



- **Česká republika**
Česká ekonomika se pozvolna začíná zotavovat 2
- **Česká republika a Maďarsko**
Pohonné hmoty přizívují inflaci v Česku i v Maďarsku 3
- **Výhled na týden**
Vyrazí polská inflace po vzoru té české a maďarské? 6

Řecká nejistota ve střední Evropě

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25,77	0,47%	↗	↗
EUR/PLN	4,139	2,49%	→	↗
EUR/HUF	272,2	1,54%	→	↗
3M PRIBOR	1,72	0,03	↓	↘
3M WIBOR	4,22	0,02	→	→
3M BUBOR	6,41	-0,01	↘	↘
10Y CZK	3,99	-0,01	→	↗
10Y PLN	6,20	0,04	→	↗
10Y HUF	7,25	0,06	↘	↗
3M EURIBOR	0,70	0,01	→	↗
10Y EMU	3,21	-0,04	↗	↗

Poslední hodnoty z Pátku 16 : 30

V Řecku pomalu začíná jít do tuhého. Země má po deseti letech rating začínající písmenem B – před krizí by ECB musela přestat akceptovat řecké dluhopisy. To by byla pro ekonomiku, která příští rok musí na trhu prodat dluhopisy skoro za 50 mld. EUR (20 % HDP) pohroma. Po Dubaji se tak jedná o další varování globálním investorům, že kreditní riziko z trhů rozhodně zcela nezmizelo. Pouze postupně mění podobu a přesouvá se z bilancí finančních institucí na úroveň vlád.

Ve střední Evropě může mít tato skutečnost dva zásadní důsledky. Vyšší globální averze k riziku obecně nikdy nepřála regionální náladě. Pokud se tedy ukáže na začátku příštího roku, že Řekové nebo Ukrajinci mají problém s dalším půjčováním na trzích, všechny středoevropské měny se mohou dostat pod silný prodejní tlak a kreditní prémie na středoevropské dluhopisy se budou rozšiřovat.

Druhým důsledkem by mělo být větší rozlišování i v rámci středoevropského regionu. Na rozdíl od výprodejů rizikových aktiv na začátku roku 2009, by dnes investoři mohli více rozlišovat i v rámci regionu. Jednoznačně nejnižší nároky na zahraniční financování má česká ekonomika, a proto by koruna i český vládní dluhopis měly v případě výprodejů svým výkonem překonávat sousedy. Na druhé straně ale může být zůstřená pozornost věnována i přípravě a plnění rozpočtu v roce 2010 – zde může být naopak napřed problematické Maďarsko, které je nuceno šetřit pod přísným dohledem Mezinárodního měnového fondu. I díky tomu se mu bolestně, ale rychle, daří snižovat problém dvojího deficitu – rozpočtu a běžného účtu.

Česká ekonomika se pozvolna začíná zotavovat

Petr Dufek

Ekonomika má za sebou dvě čtvrtletí mírného růstu.

Razantní útlum prožívají investice. Propad postihuje především průmysl.

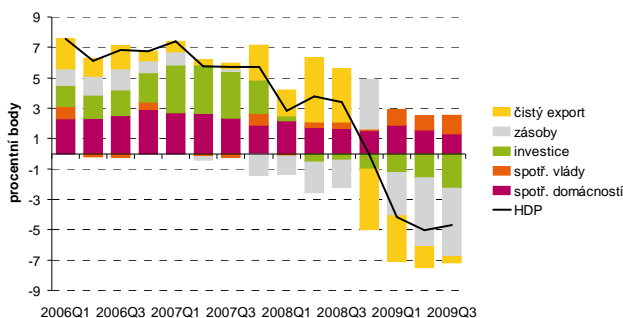
Rok 2010 bude zřejmě ve znamení jen velmi slabého a křehkého oživení.

České hospodářství ve třetím kvartále letošního roku vzrostlo, podle údajů statistického úřadu, mezičtvrtletně o 0,8 %. V meziročním vyjádření však ještě stále padá (po sezónním očištění o 4,1 %, bez očištění o 4,7 %), i když tento propad už začíná výrazně zpomalovat.

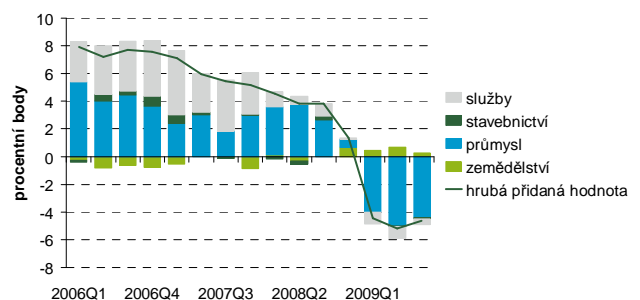
Oproti předchozímu čtvrtletí tentokrát poklesla spotřeba domácností, což jen odráží negativní vývoj na českém trhu práce. S rostoucí nezaměstnaností a zamrzlými mzdami začínají spotřebitelé více omezovat své výdaje a nejinak tomu bude i v dalším období. Šetří však i firmy, které krátí své investice (mezikvartálně o 1,7 %, meziročně o 9,5 %). Reagují tak na slabší poptávku po své produkci, která jim už rok nedovoluje využívat stávající výrobní kapacity, natož ještě aby investovaly do nových. Zvláště silný je propad investic do strojů (-22,1 %) a dopravních prostředků (19,6 %). Silnější byl tentokrát vývoz, který těžil z prorůstových – leč jen dočasných – opatření přijatých v západní Evropě. Na nabídkové straně ekonomiky se toho v letošním roce příliš nemění. Zpracovatelský průmysl nadále vykazuje dramatický propad přidané hodnoty (-11,6 %), který předčí pouze těžební průmysl (-20 %) a energetika (-35,8 %). Růst produkce vykazuje pouze zemědělství a jen některé služby.

Nejnovější čísla jasně potvrzují, že ekonomika už svého dna dosáhla a mírně se od něj začíná odrážet. Přesto nelze čekat, že by se vracela na dráhu dřívějšího silného růstu. Domácí poptávka zůstává a nadále s největší pravděpodobností zůstane v útlumu, zahraniční se zatím jen velmi decentně a nejistě probouzí. Pro letošní rok předpokládáme propad HDP ve výši 4,5 %. V roce 2010 by již ekonomika mohla vykázat růst, i když zatím jen spíše symbolický (1 %). Spotřebu domácností bude i nadále limitovat rostoucí nezaměstnanost a nejspíše i nižší reálné mzdy. Investice zůstanou i nadále v útlumu z titulu silného omezování investičních aktivit průmyslových a developerských firem. Na rozdíl od letošního roku by mohlo dojít ke zvýšení zásob a mírnému nárůstu exportu. Celkově však stále zůstává ve hře oživení v podobě písmene W a nadále přetrvává zvýšená nejistota v celé ekonomice.

Příspěvek poptávky k růstu HDP
(sezónně neočištěná data)



Příspěvek odvětví k růstu hrubé přidané hodnoty
(sezónně neočištěná data)



Pohonné hmoty přizívají inflaci v Česku i v Maďarsku

Petr Dufek, Jan Čermák

Listopadová meziroční inflace vyskočila na 0,5 %, tedy čtyři desetiny nad prognózu ČNB.

Spotřebitelské ceny v obchodech v listopadu zamířily podle očekávání mírně vzhůru. Meziměsíčně (+0,2 %) mírně podražily především potraviny a pohonné hmoty. V meziročním vyjádření se inflace dostává z předchozích -0,2 % na 0,5 %. Tento skok je dán především bazickým efektem, tzn. srovnávací základnou z předchozího roku. Jinak i nadále platí, že spotřebitelé se mohou těšit ve srovnání s loňským listopadem z levnějších potravin (4,9 %), oblečení a obuvi, nižších plateb za zdraví a rekreace. Naproti tomu dražší jsou ve srovnání s loňským listopadem cigarety a samozřejmě především bydlení, jehož náklady táhnou vzhůru především regulované nájem.

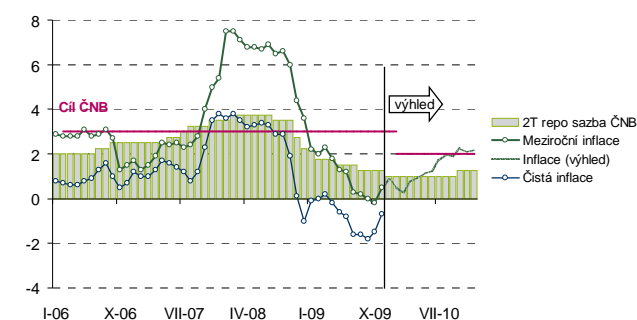
I když se inflace už probudila a zamířila mírně vzhůru, zůstává česká ekonomika i nadále nízkoinflační. Nehrozí přitom, že by tomu nemohlo být i nadále. V prosinci sice spotřebitelské ceny nejspíše ještě poskočí vzhůru, nicméně inflace zůstane i nadále pod jedním procentem. Důvodem je kromě jiného i nízká ochota spotřebitelů utrácet, která limituje obchodníky ve zdražování. Od ledna se dá čekat další zvýšení regulovaných nájmů a DPH, které inflaci bude v průběhu roku tlačit vzhůru. Přesto by po většinu roku neměla mít centrální banka problém s plněním svého inflačního cíle. Aktuální inflace bude jedním z nejvýznamnějších čísel, která mohou ovlivnit rozhodování centrální banky v příštím týdnu, zvláště když odchylka inflace od prognózované hodnoty ČNB se opět zvýšila.

Navzdory překvapivému nárůstu inflace v Maďarsku, MNB i na posledním zasedání v roce sníží základní sazbu.

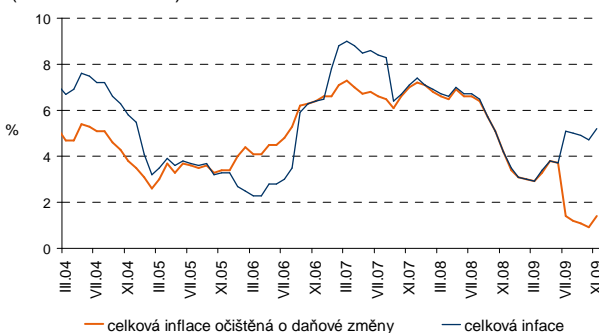
Po čtyřech překvapivých poklesech meziroční inflace v Maďarsku přišel v listopadu nečekaný nárůst. Celková meziměsíční inflace vzrostla o 0,3 %, přičemž očistíme-li růst o daňové změny, byl měsíční nárůst cen shodný (v meziročním srovnání pak takto očištěná inflace činila jen 1,4 %). Dodejme, že neočekávaný růst byl stejně jako v České republice vyvolán především růstem cen pohonných hmot (3,9 % m/m) a také do značné míry sezónním vývojem potravin.

Ač byl růst inflace vyšší než trh předpokládal, pohled maďarské centrální banky na maďarskou ekonomiku nebude třeba zásadně měnit. To konec konců potvrdil v následném komentáři i prezident MNB Simor, který uvedl, že o tempu, jakým bude banka dále snižovat úrokové sazby, rozhodne apetit po riziku na globálních a domácích trzích. Vzhledem k tomu, že ten zůstává navzdory nejistotě ohledně dunajských či řeckých dluhů na poměrně vysoké úrovni, dá se předpokládat, že MNB na svém posledním zasedání v roce opět sníží svoji hlavní sazbu.

Meziroční inflace vs. úrokové sazby (%)

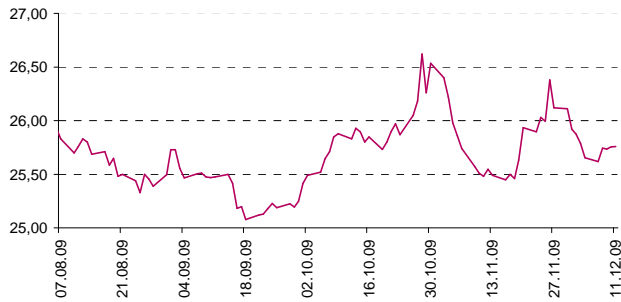


Maďarská inflace (meziměsíční změna)

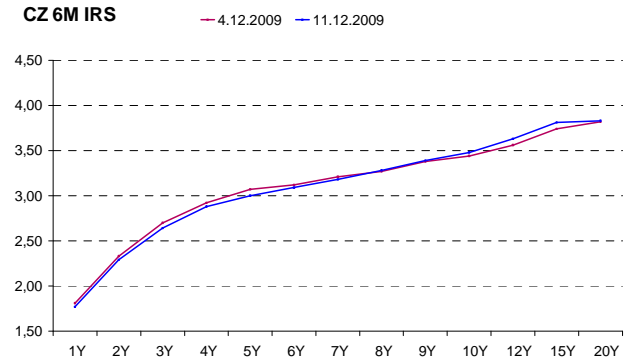


Přehled trhů

EURCZK



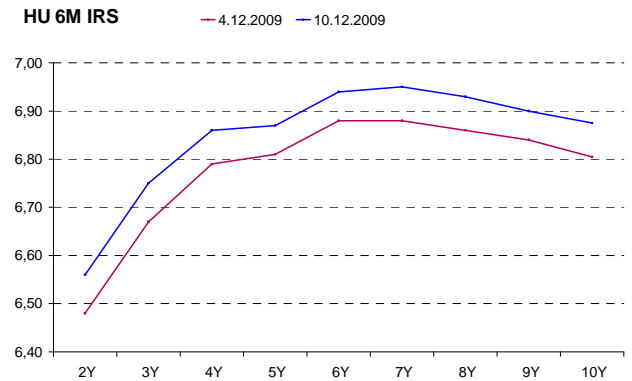
CZ 6M IRS



EURHUF



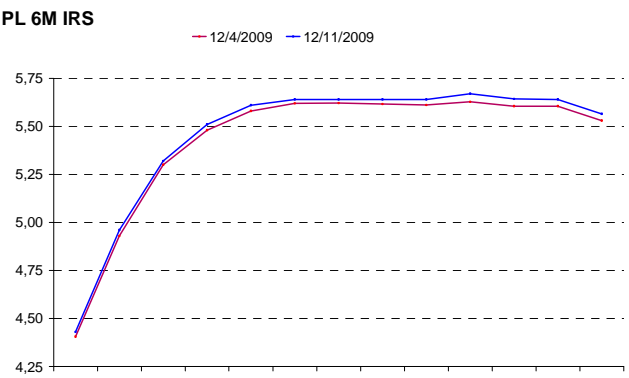
HU 6M IRS



EURPLN



PL 6M IRS



Klíčové očekávané události

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

	X.09	IX.09	X.08
Tržby	-5,0	-7,6	-1,5

ČR: Maloobchod opět v mínusu

Tržby maloobchodu nejspíše i v říjnu pokračovaly v poklesu. Šlo by už o třináctý propad v řadě, za nímž je i nadále nejen pokles prodeje automobilů, ale i dalšího spotřebního zboží. S rostoucí nezaměstnaností, utlumenými mzdami a celkově vysokou nejistotou v ekonomice stále klesá ochota spotřebitelů utrácet. Není přitom důvod, aby tomu tak nebylo i v dalších měsících.

ST (16.12.) cca 12:00, CZ Zasedání ČNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	1,00	8/2009
změna v p. bodech	-25	-25

ČR: Sazby ČNB mají šanci na pokles

Poslední letošní rozhodování o úrokových sazbách centrální banky bude jedním z nejnapínavějších v tomto roce. Už na předchozím zasedání se pro snížení sazeb vyslovili tři členové bankovní rady, a tak chyběl pouze jeden hlas, aby se tak stalo. Za poslední měsíc a půl se sice příliš mnoho podstatného v ekonomice neodehrálo, aby se pohled na její vývoj změnil, přesto pravděpodobnost snížení sazeb narostla. Inflace sice míří pozvolna vzhůru, ale jde o důsledek faktorů, které leží absolutně mimo vliv centrální banky. Inflace tak je a nadále zůstane asi tím nejposlednějším problémem české ekonomiky.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	14.12.2009	09:00	Stavební výroba (%)	10/2009						3,6
ČR	14.12.2009	09:00	Průmyslová výroba (%)	10/2009 *F		-8,0				-7,3
SR	14.12.2009	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	11/2009					12,4	
ČR	14.12.2009	09:00	Maloobchodní tržby (%)	10/2009		-5,0		-4,6		-7,6
EMU	14.12.2009	11:00	Průmyslová výroba (%)	10/2009			-0,7	-10,8	0,3	-12,9
Polsko	14.12.2009	14:00	Peněžní zásoba M3 (%)	11/2009				-1,0		2,8
Maďarsko	15.12.2009	09:00	Průmyslová výroba (%)	10/2009 *F					1,8	-10,8
ČR	15.12.2009	09:00	Výrobní ceny (%)	11/2009	0,0	-2,8	0,0	-2,8	-0,2	-4,6
Německo	15.12.2009	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)	12/2009					50,0	51,1
Německo	15.12.2009	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)	12/2009				-60,0		-65,6
Polsko	15.12.2009	14:00	Inflace (%)	11/2009				0,4	3,4	0,1
USA	15.12.2009	14:30	Podnikatelská nálada ve státě N.Y.	12/2009					25,00	23,51
USA	15.12.2009	14:30	Výrobní ceny (%)	11/2009				0,8	1,8	0,3
USA	15.12.2009	14:30	Jádrový index cen v průmyslu (%)	11/2009				0,2	0,9	-0,6
Polsko	15.12.2009	15:00	Rozpočtové saldo (mil. PLN)	11/2009						-2 570,7
USA	15.12.2009	15:15	Průmyslová výroba (%)	11/2009				0,5		0,1
USA	15.12.2009	19:00	Index stavitelů rodinných domů	12/2009				18		17
Maďarsko	16.12.2009	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	11/2009				10,6		10,4
Maďarsko	16.12.2009	09:00	Mzdy (%)	10/2009		0,5		0,7		0,7
SR	16.12.2009	09:00	Harmonizovaná inflace (%)	11/2009					0,2	-0,1
EMU	16.12.2009	11:00	Inflace (%)	11/2009				0,2	0,6	0,2
EMU	16.12.2009	11:00	Jádrová inflace (%)	11/2009				1,2		1,2
ČR	16.12.2009	12:30	Zasedání ČNB (%)	12/2009	1,00			1,25		1,25
Polsko	16.12.2009	14:00	Mzdy (%)	11/2009				3,4	2,9	0,9
USA	16.12.2009	14:30	Udělená stavební povolení	11/2009				570		552
USA	16.12.2009	14:30	Inflace (%)	11/2009				0,4	1,8	0,3
USA	16.12.2009	14:30	Jádrová inflace (%)	11/2009				0,1	1,8	0,2
USA	16.12.2009	14:30	Běžný účet (mld. USD)	3Q/2009				-106,0		-98,8
USA	16.12.2009	14:30	Zahájení staveb nových domů	11/2009				575		529
USA	16.12.2009	20:15	Zasedání FOMC (%)	12/2009				0,25		0,25

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Polsko	17.12.2009	14:00	Průmyslová výroba (%)	11/2009			-5,6	6,8	1,9	-1,2
Polsko	17.12.2009	14:00	Ceny v průmyslu (%)	11/2009			0,1	2,4	0,3	2,0
USA	17.12.2009	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	5.12.					5 157	
USA	17.12.2009	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	12.12.			469		474	
USA	17.12.2009	16:00	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu	12/2009			16,0		16,7	
USA	17.12.2009	16:00	Předstihové ukazatele	11/2009			0,7		0,3	
Německo	18.12.2009	08:00	Ceny v průmyslu (%)	11/2009			0,1	-5,9	0,0	-7,6
Německo	18.12.2009	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo	12/2009			94,5		93,9	
Německo	18.12.2009	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)	12/2009			90,0		89,1	
Německo	18.12.2009	10:00	Index Ifo (očekávání)	12/2009			98,7		98,9	
EMU	18.12.2009	10:00	Běžný účet (mld. EUR)	10/2009					-5,4	
EMU	18.12.2009	11:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	10/2009			5,8		3,7	

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	1,00	1,00	1,00	1,00	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	1,72	1,55	1,50	1,55	1,65	1,75
Maďarsko	BUBOR	6,41	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		3,52	3,48	3,50	3,70	3,85	3,98
Maďarsko		7,00	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	25,8	25,3	26,0	24,8	24,8	23,8
Maďarsko	EUR/HUF	272,2	270	270	275	270	270
Polsko	EUR/PLN	4,14	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		-4,1	-3,0	1,2	1,0	0,3	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	0,9	0,8	1,2	1,9	2,2
Maďarsko		3,7	5,0	4,5	3,8	3,8	3,5

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

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

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

	2008	2009
Česko	-2,1	-6,5
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.