



● Polsko

Polské statistické chyby, které zabolí

2

● Výhled na týden

NBP zřejmě udeří podruhé a zvýší základní úrokovou sazbu na 4,0 %

4

Chyby a opomenutí, které polský zlotý a dluhopisy zabolí

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24.45	-0.27%	↗	↗
EUR/PLN	4.034	0.85%	↘	→
EUR/HUF	265.8	-0.21%	→	↗
3M PRIBOR	1.23	0.02	→	↗
3M WIBOR	4.20	0.01	→	↗
3M BUBOR	6.10	0.00	→	→
10Y CZK	4.03	0.11	→	→
10Y PLN	6.25	0.00	↗	↗
10Y HUF	7.04	0.03	→	→
3M EURIBOR	1.28	-0.02	→	↗
10Y EMU	3.38	0.12	↘	↘

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Polská ekonomika, která se stále ještě pyšní jednoznačně nejlepšími růstovými parametry v regionu, se dostala opět pod drobnohled investorů a to v negativním smyslu. Překvapivě to však není vinou inflace, která překračuje horní limit cíleného inflačního pásma NBP (3,5 %), ale na vině je platební bilance, resp. položky, které bývají analytiky zcela ignorovány – chyby a opomenutí.

Vše přitom začalo prostou poznámkou Miroslawa Gronického, bývalého ministra financí a současného poradce guvernéra polské centrální banky Marka Belky. Ten uvedl, že Poláci v roce 2010 vykázali ve svých statistikách s Německem přebytek 2,1 mld. eur, zatímco Němci tvrdí pravý opak – přebytek mají oni, a to celých 9,6 mld. eur. Kde se stala chyba? Pochybnosti přitáhly pozornost k hlubším nesrovnalostem v polské platební bilanci. Negativní efekt položky chyb a opomenutí totiž vyskočil v posledních dvou letech k vysokým 4 % HDP. Polští statistici a centrální banka si teď marně lámou hlavu nad tím, kam se ta 4 % HDP z polské ekonomiky poděla.

My jsme se nad záhadou v polské platební bilanci zkusili rovněž zamyslet (viz následující strana), když jako nejpravděpodobnější důvod se nám jeví možnost, že by došlo k podhodnocení hodnoty polských dovozů. Nicméně ať již bude důvod odhalené diskrepance jakýkoliv, její důsledky mohou být poměrně vážné. Vše může vést k poměrně výraznému zvýšení schodků běžného účtu a snížení nominálního HDP v posledních 4-5ti letech, což by ovšem rovněž zhoršilo všechny poměrové ukazatele k HDP. Tedy nejen deficit běžného účtu, ale i zahraniční a veřejný dluh. Posledně jmenovaný ukazatel by tak mohl atakovat sledovanou hranici 55 % HDP.

V takové situaci pak ani není divu, že se zlotému, navzdory poměrně vysokému apetitu, po riziku nedaří. Oslabení zlotého, které je navíc motivované čistě domácími faktory, přitom může být dodatečným argumentem pro NBP k tomu, aby již tuto středu opět zvýšila oficiální úrokové sazby.

Polské statistické chyby, které zabolí...

Jan Bureš

Polákům nesedí statistiky zahraničního obchodu a platební bilance. Chyby a opomenutí se pohybují okolo 4 % HDP a jsou největší v celém regionu.

Rozdílné vykazování a tranzit zboží skrz Polsko nedokáží vysvětlit vše a Polsko pravděpodobně v minulosti podhodnocovalo dovozy. Pokud se to potvrdí, může dojít k revizím směrem k vyšším schodkům běžného účtu a nižšímu HDP.

To by zhoršilo především ostře sledovaný poměr dluhu k HDP, který by již na konci roku 2010 mohl překročit zákonem daných 55 % HDP, což by spustilo od roku 2012 tvrdá úsporná opatření.

Vše začalo prostou poznámkou Miroslawa Gronického, bývalého ministra financí a současného poradce guvernéra polské centrální banky Marka Belky. Ten uvedl, že Poláci v roce 2010 vykázali ve svých statistikách s Německem přebytek 2,1 mld. eur, zatímco Němci tvrdí pravý opak – přebytek mají oni, a to celých 9,6 mld. eur. Kde se stala chyba? Pochybnosti přitáhly pozornost k hlubším nesrovnalostem v polské platební bilanci. Negativní efekt položky chyb a opomenutí totiž vyskočil v posledních dvou letech k vysokým 4 % HDP. Polští statistici a centrální banka si teď marně lámou hlavu nad tím, kam se ta 4 % HDP z polské ekonomiky poděla.

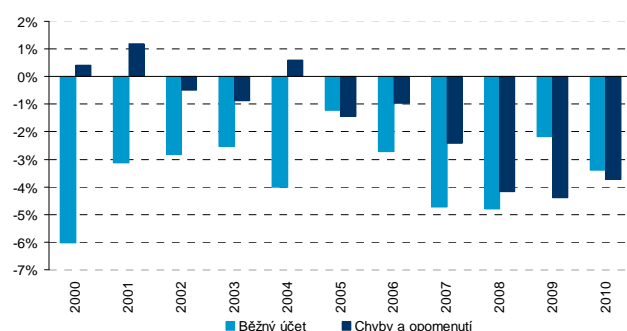
Jedním z vysvětlení je, že rozdíly jsou dané pouze rozdílným vykazováním v zahraničním obchodu. Zatímco Polsko při sledování dovozů z Německa počítá pouze se zbožím se skutečným původem v Německu, Němci do vývozu do Polska započítávají všechno, včetně reexportu zboží z jiných koutů světa. To sice může vysvětlit část nesrovnalostí mezi německým a polským přístupem, neříká ale nic o 4 % HDP, která chybí polským statistikům.

Dalším problémem může být pouhý tranzit zboží skrze Polsko ze strany daňových nerezidentů. Ten vedl i v českém případě k nadhodnocování vývozu zboží a podhodnocování dovozů. Ani tyto dva důvody však nejsou dostatečné a nevysvětlují prudký nárůst chyb a opomenutí v platební bilanci především při srovnání s ostatními středoevropskými sousedy. Vše ukazuje na to, že z polských statistik v posledních několika letech ještě něco významného uteklo.

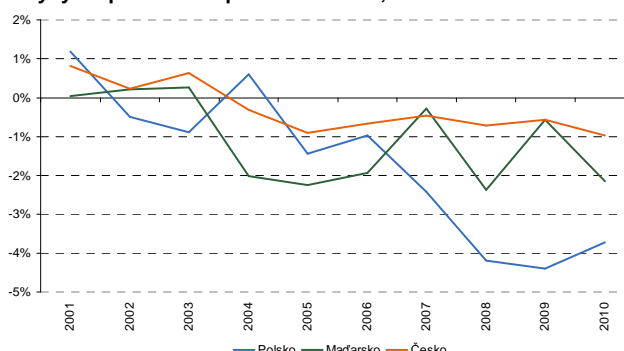
V úvahu buď připadá nadhodnocení přílivu investic na finančním účtu (pravděpodobně skrze devizové swapy bank), což je ale vzhledem k relativně spolehlivému reportingu těchto operací málo pravděpodobné. Druhá chyba se nabízí v podobě podhodnocených dovozů. Zde mohou mít Poláci s reportingem a vykazováním daleko větší problémy. Sama polská centrální banka přiznala, že značná část dovozu motorových vozidel mohla jít mimo oficiální statistiky. Pochybnosti přiznávají i nízké počty oficiálních registrací vozidel v Polsku. Poláci, kterých je čtyřikrát více než Čechů, si v roce 2010 oficiálně registrovali pouze dvojnásobné množství motorových vozidel.

Co to všechno pro Polsko znamená? Pokud se ukáže, že za nárůstem chyb a opomenutí jsou skutečně převážně podhodnocené dovozy, může to vést k poměrně výraznému zvýšení schodků běžného účtu a snížení nominálního HDP v posledních 4-5ti letech. Tím by ovšem rovněž došlo ke zhoršení všech poměrových ukazatelů k HDP. S tím spojeným problémem je i výše polského veřejného dluhu, který by v případě výraznějších revizí již na konci roku 2010 mohl překonat zákonný limit 55 % HDP. To by poté znamenalo automatické spuštění tvrdých úsporných opatření pro rozpočet na rok 2012. Je ale otázkou jak moc se bude chtít v takovém případě polským statistikům s pravdou na světlo, zvláště když jsou na podzim naplánované parlamentní volby.

Složky polské platební bilance jako % HDP



Chyby a opomenutí v platební bilanci, % HDP

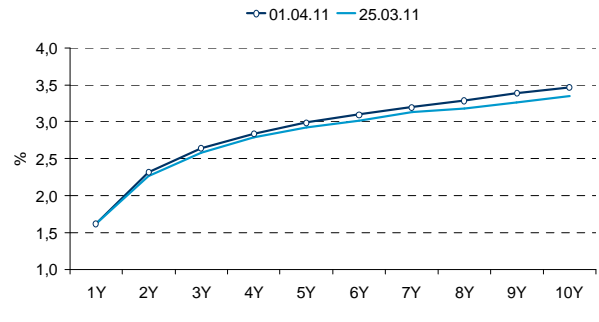


Přehled trhů

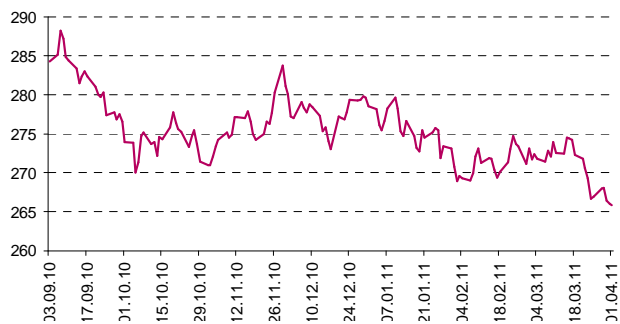
EURCZK



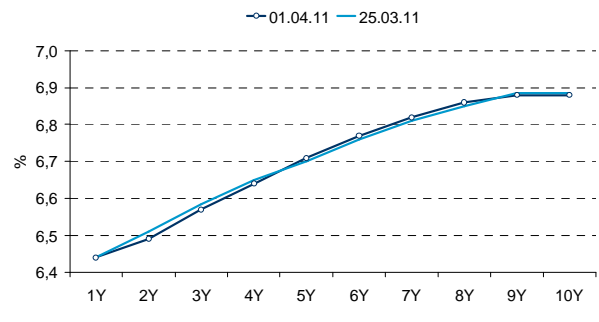
CZ IRS



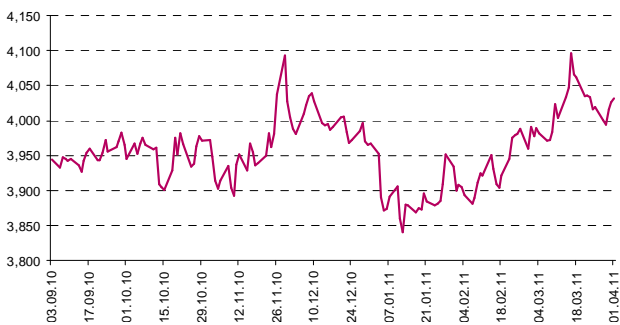
EURHUF



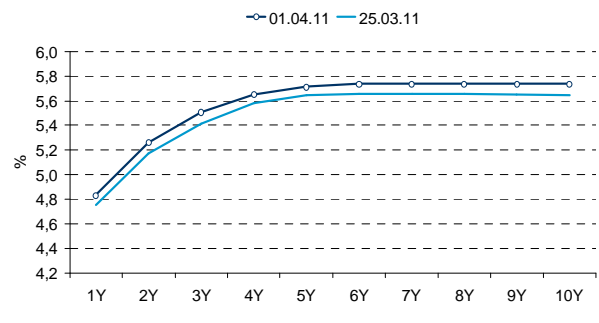
HU IRS



EURPLN



PL IRS



Klíčové očekávané události

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

	II.11	I.11	II.10
Tržby	4,0	6,8	-1,8
kumul. od ledna	5,3	6,8	-3,5

ÚT 14:00, PL Zasedání NBP

	Náš odhad	Poslední změna
hlavní sazba v %	4,00	1/2011
změna v b. bodech	25	25

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

	II.11	I.11	II.10
Měsíčně	10,5	16,9	6,0
kumul. od ledna	13,7	16,9	5,3

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

	II.11	I.11	II.10
Saldo	13,5	15,7	14,7
kumulativ. od ledna	29,2	15,7	30,0
Export (% , y/y)	27,0	28,4	9,9
Import (% , y/y)	30,0	30,9	7,3

PÁ 9:00, CZ Míra nezaměstnanosti (%)

	III.11	II.11	III.10
Míra	9,4	9,6	9,7

CZ: Maloobchodu pomohla opět auta

I v únoru s největší pravděpodobností za růstem maloobchodních tržeb stály prodeje nových automobilů. Podle prvních údajů z trhu vzrostly meziročně o více než 15 %. Svoji roli sehrála nízká srovnávací základna loňského února (-7,7 %), atraktivnější ceny nových aut a obnova vozových parků firem a podnikatelů, které jsou v těchto statistikách rovněž zahrnuti. Bez započítání motoristického segmentu nebudou výsledky obchodu až tak oslnivé vzhledem k tomu, že s růstem domácí poptávky v letošním roce nelze příliš počítat. Poptávkové inflační tlaky tak i nadále nejsou na pořadu dne.

PL: Sazby pravděpodobně vzrostou

I po překvapivé revizi lednové inflace o 0,2 procentního bodu směrem dolů, rostly polské spotřebitelské ceny v lednu i v únoru meziročně o 3,6 %. Inflace se tedy stále pohybuje nad horní hranicí tolerančního pásma centrální banky a podle našich odhadů by v dubnu mohla dokonce dosáhnout 4 %. Z posledních komentářů centrálních bankéřů se zdá, že stále menší část z nich je s takovým vývojem spokojena. Nicméně, poslední inflační zpráva odhalila, že významnou roli mediánového voliče uvnitř Výboru pro měnovou politiku zastává guvernér Belka. Jeho poslední výroky o prozatímní absenci druhotných efektů vyšší inflace (dále rostoucí nezaměstnanost, růst mezd za očekávání) však představují významná rizika pro náš scénář, který počítá s růstem sazeb na dubnovém zasedání o 25 bps.

CZ: Průmysl táhnou automobilky

Nejnovější výsledek průmyslu s největší pravděpodobností opět hravě překoná desetiprocentní hranici růstu. Stejně jako v posledních měsících se na konjunkturu průmyslu podílí především automobilový průmysl. Velmi slibné výsledky čekáme i u výroby kovů, strojírenství, chemie a výroby papíru. O něco slabší tempa tentokrát nejspíše vykáže elektrotechnika a energetika. Naproti tomu dynamika nových zakázek by mohla i tentokrát pozitivně překvapit. Nová čísla z průmyslu potvrdí pokračující oživení tohoto odvětví, které dokonce nabírá nové zaměstnance a podílí se tak na uvolňování přetlaku na trhu práce. Kritickým momentem dalšího vývoje ovšem zůstává i nadále zahraniční poptávka.

CZ: Exportní boom pokračuje

Předpokládáme, že přebytek zahraničního obchodu meziročně mírně poklesl, a to především v důsledku vysokých cen dovážené ropy a zemního plynu. Tempo exportu se nejspíše i v tomto měsíci pohybovalo v blízkosti hranice 30 %, a to především díky úspěšnému vývozu tuzemských automobilek. Jen pro úplnost dodáváme, že tato čísla vycházejí z původní metodiky vykazování zahraničního obchodu a nikoliv nového národního pojetí statistiky.

CZ: Sezónní pokles nezaměstnanosti

S příchodem jara by se měla začít zlepšovat i situace na tuzemském trhu s tím jak poroste nabídka sezónních prací. Poměrně rychle by se proto mohla míra nezaměstnanosti dostat pod hranici 9 %. Když k tomu připočteme i náborů nových zaměstnanců v některých průmyslových firmách, mohla by se situace na trhu práce zlepšovat i celkově. V závěru roku by se proto mohla nezaměstnanost pohybovat jen těsně nad devíti procenty, což by znamenalo meziroční zlepšení o půl procentního bodu.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	4.4.2011	09:00	Maloobchodní tržby (%)	02/2011		4,0				6,8
EMU	4.4.2011	11:00	Výrobní ceny (%)	02/2011			0,7	6,7	1,5	6,1
SR	5.4.2011	09:00	Maloobchodní tržby (%)	02/2011						-0,1
EMU	5.4.2011	10:00	Index nákupních manažerů ve službách	03/2011 *F					56,9	56,9
EMU	5.4.2011	11:00	Maloobchodní tržby (%)	02/2011			0,1	0,7	0,4	0,7
Polsko	5.4.2011	14:00	Zasedání RPP (%)	04/2011					4,00	3,75
USA	5.4.2011	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM	03/2011					60,0	59,7
USA	5.4.2011	20:00	Zápis ze zasedání FOMC	04/2011						
ČR	6.4.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	02/2011		10,5				16,9
ČR	6.4.2011	09:00	Stavební výroba (%)	02/2011						8,3
ČR	6.4.2011	09:00	Obchodní bilance (mld. CZK)	02/2011	13,5					15,7
EMU	6.4.2011	11:00	HDP (%)	4Q/2010 *F			0,3	2,0	0,3	2,0
Německo	6.4.2011	12:00	Tovární zakázky (%)	02/2011			0,8	17,5	2,9	16,0
ČR	6.4.2011	12:00	Aukce st. dluhopisu 4,00 %, 10 let (mld. CZK)	04/2011			7			
Maďarsko	7.4.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	02/2011 *P					15,3	10,7
Maďarsko	7.4.2011	12:00	Aukce st. dluhopisu/pevná sazba (mld. HUF)	04/2011						
Německo	7.4.2011	12:00	Průmyslová výroba (%)	02/2011			0,5	13,2	1,8	12,5
EMU	7.4.2011	13:45	Zasedání ECB (%)	04/2011			1,25		1,00	
USA	7.4.2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	2.4.						388
USA	7.4.2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	26.3.						3 714
Maďarsko	7.4.2011	17:00	Rozpočtové saldo (mld. HUF)	03/2011						-559,7
Německo	8.4.2011	08:00	Obchodní bilance (mld. EUR)	02/2011			12,0			10,1
Německo	8.4.2011	08:00	Běžný účet (mld. EUR)	02/2011			12,0			7,2
Maďarsko	8.4.2011	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	02/2011 *P						400,8
SR	8.4.2011	09:00	Obchodní bilance (mld. EUR)	02/2011						136,0
SR	8.4.2011	09:00	Stavební výroba (%)	02/2011						-0,8
SR	8.4.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	02/2011						17,1
ČR	8.4.2011	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	03/2011	9,4					9,6

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	6.25	6.25	25 bps	1/24/2011
Polsko	2T inter. sazba	3.75	3.75	4.00	4.25	4.50	4.75	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	1.23	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	4.20	4.15	4.35	4.50	4.55	4.55

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		6.88	7.50	7.50	7.25	7.00	7.00
Polsko		5.74	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	24.5	24.7	23.7	24.0	24.6	24.2
Maďarsko	EUR/HUF	265.8	280	280	275	270	270
Polsko	EUR/PLN	4.03	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 %						
	Dec-10	Mar-11	Jun-11	Sep-11	Dec-11	Mar-12	Jun-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.