



- **Česká republika**  
Oživení české ekonomiky pokračuje 2
- **ČR a Maďarsko**  
Inflaci ve střední Evropě táhnou potraviny 3
- **Výhled na týden**  
Polské měsíční makro údaje rozhodnou o osudu prosincového zasedání NBP 5

## Koruna překvapivou obětí na konci roku

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25,18	0,68%	↗	↗
EUR/PLN	4,032	0,93%	→	→
EUR/HUF	278,1	0,15%	↗	↗
3M PRIBOR	1,23	0,00	↗	↗
3M WIBOR	3,91	0,01	↗	↗
3M BUBOR	5,61	0,00	↗	↗
10Y CZK	3,82	-0,02	↗	↗
10Y PLN	5,98	0,04	↗	↗
10Y HUF	7,75	-0,12	↗	↗
3M EURIBOR	1,18	0,03	→	→
10Y EMU	2,96	0,11	↘	→

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Jestliže nejnovější série makroekonomických dat z České republiky a Maďarska nepřinesla žádné vyložené překvapivé výsledky, pak daleko zajímavější vývoj bylo možné pozorovat na středoevropských devizových trzích. Zde se tou měnou, která překvapivě začala v posledních dnech zaostávat stala česká koruna. Koruna totiž ztratila za týden dvě procenta nejen proti euru, ale také vůči maďarskému forintu.

Podivné chování středoevropských měn v čele s korunou podle našeho názoru nelze přičítat vývoji makroekonomických ukazatelů. Máme tedy podezření, že za zaostáváním české koruny za zbytkem střední Evropy je třeba hledat spíše spekulativní chování části trhu, který začal využívat faktu, že nastavení úrokových sazeb ve středoevropských ekonomikách je odlišné a jednotlivé centrální banky se nacházejí i v odlišném módu měnové politiky.

Je přitom dost dobře možné, že nízké české úrokové sazby navíc s perspektivou jejich dlouhodobějšího ukotvení na nízkých úrovních na straně jedné, a vysoké úrokové sazby v Maďarsku, resp. v Polsku (kde je naopak šance, že úroky půjdou ještě výše) na straně druhé, lákají k rozjezdu carry trade obchodů. Ty jsou přitom právě financovány z nízkého úročené české koruny, takže v dobách relativního klidu na hlavních finančních trzích může tato strategie vést k tomu, že koruna bude ztrácet vůči ostatním středoevropským měnám. A jak dlouho se tento vývoj může vydržet?

Je jasné, že kromě dramatického vývoje na globálních trzích může tyto spekulace výrazně nabourat buď příklon maďarské či polské centrální banky k umírněnější strategii, anebo naopak nečekaně jestřábí tóny z ČNB. Ani jedno, ani druhé neočekáváme. Byť překvapení nejsou pochopitelně vyloučena, zvláště v okamžiku kdy do následujícího zasedání ČNB, MNB a NBP zbývá přibližně 14 dní a dá se očekávat, že řada centrálních bankéřů se vytasí se zajímavými komentáři k nastavení měnové politiky.

## Oživení české ekonomiky pokračuje

Petr Dufek

***Ekonomika ve třetím čtvrtletí rostla meziročně o 2,8 % místo původně odhadovaných tří procent. Oproti druhém kvartálu se HDP zvýšil o 1 %.***

Českou ekonomiku opět táhne zpracovatelský průmysl. Vedle toho v útlumu zůstává stavebnictví. Za pozornost stojí, jak se na růstu ve třetím kvartále podílela spotřeba a investice. Domácnosti se svezly na vlně zlepšení situace na trhu práce, které bohužel nemělo dlouhého trvání, jak už ostatně ukazují první výsledky za poslední čtvrtletí. Takže na pokračování rychlého vzestupu růstu spotřeby se asi nedá příliš spoléhat. Investice poháněl solární boom, který rovněž nebude mít dlouhého trvání v důsledku omezování velkorysé podpory. Zapomenout nelze ani na fakt, že hlavní roli na poptávkové straně hrají zásoby. Navíc přichází doba úspor ve veřejných rozpočtech, která přinese omezování výdajů na všech frontách – ve mzdách, v běžném provozu i v investicích státu. Za celý letošní rok by se HDP mohl zvýšit o zhruba 2,2 %, zatímco ještě v loňském roce se propadl o 4,1 %. Nejnovější čísla nemění náš výhled na příští rok, a tak nadále očekáváme, že se růst českého hospodářství sníží na 1,8 %. Rizikem pro další růst ekonomiky je i nadále nejistá síla zahraniční poptávky. Pro úplnost dodáváme, že ČNB počítá s růstem ve výši 1,2 %, takže příznivější výsledky z ekonomiky by mohly urychlit její rozhodnutí o zvýšení sazeb, které prozatím vidí až v horizontu 1-1,5 roku.

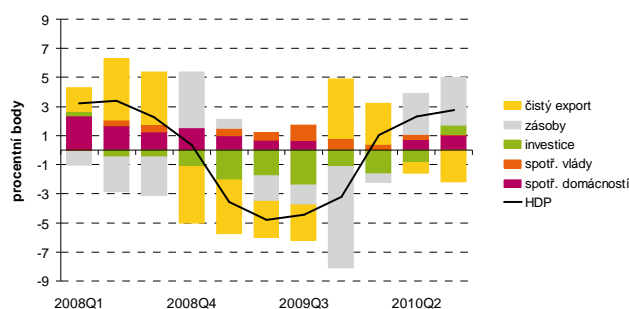
***Solidní výsledky na začátku posledního čtvrtletí vykazuje průmysl i zahraniční obchod.***

Jak naznačují první čísla ze začátku posledního čtvrtletí, ekonomice se daří i v závěru letošního roku. Průmyslová výroba za říjen vzrostla o 6,9 % (po očištění o vliv pracovních dní dokonce o 9,6 %). Stále se daří především automobilovému průmyslu, výrobě kovových výrobků, elektroniky a strojírenství. Velmi slibně vypadají opět i zakázky, které rostou o 12,6 % a předjímají tak velmi slibný výsledek průmyslu i v příštích měsících. Pozitivně vynívají i výsledky zahraničního obchodu. Přebytek za hranicí 15 mld. výrazně překonal očekávání trhu a to i navzdory dražším surovinám a dovozu solárních technologií. Dvojciferný růst exportu (17,2 %) zajišťují především stroje a dopravní prostředky – tedy konkrétně elektronika a auta. Rostoucí přebytek obchodu s Německem jen potvrzuje, že se české ekonomice daří i díky německému oživení. Za celý rok bychom mohli dosáhnout kladného salda obchodu za metou 130 mld. korun.

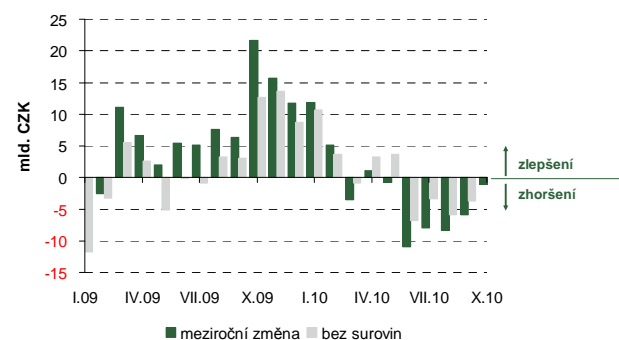
***Slabší výsledky naopak přicházejí z maloobchodu.***

Maloobchod dopadl tentokrát hůře než se čekalo. Důvodem je propad tržeb v potravinářském i nepotravinářském segmentu, zatímco motoristickému segmentu se opět dařilo. Výsledky obchodu jsou jako na houpačce, nicméně hlavním důvodem jsou různé silné srovnávací základy z předchozího roku. Zdá se téměř jisté, že tempo maloobchodních tržeb letos zůstane pod úrovní jednoho procenta. A silný výsledek se nedá čekat vzhledem k plánovaným restrikcím ani pro rok následující.

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



**Meziroční změna schodku zahraničního obchodu**



## Inflaci ve střední Evropě zvyšují potraviny

Petr Dufek, Jan Čermák

**Česká inflace mírně překonala odhady, nicméně stále zůstává na cíli ČNB.**

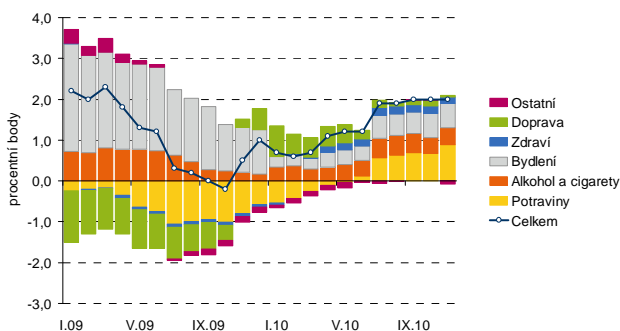
Meziměsíčně se spotřebitelské ceny v obchodech zvýšily o 0,2 %, meziročně o 2 %. Za rychlejším vzestupem cen v listopadu stály především potraviny. Jednak ty sezónní, jednak ty, které jsou ovlivněny vysokými cenami zemědělských komodit. Inflace zůstává na cíli ČNB další měsíc v řadě a ukazuje, že nevyžaduje akutní reakci ze strany centrální banky. Zvláště když celková inflace i měnově politická inflace opět zaostala za prognózou. Další měsíce nejspíše přinesou opětovné zdražení potravin, ke kterému se přidají i pohonné hmoty. Vedle toho musíme počítat od nového roku s dražším bydlením včetně energií, vody a tepla. Meziroční inflace se tak brzy dostane mírně nad úroveň dvou procent a bude tedy o něco vyšší než předpokládá nejnovější prognóza ČNB. Oproti současnosti však inflace vzroste jen mírně, přesto však v příštím roce pohlčí navýšení mezd. Nelze tak vyloučit, že po letech dojde k propadu průměrné reálné mzdy, což se ještě dále odrazí na ochotě spotřebitelů utrácet.

**Maďarská jádrová meziroční míra inflace zůstává pod 2,0 %.**

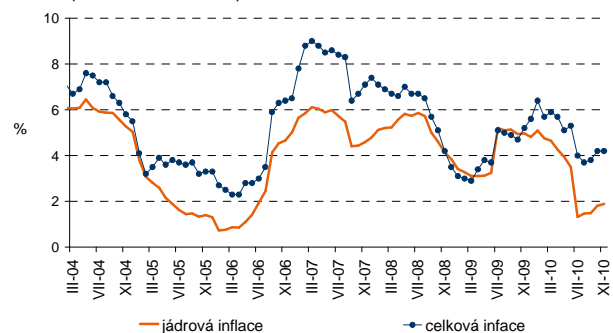
Podobně jako v České republice i v Maďarsku táhly spotřebitelské ceny především potraviny, které se v meziročním srovnání v listopadu zvýšily dokonce o 6,6 %. Obdobně nepříznivě se vyvíjejí i ceny pohonných hmot a energií a to přesto, že minulý měsíc nárůst těchto položek nebyl nijak dramatický. Naopak, pokud jde o ostatní položky, které spadají pod tzv. jádrovou inflaci, ty rostly velmi zvolna, takže tato složka inflace v meziročním srovnání rostla pomaleji než 2,0 %.

Nicméně ani tento relativně příznivý výsledek zřejmě centrální bankéře neodradí od toho, aby na příštím, popř. lednovém zasedání MNB, opět zvýšili úrokové sazby. Ačkoliv MNB se soustředí při své argumentaci na to, že je inflační výhled méně příznivý, v pozadí rozhodování centrální banky je cítit obava, že nestandardní zásahy vlády do ekonomiky povedou k razantnějšímu výprodeji maďarských aktiv a tedy i forintu.

**Struktura meziroční inflace v ČR**  
(vliv jednotlivých složek koše)

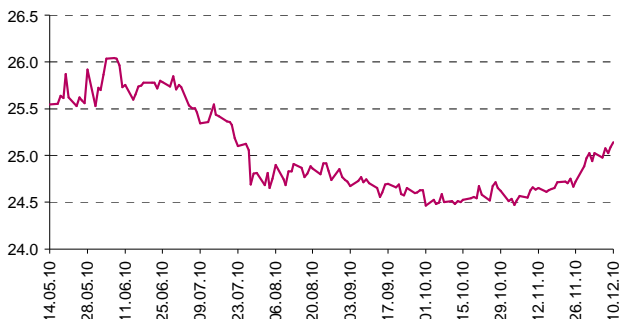


**Maďarská inflace**  
(meziroční změna)

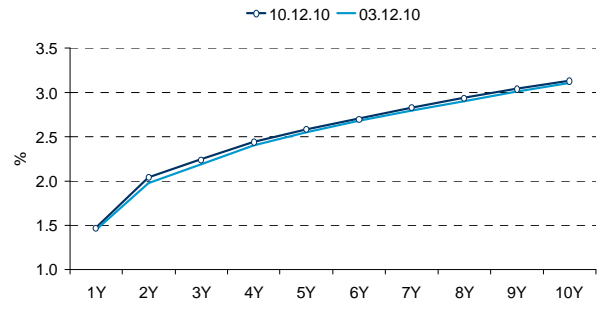


## Přehled trhů

EURCZK



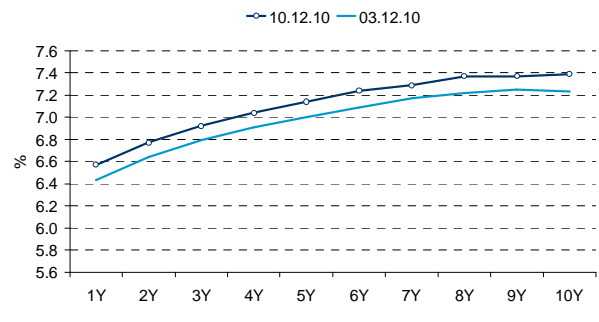
CZ IRS



EURHUF



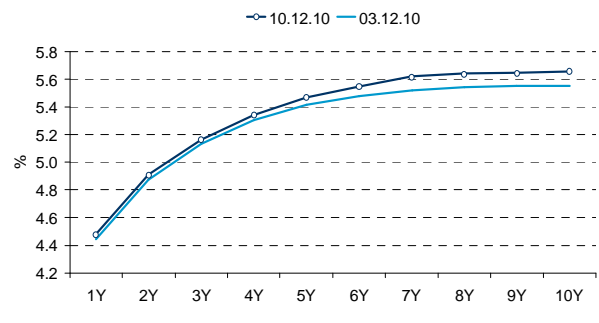
HU IRS



EURPLN



PL IRS



## Klíčové očekávané události

---

ÚT 10:00, CZ Běžný účet (mld. CZK)

	X.10	IX.10	X.09
Běžný účet	<b>-9,0</b>	-18,6	10,3
kumul. od ledna	<b>-88,6</b>	-79,6	-19,2
Obchodní bilance	<b>20,0</b>	19,4	18,8
kumul. od ledna	<b>176,9</b>	156,9	157,2

### ČR: Běžný účet opět v mínusu

Říjnový výsledek běžného účtu platební bilance se zřejmě bude pohybovat okolo -9 mld. korun. Na jedné straně uvidíme vysoký přebytek obchodní bilance, na straně druhé však v mínusu zůstanou, v důsledku tzv. brandingů, služby. Se záporným saldem dopadne i výnosová bilance, kde se projeví další odliv dividend, a nejspíše i transfery. Vývoj běžného účtu je v letošním roce podstatně méně příznivý než loni, a to zejména v důsledku zhoršení výsledků služeb (branding) a výnosů (dividendy, reinvestice). Za celý letošní rok tak běžný účet vykáže schodek okolo -2,6 % HDP.

## Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
<b>SR</b>	<b>13.12.2010</b>	<b>09:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>11/2010</b>					<b>0,0</b>	<b>1,0</b>
Polsko	13.12.2010	14:00	Běžný účet (mil. EUR)	10/2010			-1 130		-1 417	
Polsko	13.12.2010	14:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	10/2010			-805		-537	
ČR	14.12.2010	10:00	Běžný účet (mld. CZK)	10/2010	-9,0		-10,8		-18,6	
Německo	14.12.2010	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)	12/2010			84,0		81,5	
<b>Německo</b>	<b>14.12.2010</b>	<b>11:00</b>	<b>Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)</b>	<b>12/2010</b>			<b>3,5</b>		<b>1,8</b>	
EMU	14.12.2010	11:00	Průmyslová výroba (%)	10/2010			1,5	7,8	-0,9	5,2
Polsko	14.12.2010	14:00	Peněžní zásoba M3 (%)	11/2010			0,7		0,4	
<b>Polsko</b>	<b>14.12.2010</b>	<b>14:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>11/2010</b>			<b>0,3</b>	<b>2,9</b>	<b>0,5</b>	<b>2,8</b>
USA	14.12.2010	14:30	Jádrový index cen v průmyslu (%)	11/2010			0,2	1,2	-0,6	1,5
<b>USA</b>	<b>14.12.2010</b>	<b>14:30</b>	<b>Výrobní ceny (%)</b>	<b>11/2010</b>			<b>0,5</b>	<b>3,3</b>	<b>0,4</b>	<b>4,3</b>
<b>USA</b>	<b>14.12.2010</b>	<b>14:30</b>	<b>Maloobchodní tržby – bez automobilů (%)</b>	<b>11/2010</b>			<b>0,6</b>		<b>0,4</b>	
USA	14.12.2010	14:30	Maloobchodní tržby (%)	11/2010			0,6		1,2	
<b>USA</b>	<b>14.12.2010</b>	<b>20:15</b>	<b>Zasedání FOMC (%)</b>	<b>12/2010</b>			<b>0,25</b>		<b>0,25</b>	
EMU	15.12.2010	09:00	Projev Van Rompuy a Barroso v parlamentu EU	12/2010						
Maďarsko	15.12.2010	09:00	Průmyslová výroba (%)	10/2010 *F					-1,0	8,3
ČR	15.12.2010	09:00	Výrobní ceny (%)	11/2010	0,2	2,5	0,2	2,5	0,0	2,6
<b>USA</b>	<b>15.12.2010</b>	<b>14:30</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>11/2010</b>			<b>0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>0,2</b>	<b>1,2</b>
USA	15.12.2010	14:30	Jádrová inflace (%)	11/2010			0,1	0,6	0,0	0,6
<b>USA</b>	<b>15.12.2010</b>	<b>14:30</b>	<b>Podnikatelská nálada ve státě N.Y.</b>	<b>12/2010</b>			<b>4,00</b>		<b>-11,14</b>	
USA	15.12.2010	15:15	Využití kapacit (%)	11/2010			75,0		74,8	
<b>USA</b>	<b>15.12.2010</b>	<b>15:15</b>	<b>Průmyslová výroba (%)</b>	<b>11/2010</b>			<b>0,3</b>		<b>0,0</b>	
USA	15.12.2010	19:00	Index stavitelů rodinných domů	12/2010			16		16	

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
SR	16.12.2010	09:00	Harmonizovaná inflace (%)	11/2010					0,0	1,0
EMU	16.12.2010	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu	12/2010 *A			55,2		55,3	
EMU	16.12.2010	10:00	Index nákupních manažerů ve službách	12/2010 *A			55,3		55,4	
EMU	16.12.2010	11:00	Jádrová inflace (%)	11/2010 *F				1,2		1,1
<b>EMU</b>	<b>16.12.2010</b>	<b>11:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>11/2010</b>			<b>0,1</b>	<b>1,9</b>	<b>0,4</b>	<b>1,9</b>
Polsko	16.12.2010	14:00	Mzdy (%)	11/2010			3,5	4,5	1,1	3,9
USA	16.12.2010	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	11.12.			425		421	
USA	16.12.2010	14:30	Udělená stavební povolení	11/2010			558		550	
USA	16.12.2010	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	4.12.					4 086	
<b>USA</b>	<b>16.12.2010</b>	<b>14:30</b>	<b>Zahájení staveb nových domů</b>	<b>11/2010</b>			<b>550</b>		<b>519</b>	
USA	16.12.2010	14:30	Běžný účet (mld. USD)	3Q/2010			-126,0		-123,3	
Polsko	16.12.2010	15:00	Rozpočtové saldo (mil. PLN)	11/2010					-41 820	
USA	16.12.2010	16:00	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu	12/2010			14,1		22,5	
Maďarsko	17.12.2010	09:00	Mzdy (%)	10/2010				2,5		2,3
<b>Německo</b>	<b>17.12.2010</b>	<b>10:00</b>	<b>Index podnikatelské nálady Ifo</b>	<b>12/2010</b>			<b>109,0</b>		<b>109,3</b>	
Německo	17.12.2010	10:00	Index Ifo (očekávání)	12/2010			106,0		106,3	
Německo	17.12.2010	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)	12/2010			112,6		112,3	
EMU	17.12.2010	11:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	10/2010					2,4	
<b>Polsko</b>	<b>17.12.2010</b>	<b>14:00</b>	<b>Průmyslová výroba (%)</b>	<b>11/2010</b>			<b>-1,1</b>	<b>10,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>8,0</b>
Polsko	17.12.2010	14:00	Ceny v průmyslu (%)	11/2010			0,1	4,5	0,0	4,0
USA	17.12.2010	16:00	Předstihové ukazatele	11/2010			1,1		0,5	

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.10	III.11	VI.11	IX.11	XII.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 depó	5,25	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	25 bps	29.11.2010
Polsko	2T inter. sazba	3,50	3,75	3,75	4,00	4,00	4,00	-25 bps	25.6.2009

### Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	XII.10	III.11	VI.11	IX.11	XII.11
Česko	PRIBOR 3M	1,23	1,20	1,22	1,26	1,45	1,60
Maďarsko	BUBOR 3M	5,61	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Polsko	WIBOR 3M	3,91	3,90	3,90	4,10	4,30	4,30

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

		současná hodnota	XII.10	III.11	VI.11	IX.11	XII.11
Česko	IRS 10 let	3,12	3,00	3,00	3,15	3,35	3,50
Maďarsko		7,37	8,00	7,75	7,75	7,50	7,50
Polsko		5,66	4,95	5,40	5,60	5,60	5,80

### Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	XII.10	III.11	VI.11	IX.11	XII.11
Česko	EUR/CZK	25,2	24,8	24,5	24,6	24,6	24,0
Maďarsko	EUR/HUF	278,3	280	280	277	273	270
Polsko	EUR/PLN	4,03	4,00	3,90	3,60	3,70	3,60

### HDP

		Meziroční změna v %					
		Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011	Q3 2011	Q4 2011	Q1 2012
Česko		2,6	2,1	1,6	1,4	2,4	2,3
Maďarsko		2,0	2,4	2,8	3,2	3,5	3,5

### Inflace

		Meziroční změna v %					
		XII.10	III.11	VI.11	IX.11	XII.11	III.12
Česko		2,2	2,2	2,5	2,5	2,2	2,0
Maďarsko		4,4	4,0	3,8	3,5	3,5	3,5

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

	2009	2010
Česko	-1,0	-2,6
Maďarsko	0,5	1,0

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

	2009	2010
Česko	-5,9	-5,3
Maďarsko	-3,8	-2,9

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.