



- **Česká republika**
ČNB ponechává sazby navzdory prognóze beze změny 2
- **Česká republika a Maďarsko**
Česká i maďarská obchodní bilance stále v přebytcích 3
- **Výhled na týden**
Výsledky českého a maďarského HDP by měly přinést jistou naději 5

ČNB stabilními sazbami umetla koruně cestu k posílení

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25,72	-2,74%	↘	↘
EUR/PLN	4,247	0,06%	↘	→
EUR/HUF	274,4	0,41%	↘	→
3M PRIBOR	1,83	-0,01	↗	↘
3M WIBOR	4,19	0,01	→	→
3M BUBOR	6,89	0,00	→	→
10Y CZK	4,22	0,05	↗	→
10Y PLN	6,13	0,03	→	→
10Y HUF	7,20	-0,01	→	→
3M EURIBOR	0,71	-0,02	→	→
10Y EMU	3,35	0,09	→	↗

Poslední hodnoty z Pátku 16:30

Historie fungování ČNB patrně nepamatuje, aby byli guvernér a viceguvernér v bankovní radě přehlasováni dvakrát v řadě. Toto historické pravidlo však včerejší jednání bankovní rady zdá se vymazalo. My sice ještě nevíme jak přesně vypadalo hlasování při včerejším zasedání bankovní rady ČNB (to bude známo až za týden), ale již teď lze s velkou dávkou pravděpodobnosti konstatovat, že mezi čtyřmi hlasy (ze sedmi), jež rozhodly o tom, že repo sazba ČNB se měnit nebude, nebyly hlasy guvernéra Tůmy a vlivného viceguvernéra Singera. Skupina preferující stabilitu sazeb guvernéra přehlasovala navzdory tomu, že nová inflační prognóza ČNB de facto počítala se snížením repo sazby, neboť mezi jejími předpoklady je i vývoj tříměsíčního Priboru, který by měl podle projekce centrální banky klesnout z nynějších 1,8 % na 1,1 % v tomto kvartále (resp. na 1,2 %).

Sazby ČNB tak i po včerejším zasedání setrvávají nad úrovní sazeb ECB resp. i Fedu, což bude korunu činit vůči euru a dolaru atraktivnější. Velkým rizikem tak podle nás je, že se koruna může ocitnout zpět na úrovních před verbálními intervencemi guvernéra ČNB Tůmy a jeho zástupce Singera. První v řadě pak bude nevyzpytatelný kurz koruny, který tak jako poslední čtvrtek i v polovině prosince rozhodne o tom, jestli dno pro repo sazbu ČNB bude úroveň 1,25 % či 1,0 %.

ČNB ponechává sazby navzdory prognóze beze změny

Petr Dufek

Bankovní rada České národní banky na svém letošním předposledním měnovém zasedání ponechává těsnou většinou 4:3 své úrokové sazby beze změny.

Nenaplnila se tak očekávání, která vznikla po zveřejnění výsledku minulého hlasování, kde guvernér a viceguvernér hlasovali pro snížení hlavní úrokové sazby na 1 %. Z výsledku hlasování je však patrné, že snaha snížit sazby rozhodně existovala. K přesvědčení ponechat sazby beze změny nejspíše přispěla i nejnovější prognóza centrální banky, kterou dnes bankovní rada projednala. Nejenže centrální banka zvýšila výhled inflace na konec příštího roku na 2,4 % (z původních 1,9 %), ale zároveň uvádí, že rizika prognózy jsou proinflační z titulu devizového kurzu koruny! To je do jisté míry překvapující, protože oslabení koruny, respektive její odchýlení od prognózované úrovně, bylo spíše krátkodobou epizodou ovlivněnou úrokovými očekáváními a měnící se averzí k riziku ze strany zahraničních investorů. Dlužno dodat, že zvýšení výhledu inflace jde na vrub především administrativním zásahům (zvýšení DPH, spotřebních daní a regulovaným cenám), které ČNB nijak ovlivnit nemůže.

Nová prognóza předpokládá oživení ve tvaru písmena W.

ČNB v nové prognóze dále očekává, že se ekonomice bude dařit lépe, než předpokládala před třemi měsíci. Na místo růstu o 0,7 % v roce 2010 by nyní mělo tempo HDP dosáhnout dvojnásobku, tedy 1,4 %. ČNB dále očekává, že v průběhu příštího roku bude docházet ekonomice dech s tím, jak oslabí poptávka po české produkci.

ČNB prognózuje nižší úrokové sazby ještě do konce letošního roku.

Ještě zajímavější je však předpoklad, že tržní úrokové sazby tříměsíční PRIBOR na konci letošního roku dosáhne jen 1,1 %, což se nedá vykládat jinak, než že prognóza vyznívá jednoznačně ve prospěch snížení úrokových sazeb ČNB. Teprve ve druhé polovině příštího roku by se tříměsíční tržní sazba měla dostat na současnou úroveň. Tento závěr tedy příliš nekoresponduje se samotným rozhodnutím bankovní rady, což se dá vykládat různě. Možná svoji roli sehrála na chvíli slabší koruna, nebo také, že část členů rady už na sazby sahat nechce. Dá se z toho tedy usuzovat pouze to, že možnost ještě jednoho snížení úrokových sazeb zůstává stále ve hře, a že rozhodnou nejnovější čísla z ekonomiky a kurz koruny v dalších měsících. Mimochodem, centrální banka zůstává jako obvykle v predikcích kurzu koruny hodně opatrná a nyní předpokládá faktickou stabilitu koruny na úrovni 25,70 CZK/EUR po celý příští rok.

Za pozornost z tiskové konference stojí i konstatování, že na pořad se dostala (krom sazeb) i diskuse o dalších nástrojích k uvolnění měnové politiky. Podle guvernéra ČNB si však situace tyto opatření nevyžaduje.

		Nová prognóza	Srovnání	Minulá prognóza
Inflace	2009Q4	0,1	↓	0,7
	2010Q4	2,4	↑	1,9
Měnově politická inflace	2009Q4	0,1	↓	1,1
	2010Q4	1,6	↓	1,9
PRIBOR 3M	2009Q4	1,1	↓	1,6
	2010Q4	2,1	↑	1,9
CZK/EUR	2009Q4	25,6	↓	25,9
	2010Q4	25,7	↑	25,6
HDP	2009	-4,4	↓	-3,8
	2010	1,4	↑	0,7

Česká i maďarská obchodní bilance stále v přebytcích

Petr Dufek, Jan Čermák

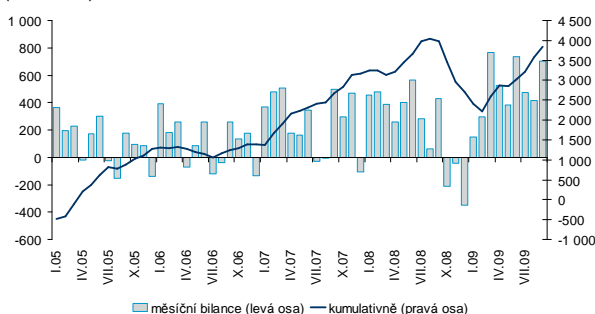
Opět rekord: nejvyšší zářijový přebytek v historii samostatné ČR.

Zahraniční obchod ČR skončil v září podle očekávání přebytkem 17,8 mld. korun. Meziročně je kladné saldo obchodu více než 7 mld. vyšší než loni v září, a to především díky levnějším surovinám a částečně i v důsledku vyššího vývozu strojů a dopravních prostředků. Na zářijových výsledcích exportu je stále ještě vidět vliv německého šrotovného, které pohnělo výrobce automobilů a umožnilo jim překlenout propad výroby z první poloviny roku. Dopad šrotovného uvidíme ještě i v říjnovém vývozu, avšak poté už jeho efekt vymizí. Naopak ještě po několik měsíců pocítíme pozitivní dopady levnějších surovin, které snižují hodnotu dovozu do ČR. Levnější ropa a plyn stlačují dovozy o desítky miliard korun, avšak nejsou jediným důvodem, proč se letos obchodní bilance stále zlepšuje. Tím druhým, ještě významnějším je slabá domácí poptávka. Aktuální výsledek obchodní bilance není třeba přeceňovat. Přebytek obchodu je sice vyšší, avšak export se stále propadá dvouciferným tempem (aktuálně o téměř 14 %) a zatím nesvědčí o obratu k lepšímu. Do konce letošního roku přebytek obchodní bilance vyšplhá až ke 110 mld. korun. Bude to nejvyšší roční přebytek v historii a předpokládáme, že to nebude rozhodně poslední rekord. Pro korunu je dobré číslo zahraničního obchodu jen dalším impulsem, vedle snížení úrokových sazeb, aby začala dobývat dříve ztracené úrovně. Aktuálně se tak koruna dostává pod hranici 25,70 EUR/CZK.

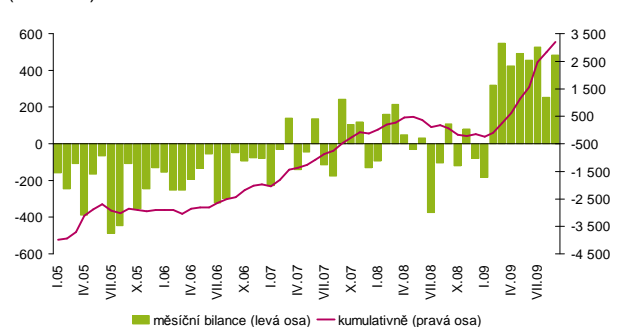
Kumulativní roční přebytek maďarské obchodní bilance překročil 3,2 mld. EUR.

Shodou okolností velmi podobné přebytky obchodní bilance jako má ČR má také maďarská ekonomika. Měsíční přebytky činí v tomto roce v průměru 438 mil. EUR a září v tomto směru nebylo výjimkou (resp. přebytek byl vyšší než tento průměr). Maďarská obchodní bilance se tak v kumulativním 12-ti měsíčním vyjádření přehoupla do rekordního přebytku, který přesahuje 3,2 mld. EUR. Pozitivní na tom přitom je, že lepší výsledek obchodní bilance již není v poslední době jen zásluhou nižších cen ropy a drasticky stlačené poptávky, ale i lepšího výsledku průmyslové výroby, jejíž propad se přece jenom podařilo stabilizovat. I díky tomu jsme mohli nepatrně vylepšit odhad HDP pro tento rok, který se nicméně propadne o více než 6 %.

Česká bilance zahraničního obchodu (mil. EUR)



Maďarská bilance zahraničního obchodu (mil EUR)

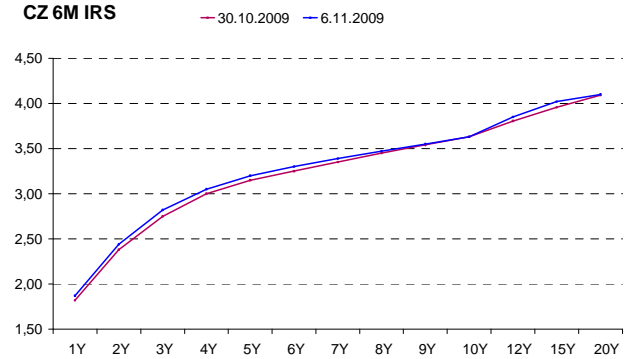


Přehled trhů

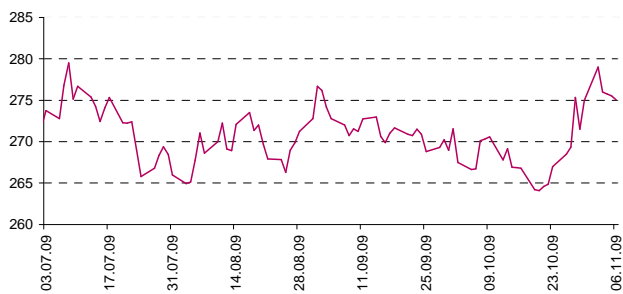
EURCZK



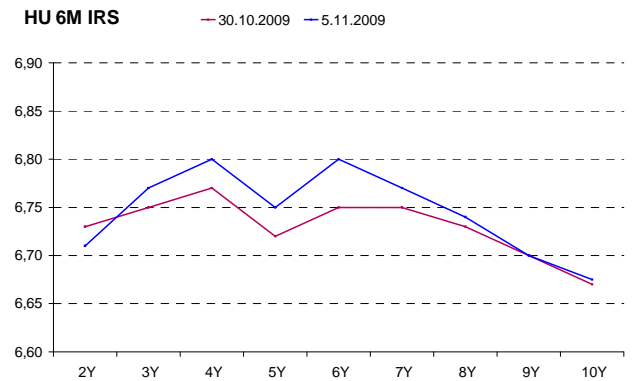
CZ 6M IRS



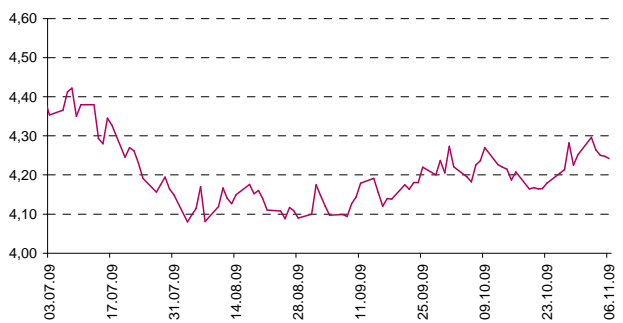
EURHUF



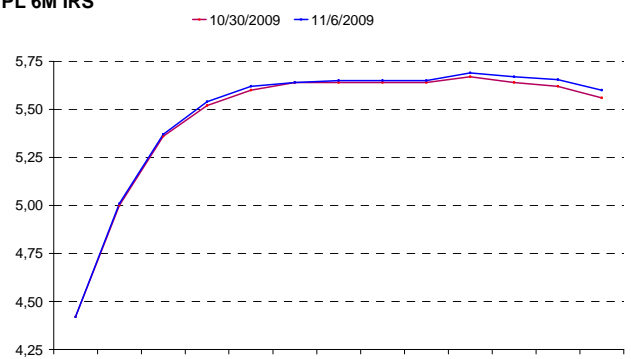
HU 6M IRS



EURPLN



PL 6M IRS



Klíčové očekávané události

PO 9:00, CZ Inlace (% , m/m)

	X.09	IX.09	X.08
Inlace	0,0	-0,4	0,0
Potraviny	0,5	-0,4	0,0
Bydlení a energie	-0,3	0,0	1,3

ST 9:00, HU Inlace (% , y/y)

	X.09	IX.09	X.08
Inlace	4,9	4,9	5,1
Jádrová inlace	5,0	5,1	4,6
Potraviny	2,8	3,0	6,3

ST 10:00, CZ Běžný účet (mld. CZK)

	IX.09	VIII.09	IX.08
Běžný účet	-3,2	-8,5	-11,1
kumul. od ledna	-20,5	-17,3	-55,7
Obchodní bilance	20,0	12,5	13,6
kumul. od ledna	138,3	118,4	110,0

PA 9:00, CZ HDP (%)

	Q3-09	Q2-09	Q3-08
HDP	-4,8	-5,5	2,9
Investice	1,2	0,1	0,5

PÁ 9:00, HU HDP (% , y/y)

	2009Q3	2009Q2	2008Q3
HDP	-7,0	-7,5	0,8
Investice	-4,0	-3,3	-1,0
Soukromá spotřeba	-6,0	-4,0	-0,6
Export	-17,0	-14,0	17,6
Import	-28,0	-22,6	15,0

CZ: Inlace po šesti letech opět v záporu

Říjnová meziroční inlace s největší pravděpodobností skončí v záporu, a to především díky levnějším potravinám a pohonným hmotám, které oproti loňskému roku výrazně zlevnily. Na meziměsíčním výsledku se „podepsal“ především vliv sezónního zdražování (oblečení) a zlevňování (zájezdy). Dílčí vliv mělo tentokrát i snížení cen zemního plynu pro domácnosti a sezónně vyšší ceny některých potravin. Celkově stále platí, že inlace není a nadále nebude problémem ekonomiky a jednoznačně tak umožňuje udržovat uvolněnou měnovou politiku i po následujícího více než půl roku.

HU: Inlace stagnuje pod 5 %

Říjnová inlace by měla zůstat nezměněna na 4,9 % y/y, protože vyšší ceny pohonných hmot by měla kompenzovat stávající recese. Jádrová inlace však může končit níže.

CZ: Běžný účet jen s nepatrným deficitem

Jak už naznačil zářijový výsledek zahraničního obchodu (přebytek 18 mld. korun), je velmi pravděpodobné, že i běžný účet nejspíše vykáže relativně příznivé číslo. Dá se sice předpokládat, že odliv výnosů včetně dividend bude i nadále v blízkosti 20 mld. korun, avšak kladné výsledky bilance služeb a zejména zboží by měly zajistit, že letošní běžný účet se bude i nadále vyvíjet podstatně lépe než v roce předchozím.

CZ: Třetí čtvrtletí ve znamení oživení

Předběžný odhad HDP, který zveřejní statistický úřad v pátek sice ještě nenaznačí nic podrobnějšího o struktuře ekonomického růstu/poklesu, avšak dá se usuzovat, že za relativně dobrým mezikvartálním číslem bude především zlepšený vývoj zahraničního obchodu, zásob a vládních výdajů. Naproti tomu spotřeba domácností a především investice nejspíše pokračovaly v útlumu. Meziroční číslo bude ještě ve znamení výrazného útlumu, nicméně mělo by už potvrdit očekávání, že to nejhorší má ekonomika za sebou.

HU: HDP zmírňuje propad

HDP za 3q09 by měl pozitivně překvapit, protože průmyslová výroba mezikvartálně vzrostla a vyšší čistý export může nahradit nižší domácí poptávku.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
USA	9.11.2009		3letá aukce (mld. USD)	11/2009			40			
Německo	9.11.2009	08:00	Běžný účet (mld. EUR)	09/2009			9,0		4,6	
Německo	9.11.2009	08:00	Obchodní bilance (mld. EUR)	09/2009			11,0		8,1	
ČR	9.11.2009	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	10/2009	8,6		8,6		8,6	
ČR	9.11.2009	09:00	Inflace (%)	10/2009		-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	0,0
SR	9.11.2009	09:00	Průmyslová výroba (%)	09/2009						-5,7
SR	9.11.2009	09:00	Stavební výroba (%)	09/2009						-0,2
Německo	9.11.2009	12:00	Průmyslová výroba (%)	09/2009			1,0	-14,6	1,7	-16,8
USA	10.11.2009		10letá aukce (mld. USD)	11/2009			25			
Německo	10.11.2009	08:00	Harmonizovaná inflace (%)	10/2009 *F			0,2		0,2	
Německo	10.11.2009	08:00	Inflace (%)	10/2009 *F			0,1		0,1	
SR	10.11.2009	09:00	Mzdy (%)	09/2009						0,9
Německo	10.11.2009	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)	11/2009			55,0		56,0	
Německo	10.11.2009	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)	11/2009			-70,0		-72,2	
Polsko	10.11.2009	14:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	09/2009			-486		-481	
Polsko	10.11.2009	14:00	Běžný účet (mil. EUR)	09/2009			-487		-69	
ČR	11.11.2009	09:00	Průmyslová výroba (%)	09/2009 *F		-12,0		-12,0		-11,9
ČR	11.11.2009	09:00	Stavební výroba (%)	09/2009						0,6
Maďarsko	11.11.2009	09:00	Inflace (%)	10/2009		4,9	0,2	4,9	-0,1	4,9
SR	11.11.2009	09:00	Inflace (%)	10/2009						0,6
SR	11.11.2009	09:00	Obchodní bilance (mld. EUR)	09/2009					267,7	
ČR	11.11.2009	10:00	Běžný účet (mld. CZK)	09/2009	-3,2		-5,5		-8,5	
USA	12.11.2009		30letá aukce (mld. USD)	11/2009			16			
EMU	12.11.2009	10:00	Měsíční zpráva ECB (ECB)	11/2009						
EMU	12.11.2009	11:00	Průmyslová výroba (%)	09/2009			0,5	-14,1	0,9	-15,4
USA	12.11.2009	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	7.11.					512	
USA	12.11.2009	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	31.10.					5 749	
USA	12.11.2009	20:00	Rozpočtové saldo (mld. USD)	10/2009			-150,0		-155,5	

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	13.11.2009	08:00	HDP (%)	3Q/2009 *P			0,7	-4,8	0,3	-5,9
ČR	13.11.2009	09:00	Maloobchodní tržby (%)	09/2009		-6,0		-6,0		-3,5
SR	13.11.2009	09:00	HDP (%)	3Q/2009 *P						-5,3
ČR	13.11.2009	09:00	HDP (%)	3Q/2009 *P		-4,8				-5,5
Maďarsko	13.11.2009	09:00	Průmyslová výroba (%)	09/2009 *F		-17,0			3,7	-15,0
Maďarsko	13.11.2009	09:00	HDP (%)	3Q/2009 *P		-7,0		-6,6		-7,5
EMU	13.11.2009	11:00	Jádrová inflace (%)	10/2009				1,1		1,2
EMU	13.11.2009	11:00	HDP (%)	3Q/2009 *A			0,5	-3,9	-0,2	-4,8
EMU	13.11.2009	11:00	Inflace (%)	10/2009			0,3	-0,1	0,0	-0,3
Polsko	13.11.2009	14:00	Peněžní zásoba M3 (%)	10/2009			1,1		0,9	
Polsko	13.11.2009	14:00	Inflace (%)	10/2009			0,2	3,2	0,0	3,4
USA	13.11.2009	14:30	Obchodní bilance (mld. USD)	09/2009			-31,9		-30,7	
USA	13.11.2009	14:30	Index dovozních cen (%)	10/2009			1,0	-5,6	0,1	-12,0
USA	13.11.2009	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan	11/2009 *P			71,0		70,6	

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
 Aukce státních dluhopisů: období = datum emise; m/m = poptávka; y/y = nabídka

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	XII.09	III.10	VI.10	IX.10	XII.10	poslední změna	
Česko	2T repo	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	-25 bps	6.8.2009
Maďarsko	2T depo	7,00	6,50	6,00	6,00	6,00	6,00	-50 bps	20/10/2009
Polsko	2T inter. sazba	3,50	3,50	3,50	3,50	3,75	4,00	-25 bps	25.6.2009

Krátkodobé úrokové sazby 3M *IBOR (konec období)

		současná hodnota	XII.09	III.10	VI.10	IX.10	XII.10
Česko	PRIBOR	1,83	1,80	1,70	1,70	1,80	1,85
Maďarsko	BUBOR	6,89	6,50	6,00	6,00	6,00	6,00

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	XII.09	III.10	VI.10	IX.10	XII.10
Česko		3,67	3,70	3,70	3,80	3,80	3,90
Maďarsko		6,73	7,25	7,00	7,00	6,75	6,75

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	XII.09	III.10	VI.10	IX.10	XII.10
Česko	EUR/CZK	25,7	25,7	26,0	24,8	24,8	23,8
Maďarsko	EUR/HUF	274,6	270	270	275	270	270
Polsko	EUR/PLN	4,25	4,10	4,30	3,60	3,90	3,30

HDP

		Meziroční změna v %					
		Q3 2009	Q4 2009	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010
Česko		-4,8	-3,1	1,5	1,4	0,5	0,7
Maďarsko		-7,3	-6,1	-2,4	-1,6	0,9	0,0

Inflace

		Meziroční změna v %					
		IX.09	XII.09	III.10	VI.10	IX.10	XII.10
Česko		0,0	0,8	0,9	1,1	2,0	1,9
Maďarsko		3,7	5,0	4,5	3,8	3,8	3,5

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

		2008	2009
Česko		-3,1	-2,5
Maďarsko		-6,0	-3,0
Polsko		-5,4	-6,0

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

		2008	2009
Česko		-1,6	-5,8
Maďarsko		-3,9	-4,5
Polsko		-6,0	-6,0

Informace obsažené v tomto dokumentu poskytuje Československá obchodní banka, a. s. (dále jen „ČSOB“) v dobré víře a na základě pramenů, které považuje za správné, důvěryhodné a odpovídající skutečnosti. Přesto ani ČSOB ani žádný z jejích zaměstnanců či zmocněnců nepřebírá žádnou právní odpovědnost ani záruku vůči klientovi za jakoukoliv informaci, která je obsažena v tomto dokumentu, a zároveň ČSOB nečiní žádné prohlášení ohledně přesnosti a úplnosti těchto informací. ČSOB také nepřebírá jakoukoliv odpovědnost za případnou ztrátu nebo škodu, kterou může klient utrpět. ČSOB jako aktivní účastník obchodování na finančních trzích upozorňuje adresáty tohoto dokumentu, že obchoduje s investičními nástroji, ke kterým se vztahují informace obsažené v tomto dokumentu. Bez předchozího souhlasu ČSOB nelze tento dokument ani jeho části kopírovat nebo dále šířit.