



## ANALYTICKÝ TÝDENÍK

**29. LISTOPADU 2005**

- **Česko**  
ČNB ponechala sazby beze změny
- **Slovensko**  
Slovensko vstúpilo do ERM-2
- **Polsko**  
HDP rozhodne o snížení sazeb
- **Maďarsko**  
MNB ponechává sazby beze změny

## SHRNUTÍ

Událostí týdne je bezpochyby nečekaně brzký vstup Slovenska do ERM2. V souladu s pravidly byla parita a pásmo nastaveny přes víkend. Konkrétně koruna by měla fluktuovat okolo 38,455 v nejširším možném pásmu +/- 15 %. Na samotném vstupu je nepřekvapivější načasování, jelikož stát jej avizoval až na polovinu příštího roku. Ačkoliv je toto rozhodnutí jednoznačně pozitivním impulsem pro korunu i ostatní regionální měny, na dosavadním fungování trhu se vzhledem k velmi širokému pásmu mnoho nemění. Centrální banka i nadále bude patrně bránit koruně v eventuálním oslabení za hranici 39 EUR/SKK a ani nepřipustí příliš rychlé posilování. Jako nástroje bude i nadále využívat jak intervenci tak pohyby úrokových sazeb. Podstatné je, že vláda i přes dřívější vstup nijak neposunula termín přijetí eura, kterým zůstává 1.1.2009.

Slovenský krok samozřejmě nastoluje otázku, jaký bude vývoj u zbývajících měn v regionu. U nich k nějakým posunům v časovém harmonogramu s největší pravděpodobností nedojde. Česko a Polsko by tak mělo přijmout euro v roce 2010, i když u Polska vyvolává přístup nové vlády velké pochybnosti o reálnosti tohoto termínu. Maďarsko se chystá na euro nejdříve v roce 2013. Vstup do ERM2 by pak měl přijít pravděpodobně dva roky před plánovaným přijetím eura. Stranou je Slovensko, které již je v ERM2 a směřuje rychle k přijetí společné měny už v roce 2007. Asi nejzajímavější je

nastavení pásma u slovenské koruny, jelikož to naznačuje i pásma u zbývajících měn. Nejpravděpodobnější se proto i v případě Česka a Polska a snad i Maďarska jeví nejširší pásmo  $\pm 15\%$ .

Tento týden bude pro celý region rozhodující zasedání ECB. Pokud přistoupí ke zvýšení sazeb, bude to mírně nepříznivá zpráva pro region, i když široce očekávaná. Jinak nás ještě čeká zasedání Výboru pro měnovou politiku v Polsku, u kterého je ještě stále ve hře jedno snížení sazeb. Rozhodne úterní výsledek HDP za 3Q. Česká i maďarská centrální banka ponechaly sazby tento měsíc beze změny, čímž mírně ochladily sázky na brzké zvýšení sazeb.



## ČESKO

**České dluhopisy**, stejně jako jejich protějšky v eurozóně či střední Evropě, zaznamenaly velmi příznivý týden. Celá výnosová křivka se posunula směrem dolů, přičemž delší dluhopisy si vedly lépe než kratší. Desetiletý výnos proto klesl o 18 bps zatímco dvouletý jen o 7 bps. Snížily se i sazby na peněžním trhu, tříměsíční Pribor klesl o 7 bps.

Trh si minulý týden nemohl stěžovat na nedostatek impulzů, jelikož centrální banka rozhodovala o úrokových sazbách a konala se i tříletá aukce. Klíčem k příznivému vývoji byl především růst eurových dluhopisů. Zpočátku český trh za německými Bundy zaostával, jelikož investoři byli opatrní před středními aukcí a zasedáním ČNB. Výsledkem byl dočasný nárůst spreadu mezi korunovými a eurovými výnosy.

Tříletá **aukce** se setkala s průměrným zájmem investorů, když poptávka přesáhla 1,14krát nabídku. Stát nakonec prodal dluhopisy za 6 mld. Kč, když nabízel 7 mld. Kč.

**Centrální banka** podle očekávání ponechala úrokové sazby beze změny. Navíc vyjádření guvernéra Tůmy po zasedání vyzněla méně ve prospěch budoucího růstu sazeb než po předchozím zasedání. Ačkoliv konstatoval, že rizika pro inflaci jsou vyvážená, připustil, že debatovali o pozitivním vlivu posledního posílení koruny. Pro připomenutí ČNB počítá ve svých prognózách se stabilním kurzem v příštím roce na úrovni 29,70 EUR/CZK. Dále dodal, že ČNB, i když sleduje vývoj eurových sazeb, nebude bezprostředně reagovat na jejich eventuální pohyb. I po tomto zasedání držíme náš odhad, že sazby půjdou opět vzhůru v lednu.

Jelikož aukce ani zasedání ČNB nepřineslo žádné zásadní překvapení, nervozita z investorů během čtvrtka opadla a dluhopisy začaly rychle dohánět ztráty vůči bundům. 10letý spread vůči bundům se proto nakonec snížil. Naopak mírně vzrostl spread vůči korunovým IRS, jelikož ty klesaly již od začátku týdne.

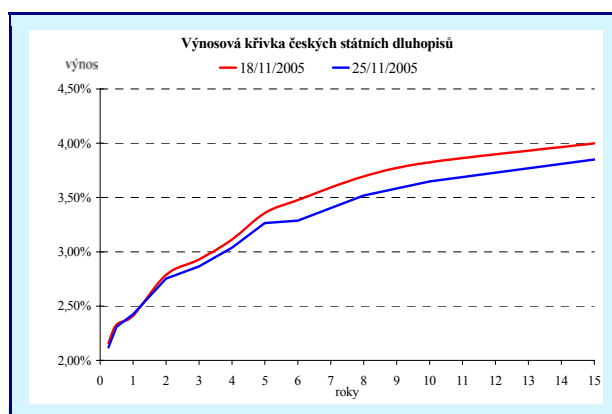
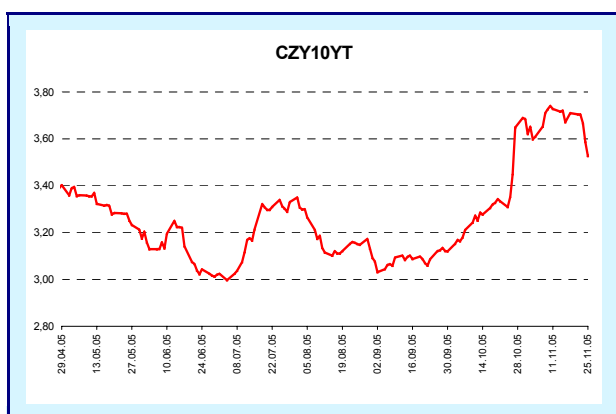
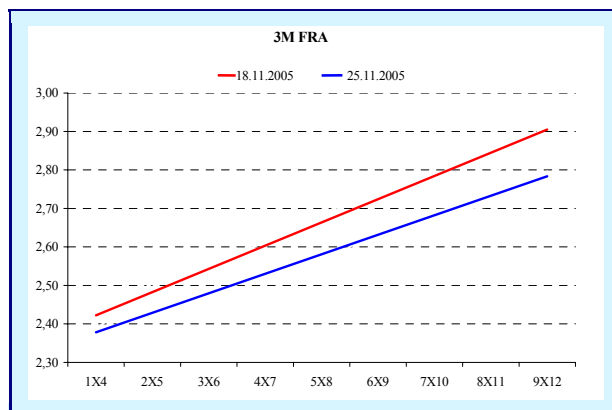
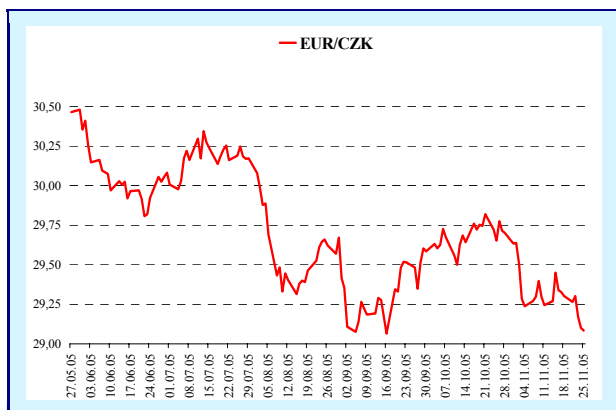
Zásadní událostí tohoto týdne bude zveřejnění emisního kalendáře na první čtvrtletí a emisní strategie na celý příští rok. Ačkoliv pro financování státního rozpočtu bude v prvním čtvrtletí potřeba jen minimum prostředků, stát bude potřebovat 30 mld. Kč na splacení maturujících dluhopisů. Proto počítáme, že stát bude chtít vydat dluhopisy za 35 mld. Kč. Na celý rok bude potřeba vydat na domácím trhu dluhopisy pravděpodobně za 100 mld. Kč,

z čehož 58 mld. Kč připadá na maturující dluhopisy. Odhad vychází z emise eurových dluhopisů v objemu 1 mld. Kč.

Další klíčovou událostí pak bude zasedání ECB ve čtvrtek, od kterého se očekává zvýšení sazeb. Proto v tomto týdnu předpokládáme spíše stabilizaci dluhopisů na současných úrovních. Zmíněné dvě události mohou trhu dodat zvýšenou volatilitu.

**Česká koruna** během minulého týdne posilovala. V pondělí začala obchodování na 29,315 EUR/CZK a z počátku týdne poměrně klidně oscilovala v pásu mezi 29,25-29,30 EUR/CZK. Ve středu nečekaně vzrostl zájem o všechny středoevropské měny, který nakonec přetrvál až do čtvrtka, a dovolil tak koruně prorazit klíčové technické bariéry a zastavit se ke konci týdne na hodnotách blízkých 29,10 EUR/CZK. Vývoj přitom nebyl vyvolán žádnými fundamentálními změnami na domácí scéně. Ponechání domácích úrokových sazeb beze změny a neutrální výroky představitelů ČNB neměly nakonec na korunu prakticky žádný dopad. Zvýšený zájem o středoevropské měny tak mohl, podle našeho názoru, souviset s dočasně slabším americkým dolarem.

Během tohoto týdne nečekají domácí scénou žádné významnější události. Fundamentálně má česká koruna našlápnuto k výraznému posilování a v pondělním obchodování ji dobrý regionální sentiment, za kterým stála nečekaná zpráva o předčasném vstupu slovenské koruny do ERM2, poslal pod hranici 29,00 EUR/CZK. Pro výraznější posílení česká koruna bude pravděpodobně muset prorazit další bariéru 29,84 EUR/CZK na úrovni historického maxima dosaženého v roce 2002. Nálada vůči celému regionu střední Evropy se může navíc v průběhu týdne zhoršit, pokud ECB ve čtvrtek sáhne k avizovanému zvýšení sazeb. Pro regionální sentiment budou také důležité výsledky a struktura maďarského a polského HDP (úterý) a navazující rozhodnutí polského MPC o nastavení sazeb (středa). Pokud by MPC nakonec oproti konsensu sazby snížil, může region dostat další spíše negativní zásah. I když je tak výrazné posílení české koruny doslova „na spadnutí“, nelze vyloučit, že se v průběhu nadcházejícího týdne koruna bude pohybovat zpět nad hranici 29,00 EUR/CZK.



### Porovnávací tabulka pro české státní obligace

Název	Cena	Výnos	Změna ceny (bps.)	Změna výnosu (bps.)	Modif. durace	Objem (mld CZK)
	25.11.05	25.11.05	25.11.05	25.11.05	25.11.05	25.11.05
SD 3,95% / 2.8.2007	102,04	2,68	3	-3	1,59	22,98
SD 2,90% / 17.3.2008	100,19	2,81	14	-6	2,15	41,00
SD 3,80% / 22.3.2009	102,48	3,00	23	-8	3,01	48,64
SD 6,4% / 14.4.2010	113,07	3,15	26	-7	3,73	21,00
SD 6,55% / 5.10.2011	117,21	3,27	87	-16	4,91	50,27
SD 3,7% / 16.6.2013	101,30	3,50	111	-17	6,40	64,96
SD 4,60% / 18.8.2018	107,46	3,85	164	-16	9,54	47,04

Výnosy a ceny jsou prodejní (ASK) kotace.



## OČEKÁVANÉ UDÁLOSTI

### ■ Středa, 30. listopadu, 9:00

#### Mzdy (3Q 2005)

**5,5 % y/y**

Růst mezd by měl ve 3. čtvrtletí vykázat stejnou dynamiku jako v předchozím období. Díky vyšší inflaci se mírně sníží růst reálných mezd na 3,5 %.

### Emisní kalendář (1Q 2006)

#### Státní rozpočet (listopad)

**-8 mld. Kč**

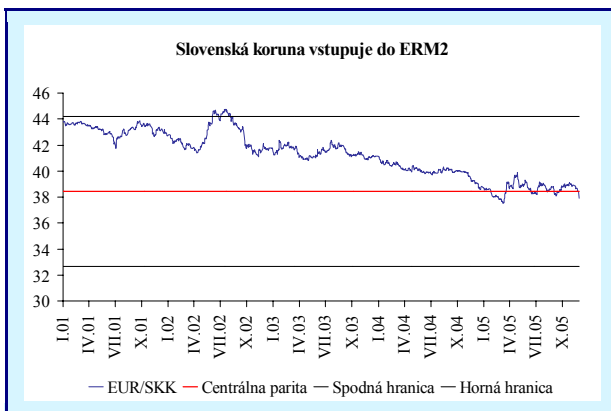
Státní rozpočet by i za tento měsíc měl vykázat solidní výsledek. Přesto je závěr roku náročnější na výdaje, a proto měsíční hospodaření skončí v deficitu.

### ■ Čtvrtek, 1. prosince, 10:00



## SLOVENSKO

**Slovensko urobilo významný krok k prijatiu eura. Oficiálne od dnešného dňa sa stáva členom systému výmenných kurzov ERM-2.** Ministri financií EÚ schválili náš vstup v piatok večer a bol oznámený až po skončení obchodovania na trhoch v Európe a Severnej Amerike. Slovensko je tak prvou krajinou v rámci regiónu V-4, ktorá do systému vstúpila. Tento krok je prekvapujúci pretože doterajšie oficiálne stanoviská hovorili o tom, že krajina vstúpi do systému až v prvom polroku budúceho roka. Centrálna parita bola stanovená na úrovni 38,455 SKK/EUR, čo bolo v blízkosti piatkovej trhovej hodnoty. Dnes ráno Európska centrálna banka oznámila, že pásmo v ktorom sa môže koruna pohybovať je stanovené od 32,6868 do 44,2233 čo zodpovedá štandardnej požiadavke +/- 15 %. V prípade, že kurz dosiahne tieto hranice je centrálna banka povinná zasiahnuť. Zároveň môže byť počas pobytu v systéme centrálna parita revalvovaná. Nevylučujeme však, že centrálna banka bude hlavne na strane možného oslabenia preferovať nižšiu hodnotu, teda 2,25 %. Príliš veľké a prudké oslabenie by totiž diskvalifikovalo krajinu v podmienke plnenia kritéria kurzovej stability a ohrozovalo plnenie inflačného cieľa. Centrálna banka môže intervenovať aj pokiaľ chce korunu udržať v užšom pásme.

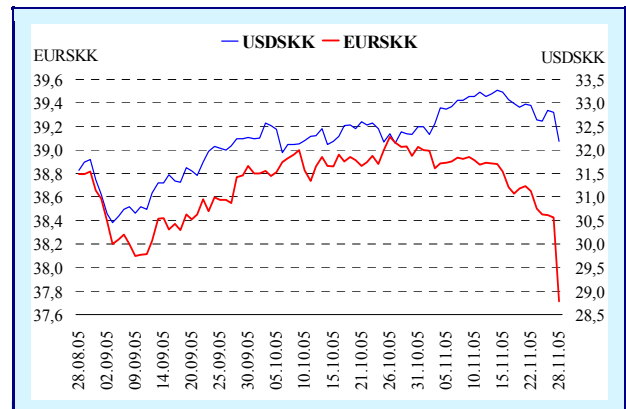


Čo mohlo Slovensko získať skorším vstupom? Zrejmu odpoveďou je stabilizovanie kurzu koruny. To potvrdil i minister financií Ivan Mikloš. Ten si od vstupu sľubuje práve posilnenie stability meny a jej odolnosť voči regionálnym výkyvom. Podľa nášho názoru NBS získa i silnejší nástroj na plnenie svojich inflačných cieľov, ktoré má nastavené na ambicióznejšej úrovni - HICP pod 2,5 % v roku 2006 a v roku 2007 pod 2,0 %. Zároveň môže rátať i s tým, že koruna môže byť viac odolná voči útokom špekulatívneho kapitálu.

Veľkú úlohu zrejme hrala aj otázka budúročných parlamentných volieb, ktoré by mohli priniesť na trhu určitú nestabilitu.

Hoci skorší vstup by umožňoval i skoršie prijatie eura, NBS i ministerstvo financií potvrdili, že by sa tak malo stať v pôvodnom termíne v roku 2009. To by však znamenalo, že koruna zostane v systéme o rok viac, než je to nutné. Vstup

do ERM-2 je pre korunu pozitívny. Už dnes ráno voči euru posilnila o viac než 1 %. Takéto zhodnotenie kurzu zároveň odsúva hrozbu zvýšenia sadzieb na zajtrajšom zasadnutí NBS na vedľajšiu koľaj.



V prvej polovici týždňa prevládalo na devízovom trhu nevyrazné obchodovanie. Kurz koruny sa držal v úzkom pásme v blízkosti hladiny 38,70 a trhu chýbali akékoľvek impulzy. V stredu však prišlo k obratu hlavne pod vplyvom pozitívneho regionálneho sentimentu. Ten súvisel so zlepšením situácie v Poľsku a so špekuláciami, že v USA sa blíži koniec zvyšovania úrokových sadzieb. Investori sa znovu zamerali na strednú Európu, čo pomohlo i korune. Tá prelomila podpornú úroveň 38,50 a posilnila až na 6-týždňové maximum na úrovni 38,43. V blízkosti tejto hranice sa kurz koruny udržal i v samom závere týždňa. Po vstupe do ERM-2 však začala koruna výrazne posilňovať a v porovnaní s piatkovou zatváracou hodnotou získala viac než 2 %. Kurz sa nachádza v blízkosti historického maxima na úrovni 37,51. Ekonomický kalendár je pomerne prázdny, hlavnou udalosťou týždňa bude zasadnutie centrálnej banky. Dôležitosť tejto udalosti po víkendovej poklesla, keďže zvýšenie sadzieb už nikto neočakáva. Na význame stratilo i očakávané zvýšenie sadzieb ECB, ktoré zmenší úrokový diferenciál medzi korunou a eurom. Vstupom do ERM-2 sa zrejme oslabí korelácia medzi korunou a ostatnými regionálnymi menami, hoci celkom nezmizne. Vstup do systému je však pre korunu jednoznačne pozitívnu správou a mal by podporovať jej posilňovanie zo stredno- i dlhodobého hľadiska. Najbližšou technickou úrovňou, ktorá bude stáť pred korunou je 37,50 a jej testovanie v najbližších dňoch či týždňoch je pravdepodobné. Nevylučujeme však, že po takom prudkom posilnení môže prísť ku korekcii predchádzajúceho zhodnotenia kvôli výberu ziskov.

Slovenská výnosová krivka sa v minulom týždni posunula smerom dolu, keď výnosy poklesli približne o 18 bps. Na začiatku týždňa síce výnosy ešte rástli, pričom hlavne krátky koniec krivky ovplyvňovali silnejšie očakávania ohľadom možného zvýšenia sadzieb centrálnou bankou. V strede týždňa však prišlo na trhu ku korekcii. Stáli za tým

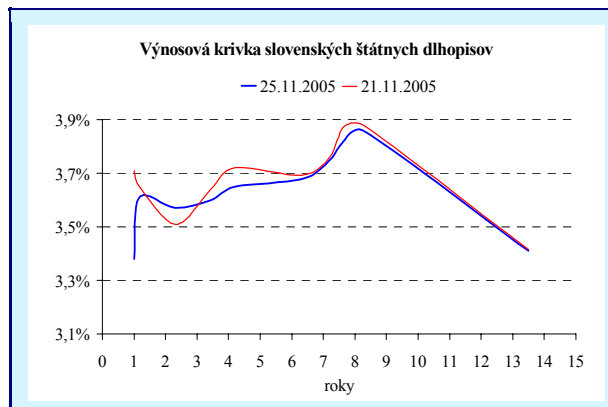


dva dôvody – jednak posilňujúca sa koruna a jednak pokles eurovej krivky. Vstup do ERM-2 sa odrazil aj na bondovom trhu. Ročné sadzby poklesli približne o 40 bps, dlhopisy s 2-ročnou splatnosťou asi o 32 bps a dlhý koniec krivky približne o 20 bps.

Najdôležitejšou udalosťou tohto týždňa bude zasadnutie centrálnej banky. Hoci ešte v minulom týždni časť trhu počítala s možnosťou zvýšenia úrokových sadzieb, po pondelňajšom posilnení koruny už sadzby FRA žiaden takýto pohyb nezahŕňajú. Napriek tomu však bude zaujímavá tlačová konferencia a sprievodné vyhlásenie NBS, ktoré môžu viesť viac svetla do ďalších krokov centrálnej banky.

Takmer s určitosťou možno povedať, že sadzby zostanú nezmenené. Inflácia bola mierne pod očakávaniami centrálnej banky a tá sa už predtým vyjadrila, že bude čakať hlavne na možné sekundárne efekty zvyšovania cien a nebude bezprostredne reagovať na rast inflácie. Takisto bude dôležitá štruktúra silného rastu ekonomiky, ktorá bude zverejnená 8. decembra. Podľa našich informácií však za rastom stáli hlavne investície a lepší čistý export. Ak sa potvrdia, odpadli by tak obavy ohľadom možných dopytových tlakov.

To či a kedy príde k zmene menovej politiky bude vo veľkej miere závisieť hlavne na vývoji kurzu koruny. Pokiaľ bude koruna pokračovať i v nasledujúcich týždňoch a mesiacoch v zhodnocovaní, môže sa stať, že sadzby zvýšené nebudú. Na druhej strane však posledné vyjadrenia šéfa ECB Tricheta o pripravenosti banky zvyšovať sadzby môže skrátiť obdobie ich rastu aj na Slovensku.



**Indikatívne kotácie štátnych dlhopisov**

	Kupón	Dát. splatn.	Objem emisie	Nákup	Predaj
ŠD200	0,0	14.1.2007	otvorená	3,10	3,05
ŠD191	5,0	5.3.2008	15,0 mld. SKK	3,45	3,05
ŠD203	4,8	14.4.2009	otvorená	3,45	3,20
ŠD189	4,9	5.2.2010	15,0 mld. SKK	3,45	3,21
ŠD174	7,5	13.3.2012	8,31 mld. SKK	n.a.	n.a.
ŠD188	5,0	22.1.2013	15,0 mld. SKK	3,62	3,47
ŠD199	4,8	2.7.2013	6,8 mld. SKK	3,65	3,50
ŠD202	4,9	11.2.2014	otvorená	3,69	3,56
ŠD204	5,3	18.5.2019	otvorená	n.a.	n.a.

Zdroj: BCPB, ČSOB

**Fixing úrokových sadzieb na peňažnom trhu**

% p.a.	O/N	1T	2T	1M	2M	3M	6M	9M	12M
<b>21.11.2005</b>	1,92/2,22	2,69/2,99	2,76/3,06	2,81/3,10	2,89/3,17	3,01/3,29	3,22/3,49	3,32/3,61	3,43/3,71
<b>28.11.2005</b>	1,92/2,22	2,72/3,01	2,73/3,01	2,77/3,05	2,84/3,12	2,89/3,17	2,99/3,27	3,03/3,31	3,09/3,38

**OČEKÁVANÉ UDÁLOSTI**

■ **Utorok, 29. novembra, cca 11:00**

**Zasadnutie NBS**

**bez zmeny**

Zhodnotenie kurzu koruny v posledných dňoch posilnilo naše presvedčenie, že sadzby zostanú nezmenené. Hoci prišlo k rastu inflácie a výraznému zrýchleniu dynamiky HDP, centrálna banka si zrejme počká na zverejnenie štruktúry rastu ekonomiky a to, že príde k sekundárnym efektom z posledného zvýšenia cien. Víceguvernérka NBS Kohútiková povedala, že ani vyšší rast ekonomiky neohrozí inflačný cieľ v rokoch 2006 až 2008.

■ **Štvrtok, 1. december, cca 10:00**

**Štátny rozpočet (november)**

Posledné mesiace roka by mali priniesť vyššie deficity než v predchádzajúcich mesiacoch. Už tradične v závere roka prichádza k vyššiemu čerpaniu výdavkov než k plneniu príjmov.



## POLSKO

### Nízký růst investic by měl přimět RPP ke snížení úrokových sazeb

Diskuse mezi holubicemi a jestřáby ve Výboru pro měnovou politiku pokračovala i v minulých dnech. Podle členky výboru Haliny Wasilewské-Trenkner budou při rozhodování o nastavení sazeb tento týden důležitá data o vývoji HDP za třetí čtvrtletí, která budou zveřejněna v úterý odpoledne. Slabý růst domácí poptávky, speciálně pak investic, může přimět RPP k úvahám o snížení sazeb. Ke snížení nakonec nemusí dojít ani v případě slabého HDP. Prostředí zvyšujících se úrokových sazeb ve světě může nakonec převážit argumenty ve prospěch ponechání sazeb na stávající výši. Navíc dále zdůraznila, že dosud zveřejněná data ukazují na zvyšování dynamiky ekonomiky a současně potraviny i suroviny stále představují potenciální riziko růstu inflace. Takováto slova nepřekvapí od zástupkyně jestřábiho křídla v RPP, které bude sotva hlasovat pro snížení sazeb v dohledné době. Ona i ostatní zástupci jestřábů již nějaký čas varují, že inflace by se mohla zvýšit rychleji než centrální banka dosud předpokládá. Její prohlášení pochopitelně vyvolalo reakci opačného tábora. Zástupce holubic Andrzej Slawinski proto ubezpečil, že podle jeho názoru není důvod se obávat, že by inflace rostla rychleji než předpokládá aktuální prognóza. Podle srpnového odhadu NBP se inflace vrátí do inflačního cíle ve 2Q 2007, zatímco jestřábi odhadují, že to bude již na konci roku 2006.

V našich odhadech se přikláníme spíše na stranu holubic, jelikož odhadujeme, že inflace příští rok jen nepatrně překročí 2 %. Bude tak spíše blízko dolního limitu inflačního pásma než jejího středu. Navíc oživení růstu ekonomiky v druhém pololetí letošního roku je opět taženo spíše zahraniční poptávkou než domácí poptávkou. Na významné oživení investic nic neukazuje, přitom centrální banka na něj čeká již několik čtvrtletí. Proto se domníváme, že RPP sazby tento týden sníží o čtvrt bodu. Rozhodující samozřejmě bude úterní HDP a případně vývoj ohledně státního rozpočtu na příští rok.

### MMF oceňuje navržený nízký rozpočtový deficit, ale současně požaduje ještě jeho další redukci

Mezinárodní měnový fond ocenil polskou vládu za to, že plánuje udržet deficit rozpočtu v příštích 3-4 letech na 30 mld. PLN. Současně dodal, že pro dosažení Maastrichtských kritérií je nutné ještě razantnější omezení deficitu v příštích letech. MMF je totiž pesimističtější v odhadu růstu ekonomiky. Zatímco vláda očekává růst HDP o 3,3 % letos a o 4,3 % příští rok, MMF snížil svoje odhady na 3 % respektive na 4 %. Ohledně nastavení úrokových sazeb vidí MMF mnoho argumentů pro jejich ponechání na stávající výši. Podle jeho odhadu by v dalších letech měla inflace zůstat mírně pod cílem centrální banky. Fond dodal, že je ještě příliš brzy na přesné odhadování rozsahu sekundárních efektů vysokých cen energií a dopadů nového vládního programu na inflaci. Svoji zprávu MMF

uzavřel doporučením, že pro Polsko je jednoznačně nejvýhodnější co nejdříve přijetí eura.

**Zlotý** v průběhu minulého týdne posílil na nejvyšší úroveň za poslední měsíc, a to díky návratu investorů na trhy střední Evropy po náznamech z USA, že tamní cyklus růstu sazeb se může chýlit ke konci. Měnový pár EUR/PLN otevíral v pondělí na 3,9780 a během první poloviny týdne se pohyboval v rozmezí mezi 3,9560 a 3,9830. Na lepší než očekávaná data o jádrové inflaci trh prakticky nereagoval.

Pro vývoj měny se jako rozhodující ukázaly události v zahraničí. Záznam z posledního jednání amerického FOMC, který byl měkčí než se čekalo, v úterý oslabil dolar jak vůči euru tak i zlotému. Souběžně prezident ECB znovu prohlásil, že banka je připravena zvýšit sazby, jejich růst však nelze považovat za nastartování celé série zvyšování. Díky tomu se zájem investorů opět obrátil k „emerging markets“ a zlepšil náladu v celém našem regionu. Středněcni proražení hranice 3,95 EUR/PLN proto umožnilo zlotému uzavírat na 3,92. I tato nová úroveň však následující den padla, a to poté, co ministr financí připustil, že ministerstvo v listopadu na trhu konvertovalo výnos z emise dolarových dluhopisů. Ministr Cezar Mech přitom nevyloučil, že podobná operace se může uskutečnit i v budoucnu. Přitom polská tisková agentura citovala zdroj z ministerstva financí, že do konce roku budou ještě konvertovány výnosy z emise dluhopisů denominovaných v yenech v objemu kolem 50 mld. JPY. Prorůstový trend zlotého se zastavil až v pátek, když lepší maloobchodní tržby zhoršily náladu na trhu s dluhopisy a vrátily kurz EUR/PLN na úroveň 3,91-3,92.

Pro vývoj polské měny bude v tomto týdnu rozhodující zveřejnění HDP, který ovlivní osud případného snížení sazeb. Předpokládáme, že slabší tempo růstu investic vyústí ve vyšší zájem o dluhopisy a následně i o polskou měnu, která by mohla testovat hladinu 3,90 EUR/PLN. Podobně významná bude i konečná forma dodatku k rozpočtu na příští rok, o němž by měla v úterý jednat vláda. Dodatky k rozpočtu by měly být v porovnání s původním návrhem rozpočtu ministra Gronickiho nižší, a to by představovalo další podporu pro zlotý.

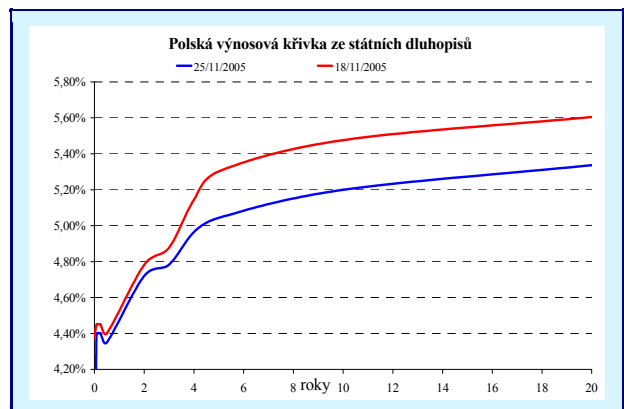
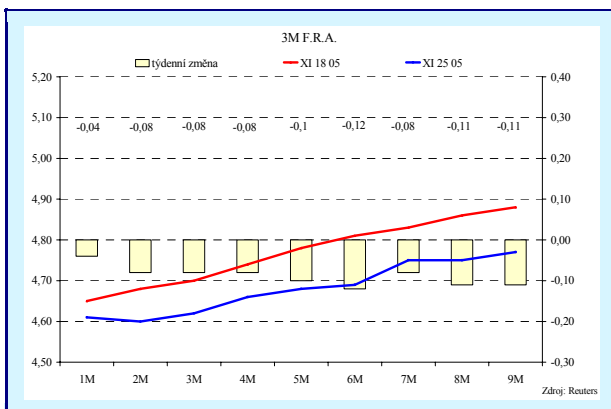
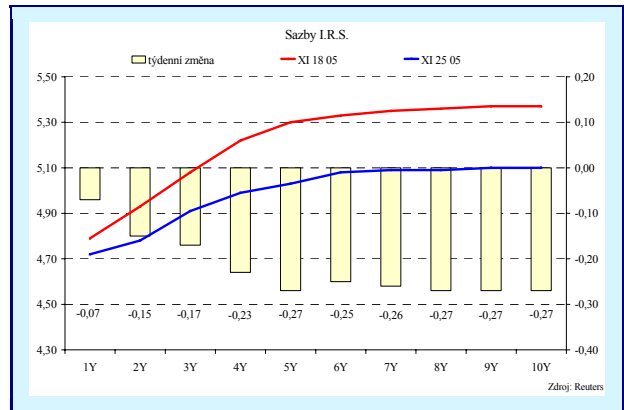
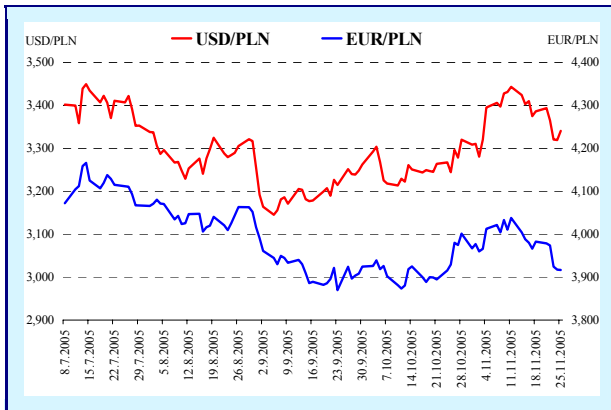
Minulý týden byl pro **polské dluhopisy** výjimečně úspěšný. Otevíraly na výnosech 4,89 % u dvouletého dluhopisu, 5,34 % u pětiletého dluhopisu a 5,53 % u desetiletého dluhopisu. Výnosy přitom na krátkém konci výnosové křivky za týden spadly o 15 bps, zatímco na dlouhém konci až o 30 bps. Za pozitivním vývojem stál na jedné straně dobrý vývoj na klíčových zahraničních trzích, na straně druhé posilující zlotý. Další vzpruhu zaznamenaly dluhopisy po lepším výsledku jádrové inflace. Trhy pak nereagovaly na výroky představitelů výboru pro měnovou politiku (MPC) Haliny Wasilewské-Trenker ani jejího kolegy Anrzeje Slawinskeho. Náladu zhoršilo až čtvrtěční vystoupení Mariana Nogy, který naznačil, že prostor pro



pokles sazeb je minimální. Zisky dluhopisů by pravděpodobně byly také vyšší, pokud by investory nepřekvapily nečekaně úspěšné maloobchodní tržby. V reakci nakonec výnosy kratších splatností vzrostly o 10 bps, zatímco u delších o 3 bps.

sazeb o 25 bps. Trhy všeobecně očekávají, že snížení úrokových sazeb se konat nebude, a proto, pokud jsou naše předpoklady správné, můžeme tento týden očekávat výrazný propad výnosů. Dluhopisy mohou také dostat dodatečnou podporu, pokud vláda představí dodatečná úsporná opatření v rozpočtu na rok 2006.

Domníváme se, že v úterý zveřejněný HDP a především jeho struktura budou hrát ve prospěch středního snížení



**Porovnávací tabulka pro polské státní obligace , při změně popisu stačí tato tabulka**

Název	Cena	Výnos	Změna ceny (bps.)	Změna výnosu (bps.)	Modif. durace	Objem (mld PLN)
	25.11.05	25.11.05	25.11.05	25.11.05	25.11.05	25.11.05
Státní 0,00% / 12.12.2007- 2 letý benchmark	91,12	4,68	25	-9	1,9	5,4
Státní 5,75% / 25.6.2008 - 3 letý benchmark	102,32	4,75	24	-11	2,3	24,7
Státní 5,75% / 24.3.2010 - 5 letý benchmark	102,75	5,02	100	-26	3,6	29,6
Státní 5,00% / 24.10.2013 - 8 letý benchmark	98,82	5,18	158	-25	6,3	20,1
Státní 6,25% / 24.10.2015 - 10 letý benchmark	108,14	5,18	199	-25	7,3	13,7
Státní 5,75% / 23.9.2022 - 20 letý benchmark	106,15	5,19	327	-29	10,7	6,4

Výnosy a ceny jsou prodejní (ASK) kotace.





## OČEKÁVANÉ UDÁLOSTI

### ■ Úterý 29. listopadu, 16:00

<b>HDP 3Q</b>	<b>3,4%</b>
<b>Spotřeba domácností 3Q</b>	<b>2,8%</b>
<b>Investice 3Q</b>	<b>4,5%</b>

Podle našich odhadů dosáhne růst HDP v Polsku lepších výsledků než v předchozím čtvrtletí, ale i tak nebude dostatečný. Zlepšení přinese z velké části výrazný růst stavebnictví a mírné oživení spotřebitelské poptávky, které by mohlo být spojeno s jednorázovými výplatami sociálních dávek v předvolebním období. Očekáváme jenom omezené zlepšení investiční aktivity v důsledku vysokého stupně

politické nejistoty, posilujícímu zlotému a problémům s absorpcí prostředků z evropských fondů.

### Středa, 30. listopadu

#### **Zasedání výboru pro měnovou politiku snížení sazeb o 25 bps, bias se nemění**

Předpokládáme, že údaje o ekonomickém růstu spolu s relativní stabilitou politické scény by měly vytvořit příznivé klima pro další snížení úrokové sazby. Podporou pro rozhodování výboru pro měnovou politiku by měl být i pokles inflace k dolní hranici inflačního cíle.

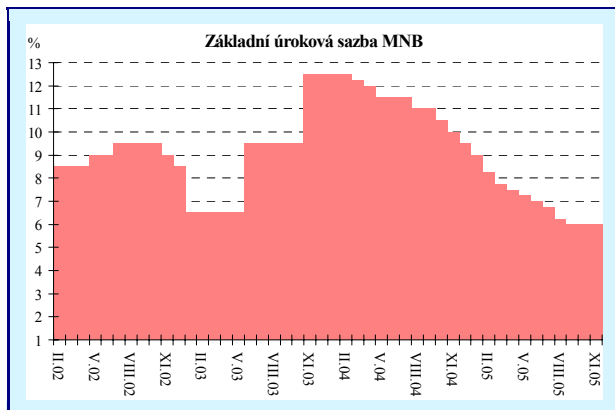


## MAĎARSKO

**Měnový výbor** maďarské centrální banky ponechal na svém pondělním zasedání úrokové sazby beze změny, v souladu s naším očekáváním. V pondělí rovněž centrální banka zveřejnila svoji nejnovější inflační zprávu, ve které snižuje odhad CPI na rok 2006 z 1,6 % na 1,1 %. Zároveň kosmeticky vylepšila i výhled inflace na rok 2007 na 2,8 % z původně odhadových 2,9 %. Celkově zůstává výhled inflace podle MNB příznivý, po odeznění krátkodobého vlivu daňových změn se inflace stabilizuje okolo 3 %. Tento výhled ovšem vychází z předpokladů stabilních krátkodobých sazeb a devizového kurzu. MNB uvádí, že permanentně vysoký vládní deficit spolu se schodkem běžného účtu platební bilance nastoluje otázku udržitelnosti současného trendu ekonomiky, respektive jejího přizpůsobení, avšak snížení těchto nerovnováh min. pro rok 2006 nepředpokládá. Korekce hospodářské politiky ze strany vlády zatím není na obzoru, o čemž svědčí i návrh státního rozpočtu na rok 2006, kterým chce vláda opět stimulovat poptávku v ekonomice.

### Odhady MNB

		2005	2006	2007
<b>Jádrová inflace</b>	%	2,2	0,8	2,8
<b>Průměr CPI</b>	%	3,6	1,1	2,8
<b>Růst HDP</b>	%	4,2	4,5	4,3
<b>Běžný účet</b>	mln. EUR	7,0	8,3	8,3
<b>Spotřeba domácností</b>	%	2,8	3,7	3,2
<b>Investice</b>	%	8,1	5,4	2,9



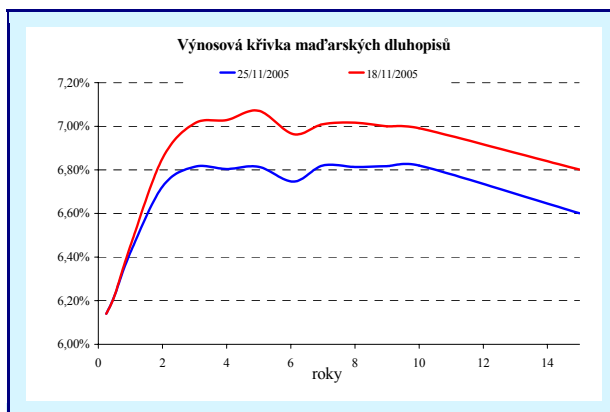
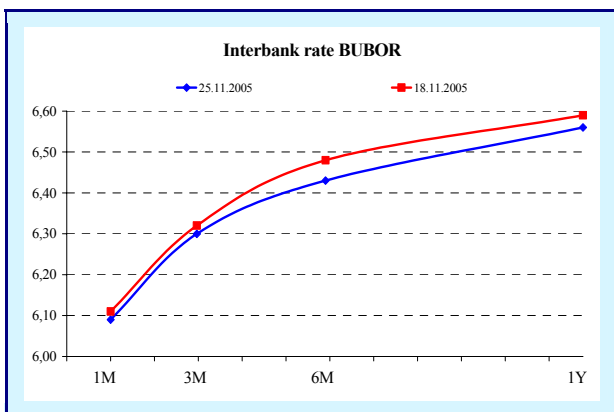
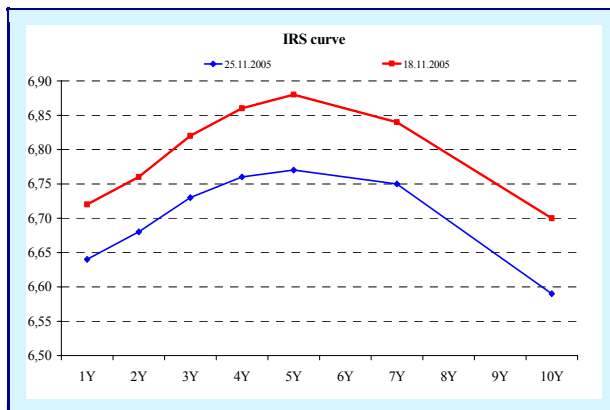
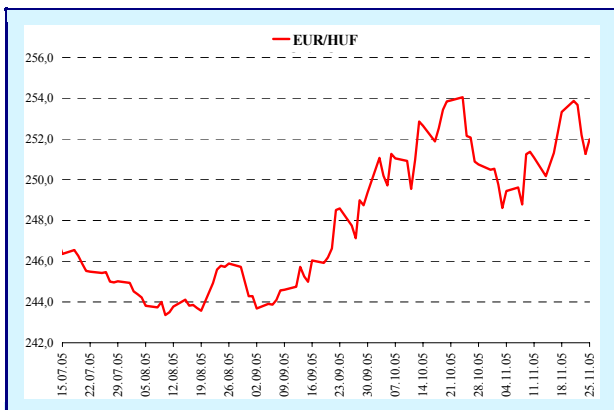
**Forint** zažil další dramatický týden, když medvědí náladu zlomilo teprve publikování zápisu z posledního zasedání FOMC, kde bylo naznačeno, že konec utahování měnové politiky se blíží ke konci. Tato informace primárně pomohla domácímu trhu dluhopisů a nepřímo i forint. Forint tedy

poté, co neúspěšně atakoval pětiměsíční minima (EUR/HUF 254.45), začal spolu s evropskými a domácími dluhopisy posilovat, přičemž na konci týdne se měnový pár EUR/HUF dokonce ocitl pod hranicí 251.

Po publikování inflační zprávy bude dalším zajímavým makroekonomickým výstupem tohoto týdne zveřejnění předběžných dat HDP a investic za třetí čtvrtletí. Bleskový odhad Ecostatu naznačil, že růst akceleroval (ze 4,1 % meziročně na 4,6 %). Pokud by předběžná data potvrdila optimistický odhad mohlo by se to projevit v krátkodobém posílení forintu. Pro forint však bude důležitý vývoj na domácím trhu dluhopisů, který může poznamenat zejména čtvrtletní zasedání ECB, které přinese patrně po dlouhé době změnu repo sazby, a to v podobě jejího zvýšení o 25 bps. Na počátku týdne bude forint krátkodobě těžit z příznivé nálady v regionu vyvolané nečekaně rychlým stupem slovenské koruny do ERM-2.

**Dluhopisy** minulý týden těžily z oživení amerických a evropských dluhopisů, kterým pomohl jak mírně „holubičí“ zápis ze zasedání FOMC, tak slabé výsledky německého indexu IFO. Ačkoliv měla agentura AKK na počátku minulého týdne problém upsat jednoměsíční pokladniční poukázky, zlepšená nálada v průběhu týdne zajistila úspěch pěti a desetiletého dluhopisu, která byla vysoce přeupsána. Obchodování v průběhu minulého týdne tak mimo jiné ukázalo, že 7 % hranice představuje pro výnosy ve středním a dlouhém konci výnosové křivky poměrně silnou rezistenci.

Poté co trh absorbuje informace z včerejšího zasedání bankovní rady a čerstvě publikované inflační zprávy, obrátí opět pozornost k trhům dluhopisů ve vyspělých zemích, zejména k evropskému trhu, který bude s napětím čekat na zasedání ECB. Všeobecně se očekává, že ECB zvýší svoji repo sazbu o 25 bazických bodů. Spíše než samotné rozhodnutí ECB o nastavení oficiální úrokové sazby bude tisková konference, jež bude následovat po zasedání rady guvernérů. Pro maďarské dluhopisy bude klíčové zda ECB naznačí, že zvyšování repo sazby je pravděpodobné i na počátku roku 2006. Pokud by ECB doprovodila svůj krok jestřábím komentářem zareagují na to maďarské dluhopisy velmi negativně a zisky z minulého týdne mohou být snadno vymazány. V opačném případě bude trh pravděpodobně dále redukovat svá očekávání ohledně růstu základní sazby MNB.



Porovnávací tabulka pro maďarské státní obligace

Název	Cena	Výnos	Změna ceny (bps.)	Změna výnosu (bps.)	Modif. durace	Objem (mld HUF)
	25.11.05	25.11.05	25.11.05	25.11.05	25.11.05	25.11.05
Státní 9,0% / 12.4.2007	102,95	6,62	22	-20	1,2	289,0
Státní 7,25% / 24.4.2008	101,14	6,69	83	-39	2,1	315,0
Státní 7,0% / 24.6.2009	99,92	6,76	121	-30	4,0	335,0
Státní 6,75% / 12.10.2010	100,19	6,71	173	-31	5,3	434,5
Státní 6,75% / 12.2.2013	92,14	6,78	148	-25	6,0	430,0
Státní 8,0% / 12.2.2015	108,24	6,76	215	-31	6,2	410,0
Státní 7,5% / 12.11.2020	108,62	6,58	224	-23	9,1	180,0

Výnosy a ceny jsou prodejní (ASK) kotace.

## OČEKÁVANÉ UDÁLOSTI

### ■ Úterý, 29. listopadu, 9:00

**HDP, předběžně (3. čtvrtletí)** 4,6 % y/y  
 Stavební boom, solidní růst exportně orientovaného průmyslu a oživení soukromé spotřeby, resp. maloobchodních tržeb přispěly k výbornému výsledku HDP. Navíc růst bude účetně vyšší díky metodologickým změnám (ty mají údajně zvýšit reálných HDP za celý rok 2005 o 0,4 %.)

### ■ Středa, 30. listopadu, 9:00

**Ceny v průmyslu (říjen)** -0,1m/m %, 3,6 % y/y  
 Meziroční růst cen v průmyslu by měl zvolnit, neboť čekáme jen minimální meziměsíční růst domácích cen, resp. pokles vývozních cen.



## TABULKY

### Oficiální úrokové sazby

		současná hodnota	XII.05	III.06	VI.06	IX.06	poslední změna	
Česko	2T repo sazba	2,00	2,00	2,25	2,50	2,50	25 bps	27.10.2005
Maďarsko	2T depozitní sazba	6,00	6,00	5,75	5,75	5,75	-25 bps	19.9.2005
Polsko	2T intervenční sazba	4,50	4,25	4,25	4,25	4,25	-25 bps	31.8.2005
Slovensko	2T repo sazba	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	-100 bps	28.2.2005

### Krátkodobé úrokové sazby 3M \*IBOR

		současná hodnota	XII.05	III.06	VI.06	IX.06
Česko	PRIBOR	2,21	2,20	2,45	2,70	2,65
Maďarsko	BUBOR	6,27	6,10	5,75	5,90	5,65
Polsko	WIBOR	4,62	4,35	4,35	4,40	4,40
Slovensko	BRIBOR	3,17	3,00	3,10	3,10	3,10

### Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS

		současná hodnota	XII.05	III.06	VI.06	IX.06
Česko		3,63	3,70	4,00	4,10	4,20
Maďarsko		6,51	6,65	6,60	6,95	6,65
Polsko		5,1	5,40	5,60	5,80	6,00
Slovensko		3,76	3,90	4,00	4,20	4,20

### Devizové kurzy

		současná hodnota	XII.05	III.06	VI.06	IX.06
Česko	EUR/CZK	28,97	28,90	28,70	28,70	28,40
Maďarsko	EUR/HUF	250,7	250,0	254,0	259,0	250,5
Polsko	EUR/PLN	3,89	3,80	3,90	4,00	4,10
Slovensko	EUR/SKK	37,72	38,00	37,50	37,50	37,00
	EUR/USD	1,171	1,17	1,20	1,19	1,18

### HDP

	Q2 2005	Q3 2005	Q4 2005	Q1 2006	Q2 2006
Česko	5,1	4,8	4,5	4,4	4,3
Maďarsko	4,1	4,6	3,5	4,1	3,5
Polsko	2,8	3,4	4,3	4,5	4,8
Slovensko	5,1	6,2	5,5	5,2	5,2

### Inflace (CPI y/y)

	X.05	XII.05	III.06	VI.06	IX.06
Česko	2,6	2,6	3	2,8	2,6
Maďarsko	3,2	3,7	2,6	2,1	2,3
Polsko	1,6	1,5	1,7	1,8	2
Slovensko	3,3	4,0	3,9	3,8	3,5

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

	2004	2005	Česko	2004	2005
Česko	-5,2	-2,0	Česko	-3,0	-3,0
Maďarsko	-8,9	-7,9	Maďarsko	-5,4	-6,2
Polsko	-1,7	-1,4	Polsko	-4,8	-3,7
Slovensko	-3,5	-5	Slovensko	-3,8	-3,3

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



## OČEKÁVANÉ UDÁLOSTI

				Období	Skutečnost	Konsensus	Předchozí
<b>Úterý - 22.listopad</b>							
	16:00	PL	Jádrová inflace y/y	říjen 05	1,2	1,3	1,3
	16:00	PL	Index podnikatelského optimismu	listopad 05	7,0	-	10,0
<b>Středa - 23.listopad</b>							
	09:00	HU	Maloobchodní tržby y/y	září 05	5,2		6,3
	12:00	CZ	Aukce stát. dluhopisu (2,30/2008, mld.Kč)		7,0		
<b>Čtvrtek - 24.listopad</b>							
	09:00	HU	Míra nezaměstnanosti (%)	srpen - říjen 05	7,3		7,3
	11:00	HU	Aukce st. dluhopisu (5 let)				
	11:00	HU	Aukce st. dluhopisu (10 let)				
	14:00 cca	CZ	Zasedání bankovní rady ČNB		0 bps	0 bps	-25 bps
<b>Pátek - 25.listopad</b>							
	10:00	PL	Míra nezaměstnanosti	říjen 05	17,3	17,3	17,6
	10:00	PL	Maloobchodní tržby y/y	říjen 05	7,5	6,3	5,4
<b>Pondělí - 28.listopad</b>							
	09:00	SK	Index cien výrobcov, m/m, %	říjen 05	0,5		0,5
	09:00	SK	Index cien výrobcov, y/y, %	říjen 05	5,7		5,8
	11:00	SK	Aukcia štátneho dlhopisu 4,9 %/ 2014				
	14:00	HU	Zasedání bankovní rady MNB (zákl. sazba)		0 bps	0 bps	0 bps
	14:00	HU	Inflační zpráva	Q3 2005			
				Období	CSOB	Konsensus	Předchozí
<b>Úterý - 29.listopad</b>							
	09:00	HU	HDP, předběžný (y/y)	Q3 2005	4,6		4,1
	09:00	HU	Investice (y/y)	Q3 2005	5,5		9,4
	11:00	SK	Zasadnutie Bankovej rady NBS		0 bps	0 bps	0 bps
	16:00	PL	HDP y/y	Q3	3,4	3,5	2,8
	16:00	PL	Spotřeba domácností y/y	Q3	2,8	-	1,4
	16:00	PL	Investice y/y	Q3	4,5	5,5	3,8
<b>Středa - 30.listopad</b>							
	09:00	CZ	Průměrná mzda y/y	Q3 2005	5,5		5,4
	09:00	HU	PPI y/y	říjen 05			3,9
	09:00	HU	PPI m/m	říjen 05			0,9
	10:00	CZ	Peněžní zásoba M2 y/y	říjen 05	4,5		4,2
	-	PL	Zasedání RPP (výhled)		snižování	snižování	snižování
	-	PL	Zasedání RPP (sazba)		-25 bps	0 bps	0 bps
<b>Čtvrtek - 1.prosinec</b>							
	10:00	SK	Štátny rozpočet (mld. Sk)	listopad 05			
	15:00 cca	CZ	Bilance státního rozpočtu (mld.Kč)	listopad 05	-10,0		-10,6
<b>Pátek - 2.prosinec</b>							
	09:00	HU	Zahraniční obchod (mln. EUR), podrobně	leden -září 05			
	10:00	CZ	Záznam z jednání Bank. rady ČNB	24.11.05			



			Období	ČSOB	Konsensus	Předchozí
<b>Úterý - 6.prosinec</b>						
09:00	CZ	Zahraniční obchod (mld.Kč)	říjen 05	4,0		4,0
<b>Středa - 7.prosinec</b>						
09:00	HU	Průmyslová výroba y/y, předběžně	říjen 05			
09:00	SK	Priemyselna produkcia	říjen 05	7,0		5,4
09:00	SK	Stavebná produkcia	říjen 05	22,0		20,7
10:00	CZ	Devizové rezervy ČNB (mld. EUR)	listopad 05			25,0
12:00	CZ	Aukce stát. dluhopisu (2,55/2010, mld.Kč)		7,0		
<b>Čtvrtek - 8.prosinec</b>						
09:00	CZ	Stavební produkce y/y	říjen 05	8,0		9,5
09:00	CZ	CPI m/m	listopad 05	-0,1		0,9
09:00	CZ	CPI y/y	listopad 05	2,6		2,6
09:00	CZ	Míra nezaměstnanosti	listopad 05	8,5		8,5
09:00	SK	HDP y/y	Q3 2005	6,2		5,1
09:00	SK	CPI m/m	listopad 05	0,2		1,1
09:00	SK	CPI y/y	listopad 05	3,6	3,6	3,3
10:00	CZ	Plat. bilance, běžný účet (mld. Kč)	Q3 2005			
11:00	HU	Aukce st. dluhopisu (3 roky)				
11:00	HU	Aukce st. dluhopisu (15 let)				
<b>Pátek - 9.prosinec</b>						
09:00	CZ	HDP y/y	Q3 2005	4,9		5,1
09:00	HU	HDP (y/y), podrobně	Q3 2005			
09:00	HU	Zahraniční obchod (mln. EUR), předběžně	leden - říjen 05			
09:00	SK	Core CPI m/m	listopad 05	0,1		0,1
09:00	SK	Core CPI y/y	listopad 05	1,4	1,3	1,1
14:00	HU	Záznam ze zasedání bank. rady MNB	listopad 05			

(Pokud není uvedeno jinak jsou data v %, y/y- meziroční růst, m/m – meziměsíční růst, sa- sezónně očištěno, r – revize, p – předběžně)

Obchodování pro klienty		Investiční výzkum	
<b>Korporátní klienti</b>		Marek Fér	+420 261 353 578
Petr Korous	+420 261 353 545	Jan Čermák	+420 261 353 115
Petr Barbora	+420 261 353 513	Silvia Čechovičová	+421 259 668 405
Robert Grus	+420 261 353 519	Marek Gábriš	+421 259 668 400
Tomáš Knížek	+420 261 353 539	Zdeněk Šafka	+420 261 353 570
<b>SME</b>		<b>Kredit Bank</b>	
Otakar Dvořák	+420 261 353 572	Wojtek Kurylek	+48 22 6346 137
Dalibor Čerych	+420 261 353 514		
<b>Finanční instituce</b>		<b>Naše publikace jsou rovněž dostupné na</b>	
Jan Poulík	+420 261 353 535	Bloomberg KBCR	
Daniel Pavelka	+420 261 353 546	Internet: <a href="http://www.csob.cz">www.csob.cz</a>	
Zdeněk Procházka	+420 261 353 534		

Informace obsažené v tomto dokumentu poskytuje Československá obchodní banka, a.s. v dobré víře a na základě pramenů, které považuje za správné, důvěryhodné a odpovídající skutečnosti. Přesto ani Československá obchodní banka, a.s. ani žádný z jejich zaměstnanců či zmocněnců nepřebírá žádnou právní odpovědnost ani záruku vůči klientovi za jakoukoliv informaci, která je obsažena v tomto dokumentu a zároveň Československá obchodní banka, a.s. nečiní žádné prohlášení ohledně přesnosti a úplnosti těchto informací. Československá obchodní banka, a.s. také nepřebírá jakoukoliv odpovědnost za případnou ztrátu nebo škodu, kterou může klient utrpět. Bez předchozího souhlasu Československé obchodní banky, a.s. nelze tento dokument ani jeho části kopírovat nebo dále šířit.