



- **Polsko**

NBP pokračuje v rychlém utahování měnových šroubů 2

- **Česká republika**

Poslední čísla z ekonomiky nad prognózou ČNB 3

- **Výhled na týden**

Polská inflace se konečně stabilizuje 5

Úrokové sazby v regionu stále hrají podle rozdílných not

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24.12	-0.91%	↗	↘
EUR/PLN	3.931	-0.67%	↗	→
EUR/HUF	264.3	-0.52%	↗	→
3M PRIBOR	1.21	0.01	→	↗
3M WIBOR	4.66	0.21	→	→
3M BUBOR	6.10	0.00	→	→
10Y CZK	3.63	-0.02	↗	→
10Y PLN	5.83	-0.13	→	→
10Y HUF	6.91	-0.10	↗	↗
3M EURIBOR	1.47	0.03	→	→
10Y EMU	3.00	-0.02	→	↗

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Již po několikáté v řadě se ukazuje, že krátkodobé úrokové sazby ve středoevropském regionu (pokud do něj přibereme i Německo a Rakousko) se nenesou na stejné vlně a to i přesto, že hospodářský cyklus se vyvíjí velmi podobně. Zatímco úrokové sazby v Čechách lehce vzrostly, pak v Polsku a v eurozóně stagnovaly či dokonce lehce poklesly. Zatímco v ČR dirigovaly pohyb úroků makroekonomická čísla, pak v Polsku i eurozóně to byly primárně centrální banky. Zajímavé přitom na pohybu úroků v regionu v tomto týdnu bylo, že v případě NBP a ECB bylo zvýšení (ať již faktické či naplánované) oficiálních úrokových sazeb následováno poklesem očekávání jejich dalšího růstu.

Mnohé pochopitelně souvisí s tím jaký je dlouhodobější inflační výhled jednotlivých ekonomik odvozený od současného nastavení měnové politiky. A zde vidíme, mezi situací české ekonomiky na straně jedné a situací v eurozóně, resp. v Polsku na straně druhé, viditelné rozdíly. V eurozóně i v Polsku totiž tento rok inflace vzrostla viditelně nad inflační cíl, přičemž reakcí bylo v obou případech citelné utahení měnové politiky, které pochopitelně vylepší inflační výhled pro druhou polovinu roku. Naopak v případě české ekonomiky je třeba počítat s tím, že inflace se teprve v následujících měsících začne šplhat nad inflační cíl. S tím sice ČNB počítá, avšak tak jako ECB či NBP si nemůže být jista, kdy bude letošní inflační vrchol. V situaci, kdy jsou krátkodobé korunové reálné úrokové sazby negativní, by tak časem mohly členové bankovní rady ČNB, podobně jako jejich kolegové z ECB a NBP, znervóznit a snažit se tento vývoj korigovat. I proto si stále myslíme, že náš odhad pro letní zvýšení úroků ČNB zůstává stále relevantní.

NBP pokračuje v rychlém utahování měnových šroubů

Jan Bureš, Petr Báča

NBP zvedla sazby, letos již počtvrté, ...

Polská centrální banka ve středu zvýšila úrokové sazby o dalších 25 bps. Letos jde již o čtvrté kolo utahování měnové politiky, takže základní úroková sazba momentálně činí 4,50 %. Ani poslední akcí NBP však cyklus zvyšování úrokových sazeb letos pravděpodobně nekončí. I když si asi NBP bude chtít načas vybrat pauzu, růst sazeb ještě není v tuto chvíli u konce.

Podle oficiálního tiskového prohlášení bylo červnové rozhodnutí činěné na pozadí překvapivě rostoucí inflace, která by měla i v následujících měsících zůstat na zvýšené úrovni, i inflačních očekáváním, na která jsou polští centrální bankéři relativně citliví. NBP v tuto chvíli musí být také spokojená se strukturou hospodářského růstu, ve které jsou vidět další čtvrtletí v řadě zrychlující investice. Členové Výboru pro měnovou politiku (RPP) navíc vnímají rostoucí rizika druhotných dopadů vysoké inflace v podobě potenciálního tlaku na růst mezd. Významné utahení měnové politiky v první polovině roku by mělo podle RPP ve střednědobém horizontu přivést inflaci zpět k cíli.

... a nyní by si měla dát pauzu.

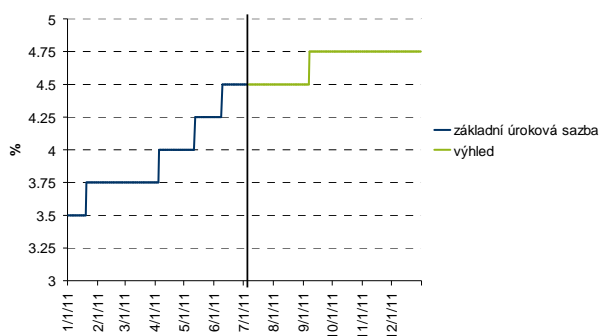
Guvernér NBP Belka uvedl na tiskové konferenci, že NBP plánuje po nějaký čas nechat sazby na současné úrovni, ale jedním dechem dodal, že RPP je připraven jednat, pokud se výhled na dosažení inflačního cíle zhorší. Belka dodal, že neočekává, že významný nárůst sazeb v tomto roce drasticky ovlivní výkon polské ekonomiky. Belka rovněž ocenil vyšší stabilitu polské měny, které podle jeho názoru prospěly prodeje eur z evropských fondů.

Připomeňme, že inflace překvapila NBP, když již v březnu vyskočila v meziročním vyjádření na 4,3 % a v dubnu dosáhla 4,5 % (2 procentní body nad cílem). 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 nová inflační zpráva značně revidována (pro zbytek roku směrem vzhůru). Na druhou stranu, skutečnost, že hospodářský růst byl konzistentní s prognózou a reálné mzdy prozatím nevykazují dramatický nárůst, může být pro NBP uklidňujícím signálem, že polská inflace je spíše tlačena vysokými cenami komodit než neočekávaně vysokou poptávkou.

Vysoká inflace a solidní růst by však mohly donutit NBP zvýšit sazby ještě jednou na podzim.

NBP si tak pravděpodobně po rychlém utahování v posledních měsících může vybrat pauzu. To ostatně naznačují i poslední komentáře guvernéra. Nicméně na začátku podzimu (září) počítáme ještě s posledním růstem sazeb v tomto cyklu na konečných 4,75 %. Polská ekonomika se rok před mistrovstvím Evropy ve fotbale poveze na vlně investic. Současně by měla inflační očekávání polských domácností zůstat i v dohledné době na vyšších úrovních. To by mělo nakonec polské centrální bankéře přimět zvednou sazby.

Úroková sazba v roce 2011



Poslední čísla z ekonomiky nad prognózou ČNB

Petr Dufek

Inflační vývoj zrychlil v důsledku zdražování potravin a pohonných hmot.

Podle očekávání do květnových spotřebitelských cen nejvíce promluví potraviny, které v posledním měsíci zdražily o více než dvě procenta, především kvůli zvyšování cen pečiva. Meziměsíční inflace dosáhla 0,5 %, meziroční je přesně na cíli ČNB, tedy 2 %.

Nejvýraznější pohyb směrem vzhůru zaznamenávají potraviny, které stojí v průměru o 6,7 % více než ve stejném období loňského roku. Se zpožděním se tak do spotřebitelských cen dostávají předchozí nákladové tlaky z výroby – tedy drahá energie, paliva a zemědělské komodity. Zvrátit tento trend může teprve letošní úroda, krátkodobě navíc sehraje roli i aktuální nezáměr o zeleninu.

Inflace zůstává navzdory vysokým cenám vstupů (PPI) stále poměrně umírněná díky oslabené domácí poptávce. Přesto i dnes zveřejněná čísla nepochybně podpoří úvahy o zvýšení úrokových sazeb ČNB v dřívějším termínu, než předpokládá prognóza centrální banky. Pro úplnost dodáváme, že v dalších měsících se přitom inflace od cílové hodnoty ČNB výrazněji neodchýlí, a to ani navzdory červnovému zvýšení cen zemního plynu. Přesto nelze zapomínat na zadržené inflační tlaky v podobě prudce rostoucích průmyslových cen, které se ve spotřebitelské inflaci zatím plně nepromítly. Další velkou nejistotou z pohledu inflace zůstává návrh na postupné sjednocení obou sazeb DPH.

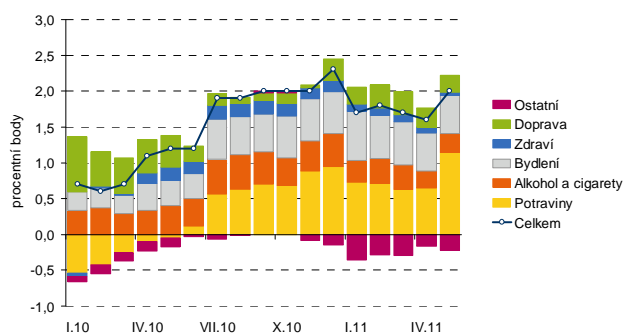
Vedle inflace překonal očekávání centrální banky i růst české ekonomiky.

Podle zpřesněných výsledků se HDP v úvodu roku zvýšil oproti předchozímu čtvrtletí o 0,9 %, meziročně o 2,8 % (první odhad ČSÚ činil 0,5 %, resp. 2,5 %). K meziročnímu růstu pomohl ekonomice především zahraniční obchod a investice. Pozitivní je, že sice investice po téměř čtyřech letech opět rostou, ale je to především díky nákupům dopravních prostředků. Spotřeba domácností na začátku roku poklesla. Šetřil i vládní sektor, takže celková spotřeba táhla ekonomiku dolů.

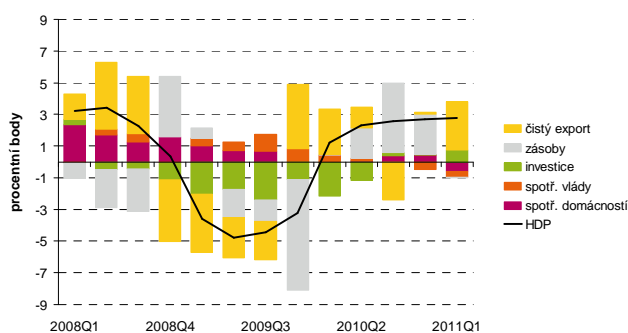
Celkově jsou výsledky ekonomiky za první kvartál příznivé, nicméně stojí především na zahraniční poptávce, respektive na exportně orientovaném průmyslu. Růst domácí poptávky se opírá pouze o investice, jejichž struktura příliš optimismu zatím nedodává. Navíc se dá očekávat, že růst ekonomiky v dalších čtvrtletích bude mírně slábnout, jak už napovídají poslední výsledky z průmyslu, stavebnictví i služeb.

Závěrem lze dodat, že HDP je nad úrovní prognózy ČNB a nejspíše i inflace. Obě čísla nahrávají dřívějšímu zvýšení úrokových sazeb než naznačuje poslední prognóza centrální banky, která předpokládá první navýšení sazeb až ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku.

Struktura meziroční inflace v ČR
(vliv jednotlivých složek koše)



Příspěvek poptávky k růstu HDP

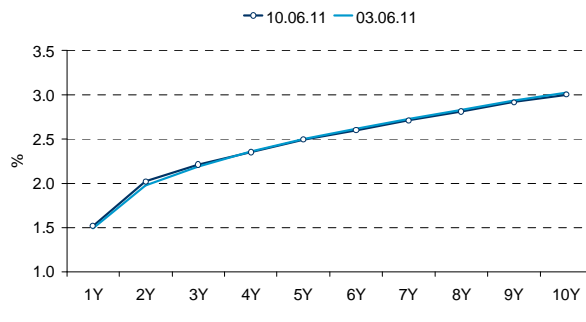


Přehled trhů

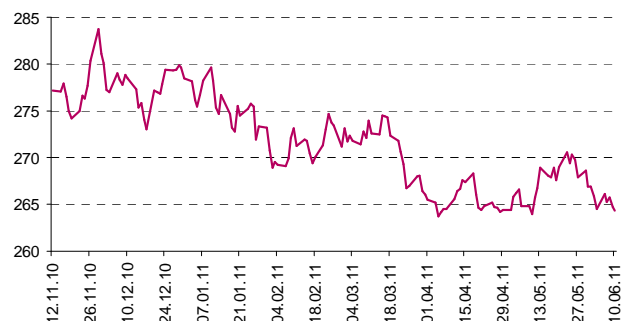
EURCZK



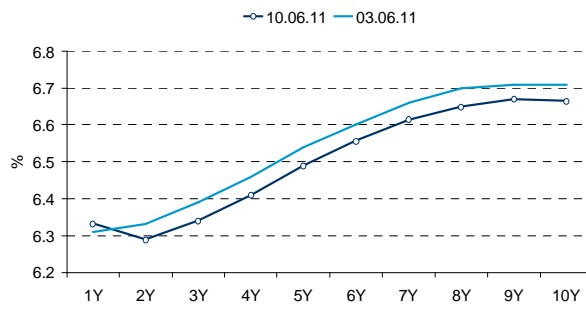
CZ IRS



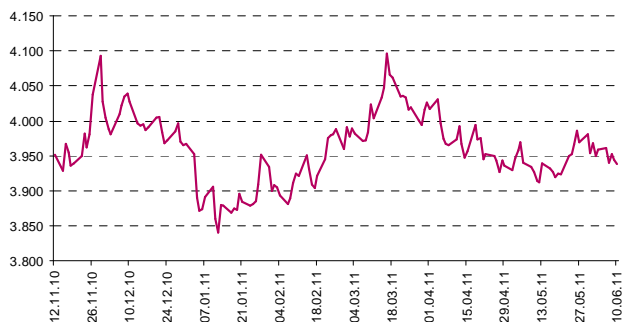
EURHUF



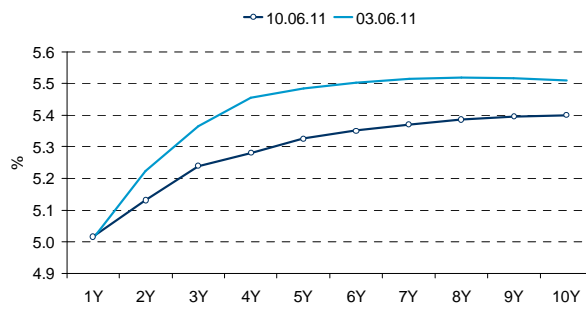
HU IRS



EURPLN



PL IRS



Klíčové očekávané události

ÚT 10:00, CZ Běžný účet (mld. CZK)

	IV.11	III.11	IV.10
Běžný účet	-4,5	2,3	8,3
kumul. od ledna	13,8	18,3	14,7
Obchodní bilance	6,5	13,1	9,2
kumul. od ledna	35,2	28,7	38,0

ST 9:00, CZ PPI (% , y/y)

	V.11	IV.11	V.10
Meziměsíčně	0,4	0,8	0,7
Meziročně	6,0	6,4	1,5

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

	V.11	IV.11	V.10
Inlace	4,5	4,5	2,2
Potraviny (bez alk.)	7,8	7,2	0,6
Doprava (vč. pohonných hmot)	5,8	7,6	8,1

CZ: Dividendy překlopí BÚ do deficitu

Dubnový výsledek běžného účtu nejspíše ovlivnil start dividendové sezóny, která bude pokračovat i v příštích měsících. Na jedné straně tak uvidíme přebytkový obchod se zbožím a službami, na straně druhé rostoucí pasivum výnosové bilance ovlivněné především transferem zisků z podniků pod zahraniční kontrolou. Ani tak by se však vývoj běžného účtu neměl v letošním roce zhoršovat. Dokonce i nadále předpokládáme, že se jeho saldo ve srovnání s loňským rokem mírně sníží z -3,8 % HDP na -3,6 %.

CZ: Přestávka v růstu průmyslových cen

Za mírným zpomalením meziměsíčního růstu cen v průmyslu stojí příznivější vývoj cen komodit. Na chvíli tak zřejmě polevil tlak ze strany drahé ropy tlačící vzhůru ceny v rafinářském průmyslu. Jak je však patrné z aktuálního vývoje, byla tato přestávka zřejmě jen dočasná. Vedle rafinerií své produkty zdražoval nejspíše i potravinářský průmysl, který se tak vyrovnává s vysokým vzestupem cen zemědělských komodit. I nadále však platí, že se ceny průmyslových výrobků ještě plně neprojeví ve spotřebitelských cenách.

PL: Inlace zůstane na 4,5 %

Inlace v květnu pravděpodobně stagnovala na úrovni 4,5 % meziročně, kam se dostala již v minulém měsíci, a zůstává tak daleko nad inflačním cílem NBP. Hlavním přispěvatelem ke květnovému růstu by opět měly být ceny potravin a nealkoholických nápojů (váha ve spotřebním koši je 24 %), které podle našich odhadů rostly meziměsíčně o 1,2 %. Naopak, květnový pokles cen ropy by mohl hrát ve prospěch mírného zpomalení inflace. Domníváme se, že v následujících dvou měsících by mohla inflace meziročně zpomalit a že v srpnu by se mohla vrátit k současným úrovním.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
SR	13.6.2011	09:00	Inflace (%)	05/2011			0,3	3,9	0,4	3,7
ČR	14.6.2011	10:00	Běžný účet (mld. CZK)	04/2011	-4,5		-4,2		2,7	
Polsko	14.6.2011	14:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	04/2011			-550		-715	
Polsko	14.6.2011	14:00	Běžný účet (mil. EUR)	04/2011			-970		-1 376	
Polsko	14.6.2011	14:00	Peněžní zásoba M3 (%)	05/2011			1,5		-1,7	
USA	14.6.2011	14:30	Jádrový index cen v průmyslu (%)	05/2011			0,2	2,1	0,3	2,1
USA	14.6.2011	14:30	Maloobchodní tržby (%)	05/2011			-0,4		0,5	
USA	14.6.2011	14:30	Maloobchodní tržby – bez automobilů (%)	05/2011			0,3		0,2	
USA	14.6.2011	14:30	Výrobní ceny (%)	05/2011			0,0	6,6	0,8	6,8
USA	14.6.2011	21:30	Projev Bernankeho o fiskální udržitelnosti (Fed)	06/2011						
ČR	15.6.2011	09:00	Výrobní ceny (%)	05/2011	0,4	6,0	0,4	6,0	0,8	6,4
Maďarsko	15.6.2011	09:00	Inflace (%)	05/2011			0,5	4,3	0,6	4,7
Maďarsko	15.6.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	04/2011 *F					0,5	9,5
EMU	15.6.2011	10:45	Hlasování v parlamentu EU pro kandidaturu Draghiho	06/2011						
EMU	15.6.2011	11:00	Průmyslová výroba (%)	04/2011			0,1	5,0	-0,2	5,3
Polsko	15.6.2011	14:00	Inflace (%)	05/2011			0,3	4,6	0,5	4,5
USA	15.6.2011	14:30	Inflace (%)	05/2011			0,1	3,3	0,4	3,2
USA	15.6.2011	14:30	Jádrová inflace (%)	05/2011			0,2	1,4	0,2	1,3
USA	15.6.2011	14:30	Podnikatelská nálada ve státě N.Y.	06/2011			13,50		11,88	
Polsko	15.6.2011	15:00	Rozpočtové saldo (mld. PLN)	05/2011					-21,6	
USA	15.6.2011	15:15	Průmyslová výroba (%)	05/2011			0,3		0,0	
USA	15.6.2011	15:15	Využití kapacit (%)	05/2011			77,1		76,9	
USA	15.6.2011	16:00	Index stavitelů rodinných domů	06/2011			16		16	

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
SR	16.6.2011	09:00	Harmonizovaná inflace (%)	05/2011			0,3	4,1	0,5	3,9
EMU	16.6.2011	11:00	Jádrová inflace (%)	05/2011				1,6		1,6
EMU	16.6.2011	11:00	Inflace (%)	05/2011			0,0	2,7	0,6	2,8
Maďarsko	16.6.2011	12:00	Aukce st. dluhopisu/pevná sazba (mld. HUF)	06/2011 *A						
Polsko	16.6.2011	14:00	Mzdy (%)	05/2011			-1,9	5,4	-1,0	5,9
USA	16.6.2011	14:30	Běžný účet (mld. USD)	1Q/2011			-129,0		-113,3	
USA	16.6.2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	10.6.					427	
USA	16.6.2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	3.6.					3 676	
USA	16.6.2011	14:30	Zahájení staveb nových domů	05/2011			540		523	
USA	16.6.2011	14:30	Udělená stavební povolení	05/2011			553		551	
USA	16.6.2011	16:00	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu	06/2011			7,0		3,9	
Maďarsko	17.6.2011	09:00	Mzdy (%)	04/2011				4,3		-1,4
EMU	17.6.2011	10:00	Měsíční zpráva ECB (ECB)	06/2011						
EMU	17.6.2011	11:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	04/2011			-2,0		-0,9	
Polsko	17.6.2011	14:00	Průmyslová výroba (%)	05/2011			2,8	7,2	-9,4	6,6
Polsko	17.6.2011	14:00	Ceny v průmyslu (%)	05/2011			0,4	7,2	0,8	8,9
USA	17.6.2011	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan	06/2011 *P			74,5		74,3	
USA	17.6.2011	16:00	Předstihové ukazatele	05/2011			0,2		-0,3	

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	Jun-11	Sep-11	Dec-11	Mar-12	Jun-12	poslední změna	
Česko	2T repo	0.75	0.75	1.00	1.25	1.25	1.50	-25 bps	5/6/2010
Maďarsko	2T depó	6.00	6.00	6.00	6.25	6.25	6.25	25 bps	1/24/2011
Polsko	2T inter. sazba	4.25	4.50	4.75	4.75	4.75	4.75	25 bps	5/11/2011

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	Jun-11	Sep-11	Dec-11	Mar-12	Jun-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	4.66	4.60	5.00	5.10	5.15	5.15

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	Jun-11	Sep-11	Dec-11	Mar-12	Jun-12
Česko	IRS 10 let	3.00	3.40	3.50	3.60	3.70	3.85
Maďarsko		6.70	7.50	7.25	7.00	7.00	6.90
Polsko		5.35	5.95	6.00	6.10	6.15	6.20

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	Jun-11	Sep-11	Dec-11	Mar-12	Jun-12
Česko	EUR/CZK	24.1	24.5	24.6	24.4	24.0	23.7
Maďarsko	EUR/HUF	264.5	280	275	270	267	265
Polsko	EUR/PLN	3.93	4.00	4.00	3.70	3.70	3.60

HDP

	Q1 2011	Q2 2011	Q3 2011	Meziroční změna v %			
				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

	Jun-11	Sep-11	Dec-11	Meziroční změna v %			
				Mar-12	Jun-12	Sep-12	Dec-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	-6.9

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.