



● Maďarsko

EU dala preventivnímu úvěru pro zemi zelenou, MMF zatím překvapivě váhá 2

● Výhled na týden

Sazby ČNB není třeba zatím měnit 5

Maďarsko blíže k dohodě s MMF, výhled pro NBP nejistý

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24,86	↗	↗
EUR/HUF	287,5	↗	↗
EUR/PLN	4,18	↗	↗
3M PRIBOR	1,25	→	→
3M BUBOR	7,23	↗	↗
3M WIBOR	4,95	↗	↗
10Y CZK	3,41	→	→
10Y PLN	5,39	↗	↗
10Y HUF	8,13	↗	↗
3M EURIBOR	0,72	→	→
10Y EMU	1,70	↘	↘

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Maďarský forint zažil nejprudší dvoudenní zisk za poslední tři roky a prudce propadly také maďarské výnosy. To vše díky tomu, že Evropská unie otevřela Maďarsku cestu k dohodě o další půjčce od MMF. Počáteční euforii ale brzdil zástupce MMF v Budapešti, který naznačil, že nezávislost maďarské centrální banky může být pro MMF překážkou, i když se Budapešť s Bruslem již dohodla. Vzhledem k tomu, že MMF posílá peníze do zemí jako Čad nebo Bělorusko, nelze asi ze strany MMF čekat po ústupcích Bruselu výraznější tlak na změnu fungování maďarských institucí. Nehledě na dohodu s MMF nevypadají maďarské fundamenty v tuto chvíli rozhodně nijak hrozivě (přebytek běžného účtu, vysoké devizové rezervy).

V Polsku mezitím sledujeme napínavou detektivní zápletku před květnovým zasedáním centrální banky. Ačkoliv podle posledního zápisu ze zasedání NBP většina centrálních bankéřů zvažovala utahování měnové politiky, je jasné, že své rozhodnutí podmiňuje příchozími daty. A v tom je právě ten háček. Zatímco maloobchod byl v posledním měsíci dál silný, průmysl překvapivě propadl a inflace také poměrně slušně zvolnila. Rétorika centrálních bankéřů je v tomto světle více než rozpačitá a květnový výsledek značně nejistý. My se zatím držíme své sázky na květnový růst sazeb o 25 bps a následnou dlouhodobou stabilitu. Pokud ale příští týden znovu spadnou inflační očekávání, jsme připraveni náš výhled přehodnotit.

EU dala preventivnímu úvěru zelenou, MMF zatím váhá

Jan Čermák

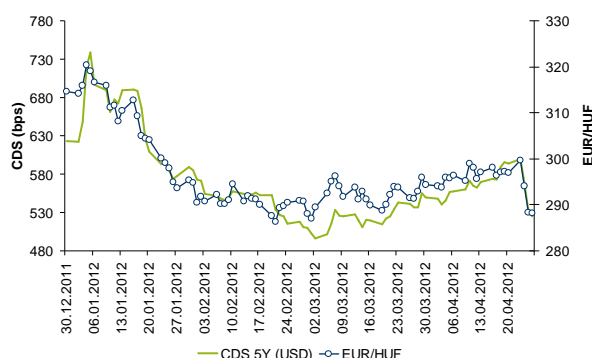
EU stačí dosavadní ústupky Maďarska v otázce zákona o centrální bance a dává zelenou pro rozhovory o půjčce na podporu platební bilance.

Maďarsko se zřejmě přiblížilo okamžiku, kdy získá preventivní půjčku od MMF a EU. Evropská komise totiž vydala prohlášení, že Maďarsko podniklo dostatečné kroky k tomu, aby mohlo zahájit vyjednávání o preventivní půjčce na podporu platební bilance. Je sice pravdou, že Maďarsko nereagovalo na veškerou kritiku EU/MMF ohledně nového zákona o centrální bance (např. zůstávají v platnosti platové stropy), avšak vše nasvědčuje tomu, že země preventivní úvěr ve výši cca 20 mld. EUR získá. Poslední překážkou pro získání je (poněkud překvapivý) postoj MMF, který doposud svoji úvěrovou asistenci podmiňoval tím, že EU bude spokojena se změnami, které Maďarsko ve svých zákonech učiní. Nyní se zdá, že fond bez ohledu na (kladné) mínění EU, není zcela spokojen s personálními změnami ve vedení MNB. A tak dříve než MMF tedy Maďarsku definitivně přiklepe nový stand-by úvěr, můžeme se dočkat dalšího „ladění postojů mezi vládou a fondem. A to by se samozřejmě nemuselo líbit maďarským finančním trhům, které od okamžiku zveřejnění souhlasu EK se změnami maďarských zákonů zažily býčí nirvánu, když např. výnosy vládních dluhopisů poklesly o téměř 80 bazických bodů.

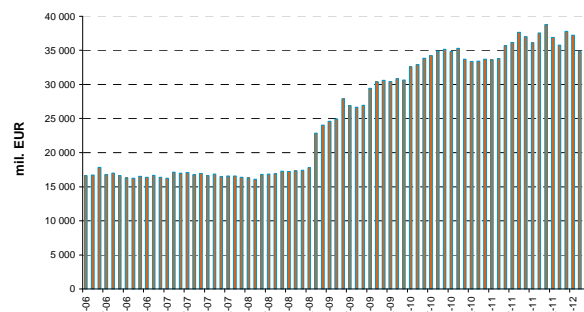
Externí bilance a vysoké devizové rezervy by spolu se získáním preventivní půjčky měly vést k výraznému poklesu rizikových marží Maďarska.

V souvislosti s otázkou získání nového úvěru se hodí dodat, že Maďaři potřebují nový úvěr čistě z likviditních důvodů. Země má totiž v brzké době splatit MMF 4,5 mld. eur, což není schopna sehnat rychle na trhu. Na druhou stranu makroekonomická situace Maďarska není vůbec špatná, když např. běžný účet platební bilance je již třetím rokem v přebytku. Navíc do země, navzdory na Západě špatné mediální pověsti Orbánovy vlády, míří velké přímé zahraniční investice (Audi a Mercedes budou investovat vždy po téměř 1 mld. EUR). Pokud si tedy Maďaři vyřeší svůj „likviditní“ problém v podobě splátek dluhů vůči MMF, pak nebude mnoho důvodů k tomu, aby se maďarská aktiva obchodovala s tak velkou rizikovou přírůžkou. Momentálně například činí pojištění proti bankrotu Maďarska pro pětiletý horizont stále výrazně více než 500 bazických bodů, což při přebytkové platební bilanci a 34,7 miliardách devizových rezerv implikuje podle našeho názoru zcela nerealistickou pravděpodobnost defaultu 30 %.

HU: CDS vs EUR/HUF

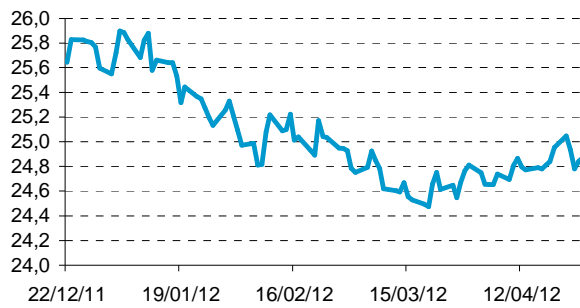


HU: Devizové rezervy



Přehled trhů

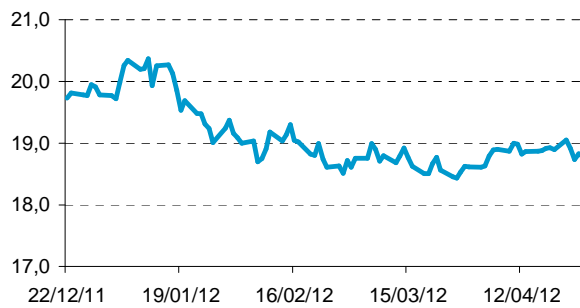
EURCZK



EURUSD



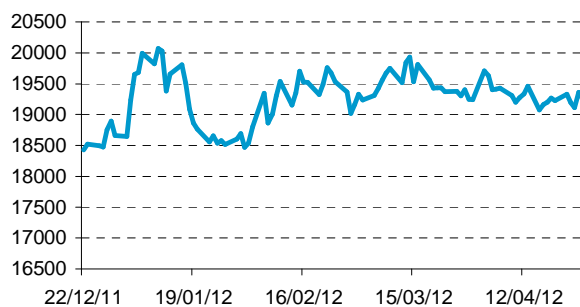
USDCZK



EURPLN



DIESEL (CZK/t)

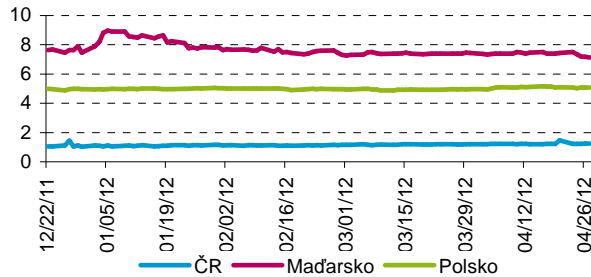


EURHUF

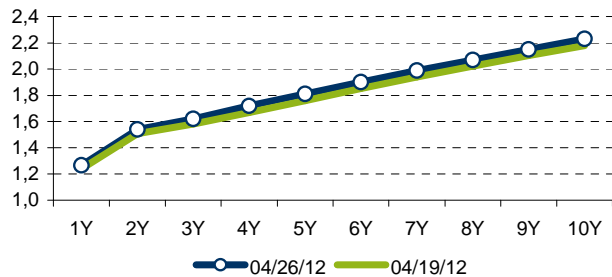


Zdroj: Thomson Reuters

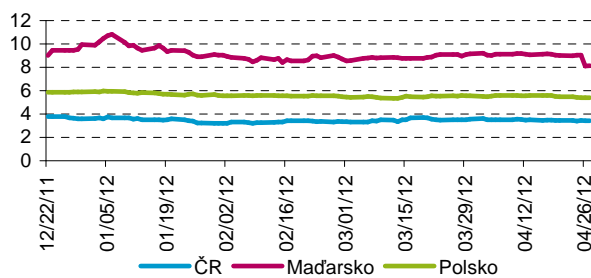
FRA 3x6 (%)



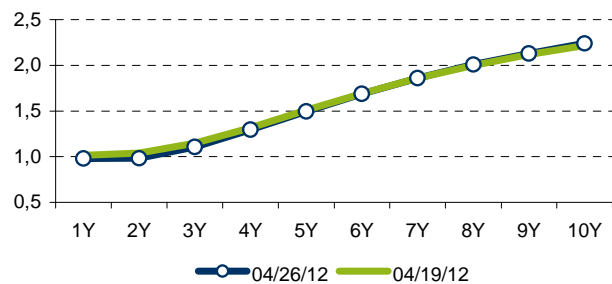
IRS CZK (%)



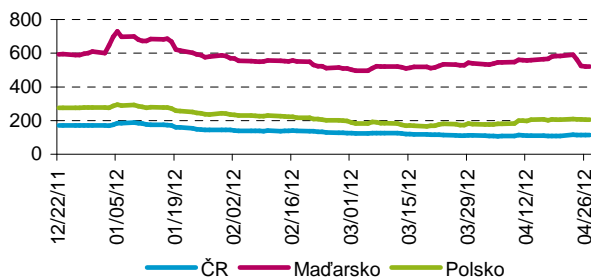
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



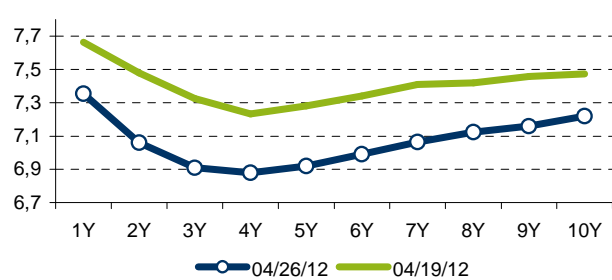
IRS EUR (%)



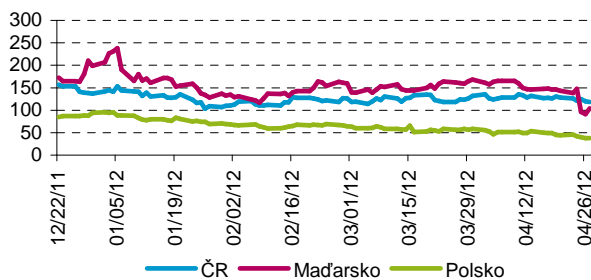
CDS 5Y (bps)



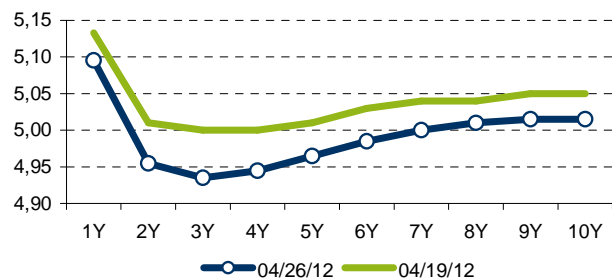
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ČT 13:00, CZ Zasedání ČNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	0,75	5/2010
změna v p. bodech	0	-25

CZ: Sazby ČNB není třeba zatím měnit

Na svém květnovém zasedání nejspíše bankovní rada ČNB ponechá svoji hlavní sazbu opět beze změny. Na rekordním minimu je tato sazba už od května 2010 a prozatím není důvod s ní jakkoliv hýbat. Celková inflace sice překračuje dlouhodobý cíl, avšak za touto inflací stojí především faktory, na které ČNB nemá žádné páky... DPH, spotřební daně, pohonné hmoty, deregulace. Ekonomika zeslábla, poptávka klesá, koruna je relativně stabilní, a tak zpříšňovat měnovou politiku ČNB prozatím nemusí. První změnu sazeb ČNB předpokládáme až kolem poloviny příštího roku, kdy by se už mohly začít zlepšovat vyhlídky naší i evropské ekonomiky. V té době by už ČNB mohla zahájit cyklus zvyšování sazeb, který ovšem nebude nijak rychlý ani dramatický. Ve výhledu jednoho roku bude samozřejmě rozhodovat síla ekonomického oživení, (ne)vyřešení evropské dluhové krize a samozřejmě i domácí vládní hospodářská politika.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	30.04.2012	8:00	Maloobchodní tržby	%	03/2012			1,4	1	-1,1	1,7
EMU	30.04.2012	10:00	Peněžní zásoba M3	%	03/2012					2,8	2,8
EMU	30.04.2012	11:00	Inflace	%	04/2012 *P					2,5	2,6
ČR	30.04.2012	11:00	Peněžní zásoba M2	%	03/2012						6,8
USA	30.04.2012	14:30	Osobní příjmy	%	03/2012			0,3		0,2	
USA	30.04.2012	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	03/2012			0,2	1,8	0,1	1,9
USA	30.04.2012	14:30	Deflátor osobní spotřeby	%	03/2012			0,3	2,2		2,3
USA	30.04.2012	14:30	Osobní výdaje	%	03/2012			0,4		0,8	
USA	30.04.2012	16:00	Index nákupních manažerů z Chicaga		04/2012			60,5		62,2	
USA	01.05.2012	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM		04/2012	53,3		53		53,4	
USA	01.05.2012	16:00	Cenový subindex ISM		04/2012			59		61	
USA	01.05.2012	23:00	Celkový prodej automobilů	mil. USD	04/2012			14,4		14,32	
USA	01.05.2012	23:00	Prodej domácích automobilů	mil. USD	04/2012			11,2		11,09	
Maďarsko	02.05.2012	9:00	Výrobní ceny	%	03/2012				6,6	-1,3	6,2
Maďarsko	02.05.2012	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		04/2012					56,8	
Polsko	02.05.2012	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		04/2012						
ČR	02.05.2012	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		04/2012						
Německo	02.05.2012	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	04/2012			6,7		6,7	
EMU	02.05.2012	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		04/2012 *F			46		46	
EMU	02.05.2012	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	03/2012			10,9		10,8	
ČR	02.05.2012	12:00	Aukce st. dluhopisu pohyb.sazba/2017	mld. CZK	05/2012						
ČR	02.05.2012	12:00	Aukce st. dluhopisu 3,85%/2021	mld. CZK	05/2012						
ČR	02.05.2012	14:00	Rozpočtové saldo	mld. CZK	04/2012					-22,7	
SR	02.05.2012	14:00	Rozpočtové saldo	mld. EUR	04/2012					-1155	
USA	02.05.2012	14:30	ADP report z trhu práce	tis.,nsa	04/2012			178		209	
USA	02.05.2012	16:00	Tovární zakázky	%	03/2012			-1,5		1,3	
SR	03.05.2012	9:00	Maloobchodní tržby	%	03/2012						2
Maďarsko	03.05.2012	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	02/2012 *F					690,1	
EMU	03.05.2012	11:00	Výrobní ceny	%	03/2012			0,6	3,4	0,6	3,6
ČR	03.05.2012	12:30	Zasedání ČNB	%	05/2012	0,75		0,75		0,75	
EMU	03.05.2012	13:45	Zasedání ECB	%	05/2012	1		1		1	
USA	03.05.2012	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	21.4.					3315	
USA	03.05.2012	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	28.4.					388	
EMU	03.05.2012	14:30	Projev Draghiho na měsíční tiskové konferenci	ECB	05/2012						
USA	03.05.2012	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM		04/2012			55,5		56	
EMU	04.05.2012	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		04/2012 *F			47,9		47,9	
EMU	04.05.2012	11:00	Maloobchodní tržby	%	03/2012			-0,2	-1,1	-0,1	-2,1
USA	04.05.2012	14:15	Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru	tis.,nsa	04/2012	180		178		121	
USA	04.05.2012	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství	tis.,nsa	04/2012	175		175		120	
USA	04.05.2012	14:30	Míra nezaměstnanosti	%	04/2012			8,2		8,2	
USA	04.05.2012	14:30	Průměrná hodinová mzda	%	04/2012			0,2	2,1	0,2	2,1

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	poslední změna	
Česko	2T repo	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	-25 bps	5/7/2010
Maďarsko	2T depó	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	6,75	-25 bps	12/20/2011
Polsko	2T inter. sazba	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,75	25 bps	6/9/2011

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	PRIBOR 3M	1,25	1,28	1,22	1,20	1,25	1,30
Maďarsko	BUBOR 3M	7,23	7,25	7,00	7,00	7,00	6,75
Polsko	WIBOR 3M	4,95	4,94	4,75	4,80	4,80	4,90

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	2012Q1	2011Q4	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	CZ10Y	2,23	2,25	2,24	2,60	2,85	3,15
Maďarsko	HU10Y	7,12	7,36	7,50	7,20	7,20	7,00
Polsko	PL10Y	5,04	4,95	5,00	5,20	5,30	5,40

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	EUR/CZK	24,9	24,8	24,5	25,0	25,0	24,5
Maďarsko	EUR/HUF	288	294	290	290	290	290
Polsko	EUR/PLN	4,18	4,14	4,00	4,30	4,20	4,15

HDP

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

Inflace

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

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

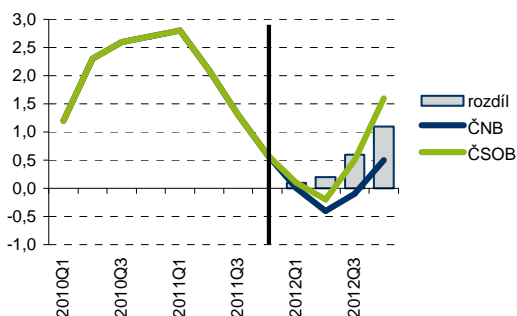
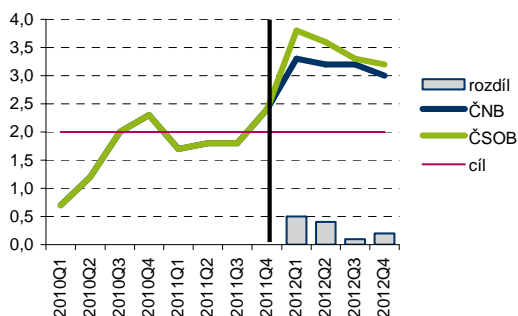
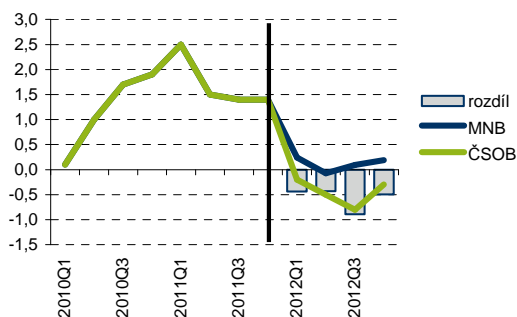
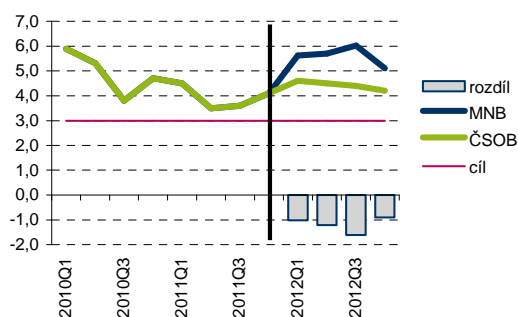
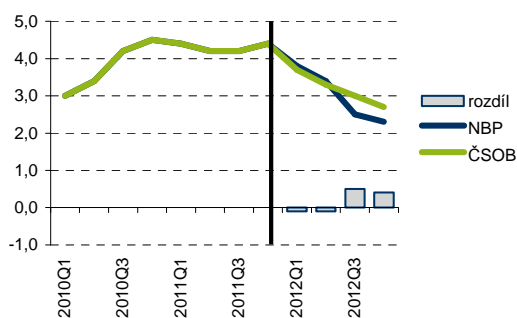
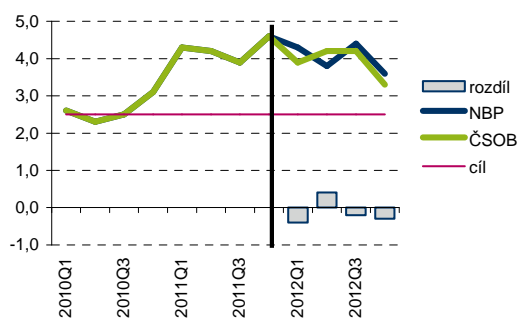
	2010	2011
Česko	-3,9	-2,9
Maďarsko	0,5	2,9
Polsko	-2,1	-5,0

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

	2010	2011
Česko	-4,8	-3,1
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.