Analytický týdeník

www.csob.cz www.csob.cz/Analyzy 29. ledna 2010

- **Střední Evropa vzdoruje řecké nákaze, zatím…** 2

- **Výhled na týden**
  ČNB tentokrát nemá důvod měnit sazby ani pohled na ekonomiku 4

Nákaza z Řecka si vybírá trhy v regionu zatím selektivně

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	26,19	0,14%	↗	↗
EUR/PLN	4,045	-1,36%	↗	↗
EUR/HUF	271,2	-0,23%	↗	↗
3M PRIBOR	1,55	0,00	→	→
3M WIBOR	4,19	-0,03	→	→
3M BUBOR	6,00	-0,13	→	↗
10Y CZK	4,35	-0,04	↗	↗
10Y PLN	6,10	0,00	↗	↗
10Y HUF	7,41	-0,03	↗	↗
3M EURIBOR	0,61	-0,01	→	↗
10Y EMU	3,21	0,02	→	↗

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Krize okolo financování řeckého vládního dluhu napsala další kapitolu, když riziková prémie uplatňovaná u řeckých dluhopisů poskočila o dalších 100 bazických bodů. Příští týden přitom mohou zažít řecké dluhopisy další zkoušku ohněm, když vedle klíčových amerických statistik vydá ve středu Evropská komise hodnocení ohledně řeckého úsporného programu a také bude zasedat ECB.

Globální trhy budou tedy sledovat peripetie okolo řeckého dluhu i v následujících dnech, je však otázkou nakolik se eventuální pohyby rizikové prémie u řeckých dluhopisů projeví ve střední Evropě. Až dosud se totiž řecká nákaza ve střední Evropě příliš neprojevila a pokud ano pak je překvapivé, že se promítá na středoevropských trzích značně diferencovaně. Poslední týden totiž ukázal, že více méně jediné negativní dopady lze vypozorovat pouze na některých trzích. Pod jistý tlak se dostal forint a částečně koruna a zároveň došlo k rozšíření rozpětí mezi výnosy českých dluhopisů a sazbami u korunových swapů.

Poněkud pochybujeme, že odlišná reakce středoevropských trhů na řecké problémy má silnou fundamentální logiku. Polské makroekonomické fundamenty jsou sice momentálně výrazně lepší než ty maďarské a částečně příznivější než české, avšak je poněkud odvážné sázet na to, že by zlotý a polské dluhopisy uchránily od eventuálního vyhrocení řeckých problémů, které by přineslo agresivnější formu nákazy.

Střední Evropa vzdoruje řecké nákaze, zatím…

Jan Bureš

Střední Evropa zatím statečně vzdoruje řecké nákaze díky jasnějšímu fiskálnímu výhledu, nízké vazbě ekonomik na Řecko a izolaci paniky na řeckém trhu.

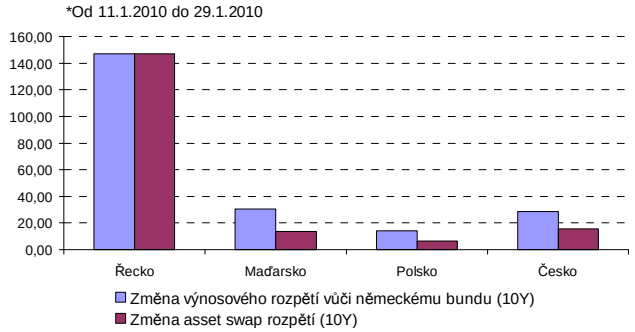
Střední Evropa zatím statečně vzdoruje Řecké nákaze. Porovnali jsme vývoj výnosového rozpětí vůči německému desetiletému dluhopisu, desetiletému swapu (asset swap spread) a reakci devizových trhů. To vše od 11.1.2010, kdy trhy začaly v předtuše problémů tlačit řecké výnosy a CDS (credit default swapy) rychle nahoru.

Nejlépe z hodnocení vyznívá Polsko, kde rozpětí vůči německému bundu i swapu v danou dobu stouplo nejméně a polský zlotý za posledních čtrnáct dní dokonce posílil. I v Česku a Maďarsku ale zatím zůstávají dluhopisové i devizové trhy relativně v klidu. Vidíme tři hlavní důvody. Za prvé, veřejné finance ve střední Evropě se vlivem krize sice výrazně zhoršily, ale jak v Polsku, tak v Česku jsou na hony vzdáleny řeckým problémům - nižší veřejný dluh i plánované schodky znamenají dramaticky nižší potřebu nového financování (českých 6-7 % HDP versus řeckých skoro 20 % HDP v tomto roce). V Maďarsku byly zase akutní problémy zažehnány dohodou s Mezinárodním měnovým fondem. Za druhé, vazba ekonomik střední Evropy na Řecko je velice nízká. Celý region je více než s periferiemi eurozóny (Řecko, Španělsko, Irsko) spojen se současným tahounem - německou ekonomikou. Ta soudě podle posledního výsledky indexu Ifo zatím nemá výraznější problémy. Za třetí, řecký problém zatím nepřerostl v paniku v pravém slova smyslu. Jinak řečeno, investoři zatím nevěří v rozšíření řeckého problému do evropského finančního sektoru.

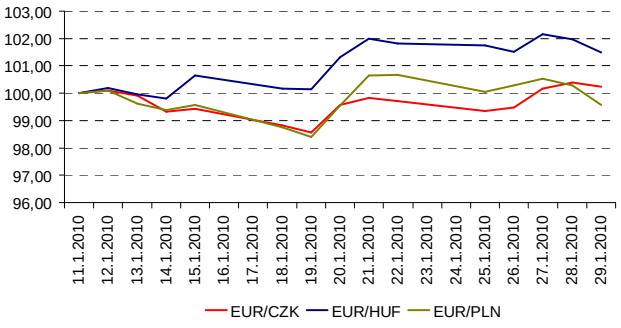
Pokud by ale měla sílící nervozita kolem Řecka přerůst v dočasnou paniku, kreditní rozpětí na středoevropský dluh se roztáhne a měny napříč regionem oslabí.

Třetí předpoklad v sobě skrývá největší riziko do budoucna. Nejistota kolem rozuzlení řecké šlamastiky bude sílit s tím, jak se budou blížit plánované mamutí jarní emise řeckého dluhu. Investoři v určitou chvíli mohou ztratit trpělivost a začít kupovat pouze super-bezpečná aktiva - německé bundy a americké treasury. V takovém případě by se všechny středoevropské měny a dluhopisy dostaly pod prodejní tlak. V případě české koruny vidíme jako klíčovou bariéru při výprodejích hodnotu 26,66 EUR/CZK. V případě asset swapu (10Y) věříme, že zůstane pod 150 bps (dnes na 90 bps).

Změna kreditního rizika, v bps*

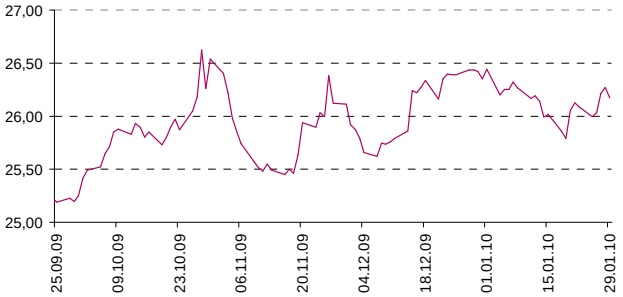


Středoevropské měny a vliv Řecka

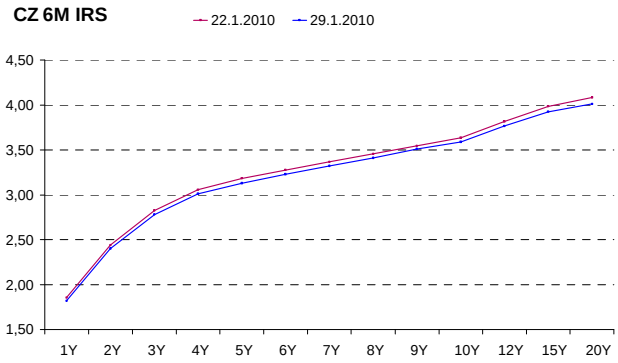


Přehled trhů

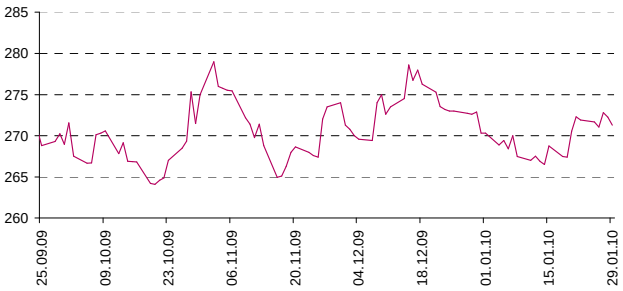
EURCZK



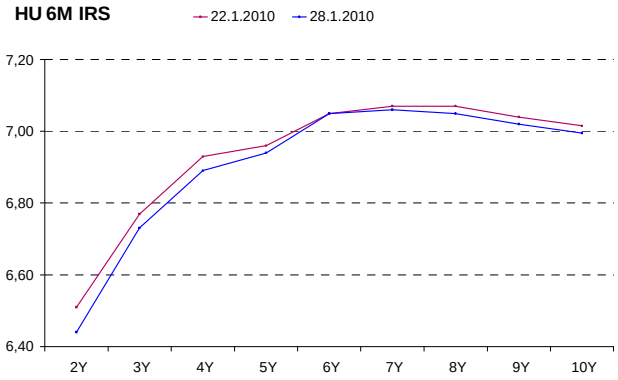
CZ 6M IRS



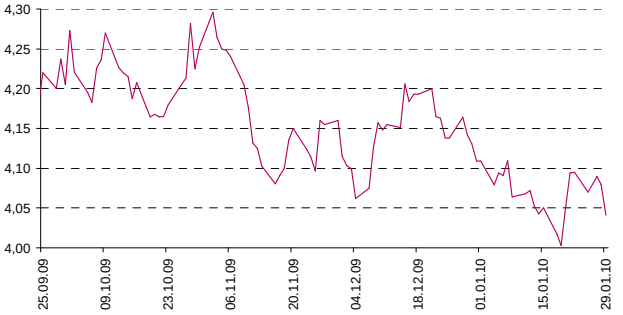
EURHUF



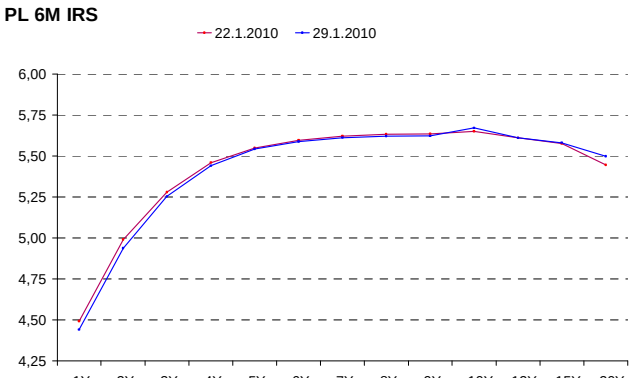
HU 6M IRS



EURPLN



PL 6M IRS



Klíčové očekávané události

ČT cca 12:00, CZ Zasedání ČNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	**1,00**	12/2009
změna v b. bodech	**0**	-25

ČR: ČNB tentokrát nemá důvod ke změnám

Navzdory několika jestřábím komentářům z počátku tohoto roku, neočekáváme, že by ČNB měla důvod měnit sazby a zásadně i pohled na ekonomiku. Nezaměstnanost stále ještě roste, čímž eliminuje jakékoliv inflační tlaky. V nové inflační zprávě by se sice měl objevit předpoklad viditelného růstu sazeb na 18-ti měsíčním horizontu měnové politiky, avšak my se stále domníváme, že první zvýšení sazeb přijde letos až v posledním kvartále tohoto roku.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
EMU	1.2.2010	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu	01/2010 *F			52,0		52,0	
SR	1.2.2010	14:00	Rozpočtové saldo (mld. EUR)	01/2010					-2 791	
ČR	1.2.2010	14:00	Rozpočtové saldo (mld. CZK)	01/2010					-192,2	
USA	1.2.2010	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby (%)	12/2009			0,1	1,5	0,0	1,4
USA	1.2.2010	14:30	Osobní příjmy (%)	12/2009			0,3		0,4	
USA	1.2.2010	14:30	Osobní výdaje (%)	12/2009			0,3		0,5	
USA	1.2.2010	14:30	Deflátor osobní spotřeby (%)	12/2009				2,2		1,5
USA	1.2.2010	16:00	Cenový subindex ISM	01/2010			63,0		61,5	
USA	**1.2.2010**	**16:00**	**Index nákupních manažerů v prům. ISM**	**01/2010**			**55,6**		**55,9**	
USA	2.2.2010	00:00	Celkový prodej automobilů (mil. USD)	01/2010			11,15		11,23	
USA	2.2.2010	00:00	Prodej domácích automobilů (mil. USD)	01/2010			8,50		8,63	
Německo	2.2.2010	08:00	Maloobchodní tržby (%)	12/2009			1,0	-2,4	-1,1	-2,8
Maďarsko	2.2.2010	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	11/2009 *F					411,3	
EMU	2.2.2010	11:00	Výrobní ceny (%)	12/2009			0,0	-3,1	0,1	-4,4
USA	2.2.2010	16:00	Kontrakty na prodej domů (%)	12/2009			0,6		-16	19,3
SR	3.2.2010	09:00	Maloobchodní tržby (%)	12/2009						-9,8
EMU	3.2.2010	10:00	Index nákupních manažerů ve službách	01/2010 *F			52,3		52,3	
EMU	3.2.2010	11:00	Maloobchodní tržby (%)	12/2009			0,4	-2,4	-1,2	-4,0
USA	3.2.2010	14:15	Přírůstek pracovních sil v privátním sektoru (tis.,nsa)	01/2010			-40		-84	
USA	3.2.2010	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM	01/2010			51,0		50,1	
Německo	4.2.2010	12:00	Tovární zakázky (%)	12/2009			0,0	9,5	2,8	4,5
ČR	**4.2.2010**	**12:30**	**Zasedání ČNB (%)**	**02/2010**	**1,00**		**1,00**		**1,00**	
EMU	**4.2.2010**	**13:45**	**Zasedání ECB (%)**	**02/2010**	**1,00**		**1,00**		**1,00**	
USA	4.2.2010	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	30.1.			460		470	
USA	4.2.2010	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	23.1.					4 602	
USA	4.2.2010	16:00	Tovární zakázky (%)	12/2009			0,9		1,1	
Maďarsko	5.2.2010	09:00	Průmyslová výroba (%)	12/2009 *P					-1,3	-9,2
Německo	5.2.2010	12:00	Průmyslová výroba (%)	12/2009			0,4	-3,8	0,7	-8,0
USA	5.2.2010	14:30	Průměrná hodinová mzda (%)	01/2010			0,2	2,2	0,2	2,2
USA	**5.2.2010**	**14:30**	**Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství (tis.,nsa)**	**01/2010**	**-49**		**20**		**-85**	
USA	5.2.2010	14:30	Přírůstek pracovních sil (tis.,nsa)	01/2010			-23		-27	
USA	5.2.2010	14:30	Míra nezaměstnanosti (%)	01/2010			10,0		10,0	
Maďarsko	5.2.2010	17:00	Rozpočtové saldo (mld. HUF)	01/2010					-918,6	

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	III.10	VI.10	IX.10	XII.10	III.11	poslední změna	
Česko	2T repo	*1,00*	1,00	1,00	1,00	1,25	1,50	-25 bps	16/12/2009
Maďarsko	2T depo	*6,00*	5,50	5,50	6,00	6,00	6,00	-25 bps	21/12/2009
Polsko	2T inter. sazba	*3,50*	3,50	3,50	3,75	4,00	4,00	-25 bps	25.6.2009

Krátkodobé úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	III.10	VI.10	IX.10	XII.10	III.11
Česko	PRIBOR 3M	*1,55*	1,50	1,55	1,65	1,80	2,05
Maďarsko	BUBOR 3M	*6,00*	5,50	5,50	6,00	6,00	6,00
Polsko	WIBOR 3M	*4,19*	4,40	4,60	4,70	4,80	4,80

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

	současná hodnota	III.10	VI.10	IX.10	XII.10	III.11
Česko	*3,62*	3,48	3,50	3,70	3,85	4,02
Maďarsko	*7,04*	7,50	7,75	8,00	7,50	7,25
Polsko	*5,64*	4,70	4,50	4,50	4,50	4,50

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	III.10	VI.10	IX.10	XII.10	III.11
Česko	EUR/CZK	*26,2*	26,0	24,8	24,8	23,8	24,8
Maďarsko	EUR/HUF	*271,4*	265	280	275	270	265
Polsko	EUR/PLN	*4,05*	4,10	4,30	3,60	3,90	3,30

HDP Meziroční změna v %

		Q3 2009	Q4 2009	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010
Česko		-4,1	-3,0	1,8	1,7	0,9	1,4
Maďarsko		-6,0	-3,0	-1,5	0,5	1,0	2,0

Inflace Meziroční změna v %

		XII.09	III.10	VI.10	IX.10	XII.10	I.11
Česko		1,0	0,9	1,6	2,1	2,2	2,0
Maďarsko		5,5	4,2	3,5	3,5	3,5	3,5

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

	2009	2010
Česko	-0,8	-1,0
Maďarsko	-1,0	-0,5

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

	2009	2010
Česko	-6,5	-5,5
Maďarsko	-3,9	-5,5

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.