



- **Česká republika**

Nálady i zakázky míří v Evropě dolů

2

- **Výhled na týden**

MNB půjde na pomoc forintu zvýšením sazeb o 50 bazických bodů

4

## Nákaza z eurozóny začala decimovat středoevropské trhy

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EJR/CZK	25.98	↗	→
EJR/PLN	4.516	↗	→
EJR/HUF	313.6	↗	→
3M PRIBOR	1.15	→	→
3M WIBOR	4.96	→	→
3M BUBOR	6.64	↑	↑
10Y CZK	4.11	↗	→
10Y PLN	6.08	↗	→
10Y HUF	9.41	↗	→
3M EURIBOR	1.60	↘	↘
10Y EMU	2.26	↘	→

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Jestliže až do minulého týdne finanční nákaza z eurozóny kolem střední Evropy jen lehce našlapovala, pak v posledních několika dnech je již každému jasné, že chapadla dluhové krize naplno dorazila i do tohoto regionu.

Prakticky žádný ze středoevropských trhů se nevyhnul dramatickému výprodeji, přičemž nejdramatičtější propady se odehrály na trzích s vládními dluhopisy. Zatímco výprodej českých a polských vládních dluhopisů akceleroval neúspěšnou aukcí německých Bundů, pak masivní maďarských výprodej rozpoutalo snížení ratingu ze strany agentury Moody's.

Nákaza se tedy šíří, přičemž vše tak trochu připomíná krizové období roku 2008/2009, kdy investoři přestali rozlišovat a začali dávat všechny země regionu (resp. trhy) do jednoho pytle. K tomu přitom opět přispívají články v klíčových finančních médiích (Financial Times či Wall Street Journal), které varují před tím, že situace v regionu se dále zhorší, neboť zahraniční banky mohou drasticky omezit své financování. Tak tomu skutečně může někde být a např. rozhodnutí rakouského regulátora, který chce zakázat financování bankovních dcer v zemích, kde poměr půjček k depozitům přesahuje 110 %, jde tímto směrem. Přesto pochybujeme, že opatření tohoto typu samo o sobě může situaci ve střední Evropě vyehrotit, tak jako na počátku roku 2009.

Pokud nenastane úplný Armagedon v podobě rozpadu eurozóny či bankrotu jedné z velkých zemí měnové unie, měly by být středoevropské ekonomiky a finanční trhy schopny (třeba i s pomocí MMF Maďarsku či Polsku) ustát současnou krizi lépe než před dvěma lety. Například proto, že maďarský účet platební bilance je již delší dobu ve vysokém přebytku či proto, že vývozci v ČR či Polsku nejsou ani zdaleka tak kurzově (pře)zajištěni jako v roce 2008, takže tentokrát budou schopni využít znehodnocení domácí měny ve svůj prospěch.

## Nálady i zakázky míří v Evropě dolů

Petr Dufek

**Zářijový pokles průmyslových zakázek v eurozóně byl tentokrát neobyčejně silný.**

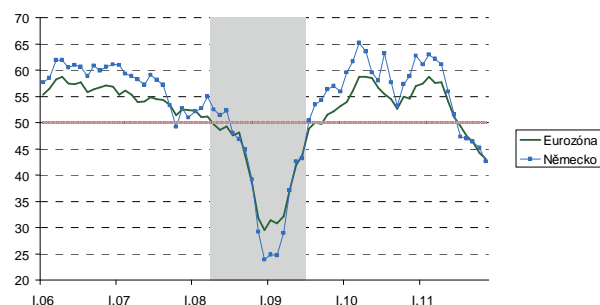
Zatímco se západní Evropa utápí diskusemi, jak „vyřešit“ pokračující dluhovou krizi, přicházejí další negativní čísla z ekonomiky. Středoevropské průmyslové zakázky byly jasným signálem o tom, že zpomalení evropské ekonomiky je stále více patrné. Zakázky se v zemích eura v září nezvykle rychle propadly o 6,4 % m/m, přičemž hlavními rekordmanky se tentokrát staly Itálie (-9,2 %) a Francie (-6,2 %). Nicméně pozitivní číslo nepřišlo ani tentokrát z Německa, kde průmyslové zakázky padají už tři měsíce za sebou, naposledy o 4,4 %. Poptávka v Evropě slábne a s ní přichází o dech i evropský průmysl. Podobný závěr lze vyvodit i z nejnovějších výsledků indexu nákupních manažerů v eurozóně. Celkový PMI se sice díky službám nepatrně zlepšil, ale průmyslové zakázky jako jedna z jeho součástí padaly i v listopadu. Exportní zakázky se už dokonce propadly na úroveň května 2009. A v podstatě stejný závěr si můžeme udělat, pokud se podíváme na aktuální výsledky německého PMI. Obrázek slábnoucí německé ekonomiky přitom nezmění ani relativně příznivé listopadové Ifo, které dopadlo o něco málo lépe než v říjnu. Když se ovšem podíváme na tato čísla ve větším detailu, tak je zřejmé, že za zlepšením Ifo stojí větší optimismus stavebníků a maloobchodu, zatímco průmysl i maloobchod se dívá na další měsíce s většími obavami.

**Nálada v české ekonomice míří opět dolů. Předchozí říjnový vzestup byl tak jen krátkým optimistickým záchvěvem.**

Evropskému zpomalení, které jasně naznačují zakázky i PMI, neunikne ani česká ekonomika. České hospodářství sice stále jede na vlně zahraniční poptávky po nových autech, ovšem jak dlouho vydrží odolávat zhoršujícímu se vývoji v Evropě se dá počítat jen v řádech měsíců. Ostatně pesimismus se odráží i v důvěře v českou ekonomiku ze strany podnikatelů i spotřebitelů. Listopadový konjunkturální průzkum z dílny ČSÚ potvrzuje zhoršená očekávání i v ČR. Zhoršila se nálada průmyslových firem, stavebníků, obchodníků, poskytovatelů služeb a nakonec i spotřebitelů. V případě spotřebitelů je dokonce úroveň důvěry nejnižší za posledních dvanáct let. Důvodem je rostoucí strach z nezaměstnanosti, ze zhoršení finanční situace domácností, zvyšování cen atp. To se nepochybně podepíše i na ochotě spotřebitelů utrácet, a tedy i na spotřebě domácností v závěru letošního roku. Vzhledem k tomu, že k oživení spotřeby s největší pravděpodobností nedojde ani v příštím roce, bude slabá domácí poptávka jedním z hlavních faktorů, které budou táhnout naši ekonomiku dolů. A jak je patrné z vývoje evropských zakázek či nálad, spoléhat na zahraniční poptávku nebude možné.

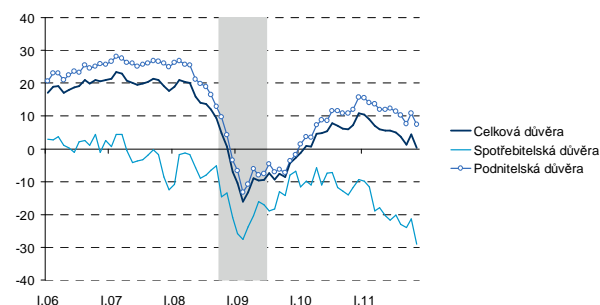
**PMI: Zakázky zpracovatelského průmyslu**

(zdroj: Reuters)



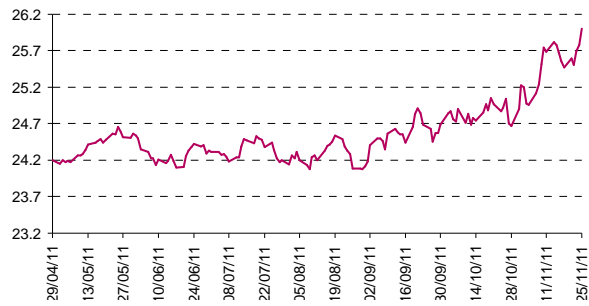
**Důvěra v české ekonomice**

(zdroj: ČSÚ)

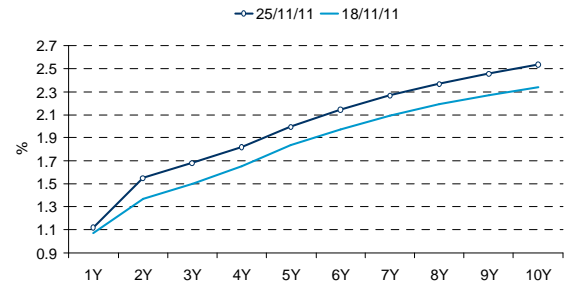


## Přehled trhů

EURCZK



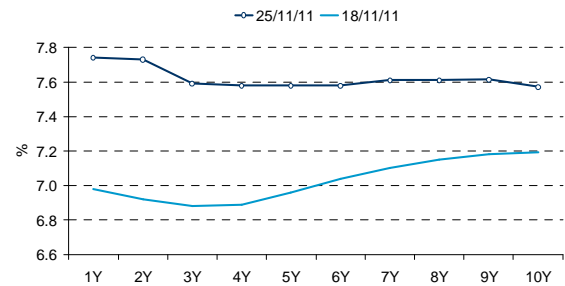
CZ IRS



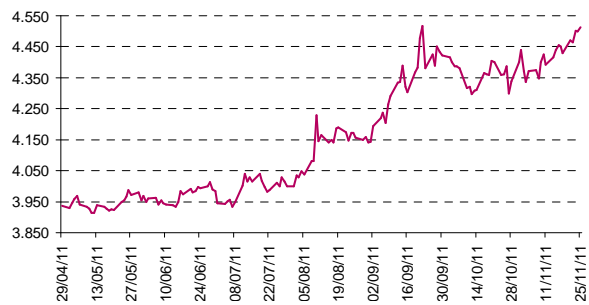
EURHUF



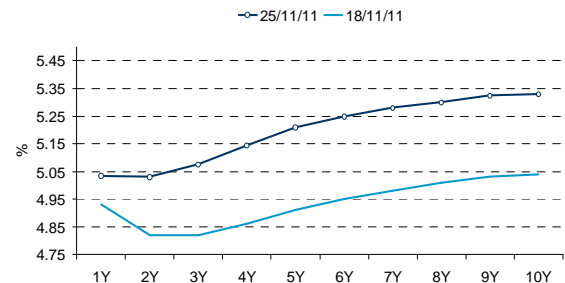
HU IRS



EURPLN



PL IRS



## Klíčové očekávané události

---

ÚT cca 14:00, HU Zasedání MNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	6,50	1/2011
změna v b. bodech	50	25

### HU: MNB jde na pomoc forintu

Vývoj na devizovém trhu donutí MNB k nechtěné akci a v to podobě zvýšení úrokových sazeb. MNB se pokusí agresivnějším pohybem sazeb stabilizovat, jak forint, tak trh (paradoxně) i trh s dluhopisy. Ten je od snížení ratingu pod obrovským tlakem a od centrální banky očekává razantní akci.

ST 10:00, PL HDP (% , y/y)

	2011Q03	2011Q2	2010Q3
HDP	4,1	4,3	4,2

### PL: Růst ekonomiky nadále nad 4 %

Středěční zveřejnění růstu HDP za druhé čtvrtletí tohoto roku by mělo potvrdit stále velice dobrou kondici polské ekonomiky. Podle našich odhadů rostla meziročně o 4,1 %. Průmyslová výroba během třetího čtvrtletí mírně zrychlila a meziročně rostla v průměru o 5,9 %, přičemž velice dobře se dařilo chemickému průmyslu. K výraznému oživení došlo v posledních dvou letech rovněž ve stavebnictví. Z poptávkového pohledu by měla hrát klíčovou roli opět zejména domácí poptávka - navzdory relativně vyšší nezaměstnanosti jsou polské domácnosti ochotny utrácet za spotřební zboží (počítače, potraviny). Vliv zahraničního obchodu na růst HDP by měl být záporný.

## Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	28.11.2011	08:00	Harmonizovaná inflace (%)	11/2011 *P			-0,1	2,8	0,1	2,9
Německo	28.11.2011	08:00	Spotřebitelská důvěra GfK	12/2011			5,2		5,3	
Německo	28.11.2011	08:00	Inflace (%)	11/2011 *P			0,1	2,4	0,0	2,5
SR	28.11.2011	09:00	Ceny v průmyslu (%)	10/2011					0,1	2,4
Maďarsko	28.11.2011	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	10/2011			10,7		10,7	
<b>EMU</b>	<b>28.11.2011</b>	<b>10:00</b>	<b>Peněžní zásoba M3 (%)</b>	<b>10/2011</b>				<b>3,4</b>		<b>3,1</b>
<b>USA</b>	<b>28.11.2011</b>	<b>16:00</b>	<b>Prodej nových domů (tis.)</b>	<b>10/2011</b>			<b>310</b>		<b>313</b>	
EMU	29.11.2011	11:00	Index spotřebitelské důvěry	11/2011 *F			-20,4		-20,4	
EMU	29.11.2011	11:00	Index ekonomické důvěry	11/2011			94,0		94,8	
<b>Maďarsko</b>	<b>29.11.2011</b>	<b>14:00</b>	<b>Zasedání MNB (%)</b>	<b>11/2011</b>	<b>6,50</b>		<b>6,25</b>		<b>6,00</b>	
USA	29.11.2011	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí (%)	09/2011			-3,0		-3,8	
<b>USA</b>	<b>29.11.2011</b>	<b>16:00</b>	<b>Spotřebitelská důvěra</b>	<b>11/2011</b>			<b>44,4</b>		<b>39,8</b>	
EMU	29.11.2011	17:00	Setkání ministrů financí eurozóny v Bruselu (ECB)	11/2011						
Německo	30.11.2011	08:00	Maloobchodní tržby (%)	10/2011			0,2	2,0	0,4	0,3
Maďarsko	30.11.2011	09:00	Výrobní ceny (%)	10/2011				7,0	3,3	4,1
Německo	30.11.2011	09:55	Míra nezaměstnanosti (%)	11/2011			7,0		7,0	
<b>Polsko</b>	<b>30.11.2011</b>	<b>10:00</b>	<b>HDP (%)</b>	<b>3Q/2011</b>		<b>4,1</b>		<b>4,1</b>	<b>1,1</b>	<b>4,3</b>
SR	30.11.2011	10:00	Běžný účet (mld. EUR)	09/2011					-34,0	
<b>EMU</b>	<b>30.11.2011</b>	<b>11:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>11/2011 *P</b>				<b>3,0</b>		<b>3,0</b>
EMU	30.11.2011	11:00	Míra nezaměstnanosti (%)	10/2011			10,2		10,2	
ČR	30.11.2011	11:00	Peněžní zásoba M2 (%)	10/2011						4,4
ČR	30.11.2011	12:00	Aukce st.dluhopisu 4,00 %/2017 (mld. CZK)	11/2011			8			
USA	30.11.2011	14:30	ADP report z trhu práce (tis.,nsa)	11/2011			130		110	
USA	30.11.2011	16:00	Index nákupních manažerů z Chicaga	11/2011			58,5		58,4	
USA	30.11.2011	16:00	Kontrakty na prodej domů (%)	10/2011			1,2		-4,6	7,9
EMU	30.11.2011	17:00	Setkání ministrů financí eurozóny v Bruselu (ECB)	11/2011						
USA	30.11.2011	20:00	Běžová kniha (Fed)	11/2011						

	datum	čas	udalost	období	odhad		konsensus		predchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
EMU	1.12.2011	09:00	Draghi předkládá roční zprávu ECB (ECB)	12/2011						
<b>Polsko</b>	<b>1.12.2011</b>	<b>09:00</b>	<b>Index nákupních manažerů v průmyslu</b>	<b>11/2011</b>						
<b>Maďarsko</b>	<b>1.12.2011</b>	<b>09:00</b>	<b>Index nákupních manažerů v průmyslu</b>	<b>11/2011</b>					<b>48,2</b>	
<b>ČR</b>	<b>1.12.2011</b>	<b>09:30</b>	<b>Index nákupních manažerů v průmyslu</b>	<b>11/2011</b>						
EMU	1.12.2011	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu	11/2011 *F			46,4		46,4	
Maďarsko	1.12.2011	12:00	Aukce st. dluhopisu/pevná sazba (mld. HUF)	12/2011						
SR	1.12.2011	14:00	Rozpočtové saldo (mld. EUR)	11/2011					-2 341	
ČR	1.12.2011	14:00	Rozpočtové saldo (mld. CZK)	11/2011					-91,5	
USA	1.12.2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	25.11.			390		393	
USA	1.12.2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	18.11.					3 691	
<b>USA</b>	<b>1.12.2011</b>	<b>16:00</b>	<b>Index nákupních manažerů v prům. ISM</b>	<b>11/2011</b>	<b>50,9</b>		<b>51,5</b>		<b>50,8</b>	
USA	1.12.2011	16:00	Cenový subindex ISM	11/2011			45,0		41,0	
USA	1.12.2011	23:00	Celkový prodej automobilů (mil. USD)	11/2011			13,40		13,20	
USA	1.12.2011	23:00	Prodej domácích automobilů (mil. USD)	11/2011			10,40		10,29	
Maďarsko	2.12.2011	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	09/2011 *F					741,5	
EMU	2.12.2011	11:00	Výrobní ceny (%)	10/2011			0,2	5,6	0,3	5,8
<b>USA</b>	<b>2.12.2011</b>	<b>14:15</b>	<b>Přírůstek pracovních sil - v soukr. sektoru (tis.,nsa)</b>	<b>11/2011</b>	<b>147</b>		<b>145</b>		<b>104</b>	
<b>USA</b>	<b>2.12.2011</b>	<b>14:30</b>	<b>Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství (tis.,nsa)</b>	<b>11/2011</b>	<b>123</b>		<b>120</b>		<b>80</b>	
USA	2.12.2011	14:30	Míra nezaměstnanosti (%)	11/2011			9,0		9,0	
USA	2.12.2011	14:30	Průměrná hodinová mzda (%)	11/2011			0,2	2,0	0,2	1,8

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	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 depó	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	1.15	1.17	1.18	1.20	1.21	1.25
Maďarsko	BUBOR 3M	6.64	6.50	7.00	7.00	7.00	7.00
Polsko	WIBOR 3M	4.96	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	2.54	2.20	2.20	2.50	2.85	2.95
Maďarsko	HU10Y	7.45	7.50	7.50	7.50	7.50	record not found
Polsko	PL10Y	5.26	5.00	5.00	5.10	5.20	5.20

### Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	EUR/CZK	26.0	26.0	25.3	25.0	24.7	24.5
Maďarsko	EUR/HUF	314	280	270	270	268	265
Polsko	EUR/PLN	4.52	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	3.7	3.5	3.3	3.2

### 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.