



● Polsko

Polsko zatím uniká trestu za nízkou rozpočtovou disciplínu 2

● Výhled na týden

Polská centrální banka se zatím neshodne na utažení měnových šroubů 4

Irská krize do střední Evropy prozatím nedorazila

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24,68	0,30%	↗	↗
EUR/PLN	3,936	0,09%	↗	↗
EUR/HUF	274,0	-0,86%	↗	↗
3M PRIBOR	1,22	0,00	→	→
3M WIBOR	3,85	0,00	→	↗
3M BUBOR	5,37	0,02	↗	↗
10Y CZK	3,47	-0,01	↗	↗
10Y PLN	5,86	0,12	↗	↗
10Y HUF	7,14	0,13	↗	↗
3M EURIBOR	1,14	0,08	→	↗
10Y EMU	2,69	0,13	↘	↗

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Už se zdálo, že mraky finanční krize, která zasáhla globální ekonomiku v roce 2009 na dobro odvál čas, když se uvnitř eurozóny rozhořel nový problém, jež souvisí s velmi zranitelnou situací uvnitř irského bankovního sektoru. Rizikové prémie u vládních dluhopisů na periferii eurozóny jsou tak opět na maximech, což značí, že averze k riziku v Evropě je na vzestupu.

Zajímavé přitom je, že středoevropské devizové a dluhopisové trhy na irskou krizi reagují prozatím velmi opatrně. Fakticky se tak opakuje reakce těchto trhů na obdobnou krizi na jaře tohoto roku, která se týkala Řecka a kdy počáteční reakce středoevropských trhů byla rovněž velmi umírněná. Stejně jako v dubnu či květnu tohoto roku na problémy jednoho ze zranitelných členů eurozóny reagují negativně jen maďarské pevně úročené instrumenty, které do svých cen zabudovaly viditelně vyšší rizikové prémie (výnosy maďarských dluhopisů a CDS vzrostly od počátku října o přibližně 50 bazických bodů).

Umírněná reakce středoevropských trhů na irské problémy je přitom vcelku logická. Obdobně jako v případě Řecka totiž riziko přímé nákazy skrze obchodní či finanční nákazy nehrozí. Toto vnímání irské krize ve střední Evropě by se přitom mohlo změnit pouze za předpokladu, že by nárůstem rizikových premií na periferii eurozóny byl ohrožen růst v celé měnové unii, či pokud by se měl v dohledné době dostavit (ať již řízený či neřízený) bankrot některé ze zemí eurozóny. V takové fázi však zatím nejsme a proto jakékoliv zásadnější oslabení středoevropských měn či cen dluhopisů považujeme dosud za spíše přechodné a tudíž atraktivní příležitost k zaujmutí dlouhých pozic v CZK, PLN a HUF a vládních dluhopisů příslušných zemí.

Polsko zatím uniká trestu za nízkou rozpočtovou disciplínou

Jan Bureš

Polský rozpočet má hluboké strukturální problémy, jejichž řešení vláda dál valí před sebou.

Trhy budou ochotné přimhouřit oko, pokud vláda po volbách představí hlubší reformy a veřejný dluh se podaří udržet pod 55 % HDP.

V to v tuto chvíli nevěříme a sázíme na prolomení fiskální bariéry na 55 % HDP již v roce 2011. To by byl pro polské trhy jednoznačně negativní impuls a vládu by to tlačilo do úspornějšího rozpočtu na rok 2013...

Polský rozpočet skončí podruhé v řadě velice špatným výsledkem a deficit se z 7,1 % HDP v roce 2009 vyšplhá k 8 % v tomto roce. V roce 2011 se přitom situace dramaticky nezmění a pokud vše půjde podle plánů ministerstva financí, měli by mít Poláci deficit 6,5 % HDP.

Člověk by dokázal přimhouřit oko, kdyby věděl, že Polsko dočasně krvácí například kvůli prudkému dopadu finanční krize. Nic takového. V Polsku znatelně zrychluje dynamika HDP (v tomto roce odhadujeme 3,5 %) a větší část deficitu má jednoznačně strukturální povahu (až 6 % HDP). To volá po hlubších reformách, pro které v nejbližší době našim sousedům může scházet odvaha. Polsko čekají na konci roku 2011 volby a jen stěží se stihne připravit úsporný rozpočet na rok 2012. Jakékoliv úspory bude navíc stěžovat masivní investiční aktivita státu a spolufinancování evropských projektů před mistrovstvím Evropy ve fotbale v roce 2012.

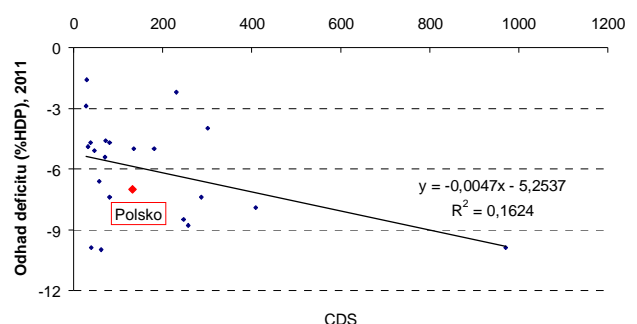
Proto, aby se Poláci vyhnuli trestu od trhů, jsou důležité dva momenty. Za prvé, polská vláda by měla být schopna dodržet alespoň málo ambiciózní cíl pro schodek rozpočtu a po volbách v roce 2011 představit konkrétnější a hlubší reformní kroky. To si ještě s vysokou mírou nejistoty dokážeme představit.

Horší je to s druhou podmínkou. Polská vláda musí prostřednictvím privatizací a dalších opatření zabránit nárůstu veřejného dluhu nad 55 % HDP a vyhnout se tvrdým úsporným škrtům nařízeným polskými rozpočtovými pojistkami. Při vysokých rozpočtových schodecích spoléhají Poláci na pokračující privatizace, které mají podle plánu vynést v roce 2011 okolo 1 % HDP. Vedle toho chtějí snížit potřebu financování nového dluhu „lepšími managementem likvidity“, který by měl v roce 2011 jednorázově ulevit o 1,3 % HDP. Když všechno půjde podle plánu, měl by se dluh i v roce 2011 zastavit na 54,2 % HDP, tedy těsně pod klíčovou bariérou. Projekt jednotného inkasního místa je přitom v plenkách (stále v legislativním procesu) a 1,3 % HDP, které mělo z dluhu odmáznout v roce 2011 lepší řízení likvidity, je tak značně nejisté. Nejisté jsou i privatizační příjmy. I když se Polákům v roce 2010 daří naplňovat stanovený plán, budou k tomu do budoucna potřebovat dobrou náladu na akciových trzích. V roce 2009 kupříkladu kvůli špatné náladě na globálních akciových trzích z privatizací vybrali jenom polovičku toho, co očekávali.

My proto konzervativně očekáváme nižší efekt obou opatření a v tuto chvíli počítáme s dluhem 55,2 % HDP na konci roku 2011 a prolomením druhé fiskální rozpočtové pojistky. To by pro trhy nebyl dobrý signál a pro vládu by to znamenalo nutnost na rok 2013 připravit rozpočet, který by nezvyšoval veřejné zadlužení. I když v krátkém období sázíme na zisky zlotého tažené utahováním měnové politiky, v delším horizontu mohou převládnout rizika spojená s veřejnými financemi.

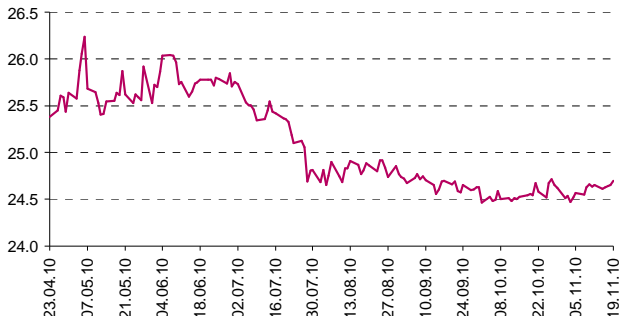
Veřejný dluh	Pravidlo	Zákon	Zpoždění
> 50% a < 55%	(Deficit/příjímů rozpočtu) se musí oproti minulému roku snížit	Zákon o veřejných financích	2 roky
> 55% a < 60%	(Dluh/HDP) se nesmí v příštím roce zvýšit	Zákon o veřejných financích	2 roky
> 60%	Rozpočet na další rok musí být vyrovnaný	Ústava	2 roky

Fiskální riziko v EU

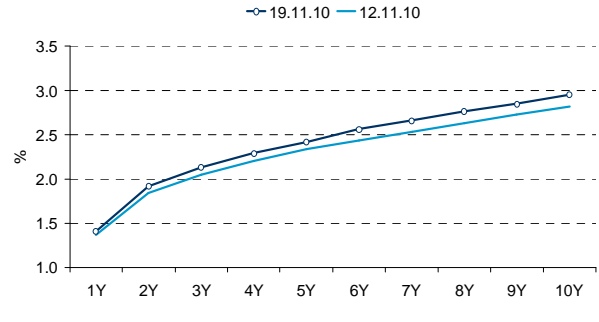


Přehled trhů

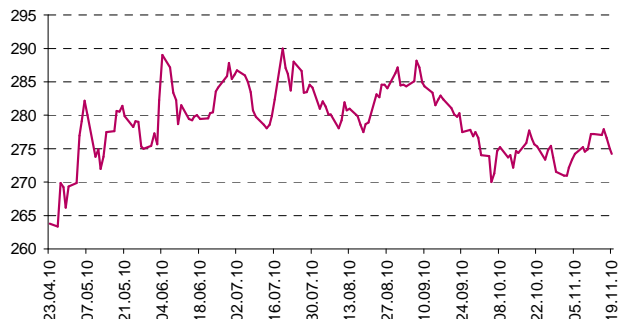
EURCZK



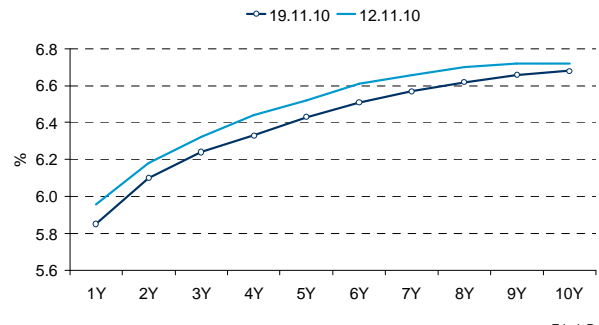
CZ IRS



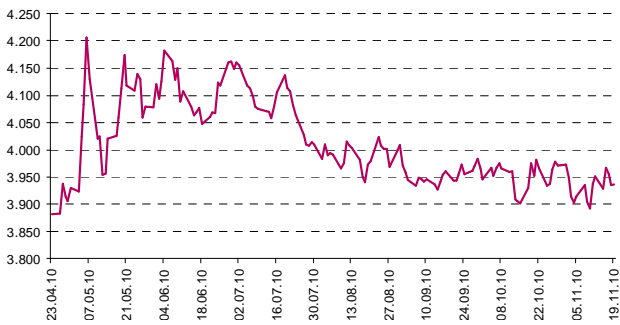
EURHUF



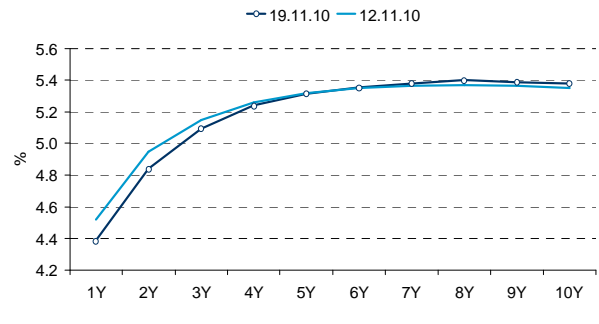
HU IRS



EURPLN



PL IRS



Klíčové očekávané události

ÚT cca 14:00, PL Zasedání NBP

Náš odhad Poslední změna

hlavní sazba v %	3,50	0
změna v b. bodech	0	-25

PL: NBP sazby zřejmě nezmění

Polská centrální banka (NBP) na svém zasedání konaném příští středu (24.11.) podle všeho oznámí zachování referenční úrokové sazby na současné úrovni 3,5 %. Ze zápisu ze zasedání bankovní rady vyplývá, že mezi centrálními bankéři přetrvávají velké rozpory. Zatímco někteří členové bankovní rady vidí současné oživení jako udržitelné a obávají se případných inflačních tlaků, druhá skupina argumentuje, že po vypršení jednorázových vlivů spotřeba zpomalí, což dokládají pomalým růstem reálných mezd. V poslední době se pak debata točí zejména kolem kurzu polského zlotého. Především guvernér Belka často opakuje své obavy o jeho posílení v případě zvyšování úrokových sazeb.

V průběhu listopadu se přitom v bankovní radě udály věci zajímavé nejen z pohledu ekonomů. Nejprve se objevily relativně významné signály naznačující růst úrokových sazeb. Dva ze šesti centrálních bankéřů, kteří při srpnovém zasedání (ze kterého jako z posledního máme detailní informace o tom, jak hlasovali jednotliví bankéři) hlasovali pro zachování sazeb, se za letu změnili z holubic na jestřáby (Winiiecki, Zielinska-Glebocka). V posledním týdnu však u jejich kolegy Bratkovského nastala proměna přesně opačná a Anna Zielinska-Glebocka zřejmě usoudila, že jí jestřábí háv neprospívá a vrátila se rovněž mezi holubice. Vezmeme-li navíc v úvahu jednak konzistentně holubičího guvernéra Belku, jednak poslední data z polské ekonomiky, která nepřinesla žádné výraznější překvapení, tak je pravděpodobné, že období vyznačující se rekordně nízkými úroky se prodlouží minimálně o další měsíc. V našem scénáři prozatím počítáme s oznámením růstu úrokových sazeb o 25 bazických bodů na prosincovém zasedání.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
SR	22.11.2010	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	10/2010					12,4	
Polsko	22.11.2010	14:00	Jádrová inflace (%)	10/2010			0,2	1,2	0,2	1,2
EMU	22.11.2010	16:00	Index spotřebitelské důvěry	11/2010 *A			-11		-11	
Německo	23.11.2010	08:00	Spotřebitelská důvěra GfK	12/2010			5,0		4,9	
Německo	23.11.2010	08:00	HDP (%)	3Q/2010 *F			0,7	3,9	0,7	3,9
EMU	23.11.2010	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu	11/2010 *A			54,4		54,6	
EMU	23.11.2010	10:00	Index nákupních manažerů ve službách	11/2010 *A			53,1		53,3	
Polsko	23.11.2010	14:00	Zasedání RPP (%)	11/2010	3,5		3,50		3,50	
USA	23.11.2010	14:30	HDP (%)	3Q/2010			2,4		2,0	
USA	23.11.2010	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby (%)	3Q/2010			0,8		0,8	
USA	23.11.2010	14:30	Cenový index HDP (%)	3Q/2010			2,3		2,3	
USA	23.11.2010	14:30	Soukromá spotřeba (%)	3Q/2010			2,5		2,6	
USA	23.11.2010	16:00	Prodej stávajících domů (mil.)	10/2010			4,48		4,53	
Německo	24.11.2010	10:00	Index Ifo (očekávání)	11/2010			104,8		105,1	
Německo	24.11.2010	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)	11/2010			110,3		110,2	
Německo	24.11.2010	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo	11/2010			107,6		107,6	
EMU	24.11.2010	11:00	Nové průmyslové zakázky (%)	09/2010			-3,0	14,4	5,3	24,4
USA	24.11.2010	14:30	Osobní příjmy (%)	10/2010			0,4		-0,1	
USA	24.11.2010	14:30	Deflátor osobní spotřeby (%)	10/2010				1,3		1,4
USA	24.11.2010	14:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. pros. (%)	10/2010			0,7		-0,8	
USA	24.11.2010	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby (%)	10/2010			0,1	1,0	0,0	1,2
USA	24.11.2010	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	20.11.			435		439	
USA	24.11.2010	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	13.11.					4 295	
USA	24.11.2010	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby (%)	10/2010			0,1		3,3	
USA	24.11.2010	14:30	Osobní výdaje (%)	10/2010			0,5		0,2	
USA	24.11.2010	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan	11/2010 *F			69,5		69,3	
USA	24.11.2010	16:00	Prodej nových domů (tis.)	10/2010			313		307	
USA	24.11.2010	20:00	Zápis ze zasedání FOMC	11/2010						

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Maďarsko	25.11.2010	09:00	Maloobchodní tržby (%)	09/2010				0,4		0,0
Polsko	25.11.2010	10:00	Maloobchodní tržby (%)	10/2010			3,1	8,1	1,2	8,6
Polsko	25.11.2010	10:00	Míra nezaměstnanosti (%)	10/2010			11,6		11,5	
Německo	26.11.2010	08:00	Inflace (%)	11/2010 *P					0,1	1,3
Německo	26.11.2010	08:00	Harmonizovaná inflace (%)	11/2010 *P					0,1	1,3
Maďarsko	26.11.2010	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	10/2010			10,8		10,9	
EMU	26.11.2010	10:00	Peněžní zásoba M3 (%)	10/2010				1,3		1,0

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	1,00	1,25	-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	4,00	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	1,23	1,25	1,45	1,65
Maďarsko	BUBOR 3M	+5,37	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
Polsko	WIBOR 3M	+3,85	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	29509,00	2,65	2,80	2,90	3,05	3,20
Maďarsko		6650,00	6,50	6,50	6,25	6,00	6,00
Polsko		53800,00	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	24685,0	24,8	24,5	24,6	24,6	24,0
Maďarsko	EUR/HUF	274350,0	280	280	275	275	275
Polsko	EUR/PLN	39375,00	4,00	3,80	3,60	3,70	3,60

HDP

		Meziroční změna v %					
		Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011	Q3 2011	Q4 2011
Česko		3,0	2,2	2,0	1,2	1,0	2,5
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	2,2	2,5	2,4	2,4
Maďarsko		4,2	3,5	3,4	3,2	2,8	3,2

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

	2009	2010
Česko	-1,0	-2,2
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.