



- **Česká republika a Maďarsko**
Potraviny a benzín přivodily zrychlení inflace 2
- **Česká republika a Maďarsko**
Navzdory zpomalení eurozóny přebytky zahraničního obchodu narůstají 3
- **Výhled na týden**
Středoevropské ekonomiky ve vleku slábnoucí zahraniční poptávky 5

Napětí dopadá na dluhopisové trhy ve střední Evropě

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25,66	↗	→
EUR/PLN	4,389	↗	→
EUR/HUF	309,6	↗	→
3M PRIBOR	1,14	→	→
3M WIBOR	4,93	→	→
3M BUBOR	0,00	↗	↗
10Y CZK	3,50	↗	↗
10Y PLN	5,80	↗	↗
10Y HUF	8,18	↗	↗
3M EURIBOR	1,47	→	→
10Y EMU	1,85	↘	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Dluhopisové trhy řady středoevropských zemí začínají zřetelně pociťovat nervozitu přelévající se z periferií eurozóny. To, co zatím bylo vidět převážně na devizových trzích, se začíná projevovat i na fixně úročených instrumentech. Zatímco do začátku října český desetiletý výnos poslušně sledoval německý, za poslední měsíc vzrostlo česko-německé rozpětí mezi desetiletými výnosy skoro o 80 bps na nejvyšší úrovni od počátku roku 2010. Polské dluhopisy jsou na tom o něco lépe, pravděpodobně díky vyšší likviditě trhu a intervencím polostátní banky BGK. Horší nálada je naopak ve Slovinsku, kde výnosy vyskočily za poslední měsíc o 200 bps nad 7 % a v poslední aukci měli velké potíže i Slovinci.

Evropská komise vydala novou podzimní prognózu. Růst v eurozóně má příští rok zpomalit na 0,5 % kvůli vyprchání jednorázových stimulů, silné rozpočtové restriktce a napětí na mezibankovních trzích. Náš odhad růstu na příští rok je prakticky identický, pouze dopad do střední Evropy vidíme trochu mírnější, a to především v Polsku. Tam Evropská komise počítá se zpomalením hospodářství z letošních zhruba 4 % na 2,5 %. Takto pesimistický odhad vychází z představy, že v druhé polovině roku po mistrovství Evropy ve fotbale, značně propadnou investice. I když s tímto efektem počítáme, jeho dopad nemusí být tak fatální, zvláště pokud se evropská ekonomika v druhé polovině roku začne vzpamatovávat z lehké recese.

Potraviny a benzín přivodily zrychlení inflace

Petr Dufek, Jan Čermák

Spotřebitelské ceny v říjnu zamířily v ČR rychleji vzhůru než se čekalo.

Oproti předchozímu měsíci se spotřebitelské ceny zvýšily o 0,3 %. Hlavní vinu na vyšší říjnové inflaci měly především potraviny. Zdražování potravin odráží rostoucí ceny sezónního zboží i doznávající vliv vyšších cen zemědělských komodit. Zajímavý postřeh zazněl z ČNB, která spekuluje o tom, zda se již obchodníci v předstihu nezačali připravovat na lednové zvýšení DPH. Více spotřebitelé tentokrát zaplatili i za sezónní oblečení a obuv. Naopak levnější byly tentokrát dovolené, které na podzim tradičně zlevňují. Meziroční inflace – i měnově politická inflace – se dostává na 2,3 % a je tak nad cílem ČNB i dvě desetiny nad nejnovější prognózou centrální banky. Růst spotřebitelských cen v ČR je nyní stejně rychlý jako na konci loňského roku. A za vyšší meziroční inflaci nyní „vděčíme“ především zdražujícím potravinám, vyšším nákladům na bydlení a pohonné hmoty.

Pro ČNB dnešní číslo nahrává ve prospěch stabilních sazeb.

Vyšší inflace spolu se slabší korunou hovoří v neprospěch nejnovější prognózy ČNB, která předpokládá snížení sazeb. A s vyšší inflací je třeba počítat i v dalších měsících. Největší inflační skok přijde na přelomu roku, kdy obchodníci zvýší ceny v důsledku zvýšení dolní sazby DPH. Paradoxní je, že se vyšší inflace ČR přiblíží eurozóně, která se potýká s relativně vysokou inflací už nyní.

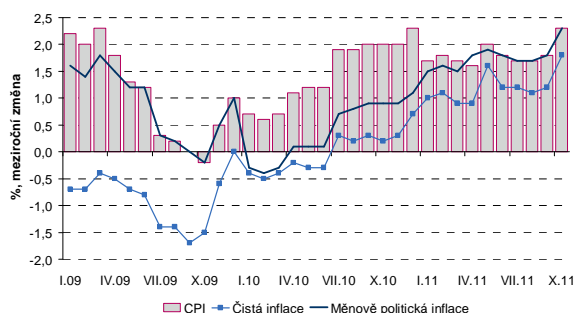
Maďarská inflace poskočila vinou vyšších cen potravin a energií.

Maďarská meziroční inflace rovněž zrychlila (na 3,9 %), když obdobně jako v českém případě v pozadí růstu stály ceny potravin a benzínu. K těmto dvou položkám se navíc přidaly i ceny energií, takže meziměsíční růst celkové inflace dosáhl 0,7 %. Naopak jádrová složka inflace zahrnující obchodovatelné statky zůstává v klidu, což je zpráva vypovídající o tom, že slabý forint se zatím nepromítá do cen.

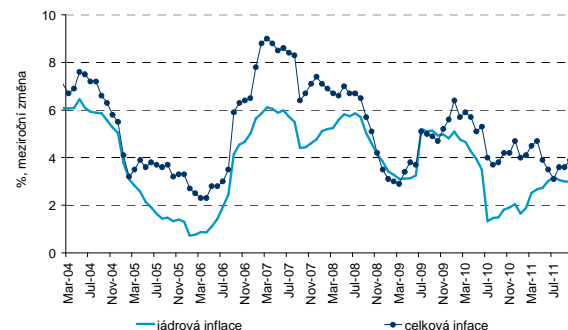
MNB spíše než na inflaci bude reagovat na kurz forintu.

A právě fakt, že meziroční jádrová inflace zůstává na jen na 3,0 % může dočasně bankovní radu MNB utvrzovat ve falešném klidu a centrální banka tak nemusí vyslyšet volání trhu po zvýšení základní sazby. Z toho jej ovšem může probudit kurz forintu a to v okamžiku, kdyby ještě více oslabil. Podle našeho názoru práh bolesti pro MNB existuje na úrovni EUR/HUF 310. Pokus by se forint obchodoval před zasedání MNB nad touto úrovní, sáhne MNB zřejmě ke zvýšení základní sazby již na svém příštím zasedání.

CZ: Inlace



HU: Inlace



Přebytky zahraničního obchodu narůstají

Petr Dufek, Jan Čermák

**Český průmysl brzdí
v důsledku slábnoucí
poptávky.**

Průmyslová výroba se v září meziročně zvýšila jen o 2,5 %, což je nejslabší výsledek od prosince 2009. Automobilky si stále vedou velmi dobře a tempo jejich produkce zrychlilo na 22,1 %, naproti tomu další silné obory průmyslu si již připisují slabší výsledky. Ať už jde o elektrotechniku, potravinářský průmysl nebo o výrobu kovů. Zatímco tempo průmyslu příliš nepřekvapilo, nové zakázky docela ano. Po slabším srpnu přišlo slibnější září, neboť zakázky vzrostly o 2,6 %, přičemž zahraniční dokonce o 12,7 %. A prim opět hrají auta. Přistání průmyslu se zatím na první pohled nekoná, i když domácí poptávka slábne. Automobilkám se zatím stále velmi dobře daří a nové zakázky jsou prozatím v plusu. V záplavě pesimistických zpráv z Evropy jsou údaje z české ekonomiky zatím ještě pozitivní.

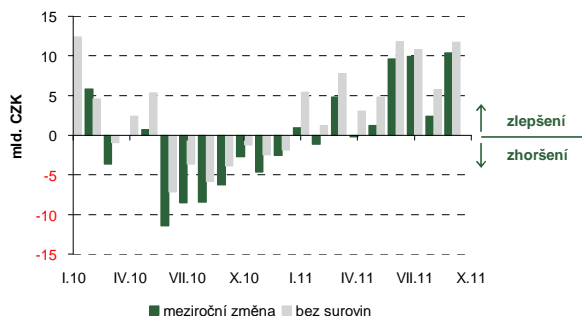
**Zatímco tempo českého
exportu slábne, přebytek
zahraničního obchodu
prudce narůstá.**

Zatímco dynamika zahraničního obchodu výrazně poklesla, přebytek obchodní bilance se v září zdvojnásobil na téměř 21 mld. korun. Zatímco evropská poptávka slábne, alespoň částečně se jí daří nahrazovat exportem do Ruska a do některých asijských zemí. Hlavní zásluhu na vysokém přebytku obchodu má především vývoz automobilů. Největší vzestup přitom zaznamenal export na ruský trh (+1,9 mld. CZK), dále pak na německý (+1,7 mld.) a francouzský trh (+0,6 mld.). Na straně dovozu je patrné, že slabá domácí poptávka na sebe nabaluje menší objemy dováženého zboží. Import navíc výrazně zpomalil (na 3,5 %), i když ceny surovin zůstávají ještě na vysokých úrovních. I nadále se dá počítat se slabším exportním výkonem ČR, přebytek zahraničního obchodu by mohl ještě dále narůstat a letos překonat hranici 160 mld. korun.

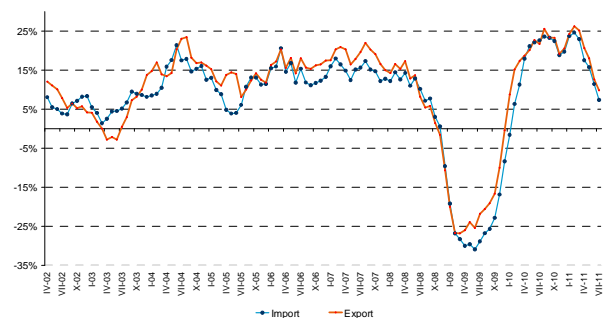
**Rovněž Maďarsko zdárně
pokračuje v kumulování
přebytků zahraničního
obchodu.**

Maďarskému exportu se zatím daří čelit zpomalení eurozóny. Ukazují to alespoň tvrdá data ze třetího čtvrtletí, která ukázala na to, že exporty sice zpomalily, ale stále rostou téměř devítiprocentním tempem (což je o dva body rychleji než dovozy). Přebytek obchodní bilance tak úspěšně bobtná. Přebytek za prvních devět měsíců tohoto roku již dosáhl 5,45 mld. euro, což je o 1,5 mld. více než ve stejném období minulého roku. Běžný účet země tak zůstane i letos ve vysokém přebytku.

CZ: Meziroční změna schodku zahraničního obchodu

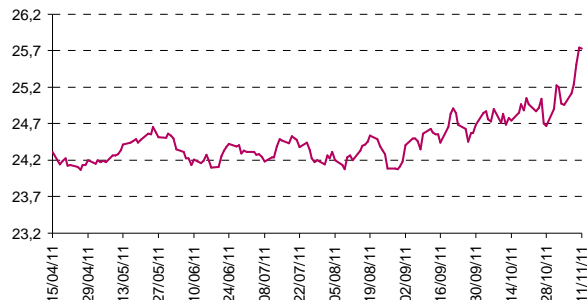


**Zahraniční obchod Maďarska
(meziroční změna v EUR, 3M-kouzavý průměr)**

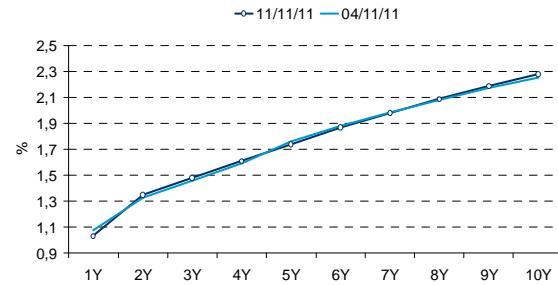


Přehled trhů

EURCZK



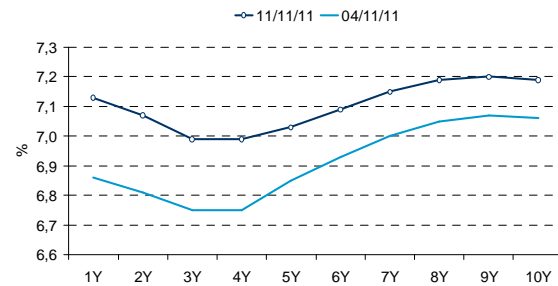
CZ IRS



EURHUF



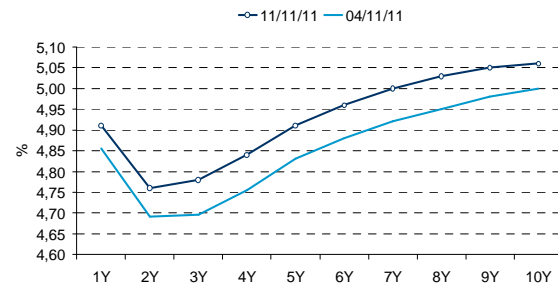
HU IRS



EURPLN



PL IRS



Klíčové očekávané události

ÚT 9:00, CZ HDP - odhad (%)

	Q3-11	Q2-11	Q3-10
HDP (y/y)	1,4	2,2	2,6
HDP (q/q)	0,0	0,1	0,8

CZ: Růst v režii zahraniční poptávky

První odhad vývoje české ekonomiky ve třetím čtvrtletí by nemusel dopadnout příliš pozitivně. I když nebudou známy žádné podrobnosti, pouze bleskový odhad připravený na základě neúplných dat, dá se čekat, že ekonomiku ve třetím čtvrtletí poháněl pouze zahraniční obchod. Domácí poptávka klesala v důsledku nižší spotřeby domácností i vlády. Ekonomika zůstává v kladných číslech, ale stále více je patrné, že se opírá o automobilový průmysl, zatímco další odvětví a obory v letošním roce spíše ztrácejí.

ÚT 9:00, HU HDP (%)

	2011Q3	2011Q2	2010Q3
HDP (y/y)	1,0	-0,1	0,8
HDP (q/q)	0,2	1,5	1,7

HU: Růst ubral zatím mírně na tempu

Maďarská ekonomika pravděpodobně opět zpomalila, neboť při slabé domácí poptávce byl příspěvek zahraniční poptávky s ohledem na krizi v eurozóně nižší.

ÚT 10:00, CZ Běžný účet (mld. CZK)

	IX.11	VIII.11	IX.10
Běžný účet	-20,0	-33,7	-27,6
kumul. od ledna	-94,9	-74,9	-118,3
Obchodní bilance	12,0	-4,2	1,9
kumul. od ledna	72,5	60,5	47,9

CZ: Běžný účet pod vlivem dividend

Na jedné straně přebytkový zahraniční obchod se zbožím a službami, na straně druhé pokračující odliv dividend stály za zájímavým výsledkem běžného účtu platební bilance. V každém případě výsledky běžného účtu zůstávají v bezpečném teritoriu v blízkosti tří procent HDP, kde setrvávají i po zbytek letošního roku.

ÚT 14:00, PL Inflace (% y/y)

	X.11	IX.11	X.10
Inflace	3,9	3,9	2,8
Potravin (bez alk.)	2,7	3,3	4,8
Doprava (vč. pohonných hmot)	8,1	7,6	4,9

PL: Inflace zůstane beze změny

Meziroční míra inflace v říjnu pravděpodobně stagnovala na úrovni 3,9 % meziročně, kam se dostala již v minulém měsíci, a měla by tak zůstat daleko nad inflačním cílem NBP. Náš původní odhad sice naznačoval pokles meziroční inflace, avšak po zohlednění vývoje kurzu zlotého a cen zemědělských produktů jsme jej revidovali směrem vzhůru. Hlavním příspěvatelem k růstu by po čtyřech meziměsíčních poklesech v řadě měly opět být ceny potravin a nealkoholických nápojů (klíčová položka, jejíž váha ve spotřebním koši je 24 %), které podle našich odhadů rostly meziměsíčně o 1 %. Podobným sezónním nárůstem by se do růstu cen měly promítnout i ceny oblečení a obuvi. Kromě toho očekáváme, že na meziměsíčním růstu cen o 0,5 % (stejně jako loni) se bude podílet i růst cen paliv, kde by měl svou roli sehrát slabší zlotý.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
EMU	14.11.2011	11:00	Průmyslová výroba (%)	09/2011			-2,1	3,7	1,2	5,3
Polsko	14.11.2011	14:00	Peněžní zásoba M3 (%)	10/2011			0,7		1,6	
Německo	15.11.2011	08:00	HDP (%)	3Q/2011 *P			0,5	2,5	0,1	
ČR	15.11.2011	09:00	HDP (%)	3Q/2011 *P		1,4	0,2	1,6	0,1	2,2
Maďarsko	15.11.2011	09:00	HDP (%)	3Q/2011 *P	0,2	1,0	0,1	0,8	0,0	1,5
Maďarsko	15.11.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	09/2011 *F					3,9	3,0
SR	15.11.2011	09:00	HDP (%)	3Q/2011 *P						3,3
ČR	15.11.2011	09:00	Výrobní ceny (%)	10/2011	0,1	5,7	0,0	5,6	0,2	5,6
ČR	15.11.2011	10:00	Běžný účet (mld. CZK)	09/2011	-20,0		-16,4		-33,65	
EMU	15.11.2011	11:00	HDP (%)	3Q/2011 *A			0,2	1,4	0,2	1,6
Německo	15.11.2011	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)	11/2011			33,0		38,4	
Německo	15.11.2011	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)	11/2011			-52,8		-48,3	
EMU	15.11.2011	11:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	09/2011					-3,4	
Polsko	15.11.2011	14:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	09/2011			-587		-750	
Polsko	15.11.2011	14:00	Běžný účet (mil. EUR)	09/2011			-1 842		-1 730	
Polsko	15.11.2011	14:00	Inflace (%)	10/2011			0,4	4,0	0,1	3,9
USA	15.11.2011	14:30	Výrobní ceny (%)	10/2011			-0,1	6,3	0,8	6,9
USA	15.11.2011	14:30	Podnikatelská nálada ve státě N.Y.	11/2011			-2,30		-8,48	
USA	15.11.2011	14:30	Maloobchodní tržby – bez automobilů (%)	10/2011			0,2		0,6	
USA	15.11.2011	14:30	Maloobchodní tržby (%)	10/2011			0,3		1,1	
USA	15.11.2011	14:30	Jádrový index cen v průmyslu (%)	10/2011			0,1	2,9	0,2	2,5
Polsko	15.11.2011	15:00	Rozpočtové saldo (mil. PLN)	10/2011					-21,9	
SR	16.11.2011	09:00	Harmonizovaná inflace (%)	10/2011					0,3	4,4
EMU	16.11.2011	11:00	Inflace (%)	10/2011			0,3	3,0	0,8	3,0
EMU	16.11.2011	11:00	Jádrová inflace (%)	10/2011				1,6		1,6
ČR	16.11.2011	12:00	Aukce st. dluhopisu 3,85%/2021 (mld. CZK)	11/2011			7			
USA	16.11.2011	14:30	Jádrová inflace (%)	10/2011			0,1	2,1	0,1	2,0
USA	16.11.2011	14:30	Inflace (%)	10/2011			0,0	3,6	0,3	3,9
USA	16.11.2011	15:15	Využití kapacit (%)	10/2011			77,7		77,4	
USA	16.11.2011	15:15	Průmyslová výroba (%)	10/2011			0,4		0,2	
USA	16.11.2011	19:00	Index stavitelů rodinných domů	11/2011			17		18	

	datum	čas	udalost	období	odhad		konsensus		predchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Maďarsko	17.11.2011	12:00	Aukce st. dluhopisu/pevná sazba (mld. HUF)	11/2011 *A						
USA	17.11.2011	14:30	Udělená stavební povolení	10/2011			600		594	
USA	17.11.2011	14:30	Zahájení staveb nových domů	10/2011			610		658	
USA	17.11.2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	11.11.					390	
USA	17.11.2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	4.11.					3 615	
USA	17.11.2011	16:00	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu	11/2011			10,0		8,7	
Německo	18.11.2011	08:00	Ceny v průmyslu (%)	10/2011			0,1	5,3	0,3	5,5
Maďarsko	18.11.2011	09:00	Mzdy (%)	09/2011				5,1		6,5
Polsko	18.11.2011	14:00	Mzdy (%)	10/2011			1,1	5,2	-0,3	5,2
USA	18.11.2011	16:00	Předstihové ukazatele	10/2011			0,5		0,2	

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; 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	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	poslední změna	
Česko	2T repo	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	-25 bps	5/7/2010
Maďarsko	2T depoz	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	25 bps	1/24/2011
Polsko	2T inter. sazba	4,50	4,50	4,50	4,75	4,75	4,75	25 bps	6/9/2011

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	PRIBOR 3M	1,14	1,17	1,18	1,20	1,21	1,25
Maďarsko	BUBOR 3M	6,31	6,50	7,00	7,00	7,00	7,00
Polsko	WIBOR 3M	4,93	4,60	4,60	4,75	4,80	4,80

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	2011Q4	2011Q4	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	CZ10Y	2,28	2,20	2,20	2,50	2,85	2,95
Maďarsko	HU10Y	7,17	7,00	7,00	7,50	7,50	7,50
Polsko	PL10Y	5,06	5,00	5,00	5,10	5,20	5,20

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	EUR/CZK	25,7	26,0	25,3	25,0	24,7	24,5
Maďarsko	EUR/HUF	310	280	270	270	268	265
Polsko	EUR/PLN	4,39	4,10	3,95	3,90	3,90	3,90

HDP

	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	2,2	1,4	0,8	0,0	0,4	1,4	2,5
Maďarsko	1,5	1,5	2,0	2,0	1,8	1,8	1,8
Polsko	4,3	4,0	3,8	3,8	3,7	3,5	3,4

Inflace

	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	1,8	2,0	3,3	3,3	3,0	3,0	1,9
Maďarsko	3,6	3,2	3,0	2,8	2,8	2,8	2,8
Polsko	3,9	3,8	3,5	3,0	2,8	2,5	2,5

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

	2010	2011
Česko	-3,8	-3,6
Maďarsko	0,5	2,9
Polsko	-2,1	-5,0

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

Zdroj dat: ČSOB, Bloomberg

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.