



- **Česká republika, Maďarsko, Polsko**  
Inflační vlna ve střední Evropě už kulminovala 2
- **Česká republika**  
Recept na zlepšení rozpočtu: úspory a vyšší daně 3
- **Výhled na týden**  
Pohonné hmoty v ČR tlačí ceny vzhůru 6

## Nadpis

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24.74	↗	↗
EUR/HUF	297.2	↗	↗
EUR/PLN	4.18	↗	↗
<b>3M PRIBOR</b>	1.24	→	→
<b>3M BUBOR</b>	7.24	↗	↗
<b>3M WIBOR</b>	4.94	↗	↗
<b>10Y CZK</b>	3.43	→	→
<b>10Y PLN</b>	5.55	↗	↗
<b>10Y HUF</b>	9.12	↗	↗
<b>3M EURIBOR</b>	0.75	→	→
<b>10Y EMU</b>	1.73	↘	↘

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Česká vláda, ač se na posledním summitu EU nepřipojila k nové fiskální úmluvě, plně respektuje nastolenou německou strategii - spořit, spořit, spořit. Vládní koaliční krize byla totiž zažehnána díky dohodě o další fiskální restrikci, jež má zajistit střednědobé plnění maastrichtského rozpočtového cíle, kterým je deficit nižší než 3 % HDP.

Utažení rozpočtové politiky ovšem nepochybně ocení trh s českými dluhopisy, jejichž nabídka nebude v následujících letech nijak enormní a tak rizikové marže, které bude platit český stát, mohou zůstat na velmi přijatelných úrovních. Nicméně z makro pohledu si nelze nevíšimnout triku, který tak často sledujeme např. v podání amerických zákonodárců: naplánovaná rozpočtová restrikce má vygradovat až po parlamentních volbách (v roce 2015 by měl stát uspořit přes 140 mld. korun, v roce 2014 téměř 95 mld. a příští rok to bude "jen" 57 mld. korun). Jinak řečeno, nepřežije-li tato vláda příští "řádné" volby, tak polovina plánovaných úspor vůbec nemusí nastat...

Otázkou také je, co nová úsporná strategie vlády udělá s politikou ČNB. Vyšší nepřímé daně (DPH, víno, tabák, uhlíková daň) by měly být znát ve vyšší inflaci. Daněmi tlačenu inflaci však ČNB „výjimkuje“ a nebude se o ni zajímat, dokud se neprojeví v dlouhodobých inflačních očekáváních a mzdových vyjednáváních. Naopak jí může zajímat dopad vládních opatření na domácí poptávku a hospodářský růst. Za roky 2013 a 2014 má fiskální restrikce dosáhnout celkově přes 4 % HDP. To by mělo dál brzdit domácí poptávkově inflační tlaky a umožňovat ČNB držet sazby na rekordně nízkých úrovních po delší dobu. Tvrdší fiskální restrikce tak může nakonec, nehledě na vyšší inflaci, otevřít dveře delší měnové expanzi, což nemusí být úplně dobrá zpráva pro českou korunu.

K neméně zajímavému vývoji dochází i v sousedním Polsku, kde centrální banka (NBP) v podstatě oznámila, že na květnovém zasedání zvýší úrokové sazby. Podobný krok NBP však vnímáme spíše symbolicky - růst cen je totiž, podobně jako i jinde ve světě, tlačena zejména cenami komodit. NBP v čele s guvernérem Belkou však pravděpodobně chce dát trhům najevo, že inflace je pro ni skutečnou prioritou a nechce v tomto ohledu zavdat prostor k diskuzím. Již samotné jestřábí závěry posledního zasedání v zásadě smazaly dříve patrné sázky na pokles sazeb na konci letošního roku a samotný akt jejich zvýšení by měl trhy o serióznosti NBP dále ujistit.

## Inflační vlna ve střední Evropě už kulminovala

Petr Dufek, Petr Báča

### Česká inflace v březnu: vysoká a přesto lepší, než se čekalo.

O trochu lépe, než se čekalo, dopadla březnová inflace v ČR. Spotřebitelské ceny tentokrát vzrostly o dvě desetiny procenta, a to především v důsledku zdražení potravin – konkrétně vajec. Březen přinesl i mírné zdražení sezónního oblečení a obuvi. Více spotřebitelé i tentokrát museli zaplatit za pohonné hmoty, jejichž ceny znovu atakovaly nové rekordy. Meziroční inflace poskočila o jednu desetinu na 3,8 %. Spotřebitelský koš je tak o 3,8 % dražší než byl loni touto dobou. Nejrychleji přitom rostly náklady na zdraví, které ovšem ve spotřebitelských výdajích nehrají dominantní roli. Mnohem více pociťují lidé zdražování potravin (+8,7 %) a bydlení (+5,6 %). Dá se říct, že inflace už kulminuje, a tak by neměla nijak výrazněji růst. I tak jde o nezvykle rychlý růst cen, který jsme už nějaký čas neviděli. Hlavním důvodem tohoto zdražování však není poptávka, ale administrativní zásahy v podobě vyšších daní (DPH a spotřebních daní) a tzv. deregulace. Letošní inflace zůstane po celý rok s největší pravděpodobností nad trojkou a zůstane tak nejvyšší za poslední tři roky. Vzhledem k slabému výkonu ekonomiky bychom se však ani v letošním roce neměli dočkat zvýšení úrokových sazeb ČNB.

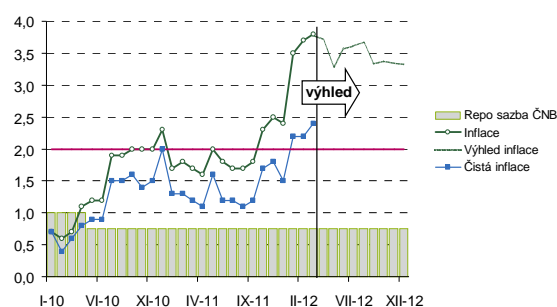
### Maďarská inflace stále na 5 % v důsledku vysokých cen potravin, benzínu a vyšších nepřímých daní.

Březnová inflace v Maďarsku nepřekvapila, když v meziročním vyjádření díky pozitivnímu bazickému efektu propadla z 5,9 % na 5,5 %. V meziměsíčním srovnání celková inflace vinou vyšších cen vajec a energií vzrostla o poměrně výrazných 0,8 %. Nicméně ostatní komponenty inflace nijak dramaticky nerostou, což potvrzuje domněnku o stále slabé domácí poptávce, která nedovoluje cenám (mimo potraviny a benzín) příliš růst. V pozadí vysoké meziroční inflace přitom zůstává také zvyšování nepřímých daní, když inflace očištěná o daňové změny činí „jen“ 3,4 %.

### Inflace v Polsku poprvé od loňského září pod 4 %.

Jako poslední zveřejnil údaje o březnové inflaci polský statistický úřad. Ceny podle něj v minulém měsíci rostly meziročně o 3,9 % - inflace tak poprvé od září loňského roku klesla pod 4 %. Oproti našemu odhadu (čekali jsme 4 %) byl nejzásadnějším překvapením dvakrát rychlejší růst dílčího indexu dopravy (0,8 % meziměsíčně). Ceny potravin rostly nepatrně rychleji (1,2 % meziměsíčně) než indikovaly předstihové ukazatele. Naopak k pomalejšímu růstu cen, než se kterým jsme počítali, došlo u alkoholu a tabákových výrobků (0,5 % meziměsíčně). Očekáváme, že v následujících dvou měsících by se inflace v Polsku mohla pohybovat poblíž současných hodnot. Nicméně, v letních měsících počítáme s jejím návratem nad 4 %.

CZ: Meziroční inflace vs. úrokové sazby (%)



PL: Inflace



## Recept na zlepšení rozpočtu: úspory a vyšší daně

Petr Dufek

***Základním východiskem dohodnutých opatření jsou úspory doplněné zvýšením některých daní.***

***Vyšší DPH, spotřební daně a tzv. uhlíková daň mají posílit příjmovou stránku rozpočtu.***

***Vzroste-li zdravotní pojistné, dopad na domácnosti bude jednoznačně negativní. Průměrná čtyřčlenná domácnost přijde o více než 500 korun měsíčně.***

***Tříprocentní deficit na dosah, euro v nedohlednu.***

Česká vládní koalice v úterý zažehnala neshody, které hrozily předčasnými volbami, a dohodla se na pokračování společné vlády. Spolu s tím se dohodla i na krocích, které by měly vést k vylepšení výsledků veřejných rozpočtů, jejichž deficit se stále pohybuje za hranicí tří procent HDP a současně navyšuje hodnotu veřejného dluhu, ať už nominálně nebo v poměru k HDP. Ušetřit by se mělo na běžném provozu státu (zhruba 12 mld. korun) a vedle toho i ořezáním některých sociálních výdajů. Konkrétně jde především o změnu valorizačního schématu u penzí, které bylo dosud založeno na růstu penzí v závislosti na inflaci, doplněné jednou třetinou růstu reálných mezd. Nový výpočet má reflektovat inflaci pouze z jedné třetiny a stejně tak i reálné mzdy. V konečném výsledku by se tak mělo „ušetřit“ více než polovina peněz určených na každoroční indexaci důchodů.

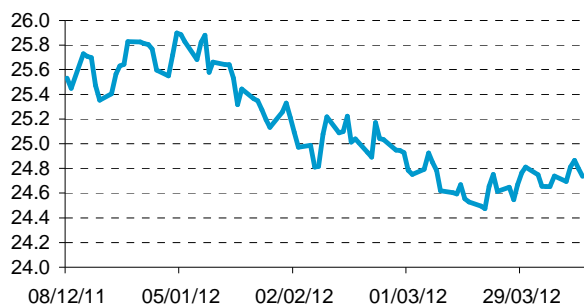
Stranou pozornosti však nezůstává ani příjmová strana rozpočtu, kterou má posílit především zvýšení obou sazeb DPH o jeden procentní bod. Spolu se zvýšením DPH přijde na řadu i zavedení spotřební daně u vína (10 korun na litr) a zvýšení daní u vybraného tabáku. Do hry se dostala i tzv. uhlíková daň, jež tvrdě zasáhne konečné spotřebitele zemního plynu a uhlí. Změnit se má rovněž výpočet daně z příjmu fyzických osob, jejíž sazba nyní činí 15 % a počítá se i z odvedeného zdravotního a sociálního pojištění placeného zaměstnancem i zaměstnavatelem. Nově má být sazba 20 % a bude se vypočítávat pouze z tzv. hrubé mzdy. Zruší se horní limit na zdravotním pojištění a zavede se dočasná vyšší sazba daně pro poplatníky s příjmem nad 100 tisíc korun.

Domácnosti obecně na jedné straně něco málo ušetří na dani z příjmu, na straně druhé vydají více za DPH, spotřební a ekologické daně. U běžné domácnosti zaměstnanců bude růst daní ze zhruba dvou třetin vykompenzován snížením daně z příjmu. Jakmile ovšem dojde i k odsouhlasenému zvýšení zdravotního pojištění placeného zaměstnancem o dva procentní body, bude celá úspora na dani z příjmu pryč. Pro čtyřčlennou rodinu se poté zvýší celkové náklady na domácnost o více než 500 korun měsíčně. V případě penzistů bude dopad výrazný, protože kompenzace z titulu valorizace důchodů nedosáhne ani poloviny nárůstu životních nákladů. Změn se dočkají i živnostníci, kteří uplatňují tzv. daňové paušály. Nebude se jim sice vracet daňový bonus na manželku a na děti, ale paušály ve výši 30-80 % jim zůstanou v platnosti. Stejně tak se nezmění ani jejich pozice v rámci sociálního systému, který je do značné míry zvýhodňuje ve srovnání se zaměstnanci.

Celkově chce vláda svými kroky stlačit deficit veřejných rozpočtů pod hranici 3 % už v roce 2013. Není to ovšem proto, že by chtěla jakkoliv uspíšit přijetí eura, ale činí tak v zájmu nápravy stavu veřejných rozpočtů. Euro není na pořadu dne a současná vláda rozhodně nechce stanovovat jakýkoliv časový harmonogram či dokonce se na euro jako takové připravovat. Plány na úspory a výběry zvýšených či nových daní jsou velkorysé, avšak teprve reálný výkon ekonomiky a chování daňových poplatníků rozhodnou, zda se je podaří realizovat. Prozatím platí, že letošního rozpočtového schodku lze dosáhnout pouze za cenu mimořádných škrtů (část se již podařilo realizovat), avšak další roky budou vyžadovat dotažení reforem do konce. Aktuální opatření nejspíše problém veřejných financí nevyřeší, ale jen zmírní, a časem bude muset dojít k radikálnějších zásahům, ať již v rámci sociálního systému, fungování celého státního aparátu, školství a zdravotnictví.

## Přehled trhů

**EURCZK**



**EURUSD**



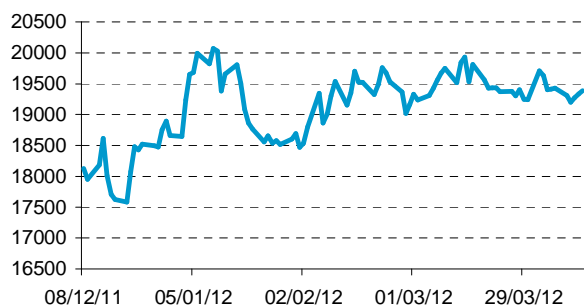
**USDCZK**



**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

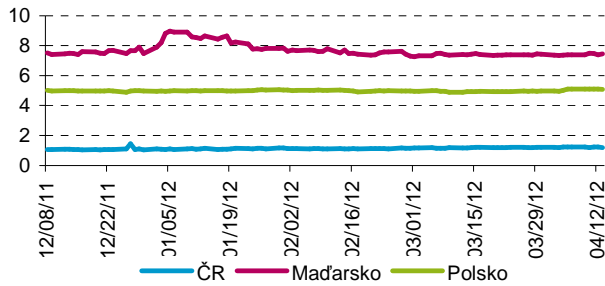


**EURHUF**

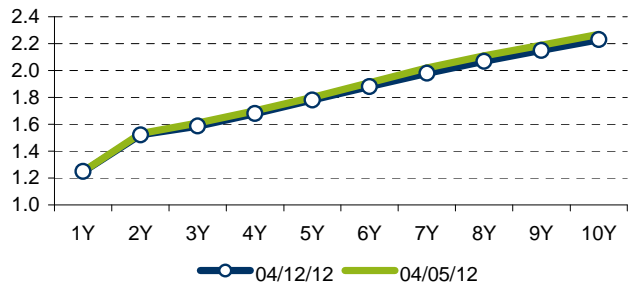


Zdroj: Thomson Reuters

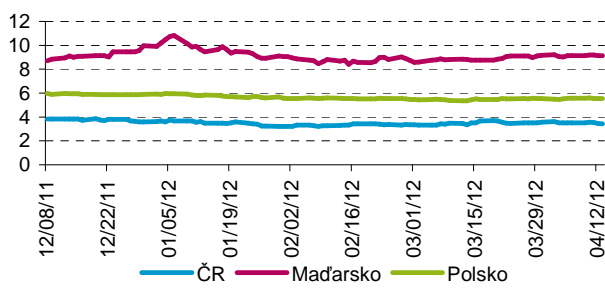
**FRA 3x6 (%)**



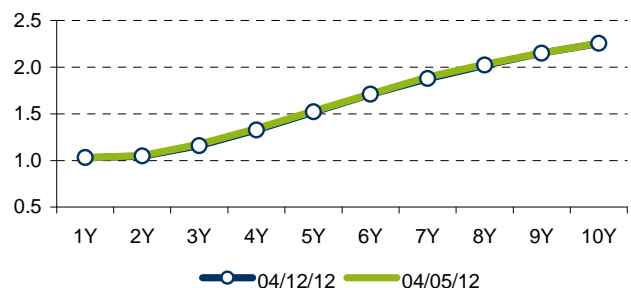
**IRS CZK (%)**



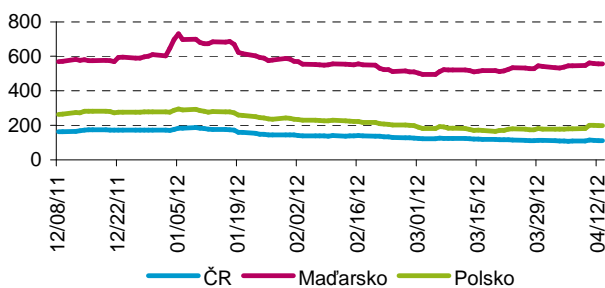
**Výnosy desetiletého dluhopisu (%)**



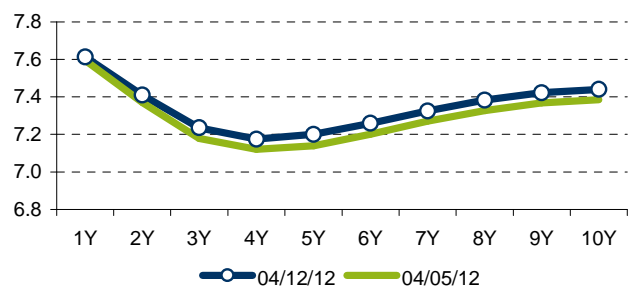
**IRS EUR (%)**



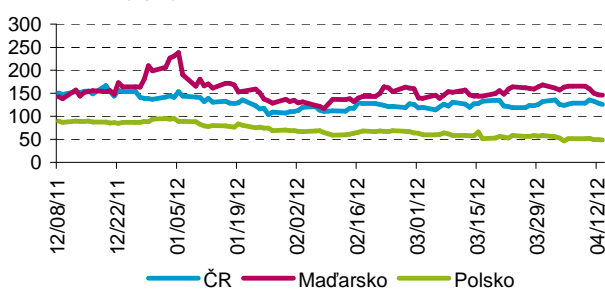
**CDS 5Y (bps)**



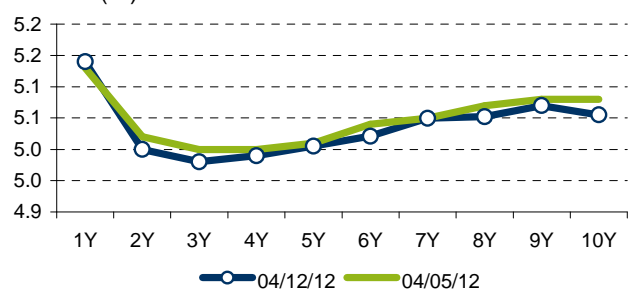
**IRS HUF (%)**



**ASW 10Y (bps)**



**PL IRS (%)**



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

---

PO 9:00, CZ PPI (% , y/y)

	III.12	II.12	III.11
Meziměsíčně	0,2	0,1	1,0
Meziročně	2,9	3,6	6,3

### CZ: Pohonné hmoty tlačí ceny vzhůru

Ceny výrobců byly v březnu především v režii rafinérského a potravinářského průmyslu. I když se meziměsíčně výrobní ceny zvýšily, meziroční výrobní inflace se díky vysokému základu z předchozího roku výrazně propadla. Situace ve výrobních cenách se tak začíná stabilizovat, neboť jejich tempo se bude i v dalších měsících rychle snižovat až ke dvěma procentům. To by se za jiných okolností pozitivně projevilo i ve spotřebitelské inflaci, avšak vzhledem k vysokému vlivu administrativních opatření zůstane tato inflace bez pochyby nad trojkou.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	16.04.2012	9:00	Výrobní ceny	%	03/2012	0.2	2.9	0.2	2.9	0.1	3.6
EMU	16.04.2012	11:00	Obchodní bilance	mil. EUR	02/2012					5.9	
USA	16.04.2012	14:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů	%	03/2012			0.6		0.9	
USA	16.04.2012	14:30	Maloobchodní tržby	%	03/2012			0.4		1.1	
USA	16.04.2012	14:30	Podnikatelská nálada ve státě N.Y.		04/2012			18		20.21	
USA	16.04.2012	19:00	Index stavitelů rodinných domů		04/2012			28		28	
USA	16.04.2012	21:30	Projev Bullarda o hospodářství a měnové politice	Fed	04/2012						
EMU	17.04.2012	0:00	Prodej pokladničních poukázek (do 2,0 mld.€ 2012)	EFSF	04/2012						
Řecko	17.04.2012	0:00	Aukce vlád.dluhopisů (1,25 mld.€ 7/2012)	mld. EUF	04/2012						
Španělsko	17.04.2012	0:00	Aukce vlád.dluhopisů (12ti a 18ti měsíční)	mld. EUF	04/2012						
USA	17.04.2012	0:00	Tisková konference MMF World Economic Outlook	MMF	04/2012						
SR	17.04.2012	9:00	Harmonizovaná inflace	%	03/2012					0.2	4
Německo	17.04.2012	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)		04/2012			37		37.6	
Německo	17.04.2012	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)		04/2012			20		22.3	
EMU	17.04.2012	11:00	Jádrová inflace	%	03/2012				1.5		1.5
EMU	17.04.2012	11:00	Inflace	%	03/2012			1.2	2.6	0.5	
EMU	17.04.2012	13:00	Projev Draghiho na konferenci ECB ve Frankfurtu	ECB	04/2012						
USA	17.04.2012	14:30	Zahájení staveb nových domů		03/2012			705		698	
USA	17.04.2012	14:30	Udělená stavební povolení		03/2012			711		717	
USA	17.04.2012	15:15	Využití kapacit	%	03/2012			78.6		78.7	
USA	17.04.2012	15:15	Průmyslová výroba	%	03/2012			0.3		0	
EMU	18.04.2012	10:00	Běžný účet	mld. EUF	02/2012					4.5	
ČR	18.04.2012	12:00	Aukce st. dluhopisu pohyb. sazba/2023	mld. CZK	04/2012						
ČR	18.04.2012	12:00	Aukce st. dluhopisu 4,60%/2018	mld. CZK	04/2012						
Polsko	18.04.2012	14:00	Mzdy	%	03/2012			5.3	3.8	-2.7	4.3
Polsko	18.04.2012	15:00	Rozpočtové saldo	mil. PLN	03/2012					-16372	
Maďarsko	19.04.2012	9:00	Mzdy	%	02/2012				6		4.3
EMU	19.04.2012	11:00	Index spotřebitelské důvěry		04/2012 *A					-19.1	
Polsko	19.04.2012	14:00	Průmyslová výroba	%	03/2012			14.6	4.4	-1	4.6
Polsko	19.04.2012	14:00	Ceny v průmyslu	%	03/2012			0.1	4.8	-0.3	6.3
USA	19.04.2012	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	14.4.					380	
USA	19.04.2012	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	7.4.					3251	
USA	19.04.2012	16:00	Prodej stávajících domů	mil.	03/2012			4.62		4.59	
USA	19.04.2012	16:00	Předstihové ukazatele		03/2012			0.2		0.7	
USA	19.04.2012	16:00	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu		04/2012			12.1		12.5	
Německo	20.04.2012	8:00	Ceny v průmyslu	%	03/2012			0.5	3.1	0.4	3.2
Německo	20.04.2012	10:00	Index Ifo (očekávání)		04/2012			102.5		102.7	
Německo	20.04.2012	10:00	Index Ifo (hodnocení současné situace)		04/2012			117.1		117.4	
Německo	20.04.2012	10:00	Index podnikatelské nálady Ifo		04/2012	110.5		109.5		109.8	
Polsko	20.04.2012	14:00	Jádrová inflace	%	03/2012			0.3	2.5	0.3	2.6
USA	20.04.2012	15:00	Setkání ministrů financí skupiny G20 ve Washingtonu	G20	04/2012						

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

## Náš výhled

### Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	poslední změna	
Česko	2T repo	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	-25 bps	5/7/2010
Maďarsko	2T depó	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	1.24	1.18	1.20	1.22
Maďarsko	BUBOR 3M	7.24	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	2.22	2.18	2.24	2.40	2.60	2.85
Maďarsko	HU10Y	7.55	7.97	7.50	6.80	7.20	7.20
Polsko	PL10Y	5.07	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	297	315	290	290	290	290
Polsko	EUR/PLN	4.18	4.46	4.10	4.00	4.30	4.20

### HDP

	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	2	1.3	0.6	0.0	-0.3	0.4	1.5
Maďarsko	1.5	1.4	1.4	-0.2	-0.5	-0.8	-0.3
Polsko	4.3	4.2	4.3	3.7	3.3	3.0	2.7

### Inflace

	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	1.8	2.4	3.9	3.7	3.4	3.3	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	-3.9	-2.9
Maďarsko	0.5	2.9
Polsko	-2.1	-5.0

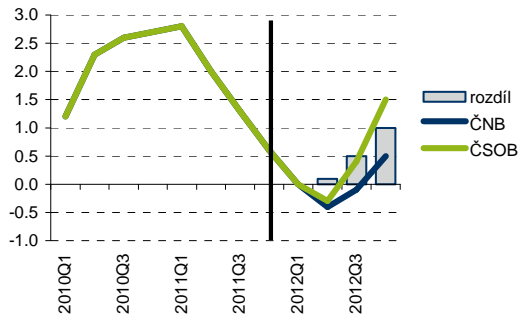
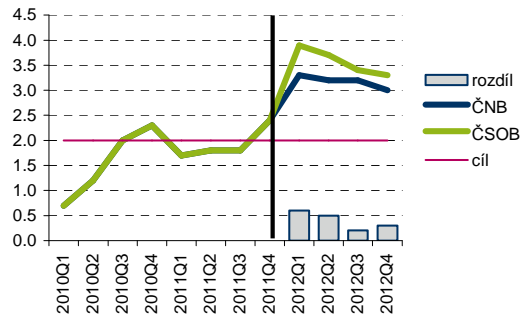
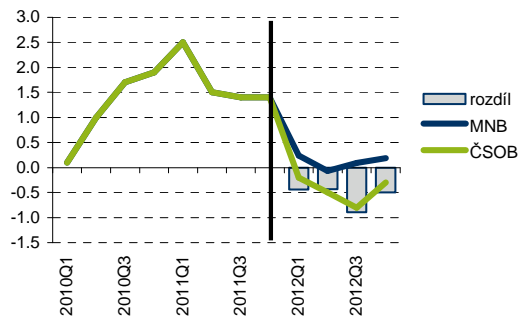
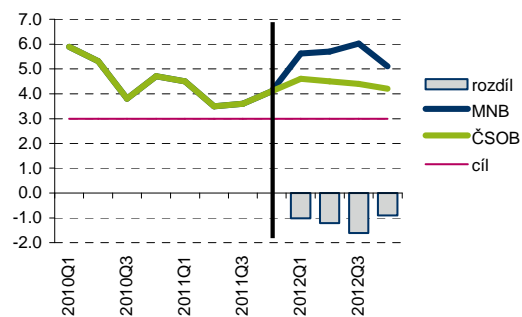
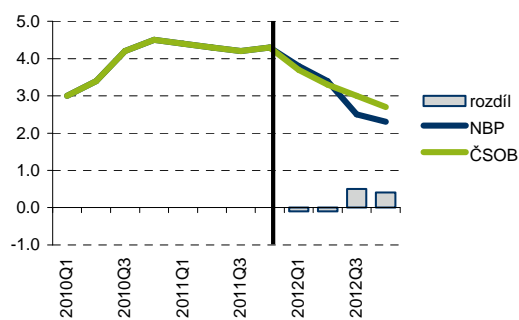
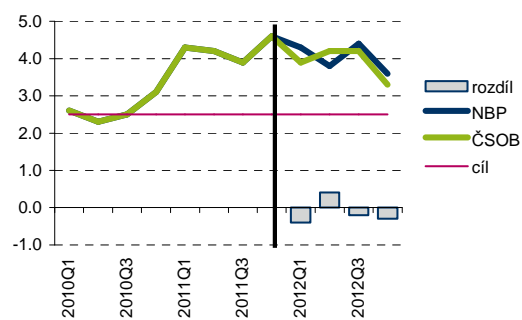
### Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	2010	2011
Česko	-4.8	-3.1
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.