



● Slovensko

Čaká sa na zostavenie vlády a vyššie dane 2

● Výhled na týden

Sazby ČNB opět beze změny 5

Horší nálada v EMU přeje českým a polským dluhopisům

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24,68	↘	↘
EUR/HUF	293,6	↘	↘
EUR/PLN	4,16	↘	↘
3M PRIBOR	1,24	→	→
3M BUBOR	7,28	→	→
3M WIBOR	4,94	→	→
10Y CZK	3,48	→	→
10Y PLN	5,52	→	→
10Y HUF	9,08	↘	↘
3M EURIBOR	0,81	→	→
10Y EMU	1,87	↗	↗

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Poslední čísla z Německa pustila na trhy studenou sprchu. Nálada v německém průmyslu (PMI) se překvapivě propadla už druhý měsíc v řadě na 48,1 bodu, což indikuje pokles v největší ekonomice eurozóny. Navíc výrazně zrychlil propad subindexu zahraničních objednávek, které jsou stále živnou půdou německé ekonomiky. Francouzská nálada a první odhad indexu za celou eurozónu také zaznamenaly propad. To je trochu rána pod pás naší teorii, že periferie eurozóny budou sice procházet peklem (bolestivou restrukturalizací a odbouráváním finanční páky), zatímco Německo by mohlo díky masivní peněžní expanzi ECB zrychlovat. Strach ze slabých výkonů Německa včera srazil akciové trhy a poslal vzhůru výnosy dluhopisů na periferii – zejména pak ve Španělsku a Itálii.

Zajímavé přitom je, že nárůst kreditního rizika uvnitř eurozóny se prozatím tentokrát nijak nepodepsal na cenách vládních dluhopisů střeoevropských zemí. Spíše naopak. S obligátní výjimkou zranitelného Maďarska výnosy vládních dluhopisů ve střední Evropě dokonce tento týden klesaly. Vysvětlení tohoto fenoménu spočívá v tom, že příslib fiskální restrikce ve střeoevropských zemích prozatím více než neutralizoval dopady globálního nárůstu averze vůči riziku.

Vezmeme-li navíc v úvahu, že zhoršení sentimentu přizvily slabší výsledky indexů PMI v eurozóně, můžeme najít i další argument pro to, aby ceny českých či polských vládních dluhopisů byly výše (resp. výnosy níže). Horší růstové výhledy eurozóny totiž logicky implikují slabší výkony střeoevropských ekonomik a potažmo i nižší tlak na růst cen v celém regionu.

Čaká sa na zostavenie vlády a vyššie dane

Marek Gábriš

Vol'by vyhral Smer a ide realizovať svoj program.

Slovensko je po predčasných parlamentných voľbách, ktoré znamenali drvivú porážku pravicových strán a víťazstvo ľavicového Smeru. Róbert Fico chvíľu koketoval s myšlienkou koalície s niektorou z pravicových strán, ale k dohode napokon nedošlo. Má dosť poslaneckých mandátov (83 z celkového počtu 150) na riadenie krajiny a schvaľovanie zákonov a môže poľahky presadzovať svoj volebný program. Ide predovšetkým o vyššie zdanenie bohatých, bánk, luxusu, či majetku. Chce tiež robiť škrt v dávkach pre ľudí s vyšším príjmom (napríklad materská pre matky).

Plánuje sa vyššie zdanenie bohatých, luxusu a vybraných sektorov. Odporúča sa zdaňovať majetok, spotreba a negatívne externality.

Pokiaľ ide o bohatých, hovorí sa o vyššom zdanení ľudí s príjmom nad určitú hranicu. Sadzba by sa mala pohybovať okolo 25% namiesto súčasných 19%. Taktiež sadzba dane pre firmy sa zvýši na 22% alebo 23%, alebo sa zavedú daňové pásma. A to najmä pre firmy so ziskom nad 30 miliónov EUR. Fico chce tiež zdaňovať luxus, nešpecifikoval však presne ako. Hovorí sa napríklad o vyššej DPH na luxusné tovary. Smer chce tiež vyššiu bankovú daň. Naposledy sa hovorilo o výbere vyššom o 350 miliónov EUR od bankového sektora pri kombinácii bankovej dane a vyššej dane z príjmov. Doteraz štát plánuje na bankovej dani vybrať asi 80 miliónov EUR pri sadzbe 0,4% z očistených pasív. Smer ešte pred voľbami navrhoval túto sadzbu na úrovni 0,7%. Vyššia daň alebo sadzba dane pre korporátne subjekty so ziskom nad 30 miliónov EUR však nemusí byť veľmi efektívna. Ďalším návrhom je zvýšiť dane na majetok. To je v súlade s odporúčaniami medzinárodných inštitúcií. Ak je nutná konsolidácia, je lepšie zvyšovať dane nepostihujúce aktivitu. Odporúča sa teda zvyšovať dane na spotrebu, luxus, či majetok. Hovorí sa o sadzbách dane na úrovni 0,1% až 0,3% z trhovej hodnoty, čo je výrazne viac ako sa platí dnes. Pre nízke príjmové skupiny by sa mali zaviesť odpočítateľné položky.

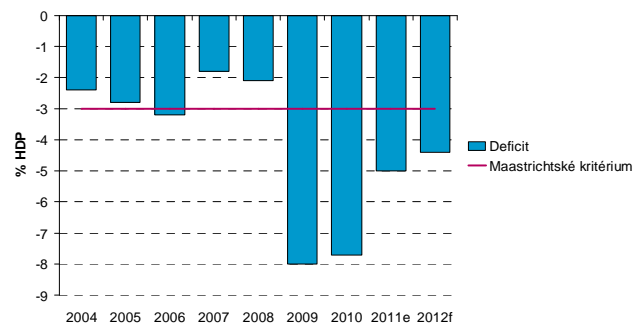
Koľko treba ušetriť?

Zalepiť diery v rozpočte nebude jednoduché. Odhaduje sa, že do konca roku 2013 bude nutné ušetriť, alebo získať na daniach asi 1,1 až 1,5 mld. EUR. Pomôcť môže aj o čosi lepší hospodársky rast, ale bez bolesti to nebude. Ministerstvo financií aktuálne zlepšilo odhad rastu ekonomiky pre rok 2012 z 1,1% na 2,3%. Pomocou by mali byť plány automobiliek, ktoré chcú v tomto roku vyrobiť rekordný počet automobilov. Až 925 tisíc, čo je medziročne o 42% viac. Avšak potrebné sú aj škrt na výdavkovej strane a zrejme aj vyššie dane. Inak sa deficit pod 3% do konca roku 2013 skresañ nepodarí a Slovensku bude hroziť pokuta od EK (cca 140 mil. EUR).

CDS 5Y: ČR a Slovensko

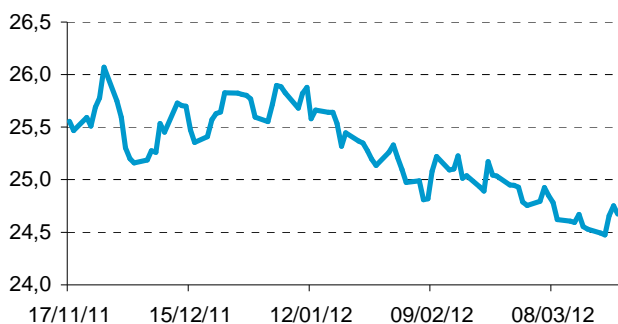


Schodek veřejných rozpočtů SR



Přehled trhů

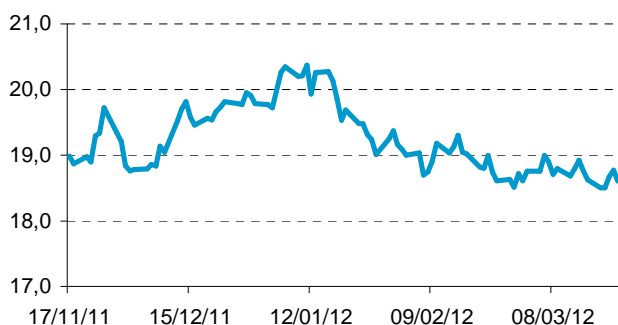
EURCZK



EURUSD



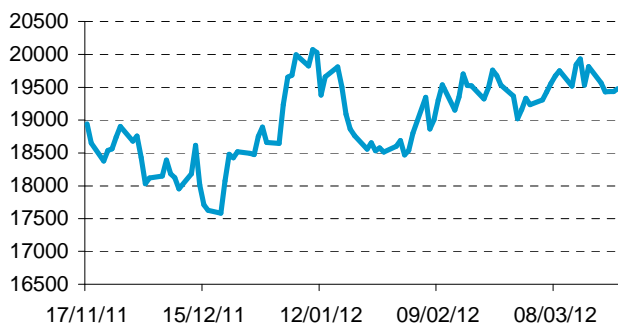
USDCZK



EURPLN



DIESEL (CZK/t)

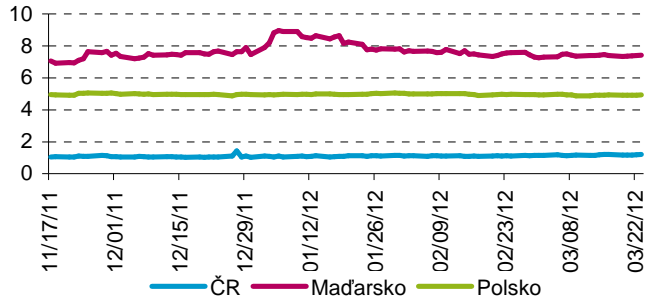


EURHUF

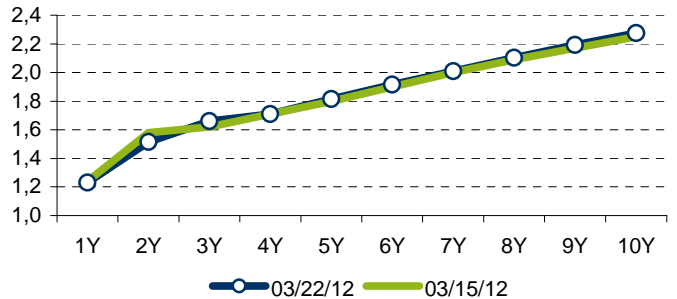


Zdroj: Thomson Reuters

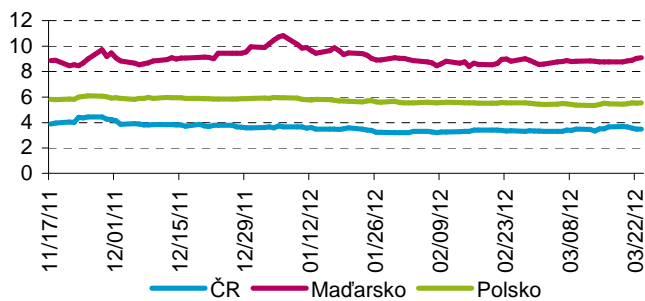
FRA 3x6 (%)



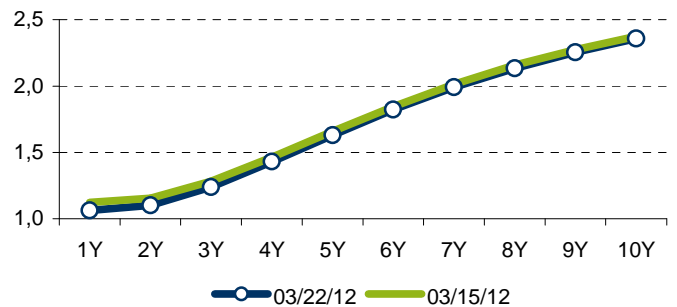
IRS CZK (%)



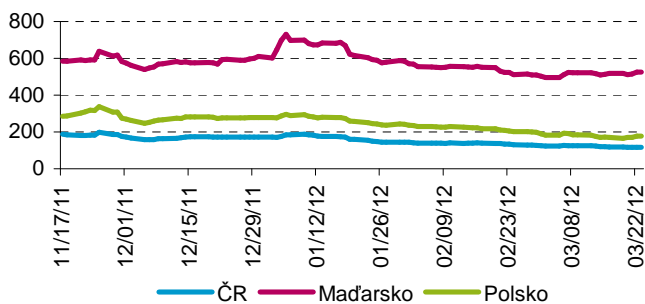
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



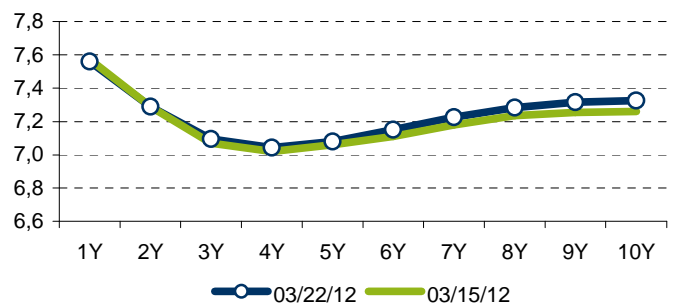
IRS EUR (%)



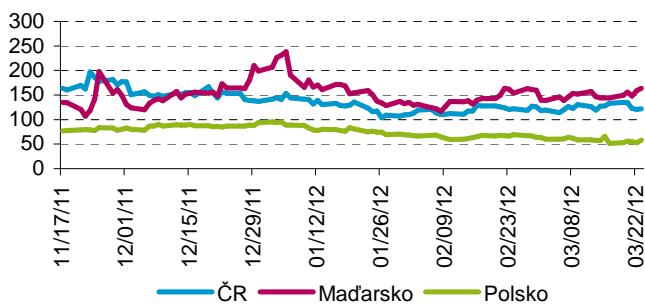
CDS 5Y (bps)



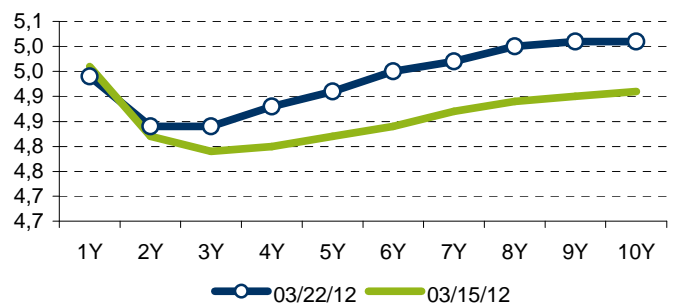
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

CZ: Sazby ČNB opět beze změny

ČT 13:00, CZ Zasedání ČNB

	Náš odhad	Poslední změna
základní sazba v %	0,75	5/2010
změna v p. bodech	0	-25

Předpokládáme, že bankovní rada i na svém nejbližším zasedání ponechá svoji hlavní úrokovou sazbu beze změny. Tato sazba se drží na historickém minimu už od května 2010 a v současné době lze jen stěží hledat důvody, proč by tomu mělo být jinak. Inflace sice výrazně vzrostla, avšak především v důsledku administrativních zásahů a zdražování pohonných hmot. O poptávkové inflaci v době klesající spotřeby nemůže být v podstatě řeč. Podle našeho názoru ani do konce letošního roku ČNB svoji hlavní sazbu měnit nebude. Sice už nejspíše ekonomika bude ve fázi oživení, avšak růst HDP bude ještě zranitelný a stále bytostně závislý na vývoji na evropského trhu. První zvýšení úrokových sazeb ČNB tak může přijít na řadu nejdříve až v první polovině roku 2013.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Maďarsko	03/26/2012	9:00	Maloobchodní tržby	%	01/2012				0,1		1,5
Polsko	03/26/2012	10:00	Míra nezaměstnanosti	%	02/2012			13,5		13,2	
Německo	03/26/2012	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo		03/2012					109,6	
Německo	03/26/2012	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)		03/2012					117,5	
Německo	03/26/2012	10:00	Index Ifo (očekávání)		03/2012					102,3	
Polsko	03/26/2012	10:00	Maloobchodní tržby	%	02/2012			-2	9,9	-24,9	14,3
USA	03/26/2012	16:00	Kontrakty na prodej domů	%	02/2012			1		2	10,3
Německo	03/27/2012	8:00	Spotřebitelská důvěra GfK		04/2012					6	
Maďarsko	03/27/2012	14:00	Zasedání MNB	%	03/2012	7		7		7	
USA	03/27/2012	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí	%	01/2012			-3,8		-3,99	
USA	03/27/2012	16:00	Spotřebitelská důvěra		03/2012			69		70,8	
Německo	03/28/2012	8:00	Harmonizovaná inflace	%	03/2012 *P					0,9	2,5
Německo	03/28/2012	8:00	Inflace	%	03/2012 *P					0,7	2,3
SR	03/28/2012	9:00	Ceny v průmyslu	%	02/2012					12	2,7
EMU	03/28/2012	10:00	Peněžní zásoba M3	%	02/2012						2,5
SR	03/28/2012	10:00	Běžný účet	mln. EUR	01/2012						-95
USA	03/28/2012	14:30	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostř.	%	02/2012			2,5		-3,2	
USA	03/28/2012	14:30	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby	%	02/2012			3,2		-4	
Maďarsko	03/29/2012	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	02/2012			11,4		11,1	
Německo	03/29/2012	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	03/2012					6,8	
EMU	03/29/2012	11:00	Index ekonomické důvěry		03/2012					94,4	
EMU	03/29/2012	11:00	Index spotřebitelské důvěry		03/2012 *F						
ČR	03/29/2012	12:30	Zasedání ČNB	%	03/2012	0,75		0,75		0,75	
USA	03/29/2012	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	4Q/2011*P			1,3		1,3	
USA	03/29/2012	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	17.3.						
USA	03/29/2012	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	24.3.						
USA	03/29/2012	14:30	HDP	%	4Q/2011*P			3		3	
USA	03/29/2012	14:30	Soukromá spotřeba	%	4Q/2011*P					2,1	
USA	03/29/2012	14:30	Cenový index HDP	%	4Q/2011*P			0,9		0,9	
Německo	03/30/2012	8:00	Maloobchodní tržby	%	02/2012					-1,6	1,6
Maďarsko	03/30/2012	8:30	Běžný účet	mln. HUF	4Q/2011					381	
Maďarsko	03/30/2012	9:00	Výrobní ceny	%	02/2012				6,1	0,3	7,8
ČR	03/30/2012	11:00	Peněžní zásoba M2	%	02/2012						6
Polsko	03/30/2012	14:00	Běžný účet	mil. EUR	4Q/2011						-4709
USA	03/30/2012	14:30	Osobní příjmy	%	02/2012			0,4		0,3	
USA	03/30/2012	14:30	Osobní výdaje	%	02/2012			0,6		0,2	
USA	03/30/2012	14:30	Deflátor osobní spotřeby	%	02/2012						2,4
USA	03/30/2012	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	02/2012			0,2		0,2	1,9
USA	03/30/2012	16:00	Index nákupních manažerů z Chicaga		03/2012			64		64	
USA	03/30/2012	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		03/2012 *F					74,3	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná						poslední změna	
		hodnota	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4		
Česko	2T repo	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	-25 bps	5/7/2010
Maďarsko	2T depo	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	50 bps	12/20/2011
Polsko	2T inter. sazba	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	25 bps	6/9/2011

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná					
		hodnota	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	PRIBOR 3M	1,24	1,16	1,12	1,10	1,12	1,22
Maďarsko	BUBOR 3M	7,28	7,24	7,00	7,00	7,00	7,00
Polsko	WIBOR 3M	4,94	4,99	4,60	4,75	4,80	4,80

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná					
		hodnota	2011Q4	2011Q4	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	CZ10Y	2,28	2,18	2,24	2,40	2,60	2,90
Maďarsko	HU10Y	7,35	7,97	7,50	6,80	7,20	7,20
Polsko	PL10Y	4,97	4,96	5,00	5,10	5,20	5,30

Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	EUR/CZK	24,7	25,5	24,8	24,5	25,0	25,0
Maďarsko	EUR/HUF	293	315	290	290	290	290
Polsko	EUR/PLN	4,15	4,46	4,10	4,00	4,30	4,30

HDP

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

Inflace

	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	1,8	2,4	3,4	3,3	3,2	3,1	2,0
Maďarsko	3,6	4,1	4,6	4,5	4,4	4,2	3,8
Polsko	3,9	4,6	3,9	4,2	4,2	3,3	2,8

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

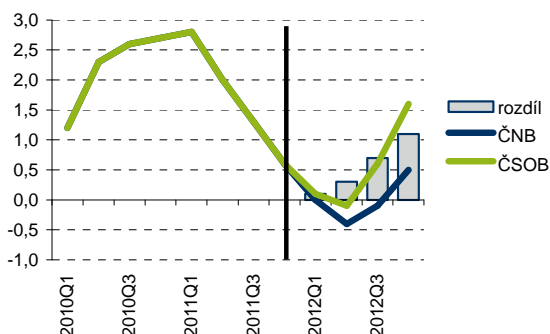
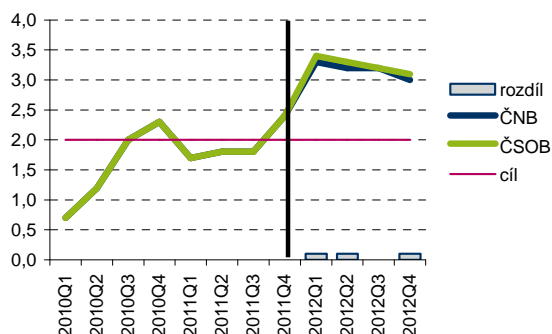
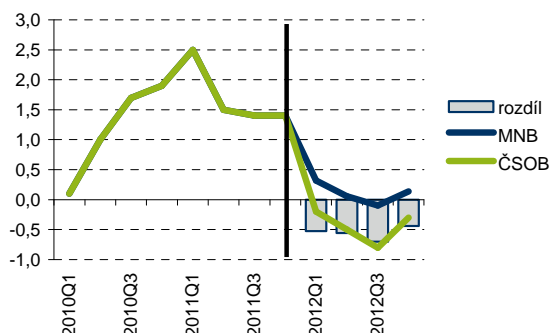
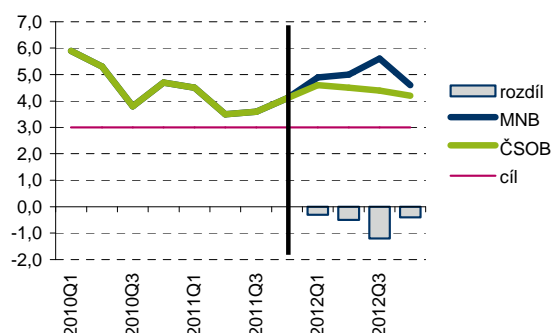
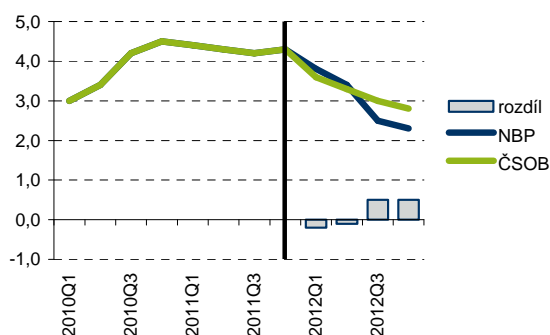
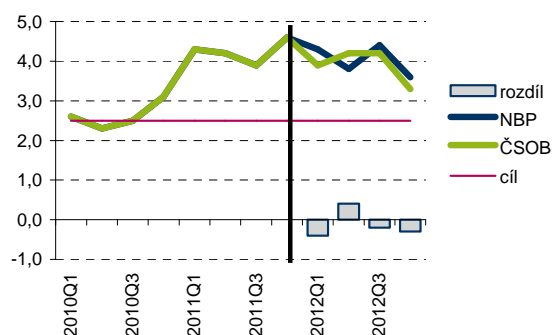
	2010	2011
Česko	-3,8	-3,6
Maďarsko	0,5	2,9
Polsko	-2,1	-5,0

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

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.