



www.csob.cz

www.csob.cz/Analzy

18. března 2011

## ● Polsko

Polská inflace za únor připravila trhům překvapení

2

## ● Česká republika

Dopady Japonského zemětřesení na českou ekonomiku

4

## ● Výhled na týden

ČNB Evropskou centrální banku rozhodně nepředběhne

6

## Tsunami střední Evropu nesmete, ale možná zvýší inflaci

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24.38	0.45%	↗	↗
EUR/PLN	4.057	0.67%	↘	→
EUR/HUF	273.3	0.25%	↘	↗

Japonská tsunami, která přinesla zvýšenou volatilitu globálních trhů, jakoby dorazila do střední Evropy až tento týden. Polský zlotý v reakci na vývoj okolo japonských reaktorů totiž oslabil na devítiměsíční minimum a částečně jej následovala i česká koruna s maďarským forintem. Zlotý však maže své ztráty ruku v ruce se zotavujícími se globálními akciovými trhy, takže jeho ztráty ode dne zemětřesení nejsou nakonec o mnoho vyšší než jedno procento.

3M PRIBOR	1.20	-0.01	→	↗
3M WIBOR	4.18	0.00	→	↗
3M BUBOR	6.10	0.00	→	→

Zde je třeba dodat, že regionální trhy dluhopisů zůstávají v klidu a spíše zohledňují fakt, že středoevropské ekonomiky jsou ať již po ekonomické či finanční stránce velmi málo propojeny. Tudíž přímé dopady na ekonomiky v regionu by měly být naprosto zanedbatelné.

10Y CZK	3.90	-0.04	→	→
10Y PLN	6.26	-0.04	↗	↗
10Y HUF	7.19	-0.14	→	↗

Pokud jde o nepřímé dopady japonského zemětřesení, pak za předpokladu, že japonská katastrofa nevyvolá zásadní změnu v pohledu na riziková aktiva neměly by být ani ty nějak markantní. Nízkoúročenný švýcarský frank, který posiluje ruku v ruce s yenem, sice může lehce potrápít maďarské domácnosti, které mají v této měně své půjčky, ale nemělo by jít rozhodně o nic dramatického.

3M EURIBOR	1.18	0.09	→	↗
10Y EMU	3.17	-0.04	↘	↘

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Jisté riziko nicméně střední Evropě hrozí ve střednědobém horizontu, a to v souvislosti s vývojem cen komodit, které se po počátečním (negativním) šoku, mohou rychle vzpamatovat. Kromě toho ropu, resp. ceny pohonných hmot, může v následujících týdnech hnát rychle vzhůru i libyjská krize. V podobném duchu pak ceny elektrické energie může posunout vzhůru rozhodnutí Německa odstavit některé jaderné elektrárny. Výsledkem by tedy mohl být pokračující tlak na růst výrobních cen, který by se mohl v malých otevřených ekonomikách relativně rychle promítnout do spotřebitelské inflace. Asi netřeba dodávat, že by takový vývoj nebyl příznivý pro trhy dluhopisů, které by musely začít zvažovat, zdali centrální banky v regionu nebudou po vzoru ECB nuceny přitvrdit měnovou politiku.

## Polská inflace za únor připravila trhům překvapení

Petr Báča

**Revize vah ve spotřebním koši poslala polskou inflaci na 3,6 % ...**

V úterý zveřejněný údaj o inflaci za únor se dá popsat jedním slovem jako překvapivý. Růst cen zaostal daleko za našimi i tržními očekáváními (skutečnost 3,6 % meziročně, očekávání 3,9 % meziročně). Vzhledem k revizi vah ve spotřebním koši byla směrem dolů přehodnocena i inflace za leden (3,6 % meziročně), a to zejména díky nižším cenám potravin a nealkoholických nápojů. I po revizi však inflace zůstává nad horní hranici tolerančního pásma centrální banky.

**... což překvapilo i mnohé centrální bankéře.**

Ještě před zveřejněním inflačních čísel uvedl člen Výboru pro měnovou politiku (MPC) Jerzy Hausner, že utahování měnové politiky bude pokračovat, ale že přesné načasování kroků je nejasné (i on předpokládal růst inflace ke 4 % meziročně; předseda polského statistického úřadu dokonce předvídal, že inflace tuto hranici překročí). Významně nižší než očekávaná inflace představuje spolu s dřívějšími výroky prezidenta centrální banky Marka Belky významné riziko pro náš scénář počítající s růstem sazeb již na dubnovém zasedání MPC.

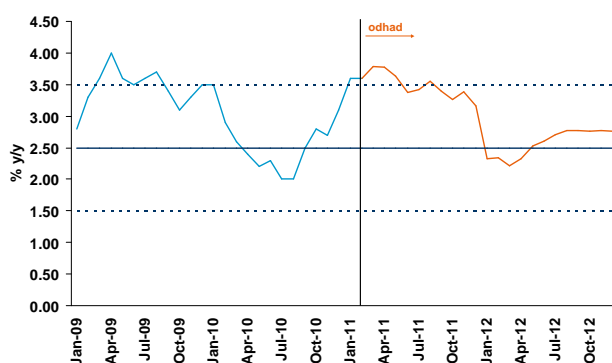
**Klíčové bude zejména rozhodnutí guvernéra Belky.**

Belka v lednu uvedl, že růst sazeb by měl nastat pokud možno ve všeobecně klidnějším období, aby splnil svůj cíl - posílení zlotého. Navíc, poptávkové tlaky, kterými argumentuje značná část centrálních bankéřů (mimo jiné i guvernér Belka, jehož hlas je při hlasování klíčový), se prozatím nedostavují. Trhy zklamal především růst průměrných hrubých mezd za únor, který dosáhl pouze hodnoty 4,1 % v meziročním srovnání (oproti očekávaným 4,9 % meziročně). Naopak, struktura indexu cen průmyslových výrobců (7,3 % meziročně, očekávání 6,7 % meziročně) potvrzuje, že polská ekonomika není výjimkou a že růst cen je tlačěn zejména rostoucími cenami komodit. Ve spojení s kurzem zlotého pohybujícím se na hodnotách dlouhodoběji pozorovaných naposledy v červenci loňského roku to rozhodně není příjemná kombinace.

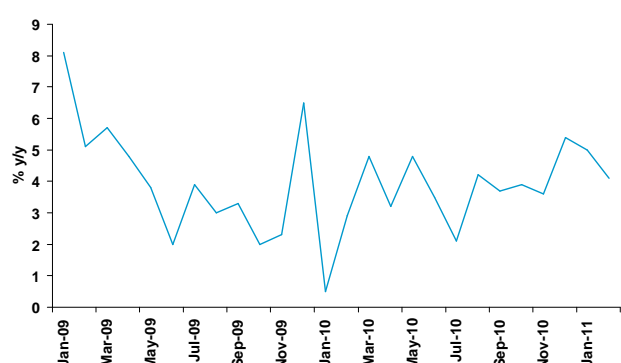
**Prozatím sázky na růst sazeb mírně klesají.**

Zklamání trhů ze zveřejněných čísel je nasnadě. Od pondělí pokleslo rozpětí mezi tříměsíčním WIBOrem a sazbou FRA 1x4 o 5 bps a v současné době se pohybuje na 12 bazických bodech. Náš základní scénář sice dál počítá s růstem sazeb již na příštím zasedání v dubnu, poslední vývoj na trzích ale zvyšuje rizika, že k němu dojde až později v průběhu druhého kvartálu.

**Inflace a inflační cíl**



**Průměrné hrubé mzdy**



## Dopady japonského zemětřesení na českou ekonomiku

Petr Dufek, Jan Bureš

***Vztahy ČR a Japonska nejsou příliš silné... ani z pohledu obchodní výměny, ani z pohledu investic.***

Celkově můžeme říci, že až na výjimky bude dopad současných japonských problémů na vývoj českého hospodářství jen dílčí a nepřímý. Pozice Japonska jako obchodního partnera ČR není příliš významná. Na českém exportu se v posledních dvou letech Japonsko podílelo pouze 0,2 %, na importech 1,3 %. Vzhledem ke struktuře dováženého zboží z Japonska nelze ovšem vyloučit negativní dopad na některé průmyslové obory v ČR, především elektrotechnický průmysl, který z Japonska odebírá součástky (především pro PC a mobilní telefony, ale i diody a tranzistory pro další druhy výrobků). Přímá závislost tuzemského průmyslu na dovozu z Japonska není tedy tak silná, aby případné výpadky dodávek ovlivnily jeho celkový výkon. Obnova japonské ekonomiky bude mít zřejmě dopad také na ochotu japonských firem investovat v zahraničí. Japonské PZI v ČR jsou z pohledu statistiky poměrně nízké (1,1 mld. EUR), nejsou zde ovšem započítány investice realizované prostřednictvím japonských dceřiných firem registrovaných v EU. Ani po provedené korekci by však neměl být dopad omezení přílivu japonských PZI na českou ekonomiku významný. Jedním z prvních odvětví, které v ČR pocítí důsledky japonské katastrofy, bude cestovní ruch. ČR jako oblíbená destinace japonských turistů, může přijít o velkou část bonitní klientely čítající okolo 133 tisíc osob ročně.

***Inflační dopady na českém trhu budou pouze nepřímé... pokud se Evropa začne odklánět od jádra.***

Jedním z nejvýraznějších vlivů japonského zemětřesení na českou ekonomiku může být bezprostřední dopad na ceny komodit, které se promítnou do české inflace. Ani zde bychom se však neměli nadít velkého překvapení: k výraznému zdražování komodit docházelo již v minulých týdnech a měsících. Zatímco pohonné hmoty tento dopad absorbovaly poměrně rychle, ceny jiného zboží a služeb v reaguji postupně. Protože neočekáváme zásadní dopad japonské katastrofy do světových cen benzínu a ropy, nebylo by na místě, dávat růst české inflace do souvislosti s Japonskem. Aktuálním rizikem je možnost, že se po odstávce německých atomových elektráren stabilizují na vyšší úrovni ceny elektrické energie.

***Koruna je od počátku roku 2011 silně imunní vůči většině šoků přicházejících z globálních trhů.***

Napětí na periferiích eurozóny ani krize na Blízkém východě českou korunu výrazněji neohrožily. Částečně to může být důsledkem relativně ukázněné rozpočtové politiky vlády, která se projevuje rovněž ve stabilních rizikových přírážkách českého veřejného dluhu. Částečně to může být i vlivem extrémně nízkých úrokových sazeb. Níže úročené měny zpravidla snášejí negativní externí šoky lépe než měny výše úročené (zlotý, forint). Proto česká koruna, na rozdíl od svých regionálních sousedů, v reakci na Japonskou krizi pravděpodobně méně oslabí (2-3 %) a po opadnutí napětí logicky méně posílí.

***Dopad katastrofy v Japonsku na tuzemské sazby a především výnosy bude zřejmě jen marginální a dočasný.***

Měnová politika ČNB nebude vývojem na asijských trzích ovlivněna a centrální banka bude i nadále hovořit o potřebě časem ukončit období rekordně nízkých úrokových sazeb. V našem hlavním scénáři proto i nadále počítáme, že ke zvýšení hlavní úrokové sazby přistoupí ČNB dříve než napovídá její prognóza (2011Q4). Jako vhodný termín se nám i nadále jeví srpen, kdy bude bankovní rada projednávat třetí letošní inflační prognózu. Aktuální dění v Japonsku bude mít zřejmě jen krátkodobý dopad na dluhopisové trhy. Proto by ani vývoj na českém trhu neměl být výrazněji ovlivněn. Výnosy zůstávají pod vlivem rostoucích inflačních očekávání na hlavních světových trzích, vedoucích k předpokládanému zvýšení úrokových sazeb ECB i ČNB. První utažení měnové politiky v ČR nejspíše vyvolá paralelní posun křivky vzhůru, jakékoliv další už tak výrazný - signální - efekt mít nejspíše nebude. Do konce letošního roku předpokládáme dvojí navýšení hlavní sazby ČNB a posun dlouhodobých výnosů o max. 50 bazických bodů.

## Klíčové očekávané události

---

### CZ: Sazby ČNB nejspíše beze změn

#### ČT 13:00, CZ Zasedání ČNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	0,75	5/2010
změna v p. bodech	0	-25

Po minulém zasedání, na kterém tři členové ze čtyř hlasovali pro zvýšení sazeb, bude varianta vyšších sazeb s velkou pravděpodobností opět na stole i tentokrát. Jeden hlas pro vyšší sazby je zřejmě jistý. Druhý člen bankovní rady, který hlasoval pro vyšší sazby se tentokrát jednání nezúčastní. Třetí hlas pro vyšší sazby byl po skončení mandátu vystřídán novým. Vzhledem k umírněné prognóze a v podstatě i s ohledem na horší vývoj ekonomiky se zdá, že ČNB by ani tentokrát nemusela s úrokovými sazbami nikam pospíchat. Ekonomika roste podstatně pomaleji, než ČNB dosud plánovala (2,6 % vs. odhadovaných 3,5 %). Inflace zůstává rovněž pod cílem (o 0,2 procentního bodu) i pod prognózou (o 0,3 procentního bodu), a to i navzdory rychlému vzestupu cen komodit. Prognóza se tedy zatím nenaplnuje, rizika ve světě i v Evropě rozhodně neklesají. Jako vhodný termín ke zvýšení sazeb se nám i nadále jeví srpen, kdy bude bankovní rada projednávat třetí letošní inflační prognózu.

## Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
SR	21.3.2011	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	02/2011					13,0	
Polsko	21.3.2011	14:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	01/2011			-610		-1 106	
Polsko	21.3.2011	14:00	Běžný účet (mil. EUR)	01/2011			-1 280		-1 573	
USA	21.3.2011	16:00	Prodej stávajících domů (mil.)	02/2011			5,15		5,36	
Polsko	22.3.2011	14:00	Jádrová inflace (%)	02/2011			0,2	2,0		
Maďarsko	23.3.2011	09:00	Maloobchodní tržby (%)	01/2011				0,3		-1,7
Polsko	23.3.2011	10:00	Míra nezaměstnanosti (%)	02/2011			13,2		13,0	
<b>Polsko</b>	<b>23.3.2011</b>	<b>10:00</b>	<b>Maloobchodní tržby (%)</b>	<b>02/2011</b>			<b>-2,5</b>	<b>7,4</b>	<b>-28,6</b>	<b>5,8</b>
EMU	23.3.2011	11:00	Nové průmyslové zakázky (%)	01/2011					2,1	18,5
EMU	23.3.2011	11:00	Index spotřebitelské důvěry	03/2011 *A						
ČR	23.3.2011	12:00	Aukce st.dluh. pohyb. sazba/2016 (mld. CZK)	03/2011			7			
<b>USA</b>	<b>23.3.2011</b>	<b>16:00</b>	<b>Prodej nových domů (tis.)</b>	<b>02/2011</b>			<b>295</b>		<b>284</b>	
EMU	24.3.2011	10:00	Index nákupních manažerů ve službách	03/2011 *A					56,8	
EMU	24.3.2011	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu	03/2011 *A					59,0	
Maďarsko	24.3.2011	12:00	Aukce st. dluhopisu/pevná sazba (mld. HUF)	03/2011 *A						
<b>ČR</b>	<b>24.3.2011</b>	<b>12:30</b>	<b>Zasedání ČNB (%)</b>	<b>03/2011</b>	<b>0,75</b>		<b>0,75</b>		<b>0,75</b>	
USA	24.3.2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	12.3.					3 706	
<b>USA</b>	<b>24.3.2011</b>	<b>14:30</b>	<b>Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. pros. (%)</b>	<b>02/2011</b>			<b>2,2</b>		<b>-3,6</b>	
USA	24.3.2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	19.3.					385	
USA	24.3.2011	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby (%)	02/2011			1,0		2,7	
Německo	25.3.2011	08:00	Spotřebitelská důvěra GfK	04/2011					6,0	
Německo	25.3.2011	10:00	Index Ifo (očekávání)	03/2011					107,9	
<b>EMU</b>	<b>25.3.2011</b>	<b>10:00</b>	<b>Peněžní zásoba M3 (%)</b>	<b>02/2011</b>						<b>1,5</b>
Německo	25.3.2011	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)	03/2011					114,7	
<b>Německo</b>	<b>25.3.2011</b>	<b>10:00</b>	<b>Index podnikatelské nálady Ifo</b>	<b>03/2011</b>					<b>111,2</b>	
<b>USA</b>	<b>25.3.2011</b>	<b>14:30</b>	<b>HDP (%)</b>	<b>4Q/2010</b>			<b>3,0</b>		<b>2,8</b>	
USA	25.3.2011	14:30	Soukromá spotřeba (%)	4Q/2010			4,1		4,1	
USA	25.3.2011	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby (%)	4Q/2010			0,5		0,5	
USA	25.3.2011	14:30	Cenový index HDP (%)	4Q/2010			0,4		0,4	
USA	25.3.2011	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan	03/2011 *F			68,0		68,2	

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	0,75	1,00	1,25	1,25	-25 bps	6.5.2010
Maďarsko	2T depó	6,00	6,00	6,00	6,00	6,25	6,25	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	1,20	1,22	1,35	1,45	1,60	1,72
Maďarsko	BUBOR 3M	6,10	6,10	6,00	6,00	6,25	6,25
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	3,30	3,30	3,40	3,50	3,60	3,70
Maďarsko		6,95	7,50	7,50	7,25	7,00	7,00
Polsko		5,60	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	24,4	24,7	23,7	24,0	24,6	24,2
Maďarsko	EUR/HUF	273,6	280	280	275	270	270
Polsko	EUR/PLN	4,06	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	2,7	2,6	2,2	1,9	1,3	1,7	2,5
Maďarsko	1,7	2,0	2,3	2,5	2,7	3,2	3,2
Polsko	4,6	3,9	4,3	4,4	4,6	4,2	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	3,5	3,5
Maďarsko	4,7	4,3	4,5	4,5	4,5	4,2	4,0
Polsko	3,1	3,8	3,5	3,5	3,3	2,5	2,6

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

	2010	2011
Česko	-3,8	-3,6
Maďarsko	0,5	1,0
Polsko	-2,1	-2,9

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

	2010	2011
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.