



## ● Česká republika

Deficit státního rozpočtu nabírá spád

2

## ● Výhled na týden

Maďarská a česká inflace překvapí v opačném gardu

4

## Odpočítávání do zbytku roku se odehrává v pozitivním tónu

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25,65	-2,23%	↘	↗
EUR/PLN	4,038	-3,35%	↘	↗
EUR/HUF	268,1	-2,07%	↘	→
3M PRIBOR	1,69	-0,07	→	→
3M WIBOR	4,20	0,01	→	→
3M BUBOR	6,42	0,00	↘	↘
10Y CZK	4,00	-0,08	↘	↗
10Y PLN	6,17	-0,02	↘	↗
10Y HUF	7,19	-0,15	↘	↗
3M EURIBOR	0,69	-0,02	→	↗
10Y EMU	3,25	0,09	↘	↗

Poslední hodnoty z Pátku 16 : 30

Jak se dalo očekávat negativní reakce na aféru s dunajským dluhem se ukázala krátkodobou záležitostí, a tak jako globální akciové trhy i ty středoevropské (devizové i dluhopisové) rychle smazaly své ztráty. Před blížícími se Vánoce tak trhy zůstávají naladěny pozitivně, zvláště pak po optimistických zprávách z amerického trhu práce.

Do konce roku přitom zbývají již jen čtyři týdny a v případě středoevropských ekonomik již můžeme očekávat jen několik málo domácích událostí, které mohou ovlivnit devizové či dluhopisové trhy v regionu. Mezi tyto údaje budou nepochybně patřit jak maďarská, resp. česká inflační čísla z listopadu, tak v menší míře výsledky obchodní bilance z obou zemí za říjen. Zatímco v případě obchodních bilancí, lze očekávat další velmi vysoké přebytky, které by měly fundamentálně podpořit současné zisky forintů a (částečně i) koruny, u inflace tomu může být na první pohled poněkud jinak, avšak v konečném výsledku mohou inflační data obě měny rovněž podpořit. Česká inflace by totiž mohla překvapit poněkud vyšší hodnotou, což by mohlo trh přesvědčit o tom, že ČNB nebude uvažovat o dalším poklesu sazeb (což by nakonec následně mohlo podpořit i korunu). Naopak nižší inflační hodnota v Maďarsku by mohla zvýšit sázky na další redukci základní sazby MNB a podpořit tak zájem o maďarské vládní dluhopisy a v podstatě i zájem o forint.

## ČR: Deficit státního rozpočtu nabírá spád

Petr Dufek

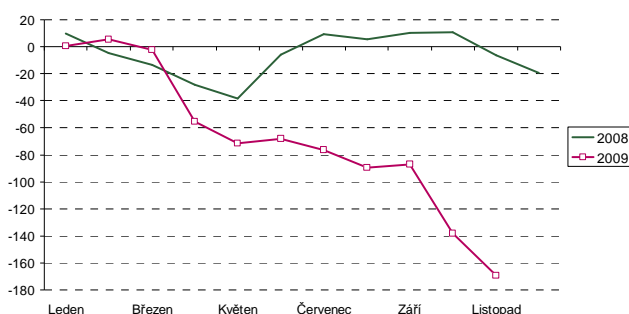
**Schodek státního rozpočtu  
zdolává jeden rekord za  
druhým.**

Za prvních jedenáct měsíců letošního roku stát hospodařil se schodkem 169,4 mld. korun. Jen pro zajímavost, loni dosahoval deficit státních financí v této době jen 6,5 mld. Schodek rozpočtu je prozatím nejvyšší v historii ČR, a to jej de facto navíc vylepšují rozpuštěné rezervy, které přesahují 30 mld. Deficit bez rezerv už tak nyní atakoval hranici 200 mld. korun. Na jedné straně stojí za rostoucím schodkem financí státu výpadek daní v důsledku recese ekonomiky, který výrazně snižuje příjmovou stranu rozpočtu (-7,8 %), a na straně druhé rostoucí výdaje, které jsou v meziročním srovnání vyšší o téměř 9,5 %. Výpadek postihuje všechny velké daně, zejména daň z příjmu právnických osob, pojistné a daň z příjmu fyzických osob. Výdaje sice rovněž ve srovnání s plánem zaostávají, avšak zdaleka ne tak jako příjmy. Navíc některé výdaje (úroky státního dluhu, podpora v nezaměstnanosti) dokonce už nyní překračují letošní plán. Ani v posledním měsíci roku nelze čekat, že by se hospodaření státu mohlo vylepšit. Rozpočtový schodek tak dále vzroste a posune historický rekord ještě mnohem dále.

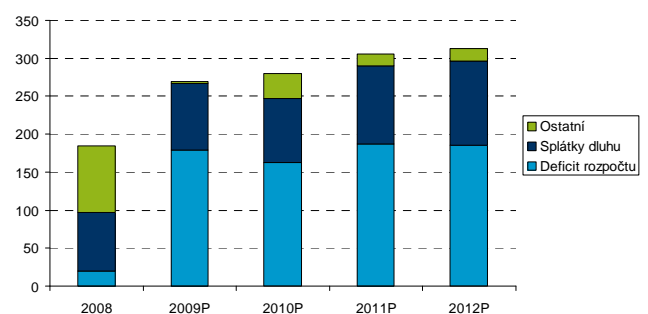
**V příštím roce si stát chce  
vypůjčit zhruba tolik peněz,  
co letos.**

V tuto chvíli je však už mnohem zajímavější projednávání státního rozpočtu na rok 2010, které může vést k přesunům jednotlivých položek (dokonce i těch mandatorních) s tím, že by navrhovaný deficit měl zůstat teoreticky beze změny. Bude ovšem záležet na tom, jak přesně bude příjmová i výdajová strana rozpočtu schválena, aby bylo možné získat přesnější pohled na deficit rozpočtu pro příští rok i na zdroje, kterými jej stát bude muset financovat. V tuto chvíli je už k dispozici „Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2010“, podle které si stát v příštím roce vypůjčí jen o něco málo vyšší částku než letos. Ministerstvo financí předpokládá, že bude potřebovat získat z finančních trhů 280 mld. korun (letos 278,8 mld.), přičemž 84,1 mld. budou představovat splátky maturujících dluhopisů. Největší a zároveň nejméně jistou bude opět částka potřebná na krytí deficitu státního rozpočtu, který by měl dosáhnout 163 mld. korun. Z uvedených 280 mld. získá 12,7 mld. od Evropské investiční banky, zbývající větší část na domácím (102,3-292,3 mld.) a zahraničním trhu (0-140 mld.). Nadále platí dvacetiprocentní limitní hranice krátkodobého dluhu na celkovém dluhu a pásmo pro průměrnou dobu do splatnosti dluhu ponechává na 5,5-7 letech. Je zřejmé, že pokud nebude chtít stát příliš vytlačit výnosy dluhopisů na domácím trhu, bude se muset pro peníze opět vrátit na zahraniční trhy, čímž však ještě více vzroste jeho závislost na náladě zahraničních finančních investorů. Nejde přitom o krátkodobou záležitost, jak už napovídají plány výpůjček na roky 2011 a 2012, kdy se potřeba státu získat peníze z finančních trhů zvýší za hranici 300, respektive 310 mld. korun.

**Vývoj schodku státního rozpočtu**  
(od začátku roku, mld. CZK)



**Výhled výpůjčních potřeb státu**  
(mld. CZK, Zdroj: MFČR)

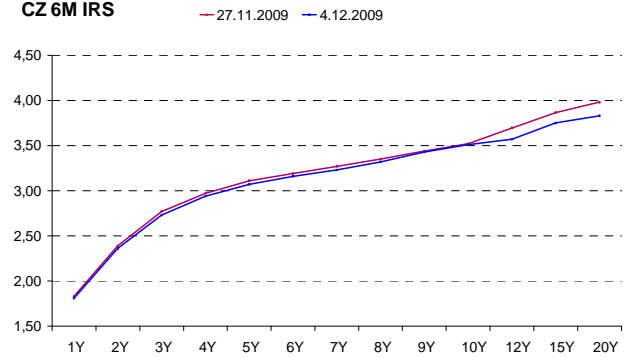


## Přehled trhů

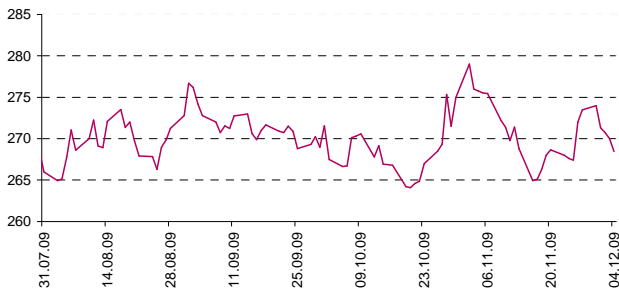
**EURCZK**



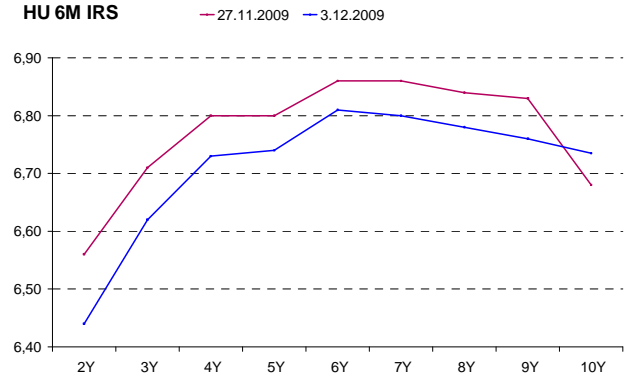
**CZ 6M IRS**



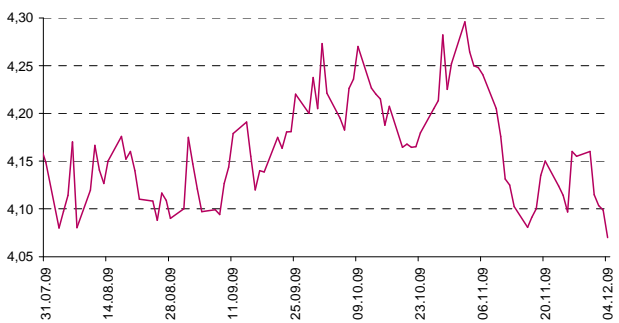
**EURHUF**



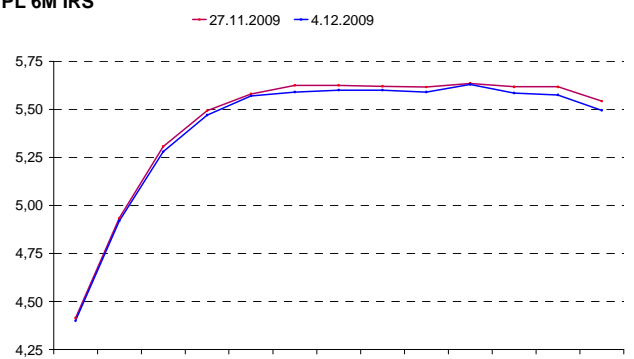
**HU 6M IRS**



**EURPLN**



**PL 6M IRS**



## Klíčové očekávané události

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

	X.09	IX.09	X.08
Saldo	6,0	17,8	-5,2
kumulativ. od ledna	123,7	117,7	77,4
Export (% y/y)	-5,0	-13,9	-10,2
Import (% y/y)	-9,9	-18,0	-4,9

### ST 9:00, CZ Inlace (% m/m)

	XI.09	X.09	XI.08
Inlace	0,1	-0,2	-0,5
Potraviny	0,0	-0,4	-0,9
Bydlení a energie	0,1	-0,2	0,1

### PA 9:00, CZ HDP (%)

	Q3-09	Q2-09	Q3-08
HDP	-4,1	-4,7	2,3
Investice	0,8	0,3	0,2

### ÚT 9:00, HU Inlace (% y/y)

	XI.09	X.08	XI.08
Inlace	4,6	4,7	4,2

### PÁ 10:00, CZ Běžný účet (mld. CZK)

	X.09	IX.09	X.08
Běžný účet	-11,0	-3,7	-22,4
kumul. od ledna	-32,0	-21,0	-78,1
Obchodní bilance	8,3	20,1	-1,3
kumul. od ledna	146,8	138,5	108,7

## CZ: Obchodní bilance opět v přebytku

Na rozdíl od loňského roku zahraniční obchod letos v říjnu s největší pravděpodobností skončil v černých číslech. Největší zásluhu na tom měly, podle našeho názoru, levnější suroviny i celkově jejich nižší dovoz ve srovnání s loňským rokem. Jak už naznačily první výsledky průmyslu, tak se výrazně zpomaluje i dřívější propad vývozu průmyslových podniků. Odhadovaný přebytek obchodu za letošní rok zvyšujeme na rekordních 120 mld. korun.

## CZ: Návrat inflace

Růst spotřebitelských cen v listopadu ovlivnilo především zdražení pohonných hmot, které bylo částečně kompenzováno levnějšími zájezdy. Jako obvykle představují největší nejistotu potraviny, jejichž ceny zůstávají na měsíční bázi jen obtížně předvídatelné. Meziroční inflace se vrací do černých čísel a nejspíše skončí tři až čtyři desetiny procentního bodu nad odhadem centrální banky. Přesto výhled inflace zůstává i nadále příznivý. Silnou roli budou mít nadále deregulace a aktuálně i daňové změny, zatímco poptávkové inflační tlaky zůstanou stále silně utlumené.

## CZ: Pokles ekonomiky zmírňuje

Statistický úřad zveřejní další odhad vývoje HDP za třetí čtvrtletí a současně i jeho strukturu. Toto číslo se sice může lišit od předběžného odhadu zveřejněného 13. listopadu (-4,1 % y/y), avšak nepředpokládáme, že půjde o zásadní rozdíl. Podstatnější bude pohled na vývoj investic a spotřeby, která sice podle úvodní informace měla tendenci ještě růst, nicméně její potenciál se vzhledem k vývoji na trhu práce už velmi silně vyčerpává.

## HU: Celková inflace pokračuje v sestupu

Velmi slabá domácí poptávka a silný forint by měly dále tlumit inflační tlaky, a to navzdory růstu cen pohonných hmot.

## CZ: Běžný účet v mírném deficitu

Schodek běžného účtu platební bilance v říjnu nejspíše dosáhl podstatně nižší úrovně, než tomu bylo ve stejném období loňského roku. Bylo to podle našeho názoru hlavně zásluhou solidního přebytku obchodní bilance a nižšího schodku v bilanci výnosů. Celkově je letošní vývoj běžného účtu mnohem příznivější než loni a jeho deficit se tentokrát může snížit až na 2,3 % HDP z předchozích 3,1 %.

## Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
<b>ČR</b>	<b>7.12.2009</b>	<b>09:00</b>	<b>Obchodní bilance (mld. CZK)</b>	<b>10/2009</b>	<b>6,0</b>		<b>8,6</b>		<b>17,8</b>	
Německo	7.12.2009	12:00	Tovární zakázky (%)	10/2009			0,5	-6,4	0,9	-13,1
Maďarsko	7.12.2009	17:00	Rozpočtové saldo (mld. HUF)	11/2009	-1 050,0				-1 047,7	
SR	8.12.2009	09:00	Průmyslová výroba (%)	10/2009						-5,2
SR	8.12.2009	09:00	Stavební výroba (%)	10/2009						-16,9
Maďarsko	8.12.2009	09:00	Průmyslová výroba (%)	10/2009 *P	1,0	-13,4			-3,7	-15,0
ČR	8.12.2009	10:00	Běžný účet (mld. CZK)	3Q/2009					-1 086,2	
Německo	8.12.2009	12:00	Průmyslová výroba (%)	10/2009			1,0	-10,2	2,7	-12,9
Německo	9.12.2009	08:00	Obchodní bilance (mld. EUR)	10/2009			10,7		10,6	
Německo	9.12.2009	08:00	Běžný účet (mld. EUR)	10/2009			9,3		9,4	
Německo	9.12.2009	08:00	Harmonizovaná inflace (%)	11/2009 *F			-0,1	0,4	-0,1	0,4
Německo	9.12.2009	08:00	Inflace (%)	11/2009 *F			-0,2	0,3	-0,2	0,3
ČR	9.12.2009	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	11/2009	8,6		8,6		8,5	
<b>ČR</b>	<b>9.12.2009</b>	<b>09:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>11/2009</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>
<b>ČR</b>	<b>9.12.2009</b>	<b>09:00</b>	<b>HDP (%)</b>	<b>3Q/2009 *F</b>		<b>-4,1</b>				<b>-4,7</b>
Maďarsko	9.12.2009	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	10/2009 *P					477,1	
<b>Maďarsko</b>	<b>9.12.2009</b>	<b>09:00</b>	<b>HDP (%)</b>	<b>3Q/2009 *F</b>		<b>-7,2</b>				<b>-7,2</b>
SR	9.12.2009	09:00	Mzdy (%)	10/2009						1,1
USA	10.12.2009	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	28.11.					5 465	
USA	10.12.2009	14:30	Obchodní bilance (mld. USD)	10/2009			-37,1		-36,5	
USA	10.12.2009	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	5.12.			470		457	
USA	10.12.2009	20:00	Rozpočtové saldo (mld. USD)	11/2009			-135,0		-176,4	
<b>SR</b>	<b>11.12.2009</b>	<b>09:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>11/2009</b>					<b>0,1</b>	<b>0,4</b>
<b>SR</b>	<b>11.12.2009</b>	<b>09:00</b>	<b>Obchodní bilance (mld. EUR)</b>	<b>10/2009</b>					<b>378,4</b>	
<b>Maďarsko</b>	<b>11.12.2009</b>	<b>09:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>11/2009</b>	<b>-0,3</b>	<b>4,6</b>	<b>0,5</b>	<b>5,0</b>	<b>0,0</b>	<b>4,7</b>
ČR	11.12.2009	10:00	Běžný účet (mld. CZK)	10/2009	-11,0		-11,0		-3,7	
Polsko	11.12.2009	14:00	Běžný účet (mil. EUR)	10/2009					-57	
Polsko	11.12.2009	14:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	10/2009					-4	
USA	11.12.2009	14:30	Maloobchodní tržby (%)	11/2009			0,6		1,4	
<b>USA</b>	<b>11.12.2009</b>	<b>14:30</b>	<b>Maloobchodní tržby – bez automobilů (%)</b>	<b>11/2009</b>			<b>0,6</b>		<b>0,2</b>	
USA	11.12.2009	14:30	Index dovozních cen (%)	11/2009			1,2	2,9	0,7	-5,7
USA	11.12.2009	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan	12/2009 *P			68,8		67,4	

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	6,50	6,25	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	1,69	1,80	1,70	1,70	1,80	1,85
Maďarsko	BUBOR	6,42	6,30	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		3,49	3,70	3,70	3,80	3,80	3,90
Maďarsko		6,89	7,00	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	25,3	26,0	24,8	24,8	23,8
Maďarsko	EUR/HUF	268,2	270	270	275	270	270
Polsko	EUR/PLN	4,04	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

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

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

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.