



● Maďarsko

Maďarská vláda stále přemítá co s půjčkami v cizích měnách

2

● Výhled na týden

MNB opět sníží základní úrokovou sazbu

5

Překvapí ČNB uvolněním měnových podmínek?

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25.82	↗	↗
EUR/HUF	298.8	↗	↗
EUR/PLN	4.23	↗	↗
3M PRIBOR	0.45	→	→
3M BUBOR	3.75	↘	↘
3M WIBOR	2.68	→	→
10Y CZK	2.46	↗	↗
10Y PLN	4.37	↗	↗
10Y HUF	5.90	↗	↗
3M EURIBOR	0.22	→	→
10Y EMU	1.95	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Čeští centrální bankéři nás svými posledními komentáři překvapili. Intervence proti koruně jsou totiž po jejich nejčerstvějších vystoupeních pravděpodobnější, než jsme si původně mysleli. Vedle guvernéra Singera se opatrně ve prospěch intervencí překvapivě vyjádřil i jeho kolega Kamil Janáček. Následující čtvrtěk tak bude rozhodování velice těsné.

Připomeňme, že již srpnová prognóza v zásadě ospravedlňovala start intervencí proti koruně. Kurz implikovaný prognózou po očištění o rozdíl mezi tržní a prognózovanou sazbou PRIBOR byl zjevně slabší než aktuální kurz (náš odhad je 26,20 EUR/CZK). Od minulé prognózy sice ČNB pozitivně překvapil lepší výsledek HDP za druhý kvartál na druhou stranu však klíčové složky domácí poptávky - investice a spotřeba domácností - dopadly hůře anebo přinejlepším v souladu se srpnovou prognózou. Současně ČNB čelí opět nižší než předpokládané inflaci a také reálné mzdy se vyvíjí hůře, než očekávala srpnová prognóza. Jinak řečeno kurz implikovaný srpnovou prognózou by se v očích ČNB neměl měnit, přičemž v realitě byl kurz za poslední měsíc silnější než odhad centrální banky.

To vše dohromady může dráždit bankovní radu a to dokonce i některé její váhající členy. Jinými slovy ať fakticky či z pohledu rétoriky ČNB pravděpodobnost skutečného spuštění intervencí bezesporu vzrostla. Nevylučujeme proto, že se bankovní rada rozhodne pro stanovení nového režimu, kdy naznačí ochotu aktivně bránit koruně intervencemi v posílení za určitou explicitně danou mez. Existence takto definovaného (závazného) stropu pro posílení koruny by přitom byla podmíněna naplňováním aktuální makro prognózy ČNB.

Maďarská vláda přemítá co s půjčkami v cizích měnách

Jan Čermák

Forint nelibě nese zprávy o tom, že vláda chce dodatečné náklady na konverzi zbývajících půjček domácností v cizích měnách přesunout na bankovní sektor.

Na počátku listopadu by se vše mělo vyjasnit, a proto by maďarské trhy měly být ve střehu.

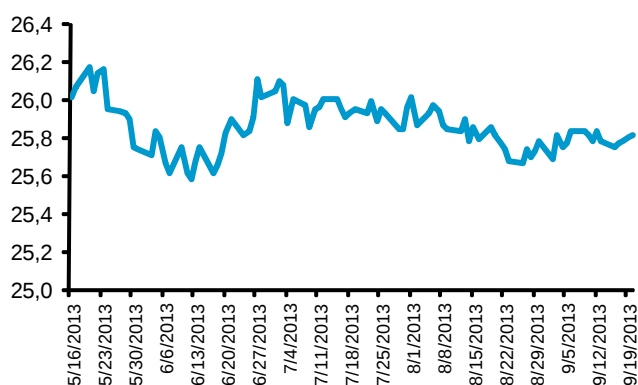
Volatilita forintu byla v posledních dnech a týdnech způsobena nejen zahraničními událostmi, ale také posledními záměry Orbánovy vlády vyřešit palčivý problém s půjčkami domácností v cizích měnách. Forint přitom nelibě nese zprávy o tom, že vláda chce dodatečné náklady na konverzi zbývajících půjček domácností v cizích měnách (v současnosti cca za 11 mld. EUR) přesunout na bankovní sektor, což se trhu nelíbí.

Není také divu, že vláda v tuto chvíli prozatím nenašla společnou řeč s maďarskou bankovní asociací. I proto dala vláda na stůl ultimativní datum, do kterého se musí v otázce FX půjček domácností najít společné řešení. V opačném případě hodlá vláda postupovat jednostranně, neboli přijme příslušné zákony, které zajistí, aby se domácnostem, jež jsou stále zatíženy půjčkami v cizích měnách, ulevilo. Vláda má přitom zjevně naspěch, neboť již za osm měsíců jsou parlamentní volby, přičemž je třeba dostát vládním slibům, které před třemi lety obsahovaly právě úlevy pro domácnosti předlužené v cizích měnách.

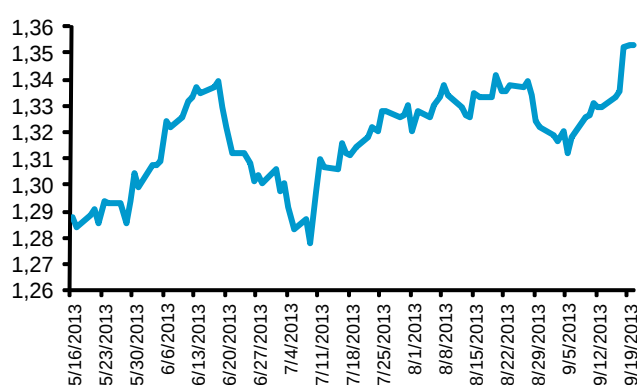
V tuto chvíli se přitom zdá, že zvolené řešení bude vycházet z návrhu MNB, který počítá s tím, že vláda přinutí (komerční) banky, aby kurzově zafixovaly nejen úrokové splátky, ale i zbývající jistinu. Ta se konvertuje do forintů, přičemž konverzní kurz bude usazen obdobně jako v předchozím "konverzním" programu - na mimo tržní úrovni EUR/CHF 180, resp. EUR/HUF 250. Ztráty vzniklé mezi spotovou úrovní kurzu a konverzním kurzem by přitom exkluzivně nesly komerční banky, jejichž profitabilita by dále klesla. Není proto divu, že takové návrhy se finančnímu sektoru nelíbí, což se zprostředkovaně čas od času (neaktivně) odráží v kurzu forintu a potažmo i v cenách maďarských vládních dluhopisů. Každopádně minimálně na počátku listopadu by se vše mělo vyjasnit, a proto by maďarské trhy měly být ve střehu.

Přehled trhů

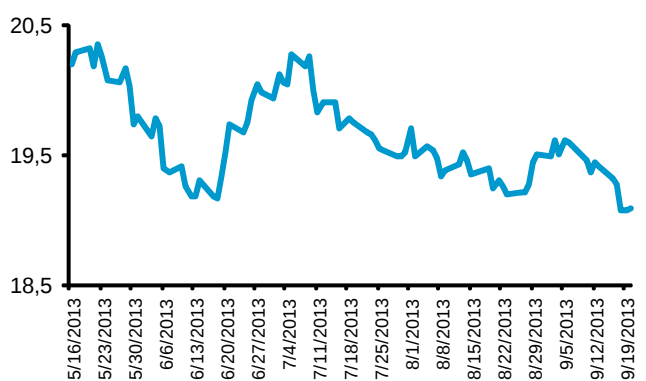
EURCZK



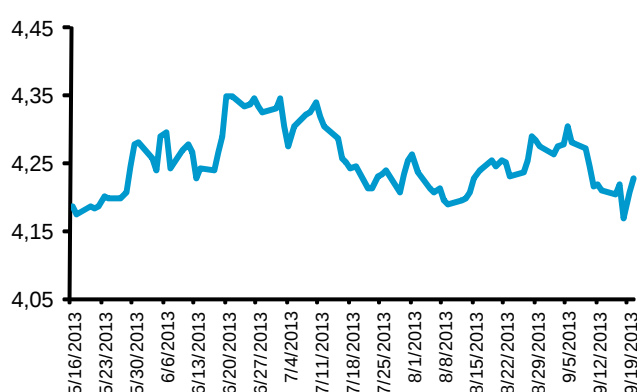
EURUSD



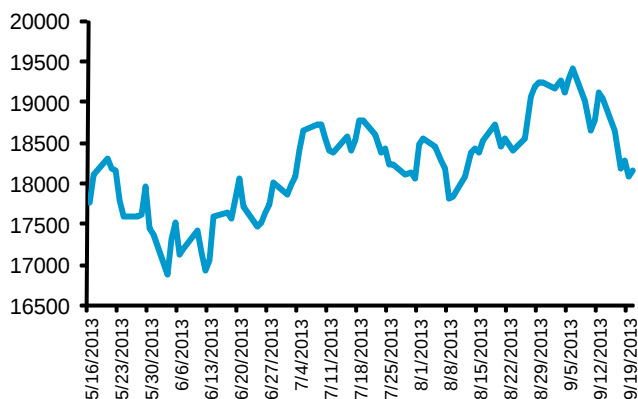
USDCZK



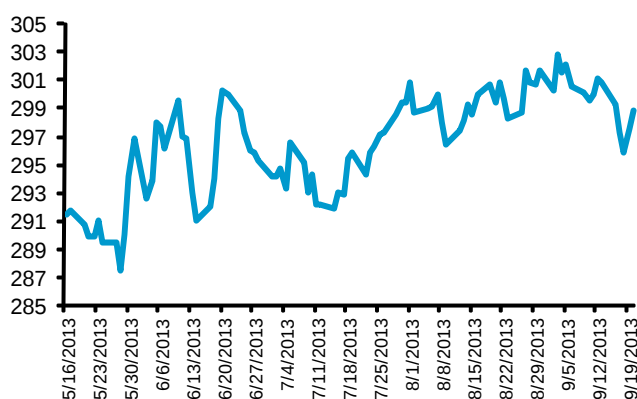
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

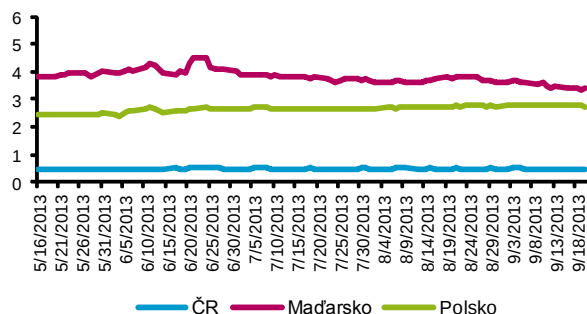


EURHUF

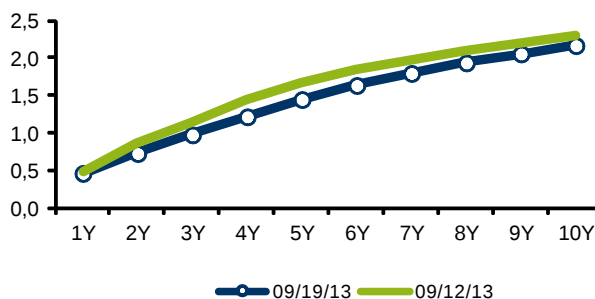


Zdroj: Thomson Reuters

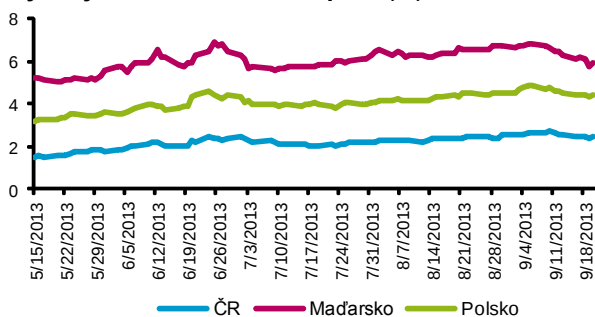
FRA 3x6 (%)



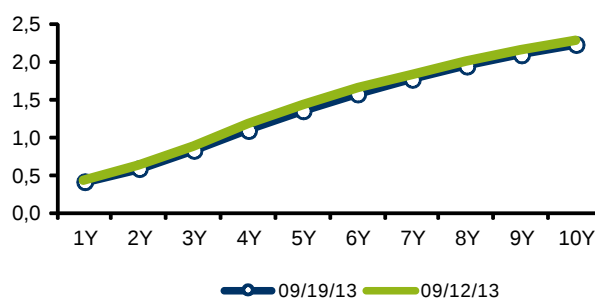
IRS CZK (%)



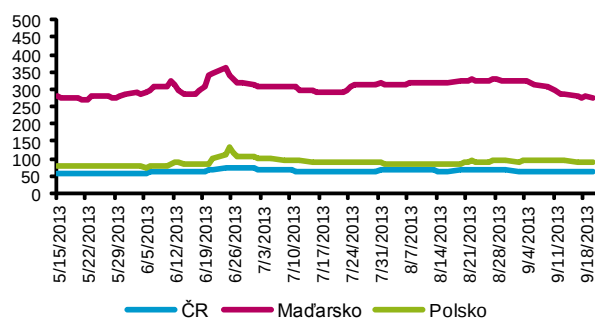
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



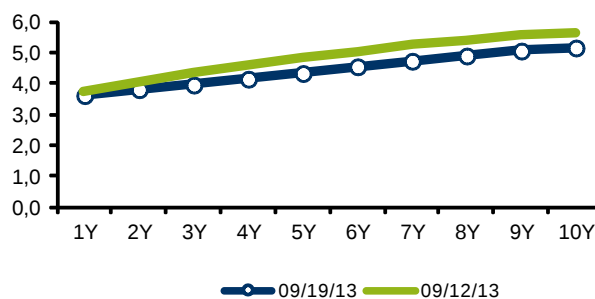
IRS EUR (%)



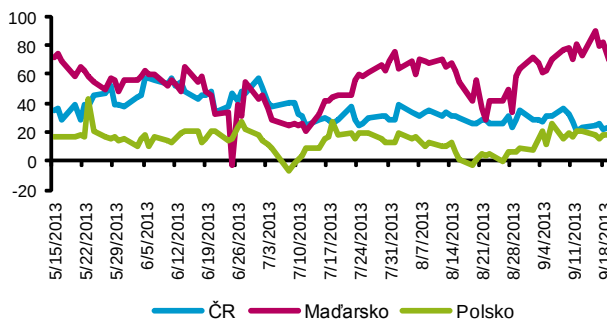
CDS 5Y (bps)



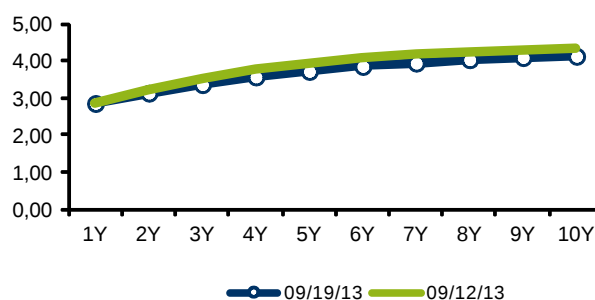
IRS HUF (%)



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 %	3,65	8/2013
změna v b. bodech	-15	-20

HU: MNB sníží základní úrokovou sazbu

Národní banka Maďarska na minulém zasedání snížila svoji základní úrokovou sazbu o netradičních 20 bazických bodů na nové historické minimum. I když rozhodování o sazbách bude záviset i na sentimentu na finančních trzích (zejména aktuální pozici forintu) nízká inflace spolu s dalším snižováním cen elektřiny a plynu plánovaném již na podzim tohoto roku pravděpodobně podpoří holubičí názory v bankovní radě. O jak velké snížení se bude jednat je ale velmi nejisté. Byť tentokrát bude redukce nižší než minule - základní sazba by tentokrát mohla poklesnout o 10-15 bazických bodů.

ČT 14:00, CZ Zasedání ČNB

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

CZ: Intervence ČBN ve vzduchu

Intervence proti koruně jsou po nejčerstvějších vystoupeních centrálních bankéřů ČNB pravděpodobnější, než jsme si původně mysleli. Vedle guvernéra Singera se opatrně ve prospěch intervencí překvapivě vyjádřil i jeho kolega Kamil Janáček. Následující čtvrtek tak bude rozhodování velice těsné. Pravděpodobnost skutečného spuštění intervencí bezesporu vzrostla. Nevylučujeme, že se bankovní rada rozhodne pro stanovení nového režimu, kdy naznačí ochotu aktivně bránit koruně intervencemi v posílení za určitou explicitně danou mez.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Francie	23.09.2013	9:50	Index nákupních manažerů v průmyslu		09/2013 *P			50.1		49.7	
Německo	23.09.2013	9:55	Index nákupních manažerů v průmyslu		09/2013 *P			52		51.8	
EMU	23.09.2013	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		09/2013 *P			51.6		51.4	
EMU	23.09.2013	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		09/2013 *P			51		50.7	
USA	24.09.2013	0:00	2letá aukce	mld. USD	09/2013			33			
Německo	24.09.2013	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo		09/2013			108		107.5	
Německo	24.09.2013	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)		09/2013			112.6		112	
Německo	24.09.2013	10:00	Index Ifo (očekávání)		09/2013			104		103.3	
Polsko	24.09.2013	10:00	Maloobchodní tržby	%	08/2013			-1.5	2.7	3.8	4.3
Polsko	24.09.2013	10:00	Míra nezaměstnanosti	%	08/2013			13.1		13.1	
Maďarsko	24.09.2013	14:00	Zasedání MNB	%	09/2013	3.65		3.6		3.8	
USA	24.09.2013	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí	%	07/2013			12.5		12.07	
USA	24.09.2013	16:00	Spotřebitelská důvěra		09/2013			80.3		81.5	
USA	25.09.2013	0:00	5letá aukce	mld. USD	09/2013			35			
Německo	25.09.2013	8:00	Spotřebitelská důvěra GfK		10/2013			7		6.9	
USA	25.09.2013	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby	%	08/2013			-0.1		-7.3	
USA	25.09.2013	14:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostř.	%	08/2013			1.1		-0.6	
USA	25.09.2013	16:00	Prodej nových domů	tis.	08/2013			425		394	
USA	26.09.2013	0:00	7letá aukce	mld. USD	09/2013			29			
EMU	26.09.2013	10:00	Peněžní zásoba M3	%	08/2013				2.2		2.2
ČR	26.09.2013	13:00	Zasedání ČNB	%	09/2013	0.05		0.05		0.05	
USA	26.09.2013	14:30	HDP	%	2Q/2013 *A			2.7		2.5	
USA	26.09.2013	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	09/2013					309	
USA	26.09.2013	14:30	Soukromá spotřeba	%	2Q/2013 *A			1.8		1.8	
USA	26.09.2013	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	2Q/2013 *A					2787	
USA	26.09.2013	14:30	Cenový index HDP	%	2Q/2013 *A			0.8		0.8	
USA	26.09.2013	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	2Q/2013 *A					0.8	
USA	26.09.2013	16:00	Kontrakty na prodej domů	%	08/2013			-1		-1.3	8.6
Německo	27.09.2013	8:00	Inflace	%	09/2013 *P			0	1.5	0	1.5
Německo	27.09.2013	8:00	Harmonizovaná inflace	%	09/2013 *P			0	1.6	0	1.6
Maďarsko	27.09.2013	8:30	Běžný účet	mld. HUF	2Q/2013			520		549	
Francie	27.09.2013	8:45	HDP	%	2Q/2013 *F			0.5	0.3	0.5	0.3
Maďarsko	27.09.2013	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	08/2013			10		10.1	
EMU	27.09.2013	11:00	Index ekonomické důvěry		09/2013			96		95.2	
EMU	27.09.2013	11:00	Index spotřebitelské důvěry		09/2013 *F						
USA	27.09.2013	14:30	Osobní příjmy	%	08/2013			0.4		0.1	
USA	27.09.2013	14:30	Osobní výdaje	%	08/2013			0.3		0.1	
USA	27.09.2013	14:30	Deflátor osobní spotřeby	%	08/2013			0.1	1.2	0.1	1.4
USA	27.09.2013	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	08/2013			0.1	1.2	0.1	1.2
USA	27.09.2013	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		09/2013 *F			78		76.8	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	poslední změna	
Česko	2T repo	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	-20 bps	11/2/2012
Maďarsko	2T depo	3.80	5.75	5.00	4.25	3.75	3.75	-20 bps	8/27/2013
Polsko	2T inter. sazba	2.50	4.25	3.25	2.75	2.50	2.50	-25 bps	7/3/2013

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	PRIBOR 3M	0.45	0.50	0.47	0.44	0.43	0.43
Maďarsko	BUBOR 3M	3.75	5.75	4.90	4.20	3.80	3.90
Polsko	WIBOR 3M	2.68	4.11	3.39	2.73	2.70	2.75

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	CZ10Y	2.21	1.37	1.31	1.97	2.05	2.30
Maďarsko	HU10Y	5.30	5.49	5.41	5.84	5.50	5.90
Polsko	PL10Y	4.18	3.60	3.61	4.14	3.90	3.95

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	EUR/CZK	25.8	25.09	25.74	25.99	26.00	25.50
Maďarsko	EUR/HUF	299	291	304	295	300	300
Polsko	EUR/PLN	4.23	4.08	4.18	4.33	4.25	4.20

HDP

	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	-1.1	-1.4	-1.6	-2.4	-1.2	-0.9	-0.3
Maďarsko	-1.5	-1.7	-2.7	-0.9	0.5	0.5	1.0
Polsko	2.3	1.3	0.7	0.5	0.8	1.2	1.9

Inflace

	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Česko	3.5	3.4	2.4	1.7	1.6	1.5	1.6
Maďarsko	5.6	6.6	5.0	2.2	1.9	1.9	2.2
Polsko	4.3	3.8	2.4	1.0	0.2	1.3	1.5

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

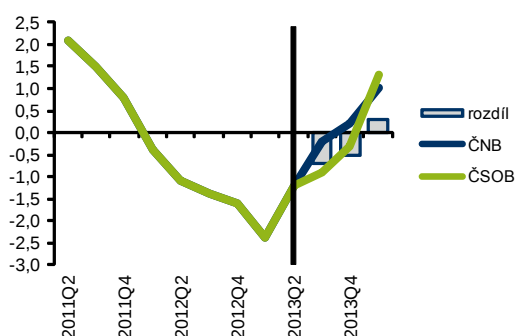
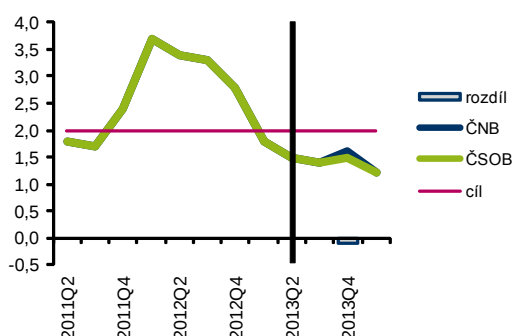
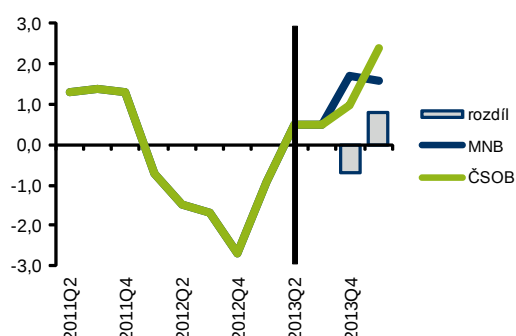
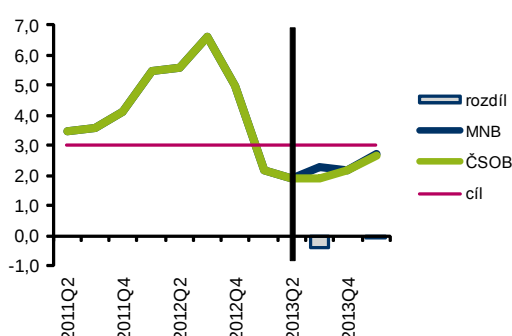
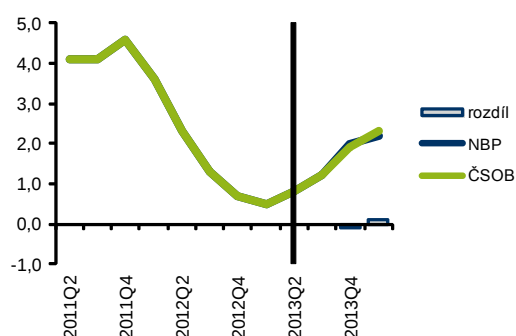
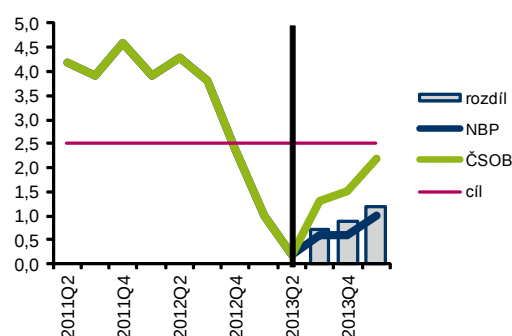
	2012	2013
Česko	-1.9	-2.5
Maďarsko	1.5	2.0
Polsko	-4.0	-3.8

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

	2012	2013
Česko	-4.4	-3.0
Maďarsko	-2.5	-2.7
Polsko	-3.9	-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.