



- **Česká republika**
Českou ekonomikou se šíří další známky recese 2
- **ČR a Maďarsko**
Česká i maďarská inflace roste 3
- **Výhled na týden**
Polská inflace se na měsíc vrátí ke 4 % 5

Kampaň za měkčí měnové podmínky dorazila i do Polska

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25,03	→	↘
EUR/HUF	280,4	↘	↘
EUR/PLN	4,10	→	→
3M PRIBOR	0,71	→	→
3M BUBOR	6,58	→	→
3M WIBOR	4,83	↘	↘
10Y CZK	2,38	→	↗
10Y PLN	4,59	→	↗
10Y HUF	6,92	→	→
3M EURIBOR	0,21	→	→
10Y EMU	1,47	→	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Jak se dalo očekávat, relativně jestřábí pozice Národní banky Polska ve srovnání s centrálními bankami v ostatních zemích regionu (a to včetně ECB) začíná měknout a to pěkně rychle. Ačkoliv guvernér NBP Belka na tiskovce po posledním zasedání NBP obhajoval rozhodnutí úrokové sazby neměnit s tím, že centrální banka si chce počkat na nová data, k tomu evidentně ani nedošlo. Dokonce i zastánci relativně přísné měnové politiky uvnitř polského Výboru pro měnou politiku rychle volají po redukci oficiální úrokové sazby na příštím zasedání, přičemž do éteru se dostaly i úvahy, že by snížení sazeb bylo i výraznější než o obligátních 25 bazických bodů. Takto agresivní postup však od NBP podle našeho názoru není možné z řady důvodů očekávat. Mimo jiné i proto, že NBP bazíruje na tom, aby reálné úrokové sazby zůstaly pozitivní, což při inflaci a jejich očekáváních na úrovni 4 % vylučuje rychlé snižování základní úrokové sazby.

Zatímco v Polsku se kampaň za uvolnění měnových podmínek teprve pořádně rozbíhá, v ČR a v Maďarsku již naplno běží. Připomeňme, že v českém případě ani po snížení úrokových sazeb na úroveň 0,25 % neumkla holubičí rétorika ČNB, kdy centrální banka stále hrozí intervencemi koruně. V Maďarsku naproti tomu dochází k uvolnění měnových podmínek skrze klesající reálné úrokové sazby, kdy MNB (zatím) stále blahosklonně přihlíží tomu, jak se míra inflace vzdaluje od jejího cíle.

Českou ekonomikou se šíří další známky recese

Petr Dufek

Srpen přinesl do průmyslu rychlé ochlazení.

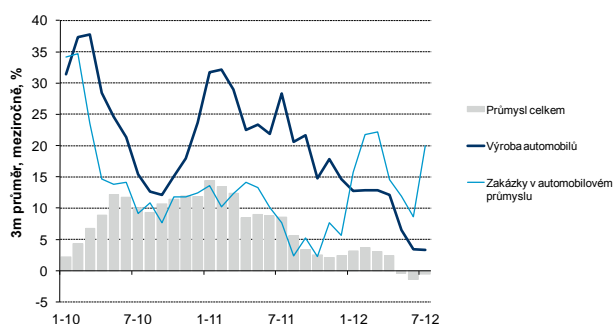
Srpnový propad výroby nejsilnějšího odvětví české ekonomiky překvapil svojí razancí, neboť výroba reálně poklesla o 3,1 % a přitom zakázky v předchozích měsících vypadaly docela slibně. Slabší byla tentokrát i produkce automobilek, které doposud průmysl držely nad vodou. Je otázkou, na kolik to bylo dovolenými, výrobními změnami či silným srovnávacím základem a nakolik jde o nový trend, který by naši ekonomice ve druhé půlce roku podrazil nohy. Slabé jsou tentokrát i nové zakázky - domácí i zahraniční. Navíc největší pokles zakázek nyní utrpěly i automobilky, jejichž zakázky ovšem o měsíc dříve vzrostly téměř o 42 %, následované výrobci kovů a strojírenstvím. Jak už však naznačují nejnovější výsledky, česká ekonomika zřejmě pomalu přichází o poslední jistotu v podobě rostoucího exportně orientovaného průmyslu. Vzhledem k tomu, že domácí poptávka prochází i nadále silným útlumem, nebudou zřejmě čísla v následujících měsících nijak povzbudivá.

Růst přebytku obchodní bilance (v ročním vyjádření na 287 mld. korun) sice spolu s rychle rostoucím exportem (+7,9 %) na první pohled zatím neindikuje žádné zadrnutí zahraniční poptávky. Přesto určité signály vedle již zmíněných slabších průmyslových zakázek najít můžeme. Jde především o meziměsíční pokles exportu nebo fakt, že aktuální výsledky z části (účetně) nadhodnocuje slabší koruna. I nadále navíc platí, že vývoj exportu se aktuálně odvíjí od úspěchu automobilek, kterým se daří rozšiřovat jejich pozice na upadajícím evropském a naopak rostoucím asijském trhu. Jasnější obrázek, jak se bude vyvíjet nejsilnější české odvětví – průmysl – však získáme až po zveřejnění nových zakázek na začátku příštího měsíce.

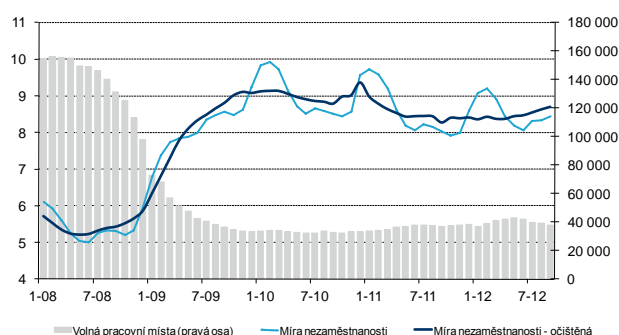
Nezaměstnanost opět na vzestupu.

S recesí ekonomiky se rozbíhá i propouštění, jak už naznačuje jednocentní pokles zaměstnanosti v průmyslu, pětiprocentní propad počtu zaměstnanců ve stavebnictví, stejně jako rostoucí míra nezaměstnanosti v celé ekonomice. Ta se v posledním měsíci zvýšila na 8,4 % a je už o čtyři desetiny vyšší než ve stejném měsíci loňského roku. Část z vyšší nezaměstnanosti jde na vrub absolventů, kterých tentokrát přibýlo necelých deset tisíc, část jde na vrub cyklického zpomalení ekonomiky. Obavy z nezaměstnanosti, které podporuje i aktuálně rostoucí počet nezaměstnaných, spolu s letošním propadem reálných příjmů, zhoršují důvěru spotřebitelů, brzdí spotřebu a ještě více prohlubují cyklický útlum hospodářství. A růstu nezaměstnanosti se nejspíše nevyhneme ani v závěru letošního roku, kdy by se její míra mohla vyšplhat k devíti procentům.

CZ: Dynamika průmyslu a nových zakázek



Míra nezaměstnanosti



Česká i maďarská inflace roste

Petr Dufek, Jan Čermák

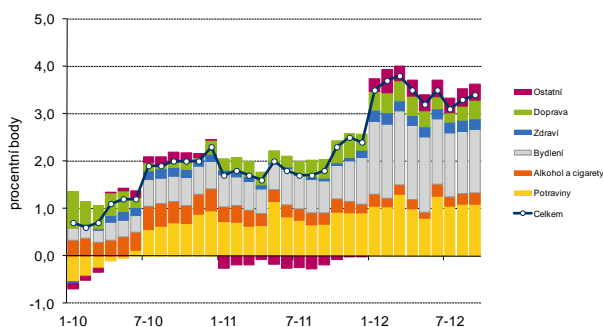
Česká inflace mírně zrychluje, i tak je pod prognózou ČNB.

Spotřebitelské ceny v ČR v září klesaly podle očekávání výrazně pomaleji (-0,1 % m/m), než v předchozích pěti letech, kdy poklesly v průměru o 0,3 %. V září jako již tradičně zlevňovaly rekreace, na druhou stranu však zdražovalo sezónní oblečení a obuv a tentokrát se k nim přidal i další nárůst cen pohonných hmot, které dosáhly nového rekordu. Pomalejší meziměsíční pokles cen je hlavním důvodem, proč meziroční inflace vzrostla na aktuálních 3,4 %. Je to stále výrazně nad dvouprocentním cílem ČNB, avšak stále platí, že hlavním důvodem letošní vyšší inflace je navýšená dolní sazba DPH, deregulace a vysoké ceny pohonných hmot. Významnou roli stále sehrávají i dražší potraviny, v nichž se kromě změněné DPH odrážejí i vyšší ceny komodit. Výhled inflace zůstává beze změny. Inflace se v následujících měsících postupně přiblíží hranici tří procent. Na přelomu roku o výši inflace rozhodne (ne)navýšení obou sazeb DPH, které musí projít ještě jednou parlamentním legislativním kolečkem. Pokud se sazby DPH navýší, inflace nebude mít příliš prostor k poklesu. Pokud by se však nepodařilo DPH upravit, platila by od příštího roku sjednocená sazba 17,5 %, která by dopomohla inflaci k poklesu pod úroveň dvou procent. Z pohledu nastavení úrokových sazeb ČNB se tímto nic nemění. Centrální banka zřejmě ponechá své úrokové sazby – bez ohledu na inflaci – na rekordních minimech nejspíše až do konce příštího roku.

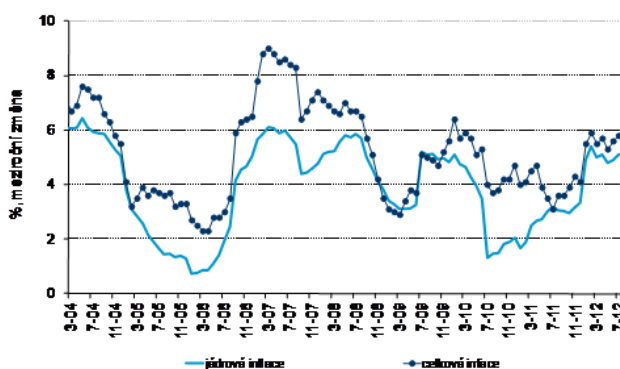
Míra inflace v Maďarsku dále zrychluje.

Míra inflace v Maďarsku dále zrychluje. V září již meziroční míra inflace dosáhla 6,6 %, kdy v meziměsíčním srovnání (nárůst 0,4 %) ceny rostly především vinou vyšších cen potraviny a benzínu. Nicméně rostla i jádrová inflace, která již aktuálně činí 5,3% (meziročně). Ačkoliv se míra inflace dále vzdaluje od dlouhodobého cíle MNB (3,0%), převážně holubičí bankovní rada centrální banky se zřejmě nenechá tímto vývojem znervóznit - mimo jiné už proto, že poslední inflační prognóza s takovým nárůstem v podstatě počítá. Od záměru dalšího snižování úrokových sazeb může MNB spíše než vysoká inflace odradit prudké oslabování forintu.

Struktura meziroční inflace v ČR
(vliv jednotlivých složek koše)

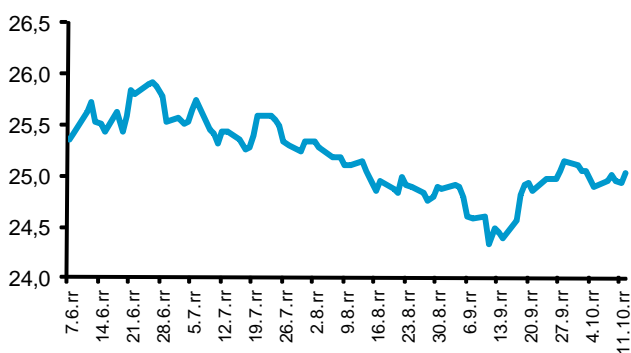


HU: Inflace

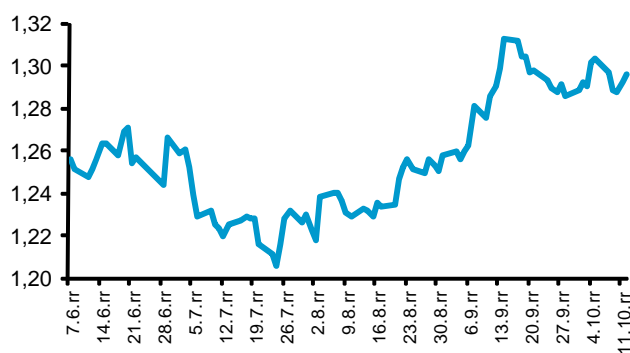


Přehled trhů

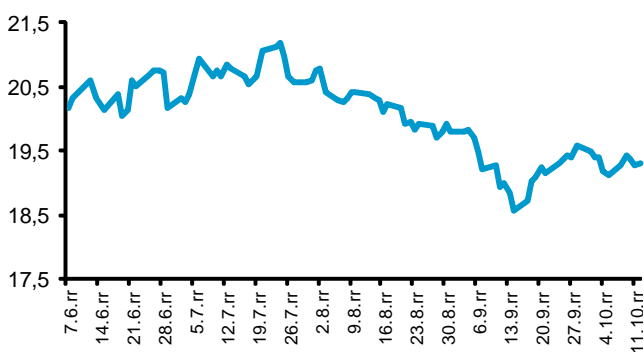
EURCZK



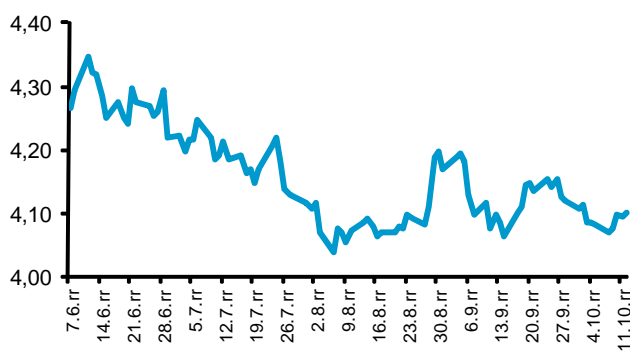
EURUSD



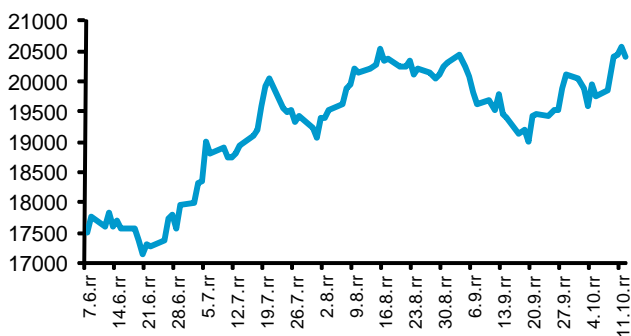
USDCZK



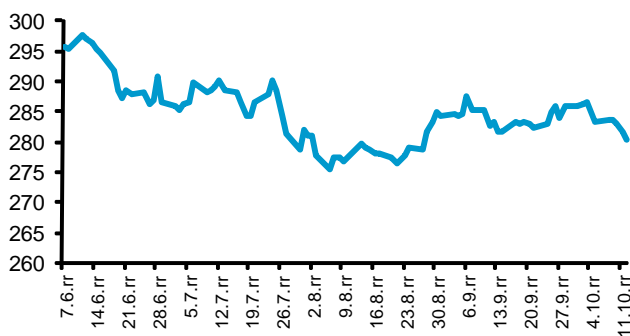
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

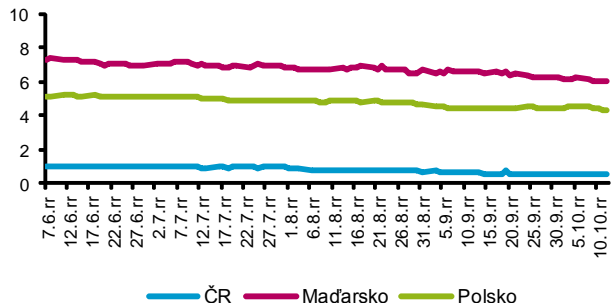


EURHUF

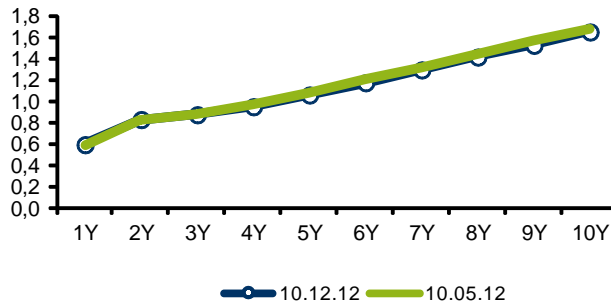


Zdroj: Thomson Reuters

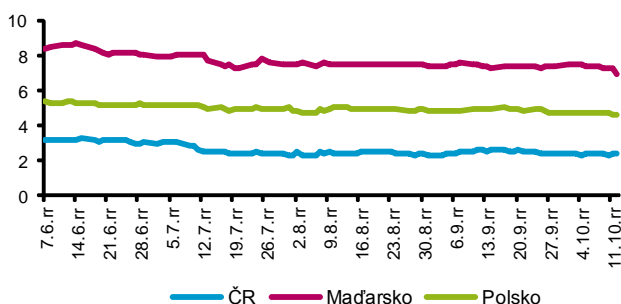
FRA 3x6 (%)



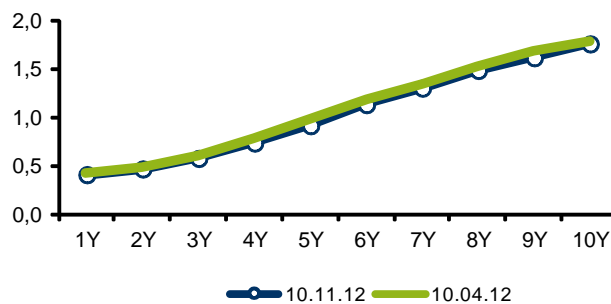
IRS CZK (%)



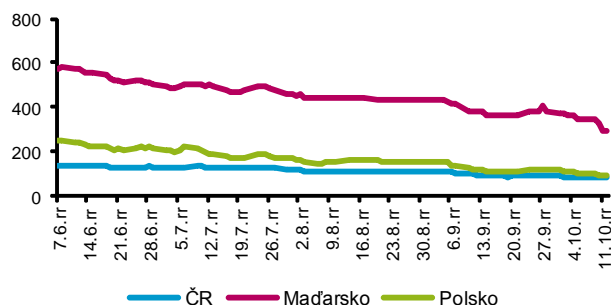
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



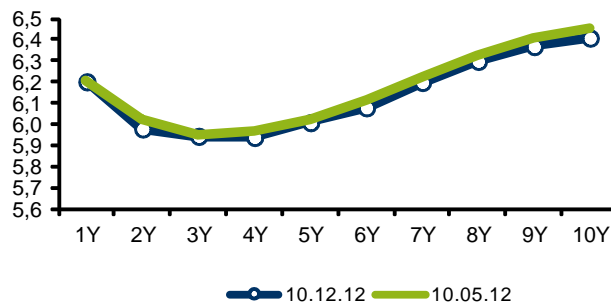
IRS EUR (%)



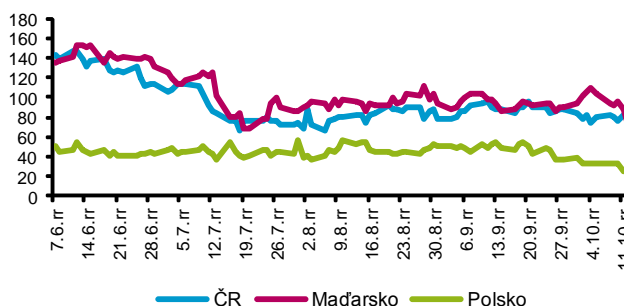
CDS 5Y (bps)



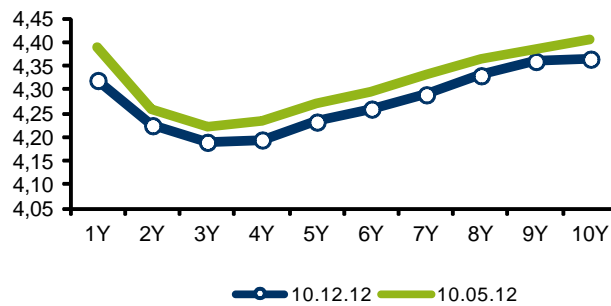
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

PO 14:00, PL Inflation (% , y/y)

	IX.12	VIII.12	IX.11
Inflace	4,0	3,8	3,9
Potraviny (bez alk.)	4,7	5,3	3,3
Doprava (vč. pohonných hmot)	6,2	6,5	7,6

PL: Inflation se na měsíc vrátí ke 4 %

Inflace v Polsku v září podle našich odhadů mírně vzrostla a na měsíc se vrátila na úroveň 4 %. Na meziměsíčním zvýšení cen o 0,3 % se pravděpodobně nejvíce podepsal sezónní růst cen oblečení a obuvi (1 %) a tradičně rostoucí ceny školních potřeb související se zahájením školního roku (2,5 %). O něco pomaleji, než je v tomto období roku běžné, podle nás naopak rostly ceny potravin (0,2 %). Na dílčím indexu dopravy se zřejmě podepsala rostoucí cena ropy, která pravděpodobně převážila pozitivní vliv posílení zlatého vůči dolaru.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	15.10.2012	9:00	Výrobní ceny	%	09.2012	0,4	2,1	0,3	2	0,5	1,9
ČR	15.10.2012	10:00	Běžný účet	mld. CZK	08.2012	-22		-18,5		-11,5	
Polsko	15.10.2012	14:00	Inflace	%	09.2012	0,3	4	0,2	3,9	-0,3	3,8
Polsko	15.10.2012	14:00	Běžný účet	mil. EUR	08.2012			-1050		-1027	
Polsko	15.10.2012	14:00	Obchodní bilance	mil. EUR	08.2012			-445		-314	
USA	15.10.2012	14:30	Podnikatelská nálada ve státě N.Y.		10.2012			-4,8		-10,41	
USA	15.10.2012	14:30	Maloobchodní tržby	%	09.2012			0,7		0,9	
USA	15.10.2012	14:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů	%	09.2012			0,6		0,8	
Polsko	15.10.2012	15:00	Rozpočtové saldo	mil. PLN	09.2012					-22935	
EMU	15.10.2012	15:30	Statistika nákupu dluhopisů	ECB	10.2012						
USA	15.10.2012	16:00	Podnikatelské zásoby	%	08.2012			0,5		0,8	
USA	15.10.2012	18:45	Projev Lackera o ekonomice USA ve Virginii	Fed	10.2012						
USA	15.10.2012	19:10	Projev Bullarda o ekonomice USA v St. Louis	Fed	10.2012						
USA	16.10.2012	2:30	Projev Williamse o ekonomice v San Franciscu	Fed	10.2012						
Německo	16.10.2012	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)		10.2012			11		12,6	
Německo	16.10.2012	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)		10.2012			-15		-18,2	
EMU	16.10.2012	11:00	Jádrová inflace	%	09.2012				1,7		1,5
EMU	16.10.2012	11:00	Inflace	%	09.2012			0,8	2,7	0,4	2,7
EMU	16.10.2012	11:00	Obchodní bilance	mil. EUR	08.2012					7,9	
Polsko	16.10.2012	14:00	Mzdy	%	09.2012			-0,1	2,7	-0,4	2,7
USA	16.10.2012	14:30	Inflace	%	09.2012			0,5	1,8	0,6	1,7
USA	16.10.2012	14:30	Jádrová inflace	%	09.2012			0,2	2	0,1	1,9
USA	16.10.2012	15:15	Průmyslová výroba	%	09.2012			0,2		-1,2	
USA	16.10.2012	15:15	Využití kapacit	%	09.2012			78,3		78,2	
USA	16.10.2012	19:00	Index stavitelů rodinných domů		10.2012			41		40	
EMU	17.10.2012	0:00	Summit EU		10.2012						
Polsko	17.10.2012	14:00	Průmyslová výroba	%	09.2012			7,8	-3,7	-0,8	0,5
Polsko	17.10.2012	14:00	Výrobní ceny	%	09.2012			0,3	1,7	0,1	3,1
USA	17.10.2012	14:30	Zahájení staveb nových domů		09.2012			770		750	
USA	17.10.2012	14:30	Udělená stavební povolení		09.2012			810		803	
EMU	18.10.2012	0:00	Summit EU		10.2012						
Maďarsko	18.10.2012	9:00	Mzdy	%	08.2012				4,9		7,1
EMU	18.10.2012	9:00	Projev Rehna na konferenci v Bruselu	ECB	10.2012						
EMU	18.10.2012	10:00	Projev Liikanena ve Frankfurtu	ECB	10.2012						
USA	18.10.2012	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	10/13/2012					339	
USA	18.10.2012	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	10/06/2012					3273	
USA	18.10.2012	16:00	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu		10.2012			0		-1,9	
USA	18.10.2012	16:00	Předstihové ukazatele		09.2012			0,1		-0,1	
Německo	19.10.2012	8:00	Výrobní ceny	%	09.2012			0,3	1,6	0,5	1,6
EMU	19.10.2012	10:00	Běžný účet	mld. EUR	08.2012					9,7	
USA	19.10.2012	16:00	Prodej stávajících domů	mil.	09.2012			4,7		4,82	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná						poslední změna	
		hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1		
Česko	2T repo	0,25	0,75	0,50	0,50	0,25	0,25	-25 bps	1.10.2012
Maďarsko	2T depo	6,50	7,00	7,00	6,50	6,50	6,50	-25 bps	25.9.2012
Polsko	2T inter. sazba	4,75	4,50	4,75	4,75	4,50	4,50	25 bps	5.6.2012

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	PRIBOR 3M	0,71	1,28	1,03	0,80	0,70	0,70
Maďarsko	BUBOR 3M	6,58	7,25	7,20	6,61	6,50	6,40
Polsko	WIBOR 3M	4,83	4,94	5,13	4,92	4,80	4,90

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	CZ10Y	1,62	2,25	2,02	1,61	1,70	1,80
Maďarsko	HU10Y	6,28	7,36	6,71	6,56	7,50	7,25
Polsko	PL10Y	4,36	4,95	4,74	4,39	5,30	5,40

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	EUR/CZK	25,0	24,84	25,52	25,13	24,90	24,50
Maďarsko	EUR/HUF	280	294	286	285	290	280
Polsko	EUR/PLN	4,10	4,14	4,22	4,11	4,30	4,15

HDP

	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	2,1	1,3	0,6	-0,5	-1,0	-1,2	-1,0
Maďarsko	1,5	1,4	1,4	-0,7	-1,3	-0,7	-0,4
Polsko	4,2	4,2	4,3	3,5	2,4	2,1	1,9

Inflace

	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	1,8	2,4	3,8	3,5	3,3	2,9	2,9
Maďarsko	3,6	4,1	5,5	5,6	5,0	4,7	3,7
Polsko	3,9	4,6	3,9	4,3	3,7	3,2	2,7

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

	2012	2013
Česko	-2,2	-1,9
Maďarsko	1,5	1,0
Polsko	-4,0	-3,8

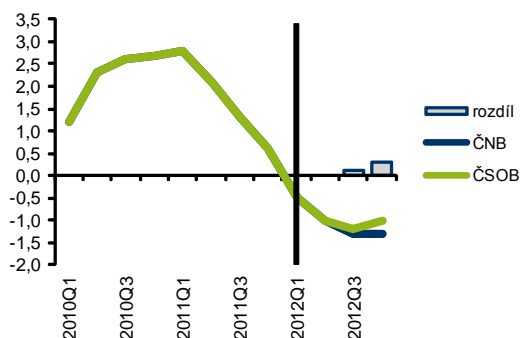
Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	2012	2013
Česko	-3,3	-2,8
Maďarsko	-2,5	-2,2
Polsko	-3,5	-4,0

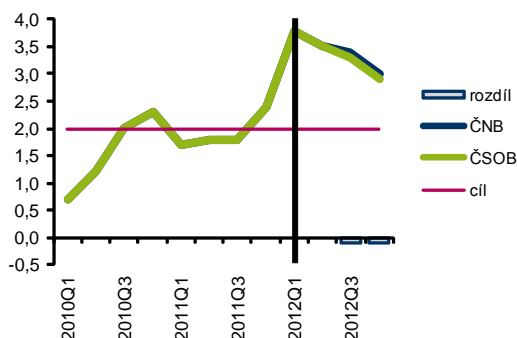
Zdroj dat: ČSOB, Bloomberg

Výhledy centrálních bank

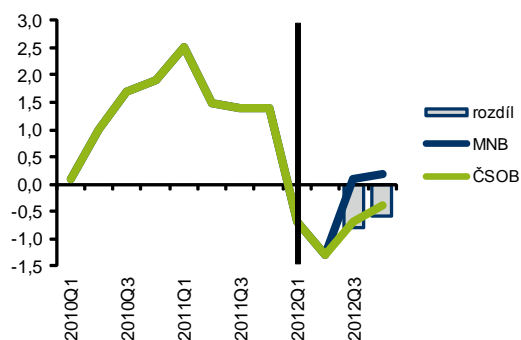
CZ: Výhled na růst HDP (y/y, %)



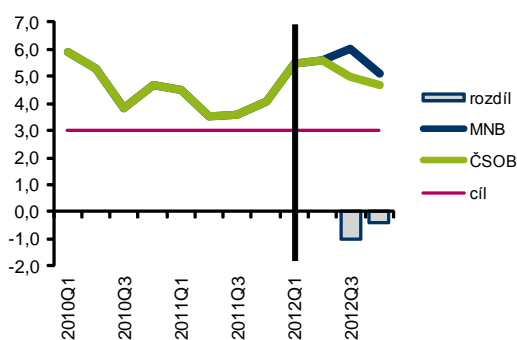
CZ: Výhled na inflaci (y/y, %)



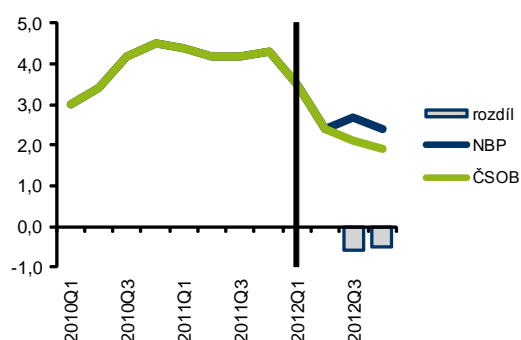
HU: Výhled na růst HDP (y/y, %)



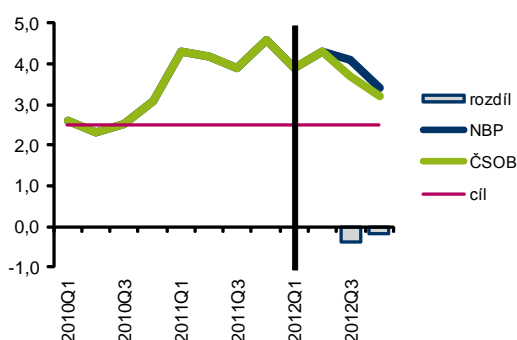
HU: Výhled na inflaci (y/y, %)



PL: Výhled na růst HDP (y/y, %)



PL: Výhled na inflaci (y/y, %)



Zdroj: ČNB, NBP, MNB, ČSOB

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.