



- **Česká republika**
Koruna pomáhá ČNB utahovat měnové podmínky 2
- **Polsko**
Polsko zůstává v zajetí nabídkového šoku 3
- **Výhled na týden**
ČNB se nenechá rozhodit ECB a sazby nezmění 5

Ustojí koruna další rozšíření diferenciálu sazeb ECB a ČNB?

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24.16	-1.02%	↔	↔
EUR/PLN	3.931	-0.79%	↔	↔
EUR/HUF	264.1	0.20%	↔	↔
3M PRIBOR	1.20	-0.01	→	→
3M WIBOR	4.30	0.04	→	↔
3M BUBOR	0.00	-6.10	→	↔
10Y CZK	3.92	-0.15	↔	↔
10Y PLN	6.11	-0.04	↔	↔
10Y HUF	6.85	0.02	↔	↔
3M EURIBOR	1.45	0.04	↔	↑
10Y EMU	3.26	-0.21	↔	↑

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Povelikonoční týden se na středoevropských trzích odehrával ve vyloženě poklidné atmosféře, která poněkud připomínala prázdninové období. Volatilita na devizových i dluhopisových trzích klesla na minimum, když ani události na hlavních trzích neprobudily trhy ve středoevropském regionu k životu. Zajímavější kalendář ekonomických událostí pro příští týden věští, že by se jistá dávka volatility mohla přece jenom v následujících dnech dostavit.

Za povšimnutí stojí především nadcházející zasedání ČNB, které se shodou okolností koná ve stejný den jako zasedání ECB. Jestliže od ECB lze s ohledem na dubnovou vysokou míru inflace očekávat opět protiinflační rétoriku, pak česká centrální banka může být s ohledem na současnou míru inflace a její výhled celkem v klidu. V horizontu několika týdnů tak může dojít k dosud nepoznané situaci, kdy diferenciál mezi základní úrokovou sazbou ECB a ČNB dosáhne 75 bazických bodů (ve prospěch eurových sazeb).

Tato nová situace může být výzvou zejména pro českou korunu, která nehledě na holubičí postoj ČNB a proti tomu jestřábí ECB stále pozvolna posiluje. Podle našeho názoru se však další rozšíření úrokového diferenciálu v neprospěch korunových sazeb neobejde bez negativní korekce české koruny. Ta by následně mohla uvolnit měnové podmínky v české ekonomice, na což by ČNB měla časem (podle nás v srpnu) reagovat jejich opětovným zpřísněním tím, že zahájí cyklus utahování úrokových sazeb.

Koruna pomáhá ČNB utahovat měnové podmínky

Jan Bureš

Česká národní banka si může dovolit vyčkávat s prvním růstem sazeb i kvůli posilující koruně, která automaticky přitvrzuje měnové podmínky.

Silné zisky koruny pomáhaly v minulých měsících přebít rostoucí inflační očekávání a klesající reálnou úrokovou sazbu.

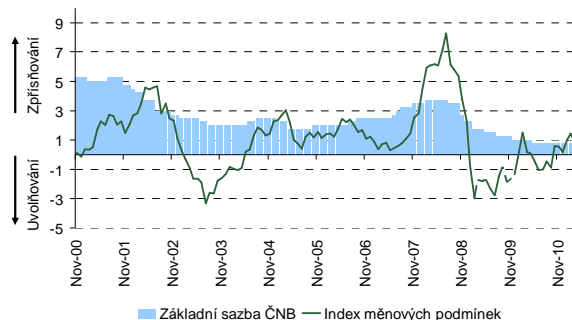
Česká národní banka se dostává do zajímavé situace. Okolo ní se sazby začaly poměrně rázně zvyšovat. ECB zvýšila v březnu sazby z historických minim a polská NBP má za sebou v tomto roce dvojitě zvýšení sazeb a pravděpodobně půjde dál. ČNB si vzhledem k slabé domácí poptávce a restriktivní fiskální politice vlády zatím mohla dovolit vyčkávat. Jak ukazuje naše analýza, měnové podmínky se navíc nehledě na politiku ČNB začaly v posledních měsících samy utahovat, a to především díky posilující koruně.

Index měnových podmínek (viz graf níže) je váženým průměrem změny reálné úrokové sazby a změny reálného efektivního kurzu a měl by férověji odrážet skutečný vliv měnové politiky na ekonomiku než prostý pohled na sazby ČNB. Platí to zvláště v malých otevřených ekonomikách jako je Česko, kde je vliv měnového kurzu na růst i inflaci značný.

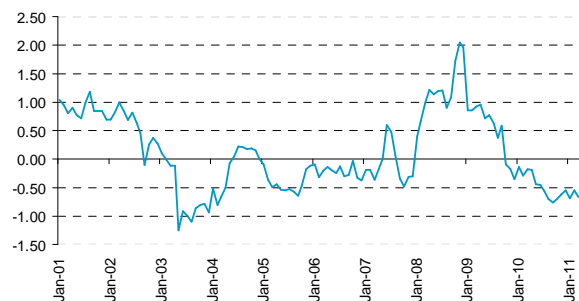
Vývoj v posledních měsících z hlediska složek indexu měnových podmínek nebyl jednoznačný. Na jedné straně šla v posledních měsících slušně nahoru inflační očekávání, a to sráželo dolů reálnou úrokovou sazbu. To je věc, která může být sama o sobě v oživující ekonomice důvodem k znepokojení. Na druhé straně šla ale proti klesající reálné sazbě prudce posilující koruna, která v posledních měsících zaznamenala slušné zisky jak vůči euru, tak především vůči dolaru. Díky tomu se měnové podmínky nehledě na vyčkávací taktiku ČNB a nárůst inflačních očekávání začaly samy přitvrzovat.

Silná koruna je klíčovým argumentem, proč start zvyšování úrokových sazeb v Česku není zatím třeba uspěchat. Koruna nejenže automaticky přitvrzuje měnové podmínky, ale současně viditelně předešla tempo reálné konvergence české ekonomiky a její další posilování by pro probíhající oživení mohlo být nebezpečné.

Index měnových podmínek



Roční reálná úroková sazba



Polsko zůstává v zajetí nabídkového šoku

Petr Báča

Rostoucí ceny komodit tlačí vzhůru i inflaci v Polsku. Reálná ekonomika prozatím stále zaostává.

V Polsku se v posledních měsících zřetelně zrcadlí problémy mnoha, zejména rozvojových, světových ekonomik. Rostoucí ceny komodit (ropy a zejména pak potravinářských surovin) tlačí vzhůru inflaci, zatímco poptávkové tlaky zůstávají značně utlumeny.

Březnová data tento trend jen potvrzovala. Spotřebitelská inflace dosáhla 4,3 % meziročně a ceny výrobců rovněž rostly rychleji, než se čekalo (9,3 % meziročně oproti očekávaným 8,3 %). Na druhou stranu, ukazatele z reálné ekonomiky zůstaly spíše za očekávaním. Růst mezd zpomalil meziročně na 4,1 % a míra nezaměstnanosti dosáhla očekávaných 13,1 %. Průmyslová výroba i navzdory solidnímu výkonu stavebnictví zaostala za tržním odhadem o 1,6 procentního bodu. Jediným číslem, které trhy překvapilo pozitivně, tak byly maloobchodní tržby. Nicméně, při pohledu do struktury je zřejmé, že i zde sehrály roli ceny paliv, které jsou meziročně dražší takřka o pětinu.

Negativní trend se promítl i do březnového výsledku inflačních očekávání, jejichž růst byl podle zápisu z jednání Výboru pro měnovou politiku (MPC) hlavním důvodem pro dubnové zvyšování úrokových sazeb. Dnes zveřejněné číslo za duben sice odhalilo výrazný pokles inflace očekávané polskými domácnostmi ve dvanáctiměsíčním horizontu ke 4 %, číslo však i tak zůstává vysoko nad cílem centrální banky (2,5 %).

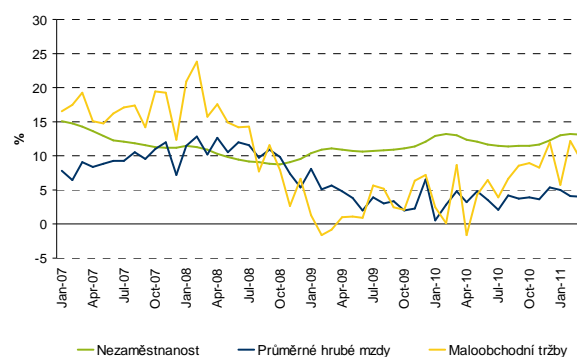
Ačkoliv ministerstvo financí smění část peněz z fondů EU do zlotých,...

Naneštěstí pro polské centrální bankéře, kurz zlotého není při boji s rostoucí inflací příliš nápomocen. Guvernér Belka, který má podle známých výsledků hlasování o nastavení měnové politiky mezi centrálními bankéři výsadní postavení, tento týden v rozhovoru uvedl, že zlotý se stal předmětem zájmu spekulantů a že ovlivňování kurzu se stává tím pádem značně obtížným. Belka navíc již dříve značně zchladil očekávání trhů, že centrální banka zareaguje na nepříznivý vývoj dalším zvyšováním sazeb již na květnovém zasedání (11.5.). Belka řekl, že MPC svá rozhodnutí nezakládá výhradně na měsíčních datech a že každý nabídkový šok má vliv pouze krátkodobě. Měnové politice se tak rozhodlo přispěchat na pomoc ministerstvo financí, které tento týden zveřejnilo plán směnit během tohoto čtvrtletí část peněz z evropských fondů do zlotých. Reakce zlotého byla poměrně jasná, měnový pár EUR/PLN zamířil neomylně pod 3,95 EUR/PLN. Nicméně, potenciál pro další posílení zlotého v našich očích značně omezuje zejména nejistota spojená s revizí platební bilance, která je plánována na červen.

... tak by měla centrální banka pokračovat v utahování měnové politiky.

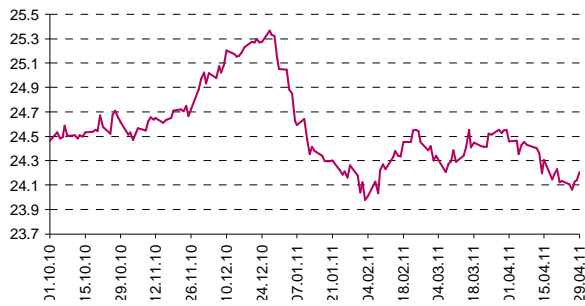
Navíc by podle našich odhadů mohla inflace v dubnu vzrůst meziročně dokonce na 4,5 % a návrat k inflačnímu cíli tak rozhodně není otázkou několika málo měsíců. Očekáváme proto, že centrální banka bude letos ve snaze udržet inflaci na uzdě zvedat sazby ještě dvakrát, poprvé již na červnovém zasedání.

Vývoj vybraných ukazatelů

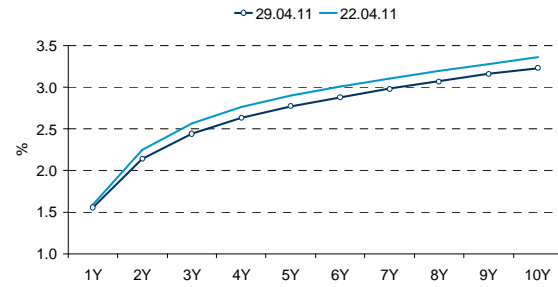


Přehled trhů

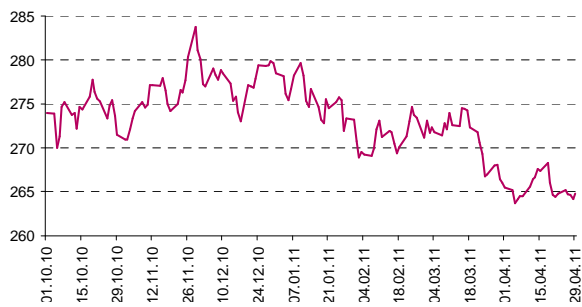
EURCZK



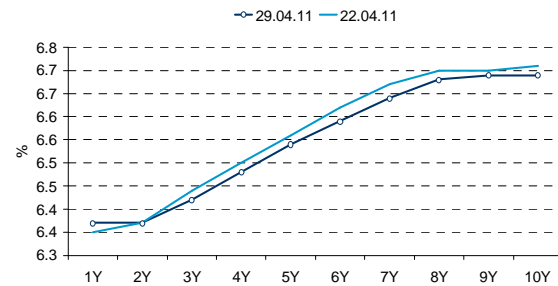
CZ IRS



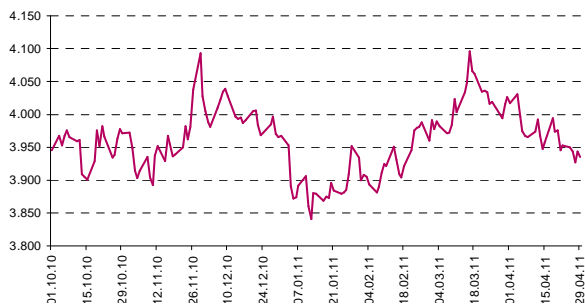
EURHUF



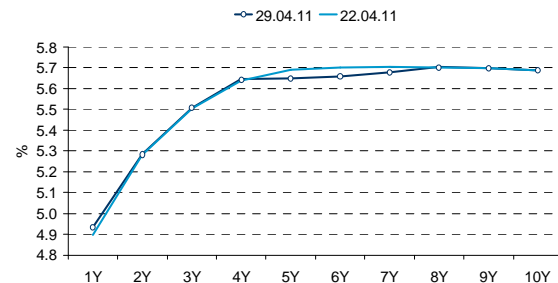
HU IRS



EURPLN



PL IRS



Klíčové očekávané události

ČT 13:00, CZ Zasedání ČNB

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

CZ: ČNB sazby nezmění

Absence poptávkových tlaků, relativně silná koruna a inflace nacházející se pod cílem ČNB povede k tomu, že bankovní rada ve své většině rozhodne pro ponechání repo sazby na historicky nízké úrovni. Pozornost by tentokrát mohl přitáhnout nejen výsledek hlasování bankovní rady (očekáváme, že by mohl být 5:2, přičemž členové by měli hlasovat pro zvýšení), ale i nová prognóza. Ta by eventuálně mohla zaujmou, pokud by ČNB posunula (výše) implikovanou trajektorii pro krátkodobé tržní sazby, resp. 3M Pribor.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
EMU	2.5.2011	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu	04/2011 *F			57,7		57,7	
SR	2.5.2011	14:00	Rozpočtové saldo (mld. EUR)	04/2011					-655	
ČR	2.5.2011	14:00	Rozpočtové saldo (mld. CZK)	04/2011					-25,2	
USA	2.5.2011	16:00	Index nákupních manažerů v prům. ISM	04/2011	60,1		59,6		61,2	
USA	2.5.2011	16:00	Cenový subindex ISM	04/2011			82		85	
EMU	3.5.2011	11:00	Výrobní ceny (%)	03/2011			0,6	6,5	0,8	6,6
USA	3.5.2011	16:00	Tovární zakázky (%)	03/2011			1,7		-0,1	
USA	3.5.2011	23:00	Celkový prodej automobilů (mil. USD)	04/2011			12,95		13,06	
USA	3.5.2011	23:00	Prodej domácích automobilů (mil. USD)	04/2011			9,80		9,94	
Maďarsko	4.5.2011	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	02/2011 *F					816,4	
EMU	4.5.2011	10:00	Index nákupních manažerů ve službách	04/2011 *F			56,9		56,9	
EMU	4.5.2011	11:00	Maloobchodní tržby (%)	03/2011			0,1	0,2	-0,1	0,1
USA	4.5.2011	14:30	ADP report z trhu práce (tis.,nsa)	04/2011			200		201	
USA	4.5.2011	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM	04/2011			58,0		57,3	
SR	5.5.2011	09:00	Maloobchodní tržby (%)	03/2011						
Německo	5.5.2011	12:00	Tovární zakázky (%)	03/2011					2,4	20,1
Maďarsko	5.5.2011	12:00	Aukce st. dluhopisu/pevná sazba (mld. HUF)	05/2011						
ČR	5.5.2011	12:30	Zasedání ČNB (%)	05/2011	0,75		0,75		0,75	
EMU	5.5.2011	13:45	Zasedání ECB (%)	05/2011	1,25		1,25		1,25	
USA	5.5.2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	30.4.					429	
USA	5.5.2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	23.4.					3 641	
EMU	5.5.2011	14:30	Projev Tricheta na měsíční konferenci (ECB)	05/2011						
USA	5.5.2011	15:30	Projev Bernankeho na bank. konferenci (Fed)	05/2011						
ČR	6.5.2011	09:00	Maloobchodní tržby (%)	03/2011						6,5
Maďarsko	6.5.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	03/2011 *P					0,9	14,3
Německo	6.5.2011	12:00	Průmyslová výroba (%)	03/2011					1,6	14,8
USA	6.5.2011	14:15	Přírůstek pracovních sil - v soukr. sektoru (tis.,nsa)	04/2011			200		230	
USA	6.5.2011	14:30	Míra nezaměstnanosti (%)	04/2011			8,8		8,8	
USA	6.5.2011	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství (tis.,nsa)	04/2011	200		180		216	
USA	6.5.2011	14:30	Průměrná hodinová mzda (%)	04/2011			0,2	1,7	0,0	1,7
Maďarsko	6.5.2011	17:00	Rozpočtové saldo (mld. HUF)	04/2011					-742,1	

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	VI.11	IX.11	XII.11	III.12	poslední změna	
Česko	2T repo	0.75	0.75	1.00	1.25	1.25	-25 bps	6.5.2010
Maďarsko	2T depo	6.00	6.00	6.00	6.25	6.25	25 bps	24.1.2011
Polsko	2T inter. sazba	4.00	4.25	4.25	4.50	4.75	25 bps	6.4.2011

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	VI.11	IX.11	XII.11	III.12
Česko	PRIBOR 3M	1.20	1.35	1.45	1.60	1.72
Maďarsko	BUBOR 3M	6.10	6.00	6.00	6.25	6.25
Polsko	WIBOR 3M	4.30	4.35	4.50	4.55	4.55

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	VI.11	IX.11	XII.11	III.12
Česko	IRS 10 let	3.23	3.40	3.50	3.60	3.70
Maďarsko		6.74	7.50	7.25	7.00	7.00
Polsko		5.69	5.95	6.00	6.00	6.00

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	VI.11	IX.11	XII.11	III.12
Česko	EUR/CZK	24.2	23.7	24.0	24.6	24.2
Maďarsko	EUR/HUF	264.2	280	275	270	270
Polsko	EUR/PLN	3.93	3.90	3.60	3.70	3.60

HDP

	Q3 2010		Q4 2010		Q1 2011		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

	XII.10		III.11		VI.11		IX.11		XII.11		III.12		VI.12	
	XII.10	III.11	VI.11	IX.11	XII.11	III.12	VI.12							
Česko	2.3	1.7	2.0	2.1	2.2	2.2	2.2							
Maďarsko	4.7	4.3	4.5	4.5	4.5	4.2	4.0							
Polsko	3.1	3.8	4.3	4.5	4.2	3.4	3.5							

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	-4.7	-4.3
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.