



## ● Česká republika

Korunu čeká v roce 2013 jen mírné posílení 2

## ● Výhled na týden

Polská centrální banka srazí sazby o 25 bps 5

## Polský růst prudce zpomaluje

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25.25	→	↗
EUR/HUF	280.5	→	↗
EUR/PLN	4.11	↗	↗
3M PRIBOR	0.51	→	→
3M BUBOR	6.00	↘	↘
3M WIBOR	4.49	↘	↘
10Y CZK	1.97	→	→
10Y PLN	4.02	→	↘
10Y HUF	6.94	→	↗
3M EURIBOR	0.19	→	→
10Y EMU	1.37	→	↘

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Ačkoliv maďarská centrální banka snížila úrokové sazby a guvernér Simor trochu rozvířil vody nečekaně upřímným vystoupením na tiskové konferenci, tak hlavní událostí týdne bylo bezesporu dnešní zveřejnění růstu polského HDP za třetí čtvrtletí.

Polská čísla totiž poukázala na mnohem výraznější zpomalení růstu, než jsme očekávali my i trh. HDP se meziročně zvýšilo o 1,4 % (náš odhad byl 1,8 %), přičemž znepokojivá byla zejména struktura. Zatímco v post-Lehmanovském roce 2009 se Polsko mohlo spolehnout na pozitivní příspěvky spotřeby (zejména té individuální) k růstu, dnešní čísla byla z tohoto pohledu mnohem pesimističtější, neboť zpomalení šlo právě na vrub domácí spotřeby a investic.

Číslo zřejmě nezůstane bez dopadů. Již následující týden totiž zasedá centrální banka, od které trh jednomyslně očekává pokles sazeb o 25 bps. Vyloučit přitom nelze ani agresivnější uvolňování, zejména v následujících čtvrtletích, neboť se růst se vší pravděpodobností propadne dokonce pod 1 %. V současné době proto vidíme prostor pro pokles sazeb minimálně o dalších 75 bps (včetně příštího týdne).

## Korunu čeká v roce 2013 jen mírné posílení

Jan Bureš

**Česká koruna se trochu otřepala z listopadových ztrát.**

Česká koruna se trochu otřepala z listopadových ztrát, nic výrazně pozitivního jí ale v roce 2013 nečeká. Strašák eventuálních intervencí ČNB v kombinaci se špatnými výkony ekonomiky v prvním pololetí by měly bránit výraznějším ziskům české měny. S těmi počítáme až v druhém pololetí 2013, kdy se mohou znovu objevit sázky na startující reálnou konvergenci.

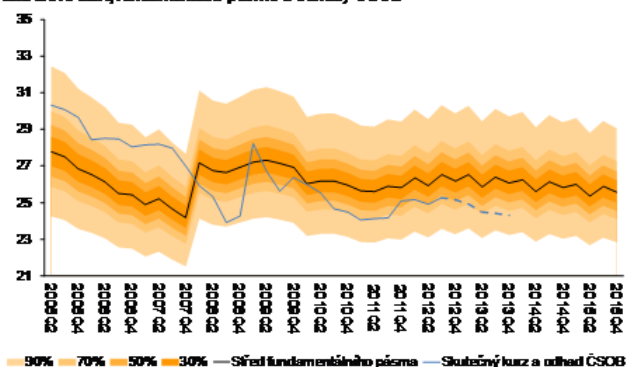
**Kurz EUR/CZK by ani v extrémních případech neměl vybočit z intervalu 24,6-29,9.**

Posilování české koruny dlouhodobě stojí na reálném dohánění ekonomik našich hlavních obchodních partnerů, které je doprovázeno na rozdíl od Polska a Maďarska trvale nízkou inflací. Tato kombinace je živnou půdou pro nominální posilování české měny. S americkou finanční krizí (po pádu Lehman Brothers) se ale tempo reálné konvergence výrazně zpomalilo. V roce 2012 bude pravděpodobně Česko padat rychleji než eurozóna a v příštím roce počítáme s kladnou nulou. Současně v Česku v tomto a v příštím roce zrychlí inflace (nad 3%ní cíl), což rovněž není faktor, který by měl koruně (fundamentálně) pomáhat.

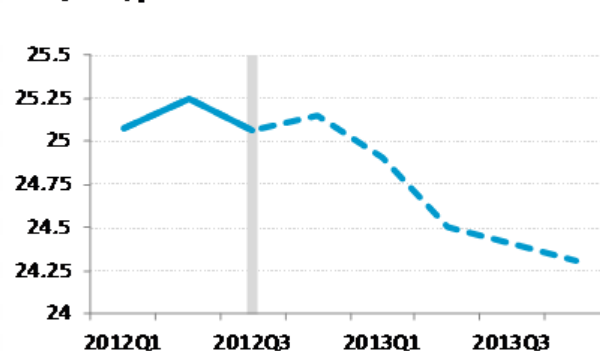
Současné dlouhodobé reálné fundamenty tedy nejsou pro korunu zrovna povzbudivé. Naše dlouhodobé modely vycházející z pomalého růstu a vyšší inflace pak ukazují to, že by kurz EUR/CZK ani v extrémních případech neměl vybočit z intervalu 24,6-29,9. Hranice tohoto intervalu tedy nechávají o poznání větší prostor pro eventuální výprodeje než pro zisky.

To se samozřejmě může časem změnit a hodně bude záležet i na dalším vývoji eurokrize. Pokud eurozóna zvládne přerod na hospodářskou unii, současná krize může mít pro Česko pozitivní vyústění. Ta je podle našeho názoru spíše krizí platební bilance než dluhovou krizí. Dlouhodobý přízpusobovací mechanismus uvnitř měnové unie by pak v našem optimistickém scénáři měl fungovat tak, že uvolněné finanční podmínky v EMU povedou k zahřátí německé ekonomiky, přičemž na periferii eurozóny bude probíhat paralelní fiskální restrikce. Výsledkem by měl být rychlejší růst ekonomiky i inflace a mezd v Německu, přičemž celková inflace v EMU by se dlouhodobě držela nad cílem ECB - 2,0 %. Takový scénář založený na dlouhodobém přehřívání německé ekonomiky by měl být požehnáním pro českou ekonomiku (resp. i korunu), neboť naše obchodní vazby na Německo jsou velmi silné. Sázky na start reálné konvergence ale nelze čekat dříve než v polovině roku 2013.

Kurz EUR/CZK, fundamentální pásmo a odhady ČSOB

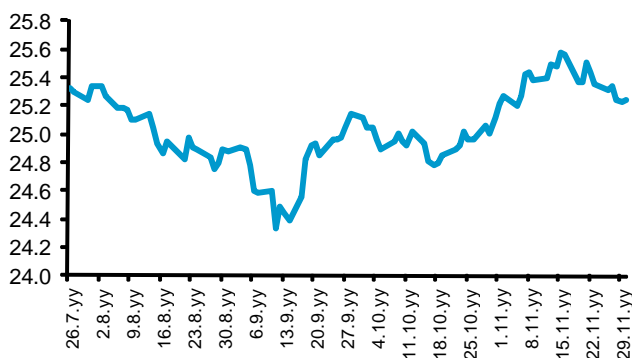


EUR/CZK, průměr

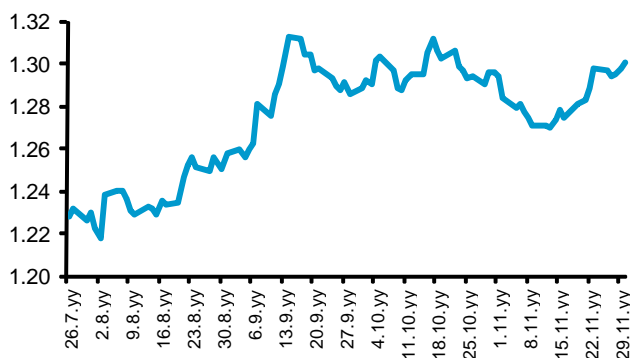


## Přehled trhů

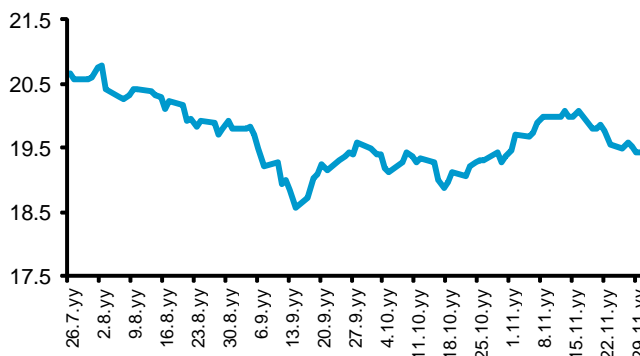
EURCZK



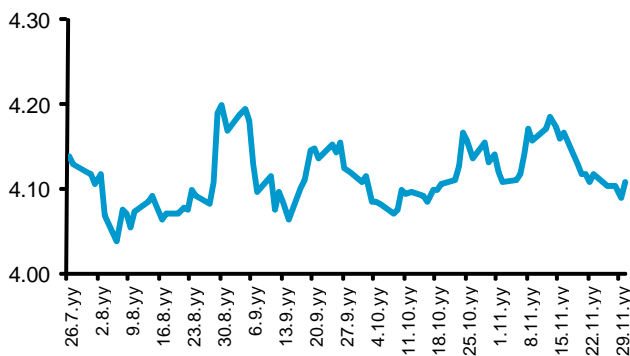
EURUSD



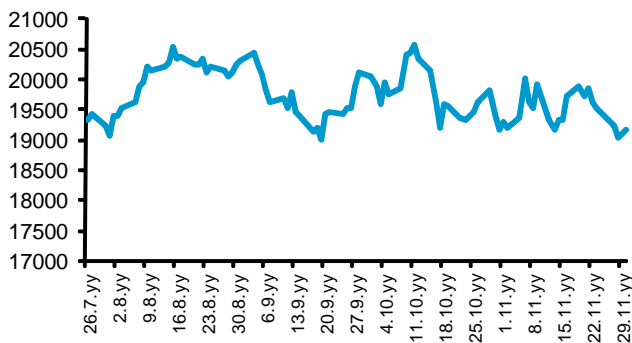
USDCZK



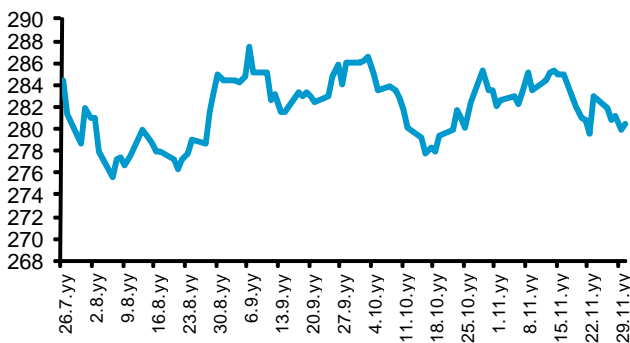
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

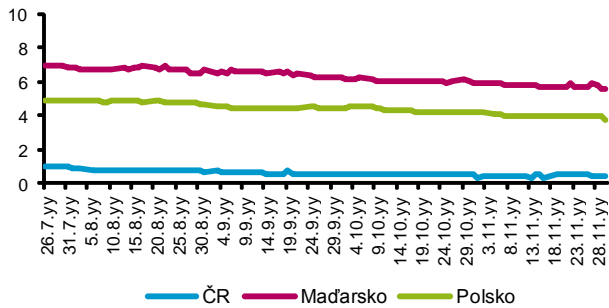


EURHUF

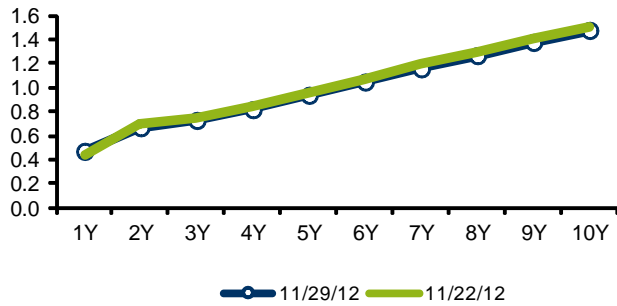


Zdroj: Thomson Reuters

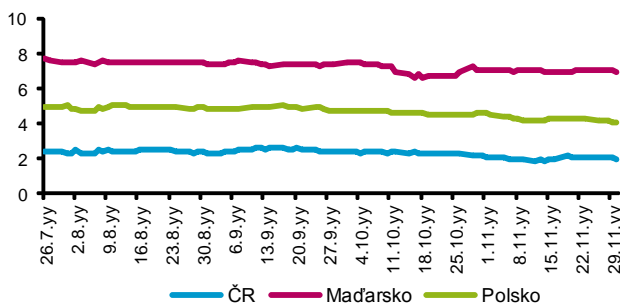
FRA 3x6 (%)



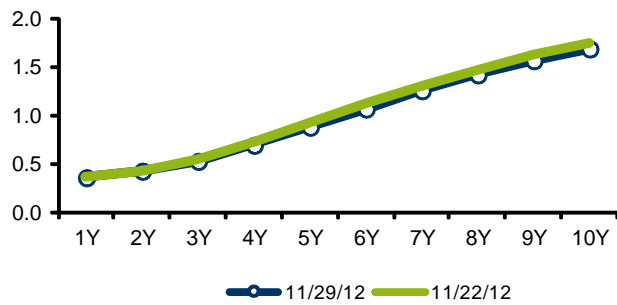
IRS CZK (%)



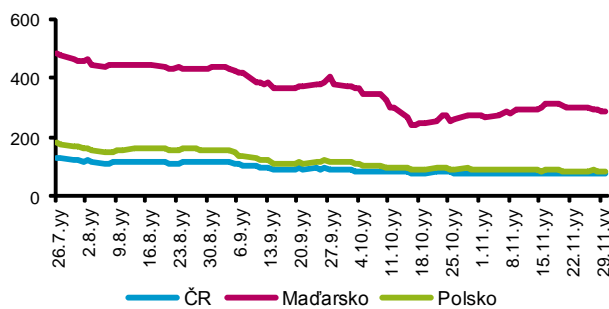
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



IRS EUR (%)



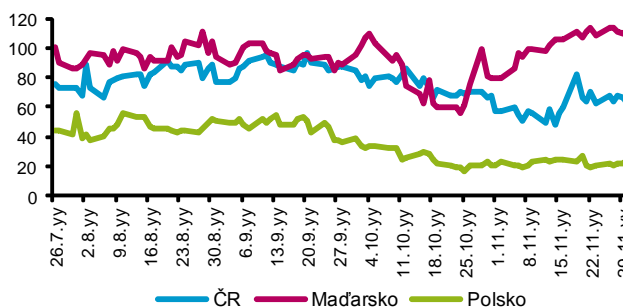
CDS 5Y (bps)



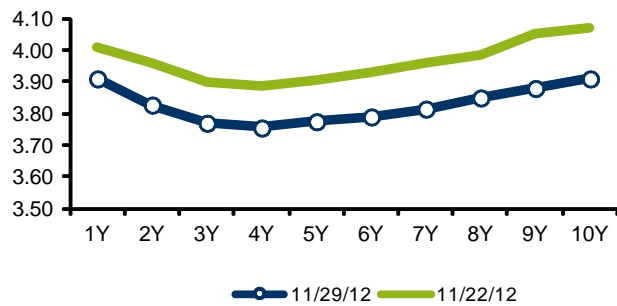
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

### ST 9:00, CZ Maloobchodní tržby (% y/y)

	X.12	IX.12	X.11
Tržby	2,5	-3,3	1,1
kumul. od ledna	-0,6	-0,9	2,0

### ST cca 14:00, PL Zasedání NBP

	Náš odhad	Poslední změna
hlavní sazba v %	4,25	11/2012
změna v b. bodech	-25	-25

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

	X.12	IX.12	X.11
Saldo	40,0	31,6	32,2
kumulativ. od ledna	278,0	237,8	165,6

## CZ: Maloobchod v černých číslech

V říjnu se maloobchodní tržby zřejmě dostaly opět do černých čísel, avšak nikoliv díky apetitu spotřebitelů, ale především v důsledku o tři dny vyššího počtu pracovních dnů. Zvýšily se rovněž prodeje nových automobilů, které se v číslech maloobchodu nepochybně také odrazily. Nadále ovšem platí, že chuť a možnost utrácet je ze strany spotřebitelů v letošním roce velmi omezená, a tak stále pokračuje trend rekordního propadu spotřeby domácností. Poslední měsíce tohoto roku nebudou podle našeho názoru v tomto směru výjimkou.

## PL: NBP srazí sazby o 25 bps

Vyvrcholením dvoudenního zasedání polské centrální banky (NBP) bude podle našeho názoru ve středu rozhodnutí snížit úrokové sazby o 25 bazických bodů (bps), přičemž zcela vyloučit nelze ani agresivnější uvolňování o 50 bps. Ještě zajímavější než samotné hlasování bude postoj NBP k čerstvým číslům o HDP za 3. čtvrtletí. Zpomalení hospodářského růstu v Polsku je totiž výraznější, než se očekávalo, a jde zejména na vrub domácí spotřeby a investic. Trh bude proto podle nás netrpělivě vyčkávat na tiskovou konferenci, na níž guvernér Belka pravděpodobně naznačí další poklesy sazeb.

## CZ: Šance rekordní přebytek obchodu

I když je v posledních měsících docela patrný útlum průmyslu a jeho zakázek, existuje velká šance na další velmi dobrý výsledek zahraničního obchodu. Napomoci by mu měl především vyšší počet pracovních dní a stále utlumená domácí poptávka, která se projevuje v nižším dovozu do ČR. Pokračovala zřejmě i úspěšná expanze automobilek na evropském a asijském trhu a vyšší vývoz nejspíše vykážou i výrobci elektrických zařízení. Celoroční přebytek zahraničního obchodu letos s největší pravděpodobností vytvoří nový rekord v blízkosti hranice 300 mld. korun.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
EMU	03.12.2012	0:00	Schůzka ministrů financí eurozóny v Bruselu	ECB	12/2012						
Maďarsko	03.12.2012	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		11/2012						49.9
Polsko	03.12.2012	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		11/2012						
ČR	03.12.2012	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		11/2012						
EMU	03.12.2012	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		11/2012 *F			46.2			46.2
EMU	03.12.2012	13:00	Projev Coeura v Londýně	ECB	12/2012						
ČR	03.12.2012	14:00	Rozpočtové saldo	mld. CZK	11/2012						-51.3
EMU	03.12.2012	15:30	Statistika nákupu dluhopisů	ECB	12/2012						
USA	03.12.2012	16:00	Cenový subindex ISM		11/2012			54			55
USA	03.12.2012	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM		11/2012	49.5		51.4			51.7
USA	03.12.2012	19:40	Projev Bullarda o ekonomice USA	Fed	12/2012						
USA	03.12.2012	23:00	Celkový prodej automobilů	mil. USD	11/2012			14.8			14.22
USA	03.12.2012	23:00	Prodej domácích automobilů	mil. USD	11/2012			11.3			11.1
EMU	04.12.2012	0:00	Schůzka ministrů financí eurozóny v Bruselu	ECB	12/2012						
ČR	04.12.2012	9:00	Mzdy	%	3Q/2012						-1.1
EMU	04.12.2012	10:00	Projev Nowotnyho o budoucnosti eurozóny v e Vídní	ECB	12/2012						
EMU	04.12.2012	11:00	Výrobní ceny	%	10/2012			0	2.5	0.2	2.7
ČR	05.12.2012	9:00	Maloobchodní tržby	%	10/2012		2.5				-3.3
EMU	05.12.2012	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		11/2012 *F			45.7			45.7
EMU	05.12.2012	11:00	Maloobchodní tržby	%	10/2012			0	-0.8	-0.2	-0.8
Polsko	05.12.2012	14:00	Zasedání RPP	%	12/2012	4.25		4.25			4.5
USA	05.12.2012	14:30	ADP report z trhu práce	tis.,nsa	11/2012			140			158
EMU	05.12.2012	15:00	Projev Asmussena v Bruselu	ECB	12/2012						
USA	05.12.2012	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM		11/2012			53.7			54.2
USA	05.12.2012	16:00	Tovární zakázky	%	01.10.2012			0			4.8
Maďarsko	06.12.2012	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	10/2012 *P						751.1
EMU	06.12.2012	11:00	HDP	%	3Q/2012 *P			-0.1	-0.6	-0.1	-0.6
Německo	06.12.2012	12:00	Tovární zakázky	%	10/2012			1	-5.6	-3.3	-4.7
EMU	06.12.2012	13:45	Zasedání ECB	%	1.12.2012			0.75			0.75
USA	06.12.2012	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	1.12.2012			380			393
USA	06.12.2012	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	11/2012						3287
EMU	06.12.2012	14:30	Projev Draghiho na měsíční tiskové konferenci	ECB	12/2012						
ČR	07.12.2012	9:00	HDP	%	3Q/2012 *F						-0.3 -1.5
ČR	07.12.2012	9:00	Obchodní bilance	mld. CZK	10/2012	40					31.6
Maďarsko	07.12.2012	9:00	HDP	%	3Q/2012 *F						-0.2 -1.5
Maďarsko	07.12.2012	9:00	Průmyslová výroba	%	10/2012 *P						0.7 0.6
ČR	07.12.2012	10:00	Běžný účet	mld. CZK	3Q/2012						-260.2
EMU	07.12.2012	11:00	Schůzka prezidenta ECB Draghiho a guvernéra MNB	ECB	12/2012						
Německo	07.12.2012	12:00	Průmyslová výroba	%	10/2012			-0.5	-1.9	-1.8	-1.2
USA	07.12.2012	14:15	Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru	tis.,nsa	11/2012	102.3		100			184
USA	07.12.2012	14:30	Míra nezaměstnanosti	%	11/2012			7.9			7.9
USA	07.12.2012	14:30	Průměrná hodinová mzda	%	11/2012			0.2	1.6	0	1.6
USA	07.12.2012	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství	tis.,nsa	11/2012	92.3		90			171
USA	07.12.2012	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		12/2012 *P			82			82.7
EMU	07.12.2012	16:00	Projev Weidmanna v Berlíně	ECB	12/2012						

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

## Náš výhled

### Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná						poslední změna	
		hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1		
Česko	2T repo	0.05	0.75	0.50	0.50	0.05	0.05	-25 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depo	6.00	7.00	7.00	6.50	6.50	6.50	-25 bps	11/27/2012
Polsko	2T inter. sazba	4.50	4.50	4.75	4.75	4.50	4.50	25 bps	11/7/2012

### Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	PRIBOR 3M	0.51	1.28	1.03	0.80	0.50	0.50
Maďarsko	BUBOR 3M	6.00	7.25	7.20	6.61	6.50	6.40
Polsko	WIBOR 3M	4.49	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	1.47	2.25	2.02	1.61	1.60	1.60
Maďarsko	HU10Y	5.93	7.36	6.71	6.56	7.50	7.25
Polsko	PL10Y	3.82	4.95	4.74	4.39	5.30	5.40

### Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	EUR/CZK	25.2	24.84	25.52	25.13	25.00	24.50
Maďarsko	EUR/HUF	280	294	286	285	290	280
Polsko	EUR/PLN	4.11	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	-0.8	-1.5
Maďarsko	1.5	1.4	1.4	-0.7	-1.3	-1.4	-1.6
Polsko	4.2	4.2	4.3	3.5	2.3	1.8	1.5

### Inflace

	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	1.8	2.4	3.8	3.5	3.4	2.9	3.0
Maďarsko	3.6	4.1	5.5	5.6	6.6	6.4	3.7
Polsko	3.9	4.6	3.9	4.3	3.8	2.7	2.3

### Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

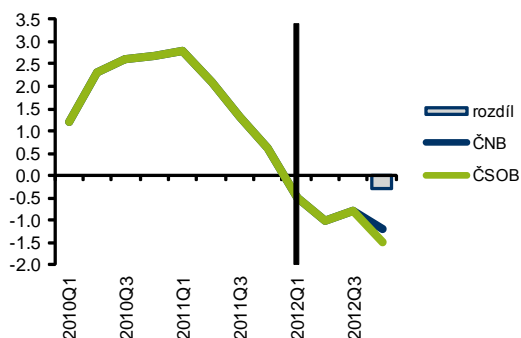
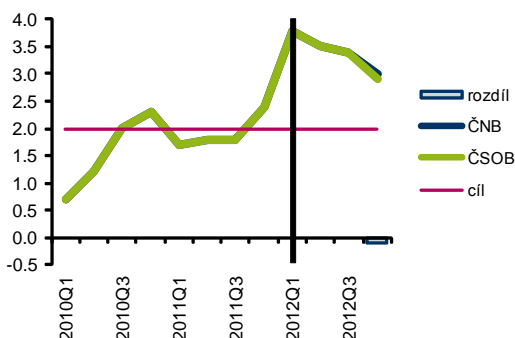
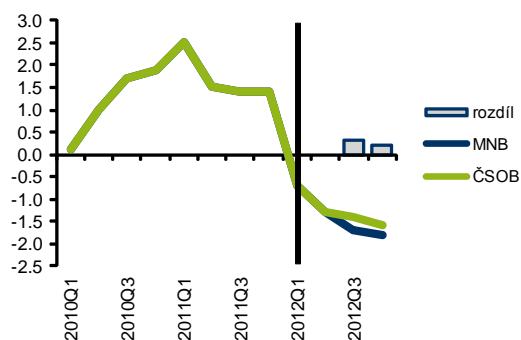
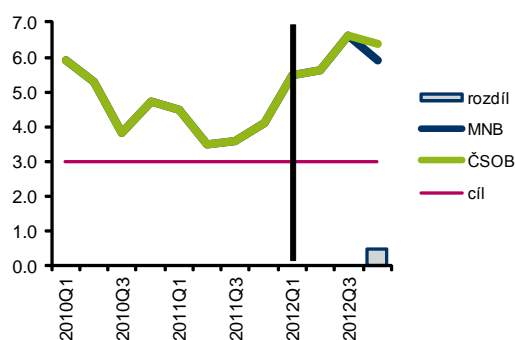
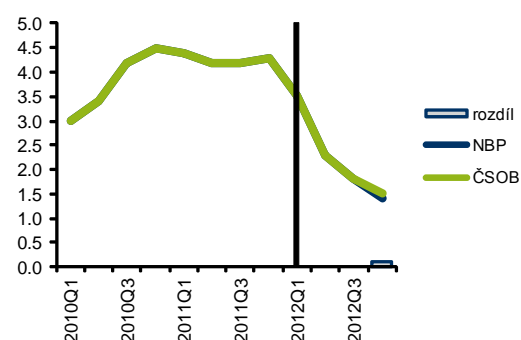
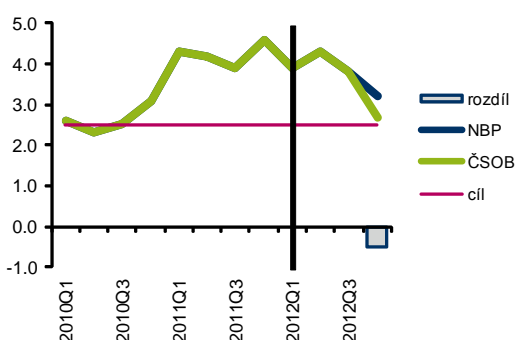
	2012	2013
Česko	-1.7	-1.9
Maďarsko	1.5	1.0
Polsko	-4.0	-3.8

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

	2012	2013
Česko	-3.3	-3.0
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.