



● Polsko

Zlotý na cestě k povolebnímu uklidnění 2

● Česká republika

Český průmysl ztrácí zakázky 3

● Výhled na týden

Víkend ve znamení polských parlamentních voleb 5

Volby mohou být pro polské trhy dalším testem

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24,79	↘	↘
EUR/PLN	4,372	↘	↘
EUR/HUF	295,6	↘	↘
3M PRIBOR	1,18	→	→
3M WIBOR	4,76	→	→
3M BUBOR	6,12	→	→
10Y CZK	3,08	↗	↘
10Y PLN	5,74	↘	↘
10Y HUF	7,82	↘	↘
3M EURIBOR	1,58	→	→
10Y EMU	2,01	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Návrat apetitu po riziku na globálních trzích znamenal značnou úlevu pro většinu středoevropských trhů. Trochu paradoxně tato úleva přichází v situaci, kdy se údaje o průmyslové výrobě v regionu prudce zhoršují, přičemž pohled na nové zakázky naznačuje, že v nejbližších měsících nebude lépe.

Patrně nejvíce byl vidět úbytek pesimismu na maďarském a polském trhu dluhopisů, kde výnosy poklesly během týdne o desítky výnosových bodů. Zajímavé přitom je, že na tomto poklesu se nikterak nepodílely komentáře centrálních bankéřů, které sice zazněly, avšak jejich vyznění bylo spíše neutrální. Daleko důležitější pro dluhopisy dotyčných zemí byl přitom fakt, že kurzy forintu i zlotého se podařilo (i s přispěním NBP) stabilizovat.

Start do příštího týdne přitom může být zajímavý především v Polsku, neboť se zde o víkend konají parlamentní volby. V průzkumech dál vede současná vládní koalice vedená Občanskou platformou (OP). Její náskok ale není zdaleka tak velký jako na počátku roku. Pokud by přitom opozice vedená konzervativně-sociální stranou Právo a Spravedlnost (PiS) výrazně zabodovala, nemusí se to zahraničním investorům, kteří drží více než 30 % polských vládních dluhopisů, vůbec líbit. Pro trhy by přitom nejhorší variantou byl pravděpodobně slabý zisk, eventuálně těsná prohra Občanské platformy v kombinaci se slabým ziskem koaličního partnera, tedy lidovců. V takové situaci by OP musela vyjednávat s opozičními post-komunisty a tudíž by se těžko dalo sázet na současné tempo utahování rozpočtové politiky a tedy i na pokles deficitu pod 3 % HDP do roku 2013.

Polsko: Zlotý na cestě k povolebnímu uklidnění

Jan Bureš, Petr Báča

NBP ponechala sazby beze změny a připustila možnost dalších intervencí ve prospěch zlotého...

Výsledky dvoudenního zasedání Polské centrální banky (NBP) trhy nepřekvapily, neboť sazby zůstaly zachovány na úrovni 4,5 %. Jednalo se o všeobecně očekávaný výsledek, protože argumenty pro ponechání sazeb beze změny byly dostatečně silné a byly zřejmé již dopředu - na jedné straně sice živí inflační tlaky slabší zlotý, na druhé straně je však brzdí zpomalení růstu a nejistá situace v eurozóně. Kromě toho, prezident NBP Belka se na tiskové konferenci svěřil, že v dobách všeobecné nejistoty působí pevné úrokové sazby jako stabilizující prvek pro ekonomiku.

..., který se může v případě pokračování dnešní koalice stabilizovat.

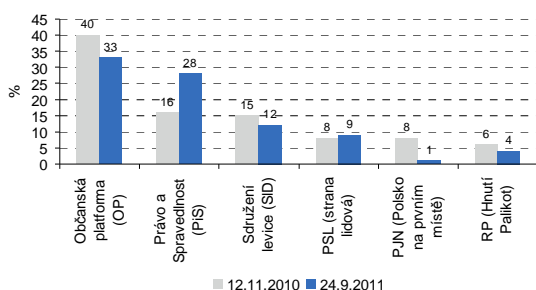
Hlavní zdroj obav polských tvůrců hospodářské politiky je tak momentálně oslabující zlotý. Kromě inflačních tlaků se totiž zhoršuje ukazatel veřejného dluhu k HDP (zhruba 25 % dluhu je v zahraničních měnách) a kromě toho se prodražuje domácnostem financování hypoték denominovaných v cizích měnách. Právě proto se jak ministerstvo financí tak NBP v uplynulých týdnech uchýlily k intervencím a vývoj kurzu zlotého byl i předmětem mnoha komentářů. Prezident NBP Belka řekl, že zlotý je odtržený od polských fundamentů a že další intervence jsou možné, stejně jako případné změny úrokových sazeb v případě, že by návrat inflace k cíli byl ohrožen. Ministr financí Rostowski řekl, že intervence NBP byly vhodné a dodal, že ministerstvo bude "čas od času" (pokud to bude považovat za výhodné) proměňovat peníze z fondů EU.

Zkušenost s intervencemi z posledních týdnů a znovu se potvrzující ochota BGK i NBP vstupovat na trh, by měla zlotému přinést v nadcházejících týdnech určitou úlevu. Zvláště, pokud dobře dopadnou víkendové volby. Trhy v posledních dnech začala strašit vidina vítězné opoziční PiS (Právo a Spravedlnost) a její návrat do vlády. I když těsné vítězství PiS vzhledem k vývoji preferencí v posledních týdnech není vyloučené, návrat do vlády je málo pravděpodobný.

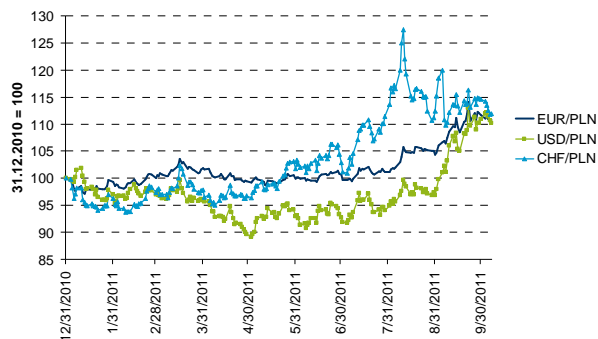
Největším strašákem pro trhy zůstává varianta, ve které by OP musela současně vyjednat jak s Lidovci, tak s post-komunisty.

Tehdejší koaliční partneři PiS totiž hrají na dnešní politické scéně zanedbatelnou roli – ultrakatolická Liga polských rodin zmizela ze scény a šéf extremistů ze Sebeobrany Andrej Leper spáchal sebevraždu. PiS by tak těžko i v případě vítězství hledala mezi zbylými stranami koaličního partnera. Kromě strany lidové (dnešního koaličního partnera OP) mají reálnou šanci na úspěch ve volbách ještě post-komunisté (SLD) a ultra-liberální odnož občanské platformy (Hnutí Palikot). Obě strany aktivně vystupují proti katolické církvi a zastávají se práv homosexuálů. Těžko si tedy představit, že by tyto strany s konzervativní PiS našly společnou řeč. Pro trhy by tak nejhorší variantou byl pravděpodobně slabý zisk, eventuálně těsná prohra Občanské platformy v kombinaci se slabým ziskem koaličního partnera z PSL. Pokud by OP musela vyjednat s post-komunisty, těžko by se dalo dále sázet na současné tempo utahování rozpočtů a deficitu pod 3 % HDP do roku 2013 by věřil málokdo.

Předvolební průzkumy, volby 2011



Vývoj vybraných měnových párů



Český průmysl ztrácí zakázky

Petr Dufek

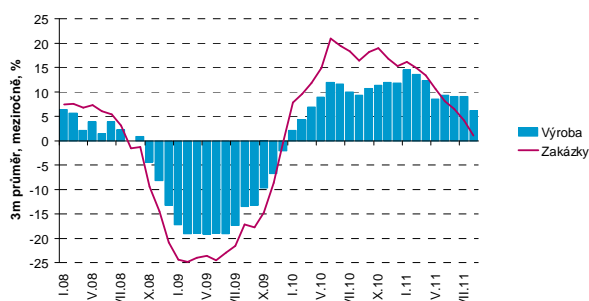
Průmyslová výroba roste, zatímco nové zakázky začínají padat.

Samotný srpnový výsledek průmyslové výroby nepřekvapil. Meziročně se výroba zvýšila o 5,9 %, zatímco ve srovnání s červencem byla o 0,6 % nižší. Hlavní zásluhu na meziročním vzestupu výroby měla podobně jako v posledních měsících opět auta, strojírenství a výroba kovů. Naproti tomu se podle očekávání nedařilo výrobě elektroniky a potravinářskému průmyslu. Zapomenout nelze ani na fakt, že na srpnový výsledek průmyslu pozitivně zapůsobil o jeden den vyšší počet pracovních dnů. Mnohem zajímavější zprávou než samotný růst průmyslové produkce je však první pokles nových průmyslových zakázek (-3,4 % y/y) po jednadvaceti měsících jejich soustavného růstu. Méně se přitom zakázkové knihy plnily automobilkám (-6,2 % y/y), výrobcům kovů (-9,9 %) a především pak výrobcům elektroniky (-18,7 %). Nové zahraniční zakázky sice ještě zůstaly v plusu (+3,3 % y/y), nedokázaly však již tentokrát vykompenzovat slábnoucí domácí poptávku po průmyslových výrobcích, ať už jde o elektroniku, elektrotechniku nebo automobily. Navíc je stále více patrné, že i doposud rostoucí trend zahraničních zakázek měsíc od měsíce slábne a nelze proto vyloučit, že i zde zanedlouho uvidíme první propad. Celkově lze říct, že průmyslu jako nejsilnějšímu odvětví naší ekonomiky pozvolna dochází dech s tím, jak klesá domácí poptávka a jak v Evropě začínají být stále zřetelnější známky ochabování ekonomického růstu. Předpokládáme proto, že se brzy dočkáme mnohem slabších čísel HDP, než jaká jsme viděli v první polovině roku.

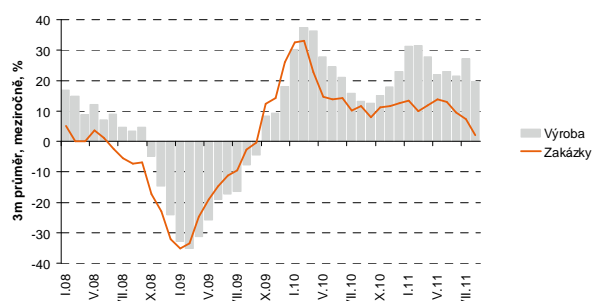
Horší výsledky má za sebou i německý průmysl.

A český průmysl rozhodně není jediný, kdo se potýká se slábnoucí poptávkou. V posledních dvou měsících totiž dochází k poklesu zakázek německého průmyslu. Prozatím jde „jen“ o meziměsíční poklesy, nicméně ty spolu s klesající důvěrou či náladou podnikatelů dokládají, že situace v průmyslu se mění, a to nikoliv k lepšímu. Index nákupních manažerů (PMI) se přiblížil ke kritické hranici 50 a signalizuje další zhoršení vývoje a vyhlídek německého průmyslu. Zvláště znepokojivý je propad nových zakázek – především těch exportních – které odrážejí přicházející ekonomické ochlazení. Jak prudké bude, záleží na schopnosti Evropy postavit se čelem k dluhové krizi a na rozdíl od dosavadního odkládání ji vyřešit.

Průmyslová výroba a zakázky

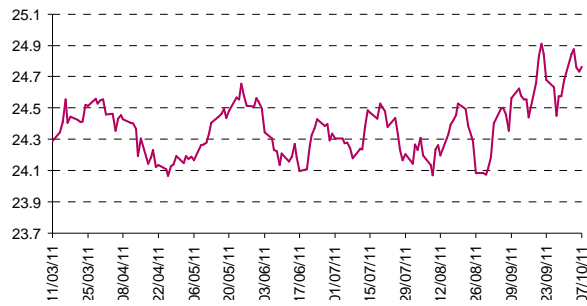


Výroba motorových vozidel a zakázky

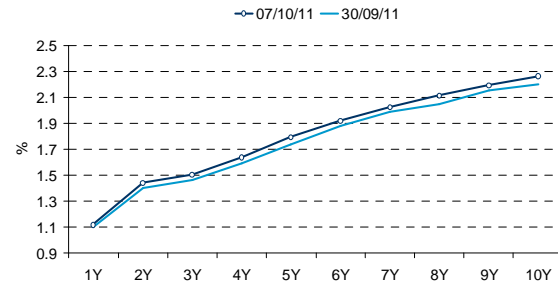


Přehled trhů

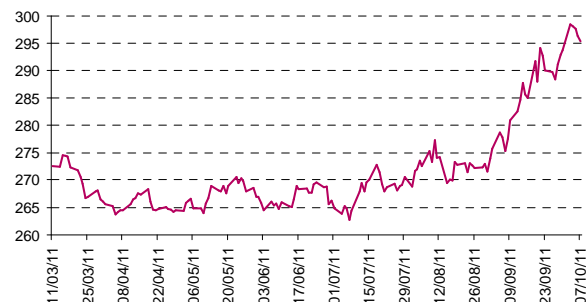
EURCZK



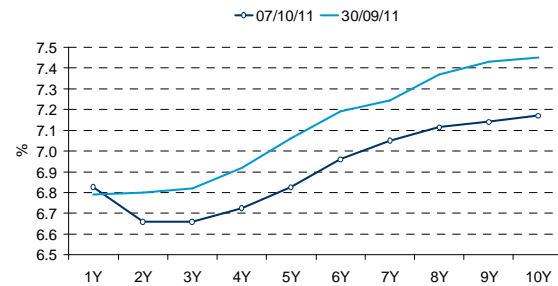
CZ IRS



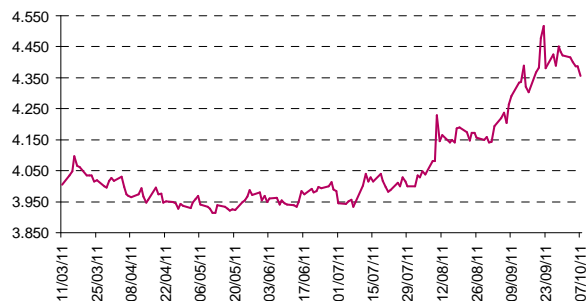
EURHUF



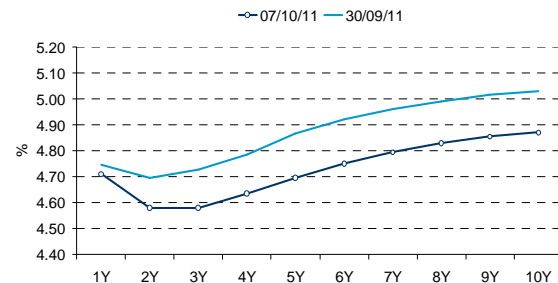
HU IRS



EURPLN



PL IRS



Klíčové očekávané události

PO 9:00, CZ Inlace (% m/m)

	IX.11	VIII.11	IX.10
Inlace	-0,3	-0,3	-0,3
Potraviny	-0,1	-1,4	0,1
Bydlení a energie	0,0	0,0	0,0
Doprava	0,0	0,2	-0,5

CZ: Inlace stále pod cílem

Zárijovou inflaci ovlivnilo především sezónní zlevnění rekreací a zájezdů. Vedle toho levnější byly potraviny. Naproti tomu se zvýšením cen přišli tentokrát prodejci sezónního oblečení. Meziroční inflace i nadále zůstává pod cílem ČNB, kde zůstane až do konce roku. Teprve až zvýšení dolní sazby DPH na začátku příštího roku katapultuje inflaci nad hranici tří procent, nicméně slabší spotřebitelská poptávka by měla eliminovat sekundární dopady této daňové změny. ČNB proto může i nadále pokračovat ve vyčkávacím módu.

PO 9:00, CZ Míra nezaměstnanosti (%)

	IX.11	VIII.11	IX.10
Míra	8,1	8,2	8,5

CZ: Nezaměstnanost nad osmi procenty

Míra nezaměstnanosti se v září pravděpodobně snížila o jednu desetinu procentního bodu. Za poklesem je především sezónnost a také i zvýšený zájem o předčasné důchody vyvolaný změnou výpočtu těchto penzí. Proti tomu bude na trhu práce vidět zvýšený příliv absolventů škol. Zatímco dosud nezaměstnanost klesala, v posledních měsících roku můžeme počítat s jejím opětovným nárůstem až k 8,5 %.

ČT 10:00, CZ Běžný účet (mlrd. CZK)

	VIII.11	VII.11	VIII.10
Běžný účet	-20,4	-12,8	-23,5
kumul. od ledna	-61,7	-41,2	-90,8
Obchodní bilance	-4,0	5,7	-1,3
kumul. od ledna	60,7	64,7	46,0

CZ: Dividendová sezóna pokračuje

Za očekávaným schodkem běžného účtu platební bilance byly i v srpnu nejspíše dividendy. I když v posledních měsících byl odliv dividend výrazně slabší než v loňském roce, nepředpokládáme, že by se tento trend udržel i v následujících měsících. Srpnový běžný účet navíc ovlivnil i slabší výsledek obchodní bilance. V každém případě odhadujeme, že v poměru k HDP zůstane letošní deficit běžného účtu platební bilance na zhruba stejné úrovni jako loni a bude tedy v blízkosti bezpečných tří procent HDP. Po zohlednění reinvestic se deficit běžného účtu dokonce může pohybovat okolo nuly.

ČT 14:00, PL Inlace (% y/y)

	IX.11	VIII.11	IX.10
Inlace	4,2	4,3	2,5
Potraviny (bez alk.)	3,7	4,5	4,3
Doprava (vč. pohonných hmot)	8,8	7,9	3,8

PL: Inlace mírně poklesne

Inlace v září pravděpodobně nepatrně poklesla na 4,2 % meziročně. Podle našich odhadů by poprvé od května měly sezónně vzrůst ceny potravin (váha ve spotřebním koši je 24 %), a to o 0,7 % meziměsíčně. Stejně tak by k udržení inflace vysoko nad cílem NBP měl přispět i dílčí index dopravy, ve kterém by se měl projevit zejména slabší polský zlotý (oproti americkému dolaru oslabil meziměsíčně o bezmála 9,5 %). Očekáváme, že výraznější pokles inflace by mohl nastat až v prosinci, kdy by se meziroční růst cen mohl vrátit pod 4 %.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	10.10.2011	08:00	Obchodní bilance (mld. EUR)	08/2011			9,5		10,4	
Německo	10.10.2011	08:00	Běžný účet (mld. EUR)	08/2011			5,1		7,5	
Maďarsko	10.10.2011	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	08/2011 *P			490,0		354,8	
ČR	10.10.2011	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	09/2011	8,1		8,1		8,2	
ČR	10.10.2011	09:00	Inflace (%)	09/2011	-0,3	1,7	-0,3	1,7	-0,3	1,7
SR	10.10.2011	09:00	Obchodní bilance (mld. EUR)	08/2011					117,5	
EMU	10.10.2011	10:00	Schůzka ministrů zahr. věcí EU v Lucemburku	10/2011						
USA	11.10.2011		Světový ekonomický summit v Abu Dhabi	10/2011						
EMU	11.10.2011		Projev Tricheta na ESRB v Bruselu (ECB)	10/2011						
SR	11.10.2011	09:00	Mzdy (%)	08/2011						0,0
Maďarsko	11.10.2011	09:00	Inflace (%)	09/2011			0,1	3,7	-0,1	3,6
USA	11.10.2011	20:00	Zápis ze zasedání FOMC	10/2011						
USA	11.10.2011	23:00	3letá aukce (mld. USD)	10/2011			32			
EMU	12.10.2011	11:00	Průmyslová výroba (%)	08/2011			-0,8	2,1	1,0	4,2
USA	12.10.2011	23:00	10letá aukce (mld. USD)	10/2011			21			
Německo	13.10.2011	08:00	Inflace (%)	09/2011 *F			0,1	2,6	0,1	2,6
Německo	13.10.2011	08:00	Harmonizovaná inflace (%)	09/2011 *F			0,1	2,8	0,1	2,8
SR	13.10.2011	09:00	Inflace (%)	09/2011					0,1	4,0
EMU	13.10.2011	10:00	Měsíční zpráva ECB	10/2011						
ČR	13.10.2011	10:00	Běžný účet (mld. CZK)	08/2011	-20,4		-15,0		-12,8	
Polsko	13.10.2011	14:00	Inflace (%)	09/2011		4,2	0,4	4,1	0,0	4,3
Polsko	13.10.2011	14:00	Běžný účet (mil. EUR)	08/2011			-1 525		-1 611	
Polsko	13.10.2011	14:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	08/2011			-1 110		-1 200	
USA	13.10.2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	30.9.					3 700	
USA	13.10.2011	14:30	Obchodní bilance (mld. USD)	08/2011			-46,0		-44,8	
USA	13.10.2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	7.10.					414	
USA	13.10.2011	23:00	30letá aukce (mld. USD)	10/2011						

	datum	čas	udalost	období	odhad		konsensus		predchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
SR	14.10.2011	09:00	Harmonizovaná inflace (%)	09/2011			4,1		0,1	4,1
Maďarsko	14.10.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	08/2011 *F					-1,3	-0,4
EMU	14.10.2011	11:00	Inflace (%)	09/2011			0,8	3,0	0,2	
EMU	14.10.2011	11:00	Jádrová inflace (%)	09/2011				1,5		1,2
EMU	14.10.2011	11:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	08/2011			-4,0		4,3	
Polsko	14.10.2011	14:00	Peněžní zásoba M3 (%)	09/2011					1,9	
USA	14.10.2011	14:30	Maloobchodní tržby (%)	09/2011			0,4		0,0	
USA	14.10.2011	14:30	Index dovozních cen (%)	09/2011			-0,4	12,5	-0,4	13,0
USA	14.10.2011	14:30	Maloobchodní tržby – bez automobilů (%)	09/2011			0,2		0,1	
USA	14.10.2011	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan	10/2011 *P			60,0		59,4	
USA	14.10.2011	20:00	Rozpočtové saldo (mld. USD)	09/2011			-65,0		-134,2	

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; Sřídenní 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	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	6,12	6,00	6,25	6,25	6,30	6,30
Polsko	WIBOR 3M	4,76	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	2,27	2,50	2,70	2,75	3,10	3,25
Maďarsko		7,16	7,25	7,00	7,00	6,90	6,90
Polsko		4,87	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	24,8	25,0	24,4	23,7	23,5	23,4
Maďarsko	EUR/HUF	295,8	275	270	267	265	265
Polsko	EUR/PLN	4,37	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
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

Meziroční změna v %

Inflace

	Jun-11	Sep-11	Dec-11	Mar-12	Jun-12	Sep-12	Dec-12
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

Meziroční změna v %

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 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.