



- **Česká republika**  
Česká ekonomika zrychlila růst 2
- **Česká republika a Maďarsko**  
Česká i maďarská inflace s lepším výsledkem 3
- **Maďarsko**  
Silný CHF se zakusuje do rozpočtů maďarské populace 4
- **Výhled na týden**  
Polská data v centru pozornosti 6

## Německo táhne střední Evropu méně, než si myslíte

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24,68	-0,36%	→	↗
EUR/PLN	3,939	-1,04%	→	↗
EUR/HUF	284,4	-0,06%	→	↗
3M PRIBOR	1,22	-0,02	→	→
3M WIBOR	3,81	0,00	→	↗
3M BUBOR	5,37	0,04	↗	↗
10Y CZK	3,22	-0,02	→	→
10Y PLN	5,46	0,07	↗	↗
10Y HUF	6,92	-0,28	↗	↗
3M EURIBOR	0,89	-0,01	→	→
10Y EMU	2,39	0,27	→	↘

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Dvě největší ekonomiky ve střední Evropě zrychlily v druhém kvartále tempo růstu. Česko roste meziročně o 2,4% a Polsko o pěkných 3,5%. Kromě nízké srovnávací základny doposud komentáře dobré výkony střední Evropy vysvětlovaly rozjetou německou lokomotivou.

Pohled pod slupku do struktury ale ukazuje něco jiného. Hlavním tahounem růstu v obou zemích je doplňování zásob, které na vrcholu krize v první polovině roku 2009 firmy masivně odbourávaly. Toto doplňování je v mnoha případech spojeno s nutným nárůstem dovozů - především v případě surovinově náročného strojírenství nebo elektroniky. Doplňování zásob tak eliminovalo jinak pěkný rozjezd exportů v obou zemích. Jak v Polsku tak v Česku byl nakonec příspěvek zahraničního obchodu k růstu HDP velice nízký – do půl procentního bodu. Efekt doplňování zásob by se měl nicméně v nejbližších kvartálech vyčerpat a dynamika vývozu začne hrát především pro Českou ekonomiku větší roli.

V obou zemích na druhé straně příjemně překvapila spotřeba domácností. Svoji roli samozřejmě hraje nízká srovnávací základna. Především v případě Česka ale spotřeba rostla nehledě na přetrvávající vysokou nezaměstnanost, se kterou bychom měli žít i v roce 2011. Proto nevěřme, že by spotřeba domácností, nehledě na jejich relativní finanční zdraví, dokázala táhnout střední Evropu dál vpřed nehledě na globální počasí. To se ke konci roku může začít kazit. Německo a jeho hlavní obchodní partneři (Francie, Španělsko, Itálie=25% německých exportů) začnou spořit. A to nám zatím příliš optimistické vyhlídky nedává.

## Česká ekonomika zrychlila růst

Petr Dufek

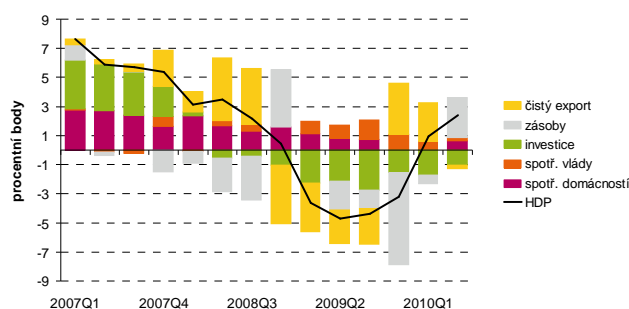
***Ekonomika v posledním čtvrtletí zrychlila na 2,4 % především díky zásobám.***

Ekonomice se ve druhém čtvrtletí dařilo o něco málo lépe, než naznačil bleskový odhad statistického úřadu. Oproti předchozímu čtvrtletí se tak HDP zvýšil o 0,9 %, a rostl tak nejrychleji za posledního dva a půl roku. V meziročním srovnání se tempo ekonomiky zvýšilo z 1,0 % (Q1) na 2,4 %. Když se ovšem na výsledky podíváme trochu blíže, tak příliš nadšení asi nevyvolávají. Nejde jen o to, že český HDP roste podstatně pomaleji, než v případě našeho nejvýznamnějšího obchodního partnera – Německa, ale i o samotnou strukturu. Hlavní podíl na růstu měla totiž změna zásob (viz graf). Drobnou útěchou může být návrat spotřeby domácností k růstu, nicméně o tom, že jde o nový trend, lze zatím jen pochybovat. K růstu přispěly i vyšší vládní výdaje, které ovšem už za nedlouho čeká citelný útlum. Překvapivý nebyl ani propad investic, který trvá už devět čtvrtletí. Největší útlum přitom zažívají investice do strojů s odstupem následované investicemi do budov, staveb a dopravních prostředků. Je otázkou, jestli si ekonomika udrží dosavadní růstové tempo i nadále, zvláště, když se stále více objevují dohady o zpomalování západoevropské a americké ekonomiky. Za celý letošní rok by, podle našeho názoru, mohl český HDP vzrůst o 1,7 %. V roce následujícím o 1,8 %. Zásadní roli nadále sehrává vývoj v zahraničí a rozsah navrhovaných restriktivních opatření vlády.

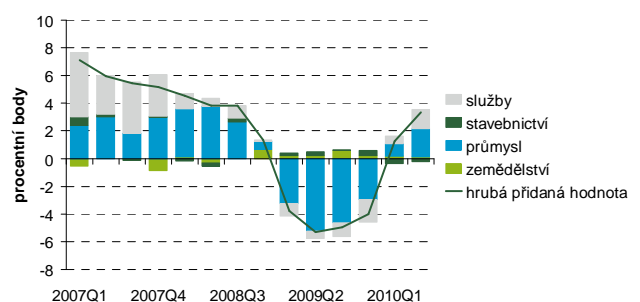
***Automobilový průmysl zpomalil, zakázky mu poprvé po jedenácti měsících poklesly.***

Zatímco vývoj HDP byl ve druhém čtvrtletí o trochu lepší, červencové výsledky z ekonomiky poněkud zaostaly. Průmysl vzrostl i přes velmi nízkou srovnávací základnu jen o 5,3 %, stavebnictví propadlo o 4,5 % a maloobchodní tržby o 1 %. Nermalou roli sehrál o dva dny nižší počet pracovních dnů, který ovlivnil především údaj z průmyslu, kde vzhledem ke své váze zřejmě sehrálo významnou roli zpomalení růstu výroby dopravních prostředků na 2,2 %. Navíc, po jedenácti měsících propadly i zakázky automobilového průmyslu o necelých devět procent. Tento vývoj můžeme dát do souvislosti s ukončením programů šrotovního v Evropě. A teprve další měsíce ukáží, jak se automobilkám povede po šrotovním. Celkové zakázky i tak nakonec vykazují vzestup o rovných 10 %. Červencový výsledek z průmyslu naznačuje, že druhé pololetí bude pro toto odvětví slabším. Předpokládáme, že se tempo průmyslu v tomto období výrazně sníží a za celý letošní rok se výroba tohoto odvětví zvýší o 6,5 % (za prvních sedm měsíců vykazuje nárůstu o 9,1 %).

**Příspěvek poptávky k růstu HDP**  
(sezónně očištěná data)



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



## Česká i maďarská inflace s lepším výsledkem

Petr Dufek, Jan Čermák

**Česká inflace setrvává těsně pod cílem ČNB. Měnově-politická inflace stále pod dolní hranicí tolerančního pásma centrální banky.**

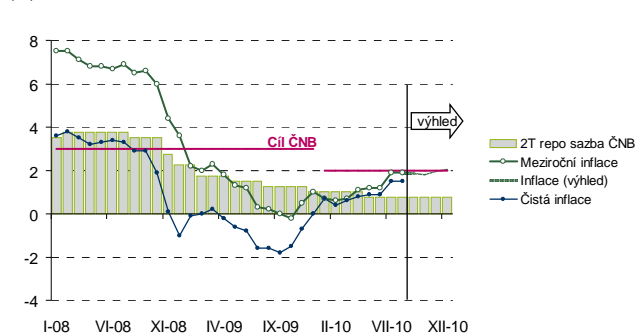
Vývoj inflace v srpnu je o desetinu příznivější, než očekával trh i centrální banka. Spotřebitelské ceny se meziměsíčně snížily o 0,3 %, meziročně jsou – stejně jako v červenci – vyšší o 1,9 %. Meziměsíční pokles cen jde především na vrub potravin, pohonných hmot a sezónního výprodeje oblečení a obuvi. Naopak dražší byly zájezdy. Ve struktuře inflace tak žádné překvapení hledat nemusíme. Ve srovnání s loňským rokem si už nyní spotřebitelé připlácejí za potraviny (o 3,7 %), zdraví (7,5 %) a tradičně dražší je i bydlení (2,1 %). Do konce letošního roku už nečekáme žádný výraznější pohyb inflace, předpokládáme, že inflace se bude pohybovat těsně v blízkosti dvou procent. Počítáme přitom s dalším zvýšením cen potravin, které ovlivní slabší úroda a následný vzestup cen zemědělských komodit. Letošní průměrná inflace tak nejspíše dosáhne 1,5 %. Velkou neznámou však představuje inflace v příštím roce. Nejistotu představuje rozsah zdražení elektrické energie (spekuluje se v rozmezí 8-30 %) a případné zvýšení dolní sazby DPH na 12 %. Pokud si představíme krajní scénář založeným na obou administrativních zásazích, dostaneme se s inflací až k hodnotě 3,5 %. Ani tak ovšem výhled nedává silné argumenty pro zvýšení hlavní sazby ČNB ze současného minima. Měnově politická inflace je stále nízká (0,8 %) a zvažované administrativní opatření jsou daňového charakteru, a tak ji ovlivní jen minimálně. Navíc, čím více bude stát tlačit inflaci svými kroky vzhůru, tím více restriktivně bude působit na poptávku v ekonomice, takže diskuse o poptávkové inflaci by poté byly opět bezpředmětné. Scénář stability sazeb centrální banky v horizontu minimálně šesti až devíti měsíců tak ponecháváme beze změny.

**Maďarská inflace inflace klesá pod 4,0 % avšak sazby na peněžním trhu rostou...**

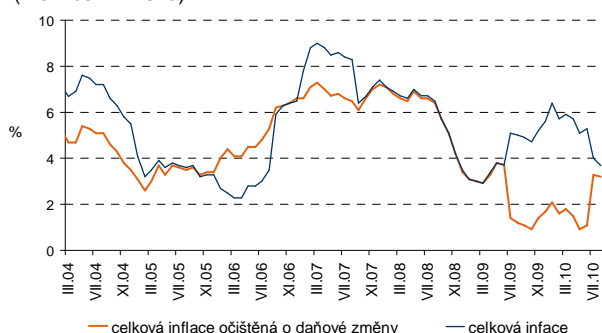
Obdobně jako v ČR i v Maďarsku byl zaznamenán velký pokles indexu spotřebitelských cen v srpnu (0,6 % m/m), který by tlačen poklesem cen sezónních potravin, pohonných hmot a částečně i oblečením. Meziroční míra inflace tak poklesla na hodnotu 3,7 % také díky pozitivnímu vlivu bazického efektu, když ve stejném období minulého roku byla zvýšena DPH (celková inflace a inflace očištěná o daňové změny se tudíž velmi sblížily).

Překvapivý pokles inflace a velmi nízká jádrová inflace (1,5 % meziročně) stěžejí ovlivní nejbližší chování MNB, kterou musí nyní trápit spíše negativní efekty slábnoucího forintu (o to více na straně 4), a proto ani nelze čekat, že by v nejbližší době došlo ke změně úrokových sazeb (byť sazby BUBORu vystřelily vzhůru a fakticky navzdory nízké inflaci počítají se zvýšením základní sazby).

**CZ: Meziroční inflace vs. úrokové sazby (%)**



**Maďarská inflace (meziroční změna)**



## Silný CHF se zakusuje do rozpočtů maďarské populace

Jan Čermák

**Švýcarský frank posílil vůči forintu na historická maxima**

**Největší část úvěrů domácností je ve švýcarských francích, a tak silný frank může dále podkopat soukromou spotřebu**

Jednou z událostí tohoto týdne ve střední Evropě bylo posilování švýcarského franku oproti maďarskému forintu. Švýcarská měna vytvořila vůči své maďarské kolegyni nové maximum, přičemž aktuálně je frank přibližně o 25 % silnější, než jaký byl průměrný kurz ve druhé polovině roku 2009 a prvních čtyřech měsících roku 2010. Proč je to pro maďarskou ekonomiku důležité? Většina půjček (zpravidla na bydlení) je totiž nominována ve švýcarské měně, a tak jakákoliv významnější déle trvající deprecie forintu vůči franku (a potažmo i euru) podkopává stabilitu rozpočtu domácností. Zvyšuje se tak jednak hrozba defaultů a jednak nebezpečí, že soukromá (reálná) spotřeba bude dále klesat. Reálně tak hrozí, že dosavadní trend, kdy reálná spotřeba táhne HDP směrem dolů (např. negativní příspěvek soukromé spotřeby k růstu HDP ve 2. kvartále tohoto roku činil 2,8 %), bude pokračovat i nadále.

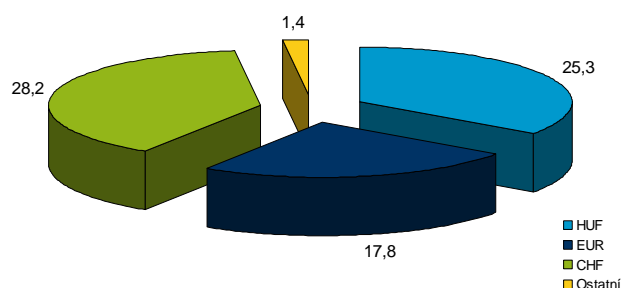
Je také třeba vzít v potaz, že maďarské domácnosti a podniky mají vypůjčeno přes 33 miliard CHF, přičemž půjčky domácnostem představují většinu této sumy (celkem mají domácnosti napůjčováno v cizích měnách 22 % HDP). Vzhledem k tomu, že jde především o hypotéky či spotřebitelské úvěry s dlouhou splatností pak průměrná maturita těchto úvěrů činí více než 13 let, tudíž čím trvalejší bude oslabení forintu vůči franku tím hůře.

Odhadujeme přitom, že roční splátky maďarských domácností mohou činit více než 3,5 miliardy CHF, takže trvalá deprecie forintu vůči franku ve výši 20-40 % může ekonomiku citelně zatížit. Jinak řečeno oslabování forintu tedy není z makroekonomického pohledu vítězná strategie, neboť zatímco jedné části ekonomiky pomáhá (podnikům jejichž konkurenceschopnost je citlivá na kurz), pak jiné části (zadluženým domácnostem) ubližuje. I proto by měla být vláda i MNB ve vztahu ke kurzu forintu velmi opatrná, neboť oslabení měny by skrze další propad reálné spotřeby (nehledě na negativní hospodaření bank) ve skutečnosti mohlo podkopat nastupující oživení..

HUF/CHF



Půjčky podnikům a domácnostem podle měn k 30.6. 2010 (% HDP)

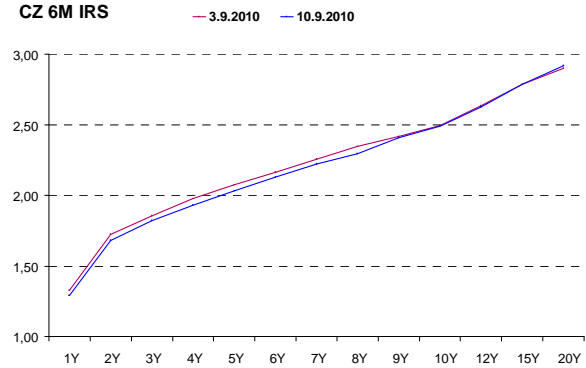


## Přehled trhů

EURCZK



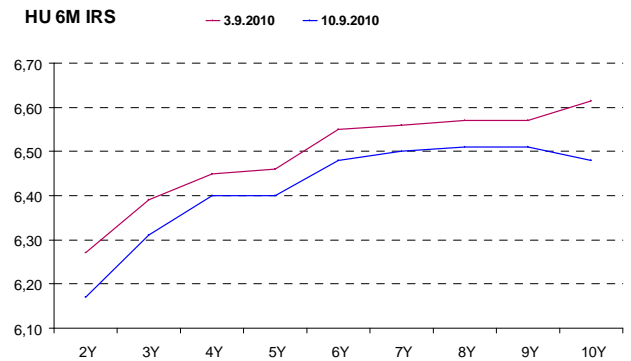
CZ 6M IRS



EURHUF



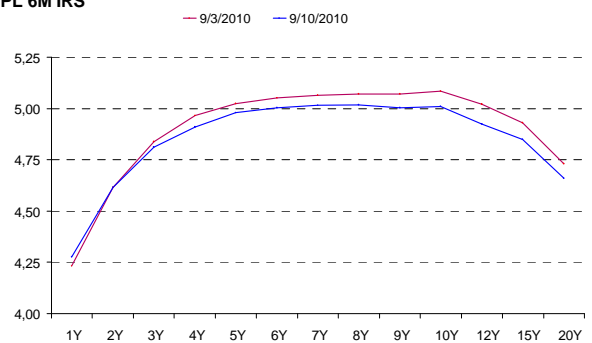
HU 6M IRS



EURPLN



PL 6M IRS



## Klíčové očekávané události

---

PO 10:00, CZ Běžný účet (mld. CZK)

	VII.10	VI.10	VII.09
Běžný účet	<b>-15,0</b>	-15,0	-6,5
kumul. od ledna	<b>-25,5</b>	-10,5	-12,3
Obchodní bilance	<b>10,0</b>	17,4	13,6
kumul. od ledna	<b>129,9</b>	119,9	107,7

### CZ: Běžný účet opět v deficitu

I červenec byl na běžném účtu platební bilance nejspíše ve znamení pokračování dividendové sezóny. Hlavní roli tak vedle přebytkové obchodní bilance sehraje schodková bilance výnosů. Záporné saldo se dá s ohledem na tzv. rebranding očekávat i u služeb, která tak letos vykazuje největší zhoršení výsledků (za prvních šest měsíců o více než 48 mld. korun). I nadále zůstává výsledek běžného účtu v bezpečném teritoriu a za celý letošní rok zřejmě vykáže schodek odpovídající zhruba 1,5 % HDP. Přitom největší nejistotu nyní představují již zmíněné služby.

## Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	13.9.2010	10:00	Běžný účet (mld. CZK)	07/2010	-15		-14		-15	
EMU	13.9.2010	11:00	Průmyslová výroba (%)	07/2010					-0,1	8,2
USA	13.9.2010	20:00	Rozpočtové saldo (mld. USD)	08/2010					-108	-103,6
Německo	14.9.2010	11:00	Index Žew (hodnocení současné situace)	09/2010					50,0	44,3
<b>Německo</b>	<b>14.9.2010</b>	<b>11:00</b>	<b>Index podnikatelské nálady Žew (očekávání)</b>	<b>09/2010</b>					<b>10,0</b>	<b>14</b>
EMU	14.9.2010	11:00	Průmyslová výroba (%)	07/2010			0,1	8,0	-0,1	8,3
UK	14.9.2010	10:30	Inflace (%)	08/2010			0,3	2,9	-0,2	3,1
<b>Polsko</b>	<b>14.9.2010</b>	<b>14:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>08/2010</b>			<b>-0,4</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,0</b>
USA	14.9.2010	14:30	Maloobchodní tržby (%)	08/2010	0,4		0,3		0,4	
<b>USA</b>	<b>14.9.2010</b>	<b>14:30</b>	<b>Maloobchodní tržby - bez automobilů (%)</b>	<b>08/2010</b>	<b>0,4</b>		<b>0,3</b>		<b>-0,1</b>	
ČR	15.9.2010	09:00	Výrobní ceny (%)	08/2010	0,1	2,2	0,1	2,2	0,0	2,3
ČR	15.9.2010	12:00	Aukce st. dluhopisu 5,00%/2019 (mld. CZK)	09/2010			6			
USA	15.9.2010	14:30	Index dovozních cen (%)	08/2010			0,2	3,8	0,2	4,9
<b>USA</b>	<b>15.9.2010</b>	<b>14:30</b>	<b>Podnikatelská nálada ve státě N.Y.</b>	<b>09/2010</b>			<b>9,0</b>		<b>7,1</b>	
UK	16.9.2010	10:30	Maloobchodní tržby (%)	08/2010			0,3	2,0	1,1	1,3
Polsko	16.9.2010	14:00	Mzdy (%)	08/2010			-1,1	3,9	0,9	2,1
USA	16.9.2010	14:30	Jádrový index cen v průmyslu (%)	08/2010			0,1	1,3	0,3	1,5
USA	16.9.2010	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	11.9.			460		451	
USA	16.9.2010	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	4.9.					4478	
<b>USA</b>	<b>16.9.2010</b>	<b>14:30</b>	<b>Výrobní ceny (%)</b>	<b>08/2010</b>			<b>0,3</b>	<b>3</b>	<b>0,2</b>	<b>4,2</b>
Polsko	16.9.2010	15:00	Rozpočtové saldo (mil. PLN)	08/2010					1 622,4	
USA	16.9.2010	16:00	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu	09/2010	3		0,0		-7,7	
Německo	17.9.2010	08:00	Ceny v průmyslu (%)	08/2010			0,3	3,5	0,5	3,7
Maďarsko	17.9.2010	09:00	Mzdy (%)	07/2010				0,9		0,5
Polsko	17.9.2010	14:00	Ceny v průmyslu (%)	08/2010			-0,1	4,2	0,3	3,9
<b>Polsko</b>	<b>17.9.2010</b>	<b>14:00</b>	<b>Průmyslová výroba (%)</b>	<b>08/2010</b>			<b>-1,6</b>	<b>13,1</b>	<b>-6,1</b>	<b>10,3</b>
<b>USA</b>	<b>17.9.2010</b>	<b>14:30</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>08/2010</b>					<b>0,3</b>	<b>1,2</b>
USA	17.9.2010	14:30	Jádrová inflace (%)	08/2010			0,1	1,0	0,1	0,9
USA	17.9.2010	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan	09/2010 *P			70,0		68,9	

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	
Česko	2T repo	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	-25 bps	6.5.2010
Maďarsko	2T depo	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	-25 bps	23.2.2010
Polsko	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
Česko	PRIBOR 3M	1,22	1,20	1,20	1,25	1,35	1,55
Maďarsko	BUBOR 3M	5,37	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
Polsko	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
Česko	IRS 10 let	2,58	2,65	2,75	2,90	3,05	3,15
Maďarsko		6,67	6,50	6,50	6,25	6,00	6,00
Polsko		5,02	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
Česko	EUR/CZK	24,7	24,8	24,5	24,6	24,6	24,0
Maďarsko	EUR/HUF	284,4	280	280	275	275	275
Polsko	EUR/PLN	3,94	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
Česko	2,0	1,4	1,5	1,1	2,0	3,0
Maďarsko	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
Česko	1,9	2,0	2,0	2,1	2,4	2,5
Maďarsko	4,2	3,5	3,4	3,2	2,8	3,2

### Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

	2009	2010
Česko	-1,0	-1,5
Maďarsko	0,5	1,0

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

	2009	2010
Česko	-5,9	-5,5
Maďarsko	-3,8	-3,0

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.