



ČSOB FLASH

Jan Čermák, tel.: 261 353 115, e-mail: jcermak@csob.cz

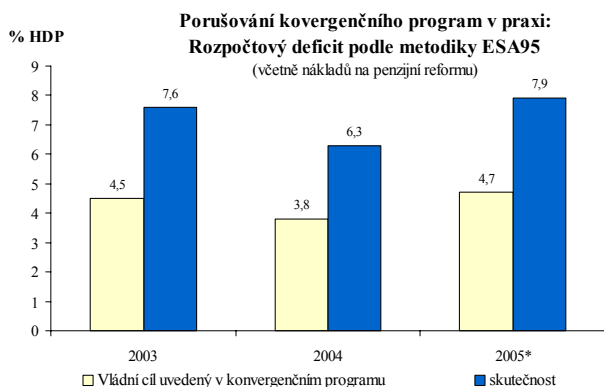
21. října 2005

MAĎARSKÝ FORINT OPĚT NA HRANĚ

Přestože forint podporují nejvyšší úrokové sazby v EU, oslabila maďarská měna na čtyřměsíční minima a nachází se pod trvalým tlakem. Růst úrokových sazeb ve vyspělých zemích v kombinaci s přetrvávající domácí makroekonomickou nerovnováhou a blížící se parlamentní volby činí forint nejzranitelnější měnou střední Evropy.

Co přivedlo kolaps důvěry?

Připomeňme, že na počátku současných výprodejů stála revize maďarských rozpočtových deficitů ze strany Eurostatu. Z hlediska nálady na trhu však nebyl rozhodující fakt, že Eurostat přinutil vládu zahrnout financování dálnice do veřejných financí a tím zvýšit rozpočtové deficity, ale spíše následná reakce vlády. Ačkoliv bylo zřejmé, že úprava deficitů zásadně zpochybňuje maďarský konvergenční program, neboť deficit se nepodaří do roku 2008 snížit pod maastrichtskou úroveň, vláda nepřijala jediné protiopatření s cílem dodržet původní fiskální plány. Naopak, premiér Guyršzány příslibil, že se jeho vláda nevzdá ani kousku (nové) dálnice, jen aby dosáhla rychlého přijetí eura. Stejně tak bylo málo povzbudivé vyjádření vůdce pravicové opozice Orbána, který v souvislosti s revizí rozpočtových deficitů oportunisticky prohlásil, že přijetí eura vidí realisticky v letech 2013-2016. Jinak řečeno, stačila jedna revize dat Eurostatu, aby se ukázalo, že dřívější tradiční politický konsensus v otázce rychlého přijetí eura, v Maďarsku fakticky neexistuje.



* rok 2005 - očekávaná skutečnost včetně leasingu letounů Gripen (0,5 % HDP)

Druhým klíčovým faktorem, který nyní podkopává stabilitu forintu, je růst úrokových sazeb ve vyspělých zemích. Ten, jak to obvykle bývá, donutí investory znovu zaměřit pozornost na makroekonomické fundamenty emerging markets. A to není dobrá zpráva pro Maďarsko, které navzdory mírnému poklesu, trpí i nadále vysokým deficitem běžného účtu. Vyšší úrokové sazby totiž z definice zhoršují postavení měn zadlužených ekonomik. A to je právě případ Maďarska, jehož hrubý zahraniční dluh se již vyšplhal na 76 % HDP.

Srovnání s krizovým rokem 2003 vyznívá smíšeně

V roce 2003 čelil forint dvěma spekulativním atakům, které MNB přinutily domácí měnu bránit razantním zvýšením základní úrokové sazby (ta se zvedla dvakrát o 300 bazických bodů). Nabízí se otázka, zdali se něco podobného nemůže opakovat. Je třeba se ptát, zdali maďarská ekonomika nyní disponuje takovými fundamenty, které forint umožní čelit nejen růstu úrokových sazeb v zahraničí, ale i domácímu populismu, který se dá očekávat v průběhu předvolební kampaně. Připomeňme, že plusy, které si forint může přičíst v porovnání s rokem 2003, spočívají zejména ve zdravější struktuře ekonomického růstu a příznivější struktuře financování deficitu běžného účtu. Zatímco v roce 2003 k růstu nejvíce přispívala spotřeba, v roce 2005 je to čistý export. V případě schodku běžného účtu je třeba vyzdvihnout, že na rozdíl od roku 2003, je schodek z více než poloviny kryt přímými investicemi. Navíc, případná privatizace budapešťského letiště, by tento podíl mohla ještě zvýšit (nový vlastník by mohl na konci roku 2005 zaplatit až 1,6 mld. EUR).

Růst a platební bilance: krizový rok 2003 versus současnost

	2003				2005	
	I.	II.	III.	IV.	I.	II.
Příspěvek k růstu HDP (%)						
Spotřeba	6,1	5,9	6,2	4,2	1,6	2,3
Čistý vývoz	-2,7	-5,7	-5,5	1,7	2,1	6,3
Platební bilance (mld. EUR)						
Běžný účet	-1,55	-1,78	-1,33	-1,70	-1,54	-1,70
Přímé zahr. investice (netto)	-0,21	0,25	-0,05	0,45	0,66	0,60

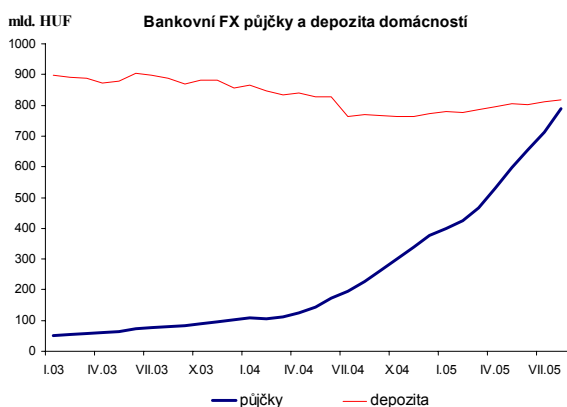
Najdou se však také paralely s krizovým rokem 2003 a v určitých směrech je makroekonomická situace dokonce ještě nebezpečnější.



5. dubna 2004

ČSOB FLASH

Oblastí, kde došlo jen k malým změnám jsou veřejné finance. Navzdory proklamacím o tom, že vláda bude snižovat rozpočtový deficit tak, aby v roce 2008 splnila maastrichtská kritéria, zůstává deficit neudržitelně vysoký. Navíc, ačkoliv vláda ústy premiéra deklarovala, že rozpočet na rok 2006 nebude „předvolební“, stal se přesný opak. Návrh rozpočtu, který je v parlamentu před schválením, počítá s daňovými škrtky ve výši 1,4 % HDP a zvýšením některých sociálních dávek. Kromě toho vláda nemíni zpomalit výstavbu dálnic. Pro forint, ale především pro domácí dluhopisy, však může mít pokračující fiskální expanze fatální důsledky. Ta totiž implikuje rekordní nárůst nabídky dluhopisů v roce 2006. Dojde-li v důsledku růstu oficiálních sazeb ve vyspělých zemích k dalšímu nárůstu averze vůči riziku, může být pro maďarskou vládu obtížné najít dostatečnou poptávku pro rekordní objem nabízených dluhopisů, za což bude platit vysokými výnosy.



Další velmi nebezpečnou charakteristikou Maďarska, která částečně evokuje situaci některých asijských zemí před finanční krizí v roce 1997, je zhoršující FX pozice jednoho ze sektorů ekonomiky. Tímto sektorem jsou roku 2005 v případě Maďarska domácnosti a malé a střední firmy. Ty totiž podlely kouzlu dosud stabilního forintu a nízkých úrokových sazeb v zahraničí a agresivně navyšovaly úvěry v cizích měnách. Žádný oběd však není zadarmo, a tak půjčka (v EUR či CHF), která se nedávno mohla jevit jako výhodná, může být při oslabujícím kurzu forintu naopak

nepříjemným břemenem. Pokud by kurz skutečně výrazně oslabil, může mít řada domácností problémy se splácením těchto úvěrů. To by mohlo zhoršit hospodaření maďarských bank, které by na takový vývoj mohly reagovat zpřísněním pravidel pro poskytování úvěrů. Takovýto „credit crunch“ by pak pochopitelně měl negativní dopad na růstový potenciál celé ekonomiky, což by počáteční oslabení forintu mohlo ještě dále prohloubit.

Další oslabení za dveřmi?

Vzhledem k tomu, že období nízkých úrokových sazeb ve světě končí, nastávají pro forint (ale i maďarské dluhopisy) těžké časy. Maďarskou měnu navíc činí zranitelnější skutečnost, že se blíží parlamentní volby. Jak vládnoucí socialisté, tak opoziční FIDESZ nyní rozhodně nebudou chtít voliče v nejbližším období strašit utahováním fiskálních šroubů. To by přitom byla ta nejlepší makroekonomická odpověď na problémy forintu.

Za výše popsané konstelace se ovšem snadno může stát, že zahraniční investoři, kteří drží 30 % domácích dluhopisů (okolo 10 mld. EUR), ztratí trpělivost a začnou opouštět Maďarsko. Výprodej na domácím trhu dluhopisů by okamžitě dostal pod tlak forint. Reakcí centrální banky na propad měny by bylo s největší pravděpodobností opět zvýšení základní úrokové sazby, neboť navzdory nárůstu FX rezerv v posledních dvou letech jejich úroveň není taková, aby intervencemi bylo možné čelit masivnímu útěku kapitálu ze země. Netřeba dodávat, že zvýšení oficiální sazby by zasadilo poslední ránu trhu dluhopisů.

A co může být spouštěcí mechanismus k další výrazné depreciaci forintu. Situace je nebezpečná pro forint v tom, že impuls může přijít kdykoliv, a to jak z domova (např. v podobě populistických výroků premiéra), tak ze zahraničí (jestřábí výrok z Fedu či ECB či např. snížení ratingu). V každém případě doporučujeme sledovat pohyb forintu a případné proražení hranice EUR/HUF 255.50 (šestnáctiměsíční minimum HUF), lze považovat za silný signál k odchodu z forintových aktiv.

Jan Čermák

Informace obsažené v tomto dokumentu poskytuje Československá obchodní banka, a.s. v dobré víře a na základě pramenů, které považuje za správné, důvěryhodné a odpovídající skutečnosti. Přesto ani Československá obchodní banka, a.s. 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 Československá obchodní banka, a.s. nečiní žádné prohlášení ohledně přesnosti a úplnosti těchto informací. Československá obchodní banka, a.s. také nepřebírá jakoukoliv odpovědnost za případnou ztrátu nebo škodu, kterou může klient utrpět.

Bez předchozího souhlasu Československé obchodní banky, a.s. nelze tento dokument ani jeho části kopírovat nebo dále šířit.