



● USA a eurozóna

Americké ekonomice hrozí stagflace, ECB připravena zvyšovat sazby

● Česká republika

Inflace se zabydlela blízko sedmi procent a pár měsíců zde zůstane

● Slovensko

Hoci ekonomika spomalila na 8,7 %, rast je takmer 4x rýchlejší než v eurozóne

● Maďarsko

Inflace neklesá a tak základní sazba MNB bude muset opět vzhůru

● Polsko

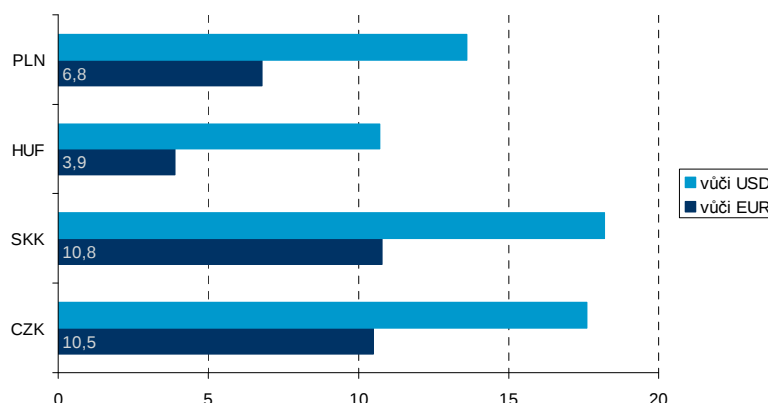
Jestřábí ECB zvyšuje pravděpodobnost dalšího růstu sazeb v Polsku

Středoevropské měny od začátku roku rychle sílí

Měny ve střední Evropě nabraly jasný směr k silnějším úrovním a novým historickým rekordům. První místo si tentokrát vydobyla slovenská koruna, jejíž existence se pomalu a jistě krátí. Na jedné straně nová síla těchto měn funguje jako antiinflační pojistka (i když i zde jsou ještě velké rezervy), na straně druhé krátí zisky nezajištěných exportérů.

Výrazné posílení měn v regionu s sebou přináší ještě jeden, méně viditelný efekt, a sice rychlejší konvergenci cenových hladin. Letošní rok je tak rokem rychlého skoku v cenových hladinách, který zajistí především silnější kurzy středoevropských měn, zatímco inflace bude až druhá v pořadí. Rekordní (a v podstatě bezbolestný) posun v cenách tak zaznamená Polsko (+9 procentních bodů), ČR (+7 pb) a Slovensko (+5 pb). Stranou zatím zůstává Maďarsko, jehož měna posiluje nejméně, a to ještě díky obrovskému úrokovému diferenciálu.

Posílení středoevropských měn od začátku roku



Hlavní trhy

Jan Čermák, Jan Bureš

Spojené státy

Amerikou obchází riziko stagflace. Při růstu pohybujícím se jen těsně v kladných číslech se celková inflace opět vyhoupla zpátky nad 4,0 %. V americké ekonomice tak dochází k zřídka pozorovanému jevu, kdy slabý dolar skrze vysoké dovozní ceny (ty rostou o 17 % meziročně) roztáčí celkovou inflaci. Vysoké dovozní ceny vyšponované navíc vysokou cenou ropy přitom nejenže zvyšují celkovou inflaci, ale navíc v podstatě negují fiskální balíček, který se ve výši 150 mld. USD nasměroval vůči americkému spotřebiteli. Výdaje spojené s vyššími cenami benzínu zatíží rozpočty amerických domácností dokonce několikanásobně více než jsou přirůdné daňové úlevy. Fiskální stimul tedy ekonomiku nemůže nastartovat a je třeba počítat s tím, že reálný růst americké ekonomiky bude velmi nízký i v následujících několika kvartálech.

Co je z hospodářsko-politických důvodů velmi nepříjemné je ovšem postupný nárůst inflačních očekávání ze strany veřejnosti. Centrální banka se tak ocitá v pasti, kdy již nemůže pomoci ekonomice redukcí úrokových sazeb, ale naopak se musí zaměřit na to, aby se inflace nevymkla kontrole. Z komunikace představitelů Fedu přitom jasně vyplývá, že nechce opakovat chyby 70. let, kdy uvolněná měnová politika vedla v situaci ropných šoků k roztočení inflační spirály. Příští pohyb sazeb Fedu bude tudíž vzhůru – otázkou je zda se k němu centrální banka odhodlá v politicky citlivém období před listopadovými prezidentskými volbami.

Eurozóna

V eurozóně přituhlo – po dalším překvapivém nárůstu inflace (aktuálně na 3,6 % y/y) ECB ztratila trpělivost. Na jazýčkách vah převážily hlasy německých a rakouských centrálních bankéřů, které již delší dobu volaly po dalším utažení měnových šroubů. President Trichet tak po posledním zasedání ECB nenechal nikoho na pochybách – úrokové sazby půjdou v červenci nahoru.

Primárním důvodem nečekaně vysoká inflace, která neopustí Evropu ani během žhavého léta, jsou stále stejné faktory – z počátku roku překvapily dalším nárůstem ceny potravin, zatímco v posledních měsících to byly zejména rekordní ceny pohonných hmot. ECB s nákladovou a dovezenou inflací samozřejmě nemůže prakticky nic udělat, ale chce reagovat a ovlivnit střednědobá inflační očekávání, která šplhají pod vlivem aktuální vysoké inflace vzhůru. Inflace navíc není na rozdíl od Česka za svým vrcholem a v nejbližších měsících se může vyšplhat k 4,00 %.

To je dostatečný důvod pro jedno preventivní zvýšení sazeb, kterým ECB hodlá ochladit inflační nervozitu během horkého léta. Pro další pohyb se sazbami směrem vzhůru však prostor nevidíme. Část eurozóny více závislé na realitním sektoru (Španělsko) nebo na obchodu s USA (Irsko) totiž solidně zpomaluje. Současně likviditní krize a růst kreditních spreadů negativně dopadá více na země postižené dlouhodobějšími strukturálními problémy – například na Itálii, která na začátku roku rostla tempem blízkým nule. ECB by od dalšího utahování měnové politiky měla odradit také přetrvávající silný kurz eura a skutečnost, že ve čtvrtém kvartále tohoto roku může jít inflace opět prudce dolů.

Hlavní trhy

			2005	2006	2007	Aktuálně	2008P	2009P
USA	HDP (reálný)	meziročně, %	3,2	2,9	2,2	0,9	2008 Q1	3,0
	Inflace (CPI)	průměr, %	3,4	3,2	2,9	4,2	V.08	2,6
	Jádrový deflátor (core PCE)	průměr, %	2,1	2,2	2,0	2,1	IV.08	1,8
	Fed (oficiální sazba)	konec období, %	4,25	5,25	4,25	2,00	V.08	3,25
	10Y vládní dluhopis	konec období, %	4,40	4,70	4,03	4,06	V.08	4,40
	USD/EUR	průměr	1,25	1,26	1,37	1,57	V.08	1,36
	USD/EUR	konec období	1,20	1,32	1,46	1,56	V.08	1,35
EMU	HDP (reálný)	meziročně, %	1,4	2,6	2,4	2,7	2007 Q4	2,0 ↓
	Inflace (HCPI)	průměr, %	2,2	2,2	2,1	3,3	II.08	2,4 ↑
	ECB (oficiální sazba)	konec období, %	2,25	3,50	4,00	4,00	VI.08	4,25 ↑
	10Y vládní dluhopis	konec období, %	3,33	3,95	4,15	4,60	VI.08	4,10 ↑
Brent		průměr, USD	54,2	64,9	73,0	133,0	VI.08	125,0 ↑

Česká republika

Petr Dufek

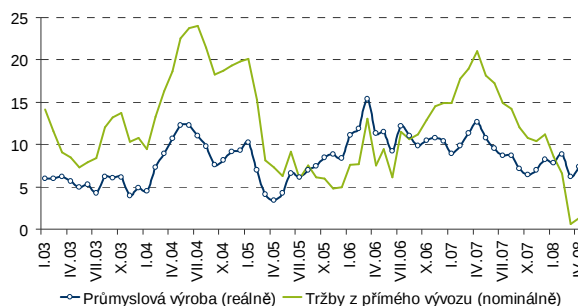
Slabý březen vystřídal opět silný duben. Alespoň podle čísel z průmyslu a zahraničního obchodu. Po březnovém propadu výroby (-1,9 %) a exportu (-4,9 %), za kterým stál především o dva dny nižší počet pracovních dní, se v dubnu hlavní ukazatele z reálné ekonomiky opět vrátily k růstu. Průmysl, stejně jako export, těžil z expanze automobilek a elektrotechnických firem. Výroba se reálně zvýšila o 12,2 %, po vyloučení vlivu rozdílného počtu pracovních dní o 8,2 %, zatímco nominální vývoz se opět vrátil k dvoucifernému tempu. Zvláště ve druhém případě jde o velmi pozitivní výsledek s ohledem na meziroční posílení koruny, které v dubnu dosáhlo necelých 12 %. Přepočteno do eur, vzrostl český export v tomto měsíci o více než čtvrtinu. Předpokládáme však, že za ním stojí částečně i odklad některých vývozu z předchozího měsíce, a tak jej nechceme příliš přeceňovat.

Zatímco průmysl a zahraniční obchod se v posledním měsíci těšily z dobrých výsledků, stavebnictví tentokrát zaostalo v důsledku slabší výstavby komerčních budov. Celkově jsou prozatím zprávy z české ekonomiky s ohledem na dané podmínky velmi příznivé. Rekordně silná koruna (meziročně nyní o více než 18 % vůči euru a 36 % vůči dolaru) na jedné straně částečně chrání ekonomiku před tvrdým dopadem drahých surovin, na straně druhé však komplikuje život především menším výrobcům a exportérům.

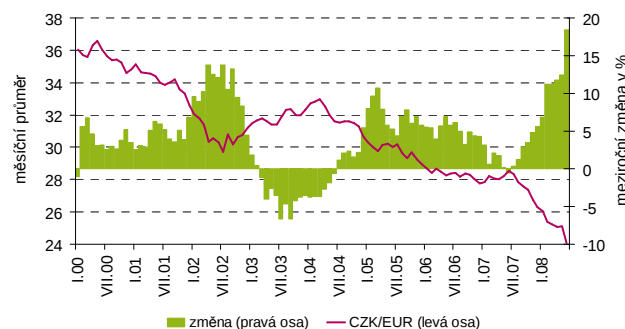
Zatímco je síla koruny znát především na cenách pohonných hmot, jejichž růst výrazně brzdí, v obchodech a ve službách je její posílení znatelné zatím jen málo, a to ani při současném výrazném zpomalení růstu maloobchodních tržeb. Role výrazného antiinflačního faktoru tak dostává trhliny, což může v konečném důsledku vést k tomu, že ČNB bude na sílu koruny pohlížet méně citlivě než tomu bylo doposud. Bylo by to logické, zvláště pokud by se zhodnocená koruna viditelně negativně neodrazila na celkových výsledcích ekonomiky. Tím by padla poslední bariéra pro růst úrokových sazeb.

Neočekáváme však, že ČNB už na svém nejbližším zasedání (26.6.) své sazby změní. Nelze však vyloučit, že se k úvahám o navýšení sazeb nevrátí na svém srpnovém zasedání (7.8.), kdy bude mít na stole novou inflační prognózu. Bohužel se prozatím inflace vyvíjí hůře než předpokládaly poslední dvě prognózy ČNB, a navíc se odchylka skutečné a odhadované inflace nejspíše zvýší. Důvodem je stále ještě vzdálená stabilizace na trhu se zemědělskými a energetickými komoditami, dále pak i očekávané zdražení cigaret a zemního plynu. Rychlejší pokles inflace se tak odkládá až na poslední dva měsíce roku, nedojde-li konečně už k obratu na komoditních trzích. Hlavním parametrem, který ovlivní rozhodování bankovní rady tak bude výhled inflace na příští rok a kurz koruny, která se nyní přiblížila těsně k hranici 24 korun za euro.

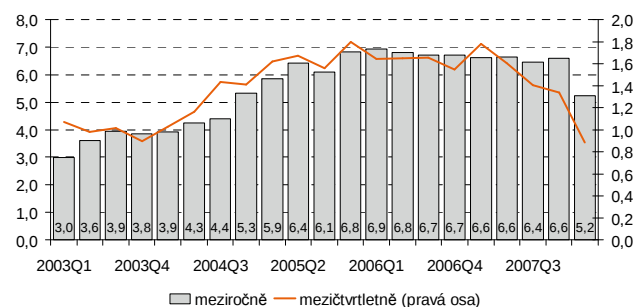
Průmyslová výroba a tržby z přímého exportu
(meziročně, 3M průměr, %)



EUR/CZK



Tempo HDP
(%)



Posledními údaji zasluhujícími pozornost v posledním měsíci byly podrobné údaje za HDP v prvním čtvrtletí, které potvrdily zpomalení růstu ekonomiky (z předchozích 6,6 % na 5,2 %, bez očištění o vliv rozdílného počtu pracovních dnů). Navíc nejnovější údaje potvrdily, že vrcholu současného cyklu ekonomika dosáhla už v prvním kvartále loňského roku. Co tedy naznačují podobné údaje HDP? Podle očekávání reálně zpomaluje soukromá spotřeba,

kterou brzdí letos rekordní inflace. Výrazně za očekávání zaostaly investice, které meziročně vzrostly jen o 2 %, v důsledku slabších investic do komerční výstavby. Naopak velmi příznivé byly výsledky zahraničního obchodu, neboť ten nejvíce přispěl na začátku roku k růstu ekonomiky. Celkově by růst ekonomiky neměl překvapit ani v další části roku. Předpokládáme zpomalení tempa HDP pod pět procent, přičemž celoroční výsledek by se měl pohybovat v blízkosti 4,5 %. Rizikem pro růst ekonomiky zůstávají především ceny energetických komodit a případné negativní důsledky rychlého posílení koruny.

Makroekonomické ukazatele

		2004	2005	2006	2007	2008P	2009P
HDP (reálný)	meziročně, %	4,5	6,3	6,8	6,6	4,4	5,5
Spotřeba domácností (reálně)	meziročně, %	2,9	2,3	5,4	5,7	3,5	5,0
Vládní spotřeba (reálně)	meziročně, %	-3,5	2,2	0,0	0,9	0,0	-0,3
Investice (tvorba hrubého fixního kapitálu)	meziročně, %	3,9	2,3	5,5	6,1	6,0	5,5
HDP (nominální)	mld. CZK	2 814,8	2 983,9	3 215,6	3 516,2	3 780,3	4 087,9
HDP (nominální)	mld. EUR	88,2	100,2	113,5	126,7	149,8	167,2
Průmyslová výroba	meziročně, %	9,6	6,7	11,2	8,2	7,0	9,5
Stavební výroba	meziročně, %	9,7	4,2	6,6	6,7	6,0	6,0
Maloobchodní tržby	meziročně, %	2,5	4,0	6,5	7,7	4,0	5,0
CPI	meziročně, %	2,8	2,2	1,7	5,4	5,4	2,7
Inflace	průměr, meziročně, %	2,8	1,9	2,5	2,8	6,6	2,7
Čistá inflace	meziročně, %	1,5	0,5	1,2	3,8	2,6	1,8
PPI	meziročně, %	7,7	-0,3	2,6	5,3	4,5	3,0
Obchodní bilance	mld. CZK	-26,4	38,6	39,8	86,1	65,0	100,0
Běžný účet (na ročním základě)	% of HDP	-5,2	-1,6	-3,1	-2,5	-3,3	-3,1
PZI (netto)	% of HDP	8,9	11,0	2,1	4,5	3,4	5,6
Devizové rezervy	mld. EUR	20,9	25,1	23,9	23,7	24,0	29,5
Míra nezaměstnanosti	konec období, %	9,5	8,9	7,7	6,0	5,5	5,1
Reálné mzdy	meziročně, %	3,7	3,3	3,8	4,4	2,1	4,2
Schodek rozpočtu centrální vlády	mld. CZK	-93,5	-56,6	-97,3	-66,4	-60,0	-40,0
Dluh centrální vlády	mld. CZK	592,9	691,2	802,5	892,3	952,3	992,3
Peněžní zásoba M2	meziročně, %	4,4	8,0	9,9	13,2	9,5	9,0
CZK/EUR	průměr	31,90	29,78	28,34	27,76	25,23	24,45
CZK/EUR	konec období	30,47	29,01	27,50	26,62	25,20	24,00
CZK/USD	průměr	25,70	23,95	22,61	20,31	16,60	18,90
CZK/USD	konec období	22,37	24,59	20,88	18,08	17,50	18,96
Repo sazba ČNB	e-o-p, %	2,50	2,00	2,50	3,50	3,75	3,75
3m PRIBOR	průměr, %	2,36	2,01	2,30	3,09	4,10	3,94
3m PRIBOR	konec období, %	2,56	2,17	2,55	4,11	4,00	3,85
10y IRS	průměr, %	4,63	3,48	3,79	4,23	4,55	4,55

Slovensko

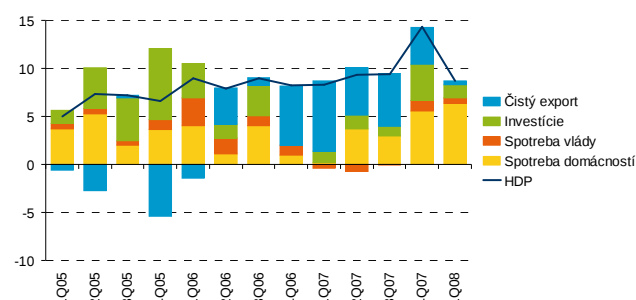
Silvia Čechovičová

V prvom štvrťroku tohto roka prišlo k spomaleniu ekonomiky na 8,7% z predchádzajúcich 14,3%. Výrazný rast v závere roka, ktorý bol vo veľkej miere dôsledkom jednorazových faktorov (predzásobenie sa cigaretami), sa podľa očakávania nezopakoval. Opraty do svojich rúk jednoznačne prevzala spotreba domácností. Podporená prudkým rastom reálnych miezd a neustále sa zlepšujúcimi podmienkami na trhu práce vzrástla o 8,4%, čím prispela k rastu HDP 4,6 p.b. Dobrý výsledok naznačoval už dvojciferný rast maloobchodných tržieb v Q1, napriek tomu však bol vysoký rast privátnej spotreby prekvapením. Do určitej miery boli sklamaním investície a čistý export, ktorých spomalenie bolo väčšie, než sme predpokladali. Očakávame, že k zníženiu dynamiky HDP príde aj v nasledujúcom štvrťroku. Štruktúra rastu by však mala byť viac vyvážená, keď predpokladáme vyšší príspevok zo strany čistého exportu. Za celý rok ponechávame náš odhad nezmenený na úrovni 7,5%.

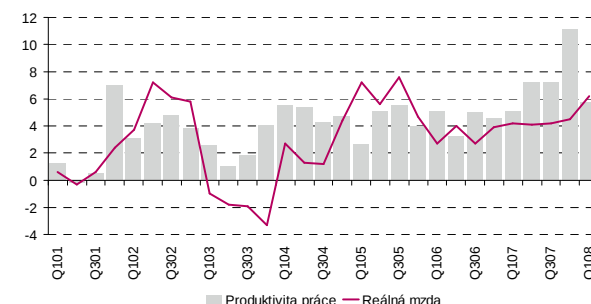
Vysoký rast reálnych miezd (6,2% medziročne), ktorý po prvýkrát od roku 2005 predstihol rast produktivity práce, vyvolal špekulácie o možnom prehrievaní ekonomiky. Najrýchlejší rast miezd bol vo verejnom sektore (školsťvo, zdravotníctvo), išlo však len o jednorazový faktor. Mzdy v tomto sektore sa v minulosti valorizovali v júli, tentoraz k tomu prišlo už od januára. Dá sa teda predpokladať, že v nasledujúcom štvrťroku sa rast adekvátne zníži. Rast miezd v súkromnom sektore sa držal v okolí 8%. Okrem toho si je potrebné uvedomiť i fakt, že rast reálnych miezd v minulých dvoch rokoch výraznejšie zaostával za rastom produktivity práce, takže súčasnú situáciu môžeme vnímať ako dobiehanie predchádzajúcich období.

Podľa člena Bankovej rady NBS Ľ. Ódora sa ekonomika mierne prehrieva, ale zatiaľ nevytvára podstatné inflačné tlaky, na ktoré by bolo treba reagovať zmenou menovej politiky. Faktom je, že inflácia neustále zrýchľuje, ale to je dané tak ako inde vo svete hlavne nákladovými faktormi (ropa, potraviny). Čistá inflácia bez pohonných látok sa pohybuje okolo 3% hlavne kvôli drahším službám ako aj cenám priemyselných tovarov. Treba dodať, že banka má v oblasti menovej politiky zviazané ruky. Vstup krajiny do eurozóny jej nedáva veľa možností reagovať zvýšením sadzieb. Posledné slová prezidenta ECB Tricheta po júnovom zasadnutí banky naznačili, že k zvýšeniu sadzieb príde pravdepodobne už júli. Harmonizácia kľúčových slovenských a eurových sadzieb tak prebehne bez participácie zo slovenskej strany. Základná sadzba na úrovni 4,25% by mala vydržať do konca roka. K sprísneniu menových podmienok by malo prísť aj cez výrazné posilnenie koruny spôsobené druhou revalváciou centrálnej parity na úroveň 30,126 EUR/SKK.

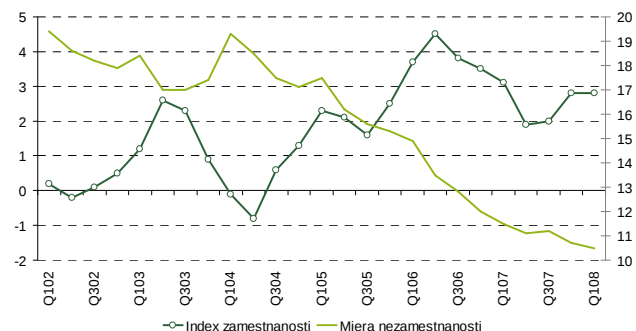
Príspevky k rastu HDP
(percentné body, zdroj ŠÚ SR, prepočty ČSOB)



Produktivita práce a reálna mzda
(medziročne v %)



Vývoj trhu práce



Makroekonomické ukazovatele

		2004	2005	2006	2007	2008P	2009P
HDP (reálny)	medziročne, %	5,2	6,6	8,5	10,4	7,5	6,5
HDP (nominálny)	mld. SKK	1 361,7	1 485,3	1 659,6	1 851,8	2 058,3	2 262,1
HDP (nominálny)	mld. EUR	34,0	38,5	44,6	54,8	66,0	75,1
Priemyselná produkcia	medziročne, %	4,0	3,3	10,1	12,8	9,5	8,0
Stavebná produkcia	medziročne, %	5,7	15,0	16,1	5,4	13,0	9,5
Maloobchodné tržby	medziročne, %	6,2	9,7	8,8	5,5	8,0	5,0
Inflácia	priemer, medziroč	7,6	2,7	4,5	2,8	4,4	4,0
Jadrová inflácia	medziročne, %	1,5	1,7	2,7	4,2	4,0	3,6
PPI	medziročne, %	3,4	4,7	5,4	2,8	5,0	3,0
Obchodná bilancia	mld. SKK	-49,6	-74,0	-75,3	-21,4	20,0	25,0
Bežný účet (na ročnej báze)	% HDP	-7,8	-8,5	-7,0	-5,3	-2,9	-2,0
PZI netto	% HDP	3,2	1,8	8,5	4,2	3,3	3,1
Základná bilancia (BÚ + netto PZI)	% HDP	-4,6	-6,7	1,5	-1,1	0,4	1,1
Devízové rezervy	mld. USD	14,9	15,5	13,4	18,6	17,3	17,0
Miera nezamestnanosti	koniec obdobia, %	13,1	11,4	9,4	8,0	7,5	7,3
Reálne mzdy	medziročne, %	2,5	6,3	3,3	4,3	4,8	3,8
Schodok rozpočtu centrálnej vlády	mld. SKK	-70,3	-33,9	-31,7	-23,5	-31,2	-18,4
Schodok rozpočtu centrálnej vlády	% HDP	-5,2	-2,3	-3,7	-2,2	-2,1	-2,0
Dlh centrálnej vlády (GFS)	mld. SKK	564,1	507,4	505,2	558,1	612,2	676,5
Peňažná zásoba (M3)	medziročne, %	7,8	7,4	15,3	13,0	14,5	13,0
SKK/EUR	priemer	40,05	38,59	37,25	33,78	31,20	31,20
SKK/EUR	koniec obdobia	38,80	37,85	34,57	33,60	30,13	30,13
Reposadzba NBS	koniec obdobia, %	4,00	3,00	4,75	4,25	4,25	4,25
3m BRIBOR	priemer, %	4,70	2,93	4,32	4,31	4,35	n/a
3m BRIBOR	koniec obdobia, %	3,66	3,12	4,69	4,30	4,40	n/a
10y IRS	priemer, %	5,00	3,70	4,44	4,51	4,70	4,50

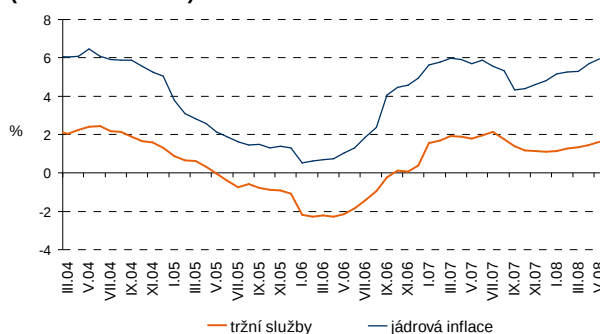
Maďarsko

Gyorgy Barcza, Jan Čermák,

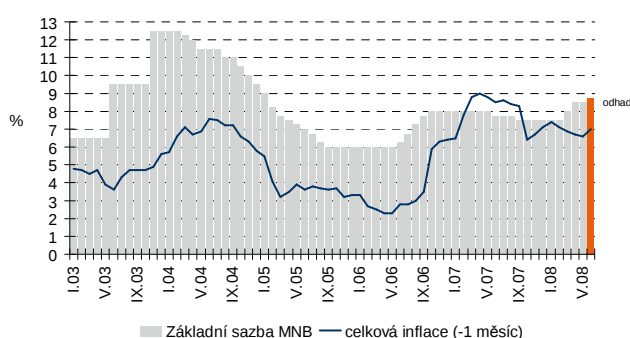
Tak jako v ostatních zemích v Evropě se i v Maďarsku nedaří snižovat inflaci, která se zakonzervovala v blízkosti 7 %. Položky, které ženou inflaci vzhůru jsou přitom shodné s faktory, které ženou inflaci v celém regionu. Neboli jsou to potraviny a ceny pohonných hmot (ke kterým se navíc v červenci přidá plyn, jenž by měl zdražit o dalších 10 %). Jistým zklamáním a nepříjemným překvapením pak pro centrální banku musí být zjištění, že rostou ceny některých produktů a především služeb, které spadají pod jádrovou inflaci. Její trend je nehledě na relativní stabilitu forintu a pomalý růst v posledních měsících zřetelně vzestupný.

Centrální banka (MNB) se tak právem může obávat druhotných dopadů na inflaci, což se může odrazit v její úrokové politice v následujících měsících. Centrální banka navíc ve své inflační prognóze počítá s poměrně prudkým poklesem inflace v horizontu následujících 18-ti měsíců (podle MNB by inflace měla klesnout na konci roku těsně nad 3 %). Vezmeme-li však v úvahu květnová čísla a neklesající ceny ropy, pak je tento optimistický desinflační scénář zdá se vážně ohrožen. Chtě nechtě tak MNB bude muset opět přitáhnout měnovou politiku – zvýšení základní sazby na 8,75 % se jeví velmi pravděpodobné, ve hře je však růst oficiální sazby na kulatých 9,0 %.

Inflace
(meziroční změna)



Základní úroková sazba MNB a inflace



		2004	2005	2006	2007	2008P	2009P
HDP (reálný)	meziročně, %	4.9	4.2	3.9	1.5	2.2	3.0
Průmyslová výroba	meziročně, %	7.4	7.0	10.1	8.1	6.0	8.0
Stavební výroba	meziročně, %	6.8	16.6	-0.5	-14.1	-5.0	1.0
Maloobchodní tržby	meziročně, %	5.6	4.5	4.4	-3.0	-1.5	3.0
Inflace	meziročně, %	5.5	3.3	6.5	7.4	5.0	3.5
Inflace	průměr, meziročně, %	6.8	3.6	3.9	8.0	6.0	4.4
PPI	meziročně, %	3.5	4.4	5.0	2.5	6.0	4.0
Obchodní bilance	mld. HUF	-986.6	-720.1	-522.4	-150.2	-150.0	-300.0
Běžný účet (na ročním základě)	% of HDP	-8.8	-7.3	-5.8	-5.4	-4.5	-3.5
PZI (netto)	% of HDP	3.5	4.9	2.0	1.0	2.4	2.0
Devizové rezervy	mld. EUR	11.7	15.7	16.4	16.5	16.5	16.5
Míra nezaměstnanosti	konec období, %	6.0	7.2	7.5	8.1	8.5	8.5
Reálné mzdy	meziročně, %	-0.7	6.3	3.6	0.8	0.0	2.0
Rozpočtový deficit	mld. HUF	-1284.1	-984.0	-2034.0	-1389.9	-1111.0	-1160.0
Rozpočtový deficit	% HDP	-6.3	-4.5	-8.7	-5.4	-4.0	-4.0
Dluh centrální vlády	mld. HUF	11592.4	12765.6	14705.7	15576.4	16800.0	-1160.0
Peněžní zásoba M3	meziročně, %	11.7	13.9	16.0	9.6	9.0	10.0
HUF/EUR	průměr	251.7	248.1	264.1	251.3	254.5	251.5
HUF/EUR	konec období	245.9	252.7	251.5	253.3	250.0	253.0
2-týdenní MNB depo sazba	konec období, %	9.5	6.0	8.0	7.5	8.5	7.5
3m BUBOR	průměr, %	11.3	7.1	7.0	7.8	8.4	8.0
3m BUBOR	konec období, %	9.3	6.3	8.1	7.5	8.5	7.5
10y IRS	průměr, %	8.3	6.5	7.0	6.7	7.9	6.5

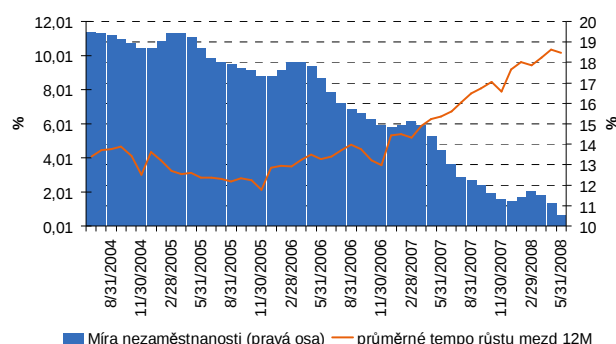
Polsko

Jan Bureš

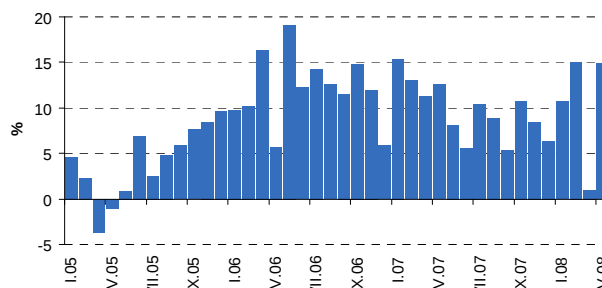
Polská inflace skončila v minulém měsíci na očekávaných 4,4% a nepřiživila tak celosvětové šílení kolem inflace. To ale příliš nepomohlo polským dluhopisům, které mu plně podlehly a výrazně ztrácely. Relativně imunní, i díky české koruně, pak zůstává polský zlotý a podobně jako dluhopisy příliš nereflektuje dění na domácí scéně.

Tam by se schyluje k poslednímu růstu sazeb, které měnový výbor (RPP) v červnu posune na 6%. To ostatně již relativně jasně naznačily poslední hlasy centrálních bankéřů z RPP. Ti mají strach, aby se jednorázově vyšší inflace neodrazila v mzdových požadavcích zaměstnanců. Nezaměstnanost totiž povážlivě klesá a vyjednávací pozice odborů se dostává do čím dál příznivějšího světla. Na druhé straně jsou měnové podmínky v Polsku již relativně utažené – sazby jsou jedny z nejvyšších v Evropě a zlotý je ve srovnání s minulým rokem zhruba o 12% silnější. To by měl být argument pro obezřetné zvažování dalších korektur. Pokud ale ECB na svém nejbližším zasedání zvýší sazby a zlotý v reakci mírně zkoriguje, může se vytvořit prostor pro růst sazeb i za hranici 6,00%. Hodně bude také záležet na nové inflační prognóze polské centrální banky.

Polská nezaměstnanost a růst mezd



Polská průmyslová výroba, y/y

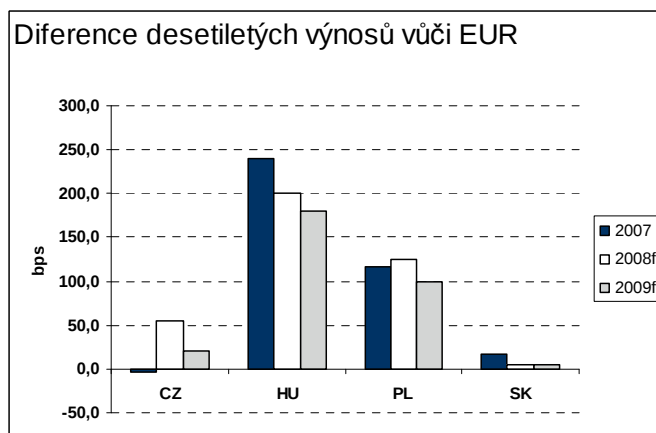
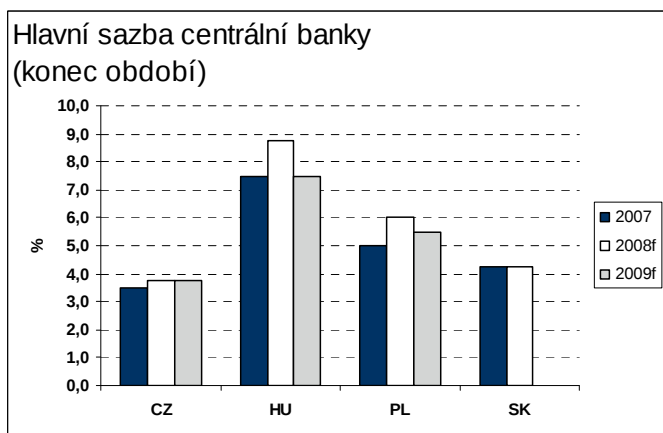
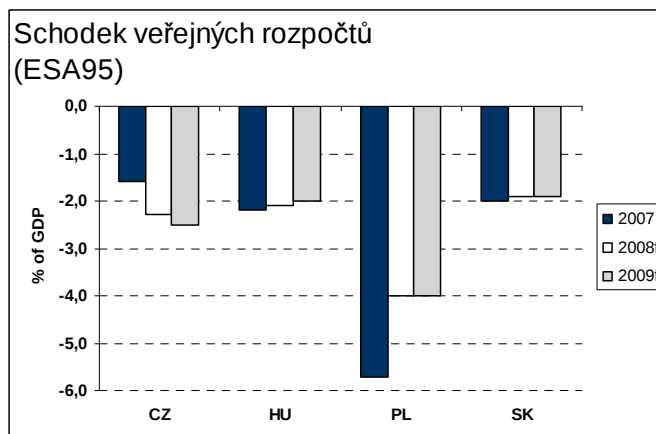
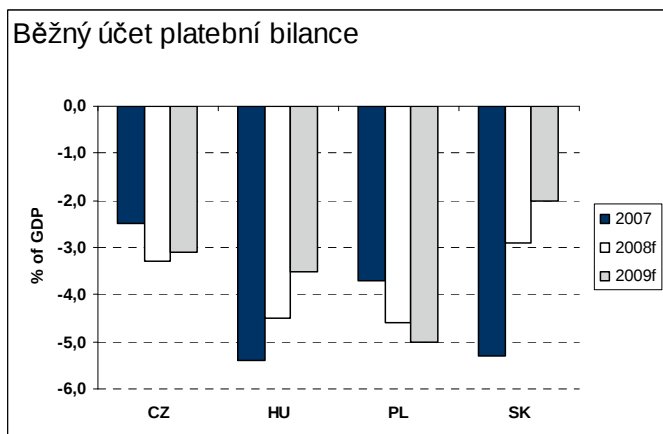
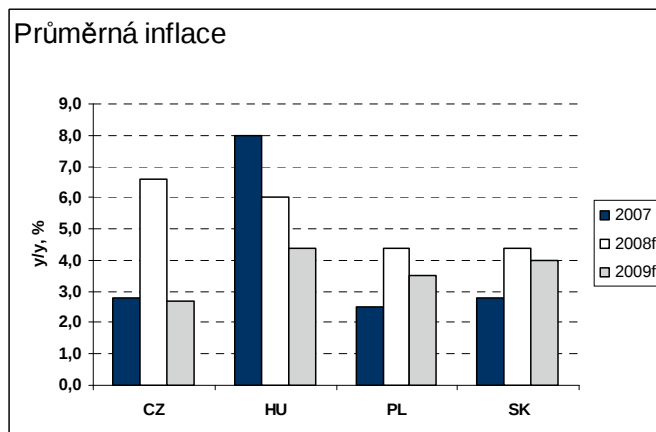
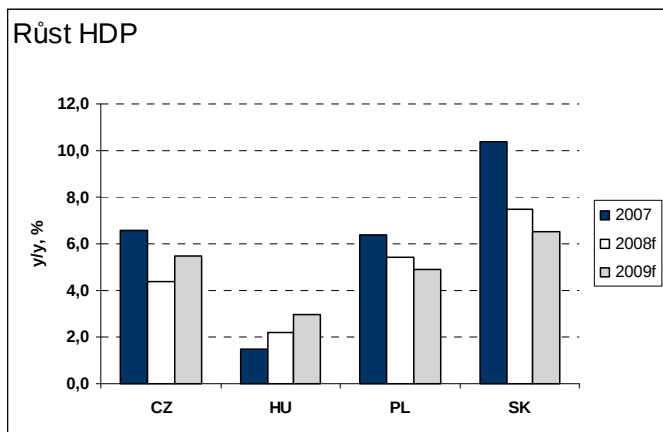


Makroekonomické ukazatele

		2004	2005	2006	2007	2008P	2009P
HDP (reálný)	meziročně, %	5,3	3,6	6,1	6,4	5,4	4,9
Průmyslová výroba	meziročně, %	13,1	4,1	12,4	9,7	8,0	7,0
Maloobchodní tržby	meziročně, %	10,3	4,4	12,3	17,1	15,5	11,0
CPI	meziročně, %	3,7	0,7	1,4	4,0	3,9	3,0
Inflace	průměr, meziročně, %	3,7	2,1	1,0	2,5	4,4	3,5
PPI	meziročně, %	7,0	0,7	2,3	2,3	3,5	3,0
Běžný účet (na ročním základě)	% of HDP	-4,3	-1,7	-2,1	-3,7	-4,6	-5,0
PZI (netto)	% of HDP	4,9	3,1	4,2	4,9	4,0	3,1
Míra nezaměstnanosti	konec období, %	19,5	18,2	14,9	11,3	9,3	8,0
Reálné mzdy	meziročně, %	0,6	1,0	3,9	6,5	5,6	5,0
Rozpočtový deficit (MMF)	% HDP	-4,5	-3,2	-2,2	-2,0	-1,9	-1,9
Peněžní zásoba M3	meziročně, %	413,9	11,9	11,9	12,0	11,0	11,0
PLN/EUR	průměr	7,03	4,03	3,90	3,78	3,40	3,33
PLN/EUR	konec období	4,54	3,86	3,83	3,60	3,35	3,30
Základní sazba RPP	e-o-p, %	2,99	4,50	4,00	5,00	6,00	5,50
3m WIBOR	průměr, %	6,50	5,20	4,21	4,73	6,20	5,90
3m WIBOR	konec období, %	6,24	4,60	4,20	5,70	6,15	5,60
10y IRS	průměr, %	6,64	5,14	5,12	5,47	5,95	6,00

Střední Evropa v grafech

Petr Dufek



Kalendář

PONDĚLÍ	ÚTERÝ	STŘEDA	ČTVRTEK	PÁTEK
2. Červen ČR Mzdy (%) : -/8,5 Rozpočtové saldo (mld. CZK) EMU Index nákupních manažerů v průmyslu SR Rozpočtové saldo (mld. SKK) USA Cenový subindex ISM Index nákupních manažerů v průmyslu ISM	3. Červen EMU HDP (%) Výrobní ceny (%) SR Mzdy (%) : -/8,3 HDP (%) : -/8,7 USA Celkový prodej automobilů (mil. USD) Prodej domácích automobilů (mil. USD) Tovární zakázky (%)	4. Červen EMU Index nákupních manažerů ve službách Maloobchodní tržby (%) Maďarsko Obchodní bilance (mil. EUR) : 170,0/- USA Přírůstek pracovních sil (tis.,nsa) Index nákupních manažerů ve službách ISM	5. Červen EMU Zasedání ECB (%) Maďarsko Průmyslová výroba (%) : -/7,0 USA Pokračující žádosti o dávky v nezaměst. (tis.) Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	6. Červen ČR Obchodní bilance (mld. CZK) : 5,0/- Maďarsko Obchodní bilance (mil. EUR) : -100,0/- HDP (%) : -/1,6 USA Přírůstek pracovních sil v privátním sektoru (tis.,nsa) Průměrná hodinová mzda (%) Míra nezaměstnanosti (%) Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství (tis.,nsa)
V týdnu:				
9. Červen ČR Míra nezaměstnanosti (%) : 4,9/- Inflace (%) : 0,4/6,8 SR Stavební výroba (%) : -/17,6 Průmyslová výroba (%) : -/9,7 USA Kontrakty na prodej domů (%)	10. Červen ČR HDP (%) SR Maloobchodní tržby (%) : -/7,2 USA Obchodní bilance (mld. USD)	11. Červen ČR Průmyslová výroba (%) : -/9,0 Maďarsko Inflace (%) : -/6,8 Jádrová inflace (%) : -/5,4 SR Inflace (%) : 0,3/4,6 Obchodní bilance (mld. SKK) : -/5,8 Jádrová inflace (%) : 0,4/4,8 USA Běžová kniha (Fed) Rozpočtové saldo (mld. USD)	12. Červen ČR Stavební výroba (%) EMU Měsíční zpráva ECB (ECB) Průmyslová výroba (%) USA Pokračující žádosti o dávky v nezaměst. (tis.) Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.) Maloobchodní tržby - bez automobilů (%) Maloobchodní tržby (%) Index dovozních cen (%)	13. Červen ČR Výrobní ceny (%) : 0,3/4,4 Maďarsko Průmyslová výroba (%) : 4,3/- Polsko Peněžní zásoba M3 (%) : -/14,3 Inflace (%) : 0,8/4,3 USA Jádrová inflace (%) Inflace (%) Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan
V týdnu:				
16. Červen EMU Inflace (%) Jádrová inflace (%) Polsko Mzdy (%) : -/11,5 SR Míra nezaměstnanosti (%) : -/7,3 Harmonizovaná inflace (%) : 0,4/4,0 USA Běžný účet (mld. USD) Podnikatelská nálada ve státě N.Y.	17. Červen ČR Běžný účet (mld. CZK) : -10,0/- EMU Obchodní bilance (mil. EUR) Polsko Běžný účet (mil. EUR) : -1 450/- USA Udělená stavební povolení Zahájení staveb nových domů Jádrový index cen v průmyslu (%) Výrobní ceny (%) Průmyslová výroba (%)	18. Červen ČR Maloobchodní tržby (%) : -/5,5 Polsko Průmyslová výroba (%) : -2,9/9,0 Ceny v průmyslu (%) : 0,5/2,6	19. Červen Maďarsko Mzdy (%) : -/8,0 USA Pokračující žádosti o dávky v nezaměst. (tis.) Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.) Předstihové ukazatele Podnikatelská nálada philadelph. Fedu	20. Červen Polsko Jádrová inflace (%) : -/3,2

PONDĚLÍ	ÚTERÝ	STŘEDA	ČTVRTEK	PÁTEK
23. Červen Maďarsko Zasedání MNB (%) : 8,5/- Polsko Míra nezaměstnanosti (%) : -9,8 Maloobchodní tržby (%) : -14,5	24. Červen SR Běžný účet (mld. SKK) : -1,3 Zasedání NBS (%) : 4,25/- USA S&P/CS Index cen nemovitostí (%) Spotřebitelská důvěra	25. Červen Maďarsko Maloobchodní tržby (%) Polsko Zasedání RPP (%) : 6,0/- USA Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostř. (%) Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby (%) Prodej nových domů (tis.) Zasedání FOMC (%)	26. Červen ČR Zasedání ČNB (%) EMU Peněžní zásoba M3 (%) USA Pokračující žádosti o dávky v nezaměst. (tis.) Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.) Jádrový deflátor osobní spotřeby (%) Cenový index HDP (%) Soukromá spotřeba (%) HDP (%) Prodej stávajících domů (mil.)	27. Červen EMU Běžný účet (mld. EUR) Maďarsko Výrobní ceny (%) SR Ceny v průmyslu (%) : 0,2/6,1 USA Jádrový deflátor osobní spotřeby (%) Deflátor osobní spotřeby (%) Osobní výdaje (%) Osobní příjmy (%) Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan
V týdnu:				
30. Červen ČR Peněžní zásoba M2 (%) EMU Index ekonomické důvěry Index spotřebitelské důvěry Maďarsko Běžný účet (mld. HUF) Míra nezaměstnanosti (%) Polsko Běžný účet (mil. EUR) USA Index nákupních manažerů z Chicaga	1. Červenec	2. Červenec	3. Červenec	4. Červenec

m/m - meziměsíčně; y/y - meziročně; s.a. - sezónně očištěno; n.s.a. - sezónně neočištěno; P - předběžné; F - finální
EMU, USA, UK, JPY - pokud není uvedeno jinak, data sezónně očištěna; Střední Evropa - data sezónně neočištěna, pokud není uvedeno jinak

Analýzy a výhledy dostupné na internetu

www.csob.cz/klubSME

Výhledy kurzů

<http://www.csob.cz/bankcz/cz/SME/Trhy/Financni-a-kapitalove-trhy/Vyhledy-kurzu/>

Výhledy úrokových sazeb

<http://www.csob.cz/bankcz/cz/SME/Trhy/Financni-a-kapitalove-trhy/Vyhledy-urokovych-sazeb/>

Horké novinky z trhů - makro (naše aktuální krátké komentáře)

<http://www.csob.cz/bankcz/cz/SME/Trhy/Analzy/Horke-novinky-z-trhu.htm>

Makroanalýzy (naše makro předpověď v kostce)

<http://www.csob.cz/bankcz/cz/SME/Trhy/Analzy/Makroekonomicky-vyhled/>

Očekávané události (kalendáře očekávaných událostí pro středoevropské a hlavní trhy)

<http://www.csob.cz/bankcz/cz/SME/Trhy/Analzy/Ocekavane-udalosti-ve-stredni-Evrope/>

Tato publikace byla připravena útvaru Investičního výzkumu ČSOB ve spolupráci s analytiky Kredyt Bank SA (Polsko) a K&H (Maďarsko).

Obchodování pro klienty

Korporátní klienti

Petr Korous	+420 261 353 545
Petr Barbora	+420 261 353 513
Jindřich Brabec	+420 261 353 517
Robert Grus	+420 261 353 519
Tomáš Knížek	+420 261 353 539
Romana Milfait	+420 261 353 516

SME

Otakar Dvořák	+420 261 353 572
Eva Karasová	+420 261 353 523

Finanční instituce

Jan Poulík	+420 261 353 535
Daniel Pavelka	+420 261 353 546
Zdeněk Procházka	+420 261 353 534

Investiční výzkum

Jan Čermák	+420 261 353 578
Petr Dufek	+420 261 353 560
Zdeněk Šafka	+420 261 353 570
Jan Bureš	+420 261 353 574

ČSOB (Bratislava)

Silvia Čechovičová	+421 259 668 808
Marek Gábriš	+421 259 668 809

K&H (Budapest)

Gyorgy Barcza	+36 1 328 99 89
---------------	-----------------

Kredyt Bank (Warsaw)

Piotr Radzewicz	+48 22 6345 946
-----------------	-----------------

Naše publikace jsou rovněž dostupné na

Bloomberg KBCR
Internet: www.csob.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.