



## ● Polsko

Silný růst HDP a vysoká inflace věští stabilitu sazeb

2

## ● Výhled na týden

Sazby ČNB opět beze změny

5

## Ani holubičí akce MNB nedokázala forint potopit

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25,19	↗	↗
EUR/HUF	294,2	↗	↗
EUR/PLN	4,22	↗	↗
3M PRIBOR	1,18	→	→
3M BUBOR	7,50	↗	↗
3M WIBOR	4,98	→	→
10Y CZK	3,24	→	↗
10Y PLN	5,62	→	↗
10Y HUF	8,90	↗	↗
3M EURIBOR	1,14	→	→
10Y EMU	1,85	→	↘

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Středoevropské trhy se i další týden nesly na optimistické vlně, když jak měny, tak dluhopisy všech zemí v regionu zpevnily, přičemž to samé platí i o akciových trzích.

Zisky v řádu jednotek procent byly zaznamenány především v Maďarsku, které zatím stále čeká na dohodu o nové stand-by půjčce od MMF. Všeobecně pozitivní globální sentiment přející rizikovým aktivům přitom dokázal zařít i to, že forint velmi snadno ustál překvapivě holubičí rozhodnutí bankovní rady MNB. Ta se navzdory tržním očekáváním sázejícím na zvýšení základní úrokové sazby totiž rozhodla, že oficiální úrokovou sazbu nezmění. Rozhodnutí MNB přitom nejenže nevyvolalo výprodej forintu, ale naopak vedlo ke zvýšenému zájmu o maďarské dluhopisy, což zpětně pomohlo i maďarské měně. Výsledkem tak bylo posílení forintu na nejsilnější hodnoty od poloviny října minulého roku. Uvidíme nakolik je toto zpevnění maďarské měny udržitelné. Podle našeho názoru ovšem forintu hrozí negativní korekce, která patrně opět povede ke změně nálad na globálních trzích.

Nadcházející týden může být pro středoevropské ekonomiky zajímavý v tom, že nám skrze předstihové indikátory podnikatelských nálad v průmyslu naznačí nakolik je vážná hrozba recese v exportně-orientovaných ekonomikách tohoto regionu. Opět dobrý výsledek německých podnikatelských nálad (indexů Ifo a PMI) spolu s vědomím existence silného napojení českého, maďarského a nakonec i polského průmyslu na výkony velkých německých podniků může předznamenávat další mírné vylepšení situace ve středoevropském průmyslu a tedy i potlačení hrozby recese některé z regionálních ekonomik.

## Silný polský růst HDP a vysoká inflace věští stabilitu sazeb

Petr Báča

**Polská ekonomika rostla v minulém roce o 4,3 %, ...**

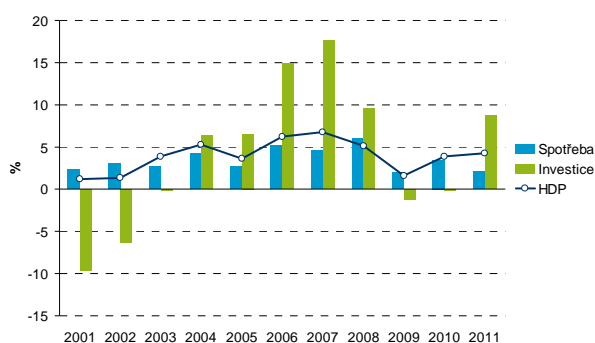
**... což by spolu s vysokou inflací mohlo držet úrokové sazby v následujícím roce na současné úrovni.**

Podle předběžných odhadů polského statistického úřadu (GUS) rostla tamější ekonomika v loňském roce 4,3 procentním tempem, tj. o desetinu rychleji, než se očekávalo. Z poptávkového hlediska se na růstu podílely zejména investice, které po vyloučení vlivu zásob vzrostly oproti roku 2010 o 8,7 %. Ve srovnání s minulým rokem však nepatrně zaostala spotřeba domácností, která rostla o 3,1 % (v roce 2010 to bylo 3,2 %). Z nabídkového pohledu sehrálo výraznou roli stavebnictví, což indikovala i měsíční data. Hrubá přidaná hodnota v tomto odvětví rostla dokonce nejrychleji od roku 2006.

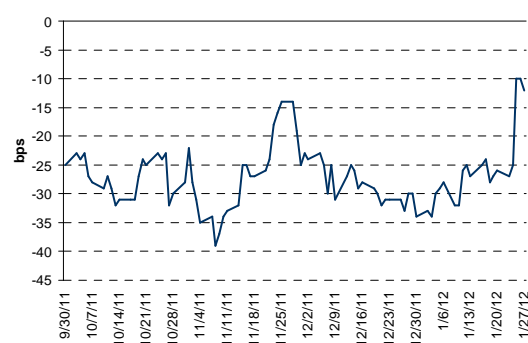
Právě solidní kondice polské ekonomiky byla i předmětem debaty centrálních bankéřů na jejich lednovém zasedání. Ačkoliv centrální bankéři uznávají, že jisté zpomalení ekonomiky lze očekávat, tak se shodují na tom, že růst zůstává, navzdory znatelnému zvyšování sazeb v první polovině loňského roku, poměrně silný. Členové Výboru pro měnovou politiku (RPP) proto brzdili v posledních týdnech optimismus trhů spojený s očekávaným poklesem sazeb v devítiměsíčním horizontu. Série komentářů se nesla v podobném duchu - většina členů RPP preferovala stabilitu sazeb a v případě jejich pohybu odhadovala jednohlasně růst. Kromě dobré kondice domácí ekonomiky centrální bankéře straší i míra inflace, která přetrvává na vysoké úrovni. Trh sice jejich komentářům relativně dlouho odolával, avšak po zveřejnění zápisu z lednového zasedání do velké míry odmazal sázky na pokles sazeb.

Aktuálně tedy trh indikuje pravděpodobnou stabilitu sazeb po většinu roku 2012, čímž se přiblížil našemu základnímu scénáři. Odhadujeme, že inflace se bude i v následujícím roce pohybovat vysoko nad cílem NBP (v průměru by mohla dosáhnout 3,8 %) a zároveň, že růst ekonomiky zůstane i přes úsporná opatření vlády a nižší spotřebu a investice poblíž 3 %.

Vývoj polského HDP

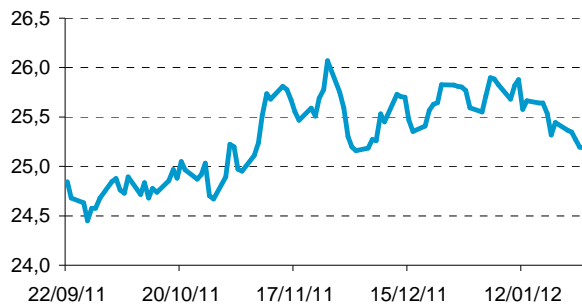


Rozpětí sazeb FRA 9x12 - WIBOR 3M



## Přehled trhů

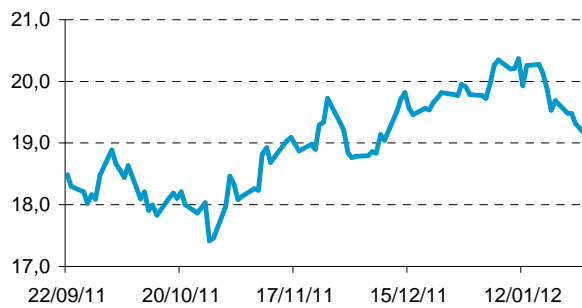
**EURCZK**



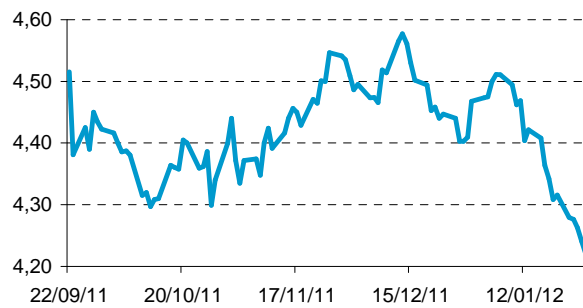
**EURUSD**



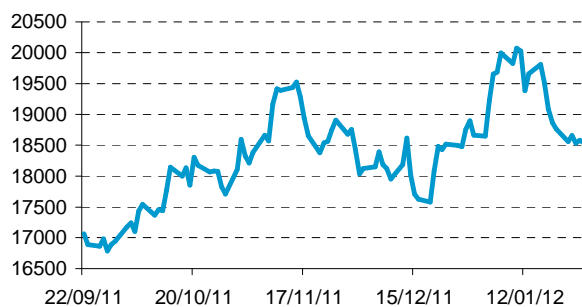
**USDCZK**



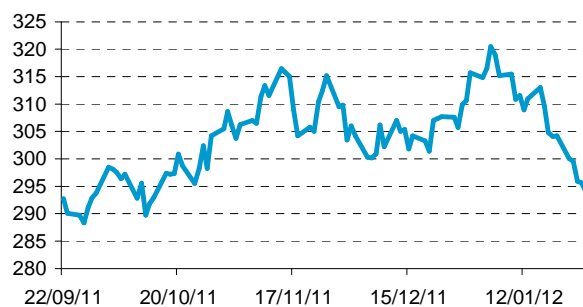
**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

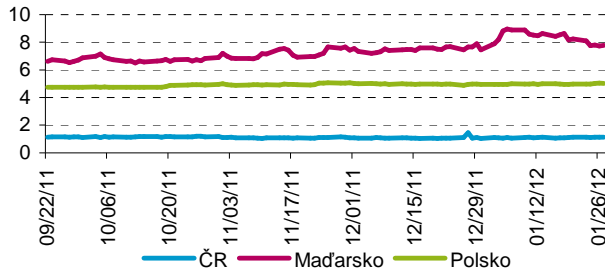


**EURHUF**

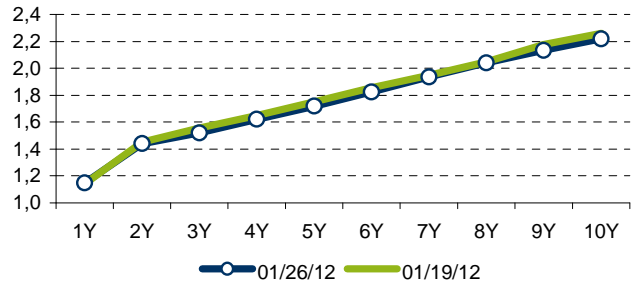


Zdroj: Thomson Reuters

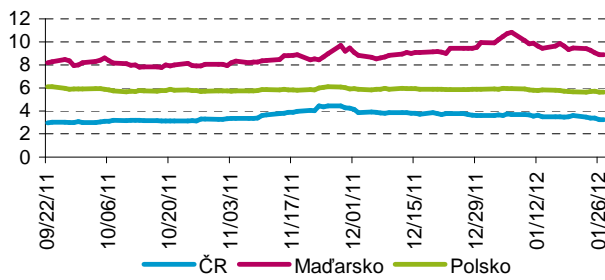
**FRA 3x6 (%)**



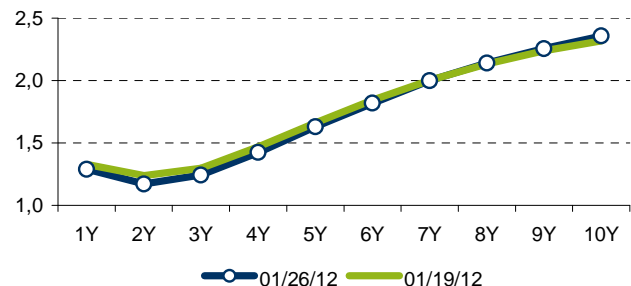
**IRS CZK (%)**



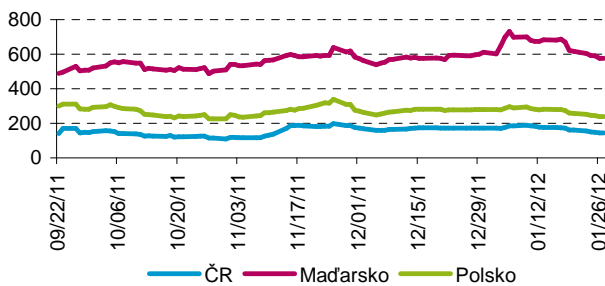
**Výnosy desetiletého dluhopisu (%)**



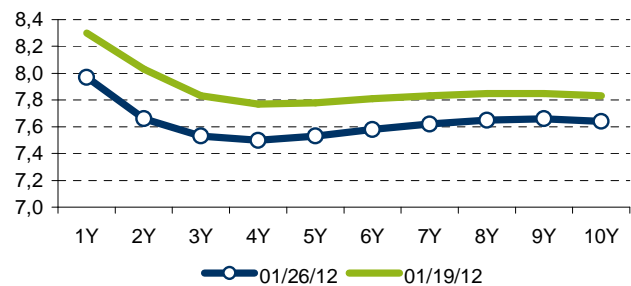
**IRS EUR (%)**



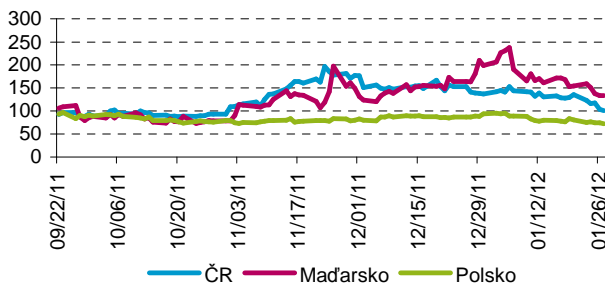
**CDS 5Y (bps)**



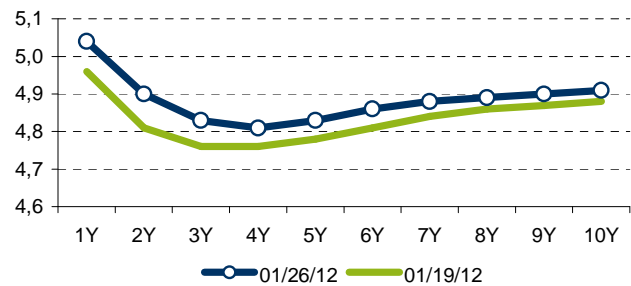
**IRS HUF (%)**



**ASW 10Y (bps)**



**PL IRS (%)**



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

### ČT 13:00, CZ Zasedání ČNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	0,75	5/2010
změna v p. bodech	0	-25

### CZ: Sazby ČNB opět beze změny

Bankovní rada s největší pravděpodobností ponechá svoji hlavní úrokovou sazbu beze změny. Rizika dalšího vývoje jsou v tuto chvíli vybalancovaná: nižší růst ekonomiky na jedné straně a slabá koruna spolu s vyšší inflací na straně druhé. V dané situaci zůstává vhodnou strategií vyčkávat. Zvláště, když z evropské ekonomiky přicházejí smíšená čísla a situace kolem předlužených zemí zůstává nevyjasněná. Na prvním letošním jednání o sazbách bude mít bankovní rada k dispozici novou inflační prognózu, která bude ve srovnání s tou dosavadní nejspíše založena na podstatně slabším růstu HDP (dosud +1,2 %) a bude vyznívat ve prospěch vyšší inflace (nad 3 %). Zároveň by ČNB mohla zkorigovat i svůj výhled devizového kurzu, protože doposud očekává posílení koruny do konce roku až na 22,70 CZK/EUR.

### PÁ 9:00, CZ Maloobchodní tržby (% y/y)

	XII.11	XI.11	XII.10
Tržby	0,5	0,5	0,4
kumul. od ledna	1,7	1,9	1,3

### CZ: Růst obchodu ve znamení aut a e-shopů

Podobně jako v předchozích měsících i v závěru roku dopomohly k výsledku maloobchodu především pozitivně se vyvíjející prodeje nových automobilů. Maloobchod bez motoristického segmentu zůstal v závěru roku nejspíše v blízkosti nuly. Za celý rok 2011 skončil reálný růst maloobchodu těsně pod hranicí dvou procent, bez započtení aut pak pod jedním procentem. Výsledek maloobchodu jen potvrdí očekávání, že domácí poptávka zůstává utlumená a prostor pro poptávkovou inflaci v podstatě nulový. A nic na tom nezmění rok 2012, který bude s největší pravděpodobností ve znamení propadu reálných tržeb maloobchodu.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	01/30/2012	8:00	Inflace	%	01/2012 *P			-0,5	2	0,7	2,1
EMU	01/30/2012	11:00	Index spotřebitelské důvěry		01/2012 *F			-20,6		-20,6	
EMU	01/30/2012	11:00	Index ekonomické důvěry		01/2012			93,7		93,3	
USA	01/30/2012	14:30	Osobní výdaje	%	12/2011			0,1		0,1	
USA	01/30/2012	14:30	Deflátor osobní spotřeby	%	12/2011						2,5
USA	01/30/2012	14:30	Osobní příjmy	%	12/2011			0,4		0,1	
USA	01/30/2012	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	12/2011			0,1	1,7	0,1	1,7
EMU	01/30/2012	15:00	Summit EU v Bruselu		ECB 01/2012						
Polsko	01/30/2012	15:00	Rozpočtové saldo	mil. PLN	12/2011			-21,5		-21,5	
Německo	01/31/2012	8:00	Maloobchodní tržby	%	12/2011			0,8	0,9	-0,9	0,8
ČR	01/31/2012	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	12/2011 *A			10,4		10,3	
Maďarsko	01/31/2012	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	12/2011			10,8		10,6	
Maďarsko	01/31/2012	9:00	Výrobní ceny	%	12/2011				7,4	2,5	8
Německo	01/31/2012	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	01/2012			6,8		6,8	
ČR	01/31/2012	11:00	Peněžní zásoba M2	%	12/2011						5,1
EMU	01/31/2012	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	12/2011			10,4		10,3	
Polsko	01/31/2012	14:00	Inflace	%	01/2012 *P						4,8
USA	01/31/2012	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí	%	11/2011				-3,2	-3,4	
USA	01/31/2012	16:00	Spotřebitelská důvěra		01/2012			68		64,5	
USA	01/31/2012	16:00	Index nákupních manažerů z Chicaga		01/2012			63		62,2	
Maďarsko	02/01/2012	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	11/2011 *F					666	
Polsko	02/01/2012	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		01/2012						
Maďarsko	02/01/2012	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		01/2012					48,5	
ČR	02/01/2012	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		01/2012						
EMU	02/01/2012	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		01/2012 *F			48,7		48,7	
EMU	02/01/2012	11:00	Inflace	%	01/2012 *P				2,7		2,8
ČR	02/01/2012	14:00	Rozpočtové saldo	mln. CZK	01/2012						-142,8
USA	02/01/2012	14:30	ADP report z trhu práce	tis.,nsa	01/2012			185		325	
USA	02/01/2012	16:00	Cenový subindex ISM		01/2012			49,5		47,5	
USA	02/01/2012	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM		01/2012	54		54,5		53,9	
USA	02/01/2012	23:00	Celkový prodej automobilů	mil. USD	01/2012			13,6		13,52	
USA	02/01/2012	23:00	Prodej domácích automobilů	mil. USD	01/2012			10,5		10,45	
EMU	02/02/2012	11:00	Výrobní ceny	%	12/2011			-0,2	4,3	0,2	5,3
ČR	02/02/2012	12:30	Zasedání ČNB	%	02/2012			0,75		0,75	
USA	02/02/2012	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	21.1.					3554	
USA	02/02/2012	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	28.1.					377	
ČR	02/03/2012	9:00	Maloobchodní tržby	%	12/2011				0,5		0,5
EMU	02/03/2012	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		01/2012 *F			50,5		50,5	
EMU	02/03/2012	11:00	Maloobchodní tržby	%	12/2011			0,3	-1,3	-0,8	-2,5
USA	02/03/2012	14:15	Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru	tis.,nsa	01/2012	200		168		212	
USA	02/03/2012	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství	tis.,nsa	01/2012	180		150		200	
USA	02/03/2012	14:30	Průměrná hodinová mzda	%	01/2012			0,2	2	0,2	2,1
USA	02/03/2012	14:30	Míra nezaměstnanosti	%	01/2012			8,5		8,5	
USA	02/03/2012	16:00	Tovární zakázky	%	12/2011			1,2		1,8	
USA	02/03/2012	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM		01/2012			53,3		52,6	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

## Náš výhled

### Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	poslední změna	
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	8,00	8,00	8,00	7,75	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	1,18	1,16	1,12	1,10	1,12	1,22
Maďarsko	BUBOR 3M	7,50	7,24	8,00	8,00	8,00	7,75
Polsko	WIBOR 3M	4,98	4,99	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	2,27	2,18	2,24	2,40	2,60	2,90
Maďarsko	HU10Y	7,63	7,97	7,50	9,25	9,00	9,00
Polsko	PL10Y	4,90	4,96	5,00	5,10	5,20	5,20

### Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	EUR/CZK	25,2	25,5	26,2	25,0	24,7	24,5
Maďarsko	EUR/HUF	294	315	310	300	290	290
Polsko	EUR/PLN	4,22	4,46	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	0,5	-0,2	-0,5	-0,8	-0,3
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	4,1	4,6	4,5	4,4	4,2	3,8
Polsko	3,9	4,6	3,6	4,1	4,1	3,1	2,8

### Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

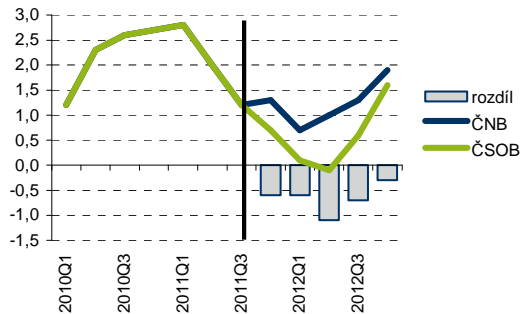
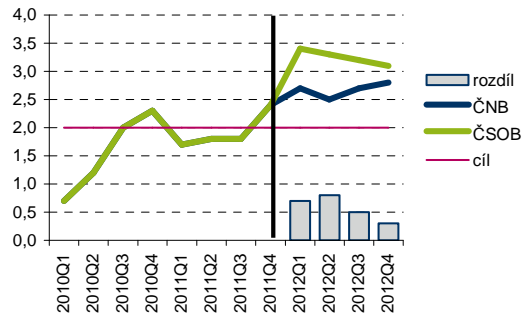
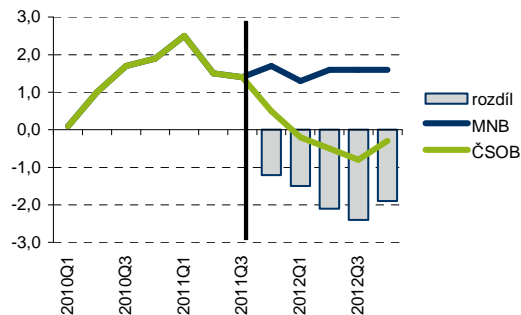
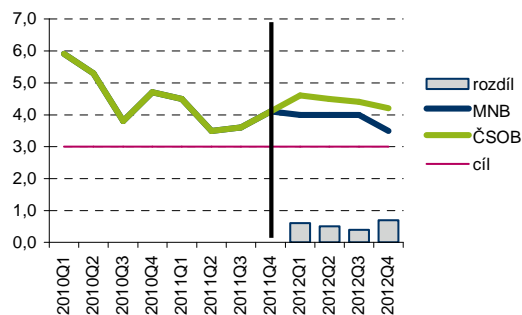
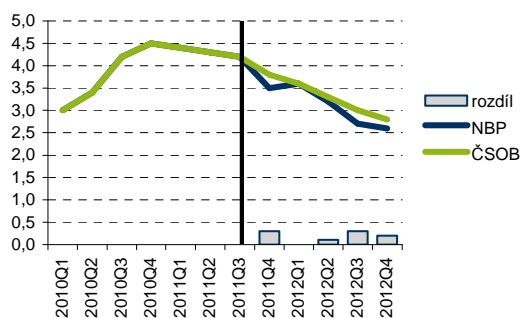
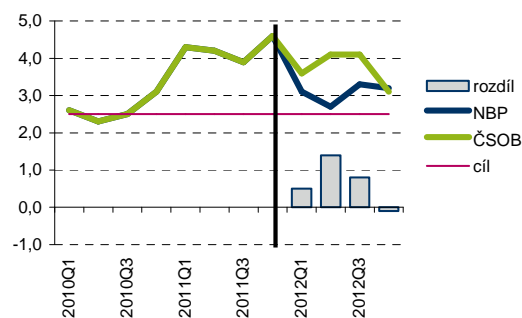
	2010	2011
Česko	-3,8	-3,6
Maďarsko	0,5	2,9
Polsko	-2,1	-5,0

### 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

## Výhledy centrálních bank

**CZ: Výhled na růst HDP (y/y, %)**

**CZ: Výhled na inflaci (y/y, %)**

**HU: Výhled na růst HDP (y/y, %)**

**HU: Výhled na inflaci (y/y, %)**

**PL: Výhled na růst HDP (y/y, %)**

**PL: Výhled na inflaci (y/y, %)**


Zdroj: ČNB, NBP, MNB, ČSOB

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.