



● Polsko

Přiloží NBP nohu opět na brzdový pedál?

2

● Výhled na týden

Česká inflace se vrací k cíli

4

Region zpomaluje, NBP však pokračuje v utahování šroubů

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24.36	-0.62%	↗	→
EUR/PLN	3.952	-0.46%	↘	→
EUR/HUF	264.8	-1.15%	↗	→
3M PRIBOR	1.21	0.00	→	↗
3M WIBOR	4.45	0.00	↗	↗
3M BUBOR	6.10	0.00	→	→
10Y CZK	3.63	-0.09	↗	↗
10Y PLN	5.96	-0.10	↗	↗
10Y HUF	7.01	-0.07	↗	↗
3M EURIBOR	1.44	0.00	↗	→
10Y EMU	2.99	0.00	→	→

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Zpomalení, které možná zatím není tolik vidět v klíčové zemi Evropy – Německu, dorazilo do střední Evropy. Naznačuje to propad předstihových květnových indexů podnikatelské nálady v průmyslu, který byl poměrně dramatický napříč celým středoevropským regionem. Tvrdá data o průmyslové výrobě v ČR a Maďarsku za duben by přitom domněnku o zpomalujícím tempu růstu v regionu mohly dále přizívit.

Poněkud paradoxně v situaci, kdy středoevropské ekonomiky vykazují známky ochlazování chystá polská centrální banka další restriktivní zásah v podobě zvýšení úrokových sazeb o 25 bazických bodů. Polský Výbor pro měnovou politiku přitom zjevně netrápí růst, neboť ten se, jak ukázal report o HDP za první kvartál tohoto roku, vyvíjí přesně v souladu s očekáváním centrální banky. Tím co NBP trápí je aktuální míra inflace, která výrazně překračuje inflační cíl centrální banky a ta se přitom obává, že se dnes vysoká inflace nakonec přenesení do inflačních očekávání. Zdali se tak stane není vůbec jisté, zvláště pak připustíme-li, že by evropská, resp. globální ekonomika mohla dále ochlazovat, což by mohlo přinést i nižší ceny komodit (které by na vysoké polské inflaci měly zjevně svůj negativní podíl). Tím si však členové Výboru pro měnovou politiku zjevně nejsou jisti a proto opět proti inflační hrozbě zasáhnou zvýšením oficiální úrokové sazby.

Příloží NBP nohu opět na brzdový pedál?

Petr Báča

Pravděpodobně ano.

Nadcházející středu bude na pořadu dne zasedání polského Výboru pro měnovou politiku (RPP), kde se očekává další zásadní rozhodnutí o nastavení úrokových sazeb. Tentokrát bude zasedání obohaceno i o projednávání nové inflační zprávy.

Ačkoliv reálná ekonomika se vyvíjí v souladu s očekáváním, ...

Právě srovnání dosud poslední březnové prognózy NBP s realitou dobře ilustruje současnou makroekonomickou situaci. Co se týče reálné ekonomiky, tak si prognóza NBP vede velice dobře. Předpovídaný růst HDP v prvním čtvrtletí o 4,4 % meziročně se potvrdil, stejně jako fakt, že došlo k výraznému nárůstu příspěvku investic do fixního kapitálu k růstu HDP, ačkoliv zde byla prognóza ještě o něco optimističtější. Naopak, spotřeba domácností vzrostla ve skutečnosti více, než se čekalo, a to i navzdory pomalému tempu růstu reálných mezd a přetrvávající relativně vysoké nezaměstnanosti. Její příspěvek k růstu činil dokonce 2,9 procentního bodu.

... tak inflace NBP výrazně překvapuje.

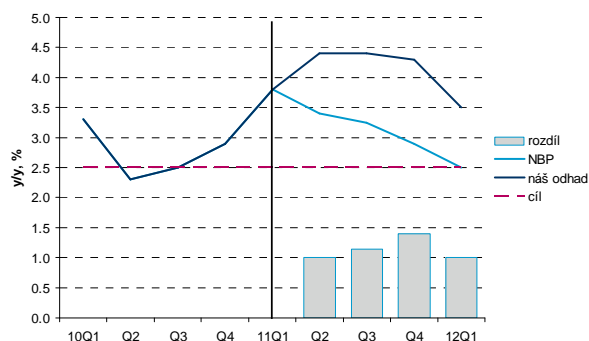
Kde se však predikční aparát NBP výrazně zmýlil, je míra inflace. Již v březnu vyskočila v meziročním vyjádření na 4,3 % a v dubnu dosáhla 4,5 %. Inflace ve druhém čtvrtletí tohoto roku by podle našich odhadů mohla dosáhnout zhruba 4,4 %. Takový scénář se přitom pohybuje na samé hranici 90 % intervalu spolehlivosti z březnové inflační zprávy. Je tedy zřejmé, že v tomto bodě bude zřejmě nová inflační zpráva značně revidována (pro zbytek roku směrem vzhůru). Na druhou stranu, skutečnost, že hospodářský růst byl konzistentní s prognózou a reálné mzdy rostou jen pomalu, může být pro NBP uklidňujícím signálem, že polská inflace je spíše tlačena vysokými cenami komodit než neočekávaně vysokou poptávkou.

Navíc, růst cen se promítá i do inflačních očekávání.

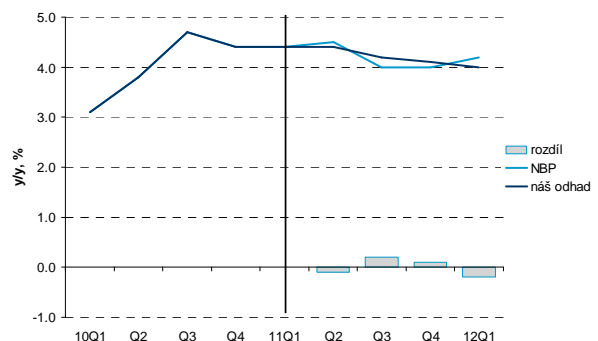
Nicméně inflační očekávání polských domácností po dubnovém poklesu na 4 % v květnu opět vzrostla na 4,3 % a inflace se stále pohybuje vysoko nad cílem NBP. To činí většinu členů RPP nervózních. Ve světle posledních výroků je pravděpodobné, že polská centrální banka může tempo utahování urychlit tak, že si většinu odbude v měsících s vysokou inflací. Minimálně části bankovní rady jsou proti srsti dnešní negativní reálné úrokové sazby (ex-post, měřeno současnou inflací) a věří, že pokud se sazby budou zvyšovat rychleji, nemusí nakonec vzrůst tak vysoko. Novému rozložení sil tak zcela odpovídá i výsledek dubnového hlasování, který skončil 9:1 ve prospěch růstu sazeb o 25 bazických bodů.

Domníváme se tedy, že RPP, který bude mít v ruce novou inflační zprávu, zvýší sazby potřetí v řadě. To by znamenalo, že referenční úroková sazba by dosáhla úrovně 4,50 %, tzn. že by byla o 100 bazických bodů vyšší než na konci loňského roku.

Inflace



HDP

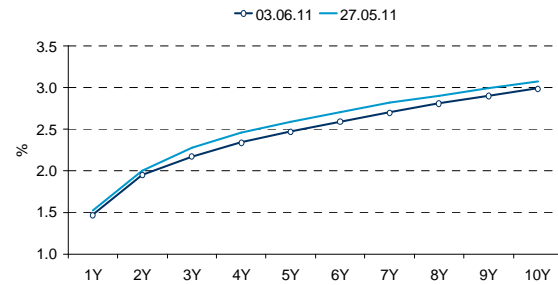


Přehled trhů

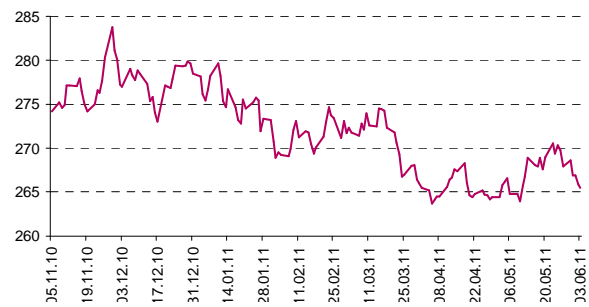
EURCZK



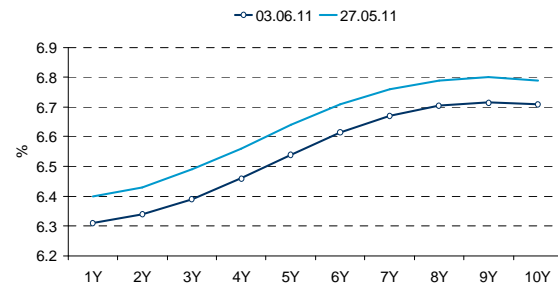
CZ IRS



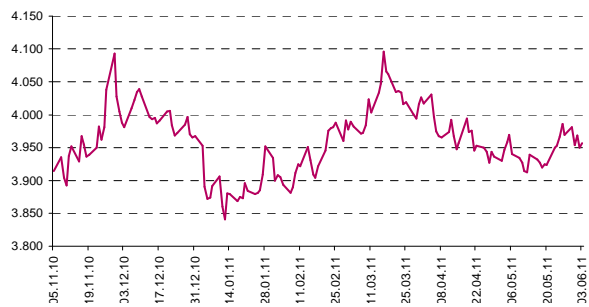
EURHUF



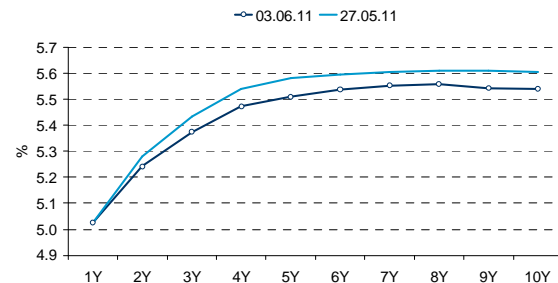
HU IRS



EURPLN



PL IRS



Klíčové očekávané události

PO 9:00, CZ Průmyslová výroba (% y/y)

	IV.11	III.11	IV.10
Měsíčně	6,2	9,5	10,5
kumul. od ledna	11,0	12,7	7,7

CZ: Průmysl zvolňuje

Tempo průmyslové výroby pozvolna slábne. Na vině nejsou ani tak slabší zakázky, jako především vysoké srovnávací základy z předchozího roku, kdy se výroba zvýšila o 10,5 %. Navíc v dubnu zafunguje i efekt nižšího počtu pracovních dnů. Zcela jistě se dá počítat s výrazným meziročním zvýšením produkce automobilového průmyslu a strojírenství. Velmi dobré výsledky vykáže nejspíše i chemie, papírenský a textilní průmysl. Naopak meziroční pokles produkce se dá čekat u energetiky. Celkově jsou výsledky průmyslu pozitivní, a to především díky zahraničním zakázkám. A na ty se bude soustřeďovat pozornost i nadále.

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

	IV.11	III.11	IV.10
Saldo	14,5	21,5	14,1
kumulativ. od ledna	67,4	52,9	61,4
Export (% y/y)	16,0	17,9	13,5
Import (% y/y)	17,0	17,4	14,0

CZ: Zahraniční obchod ve znamení aut

Už předchozí výsledky obchodní bilance naznačovaly, že se exportním firmám z ČR na zahraničních trzích daří. Dvouciferné růsty vývozu jdou ruku v ruce se solidním růstem průmyslu, především výroby aut a strojírenství. Na straně dovozu opět sehraji výraznou roli drahé komodity, které tentokrát navýší importy opět o zhruba 4 mld. korun. Dubnový výsledek obchodu odhaduje na 14,5 mld. korun, přičemž v národním pojetí se zřejmě bude pohybovat jen těsně nad nulou.

ST 9:00, CZ Míra nezaměstnanosti (%)

	V.11	IV.11	V.10
Míra	8,2	8,6	8,7

CZ: Nezaměstnanost klesá

Květen nejspíše přinesl další výrazné snížení nezaměstnanosti v ČR. Hlavní roli i tentokrát sehrály sezónní práce v zemědělství, stavebnictví a ve službách. Vedlejší role přináší odchodům do předčasného důchodu, které se dostaly do centra zájmu v důsledku jejich očekávané úpravy. Nezaměstnanost však klesá i díky rostoucímu zájmu průmyslových firem o nové zaměstnance. V následujících měsících se dočkáme dalšího poklesu nezaměstnanosti, nicméně s nástupem nových absolventů na trh se tento trend zbrzdí.

ST cca 14:00, PL Zasedání NBP

	Náš odhad	Poslední změna
hlavní sazba v %	4,50	5/2011
změna v b. bodech	25	25

PL: Sazby zřejmě porostou

Poslední série komentářů z Polské centrální banky nenechala nikoho na pochybách o tom, že kyvadlo se jednoznačně naklonilo na stranu jestřábů. I relativně umírnění bankéři, kteří dříve v družině guvernéra Belky hájili opatrnější postup teď přeladují. Minimálně části bankovní rady jsou proti srsti dnešní negativní reálné úrokové sazby (ex-post, měřeno současnou inflací) a věří, že pokud se sazby budou zvyšovat rychleji, nemusí nakonec vzrůst tak vysoko. Domníváme se tedy, že RPP, který bude mít v ruce novou inflační zprávu, zvýší sazby potřeby v řadě.

ČT 9:00, CZ Inflace (% m/m)

	V.11	IV.11	V.10
Inflace	0,4	0,3	0,1
Potraviny	1,6	0,4	-0,7
Bydlení a energie	0,1	0,0	0,0
Doprava	0,2	0,5	0,4

CZ: Inflace v režii potravin

Na květnovou inflaci měly tentokrát vliv nejspíše potraviny (především pečivo). Dozvuky cenového růstu se dají čekat u tabákových výrobků, pohonných hmot a sezónního zboží. Meziroční inflace se zřejmě možná krátkodobě dostane i mírně nad prognózu centrální banky, respektive do blízkosti inflačního cíle ČNB. Rizikovými faktory i nadále zůstávají ceny potravin a pohonných hmot. V nejbližších měsících navíc musíme počítat se zdražením zemního plynu pro domácnosti. ČNB i nadále nemusí pospíchat se zvyšováním úrokových sazeb, nicméně rostoucí maloobchodní tržby se zřejmě již dostávají do její pozornosti.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí		
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y	
ČR	6.6.2011	09:00	Obchodní bilance (mld. CZK)	04/2011	14,5		15,0		21,5		
ČR	6.6.2011	09:00	Stavební výroba (%)	04/2011						4,6	
ČR	6.6.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	04/2011		6,2		8,0		9,5	
EMU	6.6.2011	11:00	Výrobní ceny (%)	04/2011			0,8	6,6	0,7	6,7	
SR	7.6.2011	09:00	Maloobchodní tržby (%)	04/2011						-3,4	
Maďarsko	7.6.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	04/2011 *P				9,7	-3,6	9,2	
EMU	7.6.2011	11:00	Maloobchodní tržby (%)	04/2011			0,4		-1,0	-1,7	
Německo	7.6.2011	12:00	Továrni zakázky (%)	04/2011			2,1	9,1	-4,0	9,7	
Maďarsko	7.6.2011	17:00	Rozpočtové saldo (mld. HUF)	05/2011						-666,2	
Německo	8.6.2011	08:00	Běžný účet (mld. EUR)	04/2011				11,0		19,5	
Německo	8.6.2011	08:00	Obchodní bilance (mld. EUR)	04/2011				14,9		18,9	
SR	8.6.2011	09:00	HDP (%)	1Q/2011 *F					3,5	3,5	
ČR	8.6.2011	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	05/2011	8,2		8,2		8,6		
SR	8.6.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	04/2011				6,5		6,8	
SR	8.6.2011	09:00	Stavební výroba (%)	04/2011						0,5	
EMU	8.6.2011	11:00	HDP (%)	1Q/2011 *P			0,8	2,5	0,8	2,5	
ČR	8.6.2011	12:00	Aukce st. dluhopisu 5,70%/2024 (mld. CZK)	06/2011			6				
Německo	8.6.2011	12:00	Průmyslová výroba (%)	04/2011			0,1	10,0	0,7	11,2	
Polsko	8.6.2011	14:00	Zasedání RPP (%)	06/2011			4,50		4,25		
USA	8.6.2011	20:00	Běžová kniha (Fed)	06/2011							
SR	9.6.2011	09:00	Obchodní bilance (mld. EUR)	04/2011				111,8		135,5	
ČR	9.6.2011	09:00	Inflace (%)	05/2011	0,4	1,9	0,3	1,8	0,3	1,6	
ČR	9.6.2011	09:00	HDP (%)	1Q/2011 *F					0,6	2,5	
Maďarsko	9.6.2011	09:00	HDP (%)	1Q/2011 *F					0,7	2,4	
Maďarsko	9.6.2011	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	04/2011 *P				555,0		839,7	
EMU	9.6.2011	13:45	Zasedání ECB (%)	06/2011	1,25		1,25		1,25		
USA	9.6.2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	28.5.						3 711	
USA	9.6.2011	14:30	Obchodní bilance (mld. USD)	04/2011				-48,6		-48,2	
USA	9.6.2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	3.6.						422	
Německo	10.6.2011	08:00	Harmonizovaná inflace (%)	05/2011 *F				-0,2	2,4	-0,2	2,4
Německo	10.6.2011	08:00	Inflace (%)	05/2011 *F				2,3		2,3	
SR	10.6.2011	09:00	Mzdy (%)	04/2011						1,0	
USA	10.6.2011	14:30	Index dovozních cen (%)	05/2011				-0,7	11,2	2,2	11,1
USA	10.6.2011	20:00	Rozpočtové saldo (mld. USD)	05/2011				-160			

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; Sřední Evropa - data sezónně neočištěna, pokud není uvedeno jinak
 Aukce státních dluhopisů: období = datum emise; m/m = poptávka; v/v = 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 depoz	6.00	6.00	6.00	6.25	6.25	6.25	25 bps	24.1.2011
Polsko	2T inter. sazba	4.25	4.50	4.75	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	1.21	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	4.60	5.00	5.10	5.15	5.15

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	VI.11	IX.11	XII.11	III.12	VI.12
Česko	IRS 10 let	3.01	3.40	3.50	3.60	3.70	3.85
Maďarsko		6.71	7.50	7.25	7.00	7.00	6.90
Polsko		5.45	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	24.5	24.6	24.4	24.0	23.7
Maďarsko	EUR/HUF	265.0	280	275	270	267	265
Polsko	EUR/PLN	3.95	4.00	4.00	3.70	3.70	3.60

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

	Meziroční změna v %						
	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.