



## ● Česká republika

Emise eurových dluhopisů na obzoru

2

## ● Výhled na týden

Inflace na dosah cíle ČNB

4

## Podmínky financování státního dluhu v regionu jsou příznivé

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24,68	-0,36%	→	→
EUR/PLN	3,937	-1,08%	→	→
EUR/HUF	283,3	-0,45%	→	↗
<b>3M PRIBOR</b>	1,24	0,00	→	→
<b>3M WIBOR</b>	3,81	0,00	→	↗
<b>3M BUBOR</b>	5,36	0,03	↗	↗
<b>10Y CZK</b>	3,23	-0,01	↗	→
<b>10Y PLN</b>	5,58	0,19	↗	↗
<b>10Y HUF</b>	7,22	0,02	↗	↗
<b>3M EURIBOR</b>	0,89	-0,01	↗	→
<b>10Y EMU</b>	2,35	0,23	→	↗

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Vlády ve střední Evropě v současné době dokončují návrhy státních rozpočtů na rok 2011 a s nimi se rýsují i plány na způsob, jakým budou pokryty deficity státních rozpočtů a dluhopisy splatné v příštím roce. Fakticky se tak připravují emisní strategie na příští rok – ty pak mohou mít dva společné rysy.

Za prvé, úrokové náklady na financování podle všeho dále poklesnou, neboť nominální úrokové sazby se drží ve všech zemích regionu při historických minimech (s výjimkou Polska), takže vlády z tohoto titulu nepochybně ušetří. A ačkoliv centrální banky mohou příští rok v regionu začít s utahováním měnové politiky, fakt, že se tak bude dít v podmínkách pokračujícího oživení, by měl vést k tomu, že rizikové marže u dotyčných vládních dluhopisů mohou dále klesat, takže dopad přísnější měnové politiky nemusí být nijak dramatický.

Za druhé, ještě dále vylepšené podmínky pro financování vládního dluhu by pak měly vést příslušné vlády k tomu, že by měly v co největší míře využít velmi příhodných podmínek na domácím trhu a tudíž se snažit co nejvíce prodloužit duraci státního dluhu (než se v budoucnu přísnější měnová politika projeví ve vyšších výnosech). Zdali tomu tak skutečně bude, to teprve uvidíme, ale bylo by to více než logické.

## Emise eurových dluhopisů na obzoru

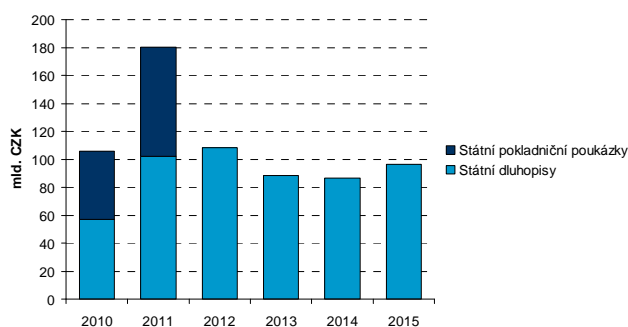
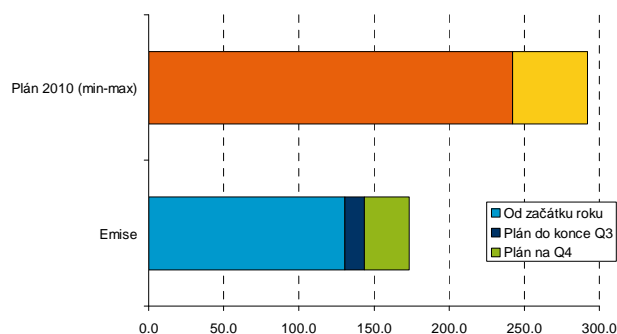
Zdenek Šafka

Podle původního vládního programu financování státních potřeb pro rok 2010 by měl letošní deficit končit na úrovni 163 mld. Kč. K tomu je třeba přičíst kolem 94 mld. Kč určených na splátky maturujících dluhopisů a zpětné odkupy a výměny dluhopisů. Pro tvorbu rezerv a dalších operací je určeno dalších 23,2 mld. Kč. Celkem tedy plán počítal s hrubou spotřebou vlády 280 mld. Kč. Dosavadní vývoj deficitu státního rozpočtu pak naznačuje, že celoroční spotřeba by mohla zhruba odpovídat původnímu plánu.

Začátkem září ministerstvo financí zveřejnilo plán emisí dluhopisů a pokladničních poukázek na poslední čtvrtletí 2010. Podle tohoto plánu bude v pěti aukcích emitováno státních dluhopisů za 30 mld. Kč. Kromě dluhopisů budou emitovány také pokladniční poukázky za 25 mld. Kč.

Emisní plán ale vyvolává další otázky. K dosud emitovaným dluhopisům za 129 mld. Kč (do 1.9.2010 včetně) by se mělo přidat již zmíněných 30 mld. Kč v 4q10 a dalších 15 mld. Kč z emisí plánovaných do konce září. K tomu je třeba připočíst pro poslední čtvrtletí za 25 mld. Kč pokladničních poukázek plus dalších poukázek za 23 mld. Kč do konce měsíce září. Dalších 12,7 mld. Kč pak získá stát z úvěru od EIB. I když bude konec roku živý, určitý objem pokladničních poukázek stěží pokryje 280 mld. Kč plánovaných hrubých letošních vládních půjček. A tady by proto mohl být prostor pro případnou emisi dluhopisů denominovaných v zahraniční měně.

Ministerstvo financí nakonec také potvrdilo, že o emisi v zahraniční měně uvažuje. Protože ministr financí nedávno vyloučil emisi v dolarech, yenech či švýcarských francích, bude se zřejmě jednat o eurové papíry a to podle ministerstva v objemu přes 1 mld. €. Žádné další podrobnosti ale nebyly dosud zveřejněny.

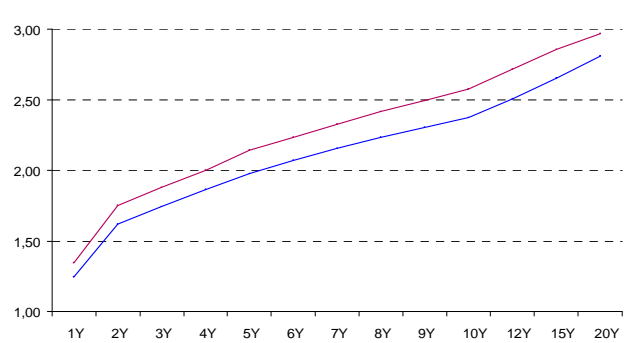
**Výše aktuálního splatného dluhu státu**

**Emise státních dluhopisů v roce 2010 vs. plán**


## Přehled trhů

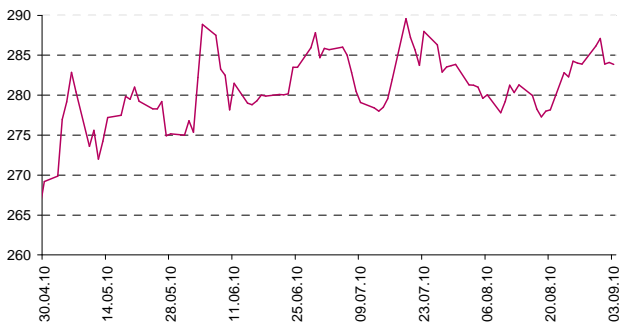
EURCZK



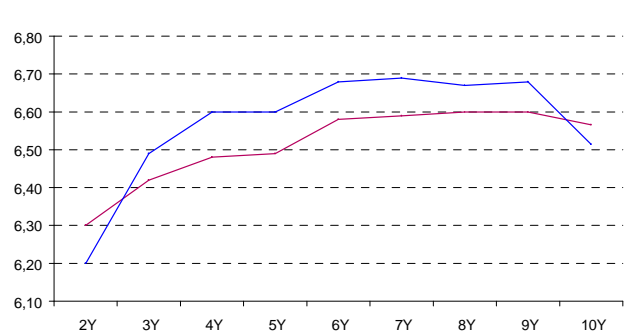
CZ 6M IRS



EURHUF



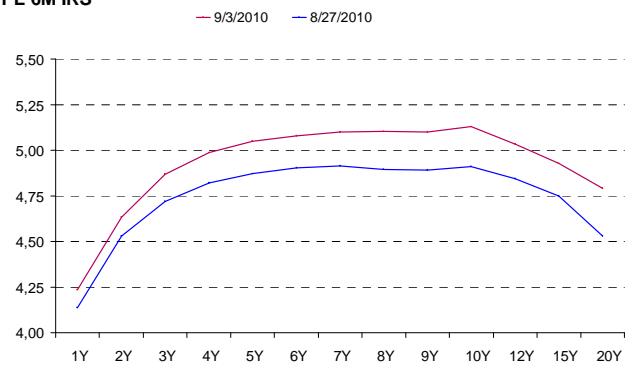
HU 6M IRS



EURPLN



PL 6M IRS



## Klíčové očekávané události

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

	Q2-10	Q1-10	Q2-09
HDP (y/y)	<b>2,2</b>	1,1	-4,7
HDP (q/q)	<b>0,8</b>	0,5	-0,5

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

	VII.10	VI.10	VII.09
Saldo	<b>7,5</b>	10,4	11,4
kumulativ. od ledna	<b>90,7</b>	83,2	91,2
Export (% y/y)	<b>13,0</b>	19,7	-17,1
Import (% y/y)	<b>16,4</b>	28,0	-20,0

### PO 9:00, CZ Průmyslová výroba (% y/y)

	VII.10	VI.10	VII.09
Měsíčně	<b>7,5</b>	9,7	-17,8
kumul. od ledna	<b>9,6</b>	9,9	-18,8

### ČT 9:00, CZ Inflace (% m/m)

	VIII.10	VII.10	VIII.09
Inflace	<b>-0,1</b>	0,3	-0,2
Potraviny	<b>-1,0</b>	0,1	-1,1
Bydlení a energie	<b>0,1</b>	0,5	0,1

## ČR: Průmysl zpomalil nižší počet dnů

Červencový výsledek průmyslu bude ve srovnání s předchozími čísly slabší, avšak jen díky o dva dny nižšímu počtu pracovních dnů, který sám o sobě umaže z tempa zhruba čtyři procentní body. Proto i výsledek nad sedmi procenty můžeme považovat za velmi dobrý. Předpokládáme, že největší vliv na průmysl měl v červenci opět automobilový průmysl, výroba kovů, elektrotechniky i strojírenství. Příspěvek ostatních oborů bude podstatně slabší a v některých případech i záporný. Jádro průmyslu i nadále těží z rostoucích zahraničních zakázek, které jsou jedním z nejdůležitějších indikátorů dalšího vývoje tohoto pro českou ekonomiku dominantního odvětví.

## ČR: Suroviny snižují přebytek obchodu

Podobně jako v předchozích měsících se ve výsledku zahraničního obchodu odrážejí vyšší ceny základních surovin zvyšujících hodnotu dovozu do ČR. Za vyššími importy je rovněž rostoucí exportní výkonnost tuzemského elektrotechnického průmyslu, který ke své produkci využívá součástky dovážené z Asie. Naproti tomu stagnující domácí poptávka nijak výrazně na dovozy netlačí. Za celý letošní rok předpokládáme přebytek zahraničního obchodu zhruba okolo 150 mld. korun. Je to sice o něco méně než v roce předchozím, nicméně loni výraznou měrou přebytek obchodu ovlivnily levně importované suroviny.

## ČR: Ekonomický růst nad dvojkou

Nový odhad HDP za druhé čtvrtletí by se od toho prvního (flashového) neměl výrazněji odlišovat. Podstatná tak bude především struktura růstu, respektive trend jednotlivých komponent HDP na poptávkové i nabídkové straně. Asi nelze pochybovat, že za růstem stojí především průmysl. Na poptávkové straně export a zásoby. Velkou neznámou je spotřeba a investice. Nové číslo by nemělo zamíchat ani s odhadem letošního celoročního růstu ekonomiky, který nyní předpokládáme okolo 1,7 %.

## ČR: Inflace na cíli ČNB

V srpnu nejspíše došlo ve srovnání s červencem k mírnému poklesu hladiny spotřebitelských cen. A to především díky tradičnímu zlevnění některých potravin a sezónním výprodejům obuvi a oblečení. Levnější byly tentokrát i pohonné hmoty. Naproti tomu s vyššími cenami nejspíše přišly cestovní kanceláře u zahraničních rekreací. Nicméně ve srovnání s předchozími léty by mělo jít jen o mírné zdražení dovolených. Meziroční inflace se dostává na cílovou úroveň ČNB, nicméně i nadále platí, že za inflací stojí především regulované ceny a daně. O poptávkové inflaci se tak hovořit nedá, a proto je na úvahy o vyšších úrokových sazbách ještě čas. V dalších měsících už inflace zůstane povětšinou nad cílovou úrovní ČNB. A nejinak tomu bude i v příštím roce. Velkou neznámou zůstává zdražení elektřiny v příštím roce, které může zvýšit inflaci až o půl procentního bodu.

## 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>6.9.2010</b>	<b>09:00</b>	<b>Obchodní bilance (mld. CZK)</b>	<b>07/2010</b>	<b>7,0</b>		<b>6,0</b>		<b>10,4</b>	
ČR	6.9.2010	09:00	Maloobchodní tržby (%)	07/2010		-3,8		0,0		6,6
ČR	6.9.2010	09:00	Průmyslová výroba (%)	07/2010		7,5		7,3		9,7
ČR	6.9.2010	09:00	Stavební výroba (%)	07/2010						-4,7
Maďarsko	6.9.2010	17:00	Rozpočtové saldo (mld. HUF)	08/2010						-997,5
Maďarsko	7.9.2010	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	07/2010 *P						563,9
ČR	7.9.2010	10:00	Běžný účet (mld. CZK)	2Q/2010						620,9
Německo	7.9.2010	12:00	Tovární zakázky (%)	07/2010			0,6	20,8	3,2	24,6
Německo	8.9.2010	08:00	Obchodní bilance (mld. EUR)	07/2010			13,0		14,1	
Německo	8.9.2010	08:00	Běžný účet (mld. EUR)	07/2010			11,8		12,9	
<b>ČR</b>	<b>8.9.2010</b>	<b>09:00</b>	<b>HDP (%)</b>	<b>2Q/2010 *F</b>					<b>0,8</b>	<b>2,2</b>
ČR	8.9.2010	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	08/2010	8,8		8,7		8,7	
Maďarsko	8.9.2010	09:00	Průmyslová výroba (%)	07/2010 *P					0,8	12,6
<b>Maďarsko</b>	<b>8.9.2010</b>	<b>09:00</b>	<b>HDP (%)</b>	<b>2Q/2010 *F</b>						<b>1,0</b>
SR	8.9.2010	09:00	Stavební výroba (%)	07/2010						-6,6
SR	8.9.2010	09:00	Průmyslová výroba (%)	07/2010						23,5
Německo	8.9.2010	12:00	Průmyslová výroba (%)	07/2010			1,0	12,5	-0,6	10,9
<b>ČR</b>	<b>8.9.2010</b>	<b>12:00</b>	<b>Aukce st. dluhopisu 2,80%/2013 (mld. CZK)</b>	<b>09/2010</b>			<b>7</b>			
USA	8.9.2010	20:00	Běžová kniha (Fed)	09/2010						
Německo	9.9.2010	08:00	Inflace (%)	08/2010 *F			0,0	1,0	0,0	1,0
Německo	9.9.2010	08:00	Harmonizovaná inflace (%)	08/2010 *F			0,0	0,9	0,0	0,9
SR	9.9.2010	09:00	Mzdy (%)	07/2010						5,9
<b>ČR</b>	<b>9.9.2010</b>	<b>09:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>08/2010</b>	<b>-0,1</b>	<b>2,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,0</b>	<b>0,3</b>	<b>1,9</b>
EMU	9.9.2010	10:00	Měsíční zpráva ECB (ECB)	09/2010						
<b>UK</b>	<b>9.9.2010</b>	<b>13:00</b>	<b>Zasedání BoE (%)</b>	<b>09/2010</b>			<b>0,5</b>		<b>0,5</b>	
USA	9.9.2010	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	28.8.			4 445		4 456	
USA	9.9.2010	14:30	Obchodní bilance (mld. USD)	07/2010			-48,0		-49,9	
USA	9.9.2010	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	4.9.			470		472	
<b>SR</b>	<b>10.9.2010</b>	<b>09:00</b>	<b>Obchodní bilance (mld. EUR)</b>	<b>07/2010</b>						<b>208,2</b>
<b>Maďarsko</b>	<b>10.9.2010</b>	<b>09:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>08/2010</b>					<b>0,1</b>	<b>4,0</b>
Polsko	10.9.2010	14:00	Běžný účet (mil. EUR)	07/2010						-1 004
Polsko	10.9.2010	14:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	07/2010						-287

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	IX.10	XII.10	III.11	VI.11	IX.11	poslední změna	
<b>Česko</b>	2T repo	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	-25 bps	6.5.2010
<b>Maďarsko</b>	2T depo	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	-25 bps	23.2.2010
<b>Polsko</b>	2T inter. sazba	3,50	3,50	3,75	3,75	4,00	4,00	-25 bps	25.6.2009

### Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	IX.10	XII.10	III.11	VI.11	IX.11
<b>Česko</b>	PRIBOR 3M	+1.24	1,20	1,20	1,25	1,40	1,60
<b>Maďarsko</b>	BUBOR 3M	+5.36	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
<b>Polsko</b>	WIBOR 3M	+3.81	3,90	3,90	4,10	4,30	4,30

### Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	IX.10	XII.10	III.11	VI.11	IX.11
<b>Česko</b>	IRS 10 let	+2.6100	2,65	2,85	3,10	3,30	3,35
<b>Maďarsko</b>		+6.615	6,50	6,50	6,25	6,00	6,00
<b>Polsko</b>		+5.0550	4,95	5,00	5,60	5,60	5,80

### Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	IX.10	XII.10	III.11	VI.11	IX.11
<b>Česko</b>	EUR/CZK	+24.671	24,8	24,5	24,6	24,6	24,0
<b>Maďarsko</b>	EUR/HUF	+283.500	280	280	275	275	275
<b>Polsko</b>	EUR/PLN	+3.9395	4,00	3,90	3,60	3,70	3,60

### HDP

		Meziroční změna v %					
		Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011	Q3 2011	Q4 2011
<b>Česko</b>		1,5	1,4	1,7	2,3	2,6	
<b>Maďarsko</b>		0,5	1,0	1,2	1,4	2,0	2,5

### Inflace

		Meziroční změna v %					
		IX.10	XII.10	III.11	VI.11	IX.11	XII.11
<b>Česko</b>		2,1	2,1	2,0	1,9	1,9	
<b>Maďarsko</b>		4,2	3,5	3,4	3,2	2,8	3,2

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.