



- **Česká republika, Maďarsko a Polsko**
Lednová inflační vlna 2
- **Česká republika, Maďarsko a Slovensko**
Maďarsko a Slovensko šláply na plyn, Česko jde do recese 3
- **Výhled na týden**
Růst cen v českém průmyslu pokračuje 6

Maďarsko se snaží uvolnit měnové kohouty

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25,01	↘	→
EUR/HUF	289,9	↘	→
EUR/PLN	4,18	↘	→
3M PRIBOR	1,20	→	→
3M BUBOR	7,42	→	→
3M WIBOR	4,97	→	→
10Y CZK	3,41	↗	↗
10Y PLN	5,53	↗	↗
10Y HUF	8,57	↗	↗
3M EURIBOR	1,04	→	↘
10Y EMU	1,94	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Maďarská centrální banka nejenže pravděpodobně skončila se zvyšováním úrokových sazeb, ale hodlá také podobně jako ECB nebo americký Fed přímo pumpovat do ekonomiky peníze. Jednak prostřednictvím jedno až a dvouletých repo-operací, které mají být doprovázeny sníženými požadavky na kolaterál, a současně skrze přímé odkupy sekuritizovaných hypoték z bilancí bank. Opatření mohou zlepšit přístup finančního sektoru k domácím penězům. Problémem v maďarském případě však zůstává zahraniční financování a všeobecná nejistota, která vede banky k tomu, že peníze nechtějí posílat dál do reálné ekonomiky. Proto úvěry rostou stále velice pomalým tempem, na konci roku 2011 o necelá 3 %.

Nejistota ve finančním sektoru pramení jednak z absence dohody Maďarů s MMF a současně z napětí na evropských periferiích. Vůči rostoucímu napětí na finančních trzích eurozóny jsou logicky nejvíce náchylné země závislé na zahraničním financování jako Maďarsko, ale pak mají logicky největší potenciál k ziskům ve chvíli, kdy napětí povoluje. To ostatně ukázal i vývoj během posledních čtrnácti dní, kdy si forint připsal více jak 2 %.

Pokud se eurozóna dohodne v pondělí na novém záchranném balíku, může forint své zisky pokusit ještě rozšířit. Průlom pod 200-denní průměr na 287,6 EUR/HUF ale nemusí být vůbec lehký.

Lednová inflační vlna

Petr Dufek, Petr Báča

Lednová inflace v České republice překonala odhady trhů i centrální banky.

V lednu si čeští spotřebitelé za zboží a služby připlatili v průměru o 1,8 % více než v prosinci. Meziročně dokonce o 3,5 %. Hlavní zásluhu na rychlém růstu cen měla vyšší DPH a deregulace. Více tedy stojí nejen potraviny, ale především bydlení. Vodné, stočné, teplo, elektřina, plyn a nakonec i nájemné. Leden byl rovněž ve znamení zdražování pohonných hmot, které si zapsaly nové rekordy. Meziroční inflace se vyvíjí hůře než čekal trh i ČNB (o 0,2 procentní body). Rozhodně však nejde o poptávkovou inflaci, která by vyžadovala jakýkoliv zásah. Naopak, domácí poptávka zůstává nadále utlumená a tím, co hýbe cenami jsou především rostoucí vstupní náklady, administrativní zásahy a krátkodobě slabší koruna. Lednová meziroční inflace v podstatě potvrdila očekávání, že letos poprvé od recese z přelomu let 1998-9 dojde k reálnému poklesu mezd. Lednová inflace nastavila vyšší laťku pro vývoj cen v dalších měsících. Předpokládáme proto, že nad třemi procenty se inflace udrží po celý letošní rok. ČNB zůstane u své vyčkávací politiky a svoji hlavní úrokovou sazbu proto měnit i nadále nebude.

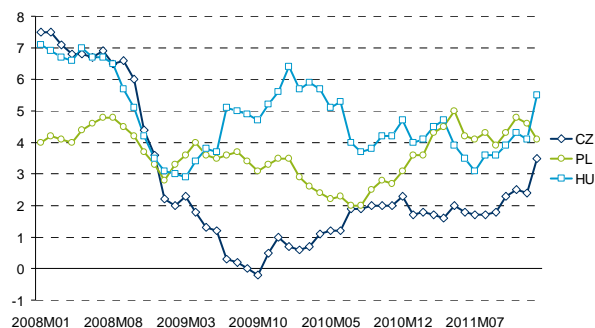
Rychleji rostly i ceny v Maďarsku,...

V Maďarsku spotřebitelské ceny v lednu rostly rychleji, než se očekávalo. Meziroční míra inflace poskočila z prosincových 4,1 % na 5,5 %, přičemž jádrová inflace dosáhla 4,9 %. I při odhlédnutí od vlivu růstu daně z přidané hodnoty (1,6 procentního bodu) by inflace zůstala nad cílem centrální banky (3 %). Z hlediska měnové politiky však podle našeho názoru rychlejší růst cen vyzní spíše naprázdno. Zápis z posledního jednání centrálních bankéřů totiž odhalil, že návrh na růst úrokových sazeb o 50 bazických bodů byl těsnou většinou jednoho hlasu zamítnut, přičemž na straně poražených stál guvernér a oba jeho zástupci. Klesající pravděpodobnost růstu sazeb reflektuje i trh, který prakticky odmazal sázky na jejich růst a nově předvídá jejich pokles v 6-9 měsíčním horizontu.

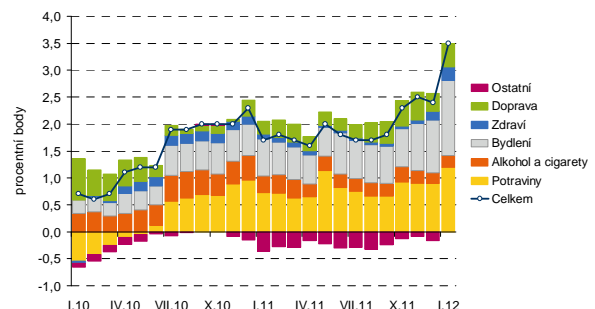
...zatímco v Polsku inflace skončila těsně pod konsenzem trhu.

Lednová inflace v Polsku na rozdíl od zbytku regionu skončila těsně pod konsenzem trhu a zpomalila na 4,1 % meziročně. Hlavní podíl na růstu cen měly podle očekávání potraviny, jejichž cena oproti prosinci vzrostla dokonce o 1,5 %. Ačkoliv ke konci prvního čtvrtletí odhadujeme další pokles inflace pod 4 % meziročně, tak ani v Polsku neočekáváme žádnou reakci měnové politiky. Díky poměrně rovnoměrně rozloženému růstu cen v loňském roce by totiž inflace v polovině roku měla opět zrychlit a v roce 2012 by měla zůstat vysoko nad cílem centrální banky. Navíc se zdá, že i přes utahování měnové politiky v loňském roce bude polská ekonomika letos růst tempem kolem 3 % a pokles sazeb se tak není příliš pravděpodobný. V podobném duchu se navíc nesly i poslední komentáře centrálních bankéřů, kteří vesměs preferovali stabilitu sazeb a v případě jejich pohybu hovořili výhradně o růstu.

Meziroční míra inflace (%)



Struktura meziroční inflace v ČR (vív jednotlivých složek koše)



Maďarsko a Slovensko šláply na plyn, Česko jde do recese

Petr Dufek, Petr Báča, Marek Gáabriš

Česká ekonomika kopíruje vývoj evropské, respektive německé ekonomiky.

Propad českého hospodářství v závěru roku o 0,3 % q/q přesně odpovídá poklesu ekonomiky EU i eurozóny. Česko, stejně jako EU, se nyní nachází na hranici recese. V důsledku slabé domácí poptávky má ČR za sebou dvě čtvrtletí klesajícího HDP, což fakticky znamená začátek ekonomické recese. České hospodářství doposud držel nad vodou pouze zahraniční obchod, zatímco domácí poptávka zůstávala v útlumu. A nejinak tomu bude i v roce letošním. Jen na rozdíl od loňských 1,7 % se letos dočkáme v lepším případě nuly. Ekonomika se totiž nemůže ani v letošním roce spoléhat na domácí spotřebu, a tak jedinou vzpruhu pro domácí hospodářství může znamenat pouze zahraniční obchod. Evropa však jako celek míří do recese, která by sice neměla mít tak dramatický průběh jako ta předchozí z přelomu roku 2008 a 2009, nicméně příspěvek exportu k růstu HDP už nebude tak výrazný jako v roce 2011.

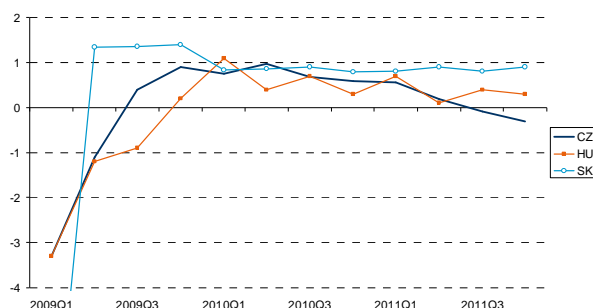
Maďarské ekonomice navzdory všeobecným očekáváním nedošel dech ani v posledním čtvrtletí loňského roku.

Maďarské ekonomice navzdory všeobecným očekáváním nedošel dech ani v posledním čtvrtletí loňského roku. Podle předběžného odhadu totiž HDP ve srovnání s předchozím čtvrtletím vzrostlo o 0,3 % a meziročně o 1,4 %. Za celý loňský rok pak maďarská ekonomika dosáhla stejného tempa růstu jako česká (1,7 %), přičemž hlavními tahouny byly zemědělství a zahraniční poptávka po průmyslové produkci. Na rozdíl od příznivého vývoje v roce 2011 počítáme pro letošek s mírným propadem HDP přibližně o 0,5 %.

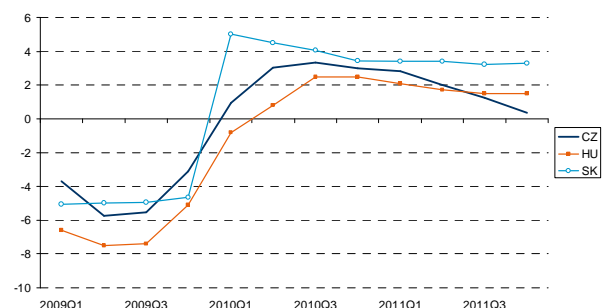
Slovenská ekonomika překvapivo přidala plyn.

Výsledky rastu HDP za štvrtý štvrtrok boli prekvapivé. Ekonomika postupne spomaľovala z 3,5% y/y v Q2 na 3,0% y/y v Q3 a predpokladalo sa, že v tom bude pokračovať. Väčšina ekonómov preto predpokladala spomalenie rastu na +2,5% y/y. Výsledky rýchleho odhadu ŠÚ SR zatiaľ neprinesli štruktúru HDP. Dá sa však predpokladať, že za rastom sa skrýva nábeh nových produktových radov automobilového sektoru. Automobilky avizovali postupný nábeh výroby nových modelov na prelome rokov 2011 a 2012. Zatiaľ to však nebolo až tak markantne vidieť na výsledkoch priemyselnej produkcie. Z dopytovej stránky sa teda dá predpokladať, že za rastom exportne orientovanej ekonomiky je najmä posilnenie čistého exportu. Obchodná bilancia totiž zaznamenala v roku 2011 rekordný prebytok v objeme € 2,5 mld. Za celý rok 2011 vzrástla ekonomika o +3,3% y/y a zamestnanosť o 1,8% y/y. Zverejnené čísla mierne posilňujú optimizmus ohľadom rastu ekonomiky v roku 2012. Ministerstvo financií zrevidovalo odhad rastu ekonomiky z 1,7% y/y na 1,1% y/y. To je po posledných číslach za štvrtý štvrtrok vcelku realistický odhad a dokonca začínajú prevažovať pozitívne riziká.

HDP - mezičtvrtletně v %

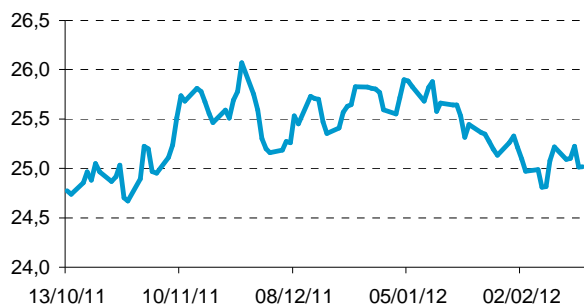


HDP - meziročně v %



Přehled trhů

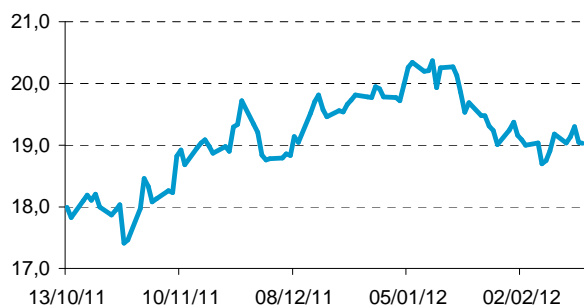
EURCZK



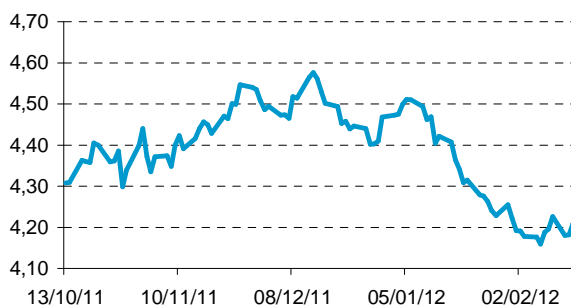
EURUSD



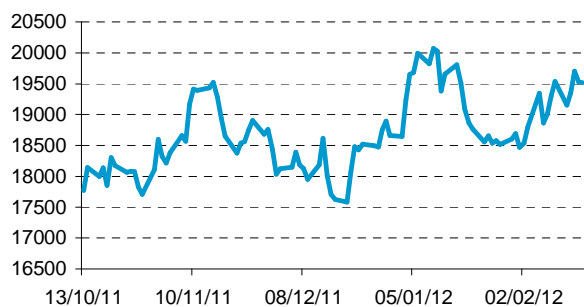
USDCZK



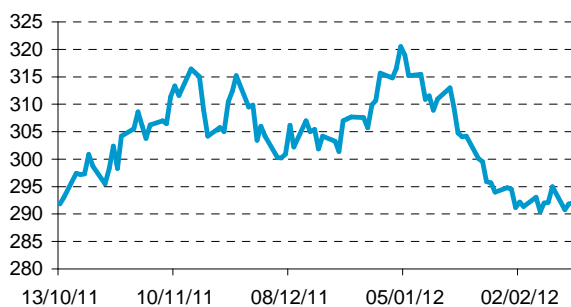
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

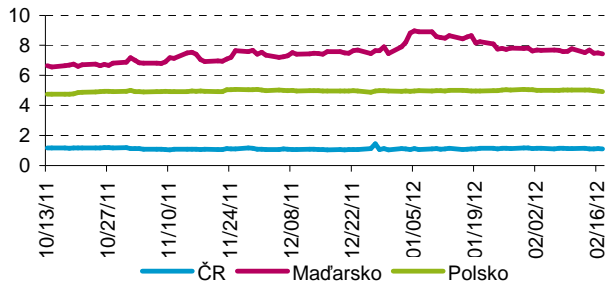


EURHUF

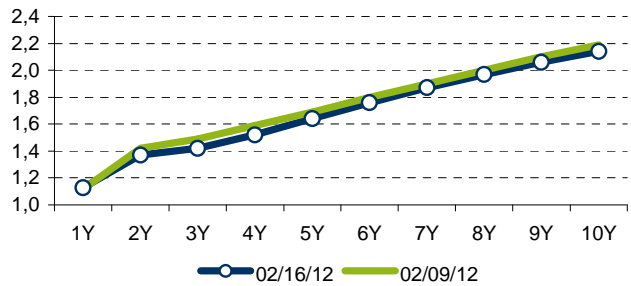


Zdroj: Thomson Reuters

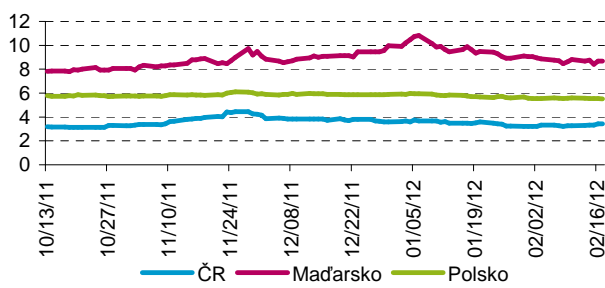
FRA 3x6 (%)



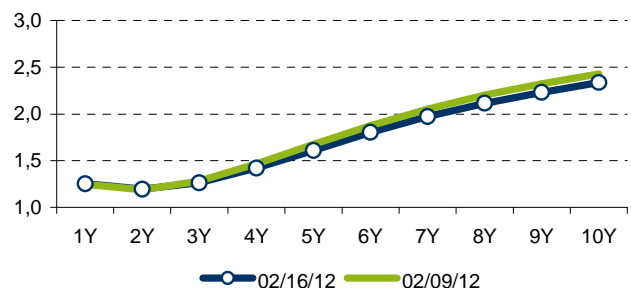
IRS CZK (%)



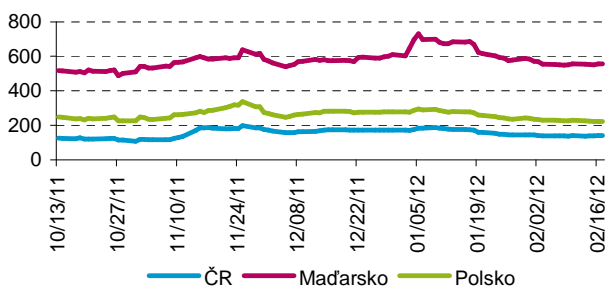
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



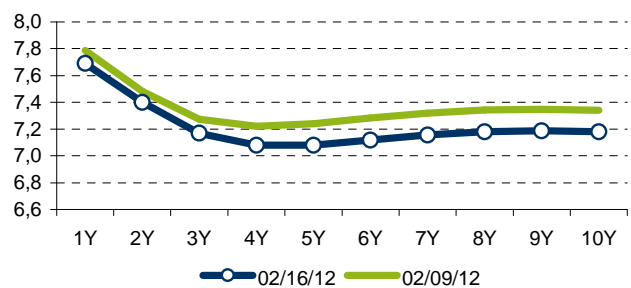
IRS EUR (%)



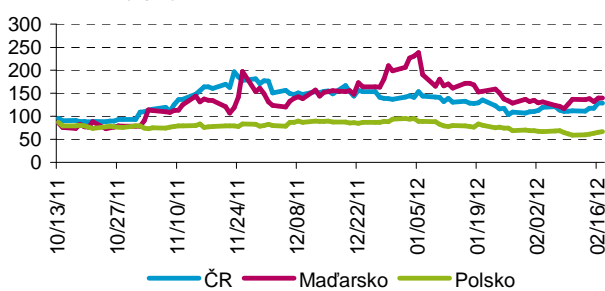
CDS 5Y (bps)



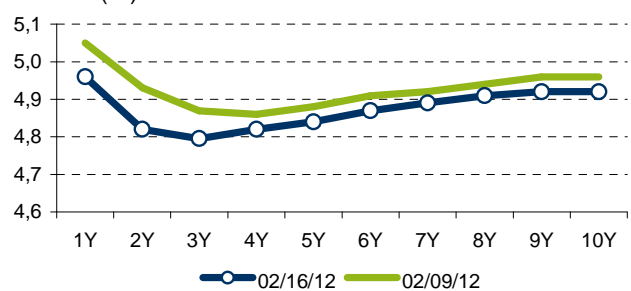
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

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

	I.12	XII.11	I.11
Meziměsíčně	1,0	0,1	1,4
Meziročně	4,3	4,6	4,6

CZ: Růst cen v průmyslu pokračuje

Lednový růst cen v průmyslu nejspíše obstaraly dražší energie a ropné produkty následované výrobky potravinářského průmyslu. Na druhé straně slábnoucí zakázky výrazné části průmyslových firem by měly zafungovat jako brzda pro plošné zvyšování cen, ke kterému dříve tradičně docházelo v úvodu roku. Loňský více než šestiprocentní nárůst cen v průmyslu by se už neměl opakovat a cenové tlaky ve výrobě by měly pozvolna ustupovat.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
EMU	02/20/2012	17:00	Schůzka ministrů financí EU v Bruselu	ECB	02/2012						
Maďarsko	02/21/2012	9:00	Mzdy	%	12/2011			6		6	
EMU	02/21/2012	9:00	Schůzka ministrů financí EU v Bruselu	ECB	02/2012						
EMU	02/21/2012	11:00	Index spotřebitelské důvěry		02/2012 *A			-20,1		-20,7	
USA	02/21/2012	23:00	2letá aukce	mld. USC	02/2012			35			
ČR	02/22/2012	9:00	Výrobní ceny	%	01/2012	1	4,3	0,9	4,1	0,1	4,6
EMU	02/22/2012	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		02/2012 *A			50,6		50,4	
EMU	02/22/2012	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		02/2012 *A			49,3		48,8	
EMU	02/22/2012	11:00	Nové průmyslové zakázky	%	12/2011			0,8	-2,7	-1,3	-2,7
USA	02/22/2012	16:00	Prodej stávajících domů	mil.	01/2012			4,66		4,61	
USA	02/22/2012	23:00	5letá aukce	mld. USC	02/2012			35			
SR	02/23/2012	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	01/2012			14		13,6	
Polsko	02/23/2012	10:00	Míra nezaměstnanosti	%	01/2012			13,3		12,5	
Polsko	02/23/2012	10:00	Maloobchodní tržby	%	01/2012			-25	13,8	20,8	8,6
Německo	02/23/2012	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo		02/2012			108,7		108,3	
Německo	02/23/2012	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)		02/2012			116,7		116,3	
Německo	02/23/2012	10:00	Index Ifo (očekávání)		02/2012			101,5		100,9	
USA	02/23/2012	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	18.2.					348	
USA	02/23/2012	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	11.2.					3426	
USA	02/23/2012	23:00	7letá aukce	mld. USC	02/2012			29			
EMU	02/24/2012	0:00	Setkání ministrů financí G20 v Mexico City	ECB	02/2012						
Německo	02/24/2012	8:00	HDP	%	4Q/2011 *P			-0,2	2	-0,2	2
Maďarsko	02/24/2012	9:00	Maloobchodní tržby	%	12/2011				0,9		1,1
USA	02/24/2012	16:00	Prodej nových domů	tis.	01/2012			315		307	
USA	02/24/2012	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		02/2012 *F			72,5		72,5	

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 depó	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	1,20	1,16	1,12	1,10	1,12	1,22
Maďarsko	BUBOR 3M	7,42	7,24	8,00	8,00	8,00	7,75
Polsko	WIBOR 3M	4,97	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	2,15	2,18	2,24	2,40	2,60	2,90
Maďarsko	HU10Y	7,13	7,97	7,50	9,25	9,00	9,00
Polsko	PL10Y	4,88	4,96	5,00	5,10	5,20	5,20

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	EUR/CZK	25,0	25,5	26,2	25,0	24,7	24,5
Maďarsko	EUR/HUF	290	315	310	300	290	290
Polsko	EUR/PLN	4,18	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 (%)

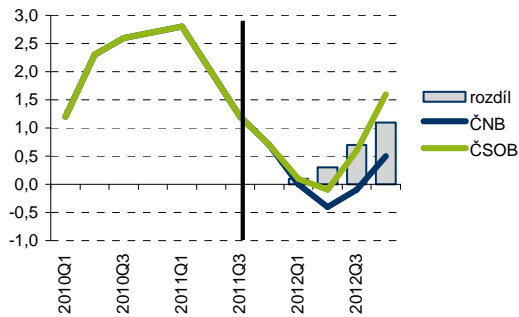
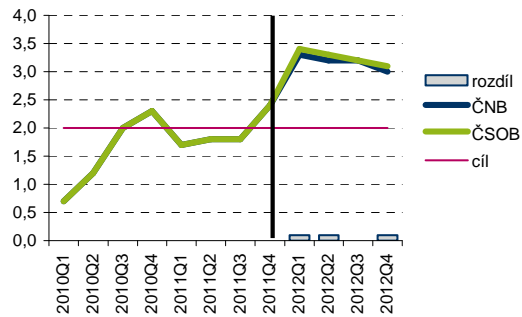
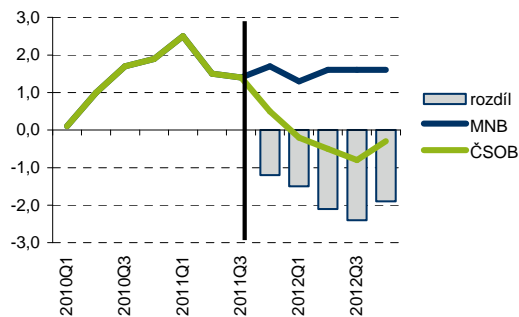
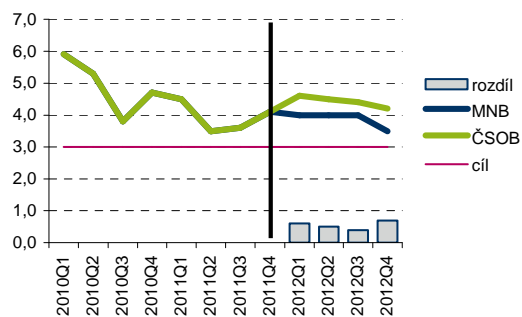
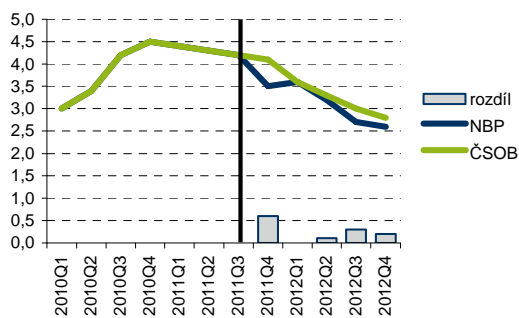
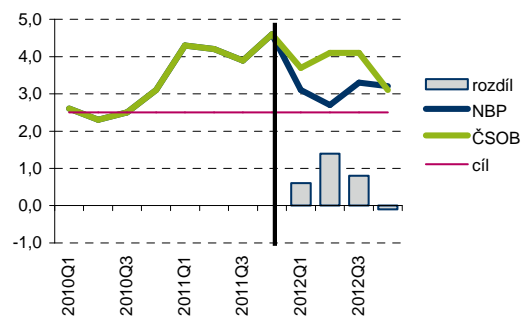
	2010	2011
Česko	-3,8	-3,6
Maďarsko	0,5	2,9
Polsko	-2,1	-5,0

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.