



## ● Česká republika, Maďarsko

ČNB ani MNB úrokové sazby nezměnila

2

## ● Výhled na týden

NBP stále v neutrální módu; český průmysl stále pohánějí auta

## Centrální banky v regionu berou vyšší inflaci na vědomí

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24,88	↘	↘
EUR/HUF	295,3	↘	↘
EUR/PLN	4,17	↘	↘
3M PRIBOR	1,24	→	→
3M BUBOR	7,25	→	→
3M WIBOR	4,94	→	→
10Y CZK	3,56	→	→
10Y PLN	5,51	→	→
10Y HUF	9,21	↘	↘
3M EURIBOR	0,78	→	→
10Y EMU	1,82	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Inflace v regionu jde nahoru a tento týden bylo po delší době patrné, že tento fakt začínají brát na vědomí i středoevropské centrální banky.

Nejprve to byla maďarská MNB, která v úterý zveřejnila svoji novou – výrazně pesimističtější – inflační prognózu. Přestože maďarskou inflaci zvedly vyšší nepřímé daně, s jejím růstem k úrovni 6% počítala na počátku roku málokterá instituce a to včetně MNB. Maďarská centrální banka tedy vzala nepříznivý inflační vývoj na vědomí, což v praxi zřejmě povede k tomu, že hlasy uvnitř bankovní rady volající po snížení základní úrokové sazby na čas ustoupí do pozadí. Holubičí rétorika uvnitř MNB ovšem stejně nemůže přijít na pořad dříve než maďarská vláda získá novou půjčku od MMF, která garantuje dlouhodobější stabilitu měny.

Zhoršená inflační situace se rovněž odrazila i na jednání bankovní rady ČNB. Po delší době totiž některý z členů rady hlasoval pro zvýšení repo sazby. To sice ještě dlouho nebude na pořadu dne, přesto jde o další signál toho, že vůči téměř čtyřprocentní inflaci nemůže zůstat ČNB zcela lhostejná.

A konečně v nadcházejícím týdnu bude mít možnost ke zvýšené inflaci promluvit i polská NBP. Celková míra inflace se stejně jako inflační očekávání drží nad čtyřmi procenty již pět měsíců v řadě a znervózňuje část Výboru pro měnovou politiku. Ačkoliv guvernér NBP Belka v nadcházejících měsících těžko připustí jiný scénář než ten, že oficiální úroková sazba zůstane stabilní, jestřábí hlasy znějící z polské centrální banky mohou znít napříště hlasitěji.

## ČNB ani MNB úrokové sazby nezměnila

Petr Dufek, Jan Čermák

**ČNB svoji politiku nemění. Po čase se opět objevil hlas pro zvýšení úrokových sazeb.**

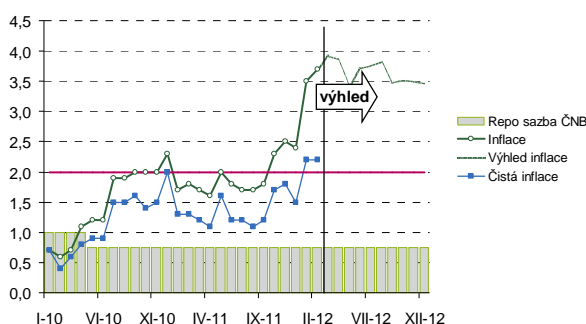
Asi nejzajímavějším výstupem čtvrtletního zasedání bankovní rady ČNB byl fakt, že zatímco šest členů bankovní rady hlasovalo pro stabilní sazby, po čase se objevil jeden hlas pro jejich zvýšení. Pro růst repo sazby byla pravděpodobně členka bankovní rady Zamrazilová, která již v minulosti zastávala jestřábí názory a byla tudíž připravena k dřívějšímu růstu sazeb. I když poslední prognóza vyznívala ve prospěch snížení sazeb ještě v letošním roce, nyní ČNB hovoří o vyvážených rizicích. Zatímco na proinflační straně stojí aktuálně vyšší inflace, na protiinflační straně zase silnější koruna a nižší sazby v zahraničí. V bankovní radě tak tedy stále vítězí názor na oficiální sazby nesaňat a vyčkat na další čísla z ekonomiky. Připomeňme, že prognóza se zatím nenaplníuje ani z pohledu HDP, ani z pohledu inflace.

Na příštím zasedání bude mít ČNB už k dispozici nový výhled, který se od toho stávajícího bude nejspíše v posledních dvou uvedených parametrech lišit minimálně. Náš základní scénář pro letošní rok neměníme, a proto neočekáváme změnu hlavní sazby ani v dalších měsících.

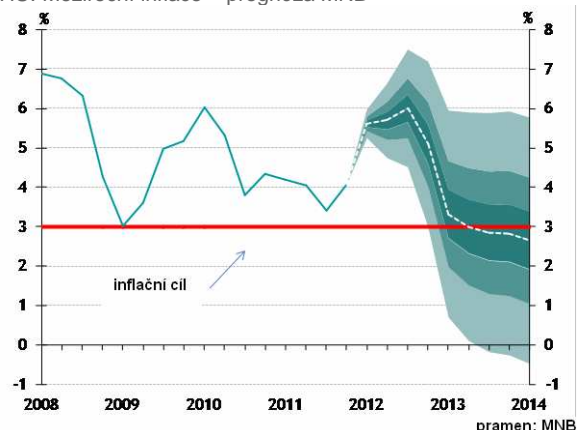
**MNB výrazně zvýšila odhad inflace pro rok 2012. V roce 2013 však počítá s návratem inflace zpět k hranici 3%.**

Tento týden nezasedala jen ČNB, ale také její kolegyně – maďarská centrální banka. MNB mimo jiné zveřejnila svoji novou čtvrtletní prognózu, ve které musel vzít na vědomí poslední velmi negativní vývoj inflace. MNB nyní očekává, že inflace vinou růstu nepřímých daní, vysokých cen benzínu a potravin vystoupí až k úrovni 6%. MNB sice očekává, že inflace by díky příznivému bazickému efektu měla poklesnout v roce 2013 zpět ke 3%, avšak tento scénář je podmíněn tím, že riziková prémie maďarských dluhopisů bude v delším horizontu postupně klesat. A právě vývoj rizikové prémie s ní spojený i vývoj kurzu forintu podle našeho názoru nakonec (jako vždy) rozhodne o tom, kdy bude moci MNB snížit svoji základní sazbu. Je přitom velmi pravděpodobné, že se to nestane do té doby, než bude jasné, zda vláda byla schopna získat další překlenovací úvěr od MMF. Tato záležitost by se přitom měla rozhodnout v květnu, nejpozději pak v červnu tohoto roku.

**CZ: Meziroční inflace vs. úrokové sazby (%)**

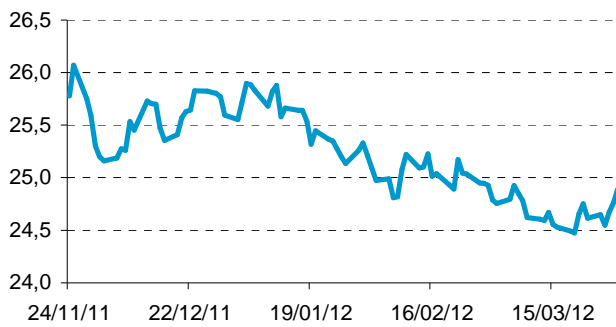


**HU: Meziroční inflace – prognóza MNB**

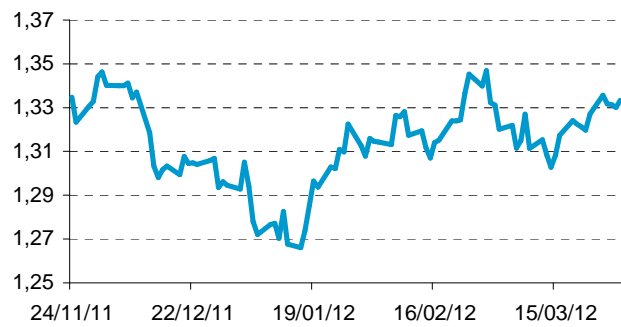


## Přehled trhů

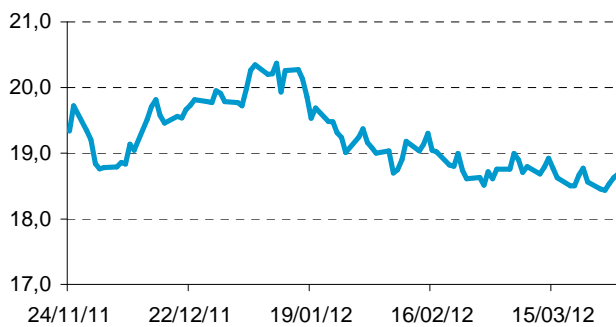
**EURCZK**



**EURUSD**



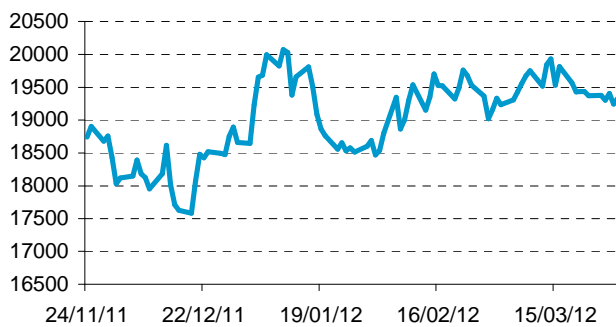
**USDCZK**



**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

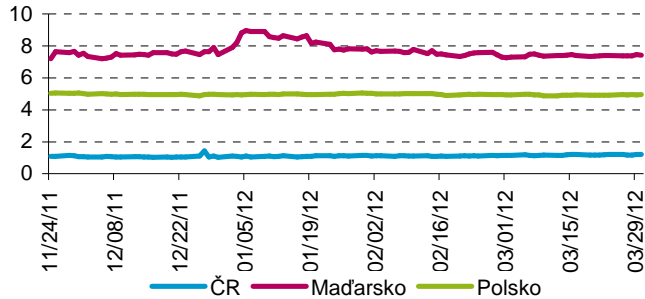


**EURHUF**

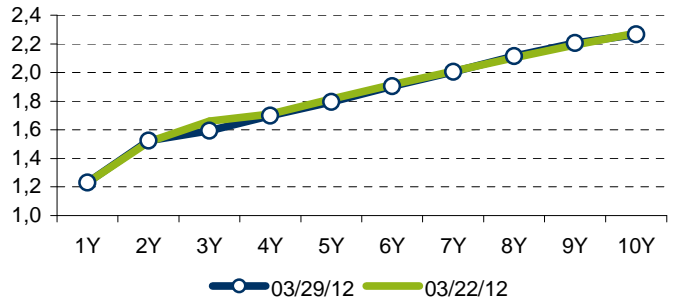


Zdroj: Thomson Reuters

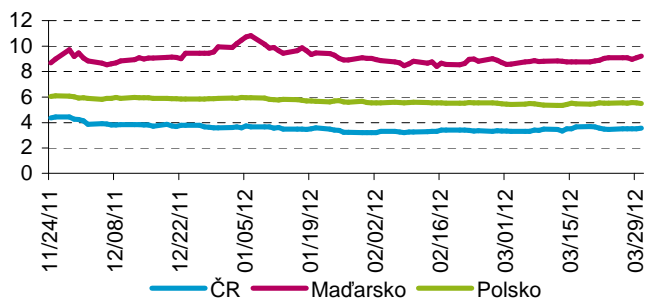
FRA 3x6 (%)



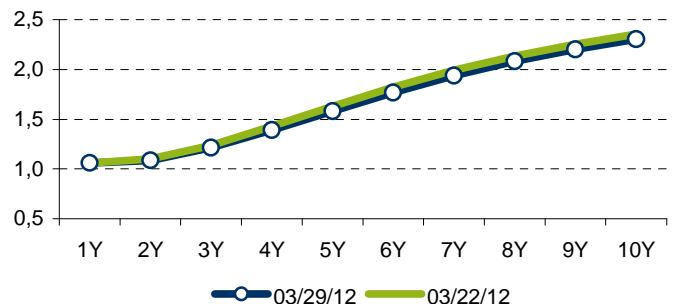
IRS CZK (%)



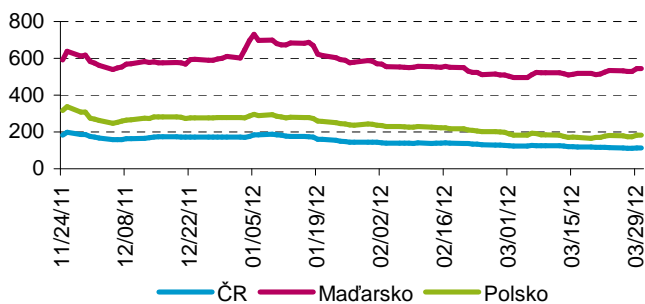
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



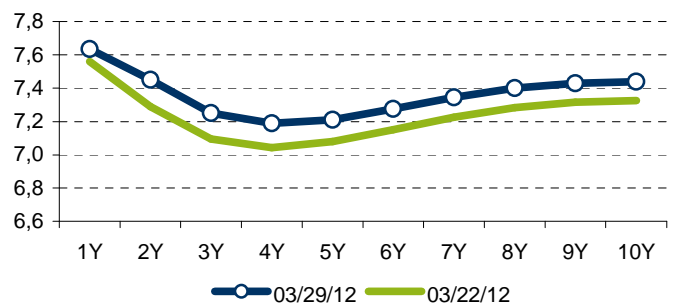
IRS EUR (%)



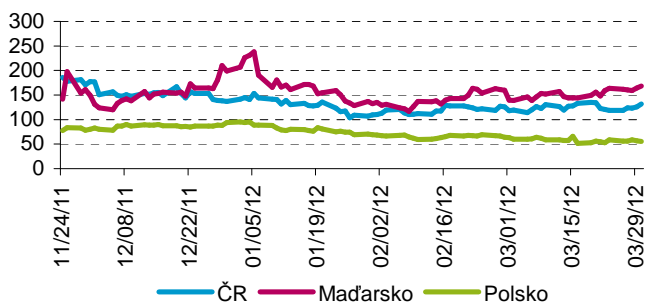
CDS 5Y (bps)



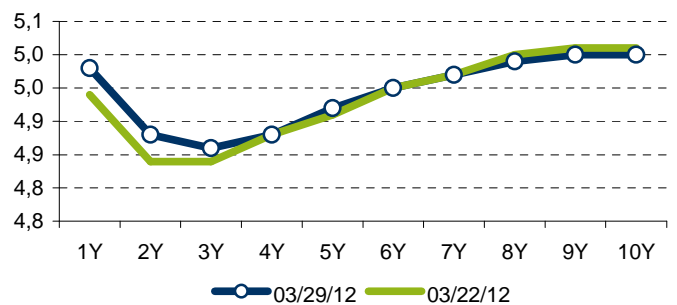
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

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

	II.12	I.12	II.11
Tržby	<b>0,0</b>	<b>1,3</b>	<b>5,9</b>
kumul. od ledna	<b>0,6</b>	1,3	6,6

### CZ: Maloobchod míří do útlumu

Po lednovém růstu, za kterým stál především motoristický segment trhu, nejpíše do maloobchodu přichází pozvolný útlum. Prodeje aut sice rostly, avšak výrazně pomaleji než v lednu, a tak ani celkový výsledek obchodu nebude nijak oslnivý. Zpomalování tržeb je odrazem slabé domácí poptávky, která zůstává ve vleku pesimismu spotřebitelů a klesajících reálných výdělků domácností. Nová čísla s největší pravděpodobností opět povrdí fakt, že poptávková inflace v ČR v podstatě neexistuje.

### ST cca 14:00, PL Zasedání NBP

	Náš odhad	Poslední změna
hlavní sazba v %	<b>4.50</b>	25 bps

### PL: NBP sazby opět nezmění

Polská centrální banka (NBP) na svém středečním zasedání sazby pravděpodobně nezmění. Stále vysoká inflace, která se stejně jako inflační očekávání drží nad čtyřmi procenty již pět měsíců v řadě, sice znervózňuje část Výboru pro měnovou politiku, avšak hlasy volající po dalším růstu úrokových sazeb jsou stále ojedinělé. Navíc, guvernér Belka se v tomto týdnu vyjádřil poměrně jasně a otevřeně a uvedl, že pohyb sazeb jakýmkoliv směrem je nepravděpodobný. Jako věrohodný scénář se nám proto v tuto chvíli jeví stabilita sazeb v celém roce 2012.

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

	II.12	I.12	II.11
Měsíčně	<b>3,0</b>	3,2	12,7
kumul. od ledna	<b>3,1</b>	3,2	14,4

### CZ: Produkce aut stále na vzestupu

K solidnímu výsledku průmyslové produkce nejspíše opět přispěla výroba automobilů, elektrických zařízení a chemických výrobků. V černých číslech i tentokrát nejspíše zůstalo strojírenství. Celkově k růstu výroby v průmyslu dopomohl i o jeden den vyšší počet pracovních dnů. Slabší čísla lze naopak čekat u textilního a potravinářského průmyslu, energetiky a výroby kovů. Pokračuje tak rozdělení průmyslu na dvě části – úspěšnější a tu méně úspěšnou, která strádá v důsledku slábnoucí domácí i zahraniční poptávky.

### PÁ 9:00, CZ Zahraniční obchod (mld. CZK)

	II.12	I.12	II.11
Saldo	<b>22,0</b>	29,6	13,4
kumulativ. od ledna	<b>51,7</b>	29,6	31,5
Export (% y/y)	<b>10,0</b>	11,0	17,4
Import (% y/y)	<b>6,5</b>	6,3	20,1

### CZ: Export táhnou vzhůru auta

Na růstu exportu a tedy i na příznivých výsledcích obchodní bilance se i nadále podílí především automobilový průmysl. Stranu dovozu i v únoru nafukovaly vyšší dovozní ceny surovin, naproti tomu slabá domácí poptávka na sebe nabaluje stále menší potřebu importů. I za únor očekáváme velmi příznivý výsledek zahraničního obchodu, nicméně nepůjde o takové skokové zlepšení bilance obchodu, jaké jsme viděli v lednu.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Maďarsko	02.04.2012	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		03/2012					50,5	
Polsko	02.04.2012	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		03/2012						
ČR	02.04.2012	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		03/2012						
EMU	02.04.2012	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		03/2012 *F					47,7	
EMU	02.04.2012	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	02/2012					10,7	
SR	02.04.2012	14:00	Rozpočtové saldo	mld. EUR	03/2012					-846	
ČR	02.04.2012	14:00	Rozpočtové saldo	mld. CZK	03/2012					-16,6	
USA	02.04.2012	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM		03/2012			53,5		52,4	
USA	02.04.2012	16:00	Cenový subindex ISM		03/2012			62,1		61,5	
Maďarsko	03.04.2012	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	01/2012 *F					423,5	
EMU	03.04.2012	11:00	Výrobní ceny	%	02/2012					0,7	3,7
USA	03.04.2012	16:00	Tovární zakázky	%	02/2012		1,4			-1	
USA	03.04.2012	20:00	Zápis ze zasedání FOMC		04/2012						
USA	03.04.2012	23:00	Celkový prodej automobilů	mil. USD	03/2012			14,8		15,03	
USA	03.04.2012	23:00	Prodej domácích automobilů	mil. USD	03/2012			11,3		11,7	
SR	04.04.2012	9:00	Maloobchodní tržby	%	02/2012						1,5
ČR	04.04.2012	9:00	Maloobchodní tržby	%	02/2012						1,3
EMU	04.04.2012	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		03/2012 *F					48,7	
EMU	04.04.2012	11:00	Maloobchodní tržby	%	02/2012					0,3	0
Německo	04.04.2012	12:00	Tovární zakázky	%	02/2012					-2,7	-4,9
ČR	04.04.2012	12:00	Aukce st. dluhopisu 3,85%/2021	mld. CZK	04/2012						
EMU	04.04.2012	13:45	Zasedání ECB	%	04/2012					1	
Polsko	04.04.2012	14:00	Zasedání RPP	%	04/2012					4,5	
USA	04.04.2012	14:30	ADP report z trhu práce	tis.,nsa	03/2012			213		216	
USA	04.04.2012	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM		03/2012			56,8		57,3	
SR	05.04.2012	9:00	Obchodní bilance	mld. EUR	02/2012					229,3	
Německo	05.04.2012	12:00	Průmyslová výroba	%	02/2012					1,6	1,8
USA	05.04.2012	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	24.3.						
USA	05.04.2012	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	31.3.						
Maďarsko	05.04.2012	17:00	Rozpočtové saldo	mld. HUF	03/2012					-286,6	
ČR	06.04.2012	9:00	Stavební výroba	%	02/2012						-5,3
ČR	06.04.2012	9:00	Obchodní bilance	mld. CZK	02/2012					29,6	
Maďarsko	06.04.2012	9:00	Průmyslová výroba	%	02/2012 *P					2,1	-2,7
Maďarsko	06.04.2012	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	02/2012 *P						
ČR	06.04.2012	9:00	Průmyslová výroba	%	02/2012						3,2
USA	06.04.2012	14:15	Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru	tis.,nsa	03/2012			230		233	
USA	06.04.2012	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství	tis.,nsa	03/2012			225		227	
USA	06.04.2012	14:30	Míra nezaměstnanosti	%	03/2012			8,3		8,3	
USA	06.04.2012	14:30	Průměrná hodinová mzda	%	03/2012			0,2		0,1	1,9

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	1,24	1,16	1,12	1,10	1,12	1,22
Maďarsko	BUBOR 3M	7,25	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	2,23	2,18	2,24	2,40	2,60	2,90
Maďarsko	HU10Y	7,39	7,97	7,50	6,80	7,20	7,20
Polsko	PL10Y	4,96	4,96	5,00	5,10	5,20	5,30

### Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	EUR/CZK	24,9	25,5	24,8	24,5	25,0	25,0
Maďarsko	EUR/HUF	295	315	290	290	290	290
Polsko	EUR/PLN	4,16	4,46	4,10	4,00	4,30	4,30

### HDP

	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	2	1,3	0,6	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 (%)

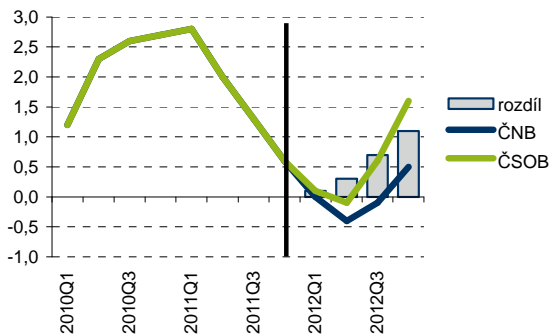
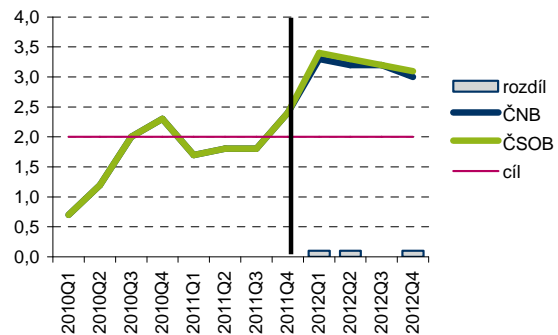
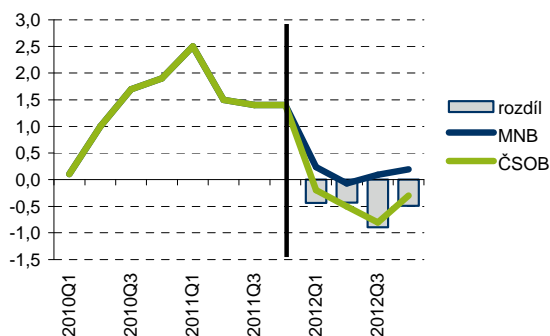
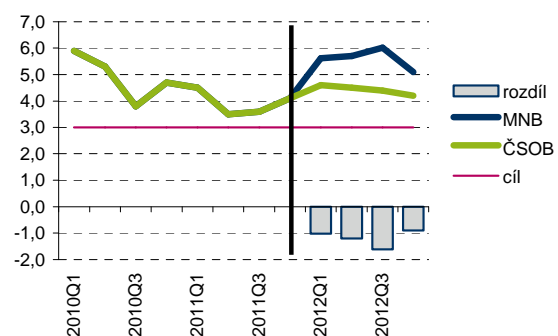
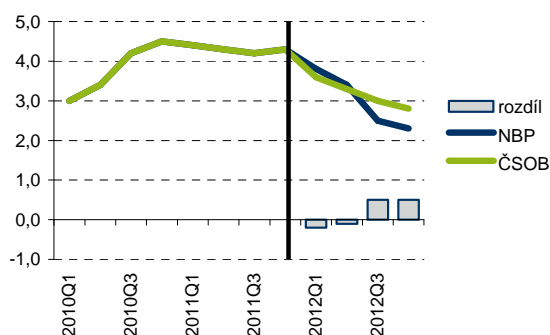
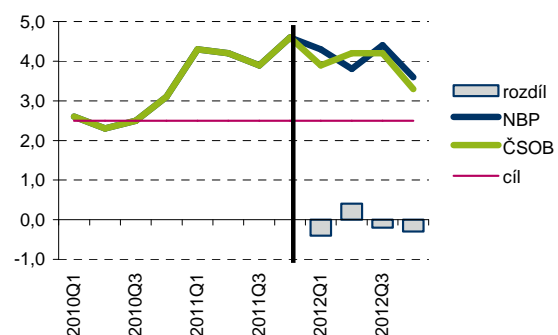
	2010	2011
Česko	-3,8	-3,6
Maďarsko	0,5	2,9
Polsko	-2,1	-5,0

### 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.