



www.csob.cz

www.csob.cz/Analzy

8. dubna 2011

● Česká republika a Maďarsko

Úspěšné tažení průmyslu pokračuje

2

● Polsko

Polská centrální banka zvýšila úrokové sazby na 4,0 %

3

● Výhled na týden

Březnová inflační čísla v centru pozornosti

5

Německá konjunktura stále táhne regionální export

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24.41	-0.16%	↗	↗
EUR/PLN	3.962	-1.78%	→	→
EUR/HUF	263.6	-0.82%	→	↗
3M PRIBOR	1.21	-0.02	→	↗
3M WIBOR	4.26	0.06	→	↗
3M BUBOR	6.10	0.00	→	→
10Y CZK	4.07	0.04	→	→
10Y PLN	6.14	-0.11	↗	↗
10Y HUF	6.83	-0.21	↗	↗
3M EURIBOR	1.41	0.13	→	↗
10Y EMU	3.47	0.09	↘	↘

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Stejně tak jako nepolevuje konjunktura v německém průmyslu, tak se i nadále velmi daří exportně orientované části české a maďarské ekonomiky. Poslední čísla průmyslové výroby i za měsíc únor vypadala velmi slibně (dvouciferný meziroční růst) a vůbec nenaznačovala, že by mělo k nějakému zpomalení. Dodejme, že výborné výkony exportně orientovaného průmyslu mají velmi pozitivní vliv na českou i maďarskou obchodní bilanci, která se nehledě vysoké ceny ropy vyvíjí velmi pozitivně. Vysoce přebytková obchodní bilance zahraničního obchodu přitom podporuje kurz koruny i forintu.

Relativně silná měna a především fakt, že se na rozdíl od exportně orientované části průmyslu se ostatním částem české a maďarské ekonomiky až tolik nedaří může vést k tomu, že ČNB a MNB se nemusí až tolik znepokojovat tím, že v eurozóně byl zahájen nový cyklus utahování měnové politiky. Na rozdíl od polské centrální banky, která čelí poněkud jiné makroekonomické konstelaci, si ČNB i MNB mohou nějaký čas dovolit sledovat vlastní linii. Tato nezávislost na politice ECB však nebude trvat věčně. Spíše počítejme s tím, že toto období může trvat maximálně několik měsíců. Poté již budou muset vzít devizové (ale dluhopisové) trhy v ČR a Maďarsku v úvahu, že se eurové sazby pohnou výrazně výše a nastane proces dohánění vývoje v eurozóně. Ten se přitom v případě měn může projevit dočasným oslabením a tudíž i dalším (nechtěným) změkčením měnových podmínek. Pokud budou chtít tento pohyb centrální banky v ČR a Maďarsku neutralizovat budou nakonec muset odpovědět zvýšením oficiálních úrokových sazeb.

To je však relativně vzdálený výhled. Již tento týden bude v centru pozornosti v ČR i v Maďarsku březnová inflace, která by ovšem navzdory růstu cen pohonných hmot neměla v žádném z obou zemích výrazněji (negativně) překvapit.

Úspěšné tažení průmyslu v ČR a Maďarsku pokračuje

Petr Dufek, Gyorgy Barcza

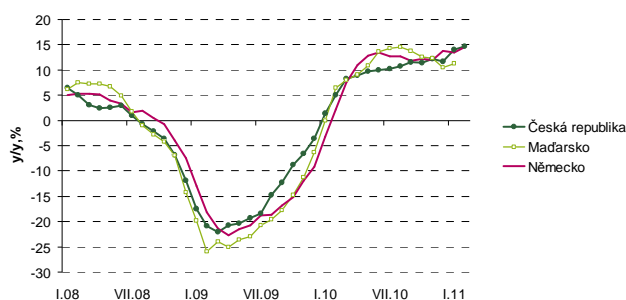
**Nové průmyslové zakázky
slibují silné výsledky
českého průmyslu i pro příští
měsíce.**

Průmyslová výroba v ČR si i nadále udržuje velmi svižné tempo. Meziroční růst o 13 % odpovídá zhruba očekávání a nepřekvapuje ani vysokým vzestupem výroby automobilů, kovo výrobků a strojírenství. Naproti tomu dech ztrácí výroba elektrotechnického průmyslu, které se poprvé po čtrnácti měsíci propadly nové zakázky, především v důsledku slabé domácí poptávky. Celková výroba i zakázky už překonaly úroveň dosahovanou v rekordních letech 2008-9. Průmysl tak zůstává hlavním motorem české ekonomiky poháněným zahraniční poptávkou. A jak je vidět, zůstane tomu tak i v dalších měsících. Nové zakázky totiž rostou o 12,5 %, zahraniční dokonce o 18,2 %. Největší nárůsty nových zakázek přitom hlásí výrobci kovů (+33,1 % y/y) a ani výrobci aut nezůstávají daleko pozadu (+10,8 %). Pozitivní výsledky průmyslu zvyšují ochotu průmyslových firem nabírat nové zaměstnance. Nyní jsou jejich stavy o 3,5 % vyšší než ve stejném měsíci loni. A rostoucí poptávka po nových zaměstnancích je jedním z hlavních důvodů zlepšování situace na tuzemském trhu práce. Aktuální čísla jasně ukazují, že česká ekonomika zůstává i nadále dvourychlostní. Na jedné straně vidíme sílicí průmysl, na straně druhé zaostávající služby a stavebnictví.

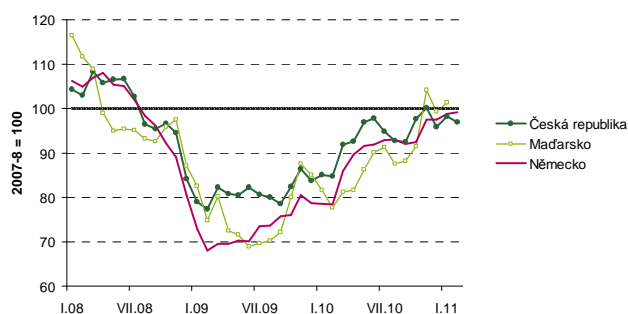
**Exportně tažený průmysl
vytáhl obchodní přebytek
Maďarska na 6,1 % HDP.**

Totéž co pro český průmysl platí (či ještě silněji) také pro maďarský, který v únoru rovněž překvapil, když v meziročním srovnání rostl o 14,3 %. Ukazuje se, že prosincový propad (o 5,9 %) byl spíše jednorázovou záležitostí a spíše byl vyvolán odstávkou v některém z velkých exportních podniků, který instaloval nové stroje, aby zvýšil produkci. Vysoký růst průmyslu se pak zrcadlově promítá v obchodní bilanci, kdy vývozy v únoru vykazaly meziroční růst ve výši 27 %. Výsledkem byl pak rekordně vysoký přebytek obchodní bilance ve výši 814 mil. euro. V důsledku takto příznivého čísla se kumulativní přebytek obchodní bilance za 12 měsíců již vyšplhal na 6,1 % HDP.

**Výroba zpracovatelského průmyslu
(průměr 3m)**



**Nové zakázky zpracovatelského průmyslu
(průměr 3m)**



Polská centrální banka zvýšila úrokové sazby na 4,0 %

Petr Báča

Růst inflačních očekávání stál za druhým letošním zvýšením úrokových sazeb v Polsku.

NBP zřejmě bude v utahování měnových podmínek dále pokračovat,...

...neboť inflace zřejmě zůstane nad cílem centrální banky po zbytek roku.

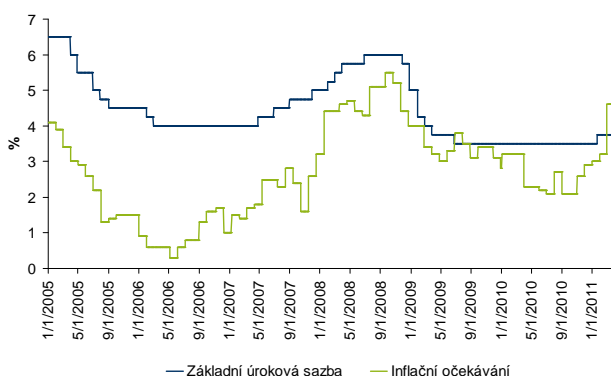
Polská centrální banka se zachovala v souladu s našimi očekávaními a na úterním zasedání zvýšila základní úrokovou sazbu o 25 bps na 4 %. Podle oficiálního vyjádření byl hlavním důvodem pro utažení měnové politiky významný nárůst inflačních očekávání. Sazby tedy rostly i přesto, že růst inflace je tlačěn zejména rostoucími cenami komodit na světových trzích a není tažen poptávkou.

Na následné tiskové konferenci uvedl prezident NBP Marek Belka, že nemůže říct, že se konec cyklu utahování měnových podmínek přiblížil. Belka však rovněž dodal, že většina členů Výboru pro měnovou politiku je toho názoru, že růst polské ekonomiky není natolik silný, aby sám o sobě vyvolával inflační tlaky.

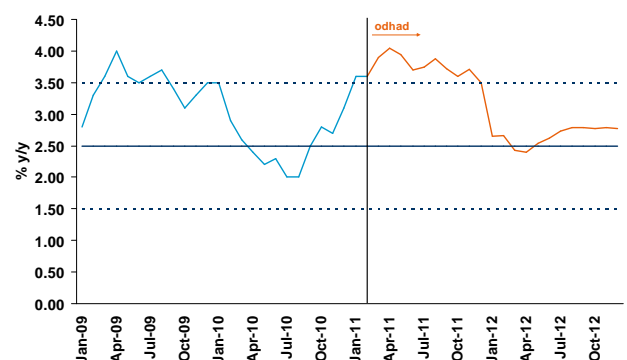
Podle našich odhadů by mohla inflace v březnu vzrůst na 3,9 % meziročně a v dubnu by dokonce mohla překročit hranici 4 %. Vzhledem k tomu, že by se inflace měla nadále pohybovat nad horní hranicí tolerančního pásma centrální banky, tak letos očekáváme ještě dvoje zvýšení úrokových sazeb. První by mohlo přijít v červenci, druhé pak během posledního čtvrtletí tohoto roku. Očekávání trhů jsou v tomto ohledu optimističtější, rozdíl mezi sazbou FRA 3x6, respektive FRA 6x9 a tříměsíční sazbou WIBOR dosahuje v současné době 47 bps, respektive 79 bps.

Reakce zlotého na zvýšení sazeb zřejmě naplnila očekávání centrálních bankéřů, měnový pár EUR/PLN se v současné době pohybuje na nejsilnějších úrovních od počátku února 2011.

Základní úroková sazba vs inflační očekávání

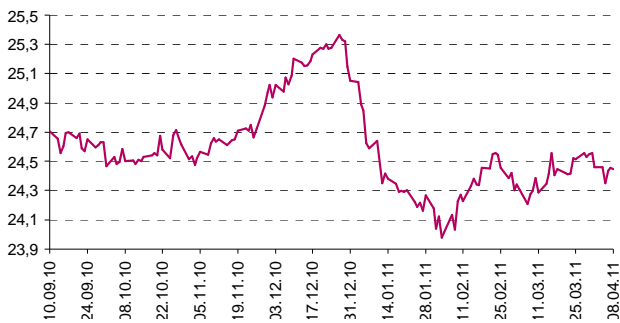


Inflace a inflační cíl

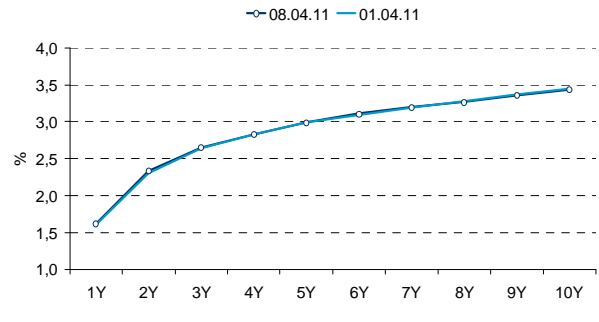


Přehled trhů

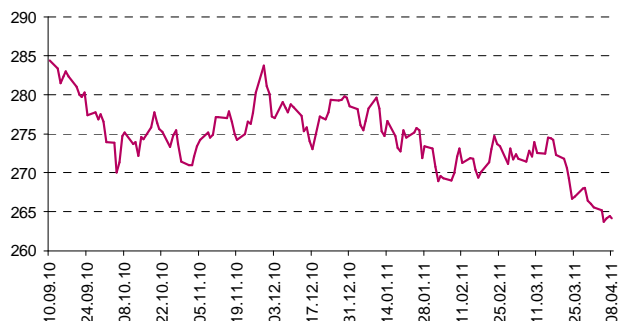
EURCZK



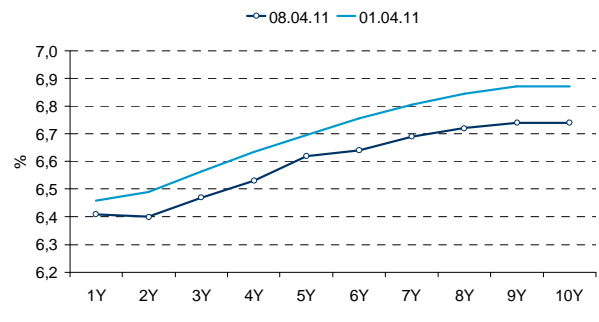
CZ IRS



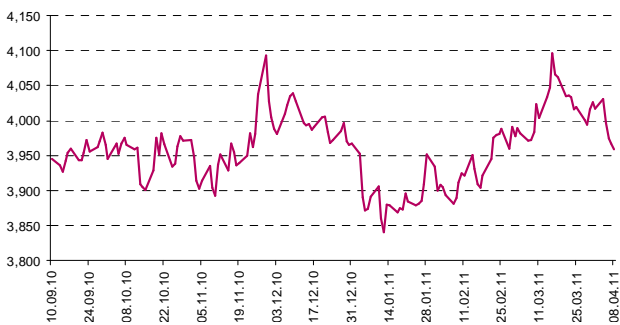
EURHUF



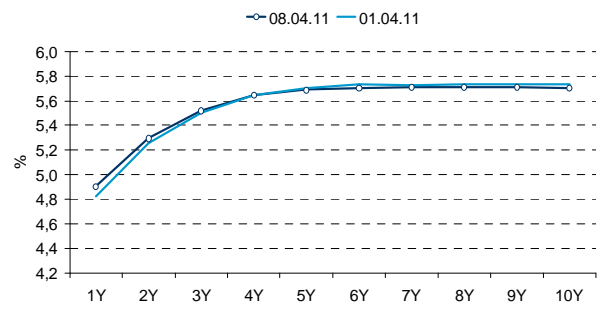
HU IRS



EURPLN



PL IRS



Klíčové očekávané události

PO 9:00, CZ Inlace (% , m/m)

	III.11	II.11	III.10
Inlace	0,1	0,1	0,3
Potraviny	0,3	0,3	0,8
Bydlení a energie	0,1	-0,1	0,1
Doprava	0,6	0,0	0,8

ÚT 9:00, HU Inlace (% , y/y)

	III.11	II.11	III.10
Inlace	4,2	4,1	5,9

ST 10:00, CZ Běžný účet (mld. CZK)

	II.11	I.11	II.10
Běžný účet	2,5	-0,3	5,6
kumul. od ledna	2,2	-0,3	20,9
Obchodní bilance	4,3	7,3	7,9
kumul. od ledna	11,5	7,3	18,6

ST 14:00, PL Inlace (% , y/y)

	III.11	II.11	III.10
Inlace	3,9	3,6	2,6
Potraviny (bez alk.)	5,9	5,0	1,4
Doprava (vč. pohonných hmot)	7,7	6,5	8,4

PÁ 9:00, CZ PPI (% , y/y)

	III.11	II.11	III.10
Meziměsíčně	0,4	0,5	0,1
Meziročně	5,8	5,4	-0,8

CZ: Inlace stále pod cílem ČNB

Spotřebitelské ceny zřejmě i v březnu vzrostly jen minimálně. Oproti únoru se nejvíce zvýšily ceny pohonných hmot v důsledku zdražování ropy a benzínu na světových trzích. Vyšší byly i ceny potravin a sezónního oblečení. Naopak výrazný pokles – jako obvykle v tomto měsíci – prodělaly ceny zájezdů. Celková inflace i nadále zůstane pod cílovou hodnotou centrální banky a udrží se tam i v dalších měsících. Teprve v létě by se inflace mohla dostat nad dvouprocentní metu. Nepůjde však v žádném případě o projev poptávkové inflace, ale jen o další vzestup nákladové inflace tažené vysokými cenami energetických a zemědělských komodit.

HU: Inlace nepatrně vzroste

Ačkoliv ceny pohonných hmot mohou tlačit celkovou inflaci vzhůru, její jádrová složka by měla zůstat i nadále nízká.

CZ: Běžný účet těsně nad nulou

V mírném přebytku nejspíše skončil běžný účet v únoru. Na jedné straně počítáme s kladným výsledkem bilance zboží a služeb, na druhé straně bilance výnosů zůstane jako tradičně deficitní. Tentokrát – ještě před začátkem dividendové sezóny – prozatím jen s mírným mínusem. Poté, co v březnu odstartuje odliv dividend, se běžný účet vrátí do deficitu, kde zůstane až do konce roku. Za celý rok 2011 prozatím počítáme se schodkem přesahujícím, stejně jako loni, 3 % HDP.

PL: Inlace směřuje ke 4 %

I po revizi vah ve spotřebitelském koši zůstává meziroční inflace v Polsku, která v lednu a v únoru dosáhla 3,6 % meziročně, vysoko nad cílem centrální banky (2,5 % meziročně) i nad horní hranici tolerančního pásma (3,5 % meziročně). Navíc podle našich odhadů dosáhl růst spotřebitelských cen na meziroční bázi v březnu 3,9 %. Hlavními důvody zůstávají vysoké ceny komodit, zejména ropy (subindex cen dopravy vzrostl meziměsíčně pravděpodobně o více než 2 %). Na březnový růst inflačních očekávání již zareagovala centrální banka, která v tomto roce již podruhé zvýšila sazby o 25 bps na 4 %.

CZ: Růst cen v průmyslu kulminuje

Ceny v průmyslu zaměřily zřejmě i v březnu prudce vzhůru. A na vině je opět drahá ropa, která zdražuje výrobky rafinérského a chemického průmyslu. Bez dalšího zvýšení se nejspíše neobešly ani ceny v potravinářském průmyslu. I když se meziroční růst cen v průmyslu přiblíží šesti procentům, spotřebitelská inflace zůstává stále umírněná. Slabá domácí poptávka značně limituje prostor pro zdražování spotřebního zboží na tuzemském trhu. PPI by navíc měl kulminovat a v dalších měsících bychom se měli dočkat ústupu tlaků na výrobní ceny.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	11.4.2011	09:00	Inflace (%)	03/2011	0,1	1,7	0,2	1,7	0,1	1,8
USA	11.4.2011	18:15	Projev Yellenové o cenách komodit a měn. politice Fed	04/2011						
Německo	12.4.2011	08:00	Inflace (%)	03/2011 *F			0,5	2,1	0,5	2,1
Německo	12.4.2011	08:00	Harmonizovaná inflace (%)	03/2011 *F			0,5	2,2	0,5	2,2
SR	12.4.2011	09:00	Mzdy (%)	02/2011						0,6
Maďarsko	12.4.2011	09:00	Inflace (%)	03/2011		4,2	0,9	4,3	0,4	4,1
Německo	12.4.2011	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)	04/2011			85,2		85,4	
Německo	12.4.2011	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)	04/2011			12,0		14,1	
USA	12.4.2011	14:30	Index dovozních cen (%)	03/2011			2,0	8,3	1,4	6,9
USA	12.4.2011	14:30	Obchodní bilance (mld. USD)	02/2011			-44,3		-46,3	
USA	12.4.2011	20:00	Rozpočtové saldo (mld. USD)	03/2011						
USA	12.4.2011	23:00	3letá aukce (mld. USD)	04/2011			32			
SR	13.4.2011	09:00	Inflace (%)	03/2011					0,3	3,3
ČR	13.4.2011	10:00	Běžný účet (mld. CZK)	02/2011	2,5		3,85		-0,31	
EMU	13.4.2011	11:00	Průmyslová výroba (%)	02/2011			0,8	8,0	0,3	6,6
ČR	13.4.2011	12:00	Aukce st. dluhopisu pohyb. sazba/2023 (mld. CZK)	04/2011			8			
EMU	13.4.2011	14:00	Projev Mersche o Evropě po krizi v Berlíně (ECB)	04/2011						
Polsko	13.4.2011	14:00	Běžný účet (mil. EUR)	02/2011			-308		-930	
Polsko	13.4.2011	14:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	02/2011			-184		275	
Polsko	13.4.2011	14:00	Inflace (%)	03/2011		3,9	0,5	3,8	0,2	3,6
USA	13.4.2011	14:30	Maloobchodní tržby (%)	03/2011			0,5		1,0	
USA	13.4.2011	14:30	Maloobchodní tržby – bez automobilů (%)	03/2011			0,4		0,6	
USA	13.4.2011	20:00	Běžová kniha (Fed)	04/2011						
USA	13.4.2011	23:00	10letá aukce (mld. USD)	04/2011			21			
Maďarsko	14.4.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	02/2011 *F					0,9	14,3
EMU	14.4.2011	10:00	Měsíční zpráva ECB (ECB)	04/2011						
Polsko	14.4.2011	14:00	Peněžní zásoba M3 (%)	03/2011			0,9		0,8	
USA	14.4.2011	14:30	Jádrový index cen v průmyslu (%)	03/2011			0,2	1,9	0,2	1,8
USA	14.4.2011	14:30	Výrobní ceny (%)	03/2011			1,1	6,3	1,6	5,6
USA	14.4.2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	2.4.					3 723	
USA	14.4.2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	9.4.					382	
USA	14.4.2011	23:00	30letá aukce (mld. USD)	04/2011			13			

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
SR	15.4.2011	09:00	Harmonizovaná inflace (%)	03/2011					0,3	3,5
ČR	15.4.2011	09:00	Výrobní ceny (%)	03/2011	0,4	5,8	0,6	5,9	0,5	5,4
EMU	15.4.2011	11:00	Jádrová inflace (%)	03/2011 *F				1,1		1,0
EMU	15.4.2011	11:00	Inflace (%)	03/2011 *F			1,3	2,6	0,4	2,6
EMU	15.4.2011	11:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	02/2011			-3,6		-3,3	
USA	15.4.2011	14:30	Podnikatelská nálada ve státě N.Y.	04/2011			17,8		17,5	
USA	15.4.2011	14:30	Inflace (%)	03/2011			0,5	2,6	0,5	2,1
USA	15.4.2011	14:30	Jádrová inflace (%)	03/2011			0,2	1,2	0,2	1,1
Polsko	15.4.2011	15:00	Rozpočtové saldo (mil. PLN)	03/2011					-14 421	
USA	15.4.2011	15:15	Využití kapacit (%)	03/2011			77,4		76,3	
USA	15.4.2011	15:15	Průmyslová výroba (%)	03/2011			0,5		-0,1	
USA	15.4.2011	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan	04/2011 *P			69,0		67,5	

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	6.25	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	1.21	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	4.26	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	3.46	3.30	3.40	3.50	3.60	3.70
Maďarsko		6.76	7.50	7.50	7.25	7.00	7.00
Polsko		5.71	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	24.4	24.7	23.7	24.0	24.6	24.2
Maďarsko	EUR/HUF	263.6	280	280	275	270	270
Polsko	EUR/PLN	3.96	4.00	3.90	3.60	3.70	3.60

HDP

	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Meziroční změna v %			
				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

	Dec-10	Mar-11	Jun-11	Meziroční změna v %			
				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.