



● Polsko

Růst polské ekonomiky zůstává i ve druhém čtvrtletí velice solidní 2

● Střední Evropa

PMI: Kontrast mezi střední a západní Evropou 3

● Výhled na týden

Potvrdí výsledky průmyslové výroby zhoršení podnikatelských nálad? 5

Západní Evropa šlape na brzdu a východní brzy také

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24.38	0.85%	↗	↗
EUR/PLN	4.189	6.02%	↗	↗
EUR/HUF	275.6	4.46%	↗	↗
3M PRIBOR	1.18	-0.01	→	→
3M WIBOR	4.72	0.03	→	↘
3M BUBOR	6.10	0.00	→	→
10Y CZK	2.82	-0.83	↘	→
10Y PLN	5.61	-0.15	→	→
10Y HUF	7.19	0.13	→	→
3M EURIBOR	1.59	-0.11	↘	↘
10Y EMU	2.01	-0.83	↘	↘

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Konjunkturální situace v Evropě se poměrně dramaticky mění. Bohužel k horšímu. Nejde přitom jen o makroekonomické ukazatele předlužených zemí eurozóny, ale o sérii negativních překvapení, jež zasáhla jádro měnové unie – Německo – s nímž jsou středoevropské ekonomiky citelně provázány.

Zpomalování růstu je ve střední Evropě zatím cítit především v tzv. měkkých datech – tedy podnikatelských či spotřebitelských náladách, popř. v klesajících nových objednávkách. Naopak, pokud se např. podíváme na tzv. tvrdá data, jako například na nedávno zveřejněný výsledek růstu HDP v Polsku, pak ta stále ze setrvačnosti ukazují na svižný růst. Následující týden a ty co po něm budou následovat mohou ukázat na to, že vývoz a tedy i průmyslová výroba prudce šlape na brzdu. Hrozba stagnace či dokonce recese v regionu tak bude v podstatě za rohem. A jak se úvahy o tomto nepříznivém makroekonomickém scénáři projeví na regionálních finančních trzích?

Pomineme-li negativní důsledky finanční nákazy, kterou do Maďarska a Polska přináší sílící švýcarských frank (který podlamuje bilance domácností zadlužených v této měně), pak horší růstové výhledy exportně orientovaných ekonomik ve střední Evropě mají za následek především tlak na depreciaci měny. K té již fakticky částečně v případě středoevropských měn došlo. To, zdali regionální měny svoje ztráty dále rozšíří, bude podle nás záležet právě na dvou výše uvedených faktorech: za prvé, jak moc vzroste strach z vývoje na periferii eurozóny a s ním i hodnota švýcarského franku a za druhé, jak hluboký propad hlavních ekonomik EU budou trhy započítávat do svých cen. V obou případech lze jen těžko říci, jak dlouhý tento tržní proces nakonec bude. Přesto jedno víme s velkou dávkou pravděpodobnosti již nyní: na jeho konci rozhodně nejsme.

Růst polské ekonomiky zůstává i ve druhém čtvrtletí velice solidní

Petr Báča

Ačkoliv i ve druhém čtvrtletí rostla polská ekonomika více než čtyřprocentním tempem, ...

... tak ve zbytku roku a v roce 2012 by ji měly brzdit vyšší úrokové sazby a střídmější rozpočtová politika.

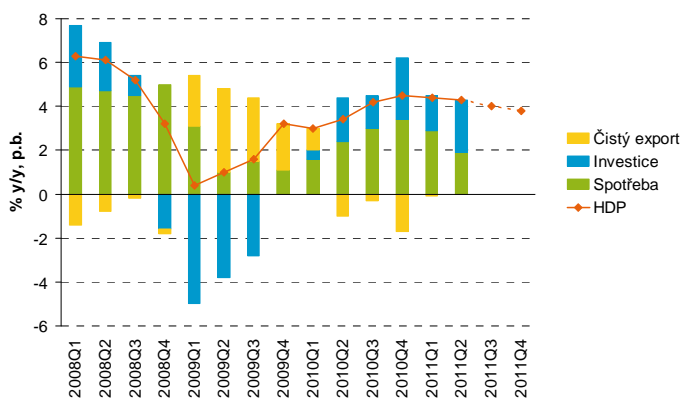
Podle předběžného odhadu polského statistického úřadu vzrostla tamější ekonomika ve druhém čtvrtletí tohoto roku meziročně o 4,3 % a připravila tak trhům i nám mírné pozitivní překvapení.

Z poptávkového hlediska byla hlavním tahounem opět spotřeba domácností, která k růstu přispěla 2,2 procentními body. Oproti předchozím čtvrtletím však došlo i ke značnému oživení investiční aktivity. Příspěvek investic k růstu (po vyloučení vlivu doplňování zásob) činil 1,4 procentního bodu a dosáhl tak nejvyšší hodnoty od posledního čtvrtletí roku 2008. Nejdynamičtějším odvětvím z hlediska tvorby přidané hodnoty bylo ve druhém čtvrtletí stavebnictví, které rostlo meziročně dokonce o 17 procent. Bezespору pozitivní zprávou je, že nejvyšší meziroční růst od konce roku 2008 zaznamenal sektor služeb (4,1 %), který tak rostl stejně rychle, jako průmysl.

Navzdory velice dobrým výsledkům v první polovině tohoto roku se domníváme, že v následujících měsících bude polská ekonomika zpomalovat. Faktory, které jí pomáhaly během nedávné finanční krize, by měly pomalu odeznívat. Relativně vysoký veřejný dluh, který se v minulém roce vyšplhal na dohled od hranice 55 % HDP, jež automaticky podle ústavy spouští úsporná opatření, by měl držet vládní výdaje v následujících letech na uzdě. Polské ministerstvo financí již oznámilo, že pro následující rok počítá se schodkem ve výši zhruba 3 % HDP (na letošní rok plánuje 5,6 % HDP). Navíc, vysoké ceny komodit donutily centrální banku k poměrně razantnímu zpřísnění měnových podmínek v zemi. Vyšší úrokové sazby a střídmější rozpočtová politika by tak společně měly působit ve směru nižšího růstu ekonomiky ve druhé polovině tohoto roku a rovněž v roce následujícím. Pro tento rok proto odhadujeme růst ekonomiky na úrovni 4,1 % a pro rok následující 3,6 %.

Navíc, rizika pro další vývoj polské ekonomiky jsou vzhledem k událostem z posledních měsíců vychýlena spíše směrem k nižšímu růstu. Na vině je především nejistota týkající se udržitelnosti světového hospodářského růstu. Z domácích faktorů si pozornost zasluhuje vysoký podíl hypoték v zahraničních měnách (viz Analytický týdeník z 22. července).

Příspěvky k růstu HDP



PMI: Kontrast mezi střední a západní Evropou

Petr Dufek

PMI eurozóny spadl pod hranici 50 a je nejnižší za poslední dva roky. Zakázky padají a tvorba nových míst zpomaluje.

Poslední ekonomická data přicházející z Evropy přilíhají důvodů k optimismu zatím nedávají. Naposledy tento týden zveřejněné indexy nákupních manažerů (PMI) pokračují ve svém předchozím pádu. PMI za celou eurozónu se již dostal pod kritickou hranici 50, která znamená zhoršení výsledků průmyslu (respektive propad výroby) ve srovnání s předchozím obdobím. Německý PMI sice zůstává ještě nad touto hranicí, avšak aktuálně je na nejnižší úrovni za posledních 23 měsíců. A ne jinak na tom jsou i tyto ukazatele za Nizozemí a Rakousko. V případě dalších významných evropských ekonomik (Francie, Itálie, Španělsko) se PMI nejen drží na dlouhodobých minimech, ale navíc je už právě pod výše zmíněnou hranicí 50. Za poklesem očekávání přitom není jen slabší výroba, ale rovněž i propad nových zakázek, který nevěští nic dobrého.

Český, polský i maďarský PMI stále v pozitivním teritoriu.

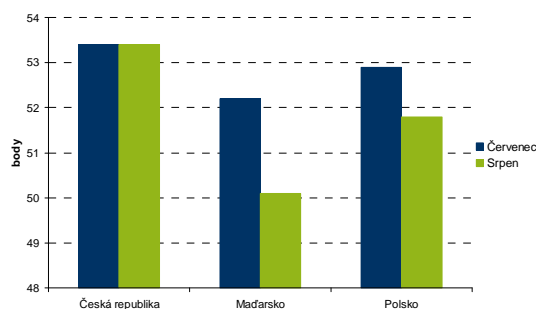
V kontrastu k výsledkům PMI v zemích na západ od českých hranic dopadla střední Evropa ještě docela dobře. Polský i maďarský PMI sice poklesl, avšak stále je nad hranicí 50. Český PMI se dokonce nezhoršil – stagnoval na hodnotě 53,4 – díky velmi pozitivnímu vývoji nových zakázek. To je vzhledem k propadům v eurozóně docela překvapivý výsledek. Zvláště pak, když vezmeme v úvahu exportní závislost české ekonomiky. Na druhou stranu však i české firmy pociťují nejistotu z dalšího vývoje evropské poptávky, a to se odrazí na vývoji zaměstnanosti.

V případě Polska zakázky celkově rovněž vzrostly, avšak ty exportní byly tentokrát slabší. Zdá se, že Polsko i tentokrát dokáže čelit slábnoucí zahraniční poptávce díky rostoucím domácím zakázkám, jak se mu to podařilo při minulé evropské recesi. Maďarský PMI se na rozdíl od ČR a Polska drží nad padesátkou jen velmi těsně (50,1). Pomáhá mu k tomu růst výroby a zaměstnanosti, na druhou stranu nové zakázky propadly.

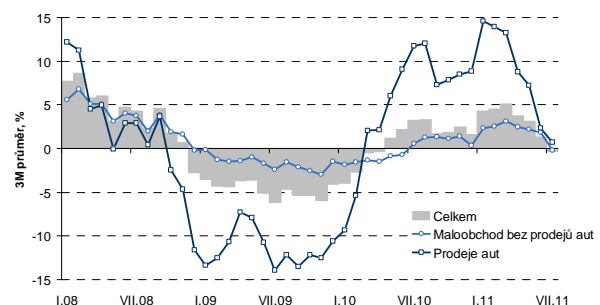
Nálada v české ekonomice přesto slábne. Optimističtí jsou už jen obchodníci.

I když český PMI zůstal na předchozí úrovni, celková nálada v ekonomice slábne. Jak už naznačil konjunkturální průzkum Českého statistického úřadu, celková důvěra v ekonomice klesá. Nižší nálada postihuje průmysl, stavebnictví, služby. Horší se i spotřebitelská důvěra v důsledku větších obav z růstu nezaměstnanosti. Jediný, kdo se může pochlubit větším optimismem jsou obchodníci, což ovšem docela kontrastuje s výsledky jejich tržeb v posledních dvou měsících. Červnové i červencové tržby maloobchodu meziročně propadly a jak se zdá, na zvýšení spotřebitelského apetitu ve druhé polovině roku nelze příliš sázet.

Regionální PMI



CZ: Maloobchodní tržby

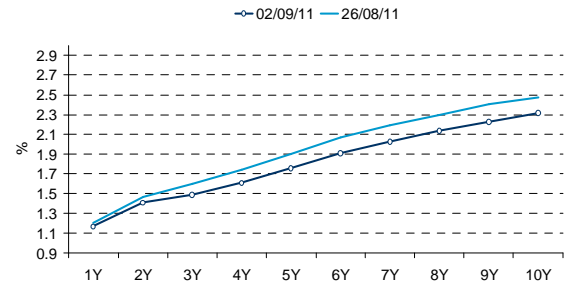


Přehled trhů

EURCZK



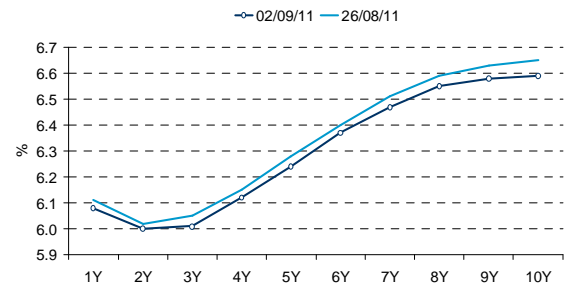
CZ IRS



EURHUF



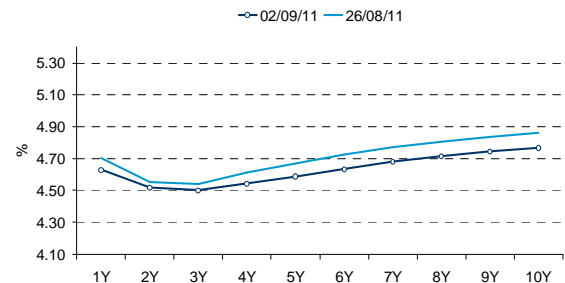
HU IRS



EURPLN



PL IRS



Klíčové očekávané události

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

	VII.11	VI.11	VII.10
Měsíčně	4,7	7,4	6,0
kumul. od ledna	10,0	10,8	8,8

CZ: Průmysl zvolňuje tempo

Za slabším očekávaným červencovým výsledkem průmyslu stojí především nižší počet pracovních dnů a také nižší tempo nových zakázek v předchozích měsících. Příznivá čísla o výrobě můžeme čekat od automobilového průmyslu, výroby kovů, elektrických zařízení a strojírenství. Naopak pokles nejspíše zaznamenali výrobci elektroniky, potravin, chemie a pravděpodobně i energetické firmy. Ještě důležitější než samotné číslo o růstu produkce budou i tentokrát nové zakázky, které naznačí směr průmyslu v dalších měsících. Doposud jejich vývoj divergoval: zatímco zahraniční zakázky mířily stále vzhůru, ty domácí už řadu měsíců padají.

ST 9:00, HU Průmyslová výroba (% , y/y)

	VII.11	VI.11	VII.10
meziročně	0,0	1,0	12,5

HU: Růst průmyslu se zcela zastavil

Růst průmyslu v Maďarsku se pravděpodobně prakticky zcela zastavil, což je situace, kterou ekonomika pamatuje naposledy v roce 2009.

ČT 9:00, CZ Míra nezaměstnanosti (%)

	VIII.11	VII.11	VIII.10
Míra	8,4	8,2	8,6

CZ: Sezónně vyšší nezaměstnanost

Předpokládáme, že v srpnu se míra nezaměstnanosti mírně zvýšila na 8,4 % v souladu se sezónním vývojem. Sezónní práce jsou v plném proudu, takže nových – dočasných – míst ve službách, zemědělství a stavebnictví už v posledním měsíci příliš nevzniklo. Celkově je situace na trhu práce stabilizovaná. Nezaměstnanost po očištění o sezónní vlivy už neklesá, ale stagnuje. Na druhou stranu v Evropě rostou obavy z prudkého zpomalení či dokonce recese, takže výhled českého trhu práce je prozatím velmi nejasný. Do konce roku se míra nezaměstnanosti nejspíše zvýší k 8,5 %.

PÁ 9:00, CZ Inflace (% , m/m)

	VIII.11	VII.11	VIII.10
Inflace	0,0	0,3	-0,3
Potraviny	-0,9	-0,3	-0,8
Bydlení a energie	0,1	0,3	0,0
Doprava	0,3	0,0	-0,8

CZ: Inflace opět na cíli

Spotřebitelské ceny zůstaly v srpnu nejspíše celkově beze změny. Levnější byly s největší pravděpodobností potraviny, sezónní oblečení a obuv, naopak mírně se zvýšily ceny rekreací a pohonných hmot. Růst cen je však celkově velmi umírněný a stále jej silně brzdí slabá domácí poptávka. Nečekáme ani, že by tomu bylo jinak i v dalších měsících. Inflace se udrží blízko cíle ČNB, která tak nemá důvod i nadále sahat na sazby. K inflačnímu skoku dojde teprve až na začátku příštího roku, kdy by mělo dojít ke zvýšení dolní sazby DPH, která by pak katapultovala inflaci nad hranici 3 %.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
EMU	5.9.2011	10:00	Index nákupních manažerů ve službách	08/2011 *F			51,5		51,5	
EMU	5.9.2011	11:00	Maloobchodní tržby (%)	07/2011				-0,8	0,9	-0,4
ČR	6.9.2011	09:00	Obchodní bilance (mld. CZK)	07/2011	5,0		8,6		17,6	
SR	6.9.2011	09:00	HDP (%)	2Q/2011 *F						3,3
ČR	6.9.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	07/2011		4,7		5,0		7,4
SR	6.9.2011	09:00	Maloobchodní tržby (%)	07/2011						-4,2
ČR	6.9.2011	09:00	Stavební výroba (%)	07/2011						-6,3
EMU	6.9.2011	11:00	HDP (%)	2Q/2011 *P			0,2	1,7	0,2	1,7
Německo	6.9.2011	12:00	Tovární zakázky (%)	07/2011			-1,5	9,8	1,8	9,5
USA	6.9.2011	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM	08/2011			51,2		52,7	
Maďarsko	7.9.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	07/2011 *P		0,0		1,9	-0,6	1,0
ČR	7.9.2011	10:00	Běžný účet (mld. CZK)	2Q/2011			-1 611		811	
ČR	7.9.2011	12:00	Aukce st. dluhopisu 5,70%/2024 (mld. CZK)	09/2011			8			
Německo	7.9.2011	12:00	Průmyslová výroba (%)	07/2011			0,5	6,5	-1,1	6,7
Polsko	7.9.2011	14:00	Zasedání RPP (%)	09/2011			4,50		4,50	
Maďarsko	7.9.2011	17:00	Rozpočtové saldo (mld. HUF)	08/2011						-14,9
USA	7.9.2011	20:00	Běžová kniha (Fed)	09/2011						
Německo	8.9.2011	08:00	Obchodní bilance (mld. EUR)	07/2011			11,5		12,7	
Německo	8.9.2011	08:00	Běžný účet (mld. EUR)	07/2011			10,0		11,9	
ČR	8.9.2011	09:00	HDP (%)	2Q/2011 *F					0,2	2,4
Maďarsko	8.9.2011	09:00	HDP (%)	2Q/2011 *F						1,5
SR	8.9.2011	09:00	Stavební výroba (%)	07/2011						-1,2
SR	8.9.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	07/2011						4,9
SR	8.9.2011	09:00	Obchodní bilance (mld. EUR)	07/2011					207	
ČR	8.9.2011	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	08/2011	8,4		8,2		8,2	
Maďarsko	8.9.2011	12:00	Aukce st. dluhopisu/pevná sazba (mld. HUF)	09/2011						
EMU	8.9.2011	13:45	Zasedání ECB (%)	09/2011			1,50		1,50	
USA	8.9.2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	26.8.					3 735	
USA	8.9.2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	2.9.					409	
USA	8.9.2011	14:30	Obchodní bilance (mld. USD)	07/2011			-50,0		-53,1	
Německo	9.9.2011	08:00	Harmonizovaná inflace (%)	08/2011 *F			-0,1	2,4	-0,1	2,4
Německo	9.9.2011	08:00	Inflace (%)	08/2011 *F			-0,1	2,3	-0,1	2,3
SR	9.9.2011	09:00	Mzdy (%)	07/2011						-1,7
ČR	9.9.2011	09:00	Inflace (%)	08/2011	0,0	2,0	-0,1	1,9	0,3	1,7
Maďarsko	9.9.2011	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	07/2011 *P			220,0		609,3	

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	Sep-11	Dec-11	Mar-12	Jun-12	Sep-12	poslední změna	
Česko	2T repo	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	1.25	-25 bps	5/6/2010
Maďarsko	2T depó	6.00	6.00	6.00	6.25	6.25	6.25	25 bps	1/24/2011
Polsko	2T inter. sazba	4.25	4.50	4.75	4.75	4.75	5.00	25 bps	5/11/2011

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	Sep-11	Dec-11	Mar-12	Jun-12	Sep-12
Česko	PRIBOR 3M	1.18	1.20	1.22	1.25	1.35	1.55
Maďarsko	BUBOR 3M	6.08	6.00	6.25	6.25	6.30	6.30
Polsko	WIBOR 3M	4.72	4.60	5.00	5.10	5.15	5.15

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	Sep-11	Dec-11	Mar-12	Jun-12	Sep-12
Česko	IRS 10 let	2.26	2.50	2.70	2.75	3.10	3.25
Maďarsko		6.50	7.25	7.00	7.00	6.90	6.90
Polsko		4.70	5.95	6.00	6.10	6.15	6.20

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	Sep-11	Dec-11	Mar-12	Jun-12	Sep-12
Česko	EUR/CZK	24.4	25.0	24.4	23.7	23.5	23.4
Maďarsko	EUR/HUF	275.8	275	270	267	265	265
Polsko	EUR/PLN	4.19	4.20	3.90	3.70	3.70	3.60

HDP

	Q1 2011	Q2 2011	Q3 2011	Q4 2011	Q1 2012	Q2 2012	Q3 2012	Meziroční změna v %
Česko	2.8	2.2	1.6	1.6	0.6	1.0	1.8	
Maďarsko	2.5	2.3	1.5	1.5	2.0	1.8	1.8	
Polsko	4.4	4.1	3.8	3.8	3.8	4.0	3.9	

Inflace

	Jun-11	Sep-11	Dec-11	Mar-12	Jun-12	Sep-12	Dec-12	Meziroční změna v %
Česko	1.8	2.0	2.2	3.5	3.7	3.3	3.3	
Maďarsko	4.3	4.5	3.2	3.0	2.8	2.8	2.8	
Polsko	4.3	4.1	3.8	3.5	3.0	2.8	2.5	

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

	2010	2011
Česko	-3.8	-3.6
Maďarsko	0.5	2.9
Polsko	-2.1	-2.9

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

	2010	2011
Česko	-4.7	-4.3
Maďarsko	-3.8	-2.9
Polsko	-7.1	-6.9

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 jejich 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.