



## ● Polsko

Projevují se v Polsku druhotné efekty vysoké inflace?

2

## Úrokové sazby ve střední Evropě pokračují v divergenci

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24.48	0.52%	↗	↗
EUR/PLN	3.918	-0.33%	→	→
EUR/HUF	268.1	0.02%	↗	↗
3M PRIBOR	1.22	-0.01	→	↗
3M WIBOR	4.45	0.01	→	↗
3M BUBOR	6.10	0.00	↗	↗
10Y CZK	3.80	0.05	→	↗
10Y PLN	6.00	0.00	→	↗
10Y HUF	6.86	-0.10	↗	↗
3M EURIBOR	1.54	0.02	↗	↑
10Y EMU	3.07	-0.01	→	→

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Divergence tržních úrokových sazeb ve střední Evropě pokračuje. Určitě nejde o fenomén, který by se v tomto regionu objevil poprvé. Nicméně je zajímavé sledovat, že se tak děje v momentě, kdy eurové úrokové sazby jsou na vzestupu, který je motivován utahováním měnových šroubů ze strany ECB.

Jestliže maďarské úrokové sazby vykazují stabilitu po zasedání MNB, pak české úrokové sazby v posledních dnech dokonce dále klesaly, čímž se ještě rychleji rozšiřoval diferenciál vůči jejich eurovým protějškům. Dělo se tak přitom na pozadí holubičí rétoriky ČNB, které domácí trh zdá se v poslední době přikládá překvapivě vyšší váhu než vývoji v zahraničí. Rozšiřování úrokového diferenciálu se tak přitom odehrává na pozadí slábnoucího kurzu koruny, což u nás vzbuzuje pochybnosti, zdali je takový vývoj udržitelný. Navíc pohled na korunové FRA sazby přitom indikuje, že trh již odsunul své očekávání ohledně růstu sazeb ČNB do posledního čtvrtletí tohoto roku, což sice koresponduje s prognózou centrální, avšak my se domníváme, že bankovní rada i k očekávanému vývoji inflace tak dlouho s růstem sazeb otálet nebude. Neboli, podle našeho názoru prostor pro další rozšiřování diferenciálu mezi eurovými a korunovými sazbami začíná být čím dál více omezený.

Na rozdíl od českých a maďarských úrokových sazeb ty polské si stejně jako ty eurové udržují rostoucí trend. Po vyšší inflaci a překvapivém růstu sazeb na posledním zasedání trhy zůstaly své sázky na další utahování měnové politiky. Dnešní očekávání trhů nám přijde víceméně adekvátní – 50 bps do konce roku. Při rostoucí převaze jestřábů v bankovní radě a přetrvávající vysoké inflaci ale můžeme počítat s tím, že tržní sazby mohou jít v dohledné době ještě vzhůru.

## Projevují se v Polsku druhotné efekty vysoké inflace?

Petr Báča

### *Polská centrální banka se bojí druhotných efektů inflace.*

Podle čerstvě zveřejněného zápisu z květnového zasedání Výboru pro měnovou politiku (RPP) polské centrální banky stála za překvapivým růstem sazeb v minulém týdnu obava o inflaci přetrvávající nad cílem centrální banky i ve střednědobém horizontu. Podle většiny členů RPP by se vysoká komoditami tlačená inflace mohla promítnout do inflačních očekávání, což by ve spojení se stabilními úrokovými sazbami mohlo způsobit, že reálné úrokové sazby dosáhnou záporných hodnot.

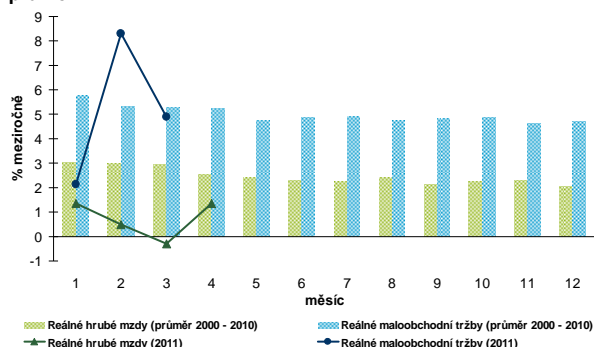
### *Růst reálných mezd je však stále podprůměrný,...*

Domníváme se, že čísla z trhu práce zveřejněná v tomto týdnu prozatím výše zmíněné obavy nepotvrzují. Hrubé průměrné mzdy v podnikatelském sektoru sice v dubnu meziročně vzrostly o 5,9 % (po odečtení vlivu bonusů o 5,8 %) a hravě tak překonaly očekávání, nicméně po zohlednění meziročního růstu cen měřeného spotřebitelskou inflací (4,5 %) ve stejném měsíci se růst reálných mezd pohybuje na úrovni zhruba 1,3 % meziročně, což je při srovnání s dlouhodobým průměrem tempo velice pozvolné (viz graf). Navíc, zmrazení objemu prostředků pro vyplácení mezd ve veřejném sektoru v letošním roce spolu s přetrvávající relativně vysokou nezaměstnaností významnější tlak na další růst mezd podle našeho názoru do vysoké míry limitují.

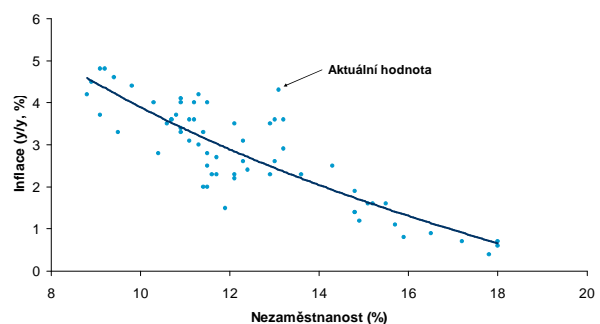
### *...i když průmyslu se daří dobře.*

Dnes zveřejněná čísla z průmyslu jsou veskrze pozitivní a potvrzují slušné oživení polské ekonomiky, která podle našich odhadů rostla v prvním čtvrtletí tohoto roku reálně o 4,4 %. Ačkoliv dubnový růst průmyslové produkce zaostal mírně za očekáváním, dosáhl meziročně hodnoty 6,5 %, rostl tedy o něco rychleji než v průměru v letech 2000-2010. Směrem vzhůru však překvapil i růst cen průmyslových výrobců. I zde však opět hrály prim ceny v těžebním průmyslu, které meziročně vzrostly o 23 %.

Letošní vývoj vybraných ukazatelů vs dlouhodobý průměr

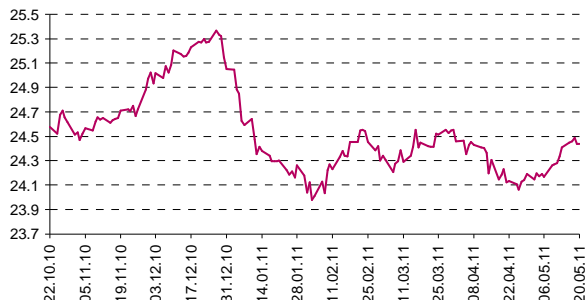


Philipsova křivka polské ekonomiky (2006 - 2011)

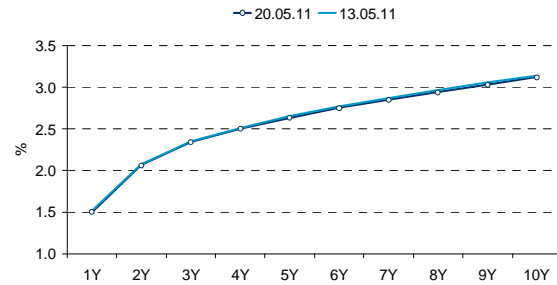


## Přehled trhů

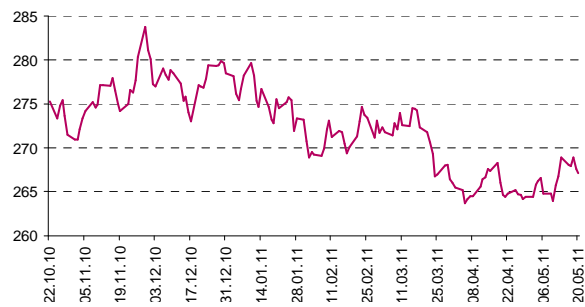
EURCZK



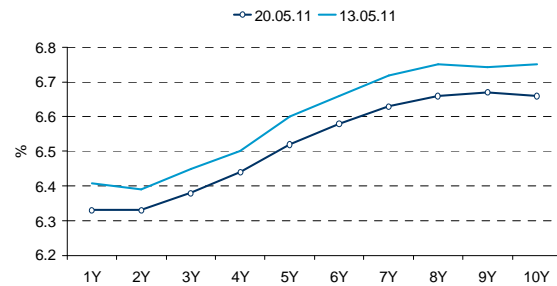
CZ IRS



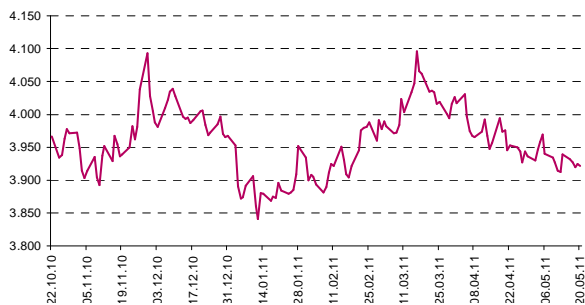
EURHUF



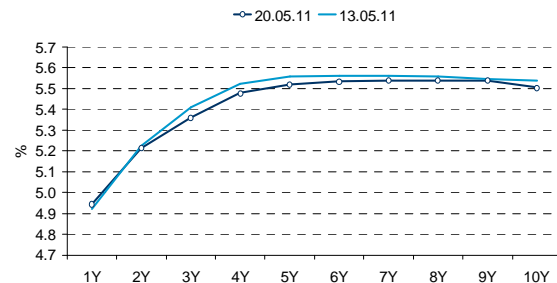
HU IRS



EURPLN



PL IRS



## Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
EMU	23.5.2011	10:00	Index nákupních manažerů ve službách	05/2011 *A			56,5		56,7	
EMU	23.5.2011	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu	05/2011 *A			57,5		58,0	
<b>Německo</b>	<b>24.5.2011</b>	<b>08:00</b>	<b>HDP (%)</b>	<b>1Q/2011 *F</b>				<b>5,2</b>		<b>5,2</b>
Maďarsko	24.5.2011	09:00	Maloobchodní tržby (%)	03/2011				0,2		0,2
Německo	24.5.2011	10:00	Index Ifo (očekávání)	05/2011			107,0		107,7	
<b>Německo</b>	<b>24.5.2011</b>	<b>10:00</b>	<b>Index podnikatelské nálady Ifo</b>	<b>05/2011</b>			<b>113,7</b>		<b>114,2</b>	
Německo	24.5.2011	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)	05/2011			120,8		121,0	
EMU	24.5.2011	11:00	Nové průmyslové zakázky (%)	03/2011			-1,1	12,8	0,9	21,3
<b>USA</b>	<b>24.5.2011</b>	<b>16:00</b>	<b>Prodej nových domů (tis.)</b>	<b>04/2011</b>			<b>305</b>		<b>300</b>	
<b>Polsko</b>	<b>25.5.2011</b>	<b>10:00</b>	<b>Maloobchodní tržby (%)</b>	<b>04/2011</b>			<b>0,0</b>	<b>14,5</b>	<b>18,8</b>	<b>9,4</b>
Polsko	25.5.2011	10:00	Míra nezaměstnanosti (%)	04/2011			12,6		13,1	
ČR	25.5.2011	12:00	Aukce st. dluhop. pohyb. sazba/2016 (mld. CZK)	05/2011			7			
<b>USA</b>	<b>25.5.2011</b>	<b>14:30</b>	<b>Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. pros. (%)</b>	<b>04/2011</b>			<b>0,6</b>		<b>1,3</b>	
USA	25.5.2011	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby (%)	04/2011			-2,0		2,5	
Německo	26.5.2011	08:00	Spotřebitelská důvěra GfK	06/2011			5,6		5,7	
Maďarsko	26.5.2011	12:00	Aukce st. dluhopisu /pohyb.sazba (mld. HUF)	05/2011						
USA	26.5.2011	14:30	Soukromá spotřeba (%)	1Q/2011			2,8		2,7	
USA	26.5.2011	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby (%)	1Q/2011			1,5		1,5	
USA	26.5.2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	21.5.					409	
USA	26.5.2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	14.5.					3 711	
<b>USA</b>	<b>26.5.2011</b>	<b>14:30</b>	<b>HDP (%)</b>	<b>1Q/2011</b>			<b>2,2</b>		<b>1,8</b>	
USA	26.5.2011	14:30	Cenový index HDP (%)	1Q/2011			1,9		1,9	

	datum	čas	udalost	období	odhad		konsensus		predchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Nemecko	27.5.2011	08:00	Harmonizovaná inflace (%)	05/2011 *P			0,1	2,7	0,3	2,7
Nemecko	27.5.2011	08:00	Inflace (%)	05/2011 *P			0,0	2,3	0,2	2,4
SR	27.5.2011	09:00	Ceny v průmyslu (%)	04/2011					0,3	3,3
<b>EMU</b>	<b>27.5.2011</b>	<b>10:00</b>	<b>Peněžní zásoba M3 (%)</b>	<b>04/2011</b>				<b>2,4</b>		<b>2,3</b>
EMU	27.5.2011	11:00	Index spotřebitelské důvěry	05/2011 *F					-12	
EMU	27.5.2011	11:00	Index ekonomické důvěry	05/2011			105,7		106,2	
USA	27.5.2011	14:30	Osobní výdaje (%)	04/2011			0,4		0,6	
USA	27.5.2011	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby (%)	04/2011			0,2	1,0	0,1	0,9
USA	27.5.2011	14:30	Deflátor osobní spotřeby (%)	04/2011				1,9		1,8
USA	27.5.2011	14:30	Osobní příjmy (%)	04/2011			0,4		0,5	
USA	27.5.2011	16:00	Kontrakty na prodej domů (%)	04/2011			-1,0		5,1	-11,5
USA	27.5.2011	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan	05/2011 *F			72,4		72,4	

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 depo	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	4.50	4.75	4.75	4.75	25 bps	11.5.2011

### Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	VI.11	IX.11	XII.11	III.12	VI.12
Česko	PRIBOR 3M	1.22	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	4.45	4.45	4.65	4.80	4.80	4.80

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

		současná hodnota	VI.11	IX.11	XII.11	III.12	VI.12
Česko	IRS 10 let	3.12	3.40	3.50	3.60	3.70	3.85
Maďarsko		6.67	7.50	7.25	7.00	7.00	6.90
Polsko		5.52	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	24.5	24.2	24.6	24.4	24.0	23.7
Maďarsko	EUR/HUF	268.2	280	275	270	270	270
Polsko	EUR/PLN	3.92	3.90	4.00	3.70	3.70	3.60

### HDP

	HDP			Meziroční změna v %			
	Q1 2011	Q2 2011	Q3 2011	Q4 2011	Q1 2012	Q2 2012	Q3 2012
Česko	2.5	2.2	2.1	1.5	1.5	2.5	3.0
Maďarsko	2.3	2.5	2.7	3.2	3.2	3.2	3.2
Polsko	4.4	4.4	4.6	4.2	4.6	4.9	4.7

### Inflace

	Inflace						
	VI.11	IX.11	XII.11	III.12	VI.12	IX.12	XII.12
Česko	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3	2.0
Maďarsko	4.3	4.5	4.5	4.2	4.0	3.5	3.0
Polsko	4.3	4.4	4.2	3.3	3.5	3.3	3.0

### 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.