



- **Střední Evropa**
Euro-krize a střední Evropa: možnosti reálné nákazy 2
- **Polsko**
Růst polské ekonomiky zůstává i ve třetím čtvrtletí vysoký 3
- **Výhled na týden**
NBP sazby měnitopět nebude 6

Po delší době pár uklidňujících signálů z regionu

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25,28	↗	↗
EUR/PLN	4,481	↗	↘
EUR/HUF	301,9	↗	↗
3M PRIBOR	1,15	→	→
3M WIBOR	4,97	→	→
3M BUBOR	6,99	↗	↑
10Y CZK	3,77	↗	↗
10Y PLN	5,88	↗	↗
10Y HUF	8,37	↗	↗
3M EURIBOR	1,57	↘	↘
10Y EMU	2,18	↘	→

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Středoevropské trhy si během uplynulého týdne přece jenom ulevily, i když úleva nebyla nesena pozitivním obratem na trzích dluhopisů v eurozóně, ale přispěly k ní i čistě regionální faktory.

Mezi ty nepochybně patřilo zvýšení úrokových sazeb od MNB. Banka přitom nejenže zvedla základní sazbu o 50 bazických bodů, ale naznačila, že je připravena udělat více. My očekáváme, že MNB svůj listopadový krok v prosinci zopakuje, přičemž pokud situace v eurozóně nebude dramaticky eskalovat a jednání o půjčce od MMF budou na dobré cestě, mohlo by jít o poslední stabilizační zvýšení sazeb.

Za další pozitivní signál přicházející z regionu lze považovat výsledek polské HDP za třetí kvartál tohoto roku. Ekonomika rostla stále o robustních 4,2 meziočasně, což indikuje, že růst za celý rok 2011 by rovněž mohl převyšovat číslo 4. Jinak řečeno solidní růst polské ekonomiky zůstává stabilizačním faktorem ve středoevropském regionu, což bylo konec konců nejlépe dokumentováno v roce 2009, kdy Polsko, jako jediná země v EU, uniklo recesi.

A konečně třetím pozitivním signálem byl výsledek aukce českých vládních dluhopisů. Ten samozřejmě nelze brát izolovaně od vývoje na trzích dluhopisů v eurozóně. Nicméně, fakt, že po českých vládních dluhopisech byly vysoká poptávka a stát byl schopen v aukci upsat za velmi rozumných podmínek instrumenty s desetiletou splatností byl velmi pozitivním překvapením. Tím spíše, že jen několik dní před českou aukcí vyhořelo Slovensko s prodejem tříletého dluhopisu.

Euro-krize a střední Evropa: možnosti reálné náklady

Jan Bureš

Největší reálnou expozicí vůči výraznému propadu HDP má Maďarsko a Česko.

Pozitivní zkušenost Polska z poslední krize se nemusí opakovat, protože příští rok končí přípravy na ME ve fotbale.

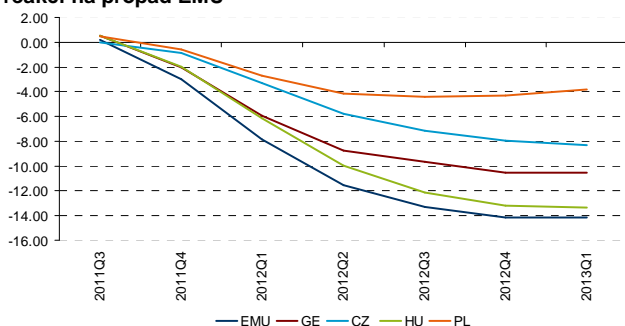
Minulé krize a jejich průběh mohou být jistým vodítkem pro to, jak se mohou středoevropské ekonomiky vyrovnat s šokem v podobě finanční krize v eurozóně. Přinášíme zkušenost s propadem v průběhu poslední finanční krize po pádu Lehman Brothers a kondenzovanou zkušenost z posledních 16-ti let v podobě ARIMA modelů pro jednotlivé středoevropské ekonomiky, ve kterých jako zpožděné proměnné vystupují mezi-kvartální růsty eurozóny a Německa. Je ale zásadní si uvědomit, že žádná historická zkušenost nedokáže pořádně postihnout dopad eventuálního rozpadu měnové unie. Historická zkušenost s rozpadem/demontáží tak velkého a hluboce finančního integrovaného celku zcela chybí a je pravděpodobné, že reálně by středoevropské ekonomiky pocítily dopady rozpadu eurozóny ještě daleko výrazněji.

Nejvyšší podíl exportů s EU a eurozónou má ve střední Evropě Maďarsko. A zkušenost s propadem po pádu Lehman Brothers ukazuje, že právě tam byl efekt na HDP nejvyšší. I když v případě Maďarska, kromě přímého propadu exportních zakázek, hrála roli i vysoká závislost na zahraničním financování a souběžná fiskální restrikce. Nejvíce imunní bylo v poslední krizi Polsko, což při pohledu na strukturu ekonomiky dává smysl. Polská ekonomika je daleko méně než maďarská nebo česká závislá na cyklickém průmyslu (především strojírenství a autech) a má výrazně nižší podíl vývozu na HDP. Má ale poměrně silný podíl cyklického stavebnictví na HDP, kterému v krizovém období 2008-2009 výrazně pomohly masivní investice do infrastruktury související s přípravou na mistrovství Evropy ve fotbale. Ty mohou v druhé polovině příštího roku (po uskutečnění mistrovství) rychle spadnout, a těžko tak Polsku tentokrát pomohou. Zvláště v polském případě je proto třeba brát zkušenost s poslední krizí s rezervou a v případě další finanční krize tentokrát počítat s výraznějším dopadem do hospodářství. Naopak v Maďarském případě tentokrát vzhledem k menším vnějším a vnitřním nerovnováhám nemusí být dopad tak silný jako v minulých krizích.

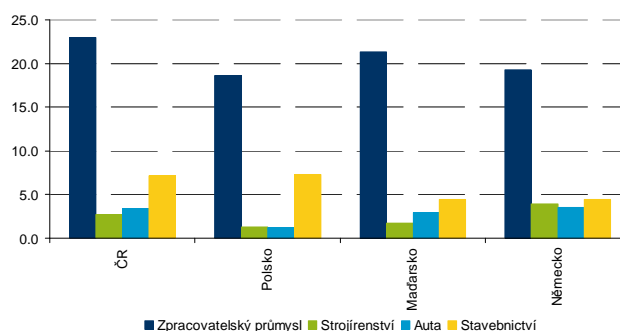
ARIMA modely doplněné zpožděným německým a evropským HDP implikují v případě propadu eurozóny o 15% (dvakrát větší kumulativní propad než po Lehman Brothers) propad v Česku o 8%, v Polsku o 4% a v Maďarsku o 13%.

ARIMA modely dochází k podobnému závěru jako analýza struktury ekonomik a krize po pádu Lehman Brothers. Maďarsko a Česko jsou daleko citlivější na reálné šoky od hlavních obchodních partnerů než Polsko. Česko je navíc na rozdíl od Maďarska nebo Polska více citlivé na Německo než na eurozónu jako celek a jeho reakce mohou být zpožděnější - to ale platí spíše o expanzivní části cyklu. V zátěžovém scénáři uvažujeme kumulativní propad HDP v eurozóně během nadcházejícího roku o 14% a v Německu o 10%. To je zhruba dvojnásobný reálný šok při porovnání s krizí po pádu Lehman Brothers. Takový šok by modelově v nadcházejícím roce v Česku znamenal kumulativní propad HDP přes 8%, v Polsku přes 4% a v Maďarsku přes 13% (viz graf). Vzhledem k unikátnosti dnešní hrozby (rozpad měnové unie) ale historická zkušenost nemusí být dobrým vodítkem pro modelování budoucích rizik.

Kumulativní propad středoevropského HDP v reakci na propad EMU



Podíl průmyslu na HDP, v %



Růst polské ekonomiky zůstává i ve třetím čtvrtletí vysoký

Petr Báča

I ve třetím čtvrtletí rostla ekonomika více než čtyřprocentním tempem, ...

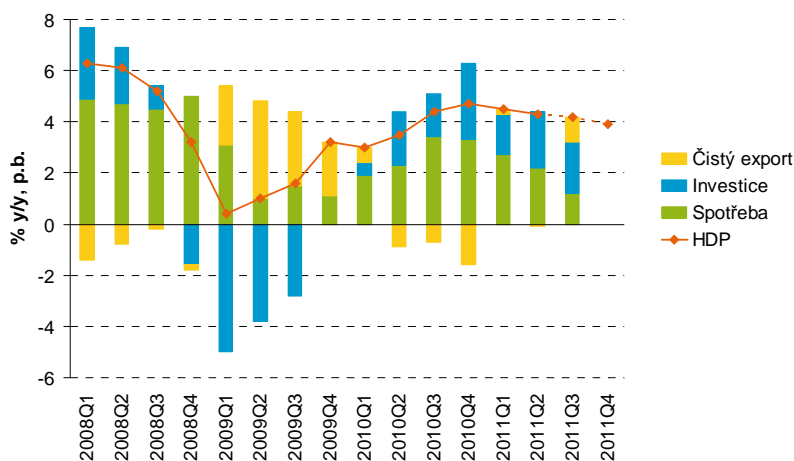
Podle předběžného odhadu polského statistického úřadu vzrostla tamější ekonomika ve třetím čtvrtletí tohoto roku meziročně o 4,2 % a opět tak mírně pozitivně překvapila.

Z poptávkového hlediska byla hlavním tahounem růstu domácí spotřeba a investice, které k růstu přispěly dohromady 3,2 procentními body (z toho investice 2 p.b., spotřeba 1,2 p.b.). Příspěvek investic k růstu po vyloučení vlivu doplňování zásob činil dokonce 1,6 procentního bodu a překonal tím údaj z minulého čtvrtletí (+1,2 p.b.) dosáhl tak nejvyšší hodnoty od posledního čtvrtletí roku 2008. Překvapením byl nejvyšší příspěvek čistých exportů k růstu od konce roku 2009 ve výši 1 p.b. Nejdynamičtějším odvětvím z hlediska tvorby přidané hodnoty zůstalo i ve třetím čtvrtletí stavebnictví, které rostlo meziročně o 12 procent. Tím se v podstatě potvrdily i dílčí měsíční statistiky, které za třetí kvartál poukazovaly na jednu z nejrychlejších meziměsíčních nárůstů ve stavebnictví od roku 2000.

... což znamená, že růst HDP za rok 2011 by se mohl pohybovat kolem 4,1 %.

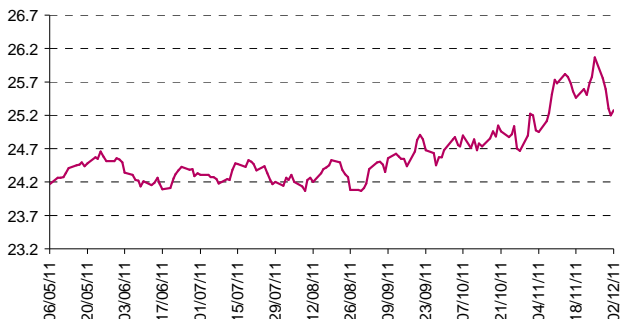
Nicméně, výhled na následující rok zůstává méně příznivý. Faktory, které polské ekonomice pomáhaly během nedávné finanční krize, by měly pomalu odeznívat. Relativně vysoký veřejný dluh, který letos navíc dále nafoukne deficit vyšší než 5 % HDP a slabší zlotý (cca 30 % dluhu je denominováno v cizích měnách), spolu se závazkem srazit deficit v příštím roce pod 3 % HDP by měly držet vládní výdaje v následujících letech na uzdě. 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. Na číslech by se dále měl projevit i nárůst srovnávací základny - tento efekt by měl zapůsobit již v posledním čtvrtletí tohoto roku. Díky velice dobrým výsledkům v první polovině tohoto roku se však domníváme, že růst polské ekonomiky v roce 2011 by mohl dosáhnout 4,1 %.

Příspěvky k růstu HDP

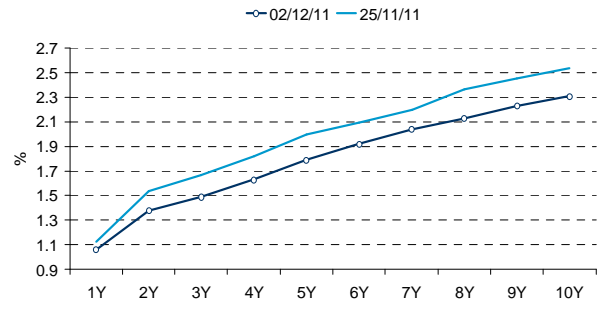


Přehled trhů

EURCZK



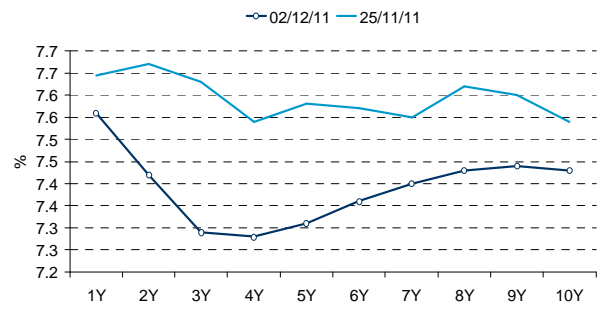
CZ IRS



EURHUF



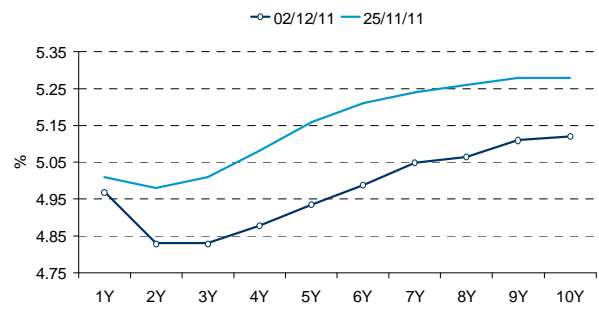
HU IRS



EURPLN



PL IRS



Klíčové očekávané události

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

	X.11	IX.11	X.10
Měsíčně	2,4	2,8	11,2
kumul. od ledna	7,5	8,1	9,5

ST 9:00, CZ Zahraniční obchod (mld. CZK)

	X.11	IX.11	X.10
Saldo	16,0	21,0	13,7
kumulativ. od ledna	151,7	135,7	111,3
Export (% , y/y)	6,8	7,8	18,6
Import (% , y/y)	6,2	3,5	21,8

ST cca 14:00, PL Zasedání NBP

	Náš odhad	Poslední změna
hlavní sazba v %	4,50	5/2011
změna v b. bodech	25	25

PÁ 9:00, CZ Inflace (% , m/m)

	XI.11	X.11	XI.10
Inflace	0,3	0,3	0,2
Potraviny	0,8	0,9	1,6
Bydlení a energie	0,4	0,1	0,0
Doprava	0,1	0,3	-0,1

CZ: Průmysl v režii automobilek

Za růstem průmyslové výroby, který je ovšem i tentokrát velmi skromný, stály především automobilky. Meziroční tempo jejich výroby i tentokrát rostlo dvojciferným tempem. Solidní výsledek čekáme i od strojírenství a plastikářského průmyslu a výroby elektrických zařízení. Ostatní průmyslové obory však i tentokrát pravděpodobně vykáží slabší výsledky. V centru pozornosti budou i tentokrát zakázky, které v posledních měsících nebyly až tak povzbudivé. Ty domácí totiž už pět měsíců za sebou klesají, takže růst průmyslu nyní stojí a padá s očekávanou zahraniční poptávkou.

CZ: Export opět táhnou auta

Odhadujeme, že byl ve znamení příznivého vývoje českého zahraničního obchodu. I tentokrát export rostl rychleji než import, i když jejich odstup se ve srovnání s předchozími měsíci zmenšil. Vývozem napomáhají především výrobci aut, kterým se daří expandovat na východních trzích, naproti tomu dovoz stále táhnou vzhůru drahé suroviny. V meziročním srovnání by měl být přebytek obchodu i tentokrát vyšší, mj. i díky slabé domácí spotřebitelské i investiční poptávce.

PL: Polská centrální banka opět beze změny

I když polská ekonomika zaznamenala v posledním kvartále solidní růst, předstihové ukazatele (naposledy PMI) se vyvíjejí znepokojivě. Stejně tak pracovní trh se nevyvíjí nijak příznivě – zpomaluje tvorba nových pracovních míst. Kdyby polská ekonomika nebyla v tuto chvíli vysoko nad inflačním cílem a netrápil ji slabý zlotý, byl by pomalu čas zvažovat uvolnění měnových kohoutů. Takto ale Polákům nezbývá než zůstat se sazbami na místě.

CZ: Plyn a potraviny tlačí inflaci vzhůru

Za očekávaným vyšším listopadovým růstem inflace byly i tentokrát dražší potraviny a vyšší ceny zemního plynu pro domácnosti. Rostly i ceny sezónního zboží a naopak levnější byly rekreace. Můžeme rovněž spekulovat o tom, zda se již do inflace nezačíná přelévát i zvýšení DPH, které vstoupí v platnost od ledna. Celkově se inflace odpoutala od cíle ČNB i od její nejnovější prognózy, která předpokládá listopadovou inflaci na dvou procentech. Ani aktuálně vyšší inflace, ani inflační skok, který nás čeká v lednu, však ČNB v nejbližší době nepřiměje k jakékoliv akci se sazbami. Čeká nás tak delší období stabilních sazeb podporované klesajícím výkonem ekonomiky.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	5.12.2011	09:00	Mzdy (%)	3Q/2011		2,2		1,2		0,7
SR	5.12.2011	09:00	Maloobchodní tržby (%)	10/2011						-3,6
EMU	5.12.2011	10:00	Index nákupních manažerů ve službách	11/2011 *F				47,8		47,8
EMU	5.12.2011	11:00	Maloobchodní tržby (%)	10/2011				0,1	-0,6	-0,7
USA	5.12.2011	16:00	Tovární zakázky (%)	10/2011				-0,3		0,3
USA	5.12.2011	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM	11/2011				53,5		52,9
SR	6.12.2011	09:00	HDP (%)	3Q/2011 *F						2,9
ČR	6.12.2011	09:00	Maloobchodní tržby (%)	10/2011		1,8		1,8		-0,5
EMU	6.12.2011	11:00	HDP (%)	3Q/2011 *P				0,2	1,4	0,2
Německo	6.12.2011	12:00	Tovární zakázky (%)	10/2011				1,0	1,8	-4,3
ČR	7.12.2011	09:00	Obchodní bilance (mld. CZK)	10/2011	16,0			18,5		21,0
ČR	7.12.2011	09:00	Stavební výroba (%)	10/2011						-6,7
ČR	7.12.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	10/2011		2,4		2,4		2,5
Maďarsko	7.12.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	10/2011 *P						3,9
ČR	7.12.2011	12:00	Aukce st. dluhopisu pohyb. sazba/2023 (mld. CZK)	12/2011				7		
Německo	7.12.2011	12:00	Průmyslová výroba (%)	10/2011				0,3	3,2	-2,7
Polsko	7.12.2011	14:00	Zasedání RPP (%)	12/2011	4,5			4,50		4,50
Maďarsko	7.12.2011	17:00	Rozpočtové saldo (mld. HUF)	11/2011						-1 327,8
ČR	8.12.2011	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	11/2011	8,1			8,0		7,9
SR	8.12.2011	09:00	Průmyslová výroba (%)	10/2011						7,4
SR	8.12.2011	09:00	Stavební výroba (%)	10/2011						5,3
ČR	8.12.2011	10:00	Běžný účet (mld. CZK)	3Q/2011						-2,0
Maďarsko	8.12.2011	12:00	Aukce st. dluhopisu /pohyb.sazba (mld. HUF)	12/2011						
EMU	8.12.2011	13:45	Zasedání ECB (%)	12/2011	1,00			1,00		1,25
USA	8.12.2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	25.11.						3 470
USA	8.12.2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	2.12.						402

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	9.12.2011	08:00	Obchodní bilance (mld. EUR)	10/2011			15,0		17,4	
Německo	9.12.2011	08:00	Běžný účet (mld. EUR)	10/2011			14,0		15,7	
Německo	9.12.2011	08:00	Inflace (%)	11/2011 *F			0,0	2,4	0,0	2,4
Německo	9.12.2011	08:00	Harmonizovaná inflace (%)	11/2011 *F			0,0	2,8	0,0	2,8
Francie	9.12.2011	08:45	Průmyslová výroba (%)	10/2011					-1,7	2,3
SR	9.12.2011	09:00	Mzdy (%)	10/2011						0,2
SR	9.12.2011	09:00	Obchodní bilance (mld. EUR)	10/2011					396,6	
Maďarsko	9.12.2011	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	10/2011 *P					740,6	
Maďarsko	9.12.2011	09:00	HDP (%)	3Q/2011 *F					0,5	1,4
ČR	9.12.2011	09:00	Inflace (%)	11/2011	0,3	2,4	0,3	2,3	0,3	2,3
ČR	9.12.2011	09:00	HDP (%)	3Q/2011 *F					0,0	1,5
USA	9.12.2011	14:30	Obchodní bilance (mld. USD)	10/2011			-43,0		-43,1	
USA	9.12.2011	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan	12/2011 *P			65,5		64,1	

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					poslední změna		
		hodnota	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4		
Česko	2T repo	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	-25 bps	5/7/2010
Maďarsko	2T depo	6,50	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	25 bps	11/29/2011
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	6,99	6,50	7,00	7,00	7,00	7,00
Polsko	WIBOR 3M	4,97	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	2,29	2,20	2,20	2,50	2,85	2,95
Maďarsko	HU10Y	7,46	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50
Polsko	PL10Y	5,10	5,00	5,00	5,10	5,20	5,20

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	EUR/CZK	25,3	26,0	25,3	25,0	24,7	24,5
Maďarsko	EUR/HUF	302	280	270	270	268	265
Polsko	EUR/PLN	4,48	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.