

Ekonomický měsíčník



DUBEN 2004

- **Česká republika**
ČNB zvyšuje prognózu inflace a připravuje trh na zvyšování úrokových sazeb. Veřejný dluh ČR letos překročí 40 % HDP.
- **Slovensko**
NBS už po druhý raz za sebou znižuje repo sadzbu o 50 základných bodov v reakcii na rýchle posilňovanie koruny.
- **Maďarsko**
Stabilita na finančních trzích a příznivý vývoj fundamentů umožnily MNB pokračovat v politice snižování úrokových sazeb.
- **Polsko**
Ani duben nepřinesl rozluštění hádanky, jak bude vypadat příští polská vláda a kdy budou příští parlamentní volby. RPP překvapivě změnil svůj výhled měnové politiky z neutrálního na restriktivní.
- **Téma: Vítejte v klubu!**

Veřejný dluh letos překročí hranici 1 bilion korun

Podle odhadu MF ČR letos veřejný dluh překročí magickou hranici 1 bn korun a přesáhne tak 40 % HDP. Tento údaj vychází ze srovnatelné metodiky zemí EU a slouží mj. k hodnocení plnění maastrichtských kritérií. Do tohoto údaje jsou na rozdíl od běžně publikovaných dat o státním zadlužení ČR započteny i veškeré závazky státu v konsolidačních institucích, záruky a dluhy veřejných rozpočtů (tj. včetně Fondu národního majetku, mimorozpočtových fondů, dluhů municipalit a zdravotních pojišťoven). Na konci minulého roku vládní dluh ještě činil 956,2 mld. korun, tj. 39,7 % HDP. Za dalším zvýšením zadlužení je především očekávaný schodek státního rozpočtu, který by měl v letošním roce přesáhnout hranici 110 mld. korun.

MF přišlo, podle ČTK, s návrhem vypořádání ztrát České konsolidační agentury (ČKA) s cílem brzkého ukončení její existence. Stát by měl na pokrytí ztrát ČKA vydat dluhopisy v celkové výši 74,1 mld. korun a zbylých 7,4 mld. korun uhradit ze státního rozpočtu. Je pravděpodobné, že vláda bude s tímto řešením souhlasit, avšak dluhopisový program bude muset schválit parlament ČR. Tento krok by vedl k dalšímu zpřehlednění stavu veřejných financí, otázkou je rychlost, s jakou MF bude tuto existující ztrátu ČKA financovat novými dluhopisy. Neméně významné bude i to, zda bude chtít stát získat tyto nové zdroje na domácím nebo zahraničním trhu a jakou splatnost by měly tyto dluhopisy mít.

Dubnová inflace nepřekvapila

Podle očekávání spotřebitelské ceny v dubnu stagnovaly a meziroční inflace poklesla z březnových 2,5 % na 2,3 % (průměrná inflace dosáhla 1 %). Za příznivým dubnovým výsledkem je především snížení cen zemního plynu pro domácnosti o 3,4 % a zlevnění některých rekreačních pobytů. Naproti tomu rostly ceny potravin o 0,3 %, které jsou meziročně dražší o 4,7 %. Pokračuje tak trend zdražování potravin, který úzce souvisí s růstem cen zemědělských výrobců a zpracovatelů. Přesto je i nadále inflace ovlivňována především daňovými změnami a regulovanými cenami, takže centrální banka nemá příliš prostoru pro její ovlivnění.

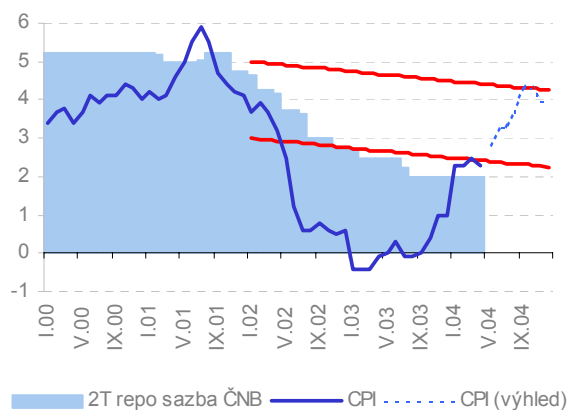
V dalších měsících očekáváme zrychlení růstu meziroční inflace, která se na konci letošního roku může pohybovat v intervalu 3,5-4,0 %. Jde o výrazný nárůst v porovnání se současnými hodnotami, jehož příčin je několik. V první řadě zde bude působit vliv nízkých statistických základů z předchozího roku. Mezi další hlavní příčiny letošní vyšší inflace patří: 1) sekundární vlivy daňových změn, 2) rychlejší

růst cen potravin, a nepochybně i 3) dražší ropa promítající se do růstu cen pohonných hmot u čerpacích stanic. Nejistým rovněž nadále zůstává vývoj cen regulovaného nájemného, na kterém se zatím parlament nedohodl. Průměrná inflace v letošním roce bude vyšší než předchozích dvou letech a podle našeho názoru dosáhne zhruba 3,2 %.

ČNB zvyšuje prognózu inflace

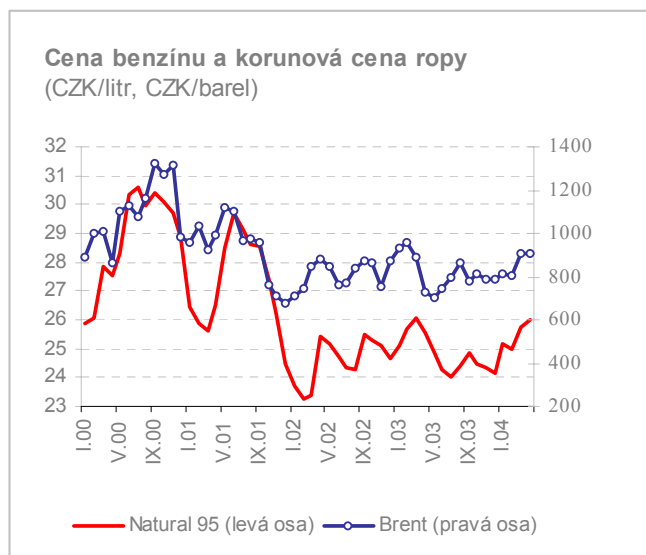
Bankovní rada na svém posledním zasedání přijala novou prognózu vývoje českého hospodářství. ČNB předpokládá, že ekonomika ČR v letošním roce poroste tempem 3,8-4,2 %, zejména díky silné investiční vlně a zlepšení výsledků zahraničního obchodu. ČNB dokonce předpokládá, že ekonomický růst bude natolik rychlý, že ekonomika dosáhne v roce 2005 svého potenciálu, což by mělo představovat nová inflační rizika. Pro zajímavost uvádíme, že Ministerstvo financí ČR je v případě ekonomického růstu méně optimistické než centrální banka, neboť předpokládá, že se růst HDP letos dosáhne „pouze“ 2,8 % a na rozdíl od ČNB není MF neočekává ani zlepšení u zahraničního obchodu ani u masivní nárůst investic. Na rok 2005 MF předpokládá zrychlení hospodářského růstu jen na 3,1 %, zatímco ČNB předpokládá 3,9 %.

Meziroční inflace a cílové pásmo ČNB
(meziročně v %)



Kromě prognózy HDP však ČNB rovněž zvýšila predikci inflace a předpokládá, že meziroční CPI dosáhne v září příštího roku (tj. v horizontu měnové transmise) 2,3-3,7 %. ČNB v krajní variantě předpokládá, že inflace na několik měsíců v závěru letošního roku prolomí horní pásmo cílového intervalu, poté se pozvolna vrátí do středu intervalu. Tato prognóza inflace vyznívá překvapivě ve srovnání s lednovou projekcí, která byla o zhruba půl procentního bodu níže. Výhledy ČNB proto nyní vyznívají ve srovnání s inflačními očekáváními trhu spíše pesimisticky.

ČNB už začala připravovat trh na zvyšování úrokových sazeb, neboť v závěru měsíce guvernér ČNB nevyloučil možnost, že by centrální banka přitvrdila měnovou politiku dříve než se původně očekávalo (tj. dříve než ve druhé polovině roku). To se okamžitě projevilo negativně v cenách na dluhopisovém trhu, které navíc v téže době postihla smršť pozitivních zpráv z americké ekonomiky. Rychlost zvyšování úrokových sazeb se následně snažila zpochybnit prohlášení představitelů centrální banky, kteří zřejmě ne zcela důvěřují bankovní radou projednané a aktuálně zveřejněné prognóze české ekonomiky.



Nevyjasněnou tedy nadále zůstává otázka, kdy se ČNB odhodlá k prvnímu zvýšení repo sazby, a jak velká tato změna bude. Jak je uvedeno v dubnové Zprávě o inflaci, s prognózou „je konzistentní postupný nárůst úrokových sazeb ve dvouletém horizontu“. Podle našeho názoru bude bankovní rada ČNB spíše vyčkávat na potvrzení předpokladů dubnové prognózy. Bankovní rada by se mohla teprve na základě skutečného vývoje inflace (a snad i HDP) zabývat otázkou zvyšování úrokových sazeb v červenci. Prozatím je zřejmé, že očekávání ČNB ohledně inflace za duben bylo nadhodnocené. Podstatné ovšem je nejen jak rychle by se měly sazby zvyšovat, ale také, jakých hodnot by nakonec měly dosáhnout. Ačkoliv existují radikální názory prognostiků z ČNB podporující velmi rychlý růst repo sazby v průběhu následujících 18-ti měsíců, předpokládáme, že centrální banka bude přistupovat ke zvyšování sazeb opatrně a rozvážně a krok za krokem vyhodnocovat aktuální vývoj ekonomiky ve srovnání se svými prognózami i s ohledem na vývoj v západní Evropě.

Zahraněční obchod si vedl v prvním čtvrtletí nad očekávání dobře

Ačkoliv březnový výsledek obchodní bilance nepatří mezi ty oslnivé (ve srovnání s loňským březnem byl o 3 mld. horší), za celé první čtvrtletí deficit obchodu ČR dosáhl jen 1,3 mld. korun, což je nejnižší hodnota za stejné období od roku 1995.

Příznivou zprávou je udržení vysokého tempa exportu. Zatímco v lednu se český vývoz mírně snížil, únorové a březnové tempo překročilo 18 % (meziročně). Mírně se sice zpomalilo tempo vývozu strojů a dopravních prostředků (+16 %) zaujímajících největší podíl na českém exportu, avšak i tento růst považujeme za příznivý. Za celé první čtvrtletí se vývoz tohoto zboží zvýšil mnohem méně (+9,5 %) v důsledku horších lednových výsledků.

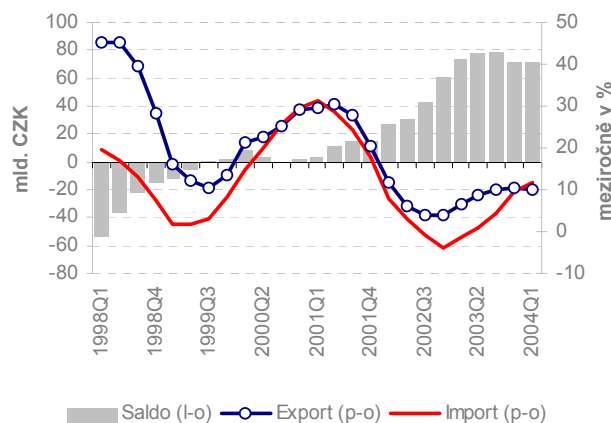
Vývozu napomáhá pomalu se oživující poptávka v zemích EU a především rychlý rozvoj exportních kapacit v ČR, který je především výsledkem přímých zahraničních investic. Pozitivní vliv má i česká koruna, která je vůči euru meziročně slabší o necelá čtyři procenta a vůči USD (kterým se platí za dovozy) naopak o 12 % silnější.

Březen přinesl i výrazné zvýšení dovozu (+20,4 %), zejména v případě strojů a dopravních prostředků. Rychlý růst těchto importů můžeme očekávat i v dalších měsících, neboť úzce souvisí s pokračujícím růstem investic v ČR. Naopak k mírnému zpomalení by mohlo dojít u spotřebních dovozů díky očekávanému zpomalení růstu spotřeby v letošním roce.

Za celé první čtvrtletí se dovoz zvýšil o 11,1 %, zatímco vývoz vzrostl o 12,1 %. Deficit obchodní bilance se snížil z -4,2 mld. korun na -1,3 mld. Je pravděpodobné, že nižší schodek zahraničního obchodu se příznivě promítne i do výsledku HDP za první kvartál. Otázkou ovšem zůstává, jak se bude vyvíjet schodek bilance služeb, která v posledních třech letech ovlivňovala růst české ekonomiky negativně.

Vývoj zahraničního obchodu v dalších měsících se, podle našeho názoru, nebude příliš vymykat dosavadnímu trendu. Celoroční deficit by se mohl pohybovat v blízkosti loňské hodnoty. Prozatím se roční kumulovaný deficit vnějšího obchodu ČR pohybuje okolo 66 mld. korun. Rizikem však zůstávají vysoké ceny ropy prohlubující dovoz do ČR. K viditelnějšímu snížení schodku obchodní bilance by mohlo dojít až v příštím roce, zejména díky rychlejšímu očekávanému růstu poptávky v zemích EU a díky náběhu výroby nové automobilky.

Zahraněční obchod - stroje a dopravní prostředky (12M kumulace, CZK)



Základní ekonomické ukazatele

		2000	2001	2002	2003	AKTUÁLNĚ	2004 P	2005 P	
HDP	změna, %	3,3	3,1	2,0	2,9	3,1	2003 Q4	3,3	3,5
	mld. EUR	55,7	63,9	73,8	75,7	75,7	2003	79,0	86,2
HDP na obyvatele (PPP)	EU=100	59	60	61	62	62	2003	63	64
Cenová hladina	EU=100	43	45	50	49	49	2003	49	51
Průmyslová výroba	změna, %	5,4	6,5	4,8	5,8	9,0	I-III.04	6,5	5,0
Stavební výroba	změna, %	5,3	9,6	2,2	8,9	16,2	I-III.04	7,0	5,0
Index spotřebitelských cen	konec období, %	4,0	4,1	0,6	1,0	2,3	IV.04	3,7	2,7
Inflace	roční průměr, %	3,9	4,7	1,8	0,1	1,0	IV.04	3,2	2,8
Čistá inflace	konec období, %	3,0	2,4	-0,2	1,0	1,8	IV.04	2,6	2,4
Ceny průmyslových výrobců	roční průměr, %	5,0	2,9	-0,5	-0,4	0,3	III.04	2,5	2,5
Obchodní bilance	mld. CZK	-120,8	-117,2	-71,3	-69,4	-1,3	I-III.04	-60,0	-55,0
	% HDP	-3,5	-6,1	-5,4	-2,9	-2,9	2004	-2,3	-2,0
Běžný účet	% HDP	-5,3	-5,7	-6,0	-6,5	-6,5	2004	-5,6	-4,8
Hrubý zahraniční dluh	% HDP	41,2	37,3	35,7	37,1	37,1	XII.03	36,4	34,2
Devizové rezervy	konec období, mld. EUR	12,8	14,2	16,9	21,3	22,0	IV.03	23,2	24,5
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	roční průměr, %	8,8	8,2	7,3	7,8	8,1	2003 Q4	8,4	8,4
Průměrná mzda - reálná	změna, %	2,6	3,6	5,4	6,7	6,2	2003 Q4	2,5	2,6
Peněžní zásoba (M2)	prům. roční změna, %	6,4	11,1	6,7	4,3	5,3	III.04	6,5	7,5
CZK/EUR	průměr	35,6	34,1	30,8	31,8	32,5	IV.04	32,5	31,8
	konec období	35,1	32,0	31,6	32,4	32,5	IV.04	32,0	31,6
CZK/USD	průměr	38,6	38,0	32,7	28,2	27,1	IV.04	26,9	26,5
	konec období	37,8	36,3	30,1	25,7	27,2	IV.04	26,7	26,3
PRIBOR 3M	průměr %	5,36	5,18	3,55	2,28	2,06	IV.04	2,25	3,00
	konec období, %	5,40	4,62	2,59	2,07	2,11	IV.04	2,70	3,30
10Y IRS	průměr, %	7,24	6,50	5,07	4,25	4,50	IV.04	4,80	5,60
Repo-sazba ČNB	konec období, %	5,25	4,75	2,75	2,00	2,00	IV.04	2,50	3,25
Saldo veřejných rozpočtů	% HDP	-4,5	-6,4	-6,4	-12,9	-12,9	2003	-6,0	-5,5
Saldo státního rozpočtu	mld. CZK	-51,8	-66,7	-45,7	-109,1	-38,1	I-IV.04	-110,0	-110,0
Státní dluh	mld. CZK	289,3	345,0	395,9	493,2	493,2	XII.03	600,0	700,0
Veřejný dluh	% HDP	18,2	25,2	28,9	37,6	37,6	2003	39,6	41,1

Zdroj: ČNB, MFČR, ČSÚ, MMF, WIIW, Eurostat

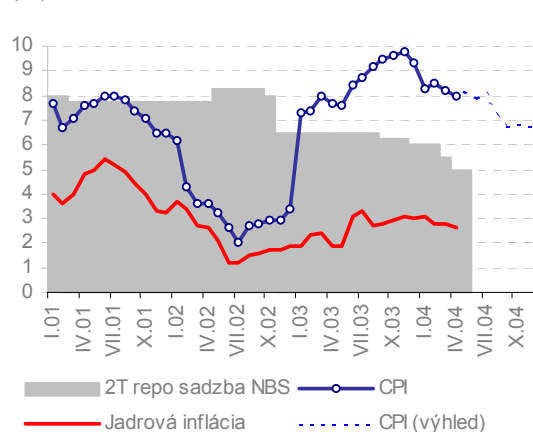
Novým prezidentom bude Gašparovič

Aj druhé kolo prezidentských volieb prinieslo prekvapivé výsledky. Novým prezidentom bude Ivan Gašparovič, ktorý porazil svojho bývalého straníckeho kolegu Vladimíra Mečiara. Porážka V. Mečiara je vnímaná západnými politikmi ako odmientutie autokratického štýlu vlády, ktorým bol známy v rokoch 1994-1998. Ivan Gašparovič bol v tom čase vo vedení HZDS spolu s Mečiarom a zároveň bol predsedom parlamentu. Medzi západnými politikmi však nie je až taký známy. Podľa politických komentátorov je preto viac akceptovateľný. Vo voľbách získal Gašparovič 60 percent hlasov zúčastnených voličov. Jeho šanca na porážku Mečiara bola vyššia najmä v prípade vyššej účasti voličov na hlasovaní. Elektorát Mečiara je totiž disciplinovaný a pravidelne sa zúčastňuje na voľbách. Napriek tomu, že v porovnaní s prvým kolom volieb účasť poklesla zo 47,9 percenta na 43,5 percenta, bola stále vyššia v porovnaní s očakávaniami. To zrejme pomohlo pánovi Gašparovičovi poraziť Vladimíra Mečiara. Kandidatúra zvoleného prezidenta bola podporená opozičnou stranou Smer (Gašparovič nie je jej členom). Preto je na mieste otázka, či sa neskomplicujú vzťahy medzi vládou a prezidentským palácom. Avšak povedané na rovinu: ťažko si predstaviť komplikovanejšiu situáciu ako medzi odchádzajúcim prezidentom Schusterom a úradujúcou vládou. Ten totiž v snahe o znovuzvolenie odmietal podpisovať viacero zákonov so sociálnym kontextom. Trh bude preto pozorne sledovať snahu vlády o získanie väčšiny v parlamente ako aj postoj prezidenta k pokračovaniu reforiem.

Inflácia – pozitívne prekvapenie

Marcová inflácia priniesla malé pozitívne prekvapenie. Trhové očakávania boli na úrovni 8,4 %. Ceny však medziročne vzrástli iba o 8,2 %. V porovnaní s predchádzajúcim mesiacom ceny vzrástli o 0,1 %. Najrýchlejší rast zaznamenali ceny vzdelania (8,0 % medzimesačne) a dopravy (+1,5 % medzimesačne). Významnejší vplyv na celkovú infláciu mala najmä doprava. Žiaľ rastúce ceny ropy nedávajú nádej na zmenu trendu ani v najbližšom období. Pozitívne sa však prejavil pokles cien potravín o 0,4 %. Pri zachovaní tohto trendu by sa mala celková inflácia čoskoro dostať pod úroveň 8 %. Aj keď treba priznať, že májový vstup do EÚ je stále rizikovým faktorom práve pre ceny potravín. Jadrová inflácia taktiež nepotvrzuje existenciu dopytových inflačných tlakov. Naopak silnejúca koruna by v budúcnosti mohla pribrzdíť potenciálne inflačné tendencie.

Medziročná inflácia a repo sadzba NBS (%)



Euro v roku 2009?

Ministerstvo financií predstavilo verejnosti svoj Konvergenčný program na rok 2004-2010. Hlavným cieľom je dlhodobý a udržateľný rast ekonomiky dosahujúci ročne 4 % až 5 %. Podstatným cieľom je však aj zníženie podielu deficitu verejných financií pod 3 % HDP do roku 2006 (bez nákladov na dôchodkovú reformu). Ministerstvo predpokladá vstup do ERM-II v roku 2005/06 a následne prijatie eura v rokoch 2008/09. Prijatie eura v roku 2009 je pravdepodobnejšie, čo v súčasnosti indikujú aj kotácie dilerov na derivátovom trhu. Podstatnou informáciou pre trh je tiež očakávanie zhodnocovania kurzu koruny. Ministerstvo predpokladá temporeálneho posilňovania meny na úrovni 1,5 %. Podmienkou je však pokračovanie v ekonomických reformách.

Bezproblémové verejné financie

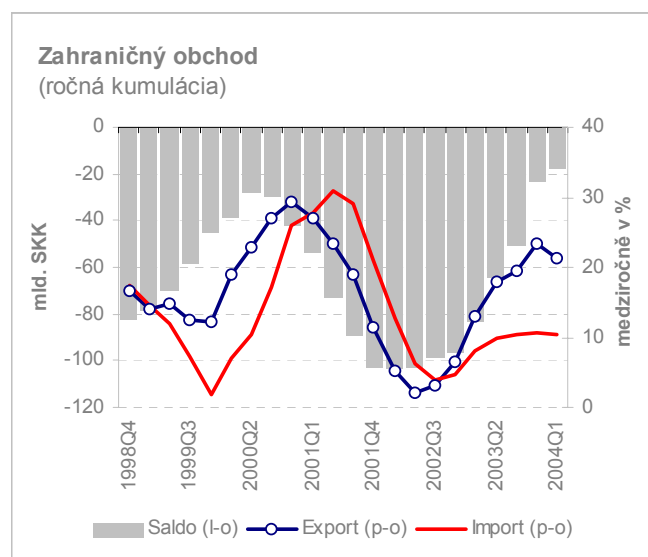
Podľa ministerstva financií bude v roku 2004 deficit verejných financií nakoniec nižší ako sa pôvodne predpokladalo. Aktualizovaný odhad hovorí o schodku 3,84 % HDP namiesto pôvodných 3,92 % HDP. Toto číslo iba dokrešľuje reformnú snahu slovenskej vlády. Ministerstvo očakáva vyššie príjmy z daní v objeme 3,7 mld. Sk. Tieto úvahy podporuje aj hospodárenie štátneho rozpočtu za prvé štyri mesiace, keď štát skončil prekvapivo v prebytku 5 mld. Sk. Nižšie by mali byť aj výdavky na štátny dlh a to o 1,6 mld. Sk. V tomto prípade pomohlo ministerstvu znižovanie úrokových sadzieb a tým pádom redukcia úrokových nákladov. Na druhej strane sa budú zvyšovať výdavky spojené s podporou výstavby automobilky KIA ako aj dodatočné jednorazové príspevky na zlepšenie sociálnej situácie dôchodcov. Celkovo vyzerá hospodárenie verejných financií v roku 2004 zatiaľ dobre, čo podporuje

aj býčiu náladu na devízovom trhu. Výsledky hospodárenia štátu iba dokresľujú ružový obrázok slovenskej ekonomiky.

Prekvapujúca redukcia sadzieb

Národná banka Slovenska koncom apríla opäť uvoľnila menovú politiku. Dvojtýždňová reposadzba klesla o ďalších 50 pbs na 5 %. Rozhodnutie NBS zredukovať úrokové sadzby o dodatočných 50 pbs je prekvapivé. Iba pred mesiacom totiž sadzby poklesli o 50 bodov. Za posledných sedem mesiacov znížila NBS sadzby už o 150 bázických bodov. Samozrejme poklesol aj úrokový diferenciál. Rozdiel medzi eurovými a korunovými sadzbami je aktuálne 300 bodov. Rozhodnutie centrálnych bankárov je prekvapivé aj vzhľadom na ich dlho zaužívaný konzervatívny postoj a opatrenému znižovaniu sadzieb. Podľa oficiálneho vyhlásenia NBS bolo dôvodom príliš rýchle zhodnocovanie koruny. Minister financií Mikloš taktiež komentoval rozhodnutie NBS zredukovať úrokové sadzby. Podľa neho nebola jediným argumentom silná koruna, ale aj priaznivý ekonomický vývoj a klesajúca inflácia.

Napriek horším než očakávaným číslam nie je dôvod na obavy. V medziročnom porovnaní ide stále o dobrý výsledok a 12 mesačné kumulatívne saldo v pomere k HDP je najnižšie od januára 1996. Výhľad ostáva nezmenený. Stále ponechávame v platnosti náš odhad schodku -40 mld. Sk pre celý rok. No nevylučujeme ani lepší výsledok, existuje však riziko nafúknutia importu technologickými dovozmi v závere roka.



Deficit zahraničného obchodu pod 1,5 % HDP

Zahranično-obchodná bilancia Slovenska zaznamenala v marci deficit 1,7 miliardy korún (čakalo sa -1,1 mld. Sk). Po dobrých výsledkoch počas prvých dvoch mesiacov mal trh tendenciu čakať aj v marci podobný výsledok. Napriek tomu však rozdiel nie je dramatický. V porovnaní s marcom 2003 je dokonca vykázaný deficit stále lepší o 1,1 mld. Sk. Vzhľadom k tomuto faktoru sa kumulatívne saldo za posledných 12 mesiacov stále kľže nadol i naďalej. Na začiatku roka bola jeho hodnota skoro 21 mld. Sk, zatiaľ čo teraz je to iba 18 mld. Sk respektíve menej ako 1,5 % HDP. V exporte hrajú stále prím stroje, dopravné zariadenia a kovy. Na strane importu z najväčších kategórií rastie predovšetkým dovoz strojov, kovov a automobilov. Je to logický dôsledok štruktúry slovenského hospodárstva, ktoré je dovozne náročné. Pri raste exportu preto zákonite rastie aj tempo dovozu.

Základní ekonomické ukazatele

		2000	2001	2002	2003	LATEST		2004 F	2005 F
HDP	změna, %	2,0	3,8	4,4	4,2	4,7	2003 Q4	4,0	4,2
	mln. EUR	21,9	23,3	25,7	28,8	28,8	2003	32,6	35,9
HDP na obyvatele (PPP)	EU-15=100	48	49	51	53	53	2003	54	56
Cenová hladina	EU-15=100	38	39	40	42	42	2003	46	48
Průmyslová výroba	změna, %	8,6	6,8	6,6	5,7	6,2	I-III.04	5,5	6,0
Stavebnictví	změna, %	-0,4	0,8	4,1	6,0	2,8	I-III.04	5,0	5,0
Maloobchodní tržby	změna, %	x	4,5	5,8	-5,2	3,9	I-III.04	1,5	4,0
Index spotřebitelských cen	konec období, %	8,4	6,5	3,4	9,3	8,0	IV.04	7,3	3,0
Inflace	roční průměr, %	12,0	7,1	3,3	8,5	8,3	IV.04	8,0	3,0
Jádrová inflace	konec období, %	4,6	3,2	1,9	3,0	2,6	IV.04	3,2	2,5
Ceny průmyslových výrobců	roční průměr, %	10,8	6,5	2,1	8,2	3,0	III.04	3,0	2,8
Obchodní bilance	mln. SKK	-41,7	-103,2	-96,6	-23,6	-0,3	I-III.04	-40,0	-45,0
	% HDP	-4,5	-10,2	-8,8	-2,0	-2,0	2003	-3,0	-3,2
Běžný účet	% HDP	-3,5	-8,4	-8,0	-0,9	-0,9	2003	-2,2	-2,5
Hrubý zahraniční dluh	% HDP	53,5	53,9	54,0	50,3	50,3	XII.03	48,4	46,5
Devizové rezervy	konec období, mln. EUR	4,4	4,7	8,8	9,6	10,7	III.04	11,0	12,0
Míra nezaměstnanosti	průměr, %	18,6	19,2	18,5	17,4	17,4	2003 Q4	17,0	16,5
Průměrná mzda - reálná	změna, %	-4,9	0,8	5,8	-2,0	-3,3	2003 Q4	0,5	3,4
Peněžní zásoba (M2)	prům. roční změna, %	14,0	11,9	7,7	5,5	5,5	II.04	6,5	7,0
SKK/EUR	průměr	42,6	43,3	42,7	41,5	40,1	IV.04	40,2	39,3
	konec období	44,0	42,8	41,5	40,9	40,4	IV.04	39,7	39,0
SKK/USD	průměr	46,2	48,4	45,4	36,8	33,4	IV.04	32,4	32,8
	konec období	47,4	48,5	39,6	33,0	34,1	IV.04	33,1	32,5
BRIBOR 3M	průměr, %	8,60	7,80	7,80	6,18	5,35	IV.04	5,0	4,7
	konec období, %	7,83	7,75	5,96	5,80	5,00	IV.04	4,6	4,7
10Y IRS	průměr, %	x	8,30	7,10	5,01	5,07	IV.04	5,1	5,4
Repo-sazba NBS	konec období, %	8,00	7,75	6,50	6,00	5,00	IV.04	4,50	4,50
Saldo veřejných rozpočtů	% HDP	-12,3	-6,0	-5,7	-3,6	-3,6	2003	-3,8	-3,5
Saldo státního rozpočtu	mln. SKK	-27,7	-44,4	-51,6	-56,0	5,7	I-III.04	-80,0	-45,0
Státní dluh	mln. SKK	224,2	365,8	386,2	427,7	427,7	XII.03	505,0	550,0
Veřejný dluh	% HDP	49,9	48,7	43,3	42,8	42,8	2003	45,1	44,9

Zdroj: NBS, MFSR, ŠUSR, MMF, WIW, Eurostat

MAĎARSKO

Co napoví květnová Inflační zpráva?

Revize vládního cíle vstupu země eurozóny a čtvrtletní inflační zpráva budou dva velmi zajímavé výstupy, které lze od maďarských vládních autorit v průběhu května očekávat. Zatímco v prvním případě mají finanční trhy již víceméně jasno, neboť vládní činitelé již několikrát označili rok 2010 za nový vládní cíl pro vstup do eurozóny (k jeho realnosti viz dále), čtvrtletní hodnocení inflačního vývoje centrální bankou a implikace z něj plynoucí budou očekávány s podstatně větším napětím. Toto napětí bylo umocněno relativně překvapivým snížením základní úrokové sazby MNB z 12 % na 11,5 % na počátku května, kterým centrální banka dala najevo zejména spokojenost s vývojem devizovém a dluhopisovém trhu, resp. s poklesem rizikové prémie u maďarských aktiv. Dá se přitom očekávat, že pozitivní vyznění makroekonomických dat sumarizované v příští Inflační zprávě, může MNB přimět k další redukci oficiální úrokové sazby. Centrální banka totiž v minulosti několikrát zdůraznila, že snižování úrokových sazeb je podmíněno právě zlepšením makroekonomických fundamentů (zde je třeba dodat, že rétoriku MNB s ohledem na její kredibilitu nelze přeceňovat).

K jakým závěrům tedy MNB v nové Inflační zprávě může dojít? Podle našeho názoru MNB zjistí to, co jsme na tomto místě již jednou avizovali: neboli, že vývoj míry inflace i většiny makroekonomických indikátorů, které dohromady tvoří předpoklady pro formulování inflační prognózy, je lepší než jaká byla očekávání centrální banky (viz tabulku). Zde je ovšem třeba uvést, že inflačně méně příznivý vývoj než MNB očekávala, pak kromě rychlejšího růstu nominální mezd v soukromém sektoru, vykazují oproti únorové prognóze MNB ceny ropy. MNB totiž počítala s průměrnou cenou ropy v tomto roce na úrovni 6192 forintů za barel (resp. 29,5 USD/barel), avšak její průměrná cena vyjádřená ve forintech za leden až duben byla o 9 % vyšší. Dá se navíc předpokládat, že ceny ropy budou dále stoupat, takže průměr za celý rok 2004 bude ještě více vzdálen od zmiňované prognózy MNB.

Vybrané makroekonomické předpoklady v únorové Inflační zprávě

	Odhad MNB na	
	roik 2004	Dosavadní realita
HUF/EUR (průměr)	264,6	257,8*
Cena ropy Brent (HUF/barrel, průměr)	6192	6749*
Růst mezd v soukromé sféře (%)	9,3	10,1**

* Leden-Duben

** Leden-Únor

Stoupající ceny ropy jsou samozřejmě nepříjemnou záležitostí, nicméně i tak se domníváme, že pozitivní vliv ostatních (inflačních) faktorů převažuje, což by pak mělo MNB umožnit snížit odhad míry inflace jak pro rok 2004, tak pro 2005. Příznivější odhad vývoje inflace by pak měl z definice politiky inflačního cílení vést centrální banku

k uvolněnější měnové politice. Naneštěstí vzhledem k tomu, že praktická politika cílování inflace v podání MNB je poněkud „nestandardní“ (mimo jiné i proto, že ji dnes determinují i takové faktory jako např. nálada na maďarských finančních trzích), není pokles úrokových sazeb tak samozřejmou záležitostí. Přesto věříme, že závěry z inflační zprávy mohou MNB povzbudit k dalšímu snížení oficiální úrokové sazby. Ta by se přitom mohla snížit o dalších 50 bazických bodů na 11 %.

Vývoj inflace a únorová prognóza MNB pro rok 2004*

	I.	II.	III.	IV.
Prognóza MNB	7,0	7,8	7,8	7,1
Odhad ČSOB	6,8	7	7,1	6,1
Realita	6,8	6,9**	?	?

* průměrná meziroční změna

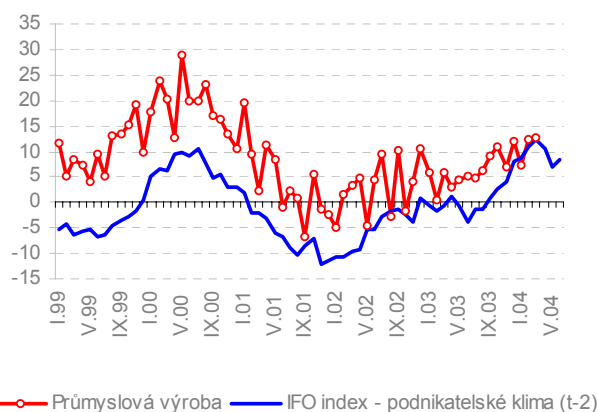
** údaj za duben

Průmyslu se díky exportu daří

Maďarskému průmyslu se v poslední době skutečně daří. Průměrný meziroční růst průmyslové výroby za posledních šest měsíců dosahuje 10 %. Není přitom pochyb co stojí v pozadí výborných výkonů průmyslu. Je to rychle rostoucí vývoz (připomeňme, že téměř tři pětiny průmyslových tržeb plynou z vývozu), který evidentně těží z pozvolna se zlepšující ekonomické situace v eurozóně, především pak v Německu. Silné obchodní vazby Maďarska s Německem znamenají, že vývoj maďarské průmyslové produkce je velmi úzce korelován s vývojem německého průmyslu. Pro maďarský vývoz zároveň jasně platí, že velmi citlivě reaguje na růst německého HDP a potažmo dovozu (naproti tomu cenová elasticita maďarského vývozu je poměrně slabá). Vzhledem k tomu, že podnikatelská nálada v Německu se dále zlepšuje máme dobrý důvod se domnívat, že výkony maďarského vývozu jakož i průmyslu budou v následujících několika měsících velmi dobré.

Průmyslová výroba a IFO

(meziroční změna, sezónně očištěno)



Nicméně ačkoliv bude růst maďarského průmyslu v tomto roce podstatně vyšší než jsme původně očekávali, zůstáváme poměrně opatrní v otázce případné revize našeho odhadu růstu HDP pro rok 2004 (3,5 %). Důvodem jsou již výše zmiňované ceny ropy, které se negativně podepíší na výsledku zahraničního obchodu (a implicitně i na výsledku HDP). Odhadujeme, že vyšší ceny ropy a zemního plynu by mohly prohloubit celoroční schodek

obchodní bilance o více než 100 mld. HUF, což představuje 0,5 % HDP. Počítáme však s tím, že lepší výsledky vývozu plynoucí ze silnější zahraniční poptávky budou schopny tuto ztrátu kompenzovat. Proto tudíž nemáme důvod výrazněji měnit jak náš odhad růstu HDP, tak očekávaný výsledek obchodní bilance v roce 2004.

Základní ekonomické ukazatele

		2000	2001	2002	2003	AKTUÁLNĚ	2004 P	2005 P
HDP	změna, %	5,2	3,8	3,3	2,9	2,9 2003	3,5	3,2
	mld. EUR	50,6	57,9	69,9	75,3	75,3 2003	81,6	88,1
HDP na obyvatele	EU=100	51	53	54	55	55 2003	56	57
Cenová hladina	EU=100	44	46	53	55	55 2003	57	59
Průmyslová výroba	změna, %	18,1	3,6	2,8	6,2	10,8 III.04	7,1	4,9
Stavební výroba	změna, %	7,5	9,9	18,6	-0,6	16,8 II.04	-2,0	6,0
Index spotřebitelských cen (CPI)	konec období, %	10,1	6,8	4,8	5,7	6,7 IV.04	5,8	3,6
Míra inflace	průměr, %	9,8	9,2	5,3	4,7	6,8 IV.04	6,9	3,8
Jádrová inflace	konec období, %	9,1	8,1	5,4	4,9	6,1 IV.04	5,1	4,1
Ceny průmyslových výrobců	průměr, %	11,6	0,5	-1,8	2,4	3,2 III.04	2,9	0,8
Obchodní bilance (KHS)	mld. HUF	-1 121	-917	-830	-1 134	-115 II.04	-708	-943
Běžný účet	% HDP	-8,7	-6,3	-7,1	8,8	-8,8 II.04	-6,8	-6,4
Hrubý zahraniční dluh	% HDP	65,5	62,0	54,1	62,4	62,4 2003	61,0	60,5
Devizové rezervy	konec období, mld. EUR	12,1	12,2	9,9	10,1	10,1 III.04	10,9	11,5
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	průměr, %	6,4	5,7	5,8	5,9	6,1 I-III. 04	5,8	5,9
Míra nezaměstnanosti	konec období, %	x	5,6	5,9	5,9	6,1 I-III. 04	6,0	5,8
Průměrná mzda - reálná	změna, %	3,4	8,1	12,4	9,2	0,4 III.04	1,3	3,3
Peněžní zásoba (M3)	změna, %	17,9	16,3	9,8	14,4	9,7 III-04	9,2	6,8
HUF/EUR	průměr	260,0	256,7	243,0	253,5	250,3 IV.04	254,6	253,0
	konec období	265,0	247,6	236,1	263,0	252,2 IV.04	256,0	250,0
HUF/USD	průměr	282,3	286,5	258,0	224,4	208,1 IV.04	205,3	210,8
	konec období	295,4	247,0	231,9	209,2	208,6 IV.04	213,3	208,3
Výnos tříměsíční pokl. poukázky	průměr, %	10,89	10,59	8,85	8,60	12,58 IV.04	11,10	7,20
	konec období, %	11,58	9,73	7,91	11,82	11,46 IV.04	9,90	7,40
Výnos státního dluhopisu (10 let)	průměr, %	8,47	7,95	7,02	6,98	7,89 IV.04	7,48	6,75
Základní sazba (2-týdenní depo)	konec období, %	11,75	9,75	8,50	12,50	12,00 IV.04	10,00	7,50
Deficit veřejného sektoru (ESA95)	mld. HUF	395	656	1 549	1 102	1 102 2003	-1 020	895
	% HDP	3,0	4,4	9,3	5,9	5,9 2003	5,0	4,1
Veřejný dluh (ESA95)	mld. HUF	7 314	7 929	9 560	10 957	10 957 2003	12 300	13 195
	% HDP	55,9	53,4	57,1	59,0	59,0 2003	60,3	60,5

Zdroj: Statistický úřad, Maďarská národní banka, Ministerstvo financí, IMF, OECD, Eurostat, AKK

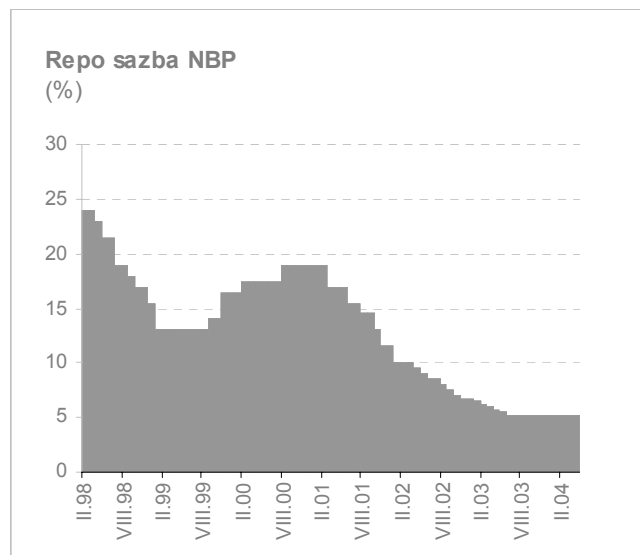
Belka stále nemá zajištěnu podporu Sejmu

Ani duben nepřinesl rozluštění hádanky, jak bude vypadat příští polská vláda a kdy budou příští parlamentní volby. Během minulého měsíce kandidát na premiéra Marek Belka intenzivně vyjednával o podpoře pro svou budoucí vládu. Toto úsilí bylo nakonec završeno 2. května jmenováním nové polské vlády v čele s Markem Belkou a složenou ze zástupců původní vládní koalice SLD a UP. Jmenování ještě ale neznamená, že vláda dostane důvěru Sejmu. Samotné sestavení vlády je ale úspěchem, jelikož ještě v polovině dubna vypadala situace pro Belku velmi špatně. V té době se jako nejpravděpodobnější jevílo, že Belka vzdá své úsilí o sestavení vlády a bude nahrazen členem vedení SLD Jozefem Oleksym. Ten by totiž byl přijatelný pro polské lidovce, jejichž podpora je nezbytná pro vyslovení důvěry vládě. Oleksy má navíc i větší podporu uvnitř SLD. Situace se ale zásadně změnila po zvolení Oleksyho do čela Sejmu. Od tohoto okamžiku SLD již jednoznačně podporovala Belku a ostatní potenciální strany se s tím musely více méně smířit. Belka a jeho vláda se zatím může opírat pouze o podporu SLD, UP a Federálního parlamentního klubu. K získání důvěry ale potřebuje ještě dalších 30 hlasů v sejmku, které jí mohou zajistit pouze Lidovci a Sociální demokracie Polska. Obě tyto strany si kladou podmínky. SDPL požaduje závazek, že na podzim budou vypsány předčasné volby. Belka ale vyžaduje minimálně rok pro svoji vládu, aby mohl dosáhnout pokroku při řešení klíčových problémů Polska. Jednání jsou nyní značně vyhrocená a je otázkou kam až zúčastněné strany chtějí zajít. Neúspěch sestavení vlády, rozpuštění Sejmu a okamžité předčasné volby nejsou výhodné ani pro jednu zúčastněnou stranu, jelikož by z nich těžila pouze současná opozice. SDPL chybí zatím stranické struktury pro volby a Lidovci mají nyní velmi nízké preference. Je proto v jejich zájmu vládu nakonec podpořit. Je ovšem otázkou jestli již v prvním kole hlasování, pokud se jim nepodaří prosadit své požadavky. Sejm by měl o důvěře Belkově vládě hlasovat 14. května. Pokud vláda neuspěje bude mít Sejm 14 dní na zvolení svého vlastního kandidáta na premiéra. Tento proces pravděpodobně nebude úspěšný, jelikož SLD by jej asi bojkotovala. Poté by na řadu přišel znovu prezident Kwasniewski, který by pravděpodobně opět vybral Belku. Je tedy možné, že SDPL a Lidovci počkají až na tento třetí pokus. Belka ale nemá zcela jistou ani podporu všech poslanců SLD a UP. Při jmenování kabinetu navíc již došlo k první rozepři, když místopředseda Hausner odmítl rozdělení svého dosavadního superministerstva hospodářství a práce a sociálních věcí. Agenda práce a sociálních věcí totiž měla připadnout šéfce UP Izabele Jaruga-Novacké, která je značně kritická k reformě veřejných financí. Nakonec se tedy Jaruga-Novacká stala místopředsedkyní vlády bez portfeje a zmíněnou agendu

dostal do kompetence blízký Hausnerův spolupracovník Krzysztof Pater. Nová vláda ale nezaručí Polsku dlouhodobou stabilitu ani pokud získá důvěru Sejmu. Podpora reforem u vládních stran je totiž velmi nízká. Navíc velkým problémem bude schvalování rozpočtu na příští rok, které by mělo začít na podzim. Je velmi pravděpodobné, že se vládním stranám nepodaří shodnout na rozpočtu a vláda nepřežije konec tohoto roku.

RPP splnil své hrozby a zpřisnil svůj výhled měnové politiky

Výbor pro měnovou politiku (RPP) minulý týden překvapivě změnil svůj výhled měnové politiky z neutrálního na restriktivní. RPP opřel změnu výhledu o rostoucí inflační tlaky, vyšší inflační očekávání, vyšší ceny potravin, rychlý růst cen výrobců a také o vysoký růst průmyslové výroby. Ten se podle RPP navíc odrazí i na oživení investic. Výbor nezapomíná ani na rostoucí politická rizika, jelikož reforma veřejných financí se stále více rozplývá do neurčita. Veřejný dluh tak překročí pravděpodobně další zákonnou hranici. Navíc RPP předpokládá růst HDP v prvním čtvrtletí o 6,4 % (meziročně), za celý rok by měl růst ekonomiky překročit 5 %. Změna výhledu měnové politiky je ale poněkud zvláštní, pokud ji zasadíme do kontextu dříve publikovaných „Východisek pro měnovou politiku v roce 2004“.



Tento klíčový materiál změnil systém inflačního cílování. RPP nyní již necíljuje hodnotu inflace na konci každého roku, ale 12-měsíční klouzavý průměr meziroční inflace, který by měl být v rámci cílového intervalu neustále. Interval je aktuálně nastaven na 1,5-3,5 %. Takový inflační indikátor letos stěží překročí horní hranici intervalu, jelikož v březnu byl klouzavý průměr pouhých 1,1 %, tedy pod dolní hranici intervalu. I při prudším růstu spotřebitelských cen v tomto roce se klouzavý průměr bude zvedat jen pomalu, a proto riziko nesplnění cíle je minimální. Navíc, současný vzestup

cen je nákladové povahy a měl by po čase odeznít, aniž by vyvolal vážné inflační tlaky. Co tedy vedlo RPP ke změně výhledu? Jednak je to pravděpodobně obava ze ztráty kredibility před veřejností a finančními trhy, a proto Výbor považuje za nutné nějak zareagovat na poslední robustní data o vývoji polské ekonomiky. Za druhé, se Výbor sám dostal pod tlak trhů, které na základě předchozích prohlášení RPP a vývoje ekonomiky předpokládají růst úrokových sazeb v letošním roce. Na příštím zasedání RPP 18. května však neočekáváme zvýšení sazeb, jelikož Výbor nebude mít ještě k dispozici nová makroekonomická data. První zvýšení proto se jeví jako pravděpodobné v červnu nebo na přelomu srpna a září. Důvodem zvýšení sazeb bude rostoucí inflace. Do konce roku proto očekáváme dvojí zvýšení sazeb o 25 bps.

Nízká březnová inflace

Spotřebitelské ceny v březnu vzrostly jen o 0,3 %, meziroční inflace tak dosáhla 1,7 %. K nižšímu než očekávanému výsledku přispěl nízký nárůst cen paliv, stejně jako nižší růst cen potravin. Ceny oděvů a obuvi v březnu stagnovaly na rekordně nízké úrovni (meziroční růst jen o 3,9 %), což je slibný fakt z hlediska dalšího vývoje inflace. Ceny domácích přístrojů rovněž zůstaly na nízké úrovni, přestože se jejich prodej výrazně zvýšil, jak ukazují data o maloobchodním obratu. Výše uvedená data dokazují, že prakticky neexistují inflační tlaky. Data o jádrové inflaci za březen stále ukazují na absenci inflačních tlaků, přestože maloobchodní obrát výrazně roste. Čistá inflace zůstala na úrovni 1,1 % (meziročně). Nejrychleji rostoucí položky byly ovlivněny růstem cen potravin, které rostou v souvislosti se vstupem země do EU. Vyšší než očekávaný růst cen potravin ovlivní i celkovou inflaci.

Růst mezd zvedá hlavu

Vývoj mezd by mohl začít působit mírně proinflačně, jelikož v březnu se nominální mzda meziročně zvýšila o 7,0 %. Na druhou stranu byl ale růst mezd doprovázen poklesem zaměstnanosti, meziměsíčně o 0,1 % a meziročně o 1,3 %. Vysoký nárůst mezd současně odráží lepší finanční výsledky firem. Zvýšení mezd je tak kompenzováno pokračující vysokou mírou nezaměstnanosti a růstem produktivity práce, jejíž růst podstatně překračuje růst mezd. Proto se zatím příliš neobáváme, že růst mezd povede růstu inflace.

Deficit běžného účtu klesá

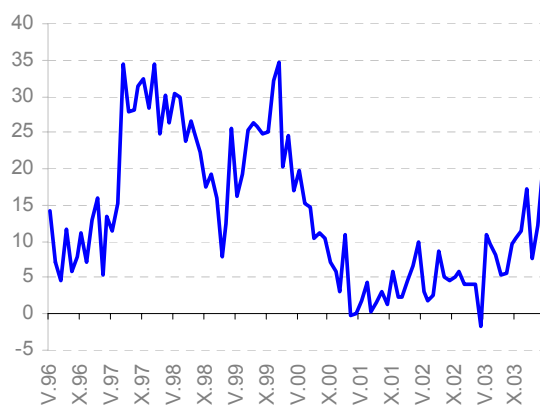
Deficit běžného účtu skončil v únoru v deficitu 210 mil. EUR, což je výrazně méně než se očekávalo. Současně byl výrazně revidován lednový přebytek z 80 na 191 mil. EUR. Výborné výsledky běžného účtu táhne rychle rostoucí vývoz, který byl v únoru meziročně vyšší o 20,4 % (očištěno o vliv změny kurzu), zatímco dovoz vzrostl pouze o 12,7 %. Tento výsledek lze hodnotit ještě příznivěji, pokud vezmeme v úvahu současnou nákupní paniku, kdy spotřebitelé ve

velkém nakupují zboží dlouhodobé spotřeby, jelikož se bojí zvýšení cen po prvním květnu. V únoru se ale zlepšila i bilance služeb, jejíž přebytek poprvé za poslední dva roky dosáhl 54 mil. EUR. Podíl deficitu běžného účtu na HDP tak klesl na 1,4 %. I finanční účet se v únoru vyvíjel příznivě. Především se nepotvrdil výrazný pokles přímých zahraničních investic, kterého jsme byli svědky v lednu. V únoru se investoři vrátili k nákupům polských akcií. V dalších měsících očekáváme, že export si udrží vysoký růst. Import by se pak měl zvýšit díky zmiňované nákupní horečce.

Průmyslovou výrobu začíná zvedat i domácí poptávka

Průmyslová výroba v březnu meziročně vzrostla o 23,8 %, současně cenová hladina v tomto sektoru vzrostla o 4,6 %. Stejně jako v předchozích měsících motorem růstu byl export. V posledních dvou měsících však můžeme pozorovat rostoucí vliv domácí poptávky na průmyslovou výrobu. Na jedné straně rostou investice (potvrzením je i růst stavebnictví), na druhé straně silně vzrostla osobní spotřeba, což zase souvisí s obavami z růstu cen po vstupu Polska do EU. Domníváme se, že vysoké tempo růstu průmyslové výroby se udrží i v nadcházejících měsících. Naznačují to alespoň výsledky podnikatelské důvěry ve zpracovatelském průmyslu. Index se totiž dostal na historické maximum 20 bodů, což je o 17 bodů více než v dubnu 2003. Firmy očekávají růst zakázek, pokles zásob a počítají i s výrazným růstem cen jejich produktů.

Maloobchodní tržby
(meziročně, %)



Obavy z růstu cen zvyšují maloobchodní prodeje

Maloobchodní tržby vzrostly v březnu o 20,7 %. Tržby byly taženy především vysokým prodejem aut, který byl vyšší o 49 %. Vysoký růst ale zaznamenaly i ostatní kategorie výrobků dlouhodobé spotřeby jako nábytek, elektronika, elektrické spotřebiče apod. Vysoký růst zaznamenal i prodej oděvů a obuvi. Rapidní růst tržeb je především důsledkem nákupní paniky, jelikož obyvatelé se bojí zdražení většiny

zboží po vstupu Polska do EU. Svoji roli ale hraje i dlouhodobější oživení domácí poptávky.

Státní rozpočet se zatím vyvíjí lépe než loni

Státní rozpočet vykázal za první tři měsíce deficit ve výši 11,8 mld PLN, což představuje 26,1% ročního plánu. V minulém roce deficit dosáhl již 39,8% ročního plánu. Dobrých výsledků dosáhl rozpočet především díky rekordně vysokým příjmům z korporátní daně, která dosáhla 44 % plánovaných příjmů za rok 2004. O 13,5 % se však zvýšily i příjmy z nepřímých daní, naopak klesly příjmy od fyzických osob. Tato data potvrzují, že domácí poptávka zůstala v březnu vysoká, avšak stěží lze odhadnout, zda tento trend bude pokračovat i po 1. květnu, tj. po změnách v DPH.

Základní ekonomické ukazatele

		2000	2001	2002	2003	AKTUÁLNĚ	2004 P	2005 P	
HDP	změna v %	4,0	1,0	1,4	3,7	4,8	2003Q4	5,0	5,5
	EUR in bn	177,9	204,6	199,8	182,9	182,9	2003	183,9	210,3
GDP per capita	EU=100	39	39	40	41	41	2003	43	45
Cenová hladina	EU=100	50	56	53	46	46	2003	47	47
Průmyslová výroba	změna, %	6,8	0,4	1,4	8,6	23,8	III-04	12,0	14,0
Stavební výroba	změna, %	1,4	-10,4	-10,4	-8,1	6,3	III-04	9,0	13,0
Index spotřebitelských cen (CPI)	konec období, %	8,5	3,6	0,8	1,7	1,7	III-04	2,9	3,2
Míra inflace	průměr, %	10,1	5,5	1,9	0,8	1,0	III-04	2,5	2,9
Čistá inflace*	průměr, %	9,0	6,4	3,2	1,3	1,3	III-04	2,0	2,6
Ceny průmyslových výrobců	průměr, %	7,8	1,6	1,0	2,5	4,6	III-04	3,9	4,0
Obchodní bilance	mld. PLN	-75,2	-58,1	-57,5	-51,1 ^P	-51,1	I-XII.03	-52,0	-37,8
Běžný účet	% HDP	-6,3	-4,0	-3,6	-1,9	-1,9	I-04	-2,6	-3,0
Hrubý zahraniční dluh	% HDP	42,0	39,8	40,3	44,0 ^P	43,7	IX.03	41,7	43,3
Devizové rezervy	konec období, mld. EUR	28,4	29,1	27,3	25,8	30,0	III.04	27,1	0,0
Míra nezaměstnanosti	průměr, %	x	16,1	19,7	19,9	20,6	I-III.04	20,5	18,9
	konec období, %	x	17,4	20,0	20,0	20,5	III.04	19,5	18,2
Průměrná mzda - reálná	změna, %	2,8	1,6	1,5	1,7	5,2	III-04	1,8	3,5
Peněžní zásoba (M3)	změna, %	15,1	12,1	1,7	1,8	5,8	III.04	6,0	9,0
PLN/EUR	průměr	4,01	3,67	3,86	4,40	4,76	IV.04	4,70	4,45
	konec období	3,85	3,52	4,02	4,71	4,80	IV.04	4,68	4,40
PLN/USD	průměr	4,35	4,09	4,08	3,89	3,96	IV.04	3,79	3,85
	konec období	4,14	3,99	3,83	3,74	4,01	IV.04	3,90	4,10
WIBOR 3M	průměr, %	18,76	16,20	8,77	5,61	5,60	IV.04	5,40	5,85
	konec období, %	19,45	11,80	6,71	5,55	5,76	IV.04	5,45	6,00
Výnos státního dluhopisu (10 let)	průměr, %	11,83	10,78	7,38	5,77	7,03	IV.04	6,75	7,15
Intervenční sazba NBP	konec období, %	19,00	11,50	6,75	5,25	5,25	IV.04	5,25	5,75
Schodek státního rozpočtu	mld. PLN	-15,4	-32,4	-39,4	-37,0	-11,8	I-II.04	-44,3	-40,0
	% HDP	-2,2	-4,3	-5,1	-4,6	-4,6	2003	-5,1	-4,2
Dluh veřejného sektoru	mld. PLN	288,3	314,7	365,5	420,0 ^P	401,9	IX.03	486,9	565,0
	% HDP	40,4	41,9	47,3	52,2 ^P	50,6	IX.03	56,0	0,6

Zdroj: Centrální statistický úřad, Ministerstvo financí RP, Polská národní banka, IIF, OECD, Mezinárodní měnový fond (IMF)

* Čistá inflace: CPI bez potravin a paliv



Česká koruna stále hledá trend

Koruna dostala v průběhu dubna několik významných impulzů, ale ani ty ji nedokázaly vymanit ze sevření pásma 32-33 za euro, ve kterém se dlouhodobě pohybuje. Na počátku měsíce koruně pomohlo odpoutat se od hranice 33 za euro oznámení ČNB, že centrální banka začne prodávat část výnosů ze svých devizových rezerv. I když reálný vliv těchto prodejů je omezený, koruna významně posílila až na letošní maximum 32,1 za euro. Dalším rozšíření zisků však zabránilo prezidentovo veto zákona o DPH a také výrok viceguvernéra Niedermayera, že ČNB nehodlá ovlivňovat kurz koruny prodeje tvrdé měny. Koruna ještě zkoušela pevnější hodnoty po schválení zákona o DPH, ale později se dostala pod tlak a oslabila na 32,83 za euro. Korunu zřejmě ovlivnil vývoj na ostatních středoevropských měnách, které vůči euru ztrácely. V závěru měsíce se koruna opět vrátila na hodnoty okolo 32,5 za euro.

Stagnační tendence, byť v poměrně širokém pásmu 32-33 za euro, bude zřejmě pokračovat i v květnu. Zvýšené riziko však vidíme ve směru oslabení koruny, protože mnohé velké firmy, včetně bank, budou postupně vyplácet dividendy. Tyto firmy jsou většinou v zahraničních rukou, a proto lze opět očekávat výrazný odliv kapitálu v podobě dividend. Právě odliv kapitálu především v závěru minulého roku tlačil korunu za hranici 33 korun za euro. Aspoň částečně stabilizujícím efektem by mohly působit již zmíněné prodeje části příjmů z devizových výnosů centrální bankou.

Slovenská koruna smeruje k novým rekordom

Kurz slovenskej koruny sa po väčšiu časť mesaica držal na úrovni okolo 40,1 až 40,2 SKK/EUR. Väčší vzruch na trh priniesli prezidentské voľby a rokovania koaličných strán o zabezpečení väčšiny v parlamente. Apresiačné tlaky postupne stále silneli. Nakoniec sa centrálna banka rozhodla, že už toho má dosť a zredukovala úrokové sadzby z 5,5 % na 5,0 %. Tento krok prišiel po pklese kurzu na historicky najsilnejšiu úroveň 39,92 SKK/EUR. Nedomnievame sa, že toto bude efektívny krok. Je iba otázkou času kedy sa koruna vráti k trendu posilňovania. Naše úvahy potvrdzuje aj prvotná reakcia trhu. Uvoľnenie menovej politiky prispelo k oslabeniu koruny iba na niekoľko dní a opätovne sa zjavili silní zahraniční špekulanti. Okrem atraktívnych úrokov totiž prispieva k silnej korune aj pozitívny makroekonomický vývoj. Bežný účet je napríklad za prvé dva mesiace roku v prebytku 4,1 mld. Sk v porovnaní s deficitom -4,2 mld. Sk v roku 2003. Podľa NBS bolo na Slovensku v prvom štvrtroku „zaparkovaných“ asi 17 mld. Sk špekulatívneho kapitálu prilákaného práve vysokým úrokovým diferenciaciom. Tento odhad považujeme

za konzervatívny vzhľadom na počet nových mien objavujúcich sa na slovenskom devízovom trhu. Neefektívne sa zdajú aj intervencie centrálnej banky. Za prvé tri mesiace NBS nakúpila do devízových rezerv asi 300 mil. EUR, pričom trend sa nepodarilo zvrátiť. Očakávame, že investori budú aj naďalej využívať rozdiel v úrokových sadzbách a nakupovať slovenské koruny. Očakávame preto aj naďalej pretláčanie medzi trhom a centrálnou bankou. Definitívne zlomenie hranice 40 SKK/EUR je však už takmer za dverami.

Forint hledá směr

Kurz forint v posledních čtyřech týdnech osciloval v relativně úzkém pásmu EUR/HUF 250-253, přičemž obchodování mělo převážně technický charakter s tím, že v několika případech se přechodněm oslabení podepsal vývoj v Polsku, resp. depreciace zlotého. Zde je zajímavé, že forintu např. krátkodobě ublížilo snížení ratingu Polska pro závazky v domácí měně ze strany agentury Fitch, které bylo motivováno nepříznivým vývojem veřejných financí (připomeňme, že maďarské ratingy od agentury Fitch mají negativní výhled).

Jak se však na počátku května ukázalo změna nálady na trhu dluhopisů, která je dána obavou rychlého snižování úrokových sazeb v USA, forintu evidentně nesvědčí. Kurz HUF/EUR se totiž po silných údajích z amerického trhu práce ocitl pod tlakem a vystoupil nad hranici 255, což zdálo být dosud silná úroveň podpory maďarské měny. Vzhledem k tomu, že v nadcházejících dnech očekáváme příliv spíše pozitivně laděných zpráv ze strany fundamentálních ukazatelů (výsledky zahraničního obchodu, průmyslové výroby ale i plnění veřejných rozpočtů) nemyslíme si, že by oslabování forintu mělo dále pokračovat. Během nadcházejících 3-4 týdnů tedy kurz forintu vůči euru vidíme v pásmu 253-256.

Politická nejistota srazila zlotý

Zlotý během dubna oslabil vůči bývalému koši měn. Na začátku měsíce se obchodoval 0,5 % nad bývalou paritou, zatímco na začátku května byl zhruba 2 % pod paritou. Zlotý se v průběhu dubna pohyboval podle toho jak rostly a klesaly šance Marka Belky, že se mu podaří sestavit novou vládu a získat důvěru Sejmu. Zlotý tak byl nejslabší v polovině dubna, kdy se věřilo, že Belka vzdá svoje úsilí o sestavení nové vlády. Navíc v tomto období opoziční Občanská platforma odmítla podpořit některé zákony Hausnerova plánu s poukazem na nejistou budoucnost reformy jako celku. Současně ratingová agentura S&P varovala, že Polsku sníží rating, a také MMF byl ve své zprávě velmi kritický k Polsku. Trhy podstatně ovlivnily i velikonoce a zasedání Evropského ekonomického fora,

kteří výrazně snížily aktivitu na trhu. Na konci měsíce se ale vývoj otočil, když zlotý prudce posílil z minima 3 % pod paritou díky pozitivnímu sentimentu, který vyvolalo jmenování nové vlády.

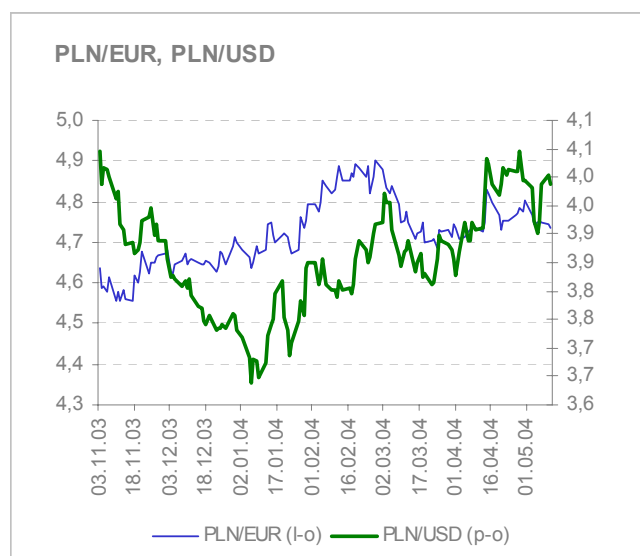
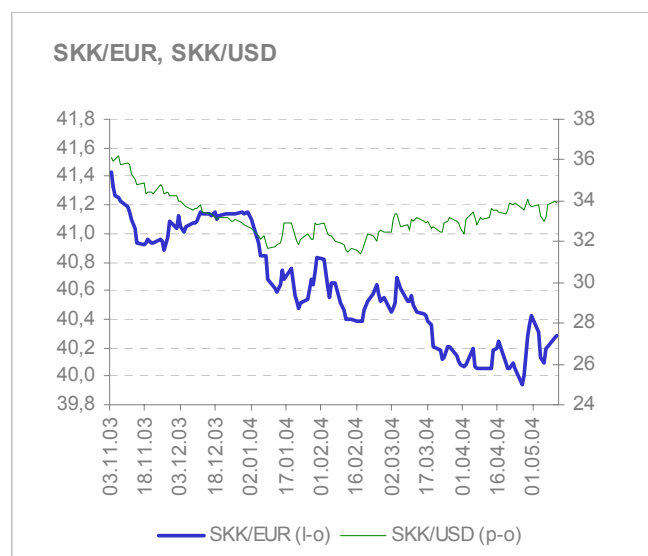
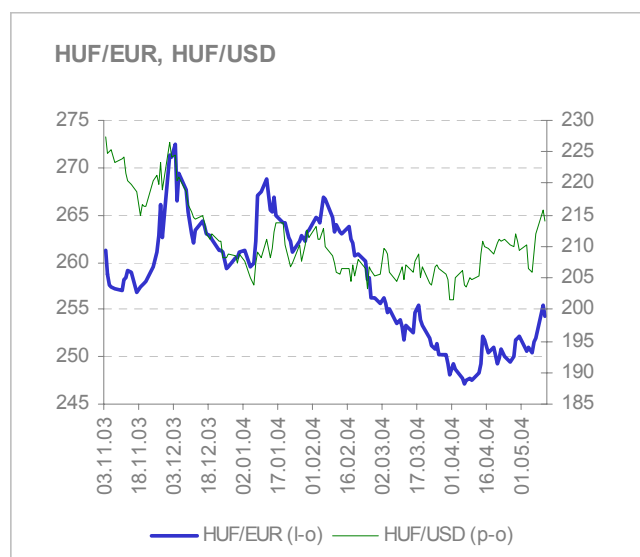
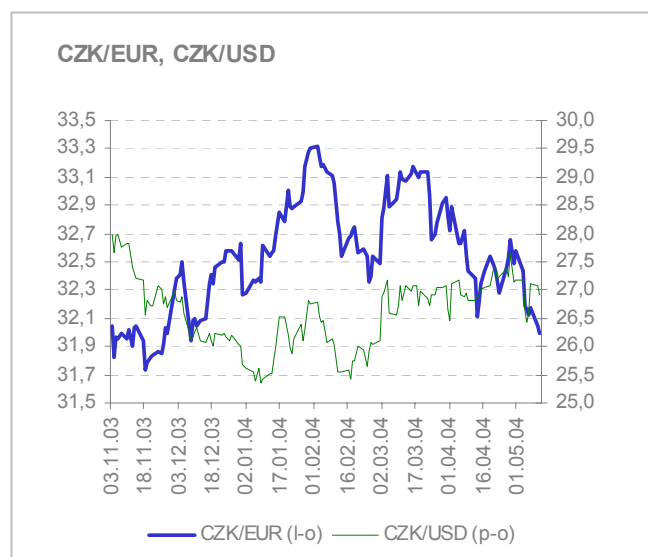
I přes poslední zisky zůstává zlotý velmi zranitelný vzhledem k velmi nejisté politické situaci. Nelze sice vyloučit další posílení, pokud se Belkovi podaří získat důvěru v Sejmu. Dlouhodobě ale vzhledem k velmi slabé pozici nové vlády neočekáváme posilování zlotého.

Dolar posiloval i v dubnu

V dubnu euro prohlubovalo své ztráty vůči dolaru, když oslabilo přibližně o 3 %. Dolar nabral vítr do plachet především díky údajům z americké ekonomiky. Údaje jako jsou nově vytvořená pracovní místa, index nákupních manažerů a maloobchodní tržby daly dolaru mohutný impuls, takže americká měna dokonce posílila za hranici 1,18. Dobré údaje, stejně jako dobré hodnocení stavu ekonomiky šéfem Fedu vyvolalo naději trhů, že úrokové sazby v USA vzrostou dříve než se čekalo (spekuluje se o

srpnu). V závěru měsíce však přišly zprávy, které sice nezvrátily optimismus ohledně americké ekonomiky, ale přece jenom trochu zmírnily nadšení. HDP v 1. čtvrtletí vzrostl o 4,2%, což je podstatně vyšší tempo než v EMU, ale dynamika růstu zaostala za očekáváním trhu. I některé další údaje (průmyslová výroba, spotřebitelská důvěra) nenadchly.

Nejednoznačné údaje přicházejí i z ekonomik eurozóny. Horší index ZEW byl doprovázen růstem indexu IFO. Také další údaje přicházející z ekonomik EMU jsou smíšené. Nepříznivou zprávou, která může sehrát rozhodující roli při rozhodování ECB o sazbách, je růst inflace na 2 %, jak ukázala předběžná zpráva o vývoji inflace. Mírné zklamání z amerických údajů a posílení šancí na udržení stávající úrovně sazeb v EMU pomohlo euru se uvolnit z tlaku a euro vůči dolaru končilo duben blízko úrovně 1,20. Přestože se i v průběhu dubna projevil na vývoji EUR/USD vliv geopolitických událostí, šlo o krátkodobý impuls. Duben potvrdil, že se rozhodujícím faktorem stávají ekonomické fundamenty, včetně nastavení úrokových sazeb v obou regionech.





Česká republika

Výnosy českých dluhopisů po většinu dubna kopírovaly vývoj na vyspělých trzích, byly však i okamžiky, kdy šly svou vlastní cestou. Na počátku měsíce ECB ponechala sazby na stávající úrovni, což se odrazilo na prudkém poklesu cen německých bundů i českých dluhopisů. Prodejní zájem se projevoval na delším konci, což se odrazilo v poklesu cen. Na ně mělo vliv i zveřejnění pozitivních výsledků z amerického trhu práce. V následujícím týdnu došlo ke korekci cen, jeho závěr byl však poznamenán velmi slabým předvelikonočním obchodováním, v mnoha zemích byly trhy zcela zavřené. Po svátcích ovlivnily další vývoj data ze zámoří, které vedly k prodejním příkazům. Z domácích událostí byla pozornost zaměřena na aukci pětiletých státních dluhopisů 3,80/2009. Ta byla 2,7násobně přeupsána a prodán objem 5 mld. Kč při průměrném výnosu 3,68 %. V závěru měsíce dluhopisy po zveřejnění nadprůměrného indexu Ifo ztrácely. ČNB ponechala sazby na stávající úrovni, ale guvernér Tůma prohlásil, že růst sazeb se přiblížil. Dluhopisy reagovaly poklesem cen, nešlo však o žádnou dramatickou reakci. Za celý duben výnosy českých dluhopisů po celé křivce vzrostly o 14-31bps, nejvyšší růst byl zaznamenán na střední výnosové křivce, naopak nejnižší na obou koncích výnosové křivky.

Ministr Sobotka zveřejnil informace, že si ČR prostřednictvím emise v eurech hodlá v následujících třech letech půjčit 3 mld. EUR, každý rok 1 mld. EUR. Manažery první emise, která proběhne v červnu, budou Morgan Stanley a Deutsche Bank.

Vývoj na domácím trhu ovlivní úterní zveřejnění zápisu ze zasedání bankovní rady ČNB. Po zveřejnění poměru hlasování bude možné blíže určit načasování růstu sazeb. ECB podle našeho názoru ponechá sazby na současné úrovni a padne tak jedna z překážek růstu sazeb v ČR. Ve středu 5. května proběhne další aukce desetiletého dluhopisu s kuponem 3,7 % v celkovém objemu 6 mld. Kč. Předpokládáme, že o ni bude zájem a bude přeupsána.

Slovensko

Dlhový trh reagoval na snížení úrokových sadzieb NBS o 50 bps. Je to už druhé uvoľnenie menovej politiky v rovnakom rozsahu v priebehu jedného mesiaca. Naposledy totiž centrálna banka redukovala sadzby na konci marca taktiež o 50 bodov. Samozrejme najväčší posun výnosovej krivky sme zaznamenali na krátkom konci. Sadzby na 3 a 6 mesiacov poklesli o 40 bps, ročný Bribor poklesol asi o 30 bps na 4.60 %. Výnosy štátnych dlhopisov v segmente 2 až 5 rokov sa znížili od 10 do 20 bps. Zvyšok krivky (7-10 rokov) zaznamenal iba malý posun smerom dole (cca 5-7 bodov). Je to pochopiteľné, keďže dlhý koniec

krivky začal výraznejšie padať už asi pred rokom a považuje sa viacmenej za skonvergovaný. Spread voči eurovej krivke si udržuje zhruba na úrovni 80 bps (stav na začiatku mája). Tvar výnosovej krivky sa tak postupne mení z klesajúcej na rastúcu. Pozitívny sklon by sa mal prehĺbovať s príchodom ďalších redukcí oficiálnych úrokových sadzieb. Pre investorov preto môže byť zaujímavá stratégia hrajúca na strmšiu výnosovú krivku.

Počas mesiaca sa uskutočnilo niekoľko aukcií štátnych cenných papierov. Agentúra pre riadenie štátneho dlhu (ARDAL) začala mesiac ponukou 364-dňových štátnych pokladničných poukážok. Keďže očakávania na pokles úrokových sadzieb silneli, bol aj dopyt investorov v aukcii veľký. Vyšplhal sa na 9,3 mld. Sk avšak ARDAL akceptoval iba 1,6 miliardy Sk pri výnose 4,95 %. V druhej aukcii rovnakého druhu papiera bol dopyt o málo nižší. Dosiahnutý výnos aj objem bol totožný s prvou aukciou. Okrem týchto krátkych papierov ponúkol ARDAL na predaj 3 a 5 ročné dlhopisy. To bol tiež pomerne veľký záujem. Aj keď treba povedať, že dopyt po 3 ročnom bonde s nulovým kupónom postupne klesá. V prvej tranži päťročného papiera (SD 203/A 4,80 %) s fixným kupónom v tomto roku bol dopyt naopak obrovský. Opäť sa potvrdilo, že investori majú veľký záujem najmä o dlh s päťročnou splatnosťou (celkový dopyt 10,1 mld. Sk a akceptovaný 1,5 mld. Sk).

Ďalší vývoj bude nesporne spätý s devízovým trhom. Čím silnejšia bude koruna, tým väčšia pravdepodobnosť poklesu úrokových sadzieb. Tlak na znižovanie sadzieb na peňažnom trhu vzniká aj dobrým hospodárením štátu. Ten je zatiaľ v prebytku a nevzniká preto veľký dopyt po zdrojoch.

Maďarsko

Pomineme-li krátkodobý pohyb výnosů, jež převážně korelovan s vývoje kurzu forintu, pak výraznější posun/změnu maďarské výnosové křivky determinovaly v posledních týdnech dva základní faktory: snižování základní úrokové sazby ze strany MNB a silně medvědí nálada na vyspělých trzích s pevně úročenými instrumenty. Výsledkem působení výše uvedených faktorů je zplošťování invertované výnosové křivky. Vidíme přitom, že dvojnásobné snížení úrokových sazeb od začátku dubna ze strany MNB (o 25, resp. o 75 bazických bodů) mělo pozitivní vliv pouze na ceny dluhopisů s dvouletou a kratší maturitou. Výnosy dluhopisů s delší splatností byla naopak pod vlivem silných dat z amerického trhu práce, jež implikují zvyšování úrokových v USA, tudíž rostly.

Jaký je tedy náš výhled pro maďarský trh dluhopisů? MNB má 13. května projednávat pravidelnou Inflační zprávou, ze které by podle našeho názoru mělo vyplynout, že inflační výhled je příznivější než se původně očekávalo. Výsledkem by pak mohlo být další snížení základní úrokové sazby o

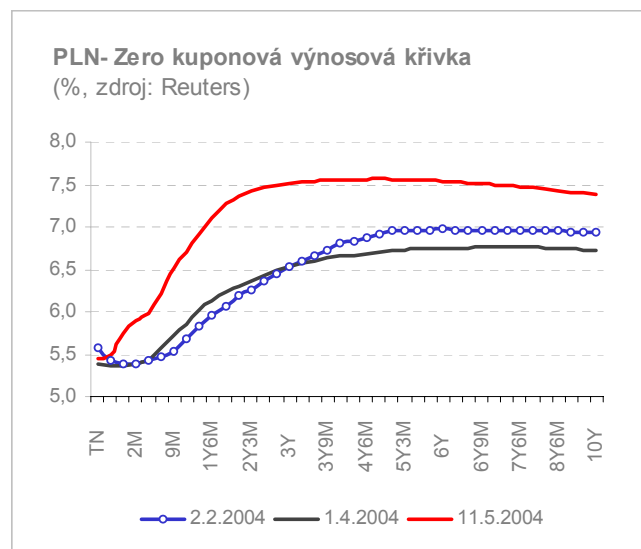
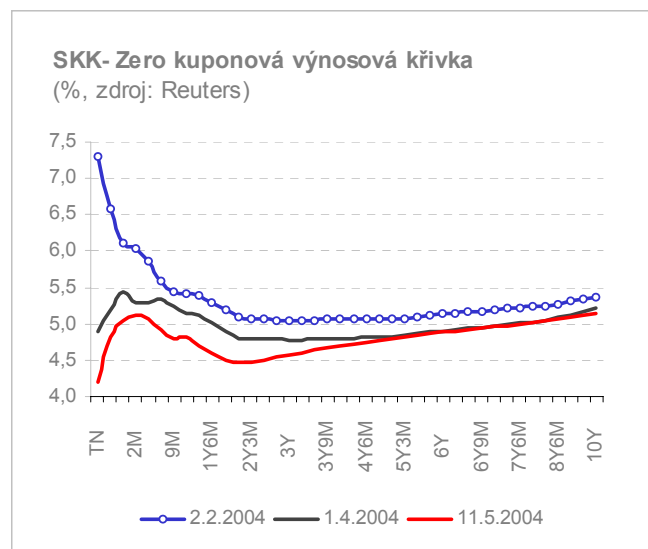
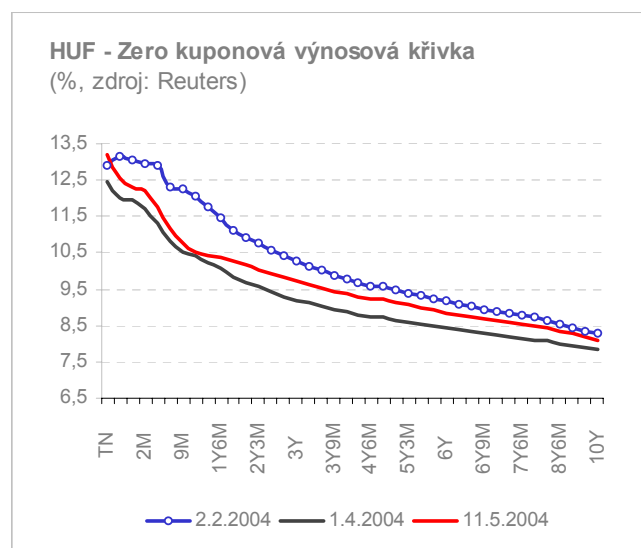
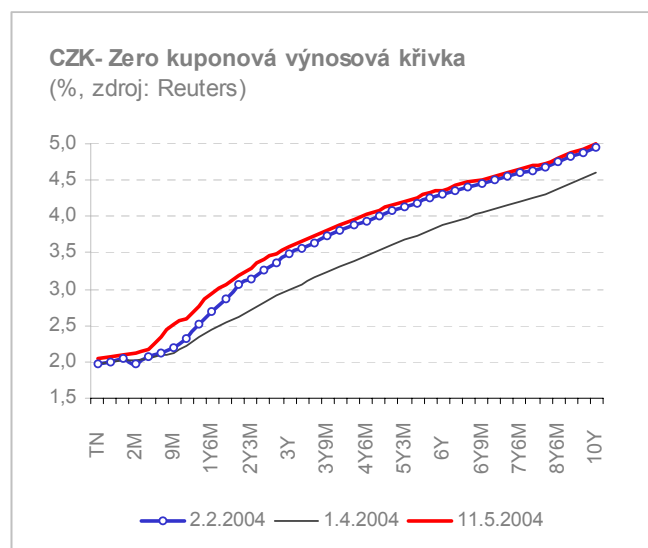
dalších 25 bodů (v případě, že kurz forintu bude nad EUR/HUF 255 je možné, že pokles sazeb bude o 14 dní odložen). To by se samozřejmě mělo odrazit v příslušné poklesu výnosů na krátkém konci výnosové křivky. Pohyb výnosů na dlouhém konci výnosové křivky směrem dolů bude nicméně vinou obecně horší nálady na světových trzích dluhopisů omezen.

Polsko

Polská výnosová křivka vzrostla během dubna až o 100 bps, když nejvíce vzrostly výnosy ve středu křivky. Výnosy dluhopisů rostly prakticky nepřetržitě celý měsíc díky domácím i zahraničním faktorům. Přesto hlavním impulzem bylo domácí dění, takže spread vůči německým dluhopisům se dostal na letos nejvyšší hodnoty. U desetiletého dluhopisu již překročil 300 bps. Výnosy se zvýšily zejména díky trvající politické nejistotě a hlavně díky hrozbě zvýšení úrokových sazeb ze strany centrální banky. Ta jak podrobněji píšeme v makroekonomické sekci překvapivě

změnila svůj výhled měnové politiky z neutrálního na zpřísnění politiky. Výbor pro měnovou politiku tak splnil předchozí hrozby. Robustní růst polské ekonomiky a stále více se změkčující reforma veřejných financí je dostatečným argumentem pro tento krok centrální banky. Navíc RPP se obává růstu cen v důsledku vstupu Polska do EU, proto dvojí zvýšení úrokových sazeb o 25 bps v druhé polovině roku je velmi pravděpodobné. Poklesu dluhopisů ale nahrával i vývoj na vyspělých trzích, kde klesaly německé i americké dluhopisy. Dluhopisy tlačí dolů zejména robustní zlepšení situace na americkém trhu práce. Určitý vliv ale měl i konec spekulací, že Evropská centrální banka sníží úrokové sazby.

V následujících týdnech očekáváme pokračování růstu výnosů dluhopisů, jelikož hrozba zvýšení polských úrokových sazeb nepřestane být aktuální a současně nepředpokládáme ani obrát vývoje na vyspělých trzích. Pozitivně by mohlo zapůsobit pouze eventuální schválení nové polské vlády v Sejmu.



VÍTEJTE V KLUBU!



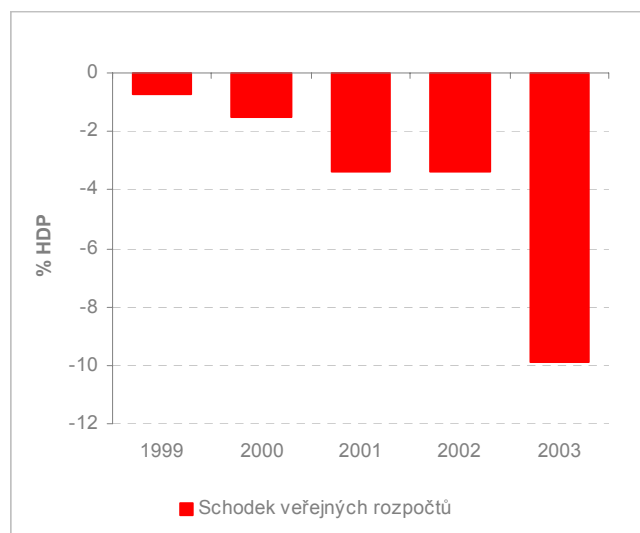
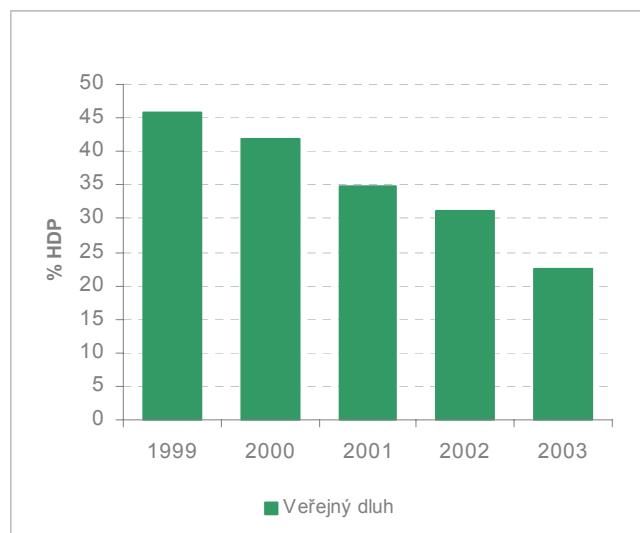
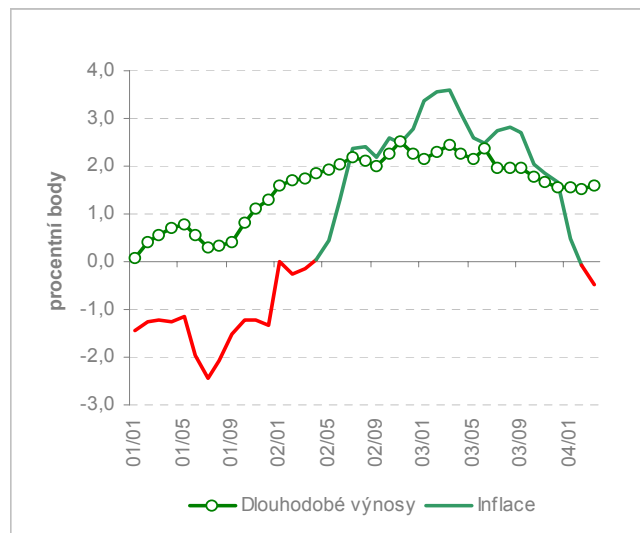
O půlnoci z 30. dubna na 1. května 2004 bylo definitivně vyslyšeno volání desetitisíců demonstrantů shromážděných v pražských ulicích v posledních týdnech roku 1989: Česká republika se formálně vrátila do Evropy. Byl to návrat symbolický, doprovázený různými asociacemi, podmíněnými životní zkušeností, hodnotovou orientací, osobními aspiracemi i očekáváními toho kterého občana. O symbolický návrat se jednalo i proto, že v jistém smyslu Češi z Evropy nikdy neodešli (například geograficky), zatímco v jiném ohledu tam stále ještě nedorazili (například kulturně). Buď jak buď, před Českou republikou (stejně jako před ostatními nováčky EU) se na začátku května definitivně otevřel nový prostor životních příležitostí a především na nich samotných bude záležet, do jaké míry jej dokáží ke svému prospěchu zužítkovat.

Proces evropské integrace bude přirozeně pokračovat dál. Dalším významným cílem, o jehož dosažení nové členské země usilují, je splnění podmínek pro přijetí společné evropské měny. Dosavadní zkušenost naznačuje, že i v tomto případě půjde o běh na delší trať, než se zdálo při startu. Maastrichtská kritéria (MK), která definují podmínky připravenosti pro kandidáty vstupu do Evropské měnové unie (EMU), striktně požadují, aby každá „mladá“ ekonomika před přechodem na společnou změnu patřičně „dozrála“, což platí ve Střední Evropě především pro oblast fiskální disciplíny. I když souhlasíme s názorem, že zbožštění a rigidní aplikace MK bez přihlédnutí k jiným souvislostem by nebyly pro Evropskou centrální banku to nejšťastnější politikou, existuje řada dobrých důvodů, proč by tvůrci české hospodářské politiky neměli předem kalkulovat s jejich rychlou erozí.

V tomto zamyšlení se ovšem nechceme zabývat souborem Maastrichtských kritérií per se a zkoumat, zda a proč právě tato kritéria nejlépe a úplně reprezentují nutné předpoklady pro úspěšný vstup země do EMU. Jde nám spíše o to, že míru naplnění Maastrichtských kritérií můžeme také vnímat jako určitou míru dosažení nominální konvergence mezi eurozónou a porovnávanou zemí, neboli jako míru podobnosti dvou ekonomických prostorů v jednom, relativně úzce definovaném, výseku skutečnosti. Vývoj, resp. stav plnění Maastrichtských kritérií v ČR zachycují grafy 1-4.

Teorie i praxe nám napovídají, že sžívání nového člena s EMU bude tím snazší, čím si budou integrované ekonomické prostory blíží. Už proto by bylo chybou, fixovat se při úvahách o vstupu České republiky do EMU pouze na nominální konvergenci, na MK, a zcela opomíjet další významné makroekonomické parametry.

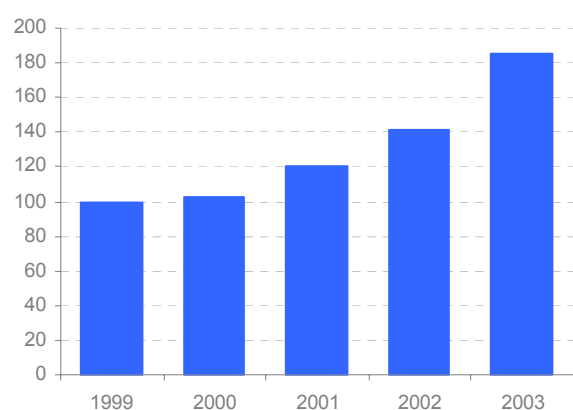
Míra splnění/nesplnění Maastrichtských kritérií



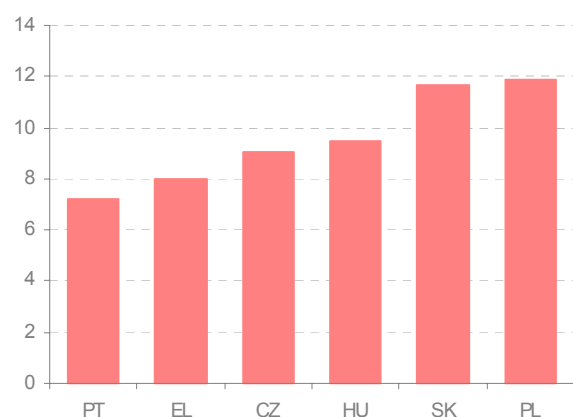
Stabilita kurzu koruny



Distanční index ČSOB



Souhrnný indikátor



Jedním z pokusů o konstrukci komplexnějšího ukazatele míry podobnosti je například Distanční index ČSOB (více k jeho principům viz Ekonomický měsíčník - květen 2003), který vedle čtyř „Maastrichtských“ indikátorů – dlouhodobé úrokové sazby, inflace, schodku veřejných rozpočtů a

kursové stability – zohledňuje rovněž ekonomický růst, krátkodobé úrokové sazby, schodek běžného účtu platební bilance a míru nezaměstnanosti. Průměrnou vzdálenost české ekonomiky od ekonomiky eurozóny v několika posledních letech podle Distančního ukazatele ČSOB zachycuje graf 5. (Stran jeho ekonomické interpretace považujeme za nutné silně zdůraznit neopodstatněnost domněnky, že menší podobnost s průměrem EU znamená za všech okolností horší postavení české ekonomiky).

Třebaže Distanční index ČSOB je pro porovnání české a evropské ekonomiky zřejmě užitečnější mírou než MK, ani v jeho případě nelze o hovořit o vyčerpávajícím výčtu klíčových ukazatelů – zejména tehdy ne, pokud bychom podobnost chtěli vztáhnout na širší výsek skutečnosti, než jaký pokrývají základní makroekonomické ukazatele. Viděno optikou řadového občana, ale také analytika sledujícího dlouhodobější charakteristiky národního hospodářství, nabývá na významu celá řada dalších ukazatelů, popisujících stav ekonomiky spíše než aktuální změnu vybraných skutečností. (Triviálním příkladem může být kontrast mezi meziročním tempem růstu HDP (změnový ukazatel) a dosaženým HDP na hlavu v paritě kupní síly (stavový ukazatel). Zatímco první indikátor je významný z hlediska měření míry harmonizace hospodářského cyklu, druhý je běžným měřítkem dosažené životní úrovně.)

Abychom postihli alespoň rudimentárním způsobem široké spektrum stavových ukazatelů významných pro hospodářský život společnosti, vyhledali jsme převážně v databázi Eurostatu 21 stavových parametrů, pro něž jsou až na výjimky dostupné údaje za všechny současné členské země EU stejně jako průměr „staré“ EU-15.

Porovnávané parametry jsou následující: očekávaná délka života ve věku 60 let, relativní počet praktikujících lékařů, míra nezaměstnanosti mládeže do 25 let, míra dlouhodobé nezaměstnanosti, míra zaměstnanosti, produktivita na pracovníka, relativní osobní náklady ve zpracovatelském průmyslu, HDP v paritě kupní síly na hlavu obyvatelstva, relativní počet lůžek v hotelích a podobných zařízeních, relativní počet osobních automobilů, relativní počet mobilních telefonů s tarifem, relativní cenová hladina, relativní počet mladých lidí s dokončeným středoškolským vzděláním, energetická náročnost tvorby HDP, míra odlišnosti v odměňování mužů a žen, relativní daňové zatížení pracovníků s nízkými příjmy, rozsah příjmového rozpětí v ekonomice, hrozbu relativní chudoby po provedení sociálních transferů, relativní počet patentů udělených v USA, relativní míru ekonomické svobody podle Heritage Foundation a relativní míru korupce podle Transparency International.

Pro každý stavový ukazatel jsme jeho hodnoty a jim příslušné země seřadili podle velikosti a následně změřili počet zemí, dělících Českou republiku od EU-15. Vzdálenosti nalezené pro ČR u všech 21 ukazatelů jsme sečetli, podělili jednadvaceti a spočetli tak průměrnou „vzdálenost“ ČR od EU-15. Analogické cvičení jsme provedli pro Polsko, Maďarsko, Slovensko, Portugalsko a Řecko. Výsledek přibližuje graf 6.

Závěr: Pokud jde o nominální konvergenci měřenou mírou naplnění Maastrichtských kritérií, největší hrozbou pro Českou republiku na základě dosavadní zkušenosti představují požadavky kladené na disciplínu veřejných financí. Kritérium inflace by se za normálních okolností nemělo stát vážnou překážkou českého vstupu do EMU, pokud jde o kritérium kursové stability, bude zřejmě kriticky záležet na jeho definitivní interpretaci. Distanční ukazatel spočtený pro roky 1999-2003 signalizuje přinejmenším to, že při širším vymezení skupiny porovnávaných ukazatelů není proces přibližování české ekonomiky průměru EU-15 na makroúrovni zdaleka jednoznačný. Na druhé straně, orientační propočet vzdálenosti české ekonomiky od průměru EU-15 opírající se o více než dvě desítky dostupných stavových indikátorů potvrzuje rozšířené přesvědčení o tom, že českou a maďarskou ekonomiku dělí od evropského průměru větší vzdálenost než Portugalsko nebo Řecko, jsou mu však blíže než Slovensko a Polsko

OČEKÁVANÉ UDÁLOSTI



			Období	Odhad ČSOB	Konsensus	Předchozí
3. KVĚTNA						
14:00	HU	Měnový výbor NBH (zákl. sazba)		-50 bps		0 bps
15:00	CZ	Bilance státního rozpočtu (mld CZK)	IV. 2004	-30,3		-5,0
6. KVĚTNA						
09:00	HU	Průmyslová výroba (meziročně v %)	III. 2004	12,8	9,3	12,5
14:00	CZ	Zpráva o inflaci	IV. 2004			
17:00	HU	Deficit veřejných rozpočtů (mld HUF)	IV. 2004	112,8	144,0	84,0
7. KVĚTNA						
09:00	SK	Průmyslová výroba (meziročně v %)	III. 2004	9,6		7,8
09:00	SK	Stavební produkce (meziročně v %)	III. 2004	3,4		4,1
10:00	CZ	Devizové rezervy ČNB (mld EUR)	30.4.2004	22,3		22,1
10. KVĚTNA						
09:00	CZ	Index spotřeb. cen (meziměsíčně v %)	IV. 2004	0,0	0,1	0,1
09:00	CZ	Index spotřeb. cen (meziročně v %)	IV. 2004	2,3	2,4	2,5
09:00	CZ	Míra nezaměstnanosti (v %)	IV. 2004	10,3	10,3	10,7
09:00	CZ	Stavební produkce (meziročně v %)	III. 2004	15	12,6	9,9
09:00	SK	Maloobchodní tržby (meziročně v %)	III. 2004	7,1		4,0
09:00	SK	Index spotřeb. cen (meziměsíčně v %)	IV. 2004	0,0	0,1	0,1
09:00	SK	Index spotřeb. cen (meziročně v %)	IV. 2004	8,0	8,2	8,2
09:00	SK	Jádrová inflace (meziměsíčně v %)	IV. 2004	-0,1	0,1	0,1
09:00	SK	Jádrová inflace (meziročně v %)	IV. 2004	2,6	2,8	2,8
11. KVĚTNA						
09:00	HU	Index spotřeb. cen (meziročně v %)	III. 2004	6,9	7,1	6,7
09:00	HU	Index spotřeb. cen (meziměsíčně v %)	III. 2004	0,3		0,5
12. KVĚTNA						
09:00	CZ	Průmyslová výroba (meziročně v %)	III. 2004	8,5	9,5	7,1
09:00	HU	Zahraniční obchod (mld HUF)	III. 2004	-53,1		-114,7
13. KVĚTNA						
08:30	HU	Platební bilance, běžný účet (mil EUR)	III. 2004	-384		-722
14. KVĚTNA						
09:00	CZ	Ceny průmysl. výrobců (meziměsíčně v %)	IV. 2004	-0,2	-0,3	0,8
09:00	CZ	Ceny průmysl. výrobců (meziročně v %)	IV. 2004	2,7	2,6	2,1
10:00	CZ	Platební bilance, běžný účet (mld CZK)	III. 2004	-9,5	-9,0	-1,8
16:00	PL	Peněžní zásoba M3 (meziročně v %)	IV. 2004	6,6		5,7
16:00	PL	Index spotřeb. cen (meziročně v %)	IV. 2004	2,4		1,7
16:00	PL	Index spotřeb. cen (meziměsíčně v %)	IV. 2004	0,9		0,3
16:00	PL	Platební bilance, běžný účet (mil PLN)	III. 2004	-80		-210
16:00	PL	Obchodní bilance (mil PLN)	III. 2004	-198		-288

17. KVĚTNA

14:00	HU	Měnový výbor NBH (zákl. sazba)		-25 bps		-50 bps
14:00	HU	Zpráva o inflaci	Q2 2004			
16:00	PL	Průměrná mzda (meziročně v %)	IV. 2004	7,5		7,0
	PL	Bilance státního rozpočtu (mld PLN)	IV. 2004	11,3		12,2

18. KVĚTNA

09:00	CZ	Maloobchodní tržby (meziročně v %)	III. 2004	2,5	4,0	2,2
09:00	HU	Průměrná mzda (meziročně v %)	III. 2004	9,0		8,9
	PL	Zasedání RPP		0 bps		0 bps

20. KVĚTNA

09:00	SK	Míra nezaměstnanosti (v %)	IV. 2004	15,4		16,0
16:00	PL	Průmyslová výroba (meziročně v %)	IV. 2004	27,0		23,8
16:00	PL	Ceny průmysl. výrobců (meziročně v %)	IV. 2004	6,0		4,6
16:00	PL	Ceny průmysl. výrobců (meziměsíčně v %)	IV. 2004	0,9		1,3

21. KVĚTNA

10:00	PL	Míra nezaměstnanosti (v %)	IV. 2004	20,0		20,5
10:00	PL	Maloobchodní tržby (meziročně v %)	IV. 2004	19,0		20,7

24. KVĚTNA

16:00	PL	Jádrová inflace	IV. 2004	1,2		1,1
-------	----	-----------------	----------	-----	--	-----

26. KVĚTNA

09:00	CZ	Zahraniční obchod (mld CZK)	IV. 2004	-3,0	-5,0	-4,6
-------	----	-----------------------------	----------	------	------	------

27. KVĚTNA

14:00	CZ	Zasedání bankovní rady ČNB		0 bps	0 bps	0 bps
-------	----	----------------------------	--	-------	-------	-------

28. KVĚTNA

09:00	SK	Ceny průmysl. výrobců (meziměsíčně v %)	IV. 2004	0,0	0,0	0,2
09:00	SK	Ceny průmysl. výrobců (meziročně v %)	IV. 2004	2,3	2,3	2,1
09:00	SK	Zahraniční obchod (mld SKK)	IV. 2004	-3,9	-3,1	-1,7
09:00	SK	Zasedání bankovní rady NBS		5,0	5,0	5,0

Tato publikace byla připravena útvarem Investičního výzkumu ČSOB ve spolupráci s analytiky Kredyt Bank SA (Polsko).
Kontaktní osoby pro jednotlivé země:

Téma

Martin Kupka

mkupka@csob.cz

Česká republika

Petr Dufek (makroekonomika)

pdufek@csob.cz

Josef Kovalovský (finanční trhy)

jkovalovsky@csob.cz

Marek Fér (finanční trhy)

mfer@csob.cz

Slovensko

Marek Gábriš

mgabris@csob.sk

Silvia Čechovičová

scechovicova@csob.sk

Maďarsko

Jan Čermák

jcermak@csob.cz

Polsko

Marek Fér

mfer@csob.cz

Konrad Soszynski

konso@kredybank.com.pl

Československá obchodní banka, a. s.

Panská 9, 115 20 Praha 1
Telefon: 261 351 111
Fax: 261 353 327
www.csob.cz

Obchodování pro klienty	Petr KOROUS	261 353 515	pkorous@csob.cz
Operace na devizových trzích	Václav BAKULE	261 353 506	vbakule@csob.cz
Operace na peněžních trzích	David NETUŠIL	261 353 511	dnetusil@csob.cz
Derivátové operace	Pavel BOUC	261 353 501	pbouc@csob.cz
Kapitálové trhy	Jan POULÍK	261 353 535	jpoulik@csob.cz
Primární emise	Hana SRBOVÁ	261 353 080	hsrbova@csob.cz
Investiční výzkum	Martin KUPKA Jozef KOVALOVSKÝ Petr DUFEK	261 353 119 261 353 580 261 353 122	mkupka@csob.cz jkovalovsky@csob.cz pdufek@csob.cz

Patria

Obchodování s akciemi	Milan PROCHÁZKA Silvio KOTARAC	221 424 215 221 424 104	prochazka@patria.cz kotarac@patria.cz
Firemní finance	Tomáš KLÁPŠTĚ	221 424 111	klapste@patria.cz

Informace obsažené v tomto dokumentu poskytuje Československá obchodní banka, a. s., v dobré víře a na základě pramenů, které považuje za správné, důvěryhodné a odpovídající skutečnosti. Přesto ani Československá obchodní banka, a. s., 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 Československá obchodní banka, a. s., nečiní žádné prohlášení ohledně přesnosti a úplnosti těchto informací. Československá obchodní banka, a. s., také nepřebírá jakoukoliv odpovědnost za případnou ztrátu nebo škodu, kterou může klient utrpět.

Bez předchozího souhlasu Československé obchodní banky, a. s., nelze tento dokument ani jeho části kopírovat nebo dále šířit.