



● Maďarsko

Maďarské domácnosti mohou předčasně splatit své FX úvěry – odnesou to banky 2

● Polsko a Maďarsko

Inflace se posunula v srpnu vzhůru 3

● Výhled na týden

Sazby v Maďarsku a ČR zůstávají beze změn 5

Maďarská politika rozhýbala region

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24,42	↗	→
EUR/PLN	4,300	↗	↘
EUR/HUF	285,5	↗	→
3M PRIBOR	1,17	→	→
3M WIBOR	4,76	↗	↗
3M BUBOR	6,10	↗	↗
10Y CZK	2,91	→	↗
10Y PLN	5,82	↗	↗
10Y HUF	7,44	↗	↗
3M EURIBOR	1,55	↘	↘
10Y EMU	1,91	↘	↗

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Maďaři jsou mistři v rozpočtové improvizaci. Chystají se na banky hodit většinu nákladů s půjčkami domácností ve švýcarských francích. Jak se ukazuje, celkové ztráty mohou dosáhnout až 1,4 % HDP, což je 17 % bankovního kapitálu. Maďarské dluhopisy i forint se dostaly pod výrazný tlak, protože banky při předčasných splátkách zahraničních hypoték budou muset shánět hotovost v řádech miliard eur. Tlak může trochu polevit, pokud se maďarské vládě podaří přijmout úsporný rozpočet pro rok 2012.

Na polském zlotém se nejen maďarské, ale i globální napětí podepsalo také negativně a během týdne si sáhnul na nejslabší úroveň za posledních 26 měsíců. Jsme trochu překvapeni, že jsme zatím neviděli výraznější intervence státní banky BGK, která období slabého zlotého využívá ke konverzi bruselských eur. Pokud by tlak na zlotý pokračoval, je velkým zájmem ministerstva financí ho bránit. Veřejný dluh by se totiž jinak (kvůli značnému podílu zahraničního dluhu) mohl vyšplhat nad 55 % HDP.

V tuto chvíli je zlotý od začátku roku slabší skoro o 8 %. Když vezmeme v potaz, že podíl zahraničního dluhu na veřejném činí skoro 40 %, může současné znehodnocení kurzu znamenat skoro 3 procentní body veřejného dluhu vůči HDP navíc. Intervence ve prospěch zlotého jsou navíc efektivnější, pokud s nimi ministerstvo financí přijde včas. Slabý zlotý navíc může být trnem v oku centrální bance, kterou stále trápí přetrvávající inflační očekávání. V posledním týdnu jsme viděli hned dva relativně umírněné bankéře (Glapiński, Gilowska), jak nevyklučují další utažení měnové politiky.

Maďarské domácnosti mohou předčasně splatit FX úvěry

Jan Čermák, Gyorgy Barcza

Maďarské domácnosti budou mít možnost své půjčky v cizích měnách jednorázově splatit s podstatně výhodnějším kurzem.

Obětí nového plánu se stanou maďarské banky, což ještě dále zhorší image maďarské hospodářské politiky ve světě.

Na čele žebříčku zemí s nejagresivnější intervenční politikou figuruje Maďarsko a tuto svoji pozici si možná ještě vylepší díky zveřejnění svého posledního plánu, jak vyřešit nekončící problém s úvěry domácností (především hypoték) ve švýcarských francích. Ty si Maďaři v masivním měřítku nabrali v letech 2005 až 2007 a nyní je tyto úvěry, vinou propadu kurzu, tíží jako koule na noze.

První pokus, jak se s tímto problémem vyrovnat, bylo ze strany Orbánovy vlády opatření, jež bankám přikazovalo umožnit splácet úvěry v cizích měnách v měně domácí, a to při podstatně výhodnějším kurzu (CHF/HUF 180). Rozdíl mezi aktuálním kurzem a kurzem „dohodnutým“ se přitom měl akumulovat na zvláštním účtu (úročit sazbou BUBORu) a po několika letech přičíst k zbývajícím jistině původního úvěru.

Vláda při zavedení tohoto opatření evidentně sázela na to, že kurz forintu v budoucnu spíše posílí než oslabí, takže dodatečná zátěž ze ztrát připisovaných k jistině nebude nijak fatální. To se však nestalo, neboť forint je vůči franku i euru stále slabý, a tak ztráty domácností narůstaly. Poté přichází vládní zásah číslo dvě, který nutí banky umožnit domácnostem jednorázové splacení úvěrů v cizích měnách. Kurz, má být přitom opět nastaven na úrovni CHF/HUF 180, respektive EUR/HUF 250. Ztráty z rozdílu mezi vládou přikázaným kurzem a kurzem tržním přitom mají nést banky. A nepůjde o malé ztráty – pokud by domácnosti předčasně splatily třetinu svých úvěrů ve švýcarských francích (celkem jich je za 24,8 mld. CHF), maďarské banky utrpí okamžitou ztrátu ve výši 1,4 % HDP, což představuje 17 % jejich kapitálu. Výše uvedený scénář je nicméně extrémní, neboť reálně lze spíše počítat s tím, že pouze 10-20 % klientů bude schopno své úvěry předčasně splatit.

Nicméně i tak ztráty bank (převážně v držení zahraničních investorů) nebudou malé (asi 2-4 mld. euro) a lze počítat s tím, že se budou snažit nové vládní opatření právně napadnout. Například člen bankovní rady ECB uvedl, že jde o porušení pravidel vnitřního trhu. Stejně tak nebudou nadšeny ratingové agentury. Přesto maďarskou vládu, která se v parlamentu dvoutřetinovou většinou distancuje od aplikace plánu, který má podle premiéra pomoci 150-300 tisícům dlužníků, patrně nic neodradí. Negativní image v zahraničí spojená se zaváděním výše uvedeného plánu bude minimálně v krátkém období negativní zprávou pro forint a maďarské dluhopisy.

CHF/HUF



EUR/HUF



Inflace v Polsku a Maďarsku se posunula vzhůru

Petr Báča, Jan Čermák

Inflace v Polsku mírně překvapila.

Podle informací statistického úřadu dosáhla inflace v Polsku v srpnu hodnoty 4,3 % meziročně, čímž připravila trhům mírné překvapení (konsenzus byl 4,2 %). Oproti našim předpokladům došlo k významnějšímu poklesu cen potravin, které se tak snižovaly o více než procento meziměsíčně již třetí měsíc v řadě. I přes výrazný pokles oproti letošním maximům (5 % y/y) se míra inflace pohybuje vysoko nad horní hranicí tolerančního pásma centrální banky, která činí 3,5 %.

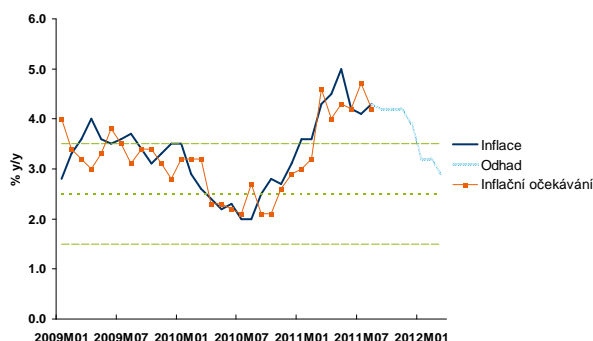
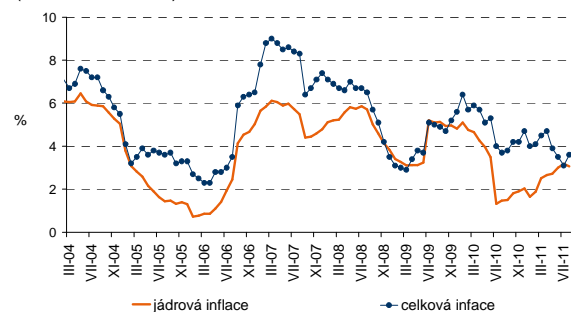
Na konci tohoto roku by se měla vrátit pod 4 %.

Podle našich předběžných odhadů by měla inflace ve zbytku roku klesat a v prosinci by se mohla poprvé od února vrátit pod 4 %. Nejvýznamnějším rizikem pro předpověď je v současné době kurz polského zlotého, který je z regionálních měn prozatím nejsilněji ovlivněn nejnovějším děním, týkajícím se dluhové krize v eurozóně. V následujícím roce by však měl pomoci vrátit inflaci k cíli i pomalejší růst polské ekonomiky.

Maďarská inflace překvapivě zrychla vinou drahého benzínu. Výhled zůstává smíšený.

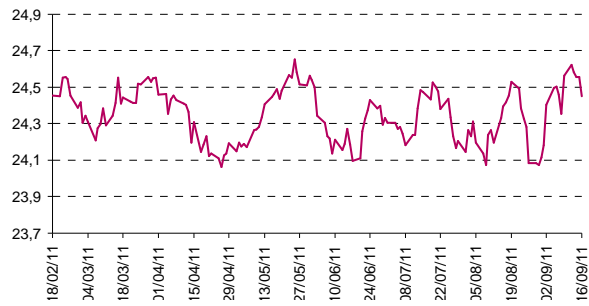
Maďarská inflace v srpnu poměrně výrazně překvapila, když její meziroční tempo zrychlovalo na 3,6 %. V pozadí zrychleného růstu jsou více méně vnější faktory jako viditelně vyšší ceny benzínu a menší (sezónní) pokles cen potravin. Z toho celkově plyne, že jádrová inflace tak na rozdíl od celkové zpomalila (na 3,1% meziročně).

Inflační výhled zůstává v Maďarsku smíšený, kdy v nejbližším horizontu může růst cen povzbudit jednak slabší forint a jednak zvýšení některých spotřebních daní. V obou případech by příspěvek k růstu inflace měl být 0,1-0,2 procentního bodu. Na druhou stranu výhled pro rok 2012 zůstává relativně příznivý, když velmi slabá poptávka by měla zajistit mírný pokles (meziroční) inflace směrem k hranici 3 %.

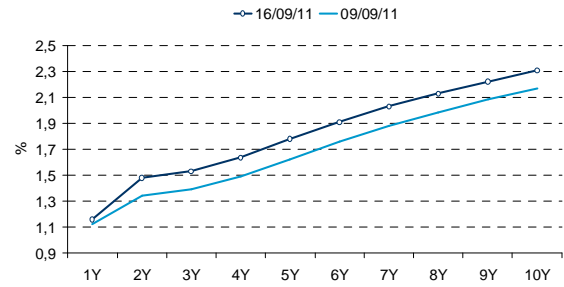
PL: Inflace

Maďarská inflace (meziroční změna)


Přehled trhů

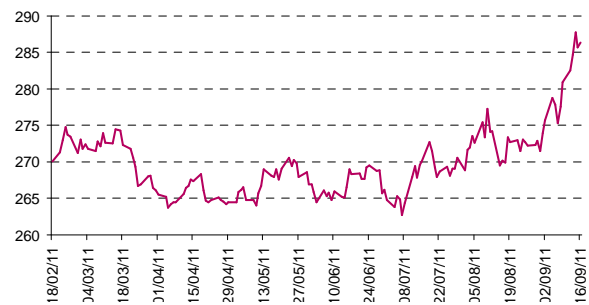
EURCZK



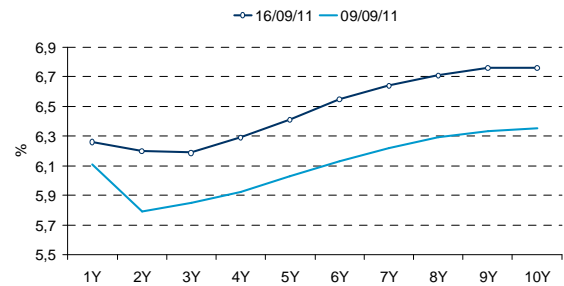
CZ IRS



EURHUF



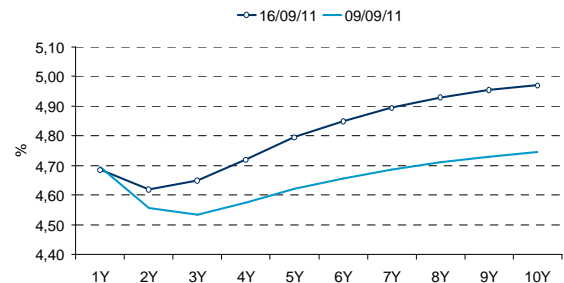
HU IRS



EURPLN



PL IRS



Klíčové očekávané události

PO cca 14:00, HU Zasedání MNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	6,00	1/2011
změna v b. bodech	0	25

HU: Základní sazba stále beze změny

Ačkoliv forint průběžně oslabuje a inflace (v meziročním vyjádření) stále roste, MNB se bude i nadále držet své neutrální pozice a sazby měnit nebude.

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 beze změny

Hlavní úroková sazba ČNB zůstává již 16 měsíců beze změny na historicky nejnižší úrovni a s ní se v blízkosti minim nacházejí i sazby na peněžním trhu. Prognóza centrální banky sice indikuje, že by úrokové sazby v ČR měly ještě na přelomu roku zamířit vzhůru, avšak zhoršený výhled evropské ekonomiky bude fungovat jako velmi silná brzda pro zvyšování českých sazeb. Čeká nás proto delší období stability úrokových sazeb centrální banky, což ovšem neznamená, že se v průběhu dalších měsíců dlouhodobé úrokové sazby ještě více neodpoutají od svých nedávných minim.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Polsko	19.9.2011	14:00	Průmyslová výroba (%)	08/2011			-1,0	2,7	-6,0	1,8
Polsko	19.9.2011	14:00	Ceny v průmyslu (%)	08/2011			0,2	6,4	0,4	5,9
USA	19.9.2011	19:00	Index stavitelů rodinných domů	09/2011			15		15	
Německo	20.9.2011	08:00	Ceny v průmyslu (%)	08/2011			0,1	6,0	0,7	5,8
Německo	20.9.2011	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)	09/2011			-40,0		-37,6	
Německo	20.9.2011	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)	09/2011			37,5		53,5	
Maďarsko	20.9.2011	14:00	Zasedání MNB (%)	09/2011			6,00		6,00	
Polsko	20.9.2011	14:00	Jádrová inflace (%)	08/2011			0,0	2,4	0,1	2,4
USA	20.9.2011	14:30	Udělená stavební povolení	08/2011			590		597	
USA	20.9.2011	14:30	Zahájení staveb nových domů	08/2011			590		604	
Maďarsko	21.9.2011	09:00	Maloobchodní tržby (%)	07/2011				-1,2		-0,5
ČR	21.9.2011	12:00	Aukce st. dluhopisu 2,75%/2014 (mld. CZK)	09/2011			8			
ČR	21.9.2011	12:30	Zasedání ČNB (%)	09/2011	0,75		0,75		0,75	
USA	21.9.2011	16:00	Prodej stávajících domů (mil.)	08/2011			4,75		4,67	
USA	21.9.2011	20:15	Zasedání FOMC (%)	09/2011			0,25		0,25	
EMU	22.9.2011	10:00	Index nákupních manažerů ve službách	09/2011 *A			51,0		51,5	
EMU	22.9.2011	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu	09/2011 *A			49,0		49,0	
EMU	22.9.2011	11:00	Nové průmyslové zakázky (%)	07/2011			-1,2	10,5	-0,7	11,1
EMU	22.9.2011	11:00	Index spotřebitelské důvěry	09/2011 *A			-17,5		-16,5	
Maďarsko	22.9.2011	12:00	Aukce st. dluhopisu/pevná sazba (mld. HUF)	09/2011 *A						
USA	22.9.2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	16.9.					414	
USA	22.9.2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	9.9.					3 717	
USA	22.9.2011	16:00	Předstihové ukazatele	08/2011			0,1		0,5	
SR	23.9.2011	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	08/2011			13,0		13,2	
Polsko	23.9.2011	10:00	Maloobchodní tržby (%)	08/2011			-0,5	9,2	0,7	8,2
Polsko	23.9.2011	10:00	Míra nezaměstnanosti (%)	08/2011			11,6		11,7	
EMU	23.9.2011	22:30	Projev Tricheta ve Washingtonu (ECB)	09/2011						

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; Sřední Evropa - data sezónně neočištěna, pokud není uvedeno jinak
 Aukce státních dluhopisů: období = datum emise: m/m = doptávka; v/v = nabídka

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná					poslední změna		
		hodnota	2011 Q3	2011 Q4	2012 Q1	2012 Q2	2012 Q3		
Česko	2T repo	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	-25 bps	5/7/2010
Maďarsko	2T depo	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	25 bps	1/24/2011
Polsko	2T inter. sazba	4,50	4,50	4,50	4,50	4,75	4,75	25 bps	6/9/2011

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2011 Q3	2011 Q4	2012 Q1	2012 Q2	2012 Q3
Česko	PRIBOR 3M	1,17	1,18	1,19	1,22	1,25	1,47
Maďarsko	BUBOR 3M	6,10	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Polsko	WIBOR 3M	4,76	4,60	4,60	4,60	4,75	4,80

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2011 Q3	2011 Q4	2012 Q1	2012 Q2	2012 Q3
Česko	CZ10Y	2,35	2,20	2,40	2,55	2,70	2,80
Maďarsko	HU10Y	6,81	7,50	7,50	7,50	7,25	7,00
Polsko	PL10Y	4,97	4,80	5,00	5,00	5,10	5,20

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2011 Q3	2011 Q4	2012 Q1	2012 Q2	2012 Q3
Česko	EUR/CZK	24,5	25,0	24,4	24,0	23,8	23,8
Maďarsko	EUR/HUF	287	295	280	270	270	268
Polsko	EUR/PLN	4,33	4,35	4,10	3,95	3,90	3,90

HDP

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

Inflace

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

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

	2010	2011
Česko	-3,8	-3,6
Maďarsko	0,5	2,9
Polsko	-2,1	-2,9

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 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.