



## ● Polsko

NBP letos již potřetí zvyšuje sazby – tentokrát nečekaně 2

## ● Střední Evropa

Hospodářský růst v ČR, Maďarsku i na Slovensku stojí na vývozech 3

Maďarská a polská inflace na vzestupu, česká opět klesá 4

## ● Výhled na týden

Výrobní inflace za vrcholem 6

## Jak dlouho vydrží divergence politik centrálních bank v regionu?

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24.38	0.88%	→	↘
EUR/PLN	3.916	-0.29%	→	↘
EUR/HUF	267.3	1.27%	↗	→
3M PRIBOR	1.23	0.02	→	↗
3M WIBOR	4.44	0.13	→	↘
3M BUBOR	0.00	0.00	↗	→
10Y CZK	3.75	-0.08	↗	→
10Y PLN	6.06	0.02	→	→
10Y HUF	6.96	0.06	↗	→
3M EURIBOR	1.42	-0.08	↗	↑
10Y EMU	3.09	-0.06	→	↘

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

V uplynulém týdnu byly střeoevropské trhy zahrnuty makroekonomickými událostmi, kterým jasně dominovalo zasedání polské centrální banky. NBP, jakoby se inspirovala ECB, trhům jasně ukázala, že je centrální bankou, která umí překvapit. Zvýšení hlavní úrokové sazby o 25 bazických bodů s ohledem na umírněnou rétoriku NBP opravdu čekat málokdo, byť vysoká inflace zjevně polskou centrální banku vybízela k akci.

Tím, že NBP letos již poněkoličáté zvýšila úrokové sazby, svým způsobem naplňuje náš nedávno prezentovaný (ekonometricky ověřený) poznatek, že NBP má ze střeoevropských bank nejsilnější tendenci kopírovat politiku ECB. Naopak maďarská MNB, resp. česká ČNB nebyly a nejsou z velmi odlišných důvodů ochotny politiku ECB následovat. U maďarské centrální banky vstupuje do reakční funkce stabilita měnového kurzu a výše rizikové prémie u vládního dluhu, česká centrální banka pak čelí zcela jiné makroekonomické situaci, neboť v českém případě zůstává inflace celkem bezpečně pod cílem.

Přesto, bude-li ECB v razantním utahování měnové politiky pokračovat, což se po silném německém a francouzském růstu v prvním čtvrtletí zdá být více než pravděpodobné, nemusí mít divergence politik centrálních bank ve střední Evropě dlouhého trvání. Růstu eurových úrokových sazeb bude schopen čelit možná jen zlotý, který bude podporován jak politikou NBP, tak prodeji eur získaných z transferů z EU. Naopak koruna a forint se postupně mohou dostat pod tlak, který může časem vyústit ve zvýšení úroků jak v ČR, tak v Maďarsku (a to přesto, že něco takového si v krátkém horizontu ČNB, resp. MNB příliš nepřipouští).

## NBP letos již potřetí zvyšuje sazby – tentokrát nečekaně

Jan Čermák, Petr Báča

**Polská centrální banka  
zvýšila úrokové sazby  
o 25 bps.**

Polská centrální banka připravila ve středu trhům i nám velké překvapení. Výsledkem dvoudenního zasedání Výboru pro měnovou politiku (RPP) bylo rozhodnutí zvýšit úrokové sazby o 25 bps. Letos jde již o třetí kolo utahování měnové politiky, takže základní úroková sazba momentálně činí 4,25 %. Ani poslední akcí NBP však cyklus zvyšování úrokových sazeb letos pravděpodobně nekončí.

**Důvodem pro růst sazeb byla  
snaha co nejvíce potlačit  
riziko inflace nad cílem NBP  
(2,5 %).**

Podle zveřejněné tiskové zprávy NBP byla důvodem pro růst sazeb snaha co nejvíce potlačit riziko inflace přetrvávající nad cílem centrální banky (2,5 %) i ve střednědobém horizontu. K tomu by totiž podle názoru RPP mohlo dojít díky pokračujícímu oživení na trhu práce. Riziko navíc zvyšuje i nedávný významný nárůst inflačních očekávání polských domácností.

**Růst sazeb poslal v prvních  
okamžicích zlotý pod 3,9  
EUR/PLN.**

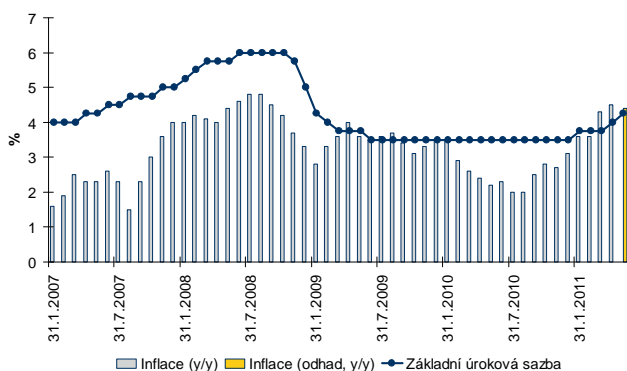
Prezident NBP Belka na tiskové konferenci uvedl, že rozhodnutí RPP sice nebylo jednotné, ale dodal, že mezi členy Výboru panuje shoda ohledně vrcholu cyklu utahování měnové politiky. Belka dále řekl, že neshody lze hledat pouze v načasování jednotlivých kroků a že dnešní rozhodnutí celý proces pouze urychlilo. Šéf NBP rovněž vyjádřil naději, že růst sazeb by mohl vést k posílení zlotého, který prozatím centrální bance v boji s inflací příliš nepomáhá.

Prvotní reakce trhů na rozhodnutí byla razantní, nicméně logická. Měnový pár EUR/PLN se okamžitě propadl pod 3,90 EUR/PLN a sazby FRA vystřelily vzhůru. Rozpětí mezi sazbami FRA 1x4 a tříměsíčním WIBORem aktuálně dosahuje 17 bazických bodů, neboli trh do značné míry sází na další růst sazeb již v červnu. Na konci roku pak trhy počítají se sazbami o cca 60 bps vyššími než nyní.

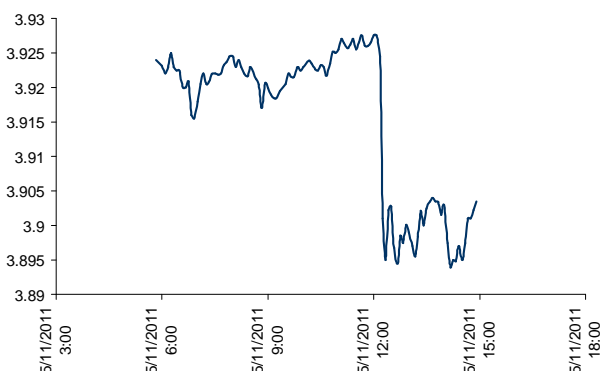
**My sázíme na to, že posilující  
zlotý bude dále zpříšňovat  
měnové podmínky a inflace  
právě dosahuje vrcholu.**

Podle našeho názoru jsou však výše uvedená očekávání agresivní. V našem scénáři počítáme pouze s jedním růstem úrokových sazeb do konce roku, který by mohl nastat na počátku posledního čtvrtletí. Jednak sázíme na to, že posilující zlotý bude dále zpříšňovat měnové podmínky a jednak podle našich odhadů (meziroční) inflace právě dosahuje vrcholu (právě zveřejněné číslo za duben dosáhlo 4,5 % meziročně). Polský Výbor pro měnovou politiku by tak mohl být – především ve druhém pololetí tohoto roku – přece jenom o něco klidnější.

Meziroční inflace vs základní úroková sazba



EUR/PLN



## Hospodářský růst ve střední Evropě stojí na vývozech

Petr Dufek, Jan Čermák, Marek Gábríš

**Česká ekonomika roste podobným tempem jako v závěru roku a výrazně tak zaostává za Německem.**

Ekonomika v úvodu roku přidala mezikvartálně 0,6 %, meziroční tempo dosáhlo 2,5 %. Oproti vývoji ke konci loňského roku tak ekonomika mírně zrychlila (z 0,3 %), meziroční tempo se však změnilo jen minimálně. Struktura sice není známa, ale je zřejmé, že za růstem hospodářství stojí především zpracovatelský průmysl, především automobilky, které už nyní vyrábějí výrazně více než před recesí. Pozitivní trendy jsou jasně vidět i u dalších silných průmyslových oborů, jako je výroba oceli, strojírenství a elektrotechnika. Naproti tomu propad zažívá stavebnictví, některé služby a zemědělství. Na straně poptávky táhne ekonomiku zahraniční obchod, zatímco spotřeba nepřekvapivě zaostává. Nejnovější čísla nejsou překvapením a tak neměníme náš pohled na další vývoj české ekonomiky v letošním roce. Aktuální odhad HDP je dvě desetiny procentního bodu nad nejnovější prognózou. Jde však o první odhad, který vychází z neúplných čísel a může tak doznat zásadních změn. Proto ani z pohledu měnové politiky nečekáme pro nejbližší období žádné změny.

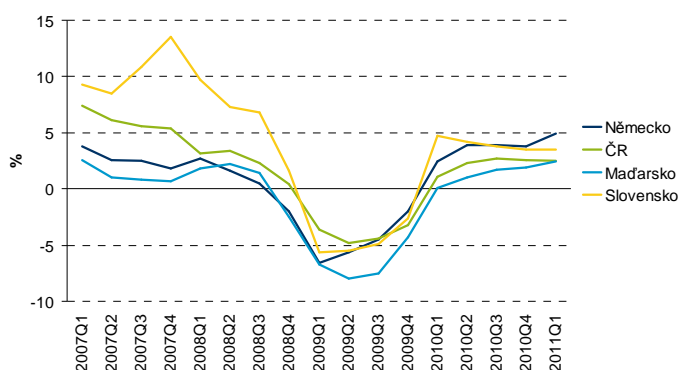
**Maďarská ekonomika nabírá tempo díky zahraničnímu obchodu.**

Maďarská ekonomika vykázala v prvním čtvrtletí 2011 v meziročním vyjádření nejrychlejší růst za posledních pět let, když podle bleskového odhadu statistického úřadu vzrostl HDP o 2,4 % (podle neočištěných dat). V mezikvartálním vyjádření ekonomika rostla o 0,7 %, což je rovněž výrazné zrychlení oproti růstu na konci roku 2010. Ačkoliv není podrobná struktura maďarského HDP k dispozici, je již nyní zřejmé, že k růstu opět zřetelně přispěl zahraniční obchod. Obchodní bilance totiž i v březnu vykázala přebytek vyšší než 800 mil. EUR, takže její celkový přebytek dosáhl v prvním kvartále 2,06 mld. EUR, což je o 600 milionů EUR více ve srovnání se stejným obdobím roku 2010. Nehledě na růst cen ropy totiž růst vývozu v prvním čtvrtletí předbíhal růst dovozu (23,4 % meziročně versus 21,6 % meziročně).

**Slovenská ekonomika tahaná nemeckou lokomotívou si udržuje slušné tempo rasti.**

Slovenská ekonomika si v prvom štvrťroku udržala rovnaké tempo rasti ako v závere roka. Hospodárstvo rástlo medziročným tempom 3,5%, pričom podľa prieskumu agentúry Bloomberg sa očakával rast 3,3%. Medzi kvartálny sezónne upravený rast dokonca dokázal zrýchliť tempo z 0,9% v Q4 2010 na 1,0% v Q1 2011. Štruktúra HDP bude k dispozícii až za mesiac. Predpokladáme však, že ekonomiku potiahol najmä zahraničný dopyt. Veľmi solídne výsledky totiž predviedlo Nemecko, ktoré je najväčší obchodný partner Slovenska. Podobne tak aj ČR, s ktorým má Slovensko druhú najintenzívnejšiu tovarový výmenu. Domáci dopyt zrejme zatiaľ zaostáva kvôli fiškálnej reštrikcii smerujúcej k stabilizácii verejných financií. Vláda chce dostať deficit pod 5% v tomto roku a pod 3% do roku 2013. Rast ekonomiky potiahol aj rast zamestnanosti. Zamestnanosť medziročne vzrástla o 2,0% (nsa) a rástla druhý štvrťrok za sebou (+0,5% Y/Y v Q4 2010).

Meziroční vývoj HDP



Mezičtvrtletní vývoj HDP



## Maďarská a polská inflace na vzestupu, česká opět klesá

Petr Dufek, Petr Báča, Jan Čermák

### **Inflace v ČR zůstává i nadále pod cílem ČNB.**

Umírněný růst spotřebitelských cen pokračoval i v dubnu. Podle očekávání se spotřebitelské ceny zvýšily meziměsíčně o 0,3 %, především v důsledku zvýšení cen potravin, oblečení a pohonných hmot. Meziroční inflace cílovaná centrální bankou se naopak snížila z 1,7 % na 1,6 % a o jednu desetinu tak zaostala za nejnovější prognózou ČNB. Inflace v ČR setrvává pod dvouprocentním cílem ČNB i pod průměrem eurozóny, a to i v době rekordních cen pohonných hmot a zdražujících potravin, díky posilující koruně a slabé domácí poptávce. Poptávková inflace v podstatě neexistuje, takže centrální banka nemusí ani ve světle nejnovějších údajů pospíchat se zvyšováním svých úrokových sazeb. I nadále proto předpokládáme, že ČNB ke zvýšení sazeb přistoupí až při projednávání třetí letošní inflační prognózy na začátku srpna. Nebude to ovšem žádná rychlá série utahování měnové politiky, ale jen velmi pozvolné nastoupení směru zvyšování úrokových sazeb v ČR. Důvodem pomalejšího postupu je příznivá prognóza inflace i ukotvené inflační očekávání na trhu.

### **Polská inflace v dubnu kulminovala.**

Polská inflace v dubnu zrychlila meziročně o 0,2 procentního bodu na 4,5 %. Jak je v posledních měsících obvyklé, i v Polsku stojí za růstem cen zejména komodity. Dílčí indexy potravin a dopravy vzrostly oproti stejnému měsíci loňského roku o více než 7,5 %. V následujících měsících by měl být z hlediska centrální banky vývoj již příznivější. Podle našich odhadů by právě v dubnu měla inflace v Polsku dosahovat jednoho ze dvou letošních vrcholů. Na dohled k současným hodnotám by se pak mohla vrátit ještě v srpnu.

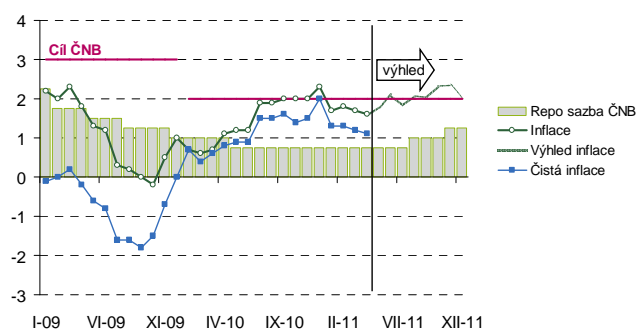
### **Maďarská inflace zrychlila.**

Rovněž v Maďarsku míra inflace zrychlila, když v meziročním srovnání již dosahuje 4,7 %. Meziměsíční nárůst cenové hladiny (o 0,6 %) byl tažen růstem cen potravin (1,4 % m/m) a cenami benzínu. Centrální banka se tak může, alespoň utěšovat faktem, že jádrová inflace zůstává stále relativně nízká (2,7 % meziročně), byť měsíc od měsíce postupně zrychluje.

Meziroční inflace a inflační cíl



Meziroční inflace vs. úrokové sazby (%)

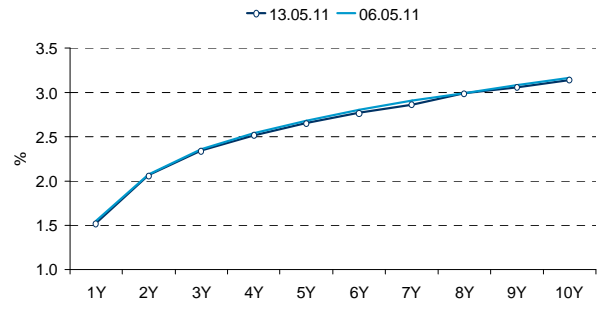


## Přehled trhů

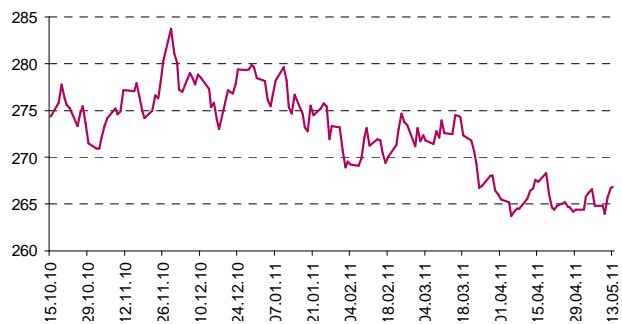
EURCZK



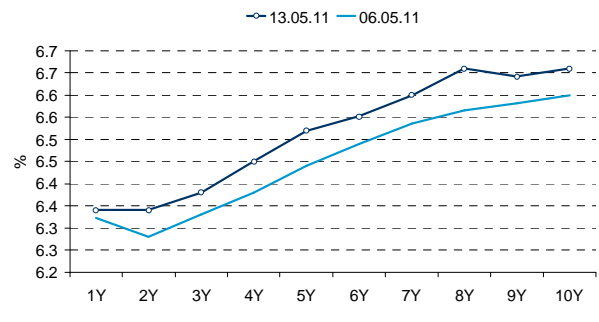
CZ IRS



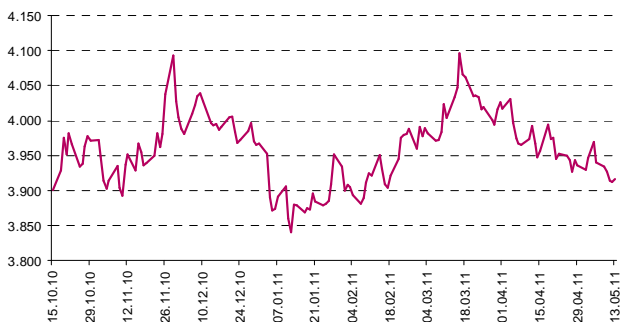
EURHUF



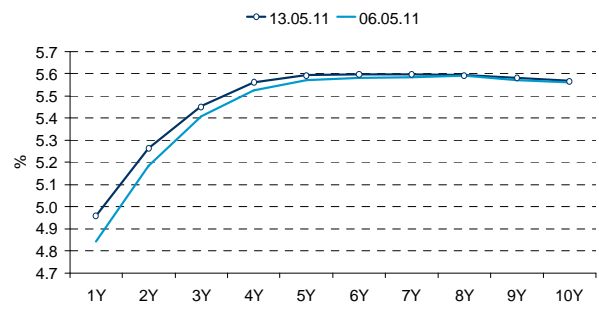
HU IRS



EURPLN



PL IRS



## Klíčové očekávané události

### PO 9:00, CZ PPI (% , y/y)

	IV.11	III.11	IV.10
Meziměsíčně	0,7	1,0	0,7
Meziročně	6,2	6,3	0,4

### CZ: Ropa tlačí ceny v průmyslu vzhůru

I v dubnu pokračoval rychlý růst cen v průmyslu, za nímž stálo především zdražování rafinérských produktů. V menší míře pak PPI nejspíše ovlivnily i další výrobky v rámci oboru zpracování kovů, potravinářství a strojírenství. Meziroční tempo PPI podle našeho názoru zřejmě poklesne o jednu desetinu na 6,2 %. Jak je patrné z vývoje cen komodit, PPI už letos kulminovalo a v dalších měsících se dočkáme výraznějšího zpomalení růstu cen v průmyslu a tedy i zmírnění nákladových inflačních tlaků.

### PO 10:00, CZ Běžný účet (mld. CZK)

	III.11	II.11	III.10
Běžný účet	-13,5	16,0	-14,5
kumul. od ledna	2,1	15,6	6,4
Obchodní bilance	12,0	15,6	10,1
kumul. od ledna	27,6	15,6	28,8

### CZ: Běžný účet se vrací do deficitu

Po únorovém vysokém přebytku se v březnu běžný účet platební bilance vrátil do červených čísel. Na jedné straně zůstává s vysokým přebytkem obchod se zbožím a službami, na straně druhé pomalu začíná dividendová sezóna, která zvyšuje schodek výnosové bilance. Není však vyloučeno, že díky už oznámenému velmi příznivému výsledku zahraničního obchodu, dopadne běžný účet za březen lépe než naznačují první odhady. Celkově je vývoj na běžném účtu platební bilance ČR stabilizovaný a v poměru k HDP by se letos mohl vyvíjet příznivěji než v loňském roce.

## Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	16.5.2011	09:00	Výrobní ceny (%)	04/2011	0,7	6,2	0,5	6,2	1,0	6,3
SR	16.5.2011	09:00	Harmonizovaná inflace (%)	04/2011			0,4	3,8	0,4	3,8
ČR	16.5.2011	10:00	Běžný účet (mld. CZK)	03/2011	-13,5		-8,5		15,95	
EMU	16.5.2011	11:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	03/2011					-2,4	
EMU	16.5.2011	11:00	Jádrová inflace (%)	04/2011						1,3
<b>EMU</b>	<b>16.5.2011</b>	<b>11:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>04/2011</b>			<b>0,5</b>	<b>2,6</b>	<b>1,4</b>	<b>2,8</b>
<b>Maďarsko</b>	<b>16.5.2011</b>	<b>14:00</b>	<b>Zasedání MNB (%)</b>	<b>05/2011</b>			<b>6,00</b>		<b>6,00</b>	
Polsko	16.5.2011	14:00	Běžný účet (mil. EUR)	03/2011			-1 234		-685	
Polsko	16.5.2011	14:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	03/2011			-475		-163	
<b>USA</b>	<b>16.5.2011</b>	<b>14:30</b>	<b>Podnikatelská nálada ve státě N.Y.</b>	<b>05/2011</b>			<b>20,0</b>		<b>21,7</b>	
Polsko	16.5.2011	15:00	Rozpočtové saldo (mil. PLN)	04/2011					-17 321	
USA	16.5.2011	15:00	Projev Bernankeho ve Washingtonu (Fed)	05/2011						
EMU	16.5.2011	17:00	Setkání ministrů financí eurozóny v Bruselu (ECB)	05/2011						
USA	16.5.2011	19:00	Index stavitelů rodinných domů	05/2011			17		16	
<b>Německo</b>	<b>17.5.2011</b>	<b>11:00</b>	<b>Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)</b>	<b>05/2011</b>			<b>5,0</b>		<b>7,6</b>	
Německo	17.5.2011	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)	05/2011			88,0		87,1	
USA	17.5.2011	14:30	Udělená stavební povolení	04/2011			590		594	
<b>USA</b>	<b>17.5.2011</b>	<b>14:30</b>	<b>Zahájení staveb nových domů</b>	<b>04/2011</b>			<b>570</b>		<b>549</b>	
USA	17.5.2011	15:15	Využití kapacit (%)	04/2011			77,6		77,4	
<b>USA</b>	<b>17.5.2011</b>	<b>15:15</b>	<b>Průmyslová výroba (%)</b>	<b>04/2011</b>			<b>0,4</b>		<b>0,8</b>	
Maďarsko	18.5.2011	09:00	Mzdy (%)	03/2011						4,8
Polsko	18.5.2011	14:00	Mzdy (%)	04/2011			-2,0	4,8	6,2	4,0
<b>USA</b>	<b>18.5.2011</b>	<b>20:00</b>	<b>Zápis ze zasedání FOMC</b>	<b>05/2011</b>						



	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Maďarsko	19.5.2011	12:00	Aukce st. dluhopisu/pevná sazba (mld. HUF)	05/2011 *A						
USA	19.5.2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	14.5.					434	
USA	19.5.2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	7.5.					3 756	
EMU	19.5.2011	15:00	Projev Trichet o evropské integraci a stabilitě (ECB)	05/2011						
USA	19.5.2011	16:00	Předstihové ukazatele	04/2011			0,1		0,4	
USA	19.5.2011	16:00	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu	05/2011			20,5		18,5	
USA	19.5.2011	16:00	Prodej stávajících domů (mil.)	04/2011			5,2		5,1	
Německo	20.5.2011	08:00	Ceny v průmyslu (%)	04/2011			0,6	6,0	0,4	6,2
SR	20.5.2011	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	04/2011			12,9		13,1	
EMU	20.5.2011	10:00	Běžný účet (mld. EUR)	03/2011					-7,2	
EMU	20.5.2011	11:00	Index spotřebitelské důvěry	05/2011 *A					-11,6	
Polsko	20.5.2011	14:00	Jádrová inflace (%)	04/2011			0,3	2,1	0,5	2,0
<b>Polsko</b>	<b>20.5.2011</b>	<b>14:00</b>	<b>Průmyslová výroba (%)</b>	<b>04/2011</b>			<b>-9,1</b>	<b>6,8</b>	<b>15,3</b>	<b>7,0</b>
Polsko	20.5.2011	14:00	Ceny v průmyslu (%)	04/2011			0,6	8,6	1,4	9,3

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	VI.11	IX.11	XII.11	III.12	VI.12	poslední změna	
Česko	2T repo	0.75	0.75	1.00	1.25	1.25	1.50	-25 bps	6.5.2010
Maďarsko	2T depó	6.00	6.00	6.00	6.25	6.25	6.25	25 bps	24.1.2011
Polsko	2T inter. sazba	4.00	4.25	4.25	4.50	4.75	4.75	25 bps	6.4.2011

### Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	VI.11	IX.11	XII.11	III.12	VI.12
Česko	PRIBOR 3M	1.23	1.35	1.45	1.60	1.65	1.90
Maďarsko	BUBOR 3M	6.10	6.00	6.00	6.25	6.25	6.30
Polsko	WIBOR 3M	4.44	4.30	4.45	4.60	4.65	4.70

### Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	VI.11	IX.11	XII.11	III.12	VI.12
Česko	IRS 10 let	3.14	3.40	3.50	3.60	3.70	3.85
Maďarsko		6.70	7.50	7.25	7.00	7.00	6.90
Polsko		5.54	5.95	6.00	6.10	6.15	6.20

### Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	VI.11	IX.11	XII.11	III.12	VI.12
Česko	EUR/CZK	24.4	24.2	24.6	24.4	24.0	23.7
Maďarsko	EUR/HUF	267.4	280	275	270	270	270
Polsko	EUR/PLN	3.92	3.90	4.00	3.70	3.70	3.60

### HDP

		Q1 2011	Q2 2011	Q3 2011	Meziroční změna v %		
					Q4 2011	Q1 2012	Q2 2012
Česko		2.5	2.2	2.1	1.5	1.5	2.5
Maďarsko		2.3	2.5	2.7	3.2	3.2	3.2
Polsko		4.4	4.4	4.6	4.2	4.6	4.9

### Inflace

		VI.11	IX.11	XII.11	Meziroční změna v %		
					III.12	VI.12	IX.12
Česko		2.0	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3
Maďarsko		4.3	4.5	4.5	4.2	4.0	3.5
Polsko		4.3	4.4	4.2	3.3	3.5	3.3

### 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.