



## ● Maďarsko

Maďarská vláda si hraje na Robina Hooda – vyplatí se to?

2

## ● Výhled na týden

MNB ponechá základní sazbu na rekordních minimech

4

## Fed a korekce zisků středoevropských dluhopisů

|            | Dnes  | Změna<br>7 dní | Další<br>týden | Další<br>měsíc |
|------------|-------|----------------|----------------|----------------|
| EUR/CZK    | 24,57 | 0,14%          | →              | ↗              |
| EUR/PLN    | 3,967 | 1,54%          | →              | ↗              |
| EUR/HUF    | 274,6 | 0,03%          | →              | ↗              |
| 3M PRIBOR  | 1,20  | 0,00           | →              | ↗              |
| 3M WIBOR   | 3,84  | 0,02           | →              | ↗              |
| 3M BUBOR   | 5,35  | 0,00           | ↗              | ↗              |
| 10Y CZK    | 3,46  | 0,14           | →              | ↗              |
| 10Y PLN    | 5,59  | 0,08           | →              | ↗              |
| 10Y HUF    | 6,88  | 0,08           | →              | ↗              |
| 3M EURIBOR | 1,09  | 0,00           | ↗              | →              |
| 10Y EMU    | 2,47  | 0,12           | →              | →              |

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Sázky na kvantitativní uvolňování měnových šroubů v USA (II.) hýbaly v posledních týdnech i střední Evropou. Pokles averze k riziku a příliv peněz do regionu sice neocenily tolik měny, ale trhům s vládními dluhopisy se dařilo. Rizikové rozpětí vůči německému desetiletému bundu spadlo v Česku od začátku měsíce skoro o 20 bazických bodů a v Maďarsku a Polsku o necelých 15 bazických bodů. Na druhé straně středoevropské měny zůstaly po celou dobu v lehké defenzivě a za stejné období ztratily necelé procento.

I když na středoevropské trhy měly kromě globální nálady bezesporu vliv i i domácí faktory (především v Maďarsku), sázky na další masivní tištění dolarů hrály důležitou roli. Bojíme se, že po oznámení konkrétních kroků Fedu na listopadovém zasedání Fedu (2-3. listopadu), pozitivní efekt těchto sázek vyprchá. Dnes mohou být i špatná čísla z USA interpretována býky na globálních trzích pozitivně jako argument pro silnější rozjezd kvantitativního uvolňování měnových šroubů. Po listopadovém zasedání Fedu ale bude nejistota ohledně objemu nové monetární expanze smetena ze stolu. Případná horší čísla z USA tak opět budou hnát riziková aktiva spíše do defenzivy.

Ve světle vývoje v posledních týdnech jsou daleko více vůči tomuto přechodu do defenzivy náchylnější aktuálně relativně vysoké ceněné středoevropské dluhopisy. Jinak je tomu u středoevropských měn, které za posledních čtrnáct dní spíše lehce ztratily a mohly by být tudíž vůči zhoršení globálního sentimentu více náchylné. Navíc pokud další domácí čísla v Polsku budou nahrávat blížícímu se utahování domácích měnových podmínek v největší středoevropské ekonomice. To může zlotý stále držet na relativně vysokých úrovních a nepřímo podporovat i další měny v regionu.

## Maďarská vláda si hraje na Robina Hooda – vyplatí se to?

Jan Čermák

**Nově uvalená daň na telekomy, energetické firmy a maloobchodní řetězce může přinést zhruba 0,6 % HDP ročně.**

Vláda premiéra Orbána pokračuje v razantním kurzu, když po uvalení dodatečné daně na banky přichází s další daní. Ta je tentokrát namířena proti telekomunikačním a energetickým firmám, jakož i maloobchodním řetězcům. Na rozdíl od bank, kde se daň uplatňuje podle výše jejich bilance, se nová daň na výše uvedené sektory uplatňuje na tržby příslušných firem. Stejně jako v případě bankovní daně i nově vyhlášená daň by měla být pouze dočasnou a měla být uplatněna jen v letech 2010-2012.

**Nové daně sice stěží ovlivní výši inflace, ale mohou promluvit do růstu HDP**

Vedle dodatečných příjmů z bankovní daně odhadovaných ve výši 200 miliard forintů (0,8 % HDP) v letech 2010-2011, by nová daň uvalená na energetické, telekomunikační a maloobchodní firmy měla přinést do státního rozpočtu dohromady dodatečných 161 miliard forintů (0,6 % HDP) ročně. Z hlediska rozpočtu tedy vypadá strategie Orbánovy vlády příznivě, avšak jak to vypadá z jiných makroekonomických úhlů?

Z pohledu inflace se zřejmě netřeba obávat fanatických dopadů, a to i přesto, že nově uvalené daně se týkají vesměs odvětví, kde příslušné podniky disponují nezanedbatelnou monopolní silou. Dopad na celkovou inflaci nebude zřejmě větší než 0,1, resp. 0,2 % procentního bodu.

Pokud se pak týká hospodářského růstu, zde je nutné odlišit krátkodobý a dlouhodobý dopad nových daní. Z hlediska krátkodobého horizontu je dost dobře možné, že vyšší daně přinesou dokonce vyšší růst. Zdanění je totiž uplatněno vesměs na firmy vlastněné nerezidenty, a tak fakticky povede k dočasnému vylepšení běžného účtu platební bilance. To by spolu s nižší rozpočtovým deficitem mohlo přispět (za jinak stejných) okolností k pevnějšímu forintu -ten by přitom byl žádoucí úlevou pro bilance maďarských domácností, jež tíží úvěry v cizích měnách.

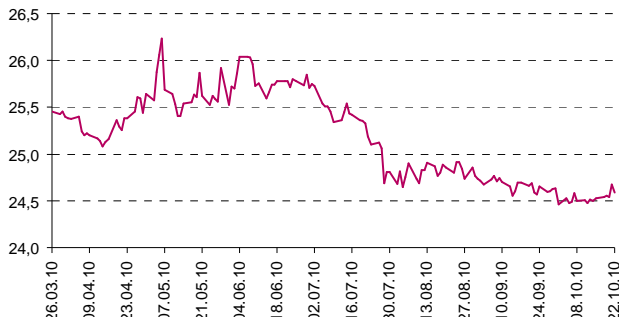
**Krátkodobě by mohl být daňový dopad daní neutrální až dokonce lehce pozitivní. Dlouhodobě by vyšší sektorově selektivní daně mohly růst ublížit.**

Dopady nových daní uplatněných na vybrané sektory na dlouhodobý růst by naopak měly být spíše negativní a to přesto, že jejich fungování má být jen dočasné. . Potenciální zahraniční investoři mohou totiž negativně zareagovat na daňové veletoče maďarské vlády, která zcela v duchu teorie časové nekonzistence nejprve lákala přímé zahraniční investice na různé daňové pobídky, aby následně zahraniční investory nečekaně zdanila. Není přitom asi třeba dodávat, že Maďarsko bylo a dosud je zemí s vysokým přílivem zahraničních investic, který významně zvýšil potenciální výstup ekonomiky.

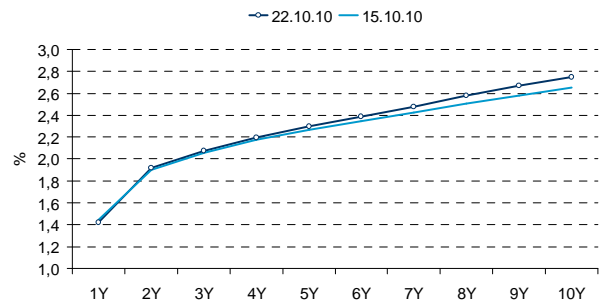
| Daň  | Zdaněný sektor/ sazba daně   | Doba trvání daně |
|--|--|------------------|
| srážková daň uvalená na velikost bilance banky (aktiv) | - velké banky s bilancí nad 50 miliard HUF platí sazbu 0,5 %<br>- malé banky s bilancí do 50 mld. HUF platí sazbu 0.15 %'  | 2010-2011        |
| daň ze zisku   | pojišťovny a ostatní finanční zprostředkovatelé<br>sazba daně 5,6-6,2 %  | 2010-2011        |
| daň z (čistého) obrátu                                 | Telekomunikační firmy:<br>- roční obrat do 500 mil. HUF - sazba 2 %<br>- roční obrat 500 mil. - 30 mld. HUF - sazba 4 %<br>- roční obrat nad 30 mld. HUF - sazba 6,5 % | 2010-2012        |
| daň z (čistého) obrátu                                 | Firmy podnikající v maloobchodu:<br>- obrat od 500 mil. - 30 mld. - sazba 0,1 %<br>- obrat od 30 mld. do 100 mld. - sazba 0,4 %<br>- obrat nad 100 mld. - sazba 2,5 %  | 2010-2012        |
| daň z (čistého) obrátu                                 | Energetické firmy:<br>- všechny firmy v sektoru musí zaplatit daň 1.05 % z obrátu  | 2010-2012        |

## Přehled trhů

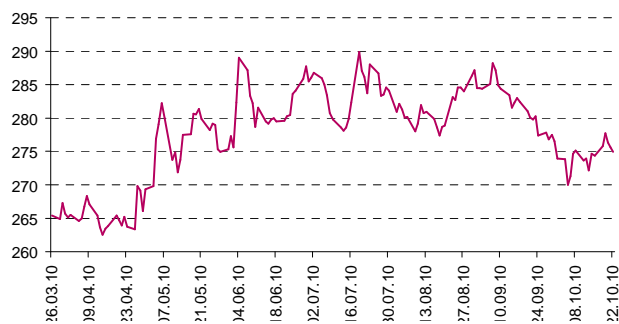
EURCZK



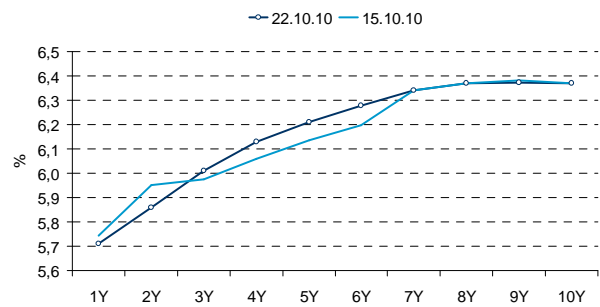
CZ IRS



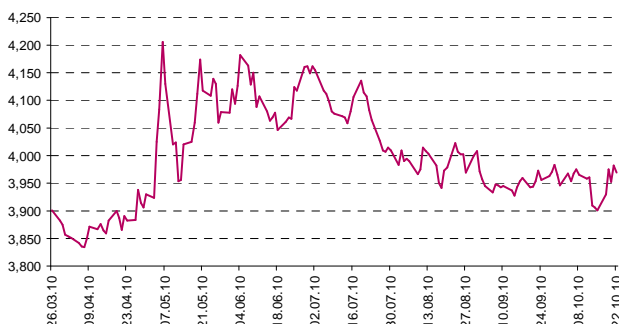
EURHUF



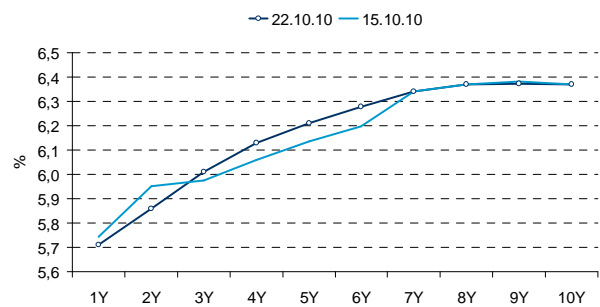
HU IRS



EURPLN



HU IRS



## Kalendář očekávaných událostí

|                 | datum             | čas          | událost  | období            | odhad       |     | konsensus   |            | předchozí   |            |
|-----------------|-------------------|--------------|--|-------------------|-------------|-----|-------------|------------|-------------|------------|
|                 |                   |              |  |                   | m/m         | y/y | m/m         | y/y        | m/m         | y/y        |
| EMU             | 25.10.2010        | 11:00        | Nové průmyslové zakázky (%)                            | 08/2010           |             |     |             |            | -24,0       | 11,2       |
| <b>Maďarsko</b> | <b>25.10.2010</b> | <b>14:00</b> | <b>Zasedání MNB (%)</b>                                | <b>10/2010</b>    | <b>5,25</b> |     | <b>5,25</b> |            | <b>5,25</b> |            |
| USA             | 25.10.2010        | 16:00        | Prodej stávajících domů (mil.)                         | 09/2010           |             |     | 4,25        |            | 4,13        |            |
| Německo         | 26.10.2010        | 08:00        | Spotřebitelská důvěra GfK                              | 11/2010           |             |     | 5,4         |            | 4,9         |            |
| <b>Polsko</b>   | <b>26.10.2010</b> | <b>10:00</b> | <b>Maloobchodní tržby (%)</b>                          | <b>09/2010</b>    |             |     | <b>-0,6</b> | <b>6,6</b> | <b>-1,6</b> | <b>6,6</b> |
| Polsko          | 26.10.2010        | 10:00        | Míra nezaměstnanosti (%)                               | 09/2010           |             |     | 11,4        |            | 11,3        |            |
| USA             | 26.10.2010        | 15:00        | S&P/CS Index cen nemovitostí (%)                       | 08/2010           |             |     | 2,90        |            | 3,18        |            |
| <b>USA</b>      | <b>26.10.2010</b> | <b>16:00</b> | <b>Spotřebitelská důvěra</b>                           | <b>10/2010</b>    |             |     | <b>49,7</b> |            | <b>48,5</b> |            |
| Německo         | 27.10.2010        | 08:00        | Harmonizovaná inflace (%)                              | 10/2010 *P        |             |     |             |            | -0,2        | 1,3        |
| Německo         | 27.10.2010        | 08:00        | Inflace (%)  | 10/2010 *P        |             |     | 0,1         | 1,3        | -0,1        | 1,3        |
| <b>EMU</b>      | <b>27.10.2010</b> | <b>10:00</b> | <b>Peněžní zásoba M3 (%)</b>                           | <b>09/2010</b>    |             |     |             | <b>1,4</b> |             | <b>1,1</b> |
| <b>Polsko</b>   | <b>27.10.2010</b> | <b>14:00</b> | <b>Zasedání RPP (%)</b>                                | <b>10/2010</b>    |             |     | <b>3,50</b> |            | <b>3,50</b> |            |
| <b>USA</b>      | <b>27.10.2010</b> | <b>14:30</b> | <b>Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. pros. (%)</b> | <b>09/2010</b>    |             |     | <b>0,4</b>  |            | <b>2,0</b>  |            |
| USA             | 27.10.2010        | 14:30        | Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby (%)               | 09/2010           |             |     | 1,5         |            | -1,3        |            |
| <b>USA</b>      | <b>27.10.2010</b> | <b>16:00</b> | <b>Prodej nových domů (tis.)</b>                       | <b>09/2010</b>    |             |     | <b>299</b>  |            | <b>288</b>  |            |
| Maďarsko        | 28.10.2010        | 09:00        | Míra nezaměstnanosti (%)                               | 09/2010           |             |     | 11,1        |            | 11,0        |            |
| SR              | 28.10.2010        | 09:00        | Ceny v průmyslu (%)                                    | 09/2010           |             |     |             |            | 0,2         | -0,4       |
| Německo         | 28.10.2010        | 09:55        | Míra nezaměstnanosti (%)                               | 10/2010           |             |     | 7,4         |            | 7,5         |            |
| EMU             | 28.10.2010        | 11:00        | Index ekonomické důvěry                                | 10/2010           |             |     |             |            | 103,2       |            |
| USA             | 28.10.2010        | 14:30        | Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)   | 16.10.            |             |     |             |            | 4 441       |            |
| USA             | 28.10.2010        | 14:30        | Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)          | 23.10.            |             |     |             |            | 452         |            |
| EMU             | 28.10.2010        | 16:00        | Index spotřebitelské důvěry                            | 10/2010           |             |     |             |            | -11         |            |
| Maďarsko        | 29.10.2010        | 09:00        | Výrobní ceny (%)                                       | 09/2010           |             |     |             |            | -0,2        | 9,0        |
| SR              | 29.10.2010        | 09:00        | Běžný účet (mld. EUR)                                  | 08/2010           |             |     |             |            | -329        |            |
| ČR              | 29.10.2010        | 11:00        | Peněžní zásoba M2 (%)                                  | 09/2010           |             |     |             |            |             | 4,6        |
| EMU             | 29.10.2010        | 11:00        | Míra nezaměstnanosti (%)                               | 09/2010           |             |     |             |            | 10,1        |            |
| USA             | 29.10.2010        | 14:30        | Soukromá spotřeba (%)                                  | 3Q/2010 *A        |             |     | 2,5         |            | 2,2         |            |
| USA             | 29.10.2010        | 14:30        | Cenový index HDP (%)                                   | 3Q/2010 *A        |             |     | 2,0         |            | 1,9         |            |
| USA             | 29.10.2010        | 14:30        | Jádrový deflátor osobní spotřeby (%)                   | 3Q/2010 *A        |             |     | 1,1         |            | 1,0         |            |
| <b>USA</b>      | <b>29.10.2010</b> | <b>14:30</b> | <b>HDP (%)</b>   | <b>3Q/2010 *A</b> | <b>2,4</b>  |     | <b>2,2</b>  |            | <b>1,7</b>  |            |
| USA             | 29.10.2010        | 16:00        | Index nákupních manažerů z Chicaga                     | 10/2010           |             |     | 58,0        |            | 60,4        |            |
| USA             | 29.10.2010        | 16:00        | Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan                | 10/2010 *F        |             |     | 68,2        |            | 67,9        |            |

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 hodnota | IX.10 | XII.10 | III.11 | VI.11 | IX.11 | poslední změna |           |
|----------|-----------------|------------------|-------|--------|--------|-------|-------|----------------|-----------|
| Česko    | 2T repo         | 0,75             | 0,75  | 0,75   | 0,75   | 0,75  | 1,00  | -25 bps        | 6.5.2010  |
| Maďarsko | 2T depo         | 5,25             | 5,25  | 5,25   | 5,25   | 5,25  | 5,25  | -25 bps        | 23.2.2010 |
| Polsko   | 2T inter. sazba | 3,50             | 3,50  | 3,75   | 3,75   | 4,00  | 4,00  | -25 bps        | 25.6.2009 |

### Výhled pro úrokové sazby (konec období)

|          |           | současná hodnota | IX.10 | XII.10 | III.11 | VI.11 | IX.11 |
|----------|-----------|------------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| Česko    | PRIBOR 3M | 1,20             | 1,20  | 1,20   | 1,25   | 1,35  | 1,55  |
| Maďarsko | BUBOR 3M  | 5,35             | 5,25  | 5,25   | 5,25   | 5,25  | 5,25  |
| Polsko   | WIBOR 3M  | 3,84             | 3,90  | 3,90   | 4,10   | 4,30  | 4,30  |

### Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

|          |            | současná hodnota | IX.10 | XII.10 | III.11 | VI.11 | IX.11 |
|----------|------------|------------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| Česko    | IRS 10 let | 2,74             | 2,65  | 2,75   | 2,90   | 3,05  | 3,15  |
| Maďarsko |            | 6,37             | 6,50  | 6,50   | 6,25   | 6,00  | 6,00  |
| Polsko   |            | 5,14             | 4,95  | 5,00   | 5,60   | 5,60  | 5,80  |

### Devizové kurzy (konec období)

|          |         | současná hodnota | IX.10 | XII.10 | III.11 | VI.11 | IX.11 |
|----------|---------|------------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| Česko    | EUR/CZK | 24,6             | 24,8  | 24,5   | 24,6   | 24,6  | 24,0  |
| Maďarsko | EUR/HUF | 274,7            | 280   | 280    | 275    | 275   | 275   |
| Polsko   | EUR/PLN | 3,97             | 4,00  | 3,90   | 3,60   | 3,70  | 3,60  |

### HDP

|          | Meziroční změna v % |         |         |         |         |         |
|----------|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
|          | Q3 2010             | Q4 2010 | Q1 2011 | Q2 2011 | Q3 2011 | Q4 2011 |
| Česko    | 2,0                 | 1,4     | 1,5     | 1,1     | 2,0     | 3,0     |
| Maďarsko | 0,5                 | 1,0     | 1,2     | 1,4     | 2,0     | 2,5     |

### Inflace

|          | Meziroční změna v % |        |        |       |       |        |
|----------|---------------------|--------|--------|-------|-------|--------|
|          | IX.10               | XII.10 | III.11 | VI.11 | IX.11 | XII.11 |
| Česko    | 1,9                 | 2,0    | 2,0    | 2,1   | 2,4   | 2,5    |
| Maďarsko | 4,2                 | 3,5    | 3,4    | 3,2   | 2,8   | 3,2    |

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

|          | 2009 | 2010 |
|----------|------|------|
| Česko    | -1,0 | -1,5 |
| Maďarsko | 0,5  | 1,0  |

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

|          | 2009 | 2010 |
|----------|------|------|
| Česko    | -5,9 | -5,5 |
| Maďarsko | -3,8 | -3,0 |

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.