



## ● Maďarsko

Vláda ustupuje a snaží se vyjednat novou půjčku od MMF

2

## ● Výhled na týden

MNB zřejmě zvýší základní sazbu o dalších 50 bazických bodů

5

## Střední Evropa na vlně úlevy...

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25.46	↗	↗
EUR/HUF	303.4	↗	↗
EUR/PLN	4.31	↗	↗
3M PRIBOR	1.17	→	→
3M BUBOR	7.64	↗	↗
3M WIBOR	4.98	→	→
10Y CZK	3.49	→	↗
10Y PLN	5.68	→	↗
10Y HUF	9.46	↗	↗
3M EURIBOR	1.18	→	↘
10Y EMU	1.94	→	↘

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Středoevropské měny se alespoň načas dostaly v uplynulém týdnu zpátky do formy. Polský zlotý si připsal 2,1 %, maďarský forint 1,9 a v závěsu za nimi o půl procenta zpevnila i česká koruna.

Hlavním důvodem byl pozitivní vývoj na periferiích eurozóny. Trhům se vcelku dobře podařilo ustát sérii snížení ratingů u devíti zemí i u záchranného fondu eurozóny (EFSF). V dalším průběhu týdne se nehledě na snížení ratingu Španělska i Francouzům velice dobře povedly aukce. V závěsu za nimi se vcelku povedla i většina aukcí ve střední Evropě. Polská dvouletá aukce přilákala skoro rekordní poptávku, maďarský, slovenský i český dluhopisový trh také pookřál, a to navzdory tomu, že pětiletá česká aukce s variabilním kupónem zaostala za očekáváním.

Regionu v minulém týdnu také pomohla větší vstřícnost maďarského premiéra Viktora Orbána, který začal hrát s EU a MMF kooperativní hru. Sliby však pravděpodobně v tuto chvíli nebudou mezinárodním zachráncům stačit a sázet na definitivní obrát v maďarské krizi je proto asi předčasné.

Speciálně ve prospěch zlotého mohly hrát hlasy z polské centrální banky. Dva stoupenci ještěřábího křídla začali aktivněji argumentovat ve prospěch utaženější měnové politiky. Když si to dáme dohromady s postojem středového guvernéra Belky, který se po posledním zasedání snažil mírnit sázky na uvolnění měnové politiky, je to pro zlotý jednoznačně pozitivní zpráva. A to navzdory skutečnosti, že ve FRA křivce jsou stále v ročním horizontu očekávání poklesu sazeb o 25 bps.

## Vláda ustupuje a snaží se vyjednat novou půjčku od MMF

Jan Čermák

**EU zastává vůči Maďarsku daleko tvrdší postoj než MMF.**

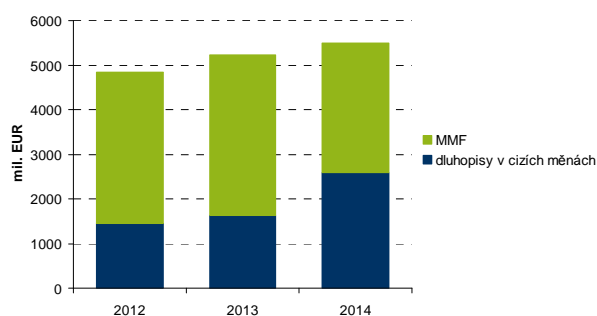
**Očekáváme, že v horizontu týdnů Maďarsko nakonec získá stand-by půjčku ve výši 15-20 mld. euro.**

Maďarsko zažívá nejednoduché období, kdy stále není jasné, zdali vláda bude schopna zajistit si existenční půjčky od MMF/EU, které pomohou vládě překlenout velmi vysokou dluhovou službu pro tento rok. Připomeňme, že maďarská vláda má v tomto roce splatit celkem 3,4 mld. eur MMF (viz graf) a přes 1 mld. eur dalším zahraničním věřitelům, přičemž je jasné, že za současných podmínek nebude Maďarsko schopno tyto peníze na trhu získat.

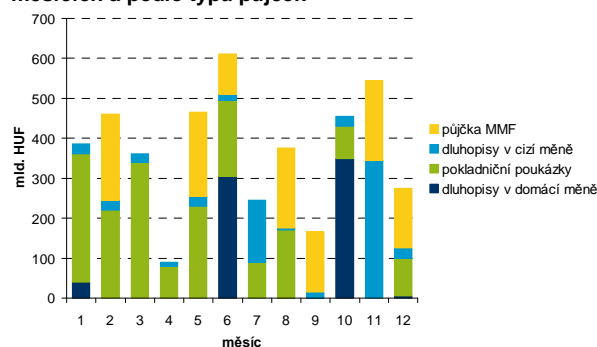
Není tedy velkým překvapením, že se vláda v Budapešti snaží rychle přizpůsobit požadavkům, které si MMF klade pro poskytnutí nové půjčky. Pokud by šlo přitom o samotnou dohodu s MMF, Maďarsko by zřejmě bylo schopno se celkem rychle dohodnout, neboli přistoupit na požadavky fondu, který si přeje především změny v nedávno schváleném kontroverzním zákonu o centrální bance. Nicméně do hry o novou půjčku vstoupila EU s daleko tvrdší pozicí, neboť po Maďarsku požaduje nejen změny v zákoně o centrální bance, ale i korekci v zákonech o ústavních soudcích a v legislativě týkající se osobních údajů. Nad to pak EU zastává vůči Maďarsku daleko tvrdší postoj i ve fiskální oblasti, neboť komise kritizuje vládu za překročení maastrichtského kritéria, přičemž upozorňuje, že v minulosti provedené nestandardní kroky povedou k neudržitelnému vývoji ve veřejných financích. Jinak řečeno EK tím implicitně po Maďarsku požaduje další zpřísnění fiskální politiky. To vše v situaci, kdy ekonomika bude flirtovat s recesí.

Podle našeho názoru čas nyní hraje proti maďarské vládě (první velké splátka půjčky MMF naskočí již v únoru) a ta se tak pokusí co nejrychleji EU (a tím pádem i MMF) vyhovět. Cesta k dohodě však nemusí být tak přímočará, jak např. naznačovalo posilování forntu v posledních dnech. Nálada v Bruselu není Orbánově vládě nakloněna, což může vyústit v nejednu slovní přestřelku. Přesto by v následujících několika týdnech mělo být jasno, přičemž my počítáme s tím, že Maďarsko nakonec získá přístup k nové stand-by půjčce ve výši 15-20 mld. EUR. Taková suma by pak bezpečně pokryla zahraniční dluhovou službu vlády v nejbližších třech letech.

**Splátky vládních dluhopisů v cizích měnách a půjčky MMF**

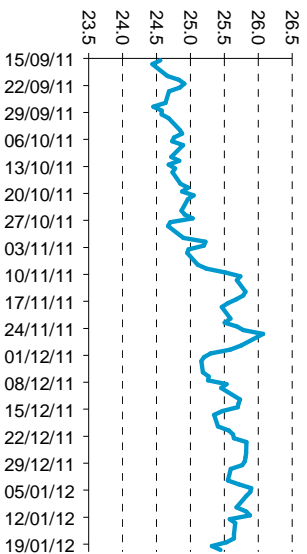


**Rozložení splátek dluhů v roce 2012 po měsících a podle typu půjček**

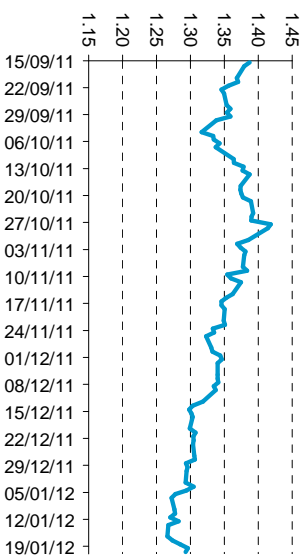


## Přehled trhu

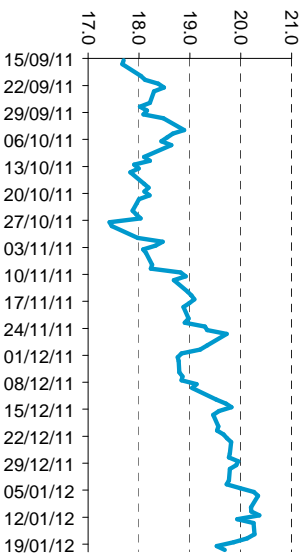
EURCZK



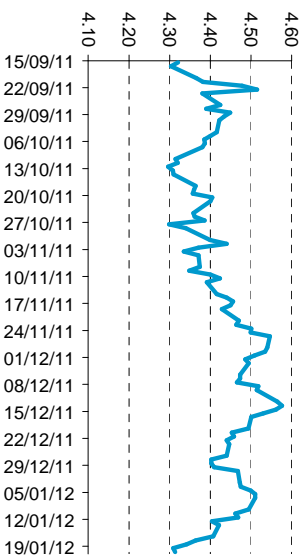
EURUSD



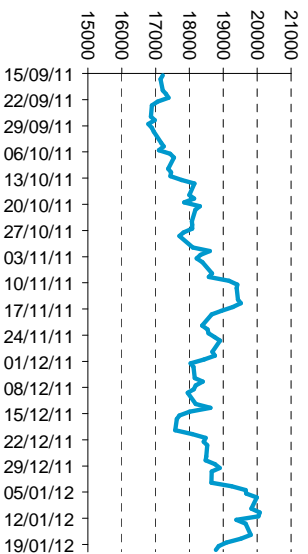
USDCZK



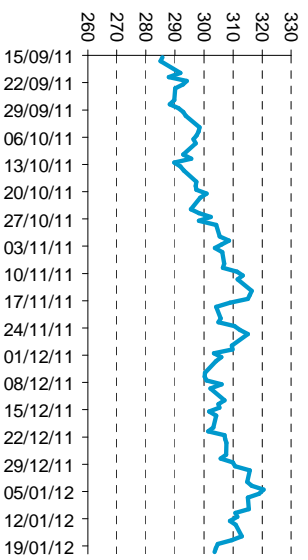
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

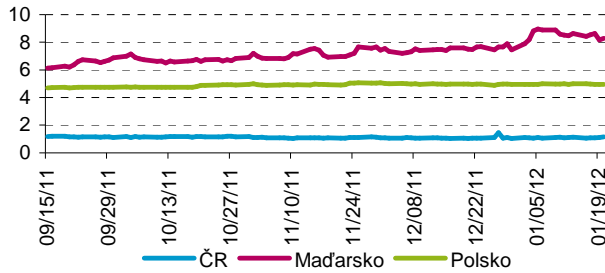


EURHUF

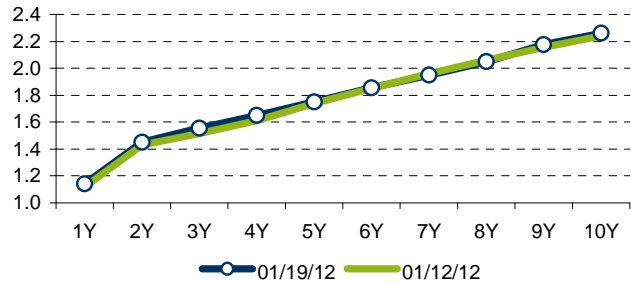


Zdroj: Thomson Reuters

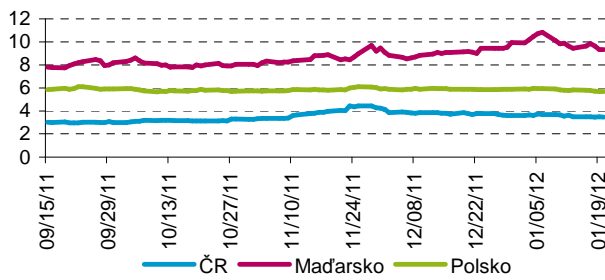
**FRA 3x6 (%)**



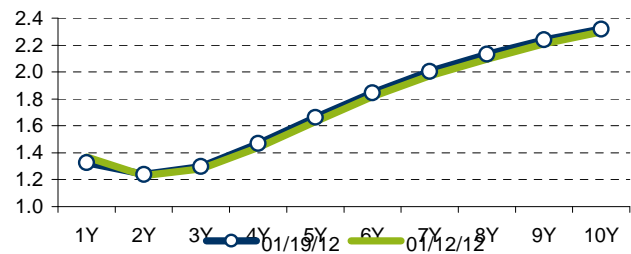
**IRS CZK (%)**



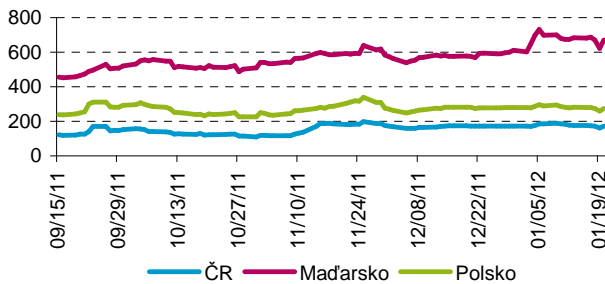
**Výnosy desetiletého dluhopisu (%)**



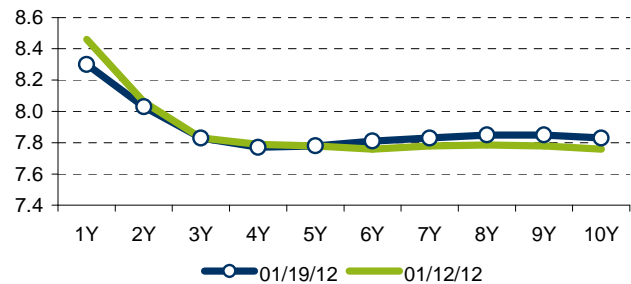
**IRS EUR (%)**



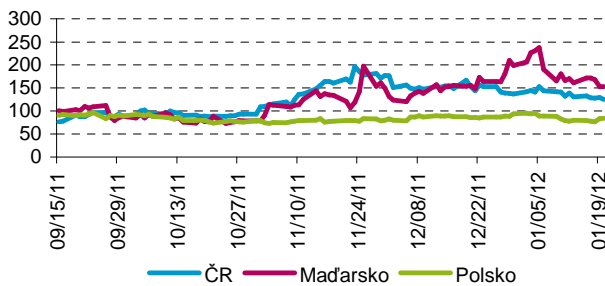
**CDS 5Y (bps)**



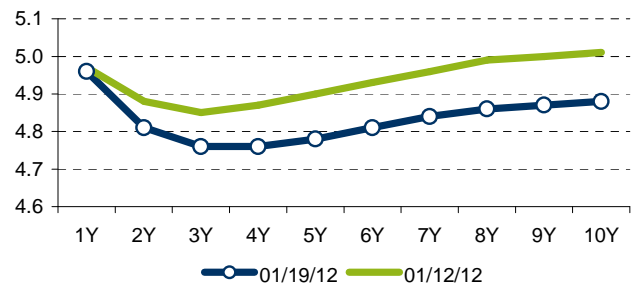
**IRS HUF (%)**



**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 %	<b>7,50</b>	11/2011
změna v b. bodech	<b>50</b>	50

### MNB zvýší sazby potřetí v řadě o 50 bodů

MNB si zřejmě nedovolí jít proti tržnímu očekávání a zvýší svoji základní sazbu o 50 bazických bodů potřetí v řadě. Pokud by tak MNB neučinila, riskovala by další výprodej forintu.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
EMU	01/23/2012	0:00	Schůzka ECOFINu	ECB	01/2012						
EMU	01/23/2012	11:00	Index spotřebitelské důvěry		01/2012 *A			-21.5		-21.1	
EMU	01/23/2012	17:00	Schůzka ministrů financí EU v Bruselu	ECB	01/2012						
EMU	01/24/2012	0:00	Schůzka Barrosa s maďarským premiérem Orbánem	ECB	01/2012						
EMU	01/24/2012	0:00	Schůzka ECOFINu	ECB	01/2012 *A						
EMU	01/24/2012	9:00	Schůzka ministrů financí EU v Bruselu	ECB	01/2012						
EMU	01/24/2012	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		01/2012 *A			49		48.8	
EMU	01/24/2012	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		01/2012 *A			47.3		46.9	
EMU	01/24/2012	11:00	Nové průmyslové zakázky	%	11/2011			-2.5	-2.9	1.8	1.6
Maďarsko	01/24/2012	14:00	Zasedání MNB	%	01/2012	7.5		7.5		7	
USA	01/24/2012	23:00	Zletá aukce	mld. USC	01/2012			35			
Německo	01/25/2012	0:00	Projev Merkelové na ekonomickém fóru v Davosu	ECB	01/2012						
Maďarsko	01/25/2012	9:00	Maloobchodní tržby	%	11/2011				-0.2		0.6
Německo	01/25/2012	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)		01/2012			117		116.7	
Německo	01/25/2012	10:00	Index Ifo (očekávání)		01/2012			99		98.4	
Německo	01/25/2012	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo		01/2012			107.6		107.2	
USA	01/25/2012	16:00	Kontrakty na prodej domů	%	12/2011			0		7.3	6.9
USA	01/25/2012	20:15	Zasedání FOMC	%	01/2012			0.25		0.25	
USA	01/25/2012	23:00	5letá aukce	mld. USC	01/2012			35			
Německo	01/26/2012	8:00	Spotřebitelská důvěra GfK		02/2012			5.6		5.6	
USA	01/26/2012	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	14.1.					3432	
USA	01/26/2012	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby	%	12/2011			2		3.8	
USA	01/26/2012	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	21.1.					352	
USA	01/26/2012	14:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostř.	%	12/2011			0.9		0.3	
USA	01/26/2012	16:00	Předstihové ukazatele		12/2011			0.7		0.5	
USA	01/26/2012	16:00	Prodej nových domů	tis.	12/2011			320		315	
USA	01/26/2012	23:00	7letá aukce	mld. USC	01/2012			29			
SR	01/27/2012	9:00	Ceny v průmyslu	%	12/2011					0.2	3.1
Polsko	01/27/2012	10:00	HDP	%	4Q/2011 *A			4.2		3.8	
Polsko	01/27/2012	10:00	Maloobchodní tržby	%	12/2011			22.6	10	-5.5	12.6
Polsko	01/27/2012	10:00	Míra nezaměstnanosti	%	12/2011			12.5		12.1	
EMU	01/27/2012	10:00	Peněžní zásoba M3	%	12/2011				2.3		2
Polsko	01/27/2012	14:00	Inflace	%	01/2012 *P						4.8
USA	01/27/2012	14:30	Cenový index HDP	%	4Q/2011 *A			2		2.6	
USA	01/27/2012	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	4Q/2011 *A			0.9		2.1	
USA	01/27/2012	14:30	Soukromá spotřeba	%	4Q/2011 *A			2.5		1.7	
USA	01/27/2012	14:30	HDP	%	4Q/2011 *A			3		1.8	
USA	01/27/2012	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		01/2012 *F			74		74	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

## Náš výhled

### Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	poslední změna	
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	8.00	8.00	8.00	7.75	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	1.17	1.16	1.12	1.10	1.12	1.22
Maďarsko	BUBOR 3M	7.64	7.24	8.00	8.00	8.00	7.75
Polsko	WIBOR 3M	4.98	4.99	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	2.24	2.18	2.24	2.40	2.60	2.90
Maďarsko	HU10Y	7.83	7.97	7.50	9.25	9.00	9.00
Polsko	PL10Y	4.87	4.96	5.00	5.10	5.20	5.20

### Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	EUR/CZK	25.5	25.5	26.2	25.0	24.7	24.5
Maďarsko	EUR/HUF	305	315	310	300	290	290
Polsko	EUR/PLN	4.32	4.46	4.60	4.40	4.20	4.10

### HDP

	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	2	1.2	0.7	0.1	-0.1	0.6	1.6
Maďarsko	1.5	1.4	0.5	-0.2	-0.5	-0.8	-0.3
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	2.4	3.4	3.3	3.2	3.1	2.0
Maďarsko	3.6	4.1	4.6	4.5	4.4	4.2	3.8
Polsko	3.9	4.6	3.6	4.1	4.1	3.1	2.8

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

	2010	2011
Česko	-3.8	-3.6
Maďarsko	0.5	2.9
Polsko	-2.1	-5.0

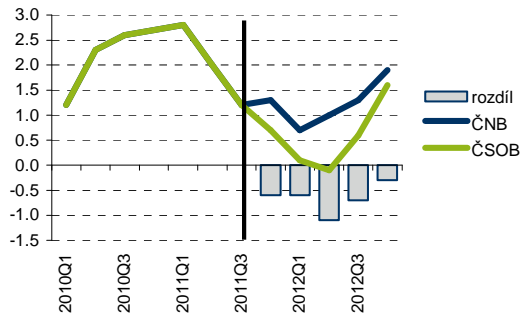
### Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	2010	2011
Česko	-4.7	-4.3
Maďarsko	-3.8	-2.9
Polsko	-7.1	-6.9

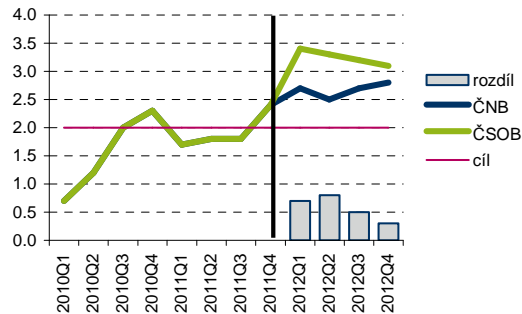
Zdroj dat: ČSOB, Bloomberg

## Výhledy centrálních bank

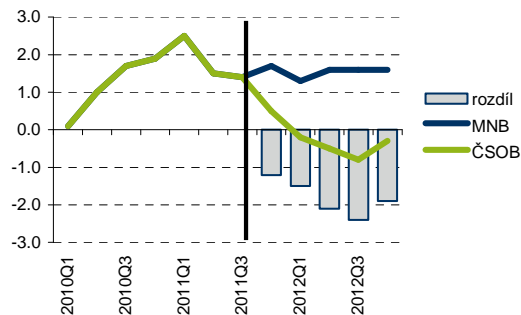
**CZ: Výhled na růst HDP (y/y, %)**



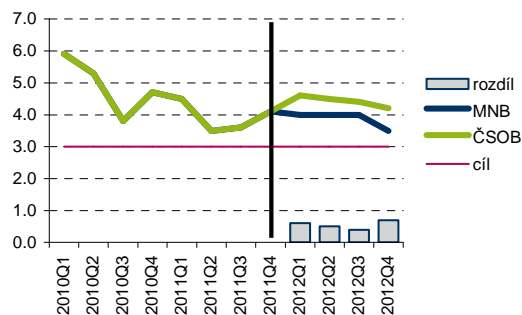
**CZ: Výhled na inflaci (y/y, %)**



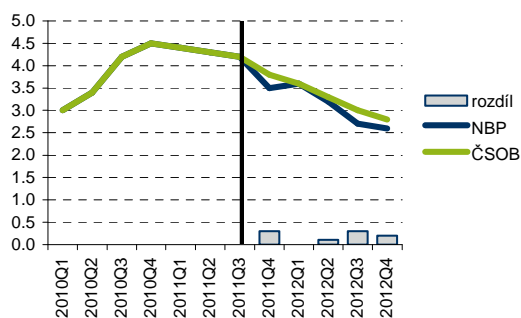
**HU: Výhled na růst HDP (y/y, %)**



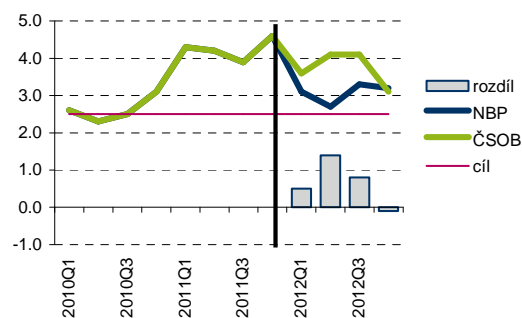
**HU: Výhled na inflaci (y/y, %)**



**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.