabému srovnávacímu základu a vyššímu počtu pracovních dní. Mluvit o oživení spotřebitelské poptávky by však bylo hodně troufalé. Předně jde o motoristický segment, který táhnou nákupy aut ze strany podnikatelských subjektů spíše než domácností. Druhým faktorem jsou statistické základy, které do jednotlivých meziročních výsledků budou letos hodně promlouvat. Celkově však nepředpokládáme, že bychom se dočkali rychleji rostoucích tržeb v obchodě. Výsledky budou jako na houpačce, nicméně trend se bude blížit stagnaci.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	14.3.2011	10:00	Běžný účet (mld. CZK)	01/2011	12,0		10,2		-0,69	
EMU	14.3.2011	11:00	Průmyslová výroba (%)	01/2011			0,4	6,4	-0,1	8,0
Polsko	14.3.2011	14:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	01/2011			-610		-1 106	
Polsko	14.3.2011	14:00	Peněžní zásoba M3 (%)	02/2011			1,0		-1,8	
Polsko	14.3.2011	14:00	Běžný účet (mil. EUR)	01/2011			-1 280		-1 573	
ČR	15.3.2011	09:00	Výrobní ceny (%)	02/2011	0,2	5,1	0,3	5,2	1,4	4,6
Německo	15.3.2011	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)	03/2011			16,0		15,7	
Německo	15.3.2011	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)	03/2011			84,9		85,2	
Polsko	15.3.2011	14:00	Inflace (%)	02/2011	0,4	4,0	0,4	3,9	1,2	3,8
USA	15.3.2011	14:30	Index dovozních cen (%)	02/2011			0,9	6,5	1,5	5,3
USA	15.3.2011	14:30	Podnikatelská nálada ve státě N.Y.	03/2011			16,00		15,43	
USA	15.3.2011	19:00	Index stavitelů rodinných domů	03/2011			17		16	
USA	15.3.2011	20:15	Zasedání FOMC (%)	03/2011					0,25	
SR	16.3.2011	09:00	Harmonizovaná inflace (%)	02/2011					2,1	3,2
ČR	16.3.2011	09:00	Maloobchodní tržby (%)	01/2011		3,5		3,0		-0,2
EMU	16.3.2011	11:00	Inflace (%)	02/2011			0,4	2,4	-0,7	
EMU	16.3.2011	11:00	Jádrová inflace (%)	02/2011				1,1		1,1
Polsko	16.3.2011	14:00	Mzdy (%)	02/2011			1,9	4,9	-11,9	5,0
USA	16.3.2011	14:30	Běžný účet (mld. USD)	4Q/2010			-110,0		-127,2	
USA	16.3.2011	14:30	Udělená stavební povolení	02/2011			570		562	
USA	16.3.2011	14:30	Zahájení staveb nových domů	02/2011			575		596	
USA	16.3.2011	14:30	Výrobní ceny (%)	02/2011			0,6	4,7	0,8	3,6
USA	16.3.2011	14:30	Jádrový index cen v průmyslu (%)	02/2011			0,2	1,8	0,5	1,6
Polsko	16.3.2011	15:00	Rozpočtové saldo (mil. PLN)	02/2011					-2 757	

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Maďarsko	17.3.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	01/2011 *F					15,5	10,9
Polsko	17.3.2011	14:00	Průmyslová výroba (%)	02/2011			3,1	10,4	-6,4	10,3
Polsko	17.3.2011	14:00	Ceny v průmyslu (%)	02/2011			0,3	6,7	0,4	6,2
USA	17.3.2011	14:30	Jádrová inflace (%)	02/2011			0,1	1,1	0,2	1,0
USA	17.3.2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	12.3.					397	
USA	17.3.2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	5.3.					3 771	
USA	17.3.2011	14:30	Inflace (%)	02/2011			0,4	2,0	0,4	1,6
USA	17.3.2011	15:15	Průmyslová výroba (%)	02/2011			0,6		-0,1	
USA	17.3.2011	15:15	Využití kapacit (%)	02/2011			76,5		76,1	
USA	17.3.2011	16:00	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu	03/2011			30,0		35,9	
USA	17.3.2011	16:00	Předstihové ukazatele	02/2011			0,9		0,1	
Německo	18.3.2011	08:00	Ceny v průmyslu (%)	02/2011			0,6	6,4	1,2	5,7
Maďarsko	18.3.2011	09:00	Mzdy (%)	01/2011				2,3		-4,6
EMU	18.3.2011	10:00	Běžný účet (mld. EUR)	01/2011					-13,3	
EMU	18.3.2011	11:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	01/2011					-2,3	

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
Česko	2T repo	0.75	0.75	0.75	1.00	1.25	1.25
Maďarsko	2T depó	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
Polsko	2T inter. sazba	3.75	3.75	4.00	4.25	4.50	4.75

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	III.11	VI.11	IX.11	XII.11	III.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	4.18	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	3.33	3.30	3.40	3.50	3.60	3.70
Maďarsko		7.09	7.25	7.75	7.50	7.25	7.00
Polsko		5.71	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	272.8	270	280	275	270	270
Polsko	EUR/PLN	4.03	4.00	3.90	3.60	3.70	3.60

HDP

	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	4.6	3.9	4.3	4.4	4.6	4.2	4.0

Meziroční změna v %

Inflace

	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

Meziroční změna v %

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.