



- **Česká republika**  
Český rozpočtový deficit narůstá 2
- **Maďarsko**  
Růst maďarského deficitu vzbuzuje obavy 3
- **Výhled na týden**  
Český a maďarský zahraniční obchod opět ve vysokém přebytku 5

## Jak je daleko z Budapešti do Atén?

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25,90	0,19%	↗	↘
EUR/PLN	4,161	2,19%	↗	↘
EUR/HUF	285,8	4,14%	↗	↘
3M PRIBOR	1,25	0,01	→	→
3M WIBOR	3,86	0,00	→	→
3M BUBOR	5,23	0,02	↘	↗
10Y CZK	4,30	0,12	↗	↘
10Y PLN	5,82	0,06	↗	↘
10Y HUF	7,66	0,61	↗	↘
3M EURIBOR	0,69	-0,01	↗	→
10Y EMU	2,59	-0,08	↘	→

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Na trzích dochází k přecenění rizik a bohužel střední Evropa se v tomto procesu rovněž výrazně angažuje. Olej do ohně tentokrát přilévá Maďarsko, resp. jeho nová vláda, poměrně nešťastnou rétorikou, která vyvolala dojem, že tato země mohla následovat osud Řecka.

Ačkoliv revize deficitu veřejných financí v Maďarsku ze strany nové vlády na první pohled připomíná řeckých příběh (deficit pro tento rok byl zdvojnásoben na úroveň 7,5 % HDP), existuje momentálně mezi oběma zeměmi zásadní rozdíl. Za prvé, revize maďarského deficitu je z větší části účetního charakteru, neboť nová vláda se rozhodla do výdajů zahrnout některé položky, které předchozí vláda do veřejných financí nezačleňovala. Za druhé, Maďarsko má pod dohledem MMF již velkou část ozdravné kúry za sebou, což se mimo jiné projevuje v tom, že běžný účet platební bilance je již několikrát kvartál v řadě v přebytku – neboli z hlediska platební bilance je Maďarsko v podstatě vývozce kapitálu.

Momentální situace v Maďarsku je nicméně znepokojivá i z jiného důvodu. Nová vláda se evidentně ztotožňuje s myšlenkou slabšího forintu. V případě maďarské ekonomiky ovšem funguje nepříjemný trade-off v tom, že pozitivní efekt slabší měny pro export bude kompenzován negativními dopady dražších splátek hypoték a spotřebních úvěrů, jež jsou denominovány v cizích měnách (zejména v EUR a CHF). Nyní je otázkou, zdali nová vláda dokáže řídit očekávání trhů natolik dobře, aby forint nepřestřelil za hodnoty, jež představují práh bolesti zadlužených maďarských domácností. Takovou úroveň je podle nás hodnota EUR/HUF 300. Pokud se forint bude k této úrovni blížit, či ji dokonce překročí, pak lze očekávat rychlý nástup verbálních intervencí, které by ze strany vlády zdůrazňovaly příklon k fiskálně zodpovědné politice a s velkou pravděpodobností i obnovení úvěrového programu řízeného EU a MMF (který má skončit letos na podzim).

## Český rozpočtový deficit narůstá

Petr Dufek

**Rozpočtový schodek se už přibližuje 100 mld. CZK.**

**Z dosažení plánovaného deficitu se stává docela náročný úkol.**

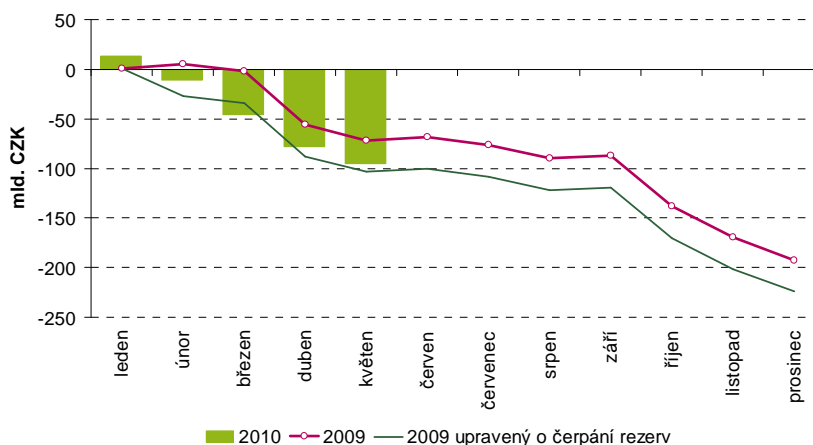
**Státních dluhopisů bude přibývat rychleji.**

Za prvních pět měsíců letošního roku se deficit státního rozpočtu vyšplhal už na historických 95,4 mld. korun. Je to už více než polovina schodku plánovaného pro celý rok 2010. Na první pohled je rozpočtový deficit podstatně vyšší než ve stejném období loňského roku, avšak loni výsledky rozpočtu vylepšovaly rozpuštěné rezervy v celkovém objemu 32 mld. korun. Takže letošní vývoj rozpočtu je přece jen o něco málo lepší než ten loňský.

V meziročním srovnání se přece jen o něco lépe vyvíjejí celkové daňové příjmy. Přesto i zde je vidět riziko v podobě nižšího výběru daně z příjmu právnických osob. Horší je to rovněž s tzv. pojistným, které tvoří nejnámennější část rozpočtových příjmů ČR. Rostoucí nezaměstnanost a stagnující mzdy totiž snižují základnu pro výpočet pojistného, na němž je český rozpočet bytostně závislý. Na druhou stranu pozitivněji se vyvíjejí spotřební daně a DPH, nicméně i tak zaostávají za letošním plánem. V tuto chvíli se zdá, že se vzdaluje šance na dosažení plánovaného deficitu ve výši 163 mld. Vzhledem k tomu, že většina výdajů rozpočtu je předem daná ze zákona, zbývá vládě jen poměrně malý manévrovací prostor. O to více se ubírá pozornost na podobu rozpočtu pro rok 2011, který bude řešit až nová vláda. Přesto se dá očekávat, že ani rozpočet na příští rok nebude dramaticky lepší než ten aktuální. Ekonomika se sice o něco více rozjede, avšak času na legislativní změny – s ohledem na zdoluhavý proces schvalování rozpočtu – není nazbyt.

Zatímco deficit roste oproti plánu rychleji, emise státních dluhopisů prozatím zaostávají za letošním plánem. MF sice pro letošní rok vypočetlo objem prostředků potřebných na financování deficitu a splatného dluhu na 280 mld. korun, nicméně od začátku roku vydalo dluhopisy pouze v hodnotě 70 mld. korun (z toho bondy za 7,5 mld. samo nakoupilo). Do konce pololetí zbývají ještě dvě emise celkem za 10 mld. korun. MF už zveřejnilo i emisní kalendář na třetí čtvrtletí, podle kterého by chtělo na tuzemském trhu vydat dluhopisy za 52 mld. korun. Celkově by tak na tuzemském trhu v období leden až září získalo 132 mld. Do celkové plánované letošní emise, kterou MF plánovalo v rozsahu 242,3-292,3 by tak zbývalo ještě 110,3-160,3 mld., které může získat na domácím a částečně i na zahraničním trhu. Emise eurobondů sice zůstává stále ve hře, nicméně dá se spekulovat o tom, že vydávání dluhopisů na domácím trhu ve druhé polovině roku ještě dále zesílí, což se nepochybně odrazí i na výnosech na tuzemském trhu.

### Plnění státního rozpočtu ČR



## Růst maďarského deficitu vzbuzuje obavy

Zdeněk Šafka

**MNB ponechala sazby beze změny, deficit letos zřejmě překročí 3,8 % HDP, tj. úroveň dohodnutou s MMF.**

Maďarská národní banka začátkem týdne nevyslyšela přání nové vlády a poprvé od listopadu 2008 přerušila pravidelné měsíční snižování sazeb. Uprostřed týdne pak zveřejnila novou inflační prognózu, v níž zvýšila odhad letošního růstu spotřebitelských cen na 4,9 % y/y. Větší pozornost však byla věnována deficitu státních financí. Minulá socialistická vláda odsouhlasila s MMF a EU, že s úspornými opatřeními by deficit pro letošní rok neměl překročit 3,8 % HDP, taková úroveň by také měla zastavit růst celkového veřejného dluhu nad 80 % HDP. Stávající vývoj ekonomiky ale podle MNB již může deficit poslat na 4,3 až 4,5 % podle toho, zda nová vláda do konce roku zmrazí rezervy.

**Nová vláda preferuje oživení ekonomiky před rozpočtovou disciplínou.**

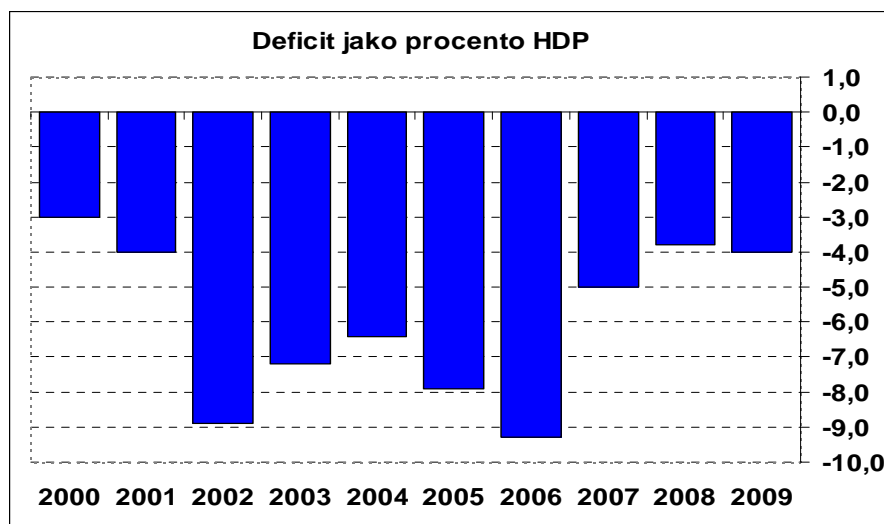
Nová vláda vytvořená po drtivém vítězství opoziční Fidesz však již dříve deklarovala, že dohodnutá úroveň deficitu nepodporuje ekonomické oživení. Vláda podle programového prohlášení musí především opět rozpohybovat ekonomiku a teprve následně uvažovat o ozdravení veřejných financí. K snížení deficitu je podle premiéra navíc potřeba významnějších strukturálních reforem. Proto již krátce po svém ustavení vláda deklarovala novou cílovou úroveň letošního deficitu na 7,0 až 7,5 % HDP. Taková úroveň byla ekonomy Fidesz deklarována již před rokem, tenkrát ale vzbudila velké pobouření a jejich odhad byl následně snížen na 4,5 až 6,5 % HDP.

**EK i MMF varují před vyšším deficitem.**

Zatímco vláda vzbudila obavy ze zvýšení deficitu jen u centrální banky, byl to zřejmě i jeden z důvodů, proč MNB ponechala sazby beze změny, vyvolalo to rozruch u mezinárodních institucí. Potřebu urychlit maďarskou fiskální konsolidaci zdůraznil prezident Evropské komise Jose M. Barosso. Po schůzce s novým premiérem V. Orbanem navíc J. Barosso doporučil uspíšit strukturální reformy, které byly dosud odkládány. Do Maďarska se zatím na neformální rozhovory s novou vládní garniturou chystá i mise MMF. Podle mluvčí vlády to zatím nebude oficiální inspekce plnění dohodnutého programu ani příprava revize.

**Vláda připravuje dvouletý krizový plán zahrnující ústavní a strukturální změny.**

Vážnost situace potvrdil včera místopředseda vlády Kósa, podle něj hrozí Maďarsku osud Řecka. Vláda podle něj do týdne připraví dvouletý krizový plán, který zahrne strukturální a ústavní změny. Odmítl však, že plán zahrne snížení daní, tedy slib, který byl ve volební kampani Fidesz jedním z klíčových. Vláda také zatím spoléhá spíše na pomoc EU, než na dodržení stávajících striktních opatření naordinovaných MMF.

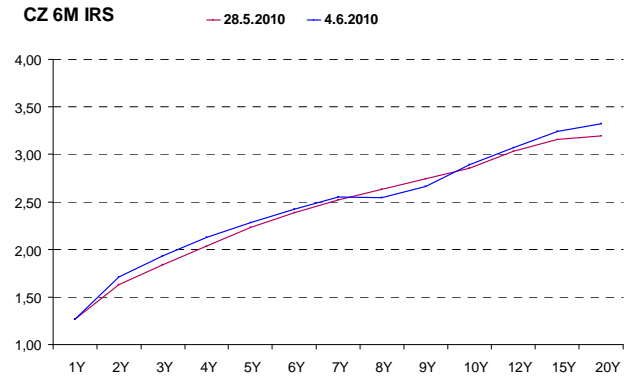


## Přehled trhů

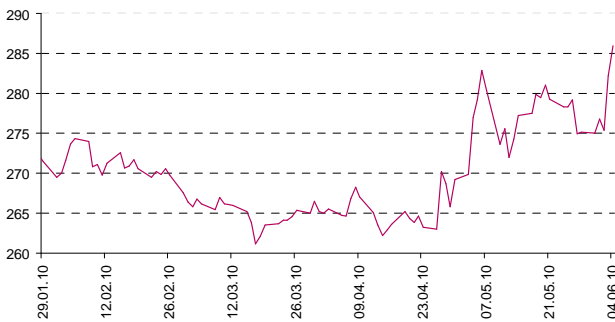
EURCZK



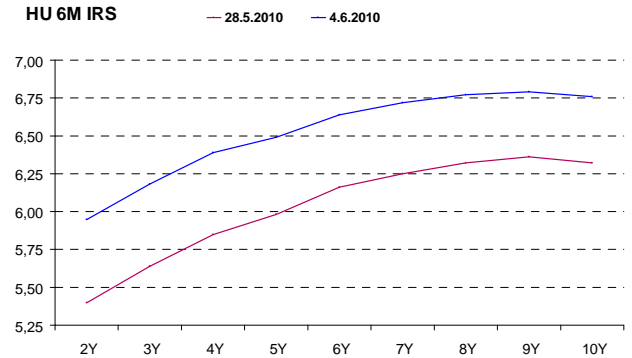
CZ 6M IRS



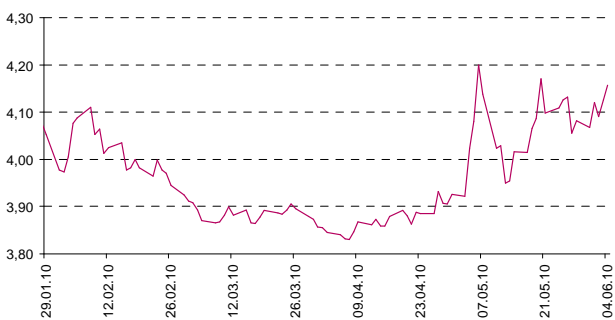
EURHUF



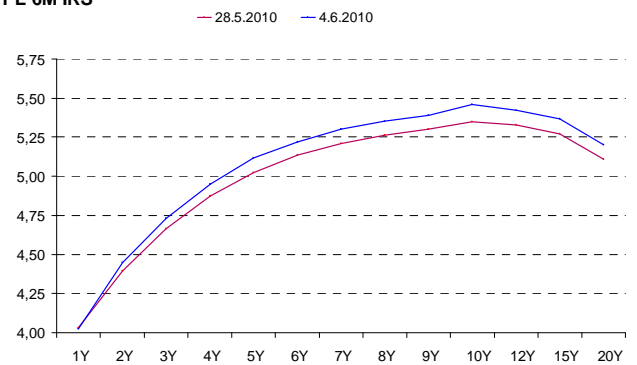
HU 6M IRS



EURPLN



PL 6M IRS



## Klíčové očekávané události

### PO 9:00, CZ Zahraniční obchod (mld. CZK)

	IV.10	III.10	IV.09
Saldo	11,0	18,3	13,5
kumulativ. od ledna	58,3	47,3	47,8
Export (% , y/y)	12,0	12,7	-21,9
Import (% , y/y)	14,5	15,8	-25,8

### ST 9:00, CZ Inflace (% , m/m)

	V.10	IV.10	V.09
Inflace	0,1	0,3	0,0
Potraviny	-0,4	0,4	-1,1
Bydlení a energie	0,1	0,3	0,1

### ČR: Obchod s nižším přebytkem

Dubnový výsledek obchodu nejspíše viditelně ovlivnily vyšší ceny surovin a posilující americký dolar. Přesto se dá počítat s dvojciferným růstem exportu, a to především díky vývozu automobilů. Na straně dovozu sehraje největší roli dovoz surovin a komponent. I přes meziročně nižší očekávaný přebytek obchodu považujeme vývoj obchodní bilance pro letošní rok za pozitivní a předpokládáme, že za celý letošní rok dosáhne 150 mld. korun.

### ČR: Inflace mírně vzhůru

Za očekávaným meziměsíčním vzestupem spotřebitelských cen stály podle našeho názoru především vyšší ceny pohonných hmot a pokračující přelévání vyšších spotřebních daní do cen cigaret a alkoholu. Na druhé straně ovšem některé výrobky v květnu zlevňovaly, a to především potraviny. Meziroční inflace cílovaná centrální bankou by se mohla zvýšit o jednu desetinu na 1,2 % a zůstává tak i nadále hluboko pod cílovou hodnotou ČNB. Další měsíce však již přinesou vzestup inflace do blízkosti dvouprocentního cíle, avšak o poptávkové inflaci zde stále nelze vůbec hovořit.

## Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	7.6.2010	09:00	Maloobchodní tržby (%)	04/2010		-4,0		-1,8		3,9
<b>ČR</b>	<b>7.6.2010</b>	<b>09:00</b>	<b>Obchodní bilance (mld. CZK)</b>	<b>04/2010</b>	<b>11,0</b>			<b>12,4</b>		<b>18,3</b>
ČR	7.6.2010	09:00	Mzdy (%)	1Q/2010						4,8
ČR	7.6.2010	09:00	Stavební výroba (%)	04/2010						-18,3
ČR	7.6.2010	09:00	Průmyslová výroba (%)	04/2010		8,0		10,1		10,2
Německo	7.6.2010	12:00	Tovární zakázky (%)	04/2010			-0,2	25,2	5,0	26,1
Maďarsko	7.6.2010	17:00	Rozpočtové saldo (mld. HUF)	05/2010						-637
<b>USA</b>	<b>8.6.2010</b>	<b>00:00</b>	<b>3letá aukce (mld. USD)</b>	<b>06/2010</b>						
Německo	8.6.2010	08:00	Běžný účet (mld. EUR)	04/2010				12,4		18,0
Německo	8.6.2010	08:00	Obchodní bilance (mld. EUR)	04/2010				15,0		17,2
Maďarsko	8.6.2010	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	04/2010 *P				442,0		653,3
SR	8.6.2010	09:00	Stavební výroba (%)	04/2010						-12,9
SR	8.6.2010	09:00	Průmyslová výroba (%)	04/2010						19,2
ČR	8.6.2010	10:00	Běžný účet (mld. CZK)	1Q/2010						-289,7
Německo	8.6.2010	12:00	Průmyslová výroba (%)	04/2010			0,6	11,8	4,0	8,6
<b>USA</b>	<b>9.6.2010</b>	<b>00:00</b>	<b>10letá aukce (mld. USD)</b>	<b>06/2010</b>						
ČR	9.6.2010	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	05/2010	9,0			9,0		9,2
<b>ČR</b>	<b>9.6.2010</b>	<b>09:00</b>	<b>HDP (%)</b>	<b>1Q/2010 *F</b>		<b>1,4</b>				<b>0,2</b>
<b>Maďarsko</b>	<b>9.6.2010</b>	<b>09:00</b>	<b>HDP (%)</b>	<b>1Q/2010 *F</b>						<b>0,9</b>
<b>ČR</b>	<b>9.6.2010</b>	<b>09:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>05/2010</b>	<b>0,1</b>	<b>1,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,2</b>	<b>0,3</b>	<b>1,1</b>
<b>ČR</b>	<b>9.6.2010</b>	<b>12:00</b>	<b>Aukce st. dluhopisu 2,80%/2013 (mld. CZK)</b>	<b>06/2010</b>				<b>5</b>		
USA	9.6.2010	16:00	Projev Bernankeho na zasedání o rozpočtu (Fed)	06/2010						
USA	9.6.2010	20:00	Běžová kniha (Fed)	06/2010						
<b>USA</b>	<b>10.6.2010</b>	<b>00:00</b>	<b>30letá aukce (mld. USD)</b>	<b>06/2010</b>						
Německo	10.6.2010	08:00	Inflace (%)	05/2010 *F			0,1	1,2	0,1	1,2
Německo	10.6.2010	08:00	Harmonizovaná inflace (%)	05/2010 *F			0,1	1,2	0,1	1,2
SR	10.6.2010	09:00	Mzdy (%)	04/2010						8,2
<b>EMU</b>	<b>10.6.2010</b>	<b>13:45</b>	<b>Zasedání ECB (%)</b>	<b>06/2010</b>			<b>1,00</b>		<b>1,00</b>	
USA	10.6.2010	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	29.5.						4 666
USA	10.6.2010	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	5.6.				447		453
EMU	10.6.2010	14:30	Projev Tricheta na měsíční konferenci (ECB)	06/2010						
USA	10.6.2010	14:30	Obchodní bilance (mld. USD)	04/2010				-41,0		-40,4
USA	10.6.2010	20:00	Rozpočtové saldo (mld. USD)	05/2010				-140,0		

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
<b>Maďarsko</b>	<b>11.6.2010</b>	<b>09:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>05/2010</b>				<b>5,2</b>	<b>0,5</b>	<b>5,7</b>
Maďarsko	11.6.2010	09:00	Průmyslová výroba (%)	04/2010 *F					1,1	9,7
<b>SR</b>	<b>11.6.2010</b>	<b>09:00</b>	<b>Obchodní bilance (mld. EUR)</b>	<b>04/2010</b>					<b>176,3</b>	
<b>SR</b>	<b>11.6.2010</b>	<b>09:00</b>	<b>Inflace (%)</b>	<b>05/2010</b>					<b>0,4</b>	<b>1,3</b>
USA	11.6.2010	14:30	Maloobchodní tržby (%)	05/2010			0,2		0,4	
<b>USA</b>	<b>11.6.2010</b>	<b>14:30</b>	<b>Maloobchodní tržby – bez automobilů (%)</b>	<b>05/2010</b>			<b>0,3</b>		<b>0,4</b>	
USA	11.6.2010	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan	06/2010 *P			74,8		73,6	

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 hodnota	VI.10	IX.10	XII.10	III.11	VI.11	poslední změna	
Česko	2T repo	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	1,25	-25 bps	6.5.2010
Maďarsko	2T depó	5,75	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	-25 bps	23.2.2010
Polsko	2T inter. sazba	3,50	3,50	3,50	3,50	3,75	4,00	-25 bps	25.6.2009

### Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	VI.10	IX.10	XII.10	III.11	VI.11
Česko	PRIBOR 3M	1,25	1,20	1,15	1,22	1,35	1,60
Maďarsko	BUBOR 3M	5,23	5,30	5,10	5,00	5,00	5,00
Polsko	WIBOR 3M	3,86	3,90	3,90	4,10	4,30	4,30

### Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	VI.10	IX.10	XII.10	III.11	VI.11
Česko	IRS 10 let	2,90	3,25	3,45	3,65	3,80	3,95
Maďarsko		6,75	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Polsko		5,46	5,00	5,00	5,00	5,20	5,50

### Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	VI.10	IX.10	XII.10	III.11	VI.11
Česko	EUR/CZK	25,9	25,3	24,8	24,8	23,8	24,5
Maďarsko	EUR/HUF	286,0	275	270	265	265	260
Polsko	EUR/PLN	4,16	3,90	3,80	3,60	3,90	3,30

### HDP

		Meziroční změna v %					
		Q4 2009	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
Česko		-3,1	1,4	1,7	1,5	1,4	1,7
Maďarsko		-5,3	-3,0	-1,5	0,5	1,0	2,0

### Inflace

		Meziroční změna v %					
		III.10	VI.10	IX.10	XII.10	III.11	VI.11
Česko		0,7	1,4	2,1	2,1	2,0	1,9
Maďarsko		5,9	4,7	4,2	3,5	3,5	3,5

### Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

	2009	2010
Česko	-1,0	-0,7
Maďarsko	-1,0	-0,5

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

	2009	2010
Česko	-5,9	-5,5
Maďarsko	-3,9	-5,5

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.