



● Střední Evropa

Domácí trh dluhopisů by mohl v Maďarsku a Polsku zamrznout 2

● Střední Evropa

Regionální měny v lepší pozici než v roce 2009 3

● Výhled na týden

MNB sazby zvýší a ČNB ponechá beze změny 5

€urogedon: Aneb jak moc se mají bát nákazy trhy v regionu?

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25.34	↘	↗
EUR/PLN	4.490	↘	↗
EUR/HUF	304.6	↘	↗
3M PRIBOR	1.17	→	→
3M WIBOR	4.99	→	→
3M BUBOR	0.00	↑	↑
10Y CZK	3.60	→	↗
10Y PLN	5.89	→	↗
10Y HUF	8.82	→	↗
3M EURIBOR	1.49	↘	↘
10Y EMU	1.88	↘	→

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Eurozóna se stále snaží potlačit spekulace globálních trhů o tom, že v současné podobě nepřežije. Bohužel ani po posledním summitu EU, který eurozónu správně nasměroval, nelze tvrdit, že strach politiků z rozklížení měnové unie zmizí. Nechceme spekulovat kdy, jak a zdali vůbec se eurozóna rozpadne, nicméně podle našeho názoru je seriózní uvažovat o katastrofickém scénáři, kdy některá ze zemí provede v dohledné době neřízený bankrot svého dluhu či dokonce opustí měnovou unii. Taková situace – jakýsi finanční Eurogedon – by představovala pro střední Evropu nepochybně drastický externí šok á la kolaps banky Lehman Brothers. V posledním analytickém týdeníku se tedy zabýváme tím, jak zranitelné jsou trhy dluhopisů a měny ve střední Evropě vůči nějaké formě Eurogedonu v roce 2012.

Připomeňme si, že kolaps banky Lehman Brothers přivodil s jitým zpožděním i dramatický výprodej středoevropských měn. Finanční Eurogedon by byl pro korunu, zlotý i forint podobným šokem. Přesto si troufáme tvrdit, že středoevropské měny by se s ním mohly vyrovnat lépe než v roce 2009. Vysvětlení tohoto paradoxu má několik rovin, přičemž nelze podceňovat ani fakt, že reálné (efektivní) kurzy nejsou zdaleka tak vysoko jako v roce 2008.

Za prvé, oproti roku 2008 je v polské a české ekonomice daleko méně přezajištěných podniků; za druhé, vnější a vnitřní nerovnováha doznala v případě Maďarska výrazného zlepšení, a konečně, jak Polsko tak Maďarsko disponují výrazně vyššími rezervami, aby své měny mohly bránit. Na druhou stranu je ovšem pravdou, že polské fundamenty doznaly oproti roku 2008 viditelného zhoršení, a tak obrana zlotého nemusí být snadná.

Velmi významným kanálem, který by mohl přenést nákazu do střední Evropy jsou i trhy vládních dluhopisů. Zejména historicky vysoká přítomnost zahraniční investorů na domácím trhu dluhopisů v Maďarsku a Polsku činí tyto trhy velmi zranitelné. Dokonce i v případě relativně malého odlivu kapitálu z těchto trhů do zahraničí lze počítat s tím, že tyto trhy se budou potýkat z vážnými problémy, kdy eventuálně hrozí i jejich dočasné zamrznutí.

Trh dluhopisů by mohl v Maďarsku a Polsku zamrznout

Jan Čermák

V Maďarsku a Polsku drží zahraniční investoři přes polovinu, resp. přes 30 % doma emitovaného vládního dluhu.

Maďarsko sice v roce 2012 maturuje jen minimum dříve vydaných zahraničních dluhopisů, avšak čeká jej splacení úvěru od MMF a EU ve výši 4,6 mld. euro.

Patrně nejviditelnějším průvodním jevem krize v eurozóně je masivní výprodej vládních dluhopisů. Tlak regulátorů, aby si banky zajistily co možná nejvyšší kapitálovou přiměřenost, totiž způsobil, že tyto instituce začaly považovat vládní dluhopisy (a to i relativně bezpečných zemí) za instrumenty obsahující významný prvek kreditního rizika. V případě, že hrozba bankrotu některé z velkých zemí eurozóny či rozpadu měnové unie zesílí, je třeba se připravit na to, že zahraniční investoři budou preferovat hotovost a tedy budou masivně prodávat vládní dluhopisy i nečlenských zemí eurozóny. Nákaza by se pochopitelně týkala i středoevropského regionu.

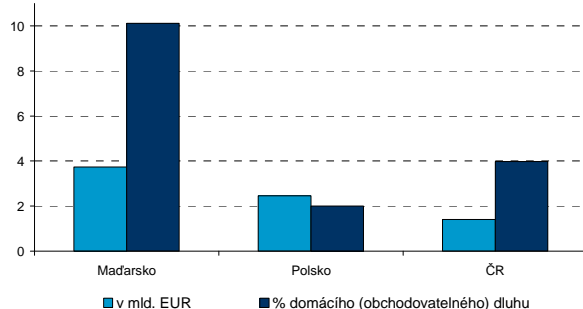
Při zvažování eventuality „stádního“ výprodeje vládních dluhopisů ČR, Polska a Maďarska je přitom dobré vědět, jaká je vlastně přítomnost zahraničních investorů na dotyčných trzích, neboť z ní vyplývá, jak daný trh ohrozí jejich případný útěk z regionu. V této souvislosti fakt, že v Maďarsku a Polsku drží zahraniční investoři přes polovinu, resp. přes 30 % doma emitovaného vládního dluhu, není pro tyto země dobrou zprávou. Naopak v případě českého (korunového) vládního dluhu je částečně uklidňující vědět, že nerezidenti drží méně než jeho desetinu, tudíž jejich případný útěk by pro nás nemusel být tak zničující.

Samozřejmě, že z pohledu zranitelnosti je třeba brát v úvahu možný výprodej v zahraničí emitovaného dluhu denominovaného v cizích měnách. V tomto případě, bohužel s výjimkou Polska, nelze přesně zjistit jak velkou část drží zahraniční investoři. Nicméně lze počítat minimálně s tím, že stejně tak jako v případě Polska, i v případě ostatních dvou zemí budou nerezidenti držet většinu v zahraničí emitovaného vládního dluhu. Možný výprodej zahraničního vládního dluhu by přitom postihl opět nejvíce Maďarsko, které má alokováno více než čtvrtinu vládního dluhu v dluhopisech emitovaných v cizích měnách.

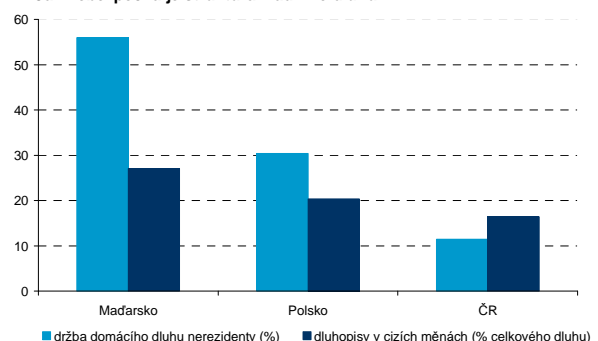
Není přitom pochyb o tom, že masivní výprodej by dramaticky vyšponoval kreditní prémii u vládního dluhu všech středoevropských zemí (v pořadí Maďarsko, Polsko, ČR), což by tyto země patrně na delší dobu (možná i na rok) odřízlo od přístupu na zahraniční kapitálové trhy. Takováto situace by pak byla palčivá opět především pro Maďarsko, kterému sice v roce 2012 maturuje jen minimum dříve vydaných zahraničních dluhopisů, avšak čeká jej splacení úvěru od MMF a EU ve výši 4,6 mld. euro. Z tohoto úhlu pohledu je zahájení rozhovorů o poskytnutí nové půjčky od MMF logickým krokem maďarské vlády.

Na rozdíl od Maďarska se pak česká, resp. i polská vláda nacházejí v komfortní pozici, když v případě českého státu dokonce nejsou v roce 2012 splatné žádné obligace v cizích měnách. V případě polského státu pak maturuje cizoměnový dluh v relativně nízké hodnotě 2,6 mld. euro.

Výprodej domácího vládního dluhu ze strany nerezidentů po pádu Lehman Brothers (Q42008)



Jak nebezpečná je struktura vládního dluhu?



Regionální měny v lepší pozici než v roce 2009

Jan Bureš

Příchod finanční krize v eurozóně by měl větší reálný dopad do středoevropských ekonomik než krize po Lehman Brothers. Středoevropské měny ale mohou být vůči takovému propadu více imunní než v roce 2008-2009.

V polské i české ekonomice je daleko méně přezajištěných podniků, vnitřní a vnější nerovnováha Maďarska se vylepšila a Polsko i Maďarsko disponují výrazně vyššími devizovými rezervami.

Na druhé straně polské fundamenty doznaly viditelného zhoršení (BÚ, úvěry/vklady), což může pozici zlatého komplikovat.

Co by se stalo se středoevropskými měnami v případě další finanční krize, vyvolané například rozpadem eurozóny? Taková krize by pravděpodobně měla výraznější dopad na HDP v celém regionu než krize po pádu Lehman Brothers. Nemusí to ale nutně znamenat, že středoevropské měny by zažily ještě dramatičtější výprodej než na přelomu let 2008 a 2009. Vysvětlení tohoto paradoxu má několik rovin: za prvé, oproti roku 2008 je v polské a české ekonomice daleko méně pře-zajištěných podniků; za druhé, vnější a vnitřní nerovnováha doznala v případě Maďarska výrazného zlepšení a konečně jak Polsko tak Maďarsko disponují výrazně vyššími prostředky své měny bránit. Na druhou stranu je ovšem pravdou, že polské fundamenty doznaly oproti roku 2008 viditelného zhoršení a tak obrana zlatého nemusí být snadná.

1) Menší (pře)zajištěnost exportérů jako plus

V roce 2008 udeřila krize na řadu výrobních podniků jako blesk z čistého nebe a překvapila je jak z hlediska nedostatku hotovosti na účtech, tak z hlediska příliš agresivního kurzového zajištění budoucích zakázek, které mizely jak pára nad hrncem. Situace byla o to vážnější na trzích, kde se ve velkém používaly k zajištění riskantnější opční strategie, které dokázaly v prostředí vysoké volatility investorům způsobit nemalé ztráty. I když nemáme v rukou jasná srovnávací data usuzujeme, že (kurzová) přezajištěnost podniků na trhu je v tuto chvíli výrazně nižší. Je tomu tak proto, že přísnější politika bank řadu agresivnějších zajišťovacích technik postavila zcela mimo hru. Kromě toho krizi před pádem Lehman Brothers předcházelo masivní posilování všech středoevropských měn, které vedlo k uzavření zajištění na velice silných (a tedy nevýhodných) úrovních. Takové posílení jsme v posledních týdnech nepozorovali. A konečně dodejme, že sami vývozci byli daleko obezřetnější (alespoň na českém trhu). Sečteno a potřeno: vše výše uvedené by mělo znamenat, že potenciál vývozců bránit oslabující měnu by měl být vyšší než v roce 2008.

2) Lepší fundamenty HUF, zranitelnější PLN

Česká koruna na rozdíl od forintu nebo zlatého nemusí mít těžkou hlavu s vysokým podílem půjček v zahraničních měnách. Také proto v poslední krizi po pádu Lehman Brothers oslabila nejméně. Vysoký podíl hypoték v zahraničních měnách a vládní dluhopisů v držení nerezidentů přitom i tentokrát svazuje ruce především Polsku a Maďarsku. Pokud jde o ostatní fundamenty pak rozhodně v maďarském případě platí, že vnější a vnitřní rovnováha měřená schodkem běžného účtu a deficitem rozpočtu se výrazně vylepšila. Především strach z vysoké dluhové služby u zahraničního (vládního) dluhu způsobil to, že devizový trh nedokázal ocenit zlepšení maďarského salda běžného účtu (BÚ) z deficitu 7,4 % HDP v roce 2008 na aktuální přebytek na úrovni 3 % HDP.

Naopak s jistými rozpaky se lze dívat na zhoršení polských fundamentů (především běžného účtu i páky ve finančním sektoru), které nyní činí polský zlatý nepochybně zranitelnější měnou než v roce 2008, resp. 2009.

3) Vyšší vůle i možnosti intervenovat

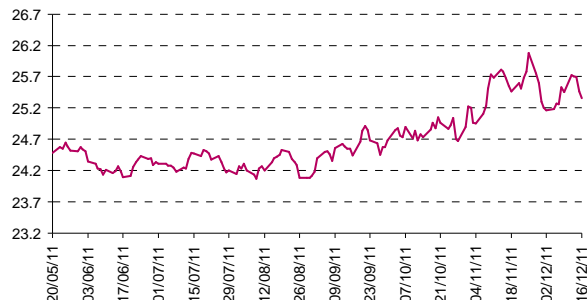
Polská centrální banka nechala na přelomu roku 2008 a 2009 zlatý oslabit skoro o 26 %. I když slabší kurz ekonomice pomohl, vysoká volatilita byla jednoznačně škodlivá. Dnes ovšem NBP spolu se státní BGK (bankou spravující eura z bruselských fondů a emisí eurobondů) aktivně omezují volatilitu polské měny a intervenují především v případě masivnějších výprodejů. Rovněž Maďarsko má daleko více rezerv (ve srovnání s rokem 2008 o téměř 20 mld. euro) k tomu, aby zmírnilo eventuelní odliv kapitálu ze země. Nicméně MNB potřebuje své devizové rezervy spíše alokovat, jako pomoc domácím bankám při naplňování vládních opatření umožňujících předčasné splácení hypoték v cizích měnách. Centrální banka tak bude – jak ostatně velí maďarská tradice – bránit forint spíše skrze zvyšování základní úrokové sazby.

Provnání s krizí před Lehman Brothers	ČR		Maďarsko		Polsko	
	3Q 2008	3Q 2011	3Q 2008	3Q 2011	3Q 2008	3Q 2011
Potřeba zahraničního financování (BÚ+ saldo PZI - krátkodobý dluh)/HDP	-13%	-13%	-23%	-23%	-16%	-16%
Finanční páka ve finančním sektoru (úvěry/vklady)	71%	72%	133%	114%	97%	110%
Zahraniční dluh/HDP	40%	46%	141%	162%	52%	68%
Devizové rezervy/krátkodobý zahraniční dluh	127%	156%	87%	138%	120%	169%

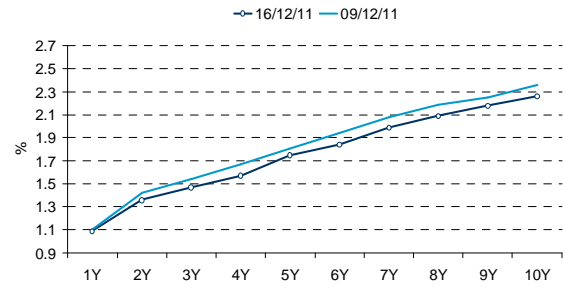
Zdroj: Světová banka, národní centrální banky, eurostat

Přehled trhů

EURCZK



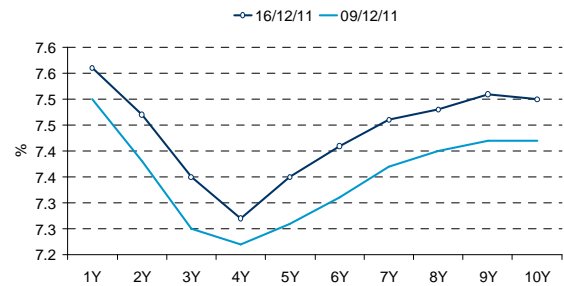
CZ IRS



EURHUF



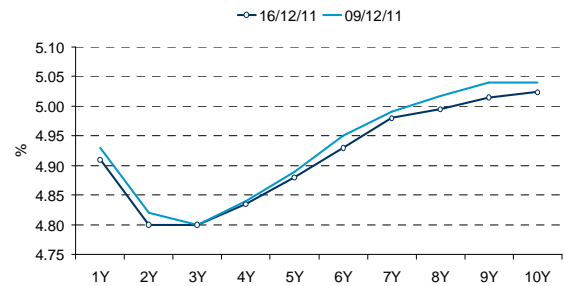
HU IRS



EURPLN



PL IRS



Klíčové očekávané události

ÚT cca 14:00, HU Zasedání MNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	7,00	11/2011
změna v b. bodech	50	50

ST 13:00, CZ Zasedání ČNB

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

HU: MNB opět udeří a zvýší sazby

Snaha stabilizovat forint, který jednak dělá problém domácnostem zadluženým v cizích měnách a jednak postrkuje inflaci vzhůru, zřejmě přiměje MNB k druhému zvýšení úrokových sazeb o 50 bazických bodů v řadě.

CZ: Sazby ČNB nejspíše beze změny

Na svém posledním letošním zasedání zřejmě bankovní rada ČNB ponechá své úrokové sazby beze změny. V tuto chvíli ji k jakékoliv změně totiž nic netlačí. Hlavní scénář, se kterým centrální banka pracuje, se nenaplnuje. Listopadová prognóza ČNB sice předpokládala, že úrokové sazby ještě jednou poklesnou, ale reálný vývoj se ubírá jiným směrem. Pro nižší sazby hovoří snad jen zpomalování ekonomiky. Naproti tomu inflace roste rychleji, než ČNB předpokládala, a stejně tak je i koruna slabší než odpovídá prognóze centrální banky. Vzhledem k přetrvávajícím nejistotám je proto vhodnější pokračovat ve vyčkávací politice a nedělat nic. Evropa prožívá další fázi dluhové krize bez jakékoliv vidiny na řešení, a tak i měny v regionu zůstávají ve vleku averze k riziku. Přitom podle prognózy by kurz koruny měl být v prvním čtvrtletí pod hranicí 24,00 CZK/EUR a na konci roku 2012 dokonce pod 23,00 CZK/EUR.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
EMU	19.12.2011	10:00	Běžný účet (mld. EUR)	10/2011					0,5	
Polsko	19.12.2011	14:00	Průmyslová výroba (%)	11/2011			-2,0	5,7	-2,4	6,5
Polsko	19.12.2011	14:00	Ceny v průmyslu (%)	11/2011			0,6	8,6	0,1	8,5
EMU	19.12.2011	16:30	Projev Draghiho v Evropském parlam. (ECB)	12/2011 *A						
USA	19.12.2011	19:00	Index stavitelů rodinných domů	12/2011			20		20	
USA	19.12.2011	23:00	2letá aukce (mld. USD)	12/2011			35			
Německo	20.12.2011	08:00	Ceny v průmyslu (%)	11/2011			0,1	5,2	0,2	5,3
Německo	20.12.2011	08:00	Spotřebitelská důvěra GfK	01/2012			5,5		5,6	
Německo	20.12.2011	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo	12/2011			106,0		106,6	
Německo	20.12.2011	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)	12/2011			116,0		116,7	
Německo	20.12.2011	10:00	Index Ifo (očekávání)	12/2011			97,0		97,3	
Polsko	20.12.2011	14:00	Jádrová inflace (%)	11/2011			0,3	3,0	0,3	2,8
Maďarsko	20.12.2011	14:00	Zasedání MNB (%)	12/2011	7,00		7,00		6,5	
USA	20.12.2011	14:30	Zahájení staveb nových domů	11/2011			630		628	
USA	20.12.2011	14:30	Udělená stavební povolení	11/2011			633		653	
USA	20.12.2011	23:00	5letá aukce (mld. USD)	12/2011			35			
SR	21.12.2011	10:00	Běžný účet (mld. EUR)	10/2011					149,0	
EMU	21.12.2011	11:00	Index spotřebitelské důvěry	12/2011 *A			-21,0		-20,4	
ČR	21.12.2011	12:30	Zasedání ČNB (%)	12/2011	0,75		0,75		0,75	
USA	21.12.2011	16:00	Prodej stávajících domů (mil.)	11/2011			5,06		4,97	
USA	21.12.2011	23:00	7letá aukce (mld. USD)	12/2011			29			

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Maďarsko	22.12.2011	09:00	Maloobchodní tržby (%)	10/2011				-0,2		0,3
Polsko	22.12.2011	10:00	Míra nezaměstnanosti (%)	11/2011			12,1		11,8	
Polsko	22.12.2011	10:00	Maloobchodní tržby (%)	11/2011			-7,1	10,5	4,1	11,2
USA	22.12.2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	16.12.					366	
USA	22.12.2011	14:30	HDP (%)	3Q/2011 *P			2,0		2,0	
USA	22.12.2011	14:30	Soukromá spotřeba (%)	3Q/2011 *P			2,3		2,3	
USA	22.12.2011	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby (%)	3Q/2011 *P			2,0		2,0	
USA	22.12.2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	9.12.					3 603	
USA	22.12.2011	14:30	Cenový index HDP (%)	3Q/2011 *P			2,5		2,5	
USA	22.12.2011	16:00	Předstihové ukazatele	11/2011			0,3		0,9	
USA	22.12.2011	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan	12/2011 *F			68,0		67,7	
Maďarsko	23.12.2011	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	10/2011 *F					497,4	
SR	23.12.2011	09:00	Ceny v průmyslu (%)	11/2011					0,5	3,0
SR	23.12.2011	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	11/2011					13,3	
USA	23.12.2011	14:30	Osobní výdaje (%)	11/2011			0,3		0,1	
USA	23.12.2011	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby (%)	11/2011			2,1		-0,7	
USA	23.12.2011	14:30	Osobní příjmy (%)	11/2011			0,3		0,4	
USA	23.12.2011	14:30	Deflátor osobní spotřeby (%)	11/2011			2,7		2,7	
USA	23.12.2011	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby (%)	11/2011			0,1	1,7	0,1	1,7
USA	23.12.2011	14:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. pros. (%)	11/2011			0,4		-0,7	
USA	23.12.2011	16:00	Prodej nových domů (tis.)	11/2011			313		307	

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	6.50	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	25 bps	11/29/2011
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	1.15	1.15	1.15	1.17	1.22
Maďarsko	BUBOR 3M	7.00	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	2.26	2.25	2.25	2.55	2.85	2.95
Maďarsko	HU10Y	7.49	7.50	7.50	7.50	7.50	record not found
Polsko	PL10Y	5.02	5.00	5.00	5.10	5.20	5.20

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	EUR/CZK	25.4	26.0	25.3	25.0	24.7	24.5
Maďarsko	EUR/HUF	305	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	2.2	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	4.0	3.8	3.7	3.4	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.