



- **Česká republika, Polsko, Maďarsko**
Levnější benzín přistříhl inflaci křídla 2
- **Česká republika**
Česká ekonomika na přelomu roku 3
- **Výhled na týden**
MNB sazby sníží a ČNB ponechá beze změny 6

Rok 2012 byl pro dluhopisy a měny střední Evropy výnosný

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25.26	↗	↗
EUR/HUF	283.6	↗	↗
EUR/PLN	4.09	↗	↗
3M PRIBOR	0.50	→	→
3M BUBOR	6.00	↘	↘
3M WIBOR	4.23	→	↘
10Y CZK	2.01	↘	↗
10Y PLN	3.92	↘	↘
10Y HUF	6.51	↘	↗
3M EURIBOR	0.18	→	→
10Y EMU	1.35	↘	↘

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Dnešní Analytický týdeník je posledním týdeníkem v tomto roce, a tak přišel čas lehkého bilancování. V tomto případě máme na mysli lehké zhodnocení vývoje devizových a dluhopisových trhů ve střední Evropě.

Podíváme-li se na středoevropské devizové kurzy, tak zaznamenáme zřetelnou divergenci mezi českou korunou na jedné straně a forintem, resp. zlotým na straně druhé. Zatímco česká koruna letos víceméně stagnovala, pak maďarská, resp. polská měna posílila o přibližně desetinu (vůči euru). Vysvětlení tohoto fenoménu je v zásadě dvojitý - za prvé, rizikovým aktivům, ke kterým patří relativně vysoko úročený zlotý a forint, se dařilo a za druhé, to byla holubičí politika ČNB. Ta byla daleko agresivnější než politika NBP či MNB a spíše svojí razancí se přibližovala chování hlavních centrálních bank (Fed, ECB, Bank of England), které se svojí uvolněnou (měnovou) politikou účastní globálních měnových válek.

Co se pak týká vývoje na trhu vládních dluhopisů - ten byl v regionu unisono pozitivní. Hlad po vyšších výnosech u investorů z hlavních trhů spolu se slabším ekonomickým výkonem regionálních ekonomik vytvořily velmi příznivé prostředí pro dluhopisy středoevropských států. Navíc vzhledem k tomu, že se kreditní riziko těchto zemí nijak nezhoršilo (spíše naopak) staly se tyto instrumenty logicky velmi lákavým zbožím, které jejich držitelům přinesly v roce 2012 zisky v řádu desítek procent.

Levnější benzín přistříhl inflaci křídla

Petr Báča, Jan Čermák, Petr Dufek

Levnější volání a pohonné hmoty stlačily českou inflaci pod tři procenta.

Spotřebitelské ceny v ČR v listopadu poklesly o dvě desetiny procenta, a to především díky zlevnění telefonních služeb, pohonných hmot a sezónních rekreací. Meziroční inflace výrazně propadla z předchozích 3,4 % na 2,7 % a přiblížila se tak cíli centrální banky. I nadále platí, že za českou inflaci stojí především lednová změna DPH, dražší pohonné hmoty a potraviny a samozřejmě i deregulace. O výhledu inflace se zatím příliš hovořit nedá, protože stále není zřejmé, jaké sazby DPH budou v ČR platit od začátku ledna. V případě, že půjde o vládou prosazovanou variantu 15/21 se inflace udrží těsně pod třemi procenty, pokud bude platit loni schválené sjednocení na 17,5 %, tak se inflace propadne pod 1,5 %. Z pohledu nastavení úrokových sazeb ČNB se však nic nemění, a tak nás čeká poměrně dlouhé období rekordní repo sazby na úrovni 0,05 %.

Inflace v Polsku na dvouletých minimech.

Tradičně o něco později zveřejnil listopadovou inflaci polský statistický úřad. Růst cen meziročně zpomalil o desetinu více, než se čekalo - na 2,8 %. Inflace v Polsku se tedy v posledních dvou měsících (celkově o jeden procentní bod) dostala nejen do tolerančního pásma centrální banky, ale i na dohled od svého cíle (2,5 %). Za výrazným poklesem v posledních dvou měsících stál především nárůst srovnávací základny. Z meziměsíčního pohledu byl pro nás největším překvapením nečekaný pokles cen dopravy o 1,2 %. Pokles meziroční míry inflace na dvouletá minima otevírá prostor centrální bance pro další uvolnění měnové politiky. Pokles oficiálních sazeb o 25 bazických bodů (bps) v lednu se zdá být hotovou záležitostí. Ačkoliv připouštíme, že náš současný předpoklad dodatečného jednoho snížení sazeb o dalších 25 bps může být příliš konzervativní, tržní sázky na pokles o dalších 125 bps v horizontu 9 měsíců stále vnímáme jako přehnané.

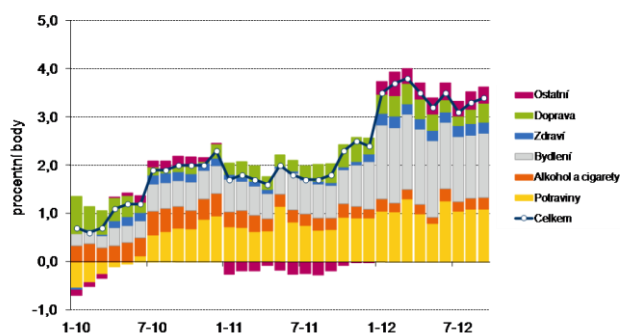
Maďarská meziroční míra inflace sestupuje.

Maďarská meziroční míra inflace pokračuje v relativně rychlém sestupu, což potvrdila i listopadová data. Zatímco v meziměsíčním vyjádření inflace poklesla o 0,1%, pak meziroční inflace propadla z 6,0 % na 5,2 %. V pozadí nižší míry inflace stojí dva faktory: za prvé stejně jako ve zbytku regionu propad cen pohonných hmot a za druhé vysoká srovnávací základna z minulého roku. Pokud jde naopak o tzv. jádrovou inflaci, tak ta meziměsíčně naopak vzrostla o 0,3 %.

Inflace ve střední Evropě



Struktura meziroční inflace v ČR (vliv jednotlivých složek koše)



Česká ekonomika na přelomu roku

Petr Dufek

**Recese nekončí, pokračuje,
kulminuje...**

Česká ekonomika prochází v posledních čtyřech letech druhou recesí, která započala už v polovině loňského roku. Za první tři čtvrtletí roku 2012 se HDP propadl o jedno procento a první výsledky posledního kvartálu rozhodně nenaznačují obrat dosavadního nepříznivého trendu. Na rozdíl od toho předchozího má současný útlum hospodářství na svědomí především rekordně klesající spotřeba domácností a omezené investice soukromého i veřejného sektoru. Vyšší inflace se zcela jednoznačně negativně podepsala na vývoji disponibilního důchodu domácností a omezila tak možnost pro příznivější vývoj spotřeby domácností. Vedle toho, pokračující fiskální restriktce se kromě jiného projevuje sníženou investiční aktivitou veřejného sektoru i osekáváním běžných výdajů státu. Naproti tomu export, respektive průmysl, až do půlky letošního roku zadržel ekonomiku ještě před větším propadem, především díky úspěšné expanzi tuzemských automobilek na evropském a asijském trhu. První známky zpomalování jsou však už od podzimu patrné i právě v tomto nejsilnějším tuzemském odvětví – průmyslu. Slabší výsledky zaznamenává nálada průmyslových firem, PMI, zakázky i samotná výroba. Ekonomika tak začíná pociťovat postupné ochlazování hospodářského vývoje v západní Evropě. Útlum průmyslu v tuto chvíli nemůže vykompenzovat žádné další odvětví, protože služby a především stavebnictví samy o sobě prožívají dlouhodobý propad.

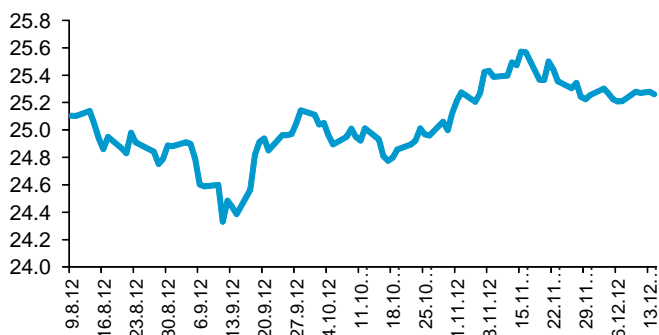
**Stabilizace a zlepšení
přicházejí v úvahu až
ve druhé polovině roku 2013.**

Česká ekonomika zůstane i na přelomu roku v recesi, která se už začíná projevovat i na trhu práce. Nezaměstnanost začíná pozvolna narůstat, tlak na zvyšování mezd v podstatě ustal. Útlum zakázek v průmyslu a pokračující deprese stavebnictví prozatím o změně dosavadního trendu hospodářství nijak nevypovídají. Inflace zůstává vysoko nad cílem především v důsledku letošní změny DPH a existuje poměrně velká šance, že tomu tak bude i nadále. Od ledna 2013 by totiž mělo dojít k dalšímu navýšení - tentokrát obou sazeb DPH, což by inflaci udrželo v blízkosti tří procent. ČNB i tak s velkou pravděpodobností ponechá svoji hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,05 % po celý příští rok. První známky oživení české i evropské ekonomiky by však v průběhu roku mohly povzbudit dlouhé sazby a dluhopisové výnosy k růstu ze současných téměř minimálních hodnot. Rizikem pro další vývoj českého hospodářství a veřejných financí zůstává především vývoj evropské ekonomiky a komoditních trhů. Případná politická nejistota, kterou ČR krátce zažila i v roce 2012, se na stavu hospodářství ani na finančních trzích nejspíše nijak výrazněji neprojeví.

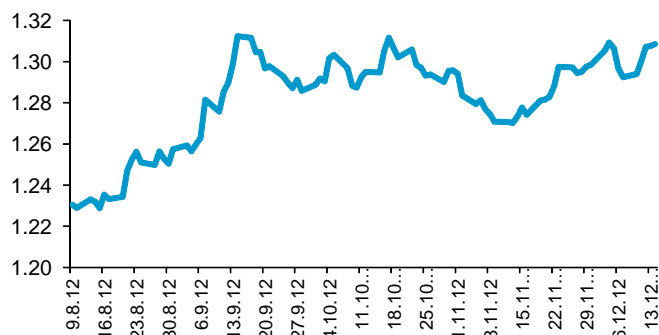
		2009	2010	2011	Aktuálně	2012f	2013f	
HDP (reálně)	meziročně, %	-4,5	2,5	1,9	-1,3	2012Q3	-1,1	0,0
Spotřeba domácností (reálně)	meziročně, %	0,2	1,0	1,0	-2,4	2012Q3	-2,8	-0,4
Investice (hrubá tvorba fix. kapitálu, reálně)	meziročně, %	-11,0	1,0	1,0	-2,3	2012Q3	0,1	0,0
Průmyslová výroba	meziročně, %	-13,6	10,3	6,5	4,1	10.12	0,0	1,5
Zakázky v průmyslu	meziročně, %	11,2	13,4	4,8	5,3	10.12	1,0	2,7
Stavební výroba	meziročně, %	-0,9	-7,1	-3,5	-4,3	10.12	-4,5	-2,5
Maloobchodní tržby	meziročně, %	-4,7	1,3	1,8	2,2	10.12	-0,7	0,5
Spotřebitelská důvěra	konec období	-6,8	-9,3	-29,8	-26,3	11.12	-25,0	-17,0
Inflace	průměr, %	1,0	1,5	1,9	2,7 ¹⁾	11.12	3,3	2,8
Běžný účet platební bilance	% HDP	-2,4	-3,9	-2,8	-1,7	2012Q3	-1,7	-1,9
Míra nezaměstnanosti	konec období, %	9,2	9,6	8,6	8,7	11.12	9,3	9,5
CZK/EUR	průměr	26,45	25,29	24,59	25,37	11.12	25,15	24,53
Repo sazba ČNB	konec období, %	1,00	0,75	0,75	0,05	11.12	0,05	0,05
PRIBOR 3M	průměr, %	2,19	1,31	1,19	0,54	11.12	1,00	0,50
IRS 10Y	průměr, %	3,69	3,04	2,84	1,48	11.12	1,90	2,00

Přehled trhů

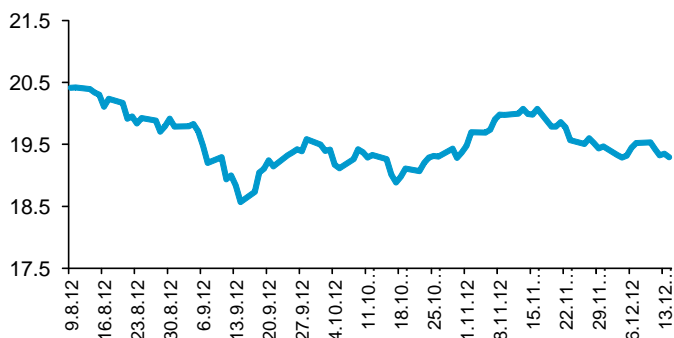
EURCZK



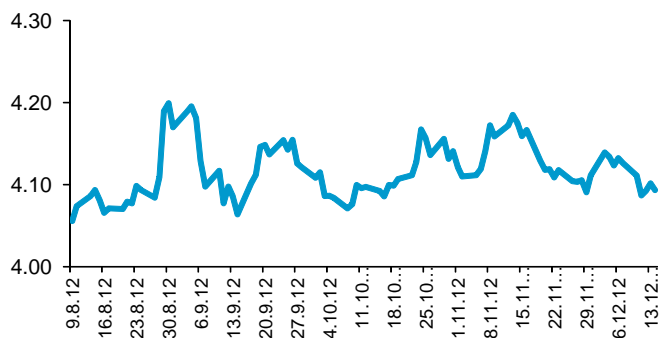
EURUSD



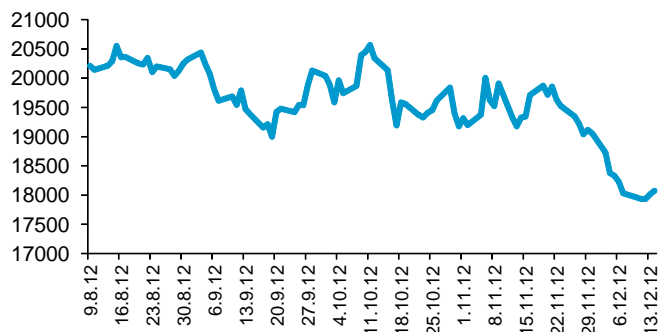
USDCZK



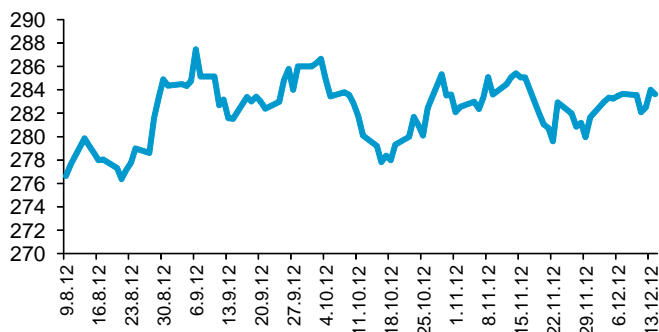
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

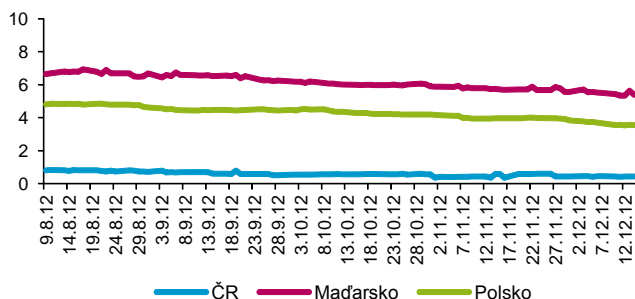


EURHUF

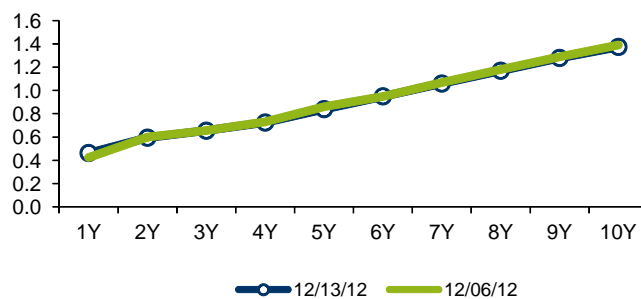


Zdroj: Thomson Reuters

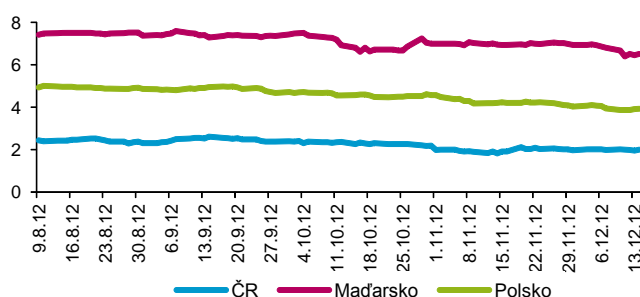
FRA 3x6 (%)



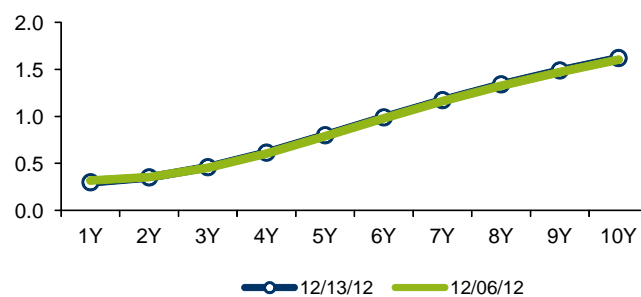
IRS CZK (%)



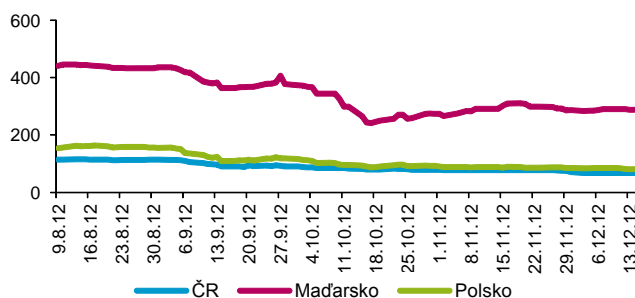
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



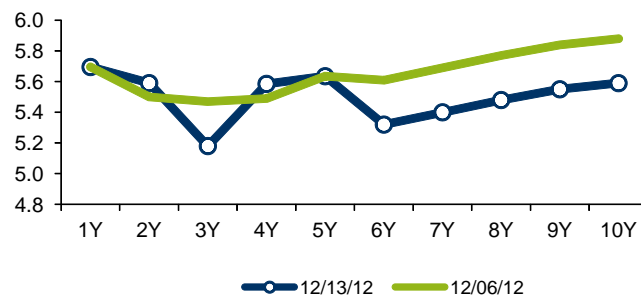
IRS EUR (%)



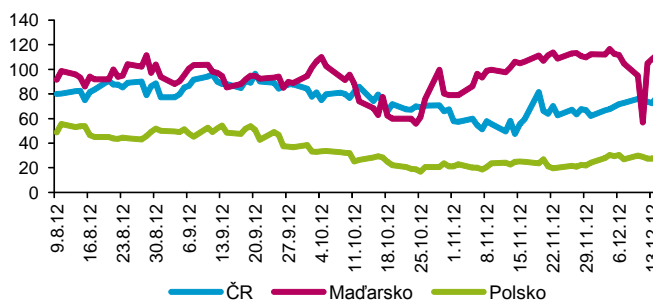
CDS 5Y (bps)



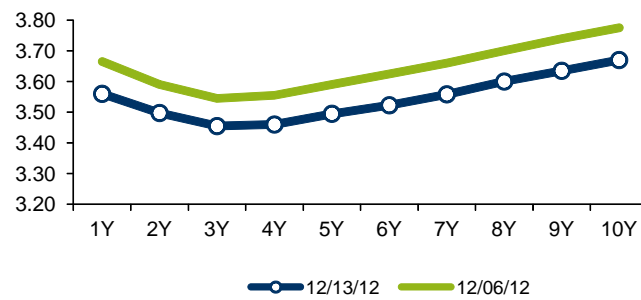
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ÚT cca 14:00, HU Zasedání MNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	6,00	11/2012
změna v b. bodech	-25	-25

HU: MNB opět srazí sazby

Rychlý pokles (meziroční celkové) inflace bude pro holubice v MNB samozřejmě vítaným argumentem pro tlak na snížení základní úrokové sazby, jež by měla být snížena popáté v řadě o 25 bazických bodů.

ST 13:00, CZ Zasedání ČNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	0,05	11/2012
změna v p. bodech	0	-20

CZ: Sazby ČNB beze změny

Na svém posledním letošním zasedání bankovní rada ČNB s největší pravděpodobností ponechá své úrokové sazby beze změny. Prostor na pokles sazeb se již vyčerpal, a tak zbývají pouze diskuse o možných devizových intervencích. Předpokládáme, že zatím zůstane pouze u slov, protože koruna v současné době nedává žádný důvod k zásahu. Prozatím počítáme s tím, že hlavní sazba ČNB zůstane beze změny po celý rok 2013.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	17.12.2012	9:00	Výrobní ceny	%	11/2012	0	1.5	0.1	1.5	0.2	1.9
EMU	17.12.2012	11:00	Obchodní bilance	mil. EUR	10/2012					11.3	
USA	17.12.2012	14:30	Podnikatelská nálada ve státě N.Y.		12/2012			-0.5		-5.22	
Polsko	17.12.2012	15:00	Rozpočtové saldo	mil. PLN	11/2012						-34137
EMU	17.12.2012	15:30	Projev Draghigo v Parlamentu EU		ECB	12/2012					
EMU	17.12.2012	15:30	Statistika nákupu dluhopisů		ECB	12/2012					
Maďarsko	18.12.2012	9:00	Mzdy	%	10/2012				3.5		3.7
Maďarsko	18.12.2012	14:00	Zasedání MNB	%	12/2012	5.75		5.75		6	
Polsko	18.12.2012	14:00	Mzdy	%	11/2012			1.8	2.9	2.1	2.8
USA	18.12.2012	14:30	Běžný účet	mld. USD	3Q/2012			-103.1		-117.4	
USA	18.12.2012	19:00	Index stavitelů rodinných domů		12/2012			46		46	
EMU	19.12.2012	10:00	Běžný účet	mld. EUR	10/2012						0.8
Německo	19.12.2012	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)		12/2012			108		108.1	
Německo	19.12.2012	10:00	Index Ifo (očekávání)		12/2012			96.5		95.2	
Německo	19.12.2012	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo		12/2012			102		101.4	
ČR	19.12.2012	12:30	Zasedání ČNB	%	12/2012	0.05		0.05		0.05	
Polsko	19.12.2012	14:00	Průmyslová výroba	%	11/2012			-3.5	0.5	7.7	4.6
Polsko	19.12.2012	14:00	Výrobní ceny	%	11/2012			-0.1	0.1	-0.7	1
USA	19.12.2012	14:30	Udělená stavební povolení		11/2012			872		866	
USA	19.12.2012	14:30	Zahájení staveb nových domů		11/2012			871		894	
Německo	20.12.2012	8:00	Výrobní ceny	%	11/2012			-0.2	1.4	0	1.5
Polsko	20.12.2012	14:00	Jádrová inflace	%	11/2012			0.1	1.7		
USA	20.12.2012	14:30	Cenový index HDP	%	3Q/2012 *P			2.7		2.7	
USA	20.12.2012	14:30	HDP	%	3Q/2012 *P			2.8		2.7	
USA	20.12.2012	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	3Q/2012 *P			1.1		1.1	
USA	20.12.2012	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	12/2012			355		343	
USA	20.12.2012	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	12/2012					3198	
USA	20.12.2012	14:30	Soukromá spotřeba	%	3Q/2012 *P			1.7		1.4	
EMU	20.12.2012	16:00	Index spotřebitelské důvěry		12/2012 *A			-26.5		-26.9	
USA	20.12.2012	16:00	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu		1.12.2012			-3		-10.7	
USA	20.12.2012	16:00	Prodej stávajících domů	mil.	11/2012			4.85		4.79	
USA	20.12.2012	16:00	Předstíhové ukazatele		11/2012			-0.2		0.2	
Německo	21.12.2012	8:00	Spotřebitelská důvěra GfK		01/2013			5.9		5.9	
Maďarsko	21.12.2012	9:00	Maloobchodní tržby	%	10/2012				-2.6		-3.1
Maďarsko	21.12.2012	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	10/2012 *F					657.6	
Polsko	21.12.2012	10:00	Maloobchodní tržby	%	11/2012			-5.9	2.9	4.3	3.3
Polsko	21.12.2012	10:00	Míra nezaměstnanosti	%	11/2012			12.8		12.5	
USA	21.12.2012	14:30	Deflátor osobní spotřeby	%	11/2012			0	1.7	0.1	1.7
USA	21.12.2012	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	11/2012			0.1	1.6	0.1	1.6
USA	21.12.2012	14:30	Osobní příjmy	%	11/2012			0.3		0	
USA	21.12.2012	14:30	Osobní výdaje	%	11/2012			0.4		-0.2	
USA	21.12.2012	14:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostř.	%	11/2012			-0.3		1.5	
USA	21.12.2012	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby	%	11/2012			1		0	
USA	21.12.2012	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		12/2012 *F			75		74.5	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná					poslední změna			
		hodnota	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2			
Česko	2T repo	0.05	0.50	0.50	0.05	0.05	0.05	-20 bps	11/2/2012	
Maďarsko	2T depo	6.00	7.00	6.50	6.50	6.50	6.25	-25 bps	11/27/2012	
Polsko	2T inter. sazba	4.25	4.75	4.75	4.50	4.50	4.50	-25 bps	12/5/2012	

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
Česko	PRIBOR 3M	0.50	1.03	0.80	0.50	0.50	0.45
Maďarsko	BUBOR 3M	6.00	7.20	6.61	6.50	6.40	6.20
Polsko	WIBOR 3M	4.23	5.13	4.92	4.80	4.90	4.90

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
Česko	CZ10Y	1.37	2.02	1.61	1.35	1.40	1.50
Maďarsko	HU10Y	5.58	6.71	6.56	7.50	7.25	7.00
Polsko	PL10Y	3.67	4.74	4.39	5.30	5.40	5.40

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
Česko	EUR/CZK	25.2	25.52	25.13	25.00	24.70	24.60
Maďarsko	EUR/HUF	284	286	285	290	280	280
Polsko	EUR/PLN	4.09	4.22	4.11	4.30	4.15	4.00

HDP

	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
Česko	0.6	-0.5	-1.0	-1.5	-1.5	-0.9	-0.3
Maďarsko	1.4	-0.7	-1.5	-1.5	-1.6	0.3	0.8
Polsko	4.3	3.6	2.3	1.4	1.1	1.0	0.8

Inflace

	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
Česko	2.4	3.8	3.5	3.4	2.6	2.6	2.7
Maďarsko	4.1	5.5	5.6	6.6	5.8	3.6	3.0
Polsko	4.6	3.9	4.3	3.8	2.7	2.3	2.3

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

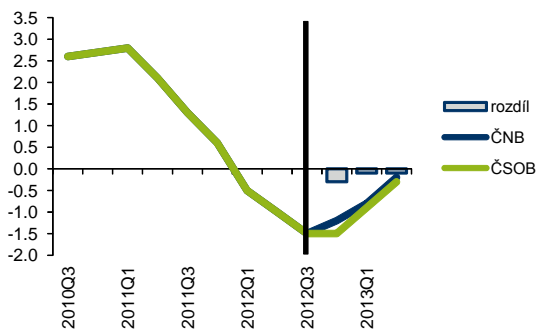
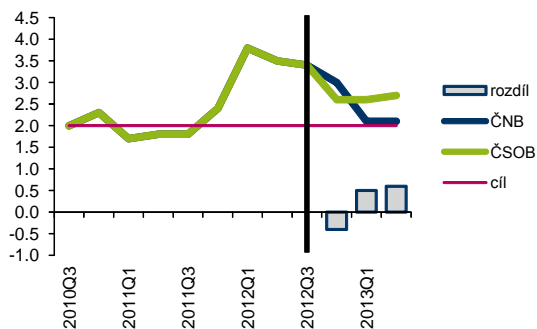
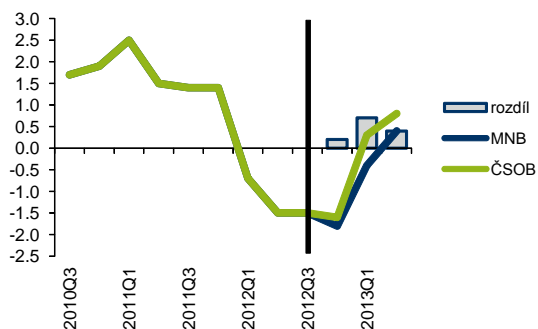
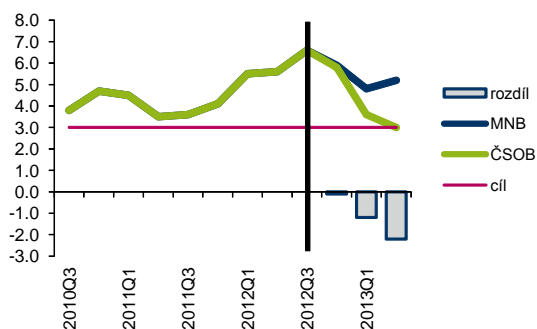
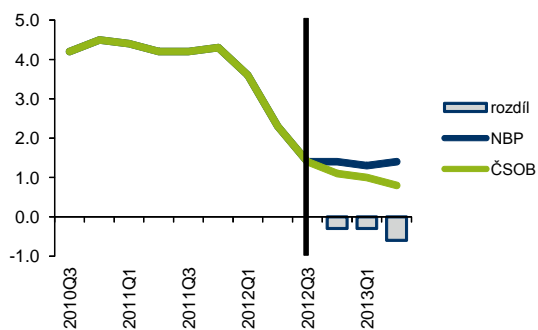
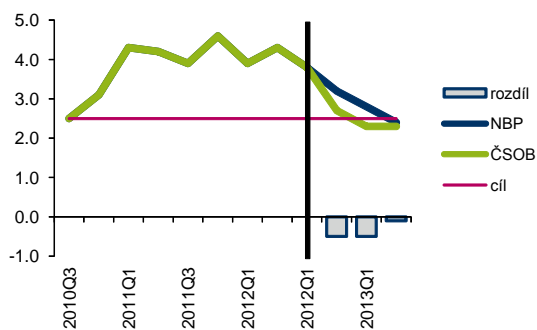
	2012	2013
Česko	-1.7	-1.9
Maďarsko	1.5	1.0
Polsko	-4.0	-3.8

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

	2012	2013
Česko	-5.0	-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.