



● Střední Evropa

Kypr: nejvíce zranitelný zůstává forint

2

● Výhled na týden

Základní sazba MNB klesne na 5 %, sazba ČNB opět beze změny

5

Kypr pro region menší hrozbou než zpomalení v EMU

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25.81	↗	→
EUR/HUF	307.0	↗	↗
EUR/PLN	4.18	↗	→
3M PRIBOR	0.48	→	→
3M BUBOR	5.11	↘	↘
3M WIBOR	3.39	→	→
10Y CZK	1.86	→	→
10Y PLN	3.94	→	→
10Y HUF	6.63	↗	↗
3M EURIBOR	0.22	→	→
10Y EMU	1.39	↘	→

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Nadcházející dny či spíše hodiny rozhodnou o tom, zdali eurozónu poprvé opustí jeden z jejích členů. Nechceme spekulovat, zda se tak opravdu stane, nicméně je férové si říci, jaký by měl eventuální exit Kypru konsekvence pro střední Evropu - resp. pro regionální ekonomiky.

Hned v úvodu úvah o formách náklady, kterou by kyperské vystoupení z eurozóny mohlo vyvolat, je třeba říci, že ať již přímé či nepřímé vazby střední Evropy na kyperskou ekonomiku jsou tak jako v případě vazeb na eurozónu velmi slabé. Z tohoto úhlu pohledu se zřejmě není třeba ani obávat výraznější náklady, byť vyobcování Kypru z eurozóny by zřejmě na trzích a to i těch středoevropských dočasně rezonovalo (více viz strana 2).

Při hodnocení dopadů hypotetického vystoupení Kypru z eurozóny na střední Evropu se lze spíše zamýšlet nad tím, nakolik by taková událost dokázala ovlivnit růst měnové unie. Na něm jsou totiž malé středoevropské ekonomiky citelně závislé. To přitom platí zejména o ekonomice české a maďarské, jejichž výkon při klesající domácí spotřebě a při extrémní otevřenosti stojí a padá s výkony exportů. A z tohoto důvodu je pro region spíše než nebezpečí kyperského exitu z eurozóny pro střední Evropu větší hrozbou zhoršení klíčových předstihových ukazatelů (PMI či Ifo) v měnové unii, resp. v Německu.

Kypr: nejvíce zranitelný zůstává forint

Jan Bureš

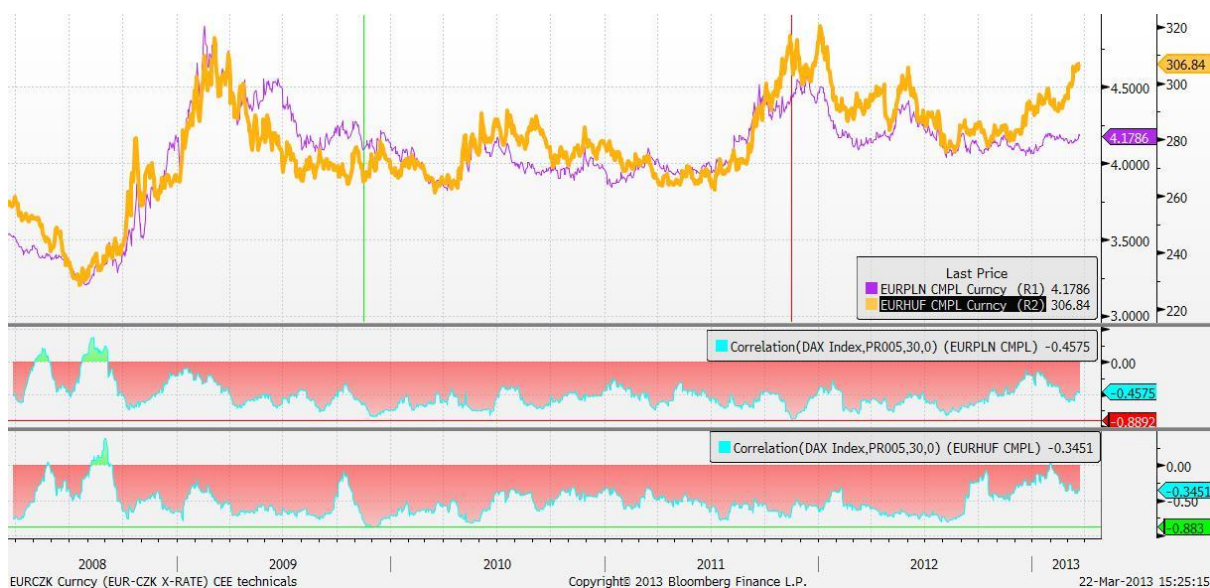
Nejvíce zranitelnou měnou v regionu zůstává maďarský forint.

Reakce středoevropských měn na eskalující kyperskou krizi je podle očekávání negativní. Čekáme, že v případě vyhocení kyperských potíží (v extrémním případě končících kyperským euro-exitem) bude nejvíce pod tlakem forint, který na rozdíl od svých sousedů čelí politickým rizikům a nejistotě ohledně eventuální konverze eurových půjček do forintů.

Všechny středoevropské měnové páry mají historicky negativní vazbu na německý akciový index DAX - tj. když DAX padá, měnové páry EUR/CZK, EUR/HUF a EUR/PLN míří vzhůru, a všechny středoevropské měny tak oslabují. Neřízená bankovní krize na Kypru by alespoň načas srazila DAX a s ním většinu evropských rizikových aktiv včetně středoevropských měn do defenzivy. Maďarský forint (jak ukazuje níže srovnání vývoje korelací EUR/HUF a EUR/PLN s indexem DAX) v posledních letech výrazněji zesiloval svoji vazbu na vnější prostředí (DAX) ve chvílích globálního napětí a pesimismu. Jako například v roce 2009, kdy index DAX zaznamenával největší ztráty. Napětí na globálních trzích zpravidla vždy umocnilo domácí negativní faktory, a to se může stát i dnes. V Maďarsku se kromě sporů s EU o ústavu hraje především o to, jak bude chtít Viktor Orbán konvertovat eurové půjčky do forintů. Mezi investory panuje obava z toho, že nižší podíl půjček v zahraničních měnách nakonec může Orbánovi a jím kontrolované centrální bance rozvázat ruce k výraznějšímu oslabení forintu. Proto se i bez Kypru stal z forintu jakýsi horký regionální brambor.

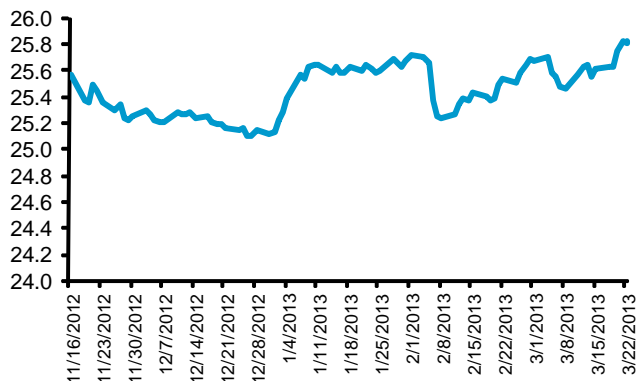
Zlotý a koruna by měly být stabilnější.

V opačné roli byl v uplynulých letech polský zlotý. Ten více zesiloval svoji vazbu na DAX v obdobích optimismu. Zejména díky tomu, že tamní ekonomika platila za odolnou a reálné úrokové sazby mohly zůstat na vyšších úrovních než jinde. Zlotému také v tuto chvíli nehrozí od NBP žádné skryté nebezpečí, tak jako teoreticky české koruně od ČNB. Česká koruna v posledních dnech slábla nejenom kvůli Kypru, ale také kvůli sérii slabých čísel z eurozóny. Ta týden před zasedáním ČNB oživují mezi některými investory spekulace na intervence proti CZK. Ty jsou ale podle nás na těchto úrovních nepravděpodobné. I kdyby ČNB časem zhoršila kvůli eurozóně výhled na českou ekonomiku, implikovaná trajektorie kurzu by se ze současných 25,30 EUR/CZK pro rok 2013 příliš nezhoršila. Sečteno, podtrženo, prostor pro ztráty jak zlotého, tak i koruny v tuto chvíli vidíme jako omezený s krátkodobými bariérami na 4,25 EUR/PLN a 26,00 EUR/CZK.

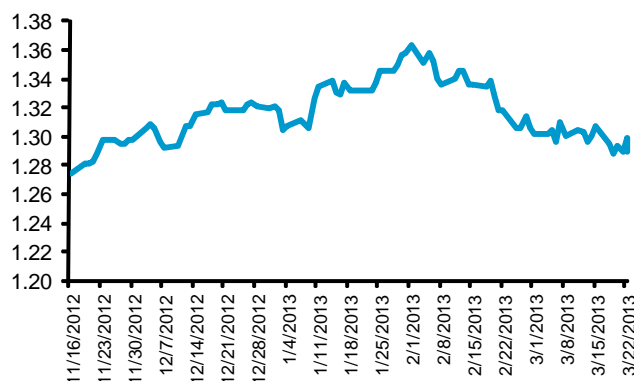


Přehled trhů

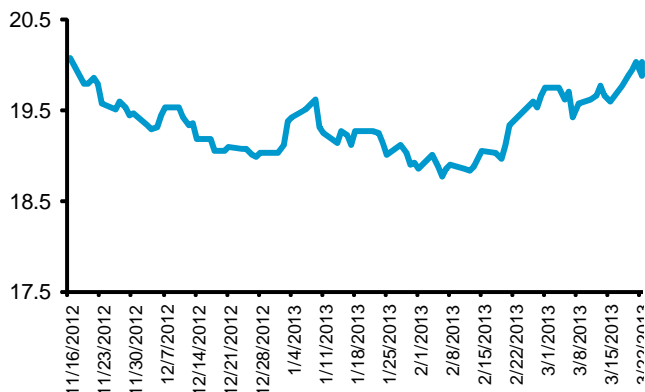
EURCZK



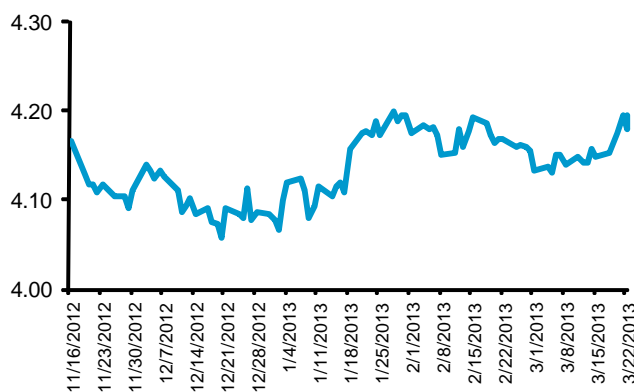
EURUSD



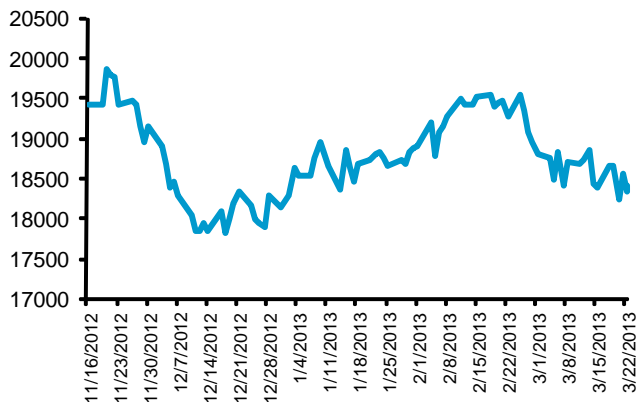
USDCZK



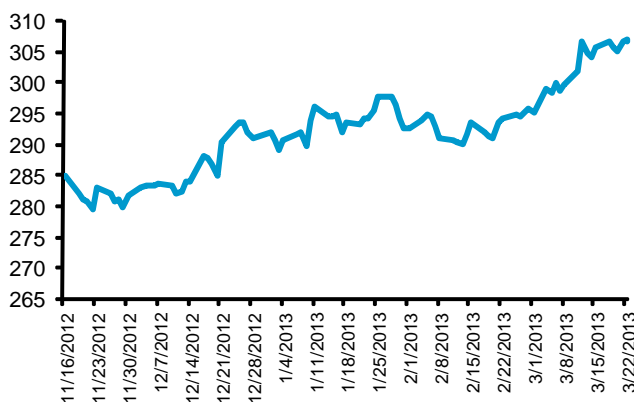
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

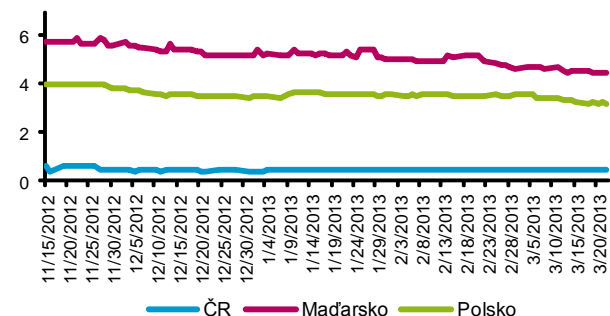


EURHUF

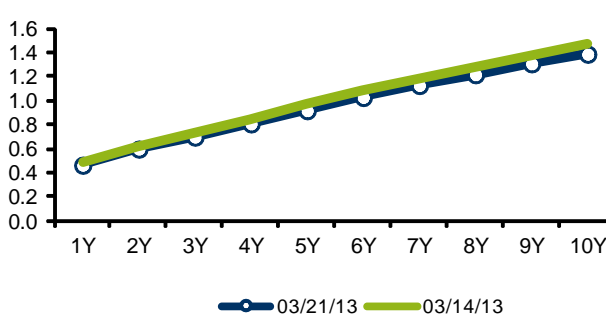


Zdroj: Thomson Reuters

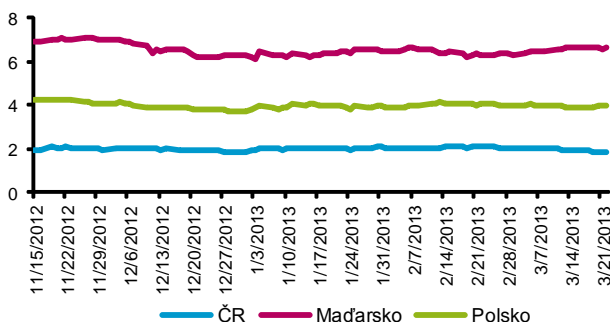
FRA 3x6 (%)



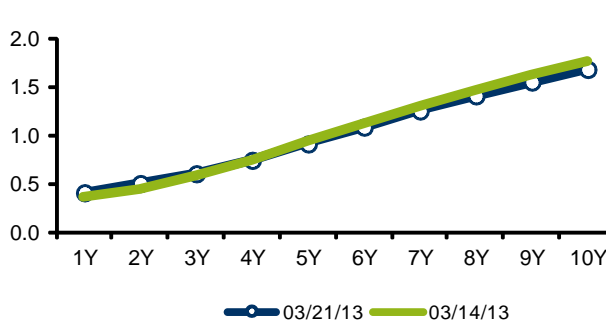
IRS CZK (%)



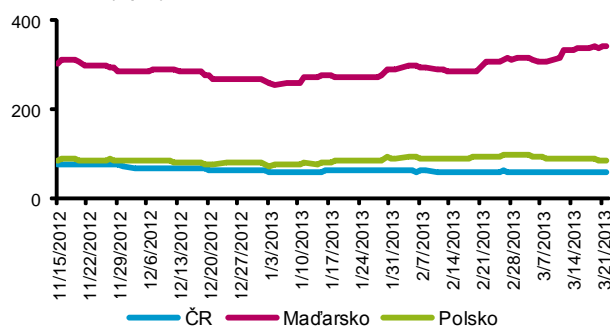
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



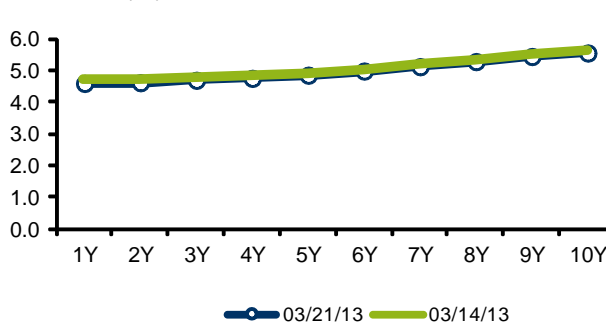
IRS EUR (%)



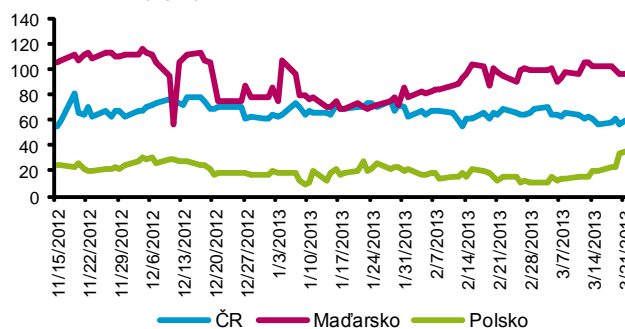
CDS 5Y (bps)



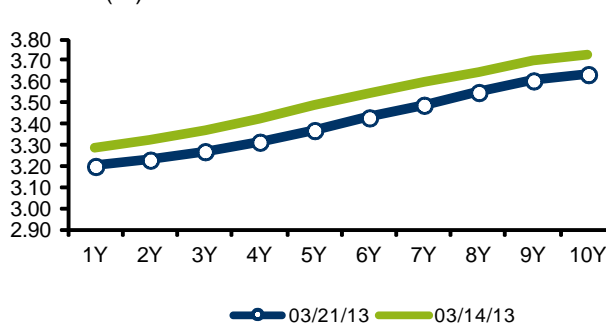
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ÚT cca 14:00, HU Zasedání MNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	5,25	2/2013
změna v b. bodech	-25	-25

HU: Základní sazba MNB klesne na 5 %

MNB s novým prezidentem v čele uskuteční další snížení základní úrokové sazby o dalších 25 bazických bodů. Spekulace, že by redukce sazeb mohla být tentokrát hlubší, zchladilo oslabení forintu a s tím související vyjádření nového viceguvernéra Baloga, který uvedl, že je zapotřebí gradualistického přístupu (při snižování sazeb). Na druhou stranu propad inflace a zřejmě i zhoršení nové makroekonomické prognózy centrální banky vylučuje, že se toto zasedání obejde bez redukce úroků.

ČT 13:00, CZ Zasedání ČNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	0,05	11/2012
změna v p. bodech	0	-20

CZ: Diskuse o intervencích ČNB

Bankovní rada na svém letošním druhém zasedání ponechá úrokové sazby opět beze změny. Snižovat je už není kam. Inflační tlaky ustoupily a dokonce ani zvýšení DPH s inflací příliš nezahýbalo, přesto poptávka v ekonomice zůstává utlumená. Reálné příjmy domácností doposud klesaly, nezaměstnanost roste a důvěra spotřebitelů zůstává velmi nízká. Na stole se stále objevují úvahy o možných devizových intervencích, které by mohly „zajistit“ splnění dvouprocentního inflačního cíle. Na druhou stranu takto vynucené zvýšení inflace může znovu srazit reálnou finanční situaci spotřebitelů a exportu příliš nepomůže. Jako pravděpodobný závěr se tedy jeví zachování vyčkávacího postoje ČNB.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
EMU	25.03.2013	0:00	Rozhodnutí o finanční výpomoci Kypru	ECB	03/2013						
Německo	25.03.2013	8:00	Maloobchodní tržby	%	02/2013			-0.5	2	3.1	2.4
EMU	25.03.2013	12:00	Projev Mersche v Madridu	ECB	03/2013						
USA	26.03.2013	0:00	2letá aukce	mld. USD	03/2013			35			
Maďarsko	26.03.2013	14:00	Zasedání MNB	%	03/2013	5		5		5.25	
USA	26.03.2013	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby	%	02/2013			3.8		-5.2	
USA	26.03.2013	14:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostř.	%	02/2013			0.9		1.9	
USA	26.03.2013	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí	%	01/2013			7.9		6.84	
USA	26.03.2013	16:00	Spotřebitelská důvěra		03/2013			69		69.6	
USA	26.03.2013	16:00	Prodej nových domů	tis.	02/2013			425		437	
USA	27.03.2013	0:00	5letá aukce	mld. USD	03/2013			35			
Německo	27.03.2013	8:00	Spotřebitelská důvěra GfK		04/2013			5.9		5.9	
EMU	27.03.2013	11:00	Index ekonomické důvěry		03/2013			90.5		91.1	
EMU	27.03.2013	16:00	Index spotřebitelské důvěry		03/2013 *F			-23.5		-23.5	
USA	27.03.2013	16:00	Kontrakty na prodej domů	%	02/2013			0.7		4.5	10.4
USA	27.03.2013	17:15	Projev Pianalta o měnové politice v Clevelandu	Fed	03/2013						
USA	27.03.2013	18:00	Projev Kocherlakota o měnové politice v Edine, MN	Fed	03/2013						
USA	28.03.2013	0:00	7letá aukce	mld. USD	03/2013			29			
Maďarsko	28.03.2013	8:30	Běžný účet	mld. HUF	4Q/2012			293		780	
Maďarsko	28.03.2013	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	02/2013			11.6		11.2	
Německo	28.03.2013	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	03/2013			6.9		6.9	
EMU	28.03.2013	10:00	Peněžní zásoba M3	%	02/2013				3.2		3.5
ČR	28.03.2013	12:30	Zasedání ČNB	%	03/2013	0.05		0.05		0.05	
Polsko	28.03.2013	14:00	Běžný účet	mil. EUR	4Q/2012			-3436		-3367	
USA	28.03.2013	14:30	HDP	%	4Q/2012 *A			0.5		0.1	
USA	28.03.2013	14:30	Soukromá spotřeba	%	4Q/2012 *A			2.1		2.1	
USA	28.03.2013	14:30	Cenový index HDP	%	4Q/2012 *A			0.9		0.9	
USA	28.03.2013	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	4Q/2012 *A			0.9		0.9	
USA	28.03.2013	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	1.03.2013			338		336	
USA	28.03.2013	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	1.03.2013					3053	
USA	28.03.2013	16:00	Index nákupních manažerů z Chicaga		03/2013			56.3		56.8	
Maďarsko	29.03.2013	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	01/2013 *F					317.9	
Maďarsko	29.03.2013	9:00	Výrobní ceny	%	02/2013				0.8	1.4	-0.9
ČR	29.03.2013	11:00	Peněžní zásoba M2	%	02/2013						4.6
USA	29.03.2013	14:30	Osobní příjmy	%	02/2013			0.9		-3.6	
USA	29.03.2013	14:30	Osobní výdaje	%	02/2013			0.6		0.2	
USA	29.03.2013	14:30	Deflátor osobní spotřeby	%	02/2013			0.5	1.4	0	1.2
USA	29.03.2013	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	02/2013			0.1	1.3	0.1	1.3
USA	29.03.2013	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		03/2013 *F			72.9		74.8	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná					poslední změna		
		hodnota	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3		
Česko	2T repo	0.05	0.50	0.05	0.05	0.05	0.05	-25 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depo	5.25	6.50	5.75	5.25	4.75	4.50	-25 bps	2/26/2013
Polsko	2T inter. sazba	3.25	4.75	4.25	3.25	3.25	3.25	25 bps	3/6/2013

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
Česko	PRIBOR 3M	0.48	0.80	0.50	0.47	0.46	0.45
Maďarsko	BUBOR 3M	5.11	6.61	5.75	5.20	4.70	4.50
Polsko	WIBOR 3M	3.39	4.92	4.11	4.90	4.90	4.90

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
Česko	CZ10Y	1.39	1.61	1.37	1.43	1.58	1.78
Maďarsko	HU10Y	5.63	6.56	5.49	7.25	7.00	4.80
Polsko	PL10Y	3.60	4.39	3.60	5.40	5.40	5.40

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
Česko	EUR/CZK	25.8	25.13	25.09	25.70	25.40	25.00
Maďarsko	EUR/HUF	307	285	291	280	280	#N/A
Polsko	EUR/PLN	4.18	4.11	4.08	4.15	4.00	4.00

HDP

	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
Česko	-0.5	-1.0	-1.3	-1.7	-1.3	0.7	0.0
Maďarsko	-0.7	-1.5	-1.5	-2.7	0.3	0.8	1.2
Polsko	3.6	2.3	1.4	1.1	0.8	1.1	1.5

Inflace

	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
Česko	3.8	3.5	3.4	2.4	1.8	1.8	1.8
Maďarsko	5.5	5.6	6.6	5.0	3.6	3.0	2.8
Polsko	3.9	4.3	3.8	2.4	1.4	1.4	2.0

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

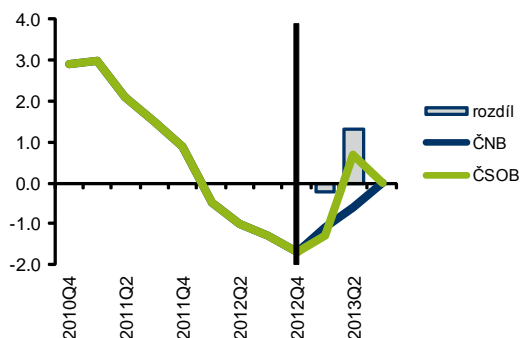
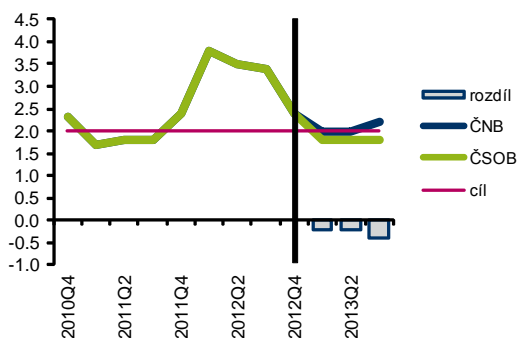
	2012	2013
Česko	-1.7	-1.9
Maďarsko	1.5	1.0
Polsko	-4.0	-3.8

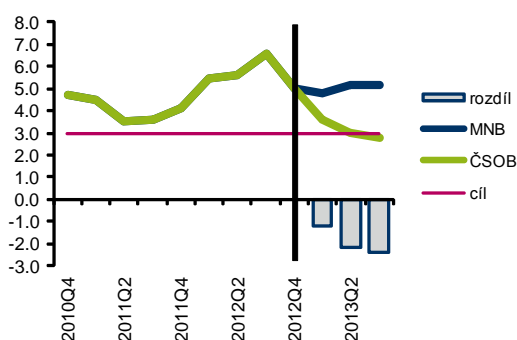
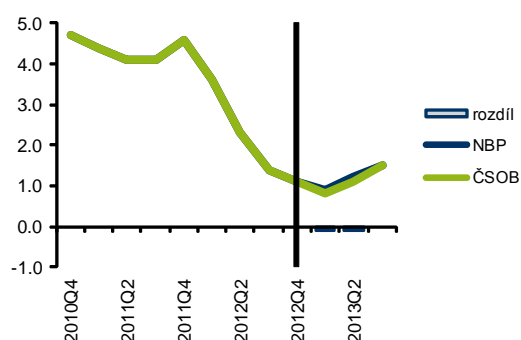
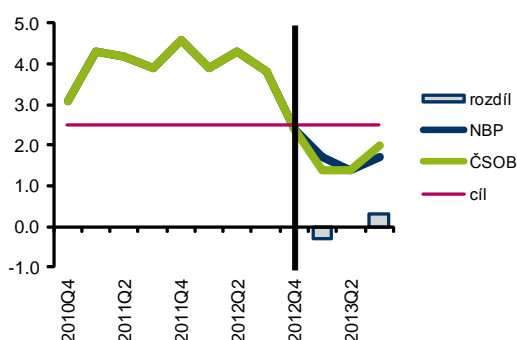
Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	2012	2013
Česko	-5.0	-3.0
Maďarsko	-2.5	-2.2
Polsko	-3.5	-4.0

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.