



## ● Česká republika

Česká ekonomika na sestupu, inflace na vzestupu 2

## ● Výhled na týden

Polská inflace v únoru mírně zrychlila 5

## Na frontě mezi zlotým a korunou...

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24,70	↗	→
EUR/HUF	292,1	↗	→
EUR/PLN	4,10	↗	→
3M PRIBOR	1,23	→	→
3M BUBOR	7,32	→	→
3M WIBOR	4,94	→	→
10Y CZK	3,48	→	↗
10Y PLN	5,36	→	↗
10Y HUF	8,80	→	↗
3M EURIBOR	0,89	→	↘
10Y EMU	1,79	→	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Středoevropské měny čekají na výsledky řeckého dramatu v lehce pozitivní náladě, tedy alespoň zlotý a koruna. Forint zůstává regionálním otloukánkem a drží ho na uzdě spory s Evropskou komisí, které odkládají start oficiálních rozhovorů s MMF.

Zajímavý pohled je ale i na porovnání měnových párů EUR/PLN a EUR/CZK. Korelační koeficient sice zůstává na vysokých úrovních (0,85 za posledních 30 dní). V posledních týdnech ale začal pozvolna klesat a nezabránil daleko rychlejšímu ziskům zlotého, které vedly k pohybům na měnovém páru EUR/PLN. Zlotý je tak vůči koruně znovu nejsilnější od srpna 2011.

Tento vývoj může mít dva důvody. Klasické krátkodobé vysvětlení je, že níže úročena a bezpečnější koruna typicky zůstává stabilnější v obdobích regionálních výprodejů a naopak zaostává za zlotým ve chvílích globálního optimismu, kterého jsme byli svědkem v nedávných týdnech v souvislosti se schvalováním druhého řeckého balíku.

U pohybu na PLN/CZK ale nelze hovořit již pouze o krátkodobé volatilitě, ale delším trendu posilujícího zlotého se startem v říjnu 2011. Vysvětlující proměnnou tak mohou být i relativně silnější polské, respektive slabší české fundamenty.

Zatímco Polsko v tomto roce přes očekávané zpomalení pravděpodobně poroste přes 3 %, česká ekonomika bude stagnovat. Poslední čísla z českého průmyslu a zahraničního obchodu sice nevyznívají špatně, výsledky ale z velké části leží na automobilkách a strojařích, zatímco polský růst je daleko rovnoměrnější. Vyšší polský růst není sice nic nového, v tomto roce jde ale ruku v ruce s podobně vysokou inflací v Česku i v Polsku. Vyšší česká inflace a slabý růst zasazuje ambicím české koruny tvrdé rány, a to nejen na frontě s eurem, ale i se sousedním polským zlotým.

## Česká ekonomika na sestupu, inflace na vzestupu

Petr Dufek

***Ekonomika ČR: O něco lepší výsledek, přesto v recesi.***

***Zahraniční obchod s historicky rekordním přebytkem.***

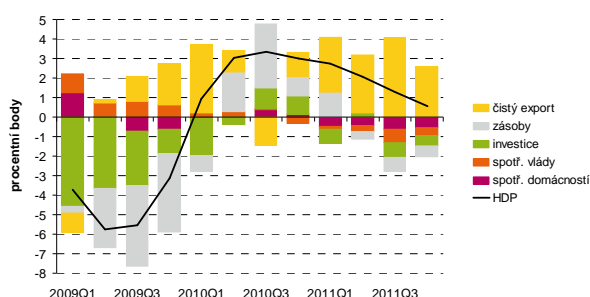
***Reálné mzdy po delším čase klesají, zatímco inflace stoupá na tříletá maxima.***

Nové údaje o vývoji HDP ČR v posledním čtvrtletí dopadly o něco lépe než naznačoval původní odhad. Jásat nad lepším výsledkem nemá smysl, protože za ním stojí předzásobení domácností před změnou DPH a tabákových firem před zvýšením spotřební daně. Ekonomika v závěru roku propadla o 0,1 % mezičtvrtletně (původní o 0,3 %) a klesala tak dvě čtvrtletí za sebou. V podstatě tak už lze hovořit o recesi, za níž stojí především velmi slabá domácí poptávka – tedy spotřeba domácností a investice. Meziročně HDP v závěru roku vzrostl o 0,6 %, za celý rok dokonce o 1,7 %. Přesto je zpomalování ekonomiky stále více patrné, a to dokonce už od poloviny roku 2010. A to ještě nejspíše nejsme na dně současného ekonomického cyklu, a proto předpokládáme, že první polovina letošního roku bude ve znamení recese. Zlepšení se dá předpokládat teprve až v závěru roku, kdy začne klesat inflace a nejspíše selepší i situace na trzích v zemích eurozóny.

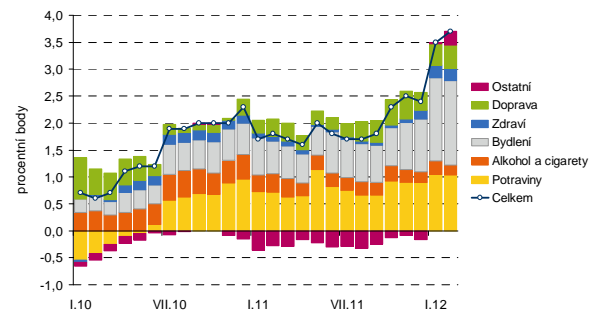
Na domácí poptávku nemůžeme spoléhat ani letos – roste nezaměstnanost, klesají reálné mzdy, firmy i stát omezují své investice, a tak výkon českého hospodářství v tomto roce bude zcela v rukou exportérů. Hned první číslo za letošek – lednová obchodní bilance – přineslo velmi příjemné překvapení. Přebytek zahraničního obchodu vystoupal na téměř 30 mld. korun. I v lednu pokračoval silný růst vývozu (+11 %), za kterým stojí především úspěšný export strojů a dopravních prostředků. Prim opět hrály automobilky, kterým se daří získávat tržní podíl na evropském trhu na úkor jejich konkurentů. Na straně dovozu vidíme dvě protichůdné tendence, a sice drahou ropu a plyn tlačící import vzhůru a naopak slabou domácí poptávku, která má o dovoz menší zájem. Lednový výsledek obchodu považujeme za výborný. V době, kdy klesá domácí poptávka a EU prožívá další díl své dluhové krize, se českým exportérům daří. Můžeme jen doufat, že tomu tak bude i v dalších měsících.

Zatímco aktuální vývoj exportu je velmi nadějný, domácí poptávku brzdí vyšší inflace a pomalý růst mezd. Poslední údaje za mzdy jsou sice za poslední kvartál loňského roku, ale i tak jasně naznačují, kterým směrem se bude mzdový vývoj ubírat v roce letošním. Růst nominálních mezd totiž už na konci roku zaostal za inflací, a tak jsme zde po delší době viděli reálný propad průměrných výdělků, i když zatím jen o 0,4 %. Rychlý vzestup inflace, který potvrdila i únorová čísla, zvyšují pravděpodobnost ještě rychlejšího poklesu průměrné reálné mzdy v ČR. Meziroční inflace totiž vyskočila už na 3,7 %, a to především v důsledku zvýšení DPH, spotřebních daní, zdražujících potravin a pohonných hmot. Inflace poroste i v dalších měsících, kdy do jejich výsledků znovu promluví potraviny, pohonné hmoty i spotřební daně. Kulminovat tak bude pod 4 % a teprve ve druhé polovině roku se začne vracet ke třem procentům.

**Příspěvek poptávky k růstu HDP**  
(sezónně očištěná data)

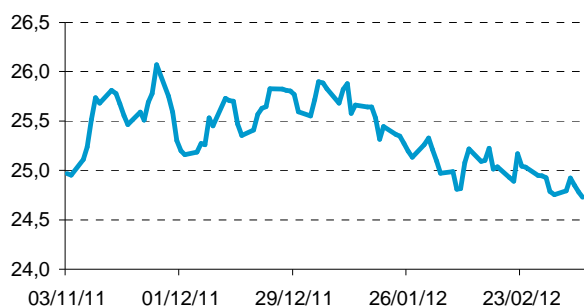


**Struktura meziroční inflace v ČR**  
(vív jednotlivých složek koše)



## Přehled trhů

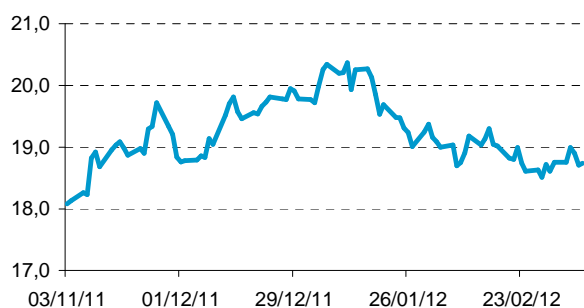
**EURCZK**



**EURUSD**



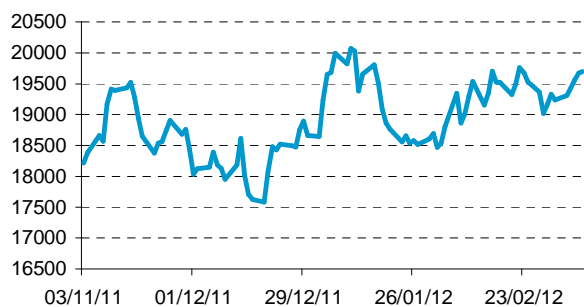
**USDCZK**



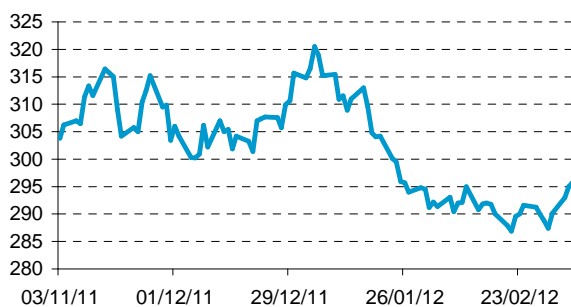
**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

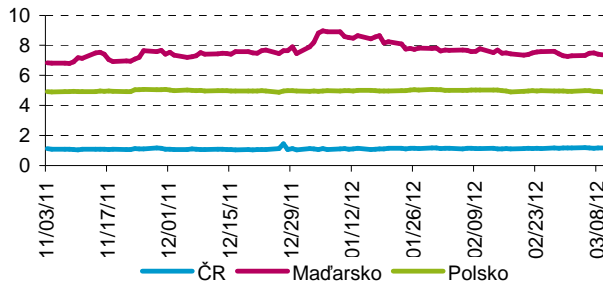


**EURHUF**

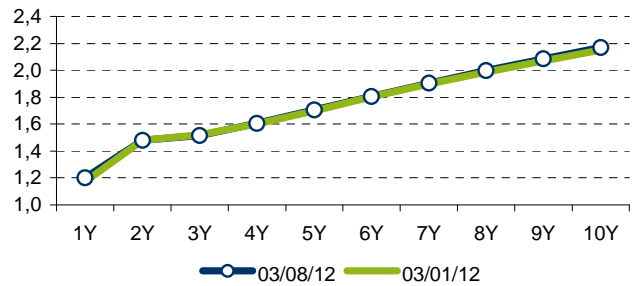


Zdroj: Thomson Reuters

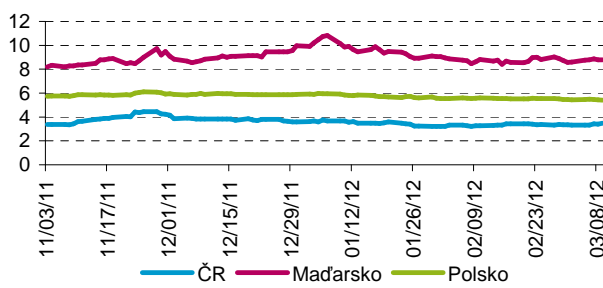
**FRA 3x6 (%)**



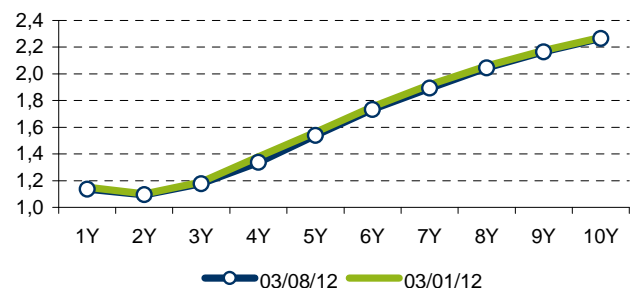
**IRS CZK (%)**



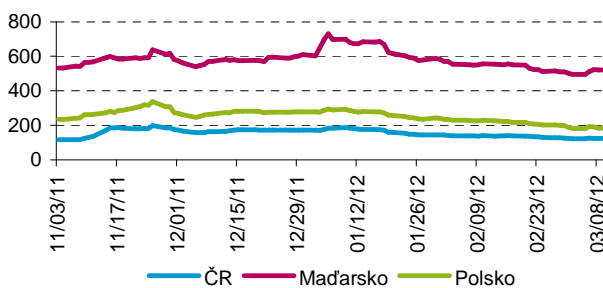
**Výnosy desetiletého dluhopisu (%)**



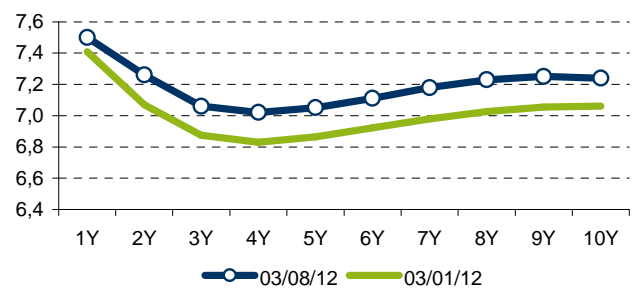
**IRS EUR (%)**



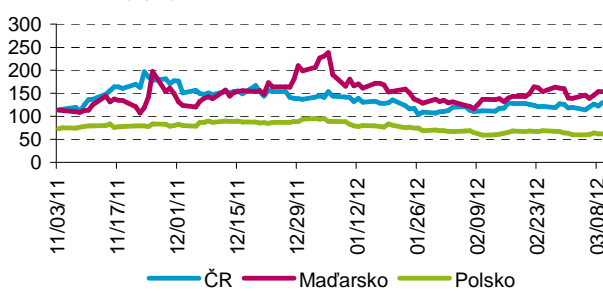
**CDS 5Y (bps)**



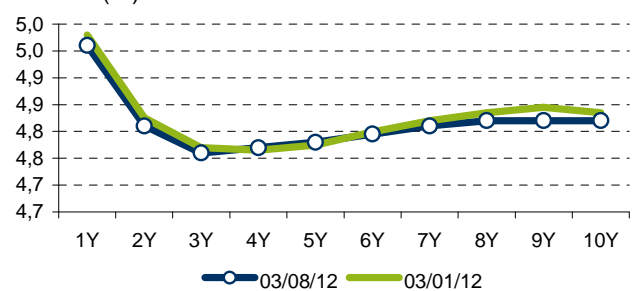
**IRS HUF (%)**



**ASW 10Y (bps)**



**PL IRS (%)**



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

### ÚT 9:00, CZ Průmyslová výroba (% , y/y)

	I.12	XII.11	I.11
Měsíčně	2,0	2,0	16,2
kumul. od ledna	2,0	6,9	16,2

### ÚT 14:00, PL Inlace (% , y/y)

	II.12	I.12	II.11
Inlace	4,2	4,1	3,6
Potraviny (bez alk.)	3,8	4,4	5,0
Doprava (vč. pohonných hmot)	10,4	8,7	6,5

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

	I.12	XII.11	I.11
Tržby	0,2	1,6	7,3
kumul. od ledna	0,2	1,9	7,3

## CZ: Průmysl v režii automobilek

Průmysl doposud těžil z růstu zakázek, který zvolnil teprve až v posledním měsíci roku. Lednovému výsledku průmyslu rovněž napomohl o jeden den vyšší počet pracovních dnů. Silný růst v lednu nejspíše i tentokrát zaznamenal automobilový průmysl následovaný strojírenstvím a výrobou elektrických zařízení. Slabší byla tentokrát pravděpodobně výroba kovů, textilní a papírenský průmysl a výroba elektroniky. Ještě zajímavějším číslem než samotný růst průmyslu bude výsledek nových zakázek, který napoví, jakým směrem se může výroba tohoto nejsilnějšího odvětví ekonomiky ubírat v dalších měsících. Odhadujeme, že meziroční dynamika zakázek zůstane v blízkosti nuly.

## PL: Inlace v únoru mírně zrychlila

Inlace v Polsku v únoru podle našich odhadů mírně zrychlila na 4,2 % meziročně. Na meziměsíčním růstu o 0,3 % se podle nás podílely zejména ceny dopravy, a to navzdory výraznému posílení polského zlatého. Druhý měsíc v řadě by naopak měly sezónně poklesnout ceny oblečení, tentokrát o 2,3 %. Ceny potravin, které hrají tradičně rozhodující roli, podle našich odhadů v únoru rostly pouze nepatrně o 0,3 % meziměsíčně. Dodejme, že tento měsíc bude zveřejněna i kompletní struktura indexu z ledna přepočtená novými vahami položek spotřebitelského koše.

## CZ: Maloobchod ve vleku prodejů aut

Jen velmi mírné tempo růstu zaznamenal maloobchod, podle našeho názoru, v úvodu letošního roku. Navíc i tentokrát posunuly maloobchod do černých čísel především prodeje nových automobilů. Maloobchod bez motoristického segmentu tak nejspíše i tentokrát poklesl. Důvodem je především předpokládaný pokles reálných příjmů domácností vyvolaný jednak vyšší inflací, jednak zhoršením situace na českém trhu práce.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
SR	03/12/2012	9:00	Mzdy	%	01/2012						-3,1
SR	03/12/2012	9:00	Inflace	%	02/2012			0,2	3,8	1,4	3,9
EMU	03/12/2012	17:00	Setkání ministrů financí eurozóny v Bruselu		ECB	03/2012					
USA	03/12/2012	20:00	Rozpočtové saldo	mln. USD	02/2012			-229,4			-222,5
USA	03/12/2012	23:00	3letá aukce	mln. USD	03/2012			32			
EMU	03/13/2012	9:00	Setkání ministrů financí eurozóny v Bruselu		ECB	03/2012 *A					
EMU	03/13/2012	9:00	Projev Van Rompuy a Barrosa o summitu EU		ECB	03/2012					
ČR	03/13/2012	9:00	Průmyslová výroba	%	01/2012		2		2,8		2
ČR	03/13/2012	9:00	Stavební výroba	%	01/2012						14,6
Maďarsko	03/13/2012	9:00	Inflace	%	02/2012			0,4	5,5	2,1	5,5
ČR	03/13/2012	10:00	Běžný účet	mln. CZK	01/2012	8		9,5			-8,93
Německo	03/13/2012	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)			03/2012		41,8			40,3
Německo	03/13/2012	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)			03/2012		12			5,4
Polsko	03/13/2012	14:00	Běžný účet	mln. EUR	01/2012			-1024			-1337
Polsko	03/13/2012	14:00	Obchodní bilance	mln. EUR	01/2012			-382			-1076
Polsko	03/13/2012	14:00	Inflace	%	02/2012			0,3	4,2	0,7	4,1
USA	03/13/2012	14:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů	%	02/2012			0,5			0,6
USA	03/13/2012	14:30	Maloobchodní tržby	%	02/2012			1			0,4
USA	03/13/2012	20:15	Zasedání FOMC	%	03/2012			0,25			0,25
USA	03/13/2012	23:00	10letá aukce	mln. USD	03/2012			21			
Maďarsko	03/14/2012	9:00	Průmyslová výroba	%	01/2012 *F					2,1	-2,7
SR	03/14/2012	9:00	Harmonizovaná inflace	%	02/2012				3,9	1,5	4,1
EMU	03/14/2012	11:00	Inflace	%	02/2012			0,5	2,7		-0,8
EMU	03/14/2012	11:00	Jádrová inflace	%	02/2012				1,6		1,5
EMU	03/14/2012	11:00	Průmyslová výroba	%	01/2012			0,7	-0,6	-1,1	-2
USA	03/14/2012	14:00	Projev Brenankeho v Nashvillu		Fed	03/2012					
Polsko	03/14/2012	14:00	Peněžní zásoba M3	%	02/2012			0,6			-0,8
USA	03/14/2012	14:30	Index dovozních cen	%	02/2012			0,6	5,6	0,3	7,1
USA	03/14/2012	14:30	Běžný účet	mln. USD	4Q/2011			-114,2			-110,3
USA	03/14/2012	23:00	30letá aukce	mln. USD	03/2012			13			
EMU	03/15/2012	0:00	Diskuze IMF o druhé záchrane pro Řecko		IMF	03/2012					
ČR	03/15/2012	9:00	Maloobchodní tržby	%	01/2012		0,2		0,7		1,6
ČR	03/15/2012	9:00	Výrobní ceny	%	02/2012	0,3	3,8	0,3	3,9	1	4,1
EMU	03/15/2012	10:00	Měsíční zpráva ECB		ECB	03/2012					
USA	03/15/2012	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	3.3.						3416
USA	03/15/2012	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	10.3.						362
USA	03/15/2012	14:30	Jádrový index cen v průmyslu	%	02/2012			0,2	2,9	0,4	3
USA	03/15/2012	14:30	Výrobní ceny	%	02/2012			0,5	3,1	0,1	4,1
USA	03/15/2012	14:30	Podnikatelská nálada ve státě N.Y.			03/2012		17,8			19,53
Polsko	03/15/2012	15:00	Rozpočtové saldo	mln. PLN	02/2012						-5278
USA	03/15/2012	16:00	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu			03/2012		11,3			10,2
EMU	03/16/2012	11:00	Obchodní bilance	mln. EUR	01/2012						7,5
Polsko	03/16/2012	14:00	Mzdy	%	02/2012			-1,9	5,3	-8,7	8,1
USA	03/16/2012	14:30	Jádrová inflace	%	02/2012			0,2	2,2	0,2	2,3
USA	03/16/2012	14:30	Inflace	%	02/2012			0,4	2,9	0,2	2,9

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	7,00	7,00	7,00	7,00	50 bps	12/20/2011
Polsko	2T inter. sazba	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	25 bps	6/9/2011

### Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	PRIBOR 3M	1,23	1,16	1,12	1,10	1,12	1,22
Maďarsko	BUBOR 3M	7,32	7,24	7,00	7,00	7,00	7,00
Polsko	WIBOR 3M	4,94	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	2,19	2,18	2,24	2,40	2,60	2,90
Maďarsko	HU10Y	7,16	7,97	7,50	9,25	9,00	9,00
Polsko	PL10Y	4,80	4,96	5,00	5,10	5,20	5,20

### Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	EUR/CZK	24,7	25,5	24,8	24,5	25,0	25,0
Maďarsko	EUR/HUF	292	315	290	290	290	290
Polsko	EUR/PLN	4,10	4,46	4,10	4,00	4,30	4,30

### HDP

	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	2	1,2	0,5	0,1	-0,1	0,6	1,6
Maďarsko	1,5	1,4	1,4	-0,2	-0,5	-0,8	-0,3
Polsko	4,3	4,2	4,3	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	3,9	4,2	4,2	3,3	2,8

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

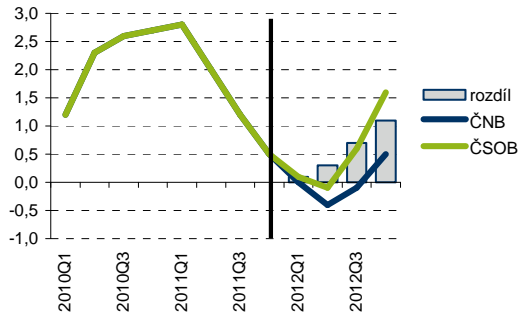
	2010	2011
Česko	-3,8	-3,6
Maďarsko	0,5	2,9
Polsko	-2,1	-5,0

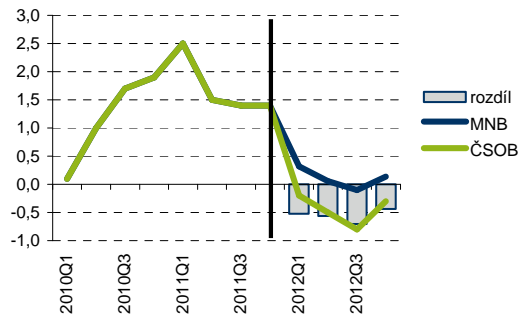
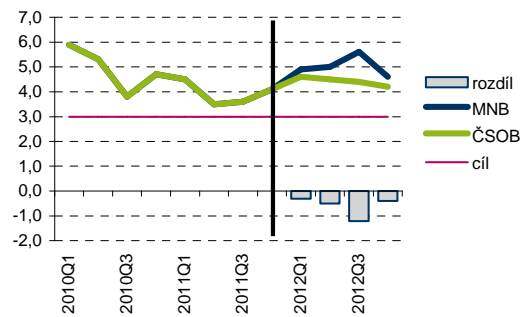
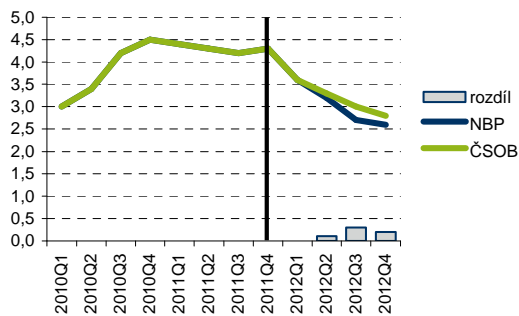
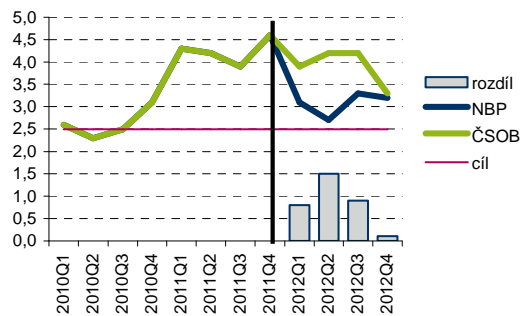
### Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	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.