



## ● Česká republika

Koruna 2012: Výprodeje z počátku roku a opatrný návrat k posilování 2

## ● Výhled na týden

Polská inflace zůstane vysoko nad cílem NBP 4

# Nedohoda s MMF rozpoutala výprodej maďarských aktiv

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25,90	↘	↗
EUR/PLN	4,482	↘	↗
EUR/HUF	316,4	↘	↗
3M PRIBOR	1,16	→	→
3M WIBOR	4,99	→	→
3M BUBOR	7,58	→	→
10Y CZK	3,63	→	↗
10Y PLN	5,90	→	↗
10Y HUF	9,83	↘	↗
3M EURIBOR	1,27	↘	↘
10Y EMU	1,85	→	↘

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Maďarsko se opět ocitlo pod palbou finančních trhů, když tentokrát není na vině náhoda z eurozóny, ale domácí chyby ze strany tvůrce maďarské hospodářské politiky. Ty zavadaly (zcela zbytečně) záminku investorům pochybovat o tom, že Maďarsko (resp. vláda) může mít problém s krytím dluhové služby u zahraničního dluhu.

Dříve než přejdeme k výkladu akutních problémů Maďarska možná stojí za to provést krátkou rekapitulaci posledního makroekonomického vývoje této zranitelné ekonomiky. Připomeňme, že v roce 2008, ještě před rozjezdem globální finanční krize, museli Maďaři požádat MMF o půjčku. Deficit běžného účtu platební bilance tehdy přesahoval šest procent HDP a vlastní devizové rezervy zdaleka nestačily na pokrytí krátkodobého dluhu splatného v nadcházejícím roce. Přísné domácí úspory maďarskou bilanci od té doby výrazně zlepšily a tak mají dnes Maďaři přebytek běžného účtu a devizové rezervy pokrývají více než sto třicet procent krátkodobého dluhu splatného v nadcházejícím roce. Kde je tedy problém?

I když je běžný účet v přebytku, celkový zahraniční dluh zůstává především kvůli předluženým domácnostem vysoký (sto šedesát procent HDP). Dluh musí Maďaři buď splácet a nebo znovu-financovat na trzích, které jim musí věřit. A v tom je největší potíž. Maďarská vláda si k přebytkům běžného účtu pomohla sadou nestandardních opatření. Začalo to u mimořádných daní pro nadnárodní společnosti a přes znárodnění penzí jsme se dnes dostali až k omezování nezávislosti centrální banky. Maďarská centrální banka zkrátka musí spolupracovat a pomáhat ekonomice říkají zástupci Orbánovy vlády. Takové nápady nabourávající nezávislost MNB zahraniční investory právem děsí. Další konflikt s Uníí a Měnovým fondem navíc přichází v nepříjemnou dobu. Situace na globálních trzích není růžová a Maďaři mají tento rok vrátit MMF skoro pět miliard eur. Mohli by k tomu sice použít devizové rezervy (mají přes třicet miliard). Země s vysokým zahraničním dluhem a ztenčujícími se devizovými rezervami by ale rychle ztratila nejen zbytky důvěry trhů, ale i vlastní veřejnosti.

Nadcházející týden bude z tohoto pohledu klíčový, neboť delegace maďarské vlády bude jednat s MMF ve Washingtonu o nové stand-by půjčce. Nyní se zdá jasné, že bez dohody s fondem se Maďarsko nyní neobejde a tak by mělo se svými zachránci rychle najít společnou řeč. V opačném případě budou ztráty forintu i vládních dluhopisů katastrofální, přičemž zastavit výprodeje maďarských aktiv by nakonec stejně musela zastavit nepoddajná MNB svými intervencemi (ať již úrokových či devizovými).

## Koruna 2012: Zpočátku výprodej, pak opatrné posilování

Jan Bureš

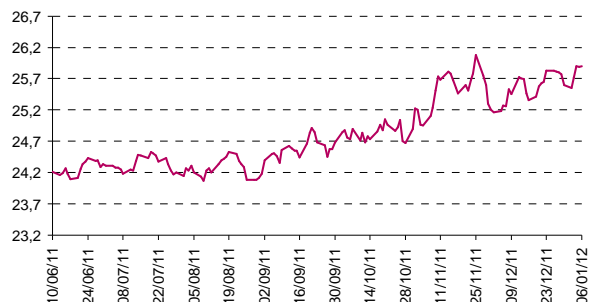
***Hrozba nákazy z eurozóny, ale i středoevropského regionu nás nutí zhoršit výhled pro korunu v první polovině roku 2012.***

1. V nejbližších měsících zůstane česká koruna kvůli eskalaci napětí v eurozóně pod tlakem. Pro uhašení napětí je podle nás zapotřebí vidět tři kroky. Za prvé, musí být dohodnuto výraznější osekání řeckého dluhu. Dohoda mezi Řeckem, MMF a finančními institucemi se bude ještě hledat složitě (měla by být hotova do konce ledna). Za druhé, ECB bude pravděpodobně muset dát ruku do ohně za Itálii a Španělsko. Obě země jsou schopné dlouhodobě splácet svůj dluh (na rozdíl od Řecka). Bez přímé podpory ECB se k nim ale trhy mohou postavit zády a především Itálie bude během prvních čtyř měsíců nového roku těžko refinancovat více jak 150 mld. eur dluhu. A za třetí, evropské banky budou muset dokončit nepodařené cvičení s doplňováním kapitálu. To dnes udržuje na trzích mimořádné napětí, protože nutí řadu finančních institucí doplňovat kapitál za extrémně nevýhodných podmínek nebo vyprodávat aktiva. Zažehnutí nejhoršího scénáře rozpadu eura může nakonec přinést všem rizikovým aktivům včetně české koruny úlevu. Krizový management ale nebude vůbec jednoduchý. Proto v nejkratším období česká měna může čelit vysoké volatilitě s potenciálem ke ztrátám až k EUR/CZK 26,6.
2. Volatilitu koruny mohou v první polovině roku umocnit i regionální faktory. Než bude maďarská vláda dohodnuta s MMF (pravděpodobně první kvartál), může to pro českou korunu znamenat zvýšenou citlivost na negativní zprávy z globálních trhů. Ten samý efekt může mít nakonec nižší ochota Poláků bránit intervencemi zlotý.
3. Pokud eurozóna zvládne v roce 2012 zatáhnout za záchranou brzd, mohou si oddychnout i všechny středoevropské měny včetně koruny. Koruna pak především díky přecenění systémových rizik posílí. Dlouhodobé fundamenty ale v roce 2012 nebudou nahrávat nijak závratným ziskům. Reálná konvergence zůstane stejně jako v roce 2011 velice pomalá a koruně nepomůže ani ČNB. Kvůli slabé domácí poptávce pravděpodobně ponechá úrokové sazby na historických minimech po celý rok 2012.

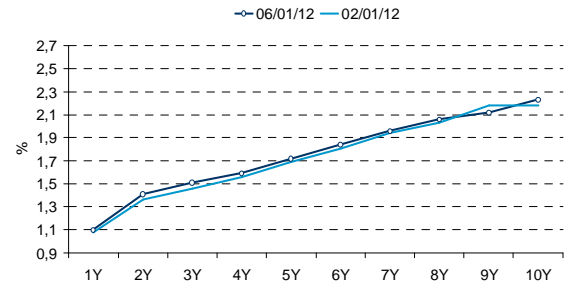
	konce roku		konce období							
	2012	2013	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
EUR/CZK	24.5	23.3	26.2	25.0	24.7	24.5	24.2	24.0	23.8	23.3
EUR/USD	1.26	1.25	1.20	1.25	1.28	1.26	1.25	1.25	1.25	1.25
USD/CZK	19.4	18.6	21.8	20.0	19.3	19.4	19.4	19.2	19.0	18.6

## Přehled trhů

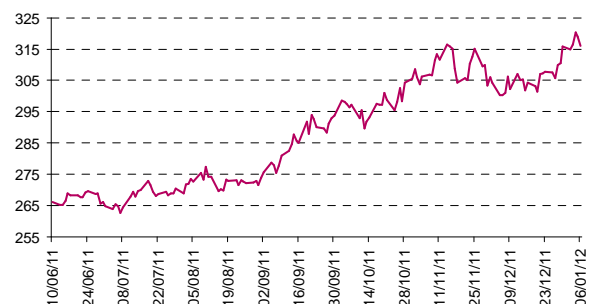
EURCZK



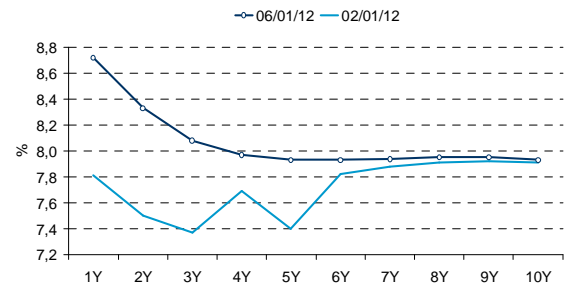
CZ IRS



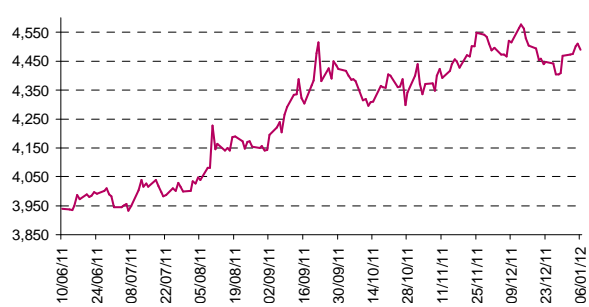
EURHUF



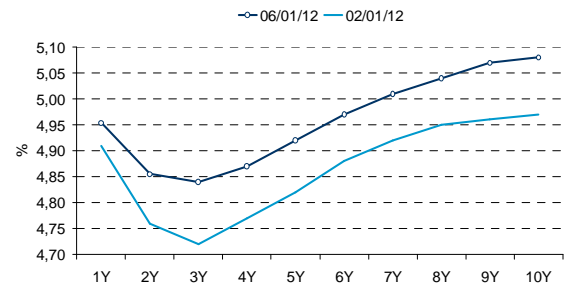
HU IRS



EURPLN



PL IRS



## Klíčové očekávané události

---

PÁ 14:00, PL Inlace (% y/y)

	XII.11	XI.11	XII.10
Inlace	4,6	4,8	3,1
Potraviny (bez alk.)	4,1	4,6	3,9
Doprava (vč. pohonných hmot)	8,9	11,0	6,9

### PL: Inlace mírně zpomalila

Inlace v posledním měsíci v roce pravděpodobně mírně zpomalila a po nečekaném listopadovém růstu na 4,8 % meziročně podle našich odhadů poklesla ke 4,6 %. Nicméně, i tak zůstává vysoko nad cílem centrální banky (2,5 %) a za celý rok 2011 může růst cen dosáhnout až 4,2 %. Negativní vliv cen potravin a dopravy by tentokrát měl vyplývat zejména ze slabšího kurzu zlatého a mohl by být do značné míry eliminován růstem srovnávací základny. Inflaci na uzdě by kromě toho měly držet i sezónně klesající ceny oblečení a obuvi.

## Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
EMU	9.1.2012	00:00	Schůzka Merkelová & Sarkozy (ECB)	01/2012						
USA	9.1.2012	00:00	Zahájení kvartální výsledkové sezóny v USA	01/2012						
Německo	9.1.2012	08:00	Obchodní bilance (mld. EUR)	11/2011			12,0		11,6	
Německo	9.1.2012	08:00	Běžný účet (mld. EUR)	11/2011					10,3	
<b>SR</b>	<b>9.1.2012</b>	<b>09:00</b>	<b>Obchodní bilance (mld. EUR)</b>	<b>11/2011</b>					<b>570,1</b>	
ČR	9.1.2012	09:00	Maloobchodní tržby (%)	11/2011		-0,6		-1,0		1,5
Maďarsko	9.1.2012	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	11/2011 *P			790,0		490,3	
<b>ČR</b>	<b>9.1.2012</b>	<b>09:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>12/2011</b>	<b>0,4</b>	<b>2,4</b>	<b>0,5</b>	<b>2,5</b>	<b>0,4</b>	<b>2,5</b>
ČR	9.1.2012	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	12/2011	8,5		8,5		8,0	
Německo	9.1.2012	12:00	Průmyslová výroba (%)	11/2011			-5,0	4,0	0,8	4,1
Maďarsko	9.1.2012	17:00	Rozpočtové saldo (mld. HUF)	12/2011					-1 247,9	
SR	10.1.2012	09:00	Stavební výroba (%)	11/2011						-1,0
SR	10.1.2012	09:00	Průmyslová výroba (%)	11/2011						7,8
<b>USA</b>	<b>10.1.2012</b>	<b>23:00</b>	<b>3letá aukce (mld. USD)</b>	<b>01/2012</b>			<b>32</b>			
<b>Německo</b>	<b>11.1.2012</b>	<b>08:00</b>	<b>HDP (%)</b>	<b>12/2011</b>			<b>3,0</b>		<b>3,6</b>	
EMU	11.1.2012	13:00	Schůzka Merkelová & Monti v Berlíně (ECB)	01/2012						
<b>Polsko</b>	<b>11.1.2012</b>	<b>14:00</b>	<b>Zasedání RPP (%)</b>	<b>01/2012</b>			<b>4,50</b>		<b>4,50</b>	
EMU	11.1.2012	18:00	Projev Van Rompuye o krizi v Evropě (ECB)	01/2012						
USA	11.1.2012	20:00	Běžová kniha (Fed)	01/2012						
<b>USA</b>	<b>11.1.2012</b>	<b>23:00</b>	<b>10letá aukce (mld. USD)</b>	<b>01/2012</b>			<b>21</b>			
Německo	12.1.2012	08:00	Harmonizovaná inflace (%)	12/2011 *F			0,8	2,4	0,8	2,4
Německo	12.1.2012	08:00	Inflace (%)	12/2011 *F			0,7	2,1	0,7	2,1
SR	12.1.2012	09:00	Mzdy (%)	11/2011						-0,7
EMU	12.1.2012	11:00	Průmyslová výroba (%)	11/2011			-0,2	0,3	-0,1	1,3
<b>EMU</b>	<b>12.1.2012</b>	<b>13:45</b>	<b>Zasedání ECB (%)</b>	<b>01/2012</b>			<b>1,00</b>		<b>1,00</b>	
USA	12.1.2012	14:30	Maloobchodní tržby (%)	12/2011			0,2		0,2	
USA	12.1.2012	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	31.12.					3 595	
<b>USA</b>	<b>12.1.2012</b>	<b>14:30</b>	<b>Maloobchodní tržby – bez automobilů (%)</b>	<b>12/2011</b>			<b>0,3</b>		<b>0,2</b>	
EMU	12.1.2012	14:30	Projev Draghiho na měsíční tiskové konferenci	01/2012						
USA	12.1.2012	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	7.1.					372	
USA	12.1.2012	20:00	Rozpočtové saldo (mld. USD)	12/2011			-79,0			
<b>USA</b>	<b>12.1.2012</b>	<b>23:00</b>	<b>30letá aukce (mld. USD)</b>	<b>01/2012</b>			<b>13</b>			

	datum	čas	udalost	období	odhad		konsensus		predchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
<b>SR</b>	<b>13.1.2012</b>	<b>09:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>12/2011</b>			<b>0,0</b>	<b>4,7</b>	<b>0,5</b>	<b>4,6</b>
<b>Maďarsko</b>	<b>13.1.2012</b>	<b>09:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>12/2011</b>			<b>0,6</b>	<b>4,4</b>	<b>0,7</b>	<b>4,3</b>
Maďarsko	13.1.2012	09:00	Průmyslová výroba (%)	11/2011 *F					4,2	3,5
ČR	13.1.2012	10:00	Běžný účet (mld. CZK)	11/2011	-0,5		0,0		1,31	
EMU	13.1.2012	11:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	11/2011					0,3	
<b>Polsko</b>	<b>13.1.2012</b>	<b>14:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>12/2011</b>	<b>0,2</b>	<b>4,6</b>	<b>0,3</b>	<b>4,7</b>	<b>0,7</b>	<b>4,8</b>
Polsko	13.1.2012	14:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	11/2011			-890		-652	
Polsko	13.1.2012	14:00	Běžný účet (mil. EUR)	11/2011			-1 525		-1 622	
Polsko	13.1.2012	14:00	Peněžní zásoba M3 (%)	12/2011			2,1		2,0	
USA	13.1.2012	14:30	Index dovozních cen (%)	12/2011			-0,1	8,2	0,7	9,9
USA	13.1.2012	14:30	Obchodní bilance (mld. USD)	11/2011			-44,9		-43,5	
USA	13.1.2012	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan	01/2012 *P			70,4		69,9	

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						poslední změna	
		hodnota	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4		
Česko	2T repo	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	-25 bps	5/7/2010
Maďarsko	2T depo	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	50 bps	12/20/2011
Polsko	2T inter. sazba	4,50	4,50	4,50	4,75	4,75	4,75	25 bps	6/9/2011

### Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	PRIBOR 3M	1,16	1,15	1,15	1,15	1,17	1,22
Maďarsko	BUBOR 3M	7,58	6,50	7,00	7,00	7,00	7,00
Polsko	WIBOR 3M	4,99	4,60	4,60	4,75	4,80	4,80

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

		současná					
		hodnota	2011Q4	2011Q4	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	CZ10Y	2,23	2,25	2,25	2,55	2,85	2,95
Maďarsko	HU10Y	7,93	7,50	7,50	7,50	7,50	record not found
Polsko	PL10Y	5,08	5,00	5,00	5,10	5,20	5,20

### Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	EUR/CZK	25,9	26,0	26,2	25,0	24,7	24,5
Maďarsko	EUR/HUF	316	280	270	270	268	265
Polsko	EUR/PLN	4,49	4,10	3,95	3,90	3,90	3,90

### HDP

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

### Inflace

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

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

	2010	2011
Česko	-3,8	-3,6
Maďarsko	0,5	2,9
Polsko	-2,1	-5,0

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

	2010	2011
Česko	-4,7	-4,3
Maďarsko	-3,8	-2,9
Polsko	-7,1	-6,9

Zdroj dat: ČSOB, Bloomberg

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 jejich 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.