



- **Česká republika, Maďarsko, Polsko**
Inflace 2
- **Česká republika**
Spotřebitelská poptávka zůstává v útlumu 3
- **Výhled na týden**
Růst průmyslových cen v ČR zpomaluje 5

Úvahy o měnovém „financování“ rozpočtu se nevyplatí

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25.62	↗	↗
EUR/PLN	4.423	↗	↗
EUR/HUF	310.3	↗	↗
3M PRIBOR	1.17	→	→
3M WIBOR	4.98	→	→
3M BUBOR	7.63	↗	↗
10Y CZK	3.39	↗	↗
10Y PLN	5.81	↗	↗
10Y HUF	9.33	↗	↗
3M EURIBOR	1.32	↘	↘
10Y EMU	1.76	↘	↘

Maďarskému forintu se v uplynulém týdnu podařilo opustit historická minima a rovněž ceny maďarských vládních dluhopisů se viditelně otřepaly ze ztrát zaznamenaných v úplném počátku roku.

Připomeňme si přitom, že kromě přetrvávající nejistoty ohledně toho, zdali vláda v Budapešti získá nový úvěr od MMF a překlene obtížně zvládnutelný splátkový kalendář na tento rok, pak nejvíce irituující hrozbou pro kurz forintu se staly úvahy o tom, že by MNB z devizových rezerv mohla zacelit deficitní rozpočty místních vlád. Z reakce trhu je přitom patrné, že v případě ekonomiky jako je ta maďarská si podobné propojení fiskální a měnové politiky investoři opravdu nedovedou představit a takové úvahy se pak zemi, jež je stále řazena mezi emerging markets, mohou pěkně prodražit.

V uplynulém týdnu to však nebylo jen Maďarsko, které produkovalo zajímavé informace na téma propojení měnové a fiskální politiky. Ve středu totiž zasedala také polská centrální banka a neobešlo se to bez komentářů na výše uvedené téma. NBP sice ponechala podle očekávání sazby beze změny, avšak zajímavý byl postoj NBP k nestandardním nástrojům měnové politiky. Zatímco intervence na podporu zlatého zůstávají dál ve hře, neboť bance se nelíbí vysoká volatilita kurzu (může být škodlivá jak pro růst i pro inflační očekávání), pak NBP dost razantně vylučuje nákupy dluhopisů do vlastní bilance. Zdůrazňuje, že jí zákony nedovolují fungovat jako věřitel poslední instance pro stát, ale pouze pro bankovní sektor.

Po ČNB to tedy byla i polská centrální banka, která odmítla úvahy o tom, že by přistoupila na nějakou formu kvantitativního uvolňování či by se vydala cestou ECB, která již delší dobu nezištně zachraňuje řadu trhů dluhopisů v eurozóně.

INFLACE

Petr Dufek, Jan Čermák, Petr Báča

Závěr roku byl v ČR ve znamení přípravy na vyšší DPH.

Jádrová inflace v Maďarsku je vinou slabého forintu na 18-tí měsíčním maximu.

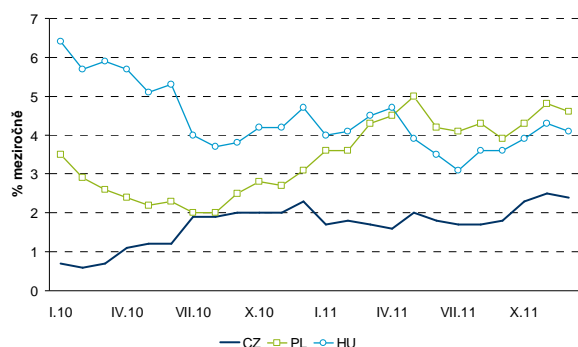
Ceny v Polsku v loňském roce rostly nejrychleji od roku 2008.

I poslední měsíc roku 2011 zůstal ve znamení rychlejšího zvyšování spotřebitelských cen. Stejně jako v listopadu se ceny v obchodech zvýšily o 0,4 %, a to především kvůli rychlému zdražování cen potravin, kterým se zřejmě obchodníci připravovali na lednové zvýšení dolní sazby DPH z deseti na 14 %. Do prosincové inflace promluvily i vyšší poplatky za pobyt v nemocnici a vyšší náklady domácností na zemní plyn. Celková meziroční inflace cílovaná centrální bankou v závěru roku poklesla na 2,4 % a byla tak o sedm desetin procentního bodu nad nejnovější prognózou ČNB. Jak ale sama centrální banka uvedla, i ona předpokládá, že šlo především o předčasný dopad zvýšené DPH. To by ovšem znamenalo, že nás v lednu čeká nižší než očekávaný vzestup inflace. Nicméně ani tak se leden prudšímu zvýšení inflace nevyhne. Lednová inflace s velkou pravděpodobností přeskočí hranici tří procent v důsledku efektu vyšší DPH u dalších položek (doprava, tisk, teplo) a regulovaných cen. Ani vyšší inflace by však neměla přimět centrální banku zvýšit její hlavní úrokovou sazbu, která i nadále zůstává na rekordním minimu.

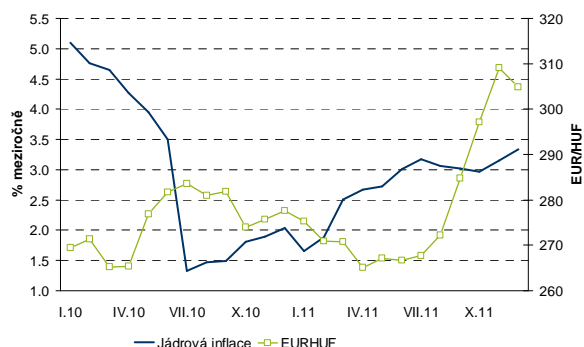
Maďarská míra meziroční inflace skončila rok 2011 těsně nad úrovní koridoru cíleného MNB (2-4 %). K tomuto relativně příznivému výsledku přispěly převážně volatilní ceny potravin a pohonných hmot, které dokonce meziměsíčně poklesly. Na druhou stranu jádrová složka inflace v tomto roce vytrvale rostla, když se v meziročním vyjádření dostala na nejvyšší hodnotu (3,3 %) od poloviny roku 2010. Na růstu jádrové inflace se zjevně začíná podepisovat kurz forintu, který od léta ztratil více než 15 % (viz graf).

Jako poslední z regionálních statistických úřadů zveřejnil čísla o prosincové inflaci ten polský. Podobně jako ve zbytku regionu, i polská inflace mírně zaostala za očekáváním trhu a dosáhla na 4,6 % meziročně. Nicméně, i tak je zřejmé, že při roční míře inflace 4,2 % (nejvyšší od roku 2008) se růst cen v Polsku v uplynulém roce pohyboval daleko nad cílem centrální banky a vesměs i nad horní hranicí tolerančního pásma (3,5 %). Co se týče prosincového výsledku, tak z hlediska struktury byl překvapivý zejména růst dílčího indexu zdraví, jenž meziměsíčně vyskočil o 1,6 %. Výhled na růst cen v prvních měsících příštího roku je poměrně pozitivní - hned v lednu by podle našeho předběžného odhadu inflace měla poklesnout ke 4 %. Nicméně, hlavním důvodem poklesu bude zejména růst srovnávací základny - v lednu 2011 dosáhla meziměsíční inflace hodnoty 1,2 %.

Středoevropská inflace



HU: jádrová inflace vs. EUR/HUF



Spotřebitelská poptávka v ČR zůstává v útlumu

Petr Dufek

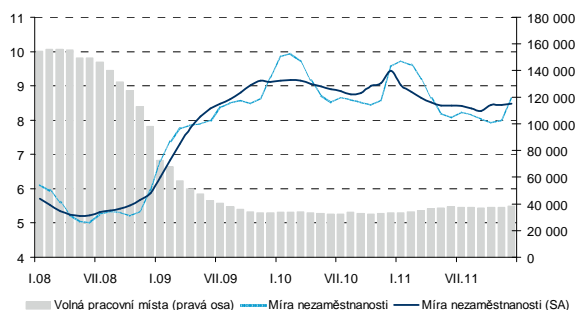
Nezaměstnanost se začíná opět probouzet k růstu.

Obavy z nezaměstnanosti nesvědčí spotřebitelské náladě ani nákupům.

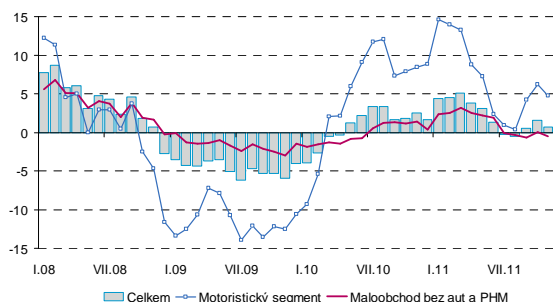
Míra nezaměstnanosti zamířila na konci loňského roku prudce vzhůru. Po listopadových osmi procentech tak uzavřela rok na hodnotě 8,6 %. Z velké části jde tento prudký pohyb vzhůru na vrub sezónnosti, respektive ukončování krátkodobých prací v zemědělství, stavebnictví a v některých službách. Pozvolna se však – i když zatím jen z velmi malé části – začíná na výsledcích trhu práce projevovat i propouštění vyvolané obavami ze zpomalení poptávky v roce 2012. V loňském roce totiž začaly propouštět i firmy potýkající se se slabšími – především domácími – zakázkami. I tak však byla nezaměstnanost na konci roku 2011 o celý jeden procentní bod nižší než v roce 2010. Samozřejmě, že v této souvislosti nemůžeme zapomenout na to, že za celoročním poklesem nezaměstnanosti stál i zvýšený zájem o předčasné odchody do penzí.

Maloobchodní tržby sice ještě v předposledním měsíci roku vykázaly mírný nárůst (meziroční o 0,5 %), avšak především díky automobilovému segmentu. Vysoký zájem o nová auta i v listopadu vylepšil celkový obrázek maloobchodu, i když není zřejmé, nakolik za ním stály nákupy nových aut ze strany firem nebo nerezidentů. Obrázek maloobchodu není ve skutečnosti až tak pozitivní, jak na první pohled vypadá. Obchod bez aut a pohonných hmot má totiž za sebou už tři poklesy v řadě. Poklesy, za nimiž stojí především nižší reálné útraty za potraviny, stravování a ubytování a rovněž i za zboží v lékárnách a drogeriích. Naopak stále velkému zájmu se díky nižším cenám těší elektronika a internetové obchody. Za celý rok 2011 maloobchod bez aut nejspíše zakončil v plusu okolo jednoho procenta, což po dvouletém propadu není až tak slabý výsledek. Rok 2012 však bude v důsledku očekávaného poklesu reálných mezd a omezování sociálních dávek nejspíše opět ve znamení nižších útrat spotřebitelů. Maloobchod se tak může opět dostat do červených čísel, což bude v konečném důsledku znamenat nižší spotřebu i další zbrzdění poptávkové inflace. Centrální banka tak bude moci prodloužit období rekordně nízkých úrokových sazeb i na celý letošní rok.

Míra nezaměstnanosti



Maloobchodní tržby
(meziročně, 3m průměr)

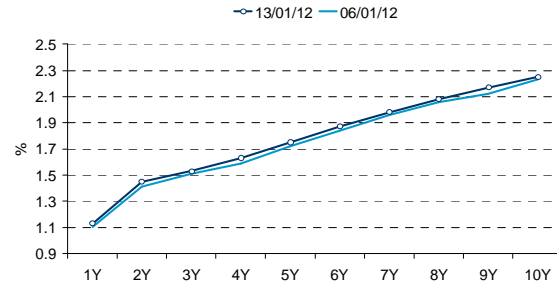


Přehled trhů

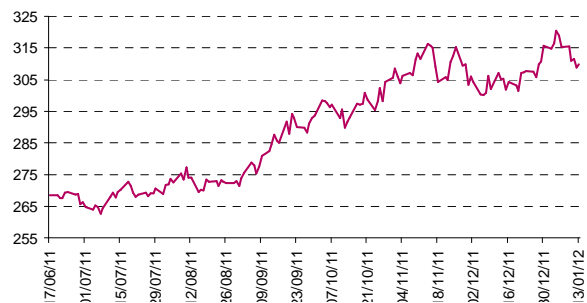
EURCZK



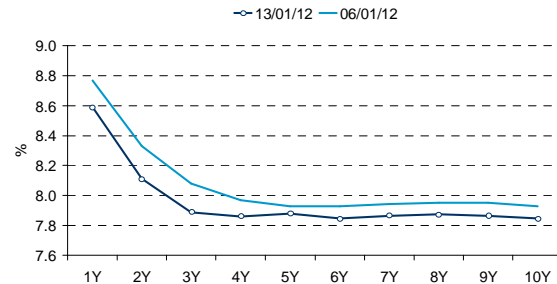
CZ IRS



EURHUF



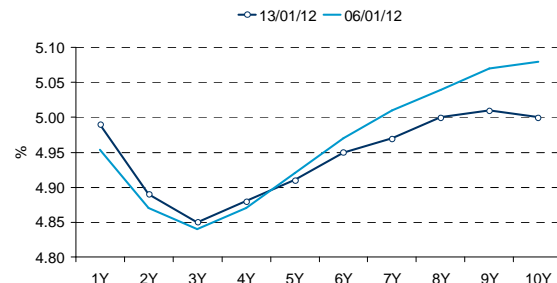
HU IRS



EURPLN



PL IRS



Klíčové očekávané události

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

	XII.11	XI.11	XII.10
Meziměsíčně	0,3	0,4	1,0
Meziročně	4,8	5,6	3,6

CZ: Růst průmyslových cen zpomaluje

Ceny průmyslových výrobců zřejmě v prosinci vzrostly o 0,3 %. Důvodem nejspíše byly – podobně jako v předchozích měsících – vyšší ceny v rafinérském průmyslu, které reagovaly na růst cen ropy způsobený oslabováním české koruny oproti americkému dolaru. Další, kdo přispěl ke zvýšení průmyslových cen, byl pravděpodobně i potravinářský průmysl. I přes meziměsíční růst cen však v meziročním srovnání tempo zdražování průmyslových výrobků zpomaluje na 4,8 %, zatímco ještě v listopadu rostly o 5,6 %.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	16.1.2012	09:00	Výrobní ceny (%)	12/2011	0,3	4,8	0,2	4,7	0,4	5,6
Německo	17.1.2012	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)	01/2012			24,5		26,8	
Německo	17.1.2012	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)	01/2012			-49,8		-53,8	
EMU	17.1.2012	11:00	Jádrová inflace (%)	12/2011				1,6		1,6
EMU	17.1.2012	11:00	Inflace (%)	12/2011			0,4	2,8	0,1	3,0
USA	17.1.2012	14:30	Podnikatelská nálada ve státě N.Y.	01/2012			10,50		9,53	
ČR	18.1.2012	12:00	Aukce st.dluhopisu pohyb. sazba/2017 (mld. CZK)	01/2012						
Polsko	18.1.2012	14:00	Mzdy (%)	12/2011			9,4	4,5	1,8	4,4
USA	18.1.2012	14:30	Jádrový index cen v průmyslu (%)	12/2011			0,1	2,8	0,1	2,9
USA	18.1.2012	14:30	Výrobní ceny (%)	12/2011			0,1	5,1	0,3	5,7
USA	18.1.2012	15:15	Využití kapacit (%)	12/2011			78,1		77,8	
USA	18.1.2012	15:15	Průmyslová výroba (%)	12/2011			0,5		-0,2	
USA	18.1.2012	19:00	Index stavitelů rodinných domů	01/2012			22		21	
EMU	19.1.2012	10:00	Měsíční zpráva ECB (ECB)	01/2012						
EMU	19.1.2012	10:00	Běžný účet (mld. EUR)	11/2011					-7,5	
Polsko	19.1.2012	14:00	Ceny v průmyslu (%)	12/2011			0,6	8,2	0,7	8,9
Polsko	19.1.2012	14:00	Průmyslová výroba (%)	12/2011			-6,2	6,1	0,7	8,7
USA	19.1.2012	14:30	Udělená stavební povolení	12/2011			675		681	
USA	19.1.2012	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	7.1.					3 628	
USA	19.1.2012	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	14.1.					399	
USA	19.1.2012	14:30	Jádrová inflace (%)	12/2011			0,1	2,2	0,2	2,2
USA	19.1.2012	14:30	Zahájení staveb nových domů	12/2011			685		685	
USA	19.1.2012	14:30	Inflace (%)	12/2011			0,1	3,1	0,0	3,4
USA	19.1.2012	16:00	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu	01/2012			11,0		10,3	
EMU	20.1.2012	00:00	Schůzka Merkelová, Sarkozy a Monti v Římě	01/2012						
Německo	20.1.2012	08:00	Ceny v průmyslu (%)	12/2011			0,1	4,6	0,1	5,2
Maďarsko	20.1.2012	09:00	Mzdy (%)	11/2011				5,3		6,1
Polsko	20.1.2012	14:00	Jádrová inflace (%)	12/2011			0,2	3,0	0,3	3,0
USA	20.1.2012	16:00	Prodej stávajících domů (mil.)	12/2011			4,65		4,42	

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

Česko	2T repo	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	-25 bps	5/7/2010
Maďarsko	2T depo	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	50 bps	12/20/2011
Polsko	2T inter. sazba	4.50	4.50	4.50	4.75	4.75	4.75	25 bps	6/9/2011

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	PRIBOR 3M	1.17	1.17	1.12	1.10	1.12	1.22
Maďarsko	BUBOR 3M	7.63	6.50	7.00	7.00	7.00	7.00
Polsko	WIBOR 3M	4.98	4.60	4.60	4.75	4.80	4.80

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	2011Q4	2011Q4	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	CZ10Y	2.19	2.24	2.24	2.40	2.60	2.90
Maďarsko	HU10Y	7.97	7.50	7.50	7.50	7.50	record not found
Polsko	PL10Y	5.02	5.00	5.00	5.10	5.20	5.20

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	EUR/CZK	25.7	26.0	26.2	25.0	24.7	24.5
Maďarsko	EUR/HUF	311	280	270	270	268	265
Polsko	EUR/PLN	4.43	4.10	4.60	4.40	4.20	4.10

HDP

	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	2	1.2	0.7	0.1	-0.1	0.6	1.6
Maďarsko	1.5	1.4	2.0	2.0	1.8	1.8	1.8
Polsko	4.3	4.2	3.8	3.6	3.3	3.0	2.8

Inflace

	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	1.8	2.4	3.4	3.3	3.2	3.1	2.0
Maďarsko	3.6	4.6	3.0	2.8	2.8	2.8	2.8
Polsko	3.9	4.1	3.5	3.0	2.8	2.5	2.5

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

	2010	2011
Česko	-3.8	-3.6
Maďarsko	0.5	2.9
Polsko	-2.1	-5.0

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

Zdroj dat: ČSOB, Bloomberg

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.