



- **Česká republika a Německo**
Podnikatelské nálady stále na vzestupu 2
- **Polsko**
Polské sazby zůstávají podle očekávání prozatím stabilní 3
- **Výhled na týden**
Další pozitivní čísla přijdou z Polska 5

Do střední Evropy dorazila nákaza, zatím jen v mírné verzi

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24,72	↗	↗
EUR/PLN	4,025	↗	→
EUR/HUF	279,5	↗	↗
3M PRIBOR	1,23	→	→
3M WIBOR	3,85	→	↗
3M BUBOR	0,00	↗	↗
10Y CZK	3,61	→	→
10Y PLN	6,09	↗	↗
10Y HUF	7,97	↗	↗
3M EURIBOR	1,15	→	→
10Y EMU	2,72	↘	↘

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Nákaza z periferie eurozóny nakonec dorazila i do střední Evropy. K výprodeji maďarských dluhopisů se přidaly ztráty polských dluhopisů a všech středoevropských měn. Pomineme-li nicméně ztráty maďarských dluhopisů, které byly umocněny obavami investorů z dopadů faktického znárodnění fondového penzijního systému, pak dosavadní vývoj na devizových i dluhopisových trzích regionu zatím není nijak dramatický.

Možná to bude i tím, že proexportně orientované středoevropské ekonomiky navázané na silný německý průmysl si nevedou tak zle. Prakticky v celém regionu se tak na postupujícím oživení podílí v celku očekávaně průmysl, přičemž v Polsku se již delší dobu k tomuto sektoru přidává maloobchod.

Právě údaje o polské HDP zveřejněné v nadcházejícím týdnu by měly potvrdit, že spotřebitelská poptávka a domácí poptávka v Polsku sílí, což by měl být pro bankovní radu signál k tomu, aby se brzy (již v prosinci) odhodlala k zahájení cyklu utahování měnové politiky. Naneštěstí však do tohoto měnově-politického rozhodování vstoupila krize uvnitř eurozóny. Ta sice na jednu stranu oslabila zlotý, čímž odstranila jednu z překážek pro zvýšení sazeb, avšak vnesla do rozhodování Výboru pro měnovou politiku další významný prvek nejistoty. A tak s konečným soudem toho, zdali NBP opravdu zvýší oficiální úrokovou sazbu již příští měsíc, počkejme na komentáře polských centrálních bankéřů, jež budou reakcí na výsledky a strukturu HDP ve třetím kvartále.

Podnikatelské nálady stále na vzestupu

Jan Bureš, Petr Dufek

**IFO na historickém maximu.
Příští rok ale i tak Německu
nemusí být tolik do zpěvu.**

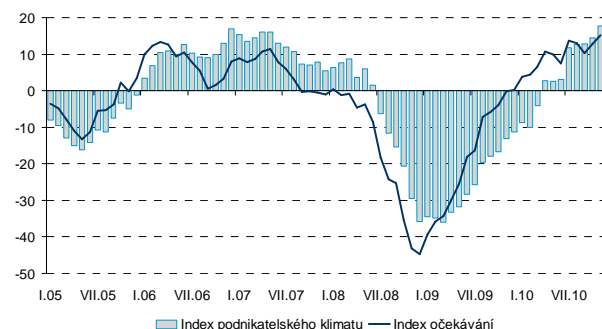
Index Ifo v listopadu vystoupal na historické maximum 109,3 bodů a podle našich očekávání významně překonal tržní konsensus. Ještě zajímavější je ale struktura indexu. Šel totiž především na vrub lepších očekávání. Německé podniky nehledě na akcelerující napětí na periferiích eurozóny dokazují, že s podporou zdravé poptávky na rozvíjejících se trzích zatím dokázaly problémy svých sousedů odclonit. Německo tak směřuje k nejlepšímu růstu od svého sjednocení. Ten je samozřejmě do velké míry dán prudkým odrazem ode dna v prvním po-krizovém roce. V příštím roce se Německo bude potýkat s nižším přílivem nových zahraničních zakázek a s vlnou fiskálních úspor napříč eurozónou. Tento strach ale zatím v podnikatelské náladě není vidět a necítí ho ani německý spotřebitel, kterému se nálada nepřetržitě zlepšuje čtvrtý měsíc v řadě. Jediným varovným výstřelem byl zatím zářijový pokles zakázek v německém průmyslu (i tak ale zůstávají na vysokých úrovních) a špatné prodeje automobilů.

**Důvěra v české ekonomice
opět vzrostla, zejména
zásluhou optimismu
v průmyslu.**

Důvěra v českou ekonomiku je rovněž na vzestupu. Spotřebitelé i podnikatelé se v listopadu dívali na další vývoj ekonomiky optimisticky. Podnikatelská nálada je na dvouletém maximu a dostává se tak na úroveň dosaženou naposledy těsně před hospodářskou krizí. Patrný je především vzestup důvěry v průmyslových firmách (je nyní na dvou a půlletém maximu) a v obchodě. Velmi pozitivně vyznívá výsledek šetření o investicích, podle něhož firmy už v roce 2011 počítají s nárůstem investiční aktivity – dokonce o 7 %. Primárně má jít sice podle ČSÚ o investice do stávající výroby, nicméně vzhledem k dosavadnímu propadu jde přece jen o změnu trendu. Zatímco optimismus v průmyslu je na vzestupu, stavebnictví strádající nedostatkem zakázek vykazuje soustavný pokles důvěry. Důvěra stavebních firem se začíná přibližovat rekordním minimům dosaženým v roce 1999 a je zřejmě jen otázkou několika málo měsíců, kdy budou vytvořena minima nová. Zatímco průmysl i stavebnictví mají jasný trend, v případě spotřebitelů je nálada poměrně proměnlivá. V tuto chvíli se sice zlepšuje, ale ani tak nedosahuje úrovní letošního léta. Lidé počítají se zhoršením jejich finanční situace, nejspíše v důsledku úsporných opatření, i s nižšími úsporami. O tom, jakým směrem se bude ubírat důvěra či nálada spotřebitelů rozhodnou nejspíše už nejbližší měsíce. Jednak se vyjasní situace na trhu práce, na kterém nejspíše přibude přes 50 tisíc nových nezaměstnaných, jednak bude již patrný dopad úsporných vládních opatření do rodinných rozpočtů. V případě průmyslu, jak již naznačují zakázky nebo i nálada v Německu, může trend pozitivních očekávání pokračovat i nadále. Na začátku příštího roku se však i zde můžeme dočkat mírného zchlazení stávajícího optimismu.

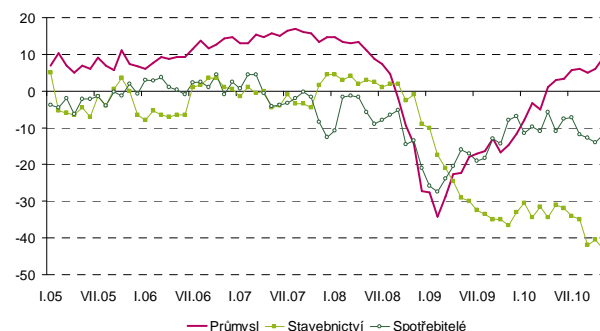
Index podnikatelského klimatu v Německu - Ifo

(zdroj: Ifo)



Důvěra v české ekonomice

(zdroj: ČSÚ)



Polské sazby zůstávají podle očekávání prozatím stabilní

Petr Báča, Jan Bureš

Polská čísla ani zasedání NBP výrazně nemění polský obrázek.

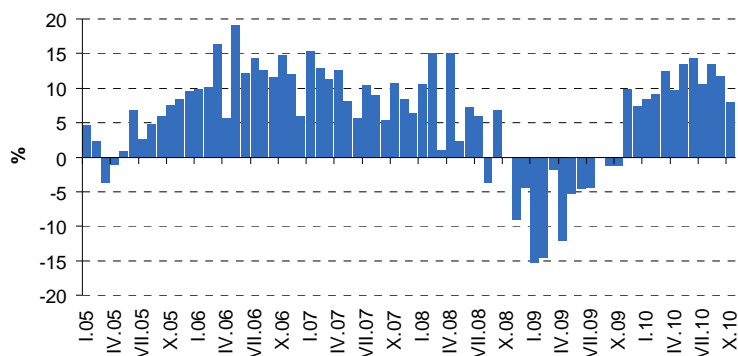
Uplynulý týden nabídl poměrně hojnou sklizeň polských makročísel, která však nepřinesla žádná výrazná překvapení. Podobně očekávané bylo i rozhodnutí polské centrální banky zachovat úrokové sazby na současné úrovni. Z našeho pohledu bude pro rozhodování centrálních bankéřů o dalším nastavení sazeb rozhodující odhad růstu HDP za třetí čtvrtletí tohoto roku, který bude zveřejněn příští úterý (30.11.).

Výsledek průmyslové produkce, oznámený v závěru minulého týdne, přinesl trhům mírné zklamání, když v říjnu odhalil růst 8 % meziročně (odhad byl 10,1 %) a na meziměsíční bázi namísto očekávané stagnace přišel propad o 1,6 %. Naopak pozitivně překvapil růst říjnových maloobchodních tržeb, který snadno překonal mediánová očekávání jak na meziroční (9 % vs. 8,2 %), tak na meziměsíční bázi (4,3 % vs. 3,1 %). Na oživující se situaci na trhu práce poukázala říjnová míra nezaměstnanosti, která poklesla oproti září o 0,1 p.b. na 11,5 %. V souladu s očekávanými byl i výsledek jadrové inflace, která v říjnu dosáhla na meziroční bázi 1,2 % a pouze nepatrně nižší než odhadovaný byl růst cen průmyslových výrobců, jenž meziměsíčně stagnovaly a meziročně rostly o 4 %.

Pro prosincové zasedání bankovní rady bude klíčový výsledek HDP za třetí kvartál a další vývoj na periferiích eurozóny. Vysoké globální napětí může oddálit růst polských sazeb do příštího roku.

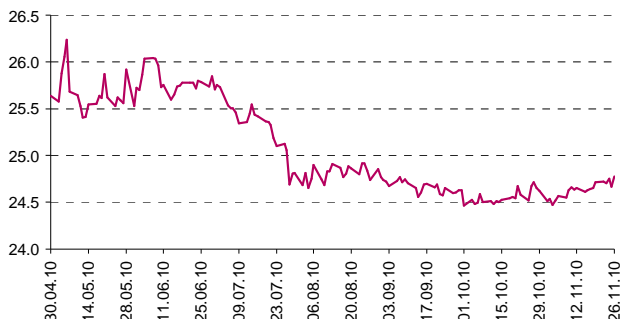
Úterní zasedání Výboru pro měnovou politiku (MPC) tedy přineslo z našeho pohledu očekávané rozhodnutí o zachování hlavní úrokové sazby na současné úrovni 3,5 %, neboť dosavadní pozitivní vývoj polské reálné ekonomiky zdá se prozatím nevytváří významnější poptávkové tlaky ani na růst cen, ani mezd. Vyšší spotřebitelskou inflaci, která je v současné době o 0,3 p.b. nad inflačním cílem centrální banky, mají na svědomí zejména ceny energií a potravin. Ze zveřejněných informací z jednání MPC nevyplývá žádná výraznější změna rétoriky centrálních bankéřů, kde stále těsně převažuje názorový proud prosazovaný guvernérem Belkou. Ten má strach z toho, že rychlý příliv peněz vyvolaný růstem polských úrokových sazeb může zlotý prudce posílit. My stále věříme, že pokud HDP za třetí kvartál ukáže zdravý růst investic (bez zásob), může to rozhodujícím způsobem posílit hlas jestřábů v bankovní radě. Na druhé straně ale bude důležité sledovat i napětí na periferiích eurozóny, které začalo dopadat i na polské trhy. V případě přetrvávající globální averze k riziku může část nerozhodnutých centrálních bankéřů nakonec nehlédě na solidní HDP zůstat ve vyčkávací pozici.

Polský průmysl, y/y

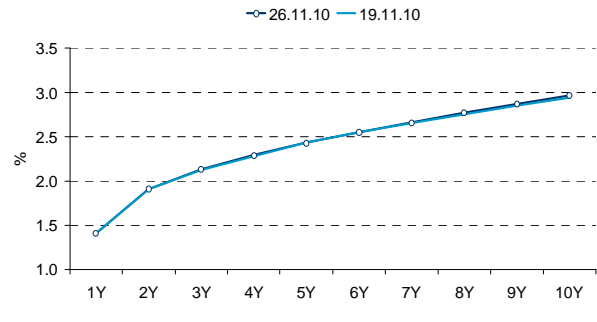


Přehled trhů

EURCZK



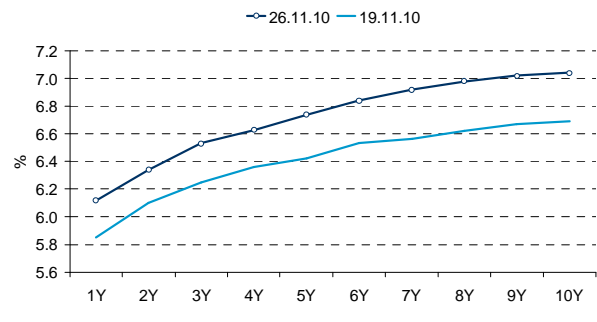
CZ IRS



EURHUF



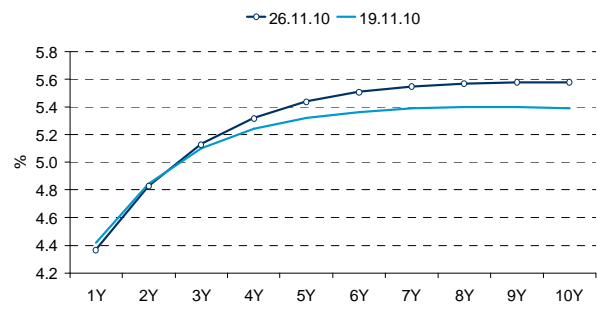
HU IRS



EURPLN



PL IRS



Klíčové očekávané události

PO cca 14:00, HU Zasedání MNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	5,25	4/2010
změna v b. bodech	0	-25

UT 14:00, PL HDP (% , y/y)

	Q3-10	Q2-10
HDP	3,7	3,5
Investice	8,3	7,3
Spotřeba	2,7	2,7

HU: MNB sazby opět nezmění

Maďarská bankovní rada, která v brzké době dozná výrazných personálních změn ponechá i tentokrát základní sazbu na úrovni 5,25 %, avšak nelze vyloučit, že tentokrát po zasedání zazní i jestřábí tóny. Důvodem nebude ani tak zhoršený výhled inflace, ale spíše obava, že vyšší averze k riziku a nespokojenost investorů se znárodněním fondového penzijního systému může vést k odlivu kapitálu a tudíž k výraznějšímu oslabení forintu.

PL: Polský růst opět překvapí pozitivně

Polský HDP by měl zrychlit tempo růstu na 3,7 % y/y a překvapit trh pozitivně. Pro centrální banku ale bude důležitá především struktura růstu. Čekáme, že tahounem budou vedle domácí spotřeby konečně také jádrové investice (očištěné o změnu zásob). Naopak lehce negativně díky dobře rozjeté soukromé poptávce může působit zahraniční obchod.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
SR	29.11.2010	09:00	Ceny v průmyslu (%)	10/2010					-0,3	-0,7
EMU	29.11.2010	11:00	Index ekonomické důvěry	11/2010			105,0		104,1	
Maďarsko	29.11.2010	14:00	Zasedání MNB (%)	11/2010			5,25		5,25	
EMU	29.11.2010	16:00	Index spotřebitelské důvěry	11/2010			-10		-10	
SR	30.11.2010	09:00	Běžný účet (mld. EUR)	09/2010					-421	
Maďarsko	30.11.2010	09:00	Výrobní ceny (%)	10/2010				6,6	-0,9	7,9
Německo	30.11.2010	09:55	Míra nezaměstnanosti (%)	11/2010			7,5		7,5	
Polsko	30.11.2010	10:00	HDP (%)	3Q/2010				3,7		3,5
ČR	30.11.2010	11:00	Peněžní zásoba M2 (%)	10/2010						4,7
EMU	30.11.2010	11:00	Míra nezaměstnanosti (%)	10/2010			10,1		10,1	
USA	30.11.2010	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí (%)	09/2010			1,3		1,7	
USA	30.11.2010	16:00	Spotřebitelská důvěra	11/2010			52,5		50,2	
USA	30.11.2010	16:00	Index nákupních manažerů z Chicaga	11/2010			60,0		60,6	
Německo	1.12.2010	08:00	Maloobchodní tržby (%)	10/2010			1,2	1,3	-2,3	0,4
EMU	1.12.2010	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu	11/2010 *F			55,5		55,5	
SR	1.12.2010	14:00	Rozpočtové saldo (mld. EUR)	11/2010					-3,4	
ČR	1.12.2010	14:00	Rozpočtové saldo (mld. CZK)	11/2010					-96,7	
USA	1.12.2010	16:00	Index nákupních manažerů v prům. ISM	11/2010			56,2		56,9	
USA	1.12.2010	16:00	Cenový subindex ISM	11/2010			70,8		71,0	
USA	1.12.2010	20:00	Běžová kniha (Fed)	12/2010						
USA	1.12.2010	23:00	Celkový prodej automobilů (mil. USD)	11/2010			12,03		12,25	
USA	1.12.2010	23:00	Prodej domácích automobilů (mil. USD)	11/2010			9,00		9,27	
Maďarsko	2.12.2010	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	09/2010 *F					548	
SR	2.12.2010	09:00	HDP (%)	3Q/2010 *F						3,7
EMU	2.12.2010	11:00	HDP (%)	3Q/2010 *P			0,4	1,9	0,4	1,9
EMU	2.12.2010	11:00	Výrobní ceny (%)	10/2010			0,3	4,3	0,3	4,2
EMU	2.12.2010	13:45	Zasedání ECB (%)	12/2010			1,00		1,00	
USA	2.12.2010	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	27.11.			424		407	
USA	2.12.2010	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	20.11.					4 182	
USA	2.12.2010	16:00	Kontrakty na prodej domů (%)	10/2010			-1,0		-1,8	-24,9

	datum	čas	udalost	období	odhad		konsensus		predchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
SR	3.12.2010	09:00	Maloobchodní tržby (%)	10/2010						-1,8
EMU	3.12.2010	10:00	Index nákupních manažerů ve službách	11/2010 *F			55,2		55,2	
EMU	3.12.2010	11:00	Maloobchodní tržby (%)	10/2010			0,3	1,0	-0,2	1,1
USA	3.12.2010	14:15	Přírůstek pracovních sil v privátním sektoru (tis.,nsa)	11/2010			155		159	
USA	3.12.2010	14:30	Průměrná hodinová mzda (%)	11/2010			0,2	1,8	0,2	1,7
USA	3.12.2010	14:30	Míra nezaměstnanosti (%)	11/2010			9,6		9,6	
USA	3.12.2010	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM	11/2010			54,6		54,3	
USA	3.12.2010	16:00	Tovární zakázky (%)	10/2010			-0,7		2,1	

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	1,23	1,20	1,23	1,25	1,45	1,60
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	2,99	2,65	3,00	2,90	3,10	3,35
Maďarsko		6,99	6,50	6,50	6,25	6,00	6,00
Polsko		5,52	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	279,7	280	280	275	275	275
Polsko	EUR/PLN	4,03	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

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.