

# Ekonomika pod lupou



**Další recese  
na obzoru?**

## SHRNUTÍ PROGNÓZY

- **Ekonomika USA** je oficiálně venku z recese od června 2009. Dynamika ožívání momentálně zpomaluje s tím, jak se vyčerpávají jednorázové faktory pomáhající růstu (zásoby, odložená poptávka, odložené investice). Ač jsme to čekali, trh vyhodnocuje tuto situaci jak novinku – to se projevuje obavami o tzv. „double-dip“ (další recese). Dle nás je ekonomika stabilizovaná, a pokud nedojde k dalšímu negativnímu šoku (kolaps důvěry vůči dolaru, kolaps Číny, předčasné stažení měnových podpůrných programů, „black swan“ atd.), není nic, co by ji posunulo do další recese. Oživení v dalších kvartálech bude pomalé, brzděné slabou poptávkou domácností a jenom pomalu se zlepšujícím trhem práce  
... str. 3
- **Ekonomiky EMU** ve 2. čtvrtletí rychle rostly – mezikvartálně o 1%. Ze 2/3 za to ale vděčí famóznímu výkonu Německa (+2,2% q/q) a solidnímu výkonu Francie (+0,6% q/q). Jih Evropy stále zůstává pod tlakem své strukturální slabosti, vynucené fiskální konsolidace a zadlužení. Sever EMU však v dalších čtvrtletích zpomalí – ačkoliv se trh práce v Německu pod vlivem exportního impulzu zlepšuje, domácích růstových faktorů je málo (poptávka domácností nestačí). Export zpomalí díky zpomalení v USA i v Číně a díky slabšímu dolaru. I tak ale Německo v roce 2011 dále poroste – to je vzhledem k naší úzké vazbě na něj dobrá zpráva.  
... str. 6
- **Česká ekonomika** poroste v roce 2011 o 2% - a to i navzdory fiskální konsolidaci. Tahounem růstu budou fixní investice a čistý export, zásoby po divoké jízdě v roce 2009-2010 zůstanou jenom nepatrně pozitivním přispěvatelem k růstu. Nezaměstnanost poklesne na průměrnou hodnotu 8,8%, nízký růst nominální mzdy (kvůli veřejnému sektoru) a růst inflace (díky regulovaným cenám) budou držet růst reálné mzdy jenom těsně nad 0%. Spotřeba domácností tak poroste, ale nejnižším tempem od roku 1995.  
... str. 10
- **Koruna** znovu ovlivňuje nastavení sazeb. Koruna se na konci léta dostala definitivně (a předčasně) pod 25 korun za euro – investorům se kombinace solidních makro základů, exportně hnaného oživení, nové vlády a relativně nízkého zadlužení líbí. BR ČNB se dle nás posunula směrem ke zvýšení sazeb – silná koruna je ale jeden z faktorů, který ji v tom brání. Dle nás jsou stávající úrovně koruny (24,50) zhruba o 2% silnější, než by měly být, a v horizontu min. půlroku nevidíme prostor k dalšímu posílení. V delším horizontu bude ale koruna pokračovat v posilování, ač menším tempem než před krizí – průměr na rok 2010 vidíme kolem 24,30. Sazby ČNB by měly vyrůst o cca 50-75 bodů do konce roku 2011 – vše ale bude záviset na koruně a síle oživení. O sílu oživení se tolik neobáváme, u kurzu koruny jsou však nezanedbatelná rizika zejména směrem k silnějšímu posílení.  
...str. 14

## Obsah

Shrnutí prognózy	1
Tabulka prognózy	2
Zahraniční vývoj	3
Poptávka a nabídka	9
Inflace	12
Měnové podmínky	14
Rizika prognózy	19
Důležitá upozornění	
Kontakty	

## TABULKA PROGNOZY

ROČNĚ (průměry)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011F	2012F	2013F
<b>Poptávka</b>												
HDP (s.c. %)	1,8	3,6	4,3	6,4	7,0	6,1	2,3	-4,0	2,2	2,0	2,8	3,5
Spotřeba domácností (s.c. %)	2,2	5,9	2,8	2,6	5,1	4,9	3,5	-0,2	1,1	0,9	1,8	2,9
Fixní investice (s.c. %)	5,3	0,6	3,6	1,7	6,0	10,9	-1,5	-9,2	-3,3	5,0	4,0	3,7
Export (s.c. %)	2,0	7,2	20,3	11,9	16,2	15,0	6,0	-10,1	11,2	5,7	6,0	7,9
Import (s.c. %)	4,9	8,0	17,5	5,3	14,7	14,3	4,5	-10,1	11,5	5,1	4,8	7,5
Zpracovatelský průmysl (s.c. %)	5,2	-1,0	12,6	12,2	15,3	9,2	7,2	-11,4	5,1	5,4	5,1	5,6
Maloobchod (%)	1,5	6,7	3,9	8,2	10,9	10,2	3,2	-4,2	0,4	2,5	2,3	3,7
<b>Příspěvky k růstu, p.b.</b>												
Spotřeba domácností (s.c.)	1,1	3,1	1,5	1,3	2,6	2,4	1,7	-0,1	0,6	0,5	0,9	1,5
Fixní investice (s.c.)	1,5	0,2	1,1	0,5	1,7	3,0	-0,4	-2,6	-0,9	1,2	1,0	1,0
Čistý export (s.c.)	-2,2	-1,1	0,8	5,1	1,1	0,7	1,4	-0,3	-0,1	0,8	1,5	0,8
Zásoby (s.c.)	-0,2	-0,6	1,5	-0,7	1,3	-0,2	-0,6	-2,4	2,5	0,2	-0,6	0,0
<b>Veřejné rozpočty</b>												
Saldo veřejných rozpočtů (% HDP; ESA 95)	-6,8	-6,6	-3,0	-3,6	-2,6	-0,7	-2,7	-5,9	-5,3	-4,4	-3,6	-2,9
Saldo státního rozpočtu (% HDP)	-6,1	-6,0	-2,7	-3,5	-2,6	-1,6	-2,7	-5,0				
<b>Trh práce</b>												
Nezaměstnanost (%) <sup>2</sup>	(9,2)	(9,9)	9,4	8,9	8,1	6,6	5,4	8,1	9,1	8,8	8,5	7,5
Nominální mzdy (%)	8,1	5,9	6,3	5,1	6,6	7,3	7,9	4,0	2,5	2,5	3,7	4,8
Reálné mzdy (%)	6,2	5,8	3,5	3,2	3,9	4,4	1,5	3,0	1,2	0,4	1,4	2,8
<b>Vnější vztahy</b>												
Obchodní bilance (mld. CZK)	-71	-70	-26	39	40	85	71	150	121	103	90	101
Obchodní bilance (%HDP)	-2,9	-2,7	-0,9	1,3	1,2	2,4	1,9	4,1	3,3	2,7	2,2	2,4
Běžný účet (mld. CZK)	-136	-161	-147	-40	-77	-113	-114	-37	-78	-87	-86	-78
Běžný účet (%HDP)	-5,5	-6,2	-5,2	-1,3	-2,4	-3,2	-3,1	-1,0	-2,1	-2,3	-2,1	-1,8
<b>Ceny</b>												
CPI inflace (%)	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,4	1,1	1,3	2,2	2,3	2,0
Poptávková inflace (%) <sup>3</sup>	1,7	0,6	1,2	0,8	0,6	0,7	2,0	0,0	-1,0	0,6	1,1	1,0
<b>Měnové podmínky</b>												
CZK/EUR	30,8	31,9	31,9	29,8	28,3	27,8	25,0	26,4	25,3	24,3	23,7	23,3
CZK/USD	32,7	28,2	25,7	24,0	22,6	20,3	17,1	19,0	19,2	19,0	17,5	16,7
2W repo sazba (%)	3,6	2,3	2,2	2,0	2,2	2,9	3,5	1,5	0,8	1,1	2,0	2,4
3M PRIBOR (%)	3,5	2,3	2,4	2,0	2,3	3,1	4,0	2,2	1,3	1,4	2,2	2,6
12M PRIBOR (%)	3,6	2,3	2,7	2,1	2,7	3,4	4,2	2,6	1,8	1,8	2,5	2,9
10Y swap (%)	5,0	4,2	4,7	3,5	3,8	4,2	4,2	3,7	3,0	3,1	3,6	3,9
<b>ČTVRTLETNĚ (průměry)</b>												
	2008	2009		2010				2011				
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
<b>Poptávka</b>												
HDP (s.c. %) - r/r	2,2	0,5	-3,6	-4,7	-4,4	-3,2	1,0	2,4	2,6	2,6	2,4	2,0
HDP (s.c. %) - q/q	0,2	-0,7	-3,8	-0,5	0,5	0,5	0,4	0,9	0,7	0,5	0,2	0,6
Spotřeba domácností (s.c. %) - r/r	3,0	2,6	0,8	0,0	-0,5	-1,2	0,1	0,8	1,5	2,0	1,1	0,8
Spotřeba domácností (s.c. %) - q/q	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,6	1,2	0,6	0,2	-0,1	0,3	0,3
<b>Trh práce</b>												
Nezaměstnanost (%) <sup>2</sup>	5,3	5,5	7,3	7,9	8,5	8,8	9,8	8,8	8,7	9,0	9,1	8,9
Reálné mzdy (%)	0,8	3,2	0,8	1,8	4,5	4,8	1,5	1,2	1,3	1,0	0,4	0,2
<b>Ceny</b>												
CPI inflace (%)	6,7	4,7	2,2	1,4	0,2	0,4	0,7	1,2	1,3	2,0	2,1	2,4
Poptávková inflace (%) <sup>3</sup>	2,3	1,7	0,6	0,1	-0,5	-0,2	-1,1	-1,2	-0,9	-0,7	0,1	0,5
<b>Měnové podmínky</b>												
CZK/EUR	24,1	25,4	27,6	26,6	25,6	25,9	25,9	25,6	24,9	24,8	24,6	24,4
CZK/USD	16,0	19,3	21,1	19,6	17,9	17,6	18,7	20,1	19,5	18,4	19,2	19,6
2W repo sazba (%)	3,59	2,92	1,95	1,65	1,35	1,21	1,00	0,85	0,75	0,75	0,92	1,00
3M PRIBOR (%)	3,91	4,11	2,71	2,32	1,96	1,77	1,50	1,31	1,22	1,17	1,28	1,32
12M PRIBOR (%)	4,03	4,30	3,03	2,70	2,48	2,31	2,02	1,84	1,75	1,66	1,71	1,70
10Y swap (%)	4,27	3,59	3,40	3,82	3,85	3,57	3,54	3,00	2,67	2,88	2,93	3,11

Vysvětlivky:

Neří-li uvedeno jinak, jsou prezentovány roční, resp. čtvrtletní průměry.

1 mezera výstupu představuje rozdíl mezi skutečným HDP a rovnovážným dlouhodobým HDP; nejlépe zachycuje poptávkové tlaky plynoucí z reálné ekonomiky

2 míra nezaměstnanosti před rokem 2004 je počítána z registrované míry nezaměstnanosti, počínaje rokem 2004 pak pomocí metodologie ILO

3 poptávková inflace je inflace očištěná o vliv změn regulovaných cen a nepřímých daní, cen potravin a pohonných hmot; je nejlépe ovlivněna poptávkou

4 je uvedeno saldo státního a veřejných rozpočtů podle metodologie GFS. Pro účely Maastrichtských kritérií a Paktu stability se deficit počítá podle ESA95, očekáváme, že takto spočítaný deficit bude vyšší než podle GFS

# ZAHRANIČNÍ VÝVOJ

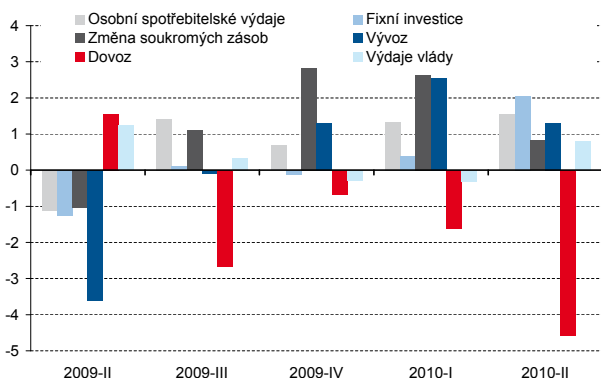
## USA A EVROPSKÁ UNIE

	2006	2007	2008	2009	2010f	2011f	2012f
HDP EU12 (s.c. % r/r)	2,9	2,6	0,6	-4,1	1,3	1,5	1,6
CPI Eurozóny (%)	2,2	2,1	3,3	0,3	1,5	1,7	1,9
Sazba ECB (%)	2,8	3,3	3,9	1,2	1,0	1,1	1,8
12M EURIBOR (%)	3,4	4,5	4,8	1,0	0,9	1,6	2,3
HDP US (s.c. % r/r)	2,7	1,9	0,9	-2,4	2,7	2,3	3,0
CPI US (%)	3,2	2,9	4,3	-0,4	1,2	1,6	1,8
Sazba Fed (%)	4,96	5,05	2,08	0,16	0,20	0,40	1,25
EUR/USD	1,3	1,4	1,5	1,4	1,3	1,3	1,2

### Amerika zpomaluje poté, co z oživení vypadly jednorázové faktory

Data za první polovinu letošního roku potvrdila pokračující cyklické oživování americké ekonomiky, i když dynamika zvolnila – zatímco ve 4Q/09 rostla ekonomika o anualizovaných 5%, v 1Q/10 si připsala 3,7% a ve 2Q/10 dokonce jenom 1,7%. Co za tímto růstem stálo, ilustruje následující obrázek.

USA: Příspěvy k růstu reálného HDP v letech 2009 a 2010 (p.b.)



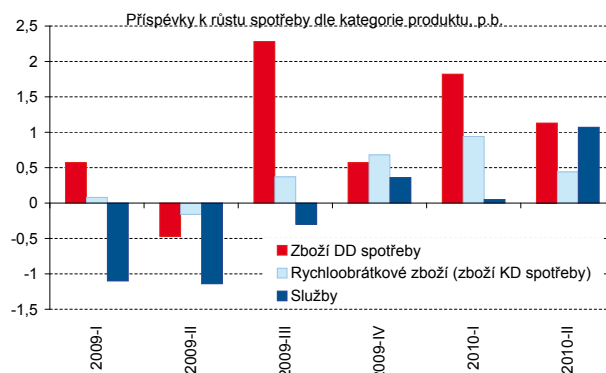
Ve struktuře tak je za poslední rok vidět dvě tendence – výrazný vliv zásob ve 2H/09 a 1Q/10, a postupné oživování domácí spotřeby. Ta první věc je celkem jasná – poté, co za propadem růstu v letech 2008 a v 1H/2009 stála z podstatné části právě redukce zásob, docházelo vzhledem k nenaplnění negativních očekávání vývoje agregátní poptávky k jejich doplňování na úrovni, jež lépe odrážejí celkovou poptávku. Ve 3Q/09 tak zásoby růstu přidaly 1,1 p.b., ve 4Q/09 dokonce 2,8 p.b., v 1Q/10 2,6 p.b. a ve 2Q/10 0,8 p.b. Je vidět, že efekt zásob se pomalu vytrácí - to je normální dynamika cyklu, a je to právě jeden z jednorázových faktorů, které růstu v prvních měsících oživení pomáhaly.<sup>1</sup>

Druhým faktem, který je zřejmý z grafu, je převaha růstových impulzů ze strany soukromého sektoru – zatímco počátkem roku 2009 byla vláda (a nízký dovoz, což ale zrcadlilo hlavně otřesenou důvěru spotřebitelů a nízkou spotřebu) jediným pozitivním přispěvatelem k růstu, ve druhé polovině roku 2009 se do popředí dostal soukromý sektor – jak díky zásobám, tak díky překvapivě solidní spotřebitelské poptávce.

Ta přidala k růstu v 1Q-2Q/10 překvapivě dost (1,3 a 1,5 p.b.),

naproti druhé polovině roku 2009 však byly příspěvky rovnoměrněji rozloženy – zatímco ve 2H/09 se koncentrovaly zejména do zboží dlouhodobé spotřeby (šrotovné na auta, typicky), (zejména) ve 2Q/10 byla již evidentní relativně dobrá poptávka napříč kategoriemi (služby, zboží, krátkodobá vs. dlouhodobá spotřeba). Příspěvek od spotřeby služeb dokonce dosáhl nejvíce od konce roku 2007 – 0,8 p.b.

USA: Příspěvy k růstu spotřeby dle kategorie produktu



Za tím je třeba hledat jak pozvolna se lepšící trh práce, tak skutečnost, že se (zejména koncem 2H/09 a počátkem roku 2010) realizovala část odložené poptávky.<sup>2</sup> Pokud k tomu přidáme (znovu) klesající míru úspor a dobrý vývoj akciových trhů (zejména v 1Q/10), je vysvětlení dobrého vývoje spotřebitelské poptávky v prvním pololetí nasnadě.

Ačkoliv se v průběhu 1H/2010 objevily pozitivní zprávy z trhu práce (což je typický zpožděný indikátor), trh se v létě po sérii mírně slabších dat z americké ekonomiky začal obávat toho, že Spojeným státům hrozí další recese. Obavy přizivila i podstatná revize směrem dolů u růstu HDP za 2Q/10 – ta sice vesměš šla na vrub jedné slabší obchodní bilanci, na paniku trhu to ale stačilo. To pak reflektoval i vývoj dluhopisů, jež se dostaly (navzdory velké nabídce) k úrovním, kde byly v časech největší paniky kolem krachu Lehman Brothers. To dle našeho názoru absolutně nedává smysl – to, co momentálně pozorujeme, je jisté normální zpomalení dynamiky oživování, které je znakem toho, že jednorázové faktory (zásoby, odložené poptávka) už růstu nepomáhají. Jádrová situace ale zůstává (vzhledem k hloubce předchozího pádu) celkem dobrá. I když se trh práce zlepšuje jenom pomalu, další recese USA ani EMU nehrozí. Proč si to myslíme ?

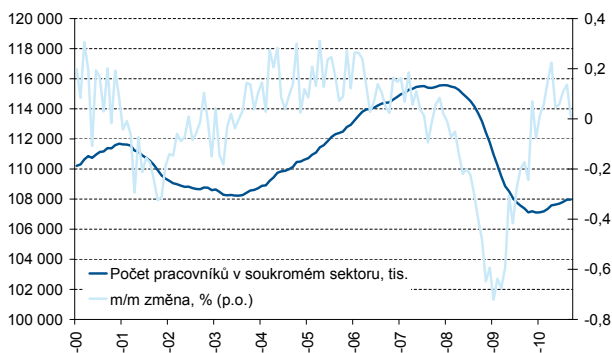
a) Ekonomika se po finanční krizi a následné globální recesi stabilizovala, nyní bezprostředně nehrozí negativní šok, který by ekonomiku srazil do recese. Potenciální rizika existují (například evropský finanční sektor, výrazné zpomalení čínské ekonomiky), ale nedají se považovat za bezprostřední. Samotný finanční sektor vykazuje v mnoha podstatných oblastech znaky normalizace.

<sup>1</sup> Dle americké organizace NBER, která má na starosti datování hospodářského cyklu, skončila recese v červnu 2009 (začala v prosinci 2007).

<sup>2</sup> Což je další z jednorázových faktorů, o které se růst v prvních měsících oživení opíral.

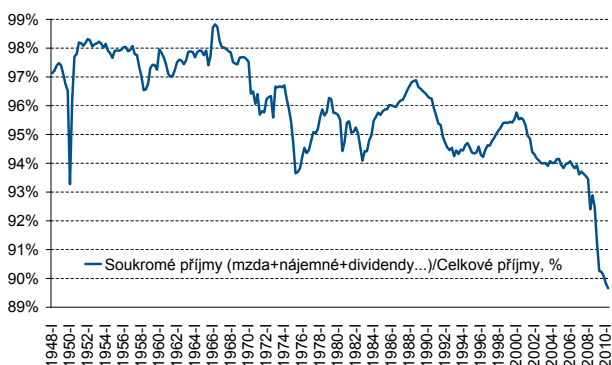
b) Zaměstnanost, zejména v soukromém sektoru, roste skutečně jenom pomalu, což omezuje prostor pro růst ekonomiky, ale zároveň nedává důvod pro to, aby domácnosti snižovaly svoje výdaje.

USA: Trh práce – soukromý sektor



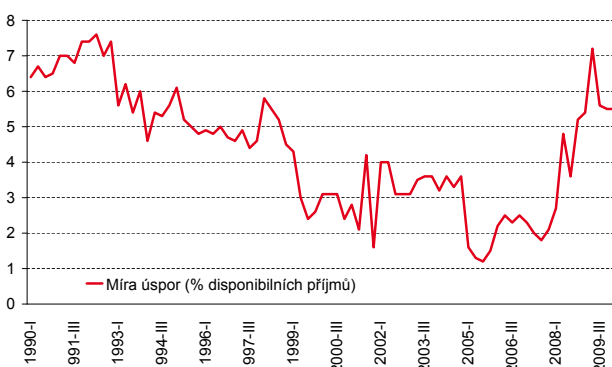
Podobná logika platí pro příjmy domácností. Ty jsou sice stále drženy nad vodou z podstatné části (na americké poměry) štedrou politikou podpory v nezaměstnanosti, ale ani její odebrání (ke kterému dle nás ani na podzim nikdo nepřistoupí – volby do Kongresu) by nemělo být dostatečně velikou ránou na to, aby se ekonomika znovu dostala do poklesu.

USA: Podíl příjmů ze soukromých zdrojů na celkových příjmech



Nakonec vyšší míra úspor (zejména pod vlivem revize dat z 2Q/10) vytváří do budoucna rovněž prostor pro to, aby se domácnosti dokázaly po určitou dobu vyrovnat s výpadkem příjmů.

USA: Míra úspor



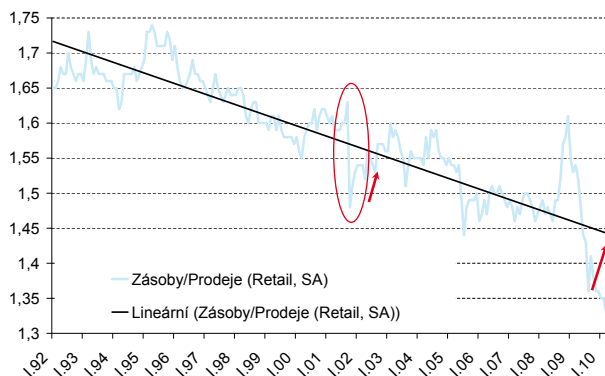
Pomalý růst spotřeby domácností tak bude sice ekonomiku brzdit, ale nebude příčinou jejího dalšího poklesu. Trh s rezidenčními nemovitostmi je a po několik dalších čtvrtletí

pravděpodobně zůstane velmi slabý, ale už by dále neměl z těchto velmi nízkých úrovní klesat. Opět nebude oporou ekonomiky, ale ani ji nebude tlačit do poklesu. Rovněž je teď již mnohem menší částí ekonomiky, než tomu bylo před krizí.

c) Investice by měly ekonomice pomáhat: stav podnikových financí je v průměru relativně dobrý, podniky tedy nemusí za každou cenu šetřit. Zavádění nových technologií a obměna opotřebovaného zařízení by měly zajistit růst investic. K tomu je potřeba připočítat stále dobíhající cyklus doplňování zásob a dobíhání investic odložených v době finanční krize.

Z hlediska zásob je totiž stále vidět příliš malý podíl zásob na aktuálních prodejkách – zde se buďto podniky správně domnívají, že nastane další propad poptávky domácností (a už dopředu tomu přizpůsobily zásoby), nebo jsou prostě zásoby stále nízko a budou se muset doplnit.

USA: Zásoby / prodeje



Rizikem je efekt “samospnlitelného prorocství”, kdy se neustále omílané obavy z rizika další recese promítnou do rozhodování v reálné ekonomice, což způsobí nadměrnou opatrnost a následovní odklad všech investic kromě nezbytných.

d) Čistý zahraniční obchod by měl přispívat k HDP negativně, ale slabá spotřeba domácností, oslabení dolaru v poslední době a pokračující růst exportu by měly zmírnit velikost negativního příspěvku v dalších čtvrtletích ve srovnání s druhým čtvrtletím tohoto roku. Navíc, negativní příspěvek čistého exportu ve 2Q/10 je

1. dán jedním špatným měsícem (červen)
2. druhý nejvyšší za posledních 60 let.

Ani jedno z toho by se nemělo opakovat.

e) Pokud by ekonomika příliš zpomalovala a zároveň hrozila deflace, lze čekat další stimulus od Fedu (ECB) a vlády (Obamova administrativa už další stimulus připravila, i když nebude tak veliký jako ten minulý).

**Trh práce – slabý, ale recesi nezpůsobí**

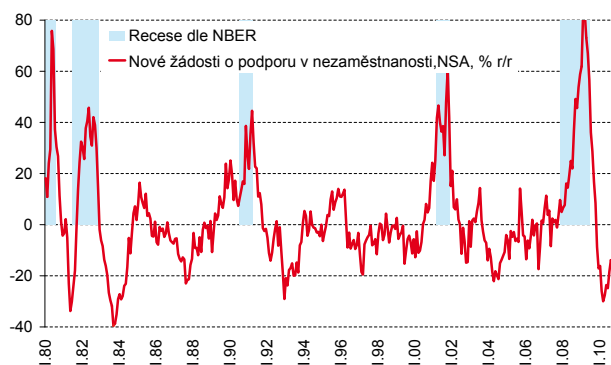
Na trh práce se podíváme ještě trochu blíže. Za prvních 8 měsíců roku 2010 ekonomika v soukromém sektoru vytvořila 793 tis. pracovních míst, což sice není v porovnání s tím, kolik v této recesi kumulativně ztratila (10 mil.) mnoho, zlepšení (a další znak toho, že oživení je zakořeněno) to ale jistě je.

Obhájci scénáře další recese (tzv. double-dip) upozorňují, že vysoké zůstávají nové žádosti o podporu v nezaměstnanosti.



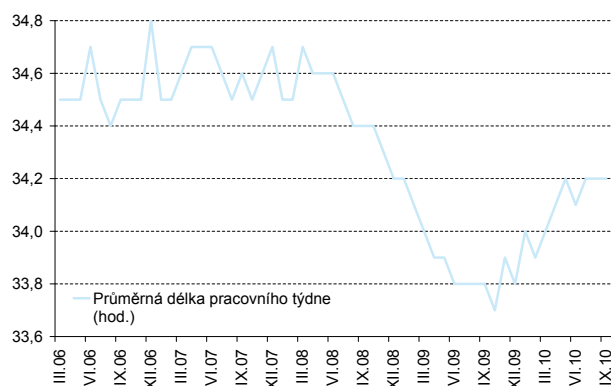
Zde vidíme dva problémy – první je, že dochází ke (krizí vyvolané) strukturální změně na trhu práce (tzn., možná se více propouští v těch odvětvích, která jsou více pokryta podporou v nezaměstnanosti). Druhým je, že slabší data, kvůli kterým trh během léta započítal do cen depresní scénář, mohly být částečně zapříčiněny způsobem sezónního očištění, který se mohl pod vlivem krize stát neaktuálním. Pokud se podíváme jenom na data bez sezónního očištění, pak vidíme, že se recese vyznačují velkou pozitivní meziroční změnou. To ale momentálně nepozorujeme. I kdyby zůstaly změny na nule (což by znamenalo hodně vysoká čísla), další recese zatím v číslech není.

USA: Nové žádosti o podporu v nezaměstnanosti



K tomu se přidávají i další ukazatele, které naznačují, že trh práce se bude pozvolna zlepšovat a že i v roce 2011 bude dál autonomně tvořit pracovní místa – mezi nimi je například vyšší počet lidí najímaných na jiný než plný úvazek (což normálně předznamenává nárůst počtu pracovníků s plným úvazkem) nebo rostoucí průměrná délka pracovního týdne (což je rovněž indikátorem, že se v nejbližší době bude spíše najímat – firmy nejdříve zvyšují využití svých stávajících zaměstnanců, posléze pak najímají nové).

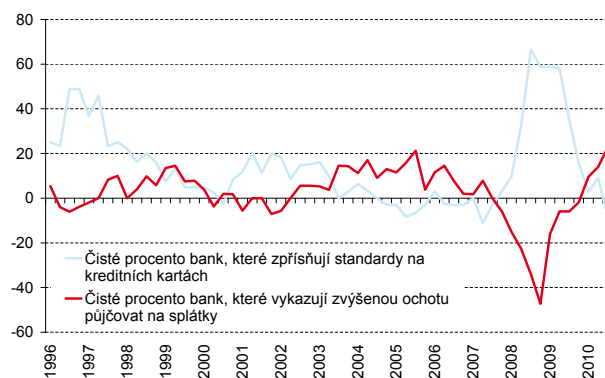
USA: Průměrná délka pracovního týdne



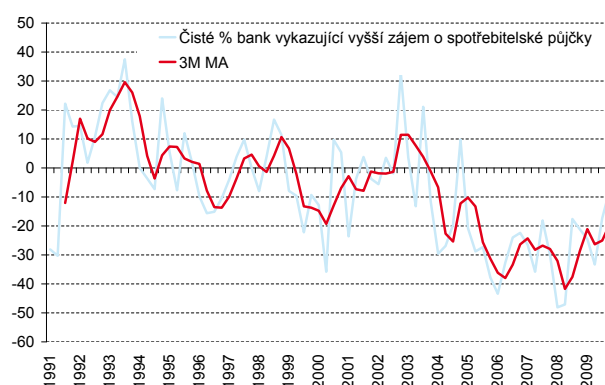
Ačkoliv je tento vývoj jistě povzbudivý, je potřeba si uvědomit, že samotná nezaměstnanost zůstává stále vysoko (kolem 10%). Dlouhodobě nezaměstnaných je stále historicky nejvíce, množství lidí, kteří již práci nehledají, protože nevěří, že se jim to může podařit, je rovněž vysoké. Trh práce tak zůstane slabým místem americké ekonomiky hodně dlouhou dobu a podpora, kterou bude spotřebě domácností dodávat, bude jenom malá.

To samé se dá říct o úvěrové aktivitě.

USA: Kreditní podmínky (pro spotřebitele) - nabídka

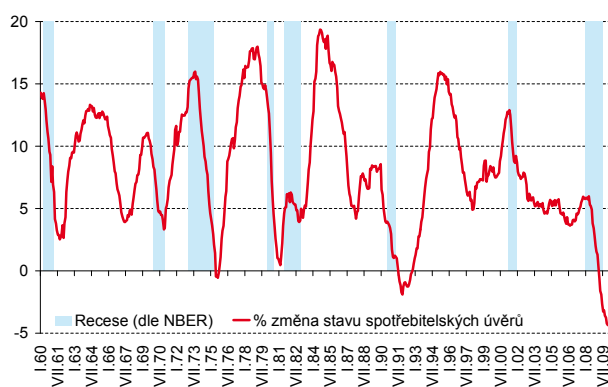


USA: Kreditní podmínky (pro spotřebitele) - poptávka



Ta se zlepšuje jak ze strany nabídky, tak ze strany poptávky, obecně ale její úroveň stále zůstává nízká – to je vidět na celkovém stavu úvěrů, kde je stále patrná zvýšená opatrnost a spíše snaha nové úvěry si příliš nebrat.

USA: Stav spotřebitelských úvěrů a jeho r/r změna



Podtrženo, sečteno – další recese nehrozí, i když proces oživování bude trvat dlouho (nebudeme se tak o rychlém návratu k předkrizovým tempům růstu). Deleveraging domácností, spousta “hypoték pod vodou” atd. se nevyřeší přes noc.

Evropa ve 2Q/10 silně vzrostla, za růstem hlavně Sever,....

Evropská ekonomika zaznamenala po výrazném poklesu ve 4. kvartálu roku 2008 a v 1. kvartálu roku 2009 dramatické zlepšení situace. Ve druhém čtvrtletí 2009 totiž evropská ekonomika poklesla již jenom o desetinu procenta, ve třetím dokonce o 4 desetiny rostla, a i když v posledním čtvrtletí roku

2009 q/q rostla jenom o dvě desetinky, je jasné, že z nejhrošího je venku. To potvrdila i data za 1. a 2. čtvrtletí letošního roku – EMU si i navzdory tuhé zimě (která výrazně omezila například výstavbu) připsala v tom prvním tři desetinky % q/q, v tom druhém dokonce 1% q/q. Zdálo by se tak, že ekonomika EMU je v solidním stavu a zejména procento mezikvartálně ve 2Q/10 by mohlo navodit zdání, že je na tom lépe, než jak je tomu ve skutečnosti.

Problémů se silným růstem v 2Q/10 je z hlediska budoucího vývoje několik – mezi nimi zejména přetrvávající rozdíly mezi zeměmi (=dvourychlostní EMU), fiskální konsolidace v roce 2011, úzká vazba růstu na export a slabá spotřebitelská poptávka (=nedostatek domácích zdrojů růstu).

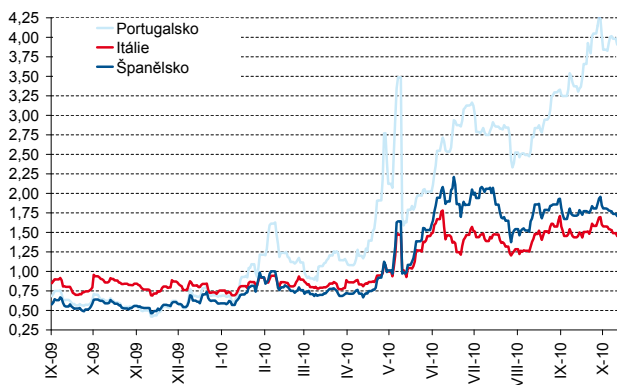
Mezi jednotlivými zeměmi totiž přetrvávají rozdíly – zejména mezi (s jistou dávkou zobecnění) „jihem“ a „severem“ EMU: zatímco země „severu“ (Německo, Francie) silně ožívají (Německo +2,2% q/q), země jihu se potýkají se stále žalostným nemovitostním sektorem (Španělsko) a/nebo obrovským zadlužením, které se v první polovině roku a zejména v dubnu a květnu dostalo do pozornosti trhů (Řecko, Španělsko, Portugalsko, Itálie). Zde si (znovu) dovolíme odcitovat z našeho dubnového čtvrtletníku:

„Do budoucna je tak možné čekat, že fiskální konsolidace bude brzdou růstu právě v těchto zemích – rozdíly mezi obecně méně (nikoliv ale málo) zadluženým „severem“ a vesměs předluženým „jihem“ mají potenciál růstové nůžky rozevřít ještě více.“

**...jih Evropy zůstává pod tlakem nucené fiskální konsolidace, která bude pokračovat i v 2011**

V dubnu a květnu se věci skutečně tímto směrem hnuly – pod tlakem dluhopisových trhů muselo Řecko požádat o záchranný balíček EMU v hodnotě 110 mld. EUR (což je dost na to, aby Řecko dostalo svým závazkům do roku 2012) a EMU, ač do té doby tvrdila, že situaci zvládne, byla nucena přiznat, že již události nemá pod kontrolou. Ani záchrana Řecka však rozjetý vlak nestačila zastavit – pod tlak investorů se dostaly i další země (zejména) z jihu Evropy a náklady na obsluhu jejich dluhu začaly nebezpečně růst.

Spready k německým dluhopisům, p.b.



Pod tlakem těchto událostí přišla EMU společně s ECB a MMF s masivním (skoro 1000 mld. USD) programem na záchranu eura, od kterého se v dubnu začali odvracet investoři a posléze i některé centrální banky. Podstatou programu bylo vytvoření stabilizačního fondu v hodnotě 500 mld. EUR, ze kterého budou moci čerpat země, pokud se dostanou do situace, že se nemohou rozumně financovat na dluhopisových trzích.

Opatření zastavila tu největší paniku, podstatné však je, že země nebyly postižené jen tak pro nic: jejich celkový dluh resp. dynamika jeho růstu totiž dluhopisovým trhům přišla jako moc vysoká, a proto je vyššími požadovanými výnosy „trestaly“. To si jednotlivé země nakonec uvědomily a i navzdory proslovům některých politiků obviňujícím iracionální trhy nebo ratingové agentury přispěchaly s opatřeními na snížení tempa zadlužování. Nejdřív to bylo Portugalsko (v květnu slíbilo trhům dodatečné 2 mld. EUR úspor již letos) a Španělsko (snížilo platy ve veřejné sféře, letos tak udělají škrty za cca 2,5% HDP), posléze přispěchala Itálie, přidala se Francie a došlo i na Německo, které přislíbilo 80 mld. EUR úspor do roku 2014<sup>3</sup>.

Největší viník letošního horkého jara – Řecko – rovněž v letošním roce plní program úspory výdajů zatím zhruba v souladu s tím, k čemu se zavázal Evropské komisi. Za prvních 7 měsíců došlo ke 39,7% poklesu deficitu, plán byl 39,5%.<sup>4</sup>

To samozřejmě bude znamenat, že se v roce 2011 evropská ekonomika, která zdaleka není v dobrém stavu, bude muset vyrovnávat s fiskální restrikcí, která její i tak nevalný očekávaný výkon dále zpomalí. Většina této restrikce dopadne na jih EMU, jak naznačuje následující tabulka:

Fiskální restrikce v EMU

	Škrty ve výdajích, % HDP, odhad ČS	HDP 2009, mil. EUR	Váha v rámci EMU, %	Velikostí vážený dopad do HDP EMU (p.b.)
Francie	0,5	1 907 145	21,27	0,106
Německo	0,4	2 409 100	26,87	0,094
Řecko	4,1	237 494	2,65	0,109
Irsko	1,8	163 543	1,82	0,033
Itálie	0,7	1 520 870	16,96	0,119
Portugalsko	2,6	167 633	1,87	0,049
Španělsko	3,3	1 051 151	11,72	0,387
Zbytek EMU	0,5	1 510 252	16,84	0,084
<b>Celkem</b>			<b>100</b>	<b>0,980</b>

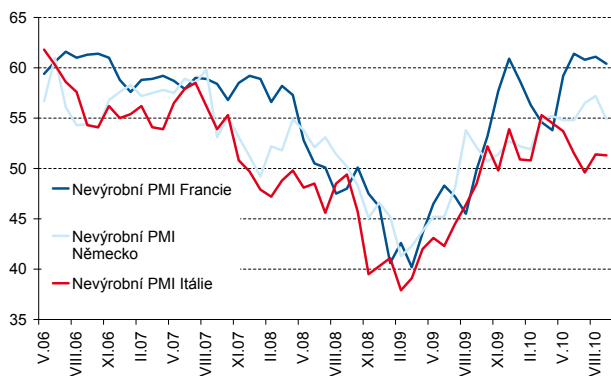
**Ekonomika EMU rychlé tempo z 2Q/10 neudrží, chybí domácí růstové impulzy, Německo je jenom jedno...**

Druhou věcí, která nás nutí být opatrná s ohledem na další vývoj, je úzká vazba „zdravých“ ekonomik EMU na průmysl a export. To se nejvíce projevuje v průmyslových a strukturálně (relativně) silných státech – zatímco Francie rostla ve 2Q/10 tempem 0,6% q/q a Německo dokonce nejrychleji za posledních 20 let (2,2% q/q), Itálie i Španělsko se mezikvartálně jenom těsně držely nad nulou a Řecko se dále propadalo. Divergenci mezi severem a jihem EMU dobře vystihují indexy aktivity ve službách – služby jsou totiž větší částí těchto ekonomik a rovněž citlivěji reagují na domácí vývoj (u průmyslových indexů se domácí slabost dá nahradit zvýšeným exportem). U Německa a Francie tak vidíme oživování i zde (ano, prvotním impulzem byl exportem nastartovaný růst), u Itálie (neřkuli u dalších zemí z jihu) jsou patrné efekty dubnové krize a následných úsporných balíčků (již zavedených nebo plánovaných).

<sup>3</sup> Pro ilustraci: německý rozpočet ústřední vlády pro rok 2010 byl 325 mld. EUR, německé HDP pro rok 2010 odhaduje EUROSTAT na 2432 mld. EUR.

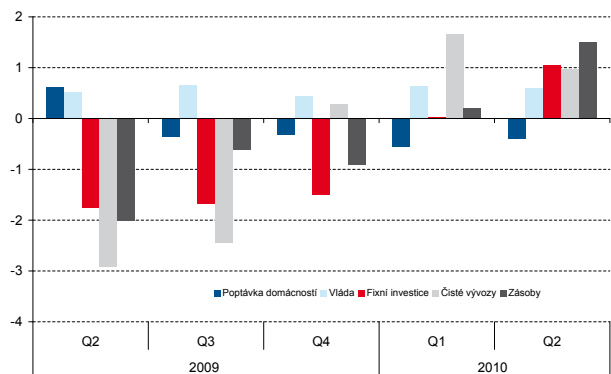
<sup>4</sup> Tedy za předpokladu, že řeckým statistikám můžete po několika případech, kdy tomu tak nebylo, věřit.

**Nevýrobní PMI**



Osobitě postavení mezi zeměmi EMU má Německo - to vzhledem ke své váze přidalo k růstu EMU (1% q/q) skoro 0,6 p.b, což společně se strukturou německého růstu ve 2Q/10 vysvětluje, proč o oživení v EMU mluvíme jako o exportně hnaném a „německém“.

**Příspěvky k r/r reálného růstu v Německu**

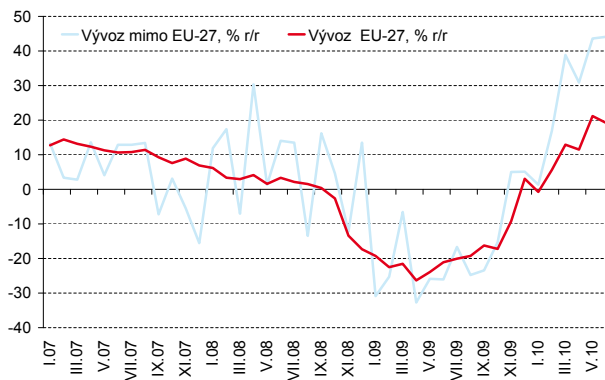


Za růstem v Německu totiž v 1H/10 stojí z nemalé části čisté vývozy, i když v posledním čtvrtletí se oživení po docela dlouhé době vybalancovalo - pozitivní příspěvky jsou napříč spektrem, mírně se zlepšila i poptávka domácností (zejména q/q - meziočnně jí škodí právě bazický efekt z podpůrných programů v loňském létě). Zásoby a fixní investice dodávají růstu další sílu - u zásob se podobně jako ve Spojených státech jedná o přechodný efekt, u investic jde zčásti o odložené investice z doby krize, zčásti o investice vyvolané rychlejším exportem (t.j. o investice do exportních kapacit).

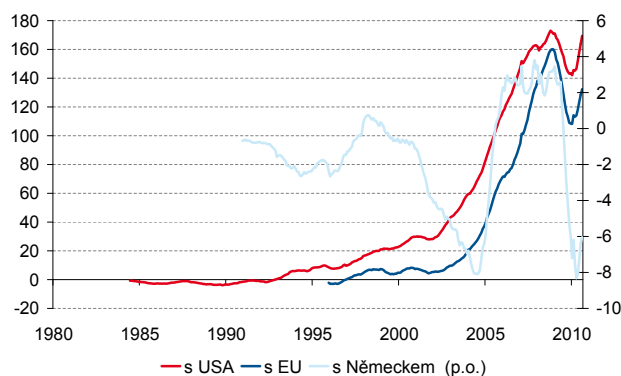
Export samotný je tak stěžejním hybatelem německé ekonomiky. Pro ilustraci: za prvních 6 měsíců letošního roku dosáhl německý vývoz 458 mld. EUR, meziočnní nárůst tak činí zhruba 18%. Vývoz do zemí EU-27, který tvoří zhruba 60% celkového vývozu (vývoz do zemí používajících EURO pak jenom cca 40%), se za první 4 měsíce zvýšil o zhruba 12% (u členů EMU pak jenom o 10,5%). Naopak vývoz mimo EU vzrostl o 29%. Je tak jasné, že ač je vazba Německa na zbytek EMU nemalá, růstový exportní impuls přichází momentálně ze zemí mimo EMU (i mimo EU-27). To je současně důvod, proč se Německu v letošním roce hodně daří.

Exportní sílu Německa výborně ilustruje vývoj obchodní bilance Německa s Čínou. Zatímco například Evropská unie jako celek má bilanci obchodu s Čínou negativní, Německo je výjimkou.

**Německý export do EU a mimo EU**



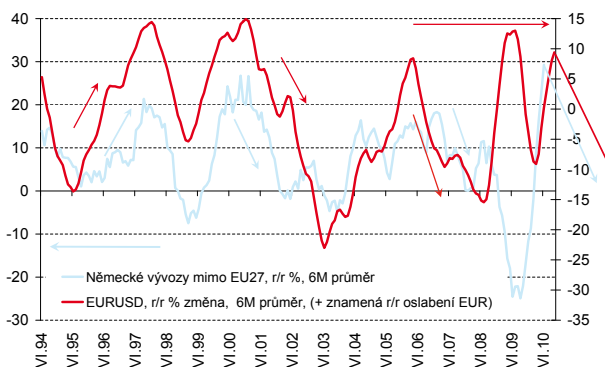
**Německo: 12M saldo obchodní bilance s Čínou (mld. USD)**



**..a silnější Euro a pomalejší svět růstu EMU nepomůžou**

Německému exportu se v 1H/10 dařilo nejenom díky vnitřní konkurenceschopnosti (německé značky mají ve světě hodně dobré jméno a vysokou přidanou hodnotu), ale také kvůli příznivým směnným podmínkám. Vzhledem ke geografické struktuře dynamiky exportu (=růst tažen zeměmi mimo EU) je důležitým pro německý obchod kurz EURUSD, protože mimoevropské destinace jsou vesměs dolarová doména. Vzhledem ke slabosti eura v první polovině roku tak dostal vývoz dodatečný impuls.

**Dolar vs. německé exporty mimo EU**



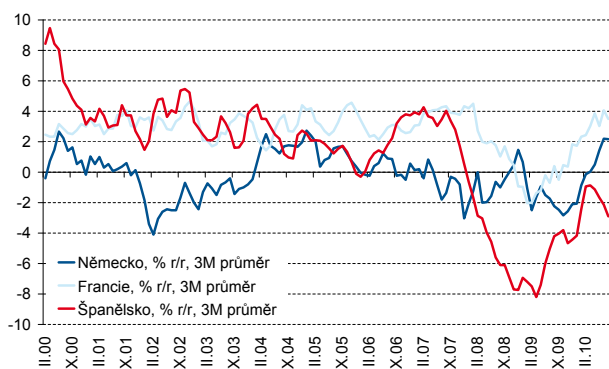
Jak je vidět, hodně z růstu EMU je o vývozu a o Německu. Vývoz však v nejbližších čtvrtletích jistě zpomalí - na to ukazuje jak zpomalení ve Spojených státech, tak v Číně. K tomu se přidává i nedávné posílení eura - to se vůči dolaru dostalo na začátku října až na 8 měsíční maximum kolem 1,40. V průběhu roku 2011 sice čekáme návrat dolaru na silnější



úrovně kolem 1,25-1,3 (efekt směnných relací by tak měl být zhruba neutrální), směnný kurz ale bude vývozu, na kterém je růst EMU z podstatné míry založen, v nejbližších kvartálech pomáhat méně.

Domácí poptávka zůstává slabá (i když pod vlivem silného růstového impulsu od exportu v některých zemích rovněž ožívá), nezaměstnanost klesla výrazněji jenom v Německu, na jihu Evropy v nejlepší případě stagnuje na vysokých úrovních (Španělsko, Portugalsko), většinou však dále roste (Řecko, Itálie). To se samozřejmě zrcadlí v maloobchodních tržbách – rozdíl mezi severem a jihem je patrný. Od poptávky domácností se tak mnoho podpory pro ekonomiku v letech 2011 a 2012 čekat nedá – a fiskální konsolidace tomu jistě nepomůže.

EMU: maloobchodní tržby ve vybraných zemích



Domácí slabosti a exportem hnanému oživení odpovídá i relativně slabý výhled na investice – z hlediska domácí poptávky zde je spousta nevyužitých kapacit; jediné, co investicím pomáhá, je exportní výkonnost některých zemí. To ovšem určitě neplatí o jihu EMU.

Ve 2H/2010 a v roce 2011 by tak měl export pomáhat zemím severu (Francie, Německo), tam se pomalu bude zvyšovat i spotřeba domácností. Fiskální konsolidace tak bude u nich bolet méně. Naopak, na jihu bude efekt silnější poptávky ve světě mnohem méně citelný – další odraz strukturální slabosti ekonomik jihu.

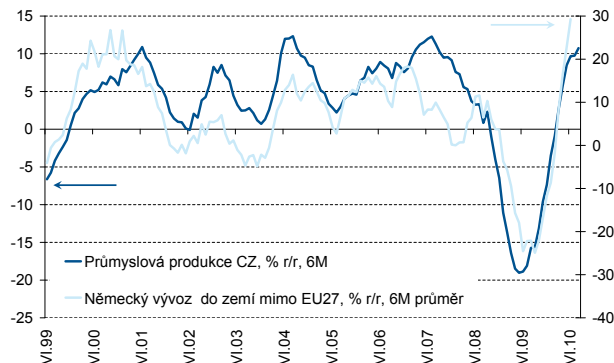
Evropská ekonomika tak v letech 2011 a dalších z titulu fiskální konsolidace bude růst pomaleji, než by jinak mohla, a bude rozštěpena na dva bloky rozdílné ekonomické síly.

Z dlouhodobého hlediska je fiskální konsolidace správný krok směrem ke strukturálně zdravější ekonomice – vysoké zadlužení totiž růst dlouhodobě podvazuje. Podobným vývojem si budou muset projít všechny vyspělé ekonomiky i mimo EMU – příklad za všechny jsou Spojené státy americké (které zatím s dluhem nedělají nic kromě ujišťování, že jej zkrátí hned, jak to půjde) nebo Velká Británie (která v polovině června představila program úspor, který ale většinu „bolesti“ odsouvá až za rok 2011). Rozdílem mezi EMU a USA je to, že jih Evropy musel kvůli tlaku dluhopisových trhů začít konsolidovat v době, kdy ekonomika na tuto konsolidaci ještě nebyla připravena a kdy je oživení tak křehké, že se EMU jako celek potácí poměrně blízko recese.

Naopak dobrou zprávou je, že je globální oživení dostatečně silně zakořeněno na to, aby ani zpomalení v EMU nehrozilo další světovou recesí. Pro ČR je pak důležité, že země, na

které je nejvíc exportně vázána, jsou rovněž země, kde bude fiskální utažení menší než na jihu, a že ty samé země profitují z globálního oživení (díky své otevřenosti světovému obchodu<sup>5</sup>) více než průměrná země EMU. To jim rovněž umožní konsolidovat veřejné finance lehčeji než zemím jihu.

Německý vývoz mimo EU-27 vs. český průmysl



Obě tyto skutečnosti se podepisují na našem výhledu sazeb – ty dle nás zůstanou bez změny do 3Q/11. ECB se bude uvolněnou měnovou politikou po delší dobu snažit alespoň částečně kompenzovat efekt fiskální konsolidace.

ROPA

	2006	2007	2008	2009	2010f	2011f	2012f
Ropa WTI (USD)	66,1	72,2	99,9	62,0	78,4	92,5	106,3
Ropa Uralská (USD)	61,2	69,5	95,1	61,3	73,4	87,5	101,3
- % mZR	78,9	13,5	36,9	-35,5	19,7	19,2	15,7
Ropa Uralská (CZK)	1380	1396	1524	956	1409	1666	1768
- % mZR	57,5	1,2	9,2	-37,3	47,4	18,3	6,1

V horizontu půl roku a více čekáme postupný růstový trend související s pokračováním globálního ekonomického oživení

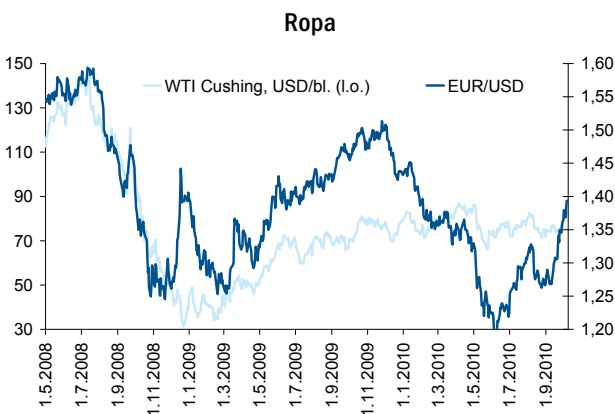
1. Aktuální situace: cena ropy Brent se vrátila nad 80 USD/brl po období, kdy převážně kolísala mezi 70 a 80 USD/brl. Momentální růst do značné míry souvisí s oslabením dolaru, částečně s poněkud optimističtějšími vyhlídkami čínské ekonomiky.

2. Krátkodobý výhled (1 měsíc): Obecné fundamentální faktory by měly ropu spíše mírně podporovat (počítáme s pokračováním globálního oživení). Proti rychlejšímu obratu k růstu by naopak měl působit vysoký stav zásob v zemích OECD a porušování těžebních limitů v rámci kartelu OPEC. Rizikem je další stupňování tržních turbulencí, které by negativně ovlivnilo všechna riziková aktiva včetně ropy. Předpokládáme, že v měsíčním horizontu se cena udrží v okolí 80 USD/brl a nejvýznamněji ji bude ovlivňovat volatilita dolaru.

3. Výhled do konce roku: v půlročním horizontu je značně pravděpodobné pokračování pozvolného mírně růstového trendu. Riziko směrem dolů představuje případný výrazně horší než očekávaný vývoj světové ekonomiky, obzvlášť v Asii (pokud

<sup>5</sup> Německo je například stále 2. největší exportér na světě, jenom kousek za Čínou, která má ale 15-krát více obyvatelů.

by Čína přes současné náznaky zlepšení přece jen zpomalila). Faktorem, který může ovlivnit trh s ropou, jsou také důsledky opatření na podporu ekonomik hlavními centrálními bankami (kvantitativní uvolňování) a možné komplikace dluhové krize v EMU. OPEC pravděpodobně v následujících měsících ponechá těžební limity beze změny. Relativně slabé dodržování stávajících limitů bude působit proti růstu ceny ropy. Jako obvykle může cenu prudce vychýlit krize v některé geopoliticky citlivé oblasti (především Írán, Nigérie, Venezuela).



## POPTÁVKA A NABÍDKA

Silné první pololetí taženo exportem a zásobami

	2006	2007	2008	2009	2010f	2011f	2012f
HDP (s.c. %)	7,0	6,1	2,3	-4,0	1,8	1,7	2,8
Spotřeba (s.c. %)	5,1	4,9	3,5	-0,2	-0,1	1,5	1,8
Celková investice (s.c. %)	10,2	9,5	-2,9	-16,6	4,8	-0,7	2,9
Vývoz (s.c. %)	16,2	15,0	6,0	-10,1	7,4	3,3	4,7
Dovoz (s.c. %)	14,7	14,3	4,5	-10,1	6,1	1,3	3,4
Obchodní bilance (mld. Kč)	39,8	85,1	70,9	150,3	145,1	120,4	98,0
Zpracovatelský průmysl (s.c. %)	15,3	9,2	7,2	-11,4	5,6	3,0	3,9
Maloobchod (s.c. %)	10,9	10,2	3,2	-4,2	-1,4	2,1	2,1
Běžný účet (mld. Kč)	-77,2	-113,1	-113,9	-37,0	-24,1	-47,1	-55,1

Poté, co v roce 2009 ekonomika klesla o 4%, se od léta 2009 oživuje: tempo růstu dosáhlo 0,5% q/q ve 3Q i 4Q/09, 0,4% q/q v 1Q/10 a 0,9% ve 2Q/10.

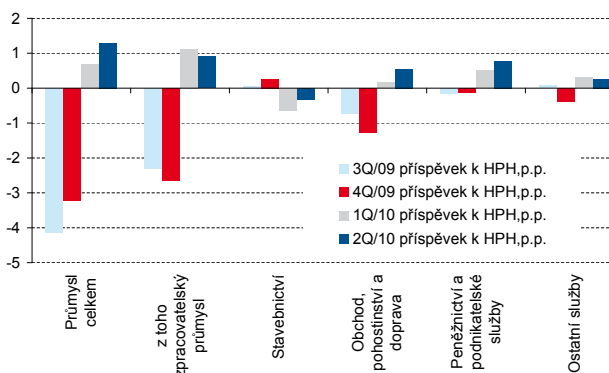
Tento vývoj je tak kvalitativně v souladu s naším výhledem z druhého i z třetího čtvrtletí 2009, který předpokládal pozvolné ožívování zahraniční poptávky pod vlivem fiskálních a měnových stimulů a posléze nastartování setrvalého a udržitelného, i když velice pozvolného ožívování. Rovněž je tento vývoj v souladu s názorem na ekonomiku z červnového čtvrtletníku, kde jsme pro 2Q/10 viděli růst 0,9% q/q.

Prognózu pro růst ve druhé polovině roku vzhledem k nižší míře zpomalení, kterou indikují měsíční data i zahraniční předstihové indikátory, zvyšujeme. Za celý rok tak česká ekonomika vzroste o 2,2% (předchozí prognóza +1,9%) a v roce 2011 v důsledku vyššího předpokládaného růstu v EMU vzroste o 2% (předchozí prognóza 1,7%). Nejdůležitější změnou oproti předpokladům červnové prognózy je tak vyšší růst EMU (i Německa) a o něco nižší trajektorie EURIBORU.

Jaký byl tedy vývoj v 1. pololetí, které z tendencí patrných v roce 2009 pokračují a co nás čeká v roce 2011?

Nejdříve rychlý pohled na rok 2009 a první kvartál roku 2010. Ze strany poptávky je situace jasná:

### 2009/2010 – příspěvky k r/r růstu hrubé přidané hodnoty na straně nabídky, základní ceny

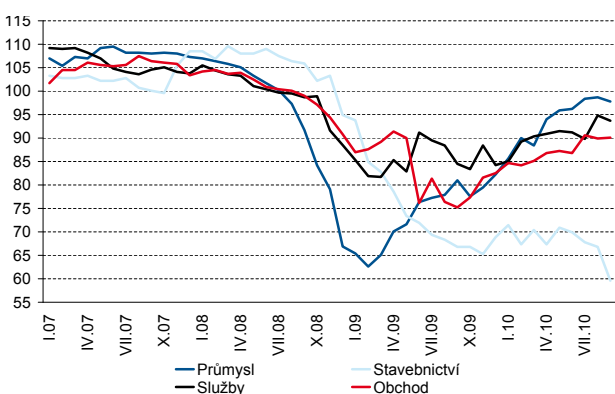


Poklesu na straně nabídky ve všech čtvrtletích loňského roku vévodil průmysl. Pozitivně se na růstu v roce 2009 projevil pouze zemědělství (+0,3 p.b. za celý rok 2009) a stavebnictví (+0,2 p.b.). Celý minulý rok rovněž vykazoval zlepšující se dynamiku finanční sektor – to je další důkaz toho, že český finanční sektor byl zdravý a vyrovnal se s krizí solidně.

Od počátku letošního roku se dokonce finanční sektor vrátil do černých čísel, hlavním motorem růstu je ale dle očekávání průmysl – ten k růstu přidané hodnoty o 2% v 1H/10 přispěl 0,6 p.b. Důkazem, že krize skončila v 1H/10 i u spotřebitele, je sektor obchodu – po negativních příspěvcích v roce 2009 se v 1H/10 dostal do plusu, to konec-konců ze strany užítí ukazuje i finální spotřeba domácností, která nás překvapila rychlostí svého oživení.

I ve zbytku druhé poloviny roku a v roce 2011 by růst na straně nabídky měl táhnout zejména průmysl. Ale vzhledem k tomu, že dojde ke zpomalení dynamiky ožívování (to už momentálně naznačují například PMI indexy v západní Evropě), příspěvky k q/q růstu přidané hodnoty budou nižší, než tomu bylo v 2Q/10. Spotřeba domácností se sice rychle v 1H/10 zvedla, ale vzhledem k tomu, že nečekáme další podobně rychlé zlepšování trhu práce, nemyslíme si ani, že toto tempo zlepšování udrží – ze strany obchodu/služeb tak sice budeme mít pozitivní příspěvky, ale rovněž nepříliš vysoké. Stavebnictví zůstane i nadále v útlumu – nepomůže ani rozhodnutí nového ministra Bárty, který výstavbu některých infrastrukturních projektů zastavil (rezidenční trh je a i v roce 2011 zůstane v útlumu). Na to, že stavebnictví se jako poslední sektor ekonomiky stále potácí na dně a že pro něj krize jen tak neskončila, ukazuje i následující obrázek.

Důvěra v ekonomice (průměr 2005=100)



Zajímavější (z pohledu toho, co lze v nejbližších dvou letech očekávat) jsou však příspěvky k růstu HDP ze strany poptávky.

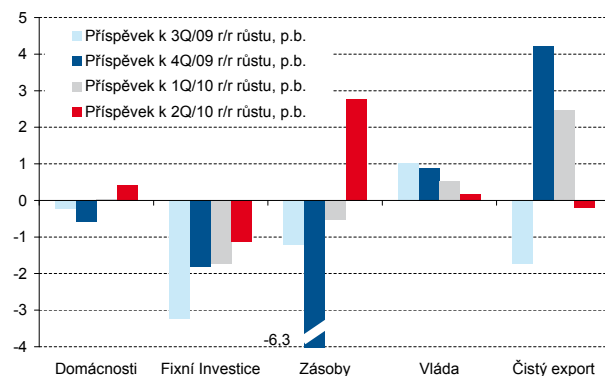
Zde jsou vidět dvě věci.

Zprv, za loňským propadem byly fixní investice, zásoby a export.

Zadruhé, první fáze oživení (t.j. 4Q/09-1Q/10) byla jasně tažena exportem, spotřeba domácností zůstala slabá, což společně se slabým investičním dovozem udržovalo příspěvek čistého exportu vysoko. Proto o oživení v ČR můžeme mluvit

jako o exportem taženém. Vzhledem k tomu, že počátkem krize došlo k masivnímu propouštění zaměstnanců, zvednutí agregátní poptávky (zejména z Německa a rychle rostoucích trhů) na konci minulého roku a v první polovině letošního roku se muselo přelít do zlepšení trhu práce. To se pak samozřejmě ukazuje na spotřebě domácností, která dokonce k r/r růstu přidala již ve 2Q/10, ač my jsme to čekali později.

2009/2010 – příspěvky k r/r růstu na straně poptávky



Fixní investice jenom pomalu svůj negativní příspěvek ubírají – podniky vzhledem k (v 1H/10) stále dostatečnému množství kapacit a nejistému výhledu nepocitovaly potřebu investovat. Dle očekávání jsou tak letos zásoby společně s čistým exportem nejsilnějším faktorem růstu.

**Druhá polovina roku pomalejší, rok 2011 bude o fiskální konsolidaci a tudíž slabší spotřebě domácností**

Nejpřekvapivějším vývojem v první polovině roku je spotřeba domácností. Ta se totiž po dvou kvartálech poklesu ve 2H/09 poměrně rychle odrazila od dna: v 1Q/10 přidala 1,25% q/q, v 2Q/10 0,6%. V meziročním vyjádření tak již v prvním čtvrtletí spotřeba stagnovala, ve druhém už dokonce o 0,7% rostla. To překvapilo nás (v červnové prognóze jsme čekali -0,7% r/r) i ČNB (ta čekala dokonce až -1,4%). Ačkoliv jistě zlepšení spotřeby oproti tomu, co jsme čekali my, je vzhledem k lepšímu než očekávanému vývoji nezaměstnanosti pochopitelné, růst zejména v 1Q/10 byl extrémně silný – takto rychle nerostla spotřeba od 1Q/2008. Ještě obtížnější je se s tempem růstu v 1H/10 ztotožnit (spotřeba domácností se totiž již v 1Q/10 dostala na úroveň před krizí!), pokud si uvědomíme, že od ledna rostly daně (DPH), začalo se mluvit o šetření a o snižování výdajů a nezaměstnanost až tolik neklesla.

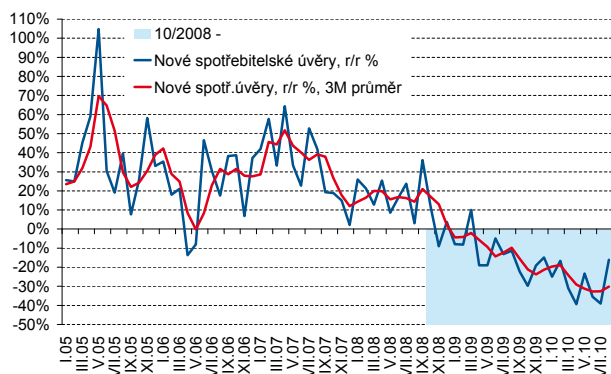
Může toto tempo vydržet? Takto vysoké určitě ne, ale spotřeba by měla i v roce 2011 pozitivně přispívat k růstu. Tempo růstu spotřeby domácností zpomalí jednak kvůli tomu, že trh práce se již nebude zlepšovat tak dynamicky jako tomu bylo v 1H/10, k tomu se přidá ještě fiskální konsolidace.

Ta získala v září konkrétnější podobu poté, co vláda schválila návrh rozpočtu. Ačkoliv se nejedná o žádný reformní rozpočet, v porovnání s nečinností vlád předchozích období je to pokrok. Rozpočet státu by měl být dle záměru vlády v deficitu 135 mld. Kč., opatření na redukci deficitu oproti roku 2010 budou jak na výdajové, tak na příjmové straně. Na výdajové dojde

k poklesu mezd zaměstnanců ve státní sféře o 10% (mimo učitelů), k poklesu maximální výše státní podpory stavebního spoření, došlo k zastavení některých infrastrukturních projektů, k úpravě rodičovské. Na příjmové straně nedochází ke zvyšování daní (zatím, t.j. od 1. ledna 2011), rozšiřuje se spíše základ a ruší se výjimky (u vojáků, u pracujících důchodců s vyšší mzdou, u stavebního spoření). Dopad do spotřeby domácností je evidentně negativní – zejména plošné snížení výdajů o 10% dopadne na cca půl milionu zaměstnanců.

Stejně tak se rychle nezvedne ani poptávka po spotřebitelských úvěrech – ty neustále klesají, za prvních 7 měsíců je objem nových spotřebitelských úvěrů o 30% nižší než ve stejném období roku 2009, za celý rok tak tímto tempem nové úvěry poklesnou o 20 mld., což je cca 1,2% nominální poptávky domácností. V roce 2011 by se měla situace mírně zlepšit – trh práce se bude pomalu zlepšovat, rovněž by se měla situace dále vyjasňovat ohledně budoucího vývoje, povolit by dále měly i podmínky bank (už teď vidíme uvolnění na trhu s hypotečními úvěry).

Nové spotřebitelské úvěry, ČR, % r/r



Nakonec dostatek pracovních sil nebude tlačit ani na růst nominální mzdy. Nezaměstnanost klesne na průměrnou hodnotu 8,8%, nominální mzdy (hlavně díky škrtům ve veřejném sektoru) vyrostou o 2,5%. Vyšší inflace (v důsledku jak vyšší jadrové inflace, tak vyšších regulovaných cen) povede k jen pozvolnému růstu reálné mzdy (a tudíž koupěschopnosti domácností) – reálná mzda tak vyroste o pouze o 0,4%. Spotřeba domácností by tak měla vyrůst o 0,9%, což sice bude růst, ale nejslabší vůbec od roku 1995.<sup>6</sup>

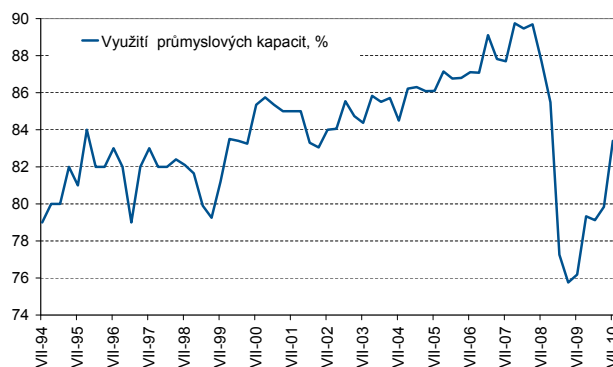
**Tahounem růstu v 2011 investice a (ač méně než v prvních fázích oživení) čistý vývoz**

Zásoby budou podstatně menším hybatelem růstu, než tomu bylo v předchozích kvartálech (ať už nahoru, nebo dolů). Jejich doplňování ještě r/r růstu ve 2H/10 přidá (mezikvartální dynamika ale zpomalí), v roce 2011 však již budou zásoby stabilizovány a jejich příspěvek k růstu bude nepatrný (0,2 p.b.). To je standardní vývoj v recesi a po ní – zásoby jsou v normálních časech v průměru nepatrným příspěvatelem k růstu.

Související věci jsou *fixní investice* – ty konzistentně meziročně klesají, zejména propad v 1Q/10 o skoro 6% q/q srazil

meziroční tempo růstu pro rok 2010 výrazně dolů. Ve druhém kvartálu fixní investice už ale vzrostly o opatrných 1,3% q/q. Dle nás se tak již i fixní investice dotkly dna – propady v roce 2009 byly pochopitelné (vzhledem k nejistému výhledu, úvahy o opakování Velké Deprese atd.), momentálně je situace ale výrazně jiná. Agregátní poptávka se zvedla, využití kapacit vzrostlo, měnové podmínky pro firmy povolily.

Využití průmyslových kapacit



To vše ukazuje na to, že právě fixní investice by mohly být jedním z hlavních hybatelů růstu v roce 2011 – přidat by měly 5%. Jistě, negativně se jich bude dotýkat stále slabý sektor stavebnictví<sup>7</sup>, zbytek fixních investic ale bude q/q v dalších čtvrtletích růst. Důvody již byly zmíněny – zlepšená poptávka, množství odsunutých investic z minulosti, zvýšené využití kapacit, mírnější podmínky bank. K tomu se přidává i překvapivě lepší výkonnost PZI v letošním roce – za prvních 7 měsíců letošního roku dosáhl přílivu přímých zahraničních investic 105 mld. CZK (oproti 49 mld. CZK za stejné období roku 2009).

Konečně čistý export – ten koncem roku 2008 a počátkem roku 2009 propadl, od druhé poloviny roku 2009 však již byl pozitivním faktorem meziročního růstu. To bylo dáno jak tím, že byl pod vlivem opatření zahraničních vlád (např. šrotovné) stimulován vývoz, tak tím, že došlo k výraznému propadu dovozu – a to jak kvůli zpomalující spotřebitelské poptávce (=spotřebitelské dovozy), tak kvůli nižší investiční poptávce (=investiční dovozy).

V roce 2010 je situace podobná. Vývoz po masivních poklesech ve 3Q/08-1Q/09 silně vzrostl – ve 2Q/09-2Q/10 přidal vývoz q/q růstu průměrně 3 p.b., a byl tak hlavním kanálem, kterým se světové oživení dostává do české ekonomiky (a rovněž je zrcadlem ožívování průmyslu na straně nabídky).

Dovoz, na straně druhé, samozřejmě reflektuje silný růst vývozu (kvůli jeho dovozní náročnosti), k tomu se v posledních 2 čtvrtletích přidává silnější než očekávaná spotřebitelská poptávka – obojí způsobuje rychlejší růst dovozu, než jsme očekávali. Naopak, investiční dovozy zůstávají stále velice

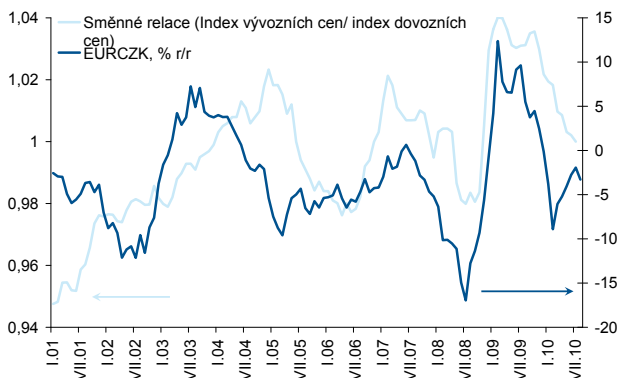
<sup>7</sup> i když nejhorší má tento sektor rovněž zřejmě za sebou. Tuhá zima však způsobila, že v 1Q/10 fixní investice mezikvartálně dále výrazně poklesly. Vývoj ve stavebním sektoru v roce 2009 (pozitivní příspěvky k přidané hodnotě v roce 2009) byl ovlivněn zejména aktivitou veřejně financovaných staveb – zbytek pozemního stavitelství je stále ve výrazném útlumu, což je dáno jak opatřeními bank, tak spotřebitelů. Veřejně financované stavby však v roce 2011 budou omezeny – nový ministr dopravy V.Bárta již v této souvislosti učinil některé kroky.

<sup>6</sup> Reálná spotřeba domácností v ČR klesla jenom v roce 1998 a v roce 2009, jinak vždy rostla – nejméně tempem 1,5% r/r.



slabé - to odráží slabost fixních investic. Čistému exportu škodí i zhoršování směnných relací - to je v přímé souvislosti s posilováním koruny, které je zejména od září podle nás příliš rychlé/předčasné.

**Směnné relace vs. koruna**



Za předpokladu, že česká koruna zůstane v roce 2011 v průměru kolem 24,30, nemělo by docházet k dalšímu zhoršování směnných relací a ani ke zhoršování vývozních podmínek. Společně s dalším hospodářským růstem (i když ne tak rychlým jako v 1H/10) u Německa by to mělo znamenat další růst vývozu i v roce 2011 - tempem kolem 6%. Proč tedy nebude čistý vývoz tak velkým tahounem jako koncem minulého a začátkem letošního roku? Dvě věci, které jsme již zmiňovali - fixní investice a spotřeba. Obojí v roce 2011 poroste (ač tempo nebude nijak velké) a bude na sebe nabalovat vývoz. Citelný bude dle nás zejména vliv fixních investic.

## INFLACE

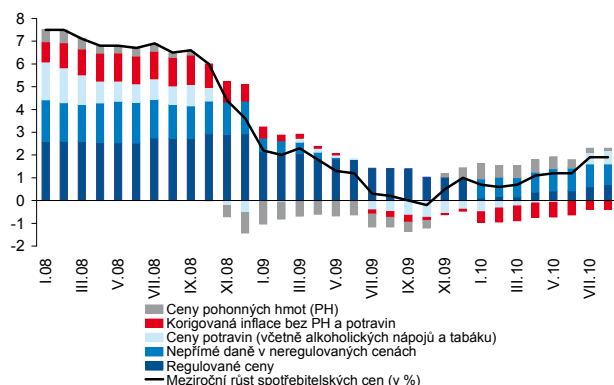
Průměry za období v %	2006	2007	2008	2009	2010f	2011f	2012f	2013f
Celková inflace	2,5	2,8	6,4	1,1	1,3	2,2	2,3	2,0
Regulované ceny	9,3	4,8	15,6	8,4	1,9	4,0	3,3	2,8
Poptávková inflace	0,6	0,7	2,0	0,0	-1,0	0,6	1,1	1,0
Potraviny, nápoje, tabák	-0,2	3,8	3,0	-0,9	0,7	2,5	2,4	1,9
Pohonné hmoty	3,7	-0,3	4,3	-11,1	9,4	3,1	2,9	3,7

### V 1H/2010 nízká poptávková inflace i regulované ceny, rostly hlavně paliva a daně

Inflace se v roce 2009 vyvíjela zhruba v souladu s naší prognózou. Nejvýrazněji překvapila (podobně jako u spotřeby domácností) větší setrvačnost poptávkové inflace. Vzhledem k slabosti ekonomiky (a k minulé silné koruně) jsme očekávali výraznější pokles poptávkové inflace - v prognóze z ledna 2009 jsme za celý rok čekali -0,7%, skutečnost však byla 0%.

Ke konci léta 2010 se celková inflace oproti konci roku 2009 zvýšila, celková inflace se tak nyní pohybuje lehce pod cílem ČNB (2%). V jednotlivých cenových okruzích byl však zaznamenán rozdílný vývoj, což se projevuje v rozdílných příspěvcích k růstu cenové hladiny.

**Příspěvky k r/r růstu cenové hladiny, p.b.**



Inflace dle očekávání dosáhla dna ve 4Q/09, od té doby roste. Růst cen v 1H/2010 byl hlavně díky dvěma věcem - jednak ceny paliv, které v první polovině kopírovaly rostoucí ceny ropy, a jednak díky nepřímým daním, což byl důsledek růstu DPH a spotřebních daní od ledna 2010 (s dopadem do cen tabáku až později kvůli doprodejům zásob).

Regulované ceny inflaci rovněž přidávaly, tento efekt byl ale velice mírný (cca 0,3 p.b. k roční inflaci v průměru za prvních 6 měsíců) a byl hlavně díky růstu daní. U regulovaných cen se jinak v prvním pololetí projevovat pokles cen elektřiny, nižší růst regulovaného nájemného i vyšší pokles cen zemního plynu, vodného a stočného. Od léta se tato situace mění - některé regulované ceny rostou (plyn).

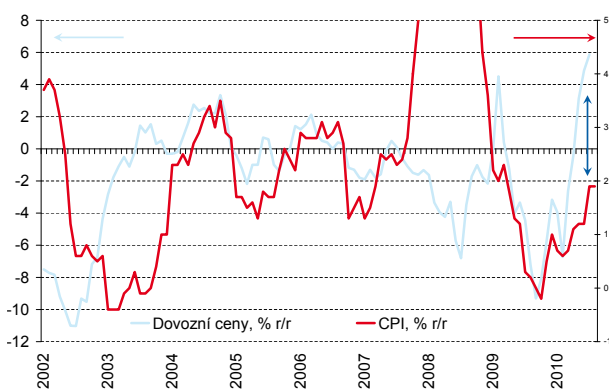
V oddíle potravin, který od léta 2009 až po konec prvního čtvrtletí 2010 inflaci spíše ubíral, nyní dochází k rychlejšímu růstu cen (dle předpokladu) a pomalu se začíná zvedat i poptávková inflace.

Ta je stále nízká - zatímco v roce 2009 jsme čekali její výraznější pokles (-1%), byla setrvačejší a zůstala průměrně jenom kolem

0%. Naopak v roce 2010 je složkou, která růstu cenové hladiny brání úplně nejvíc (ač jsme čekali její rychlejší zvednutí se) – v prvních 6 měsících dosáhla korigovaná inflace bez pohonných hmot průměrně -1,2%. S jistotou dávkou zlehčení se dá říct, že se efekt, který jsme očekávali v roce 2009, realizuje až v roce 2010. Nebo ještě jinak – průměrná poptávková inflace za roky 2009 a 2010 je v souladu s naším očekáváním.

Nízká poptávková inflace je důsledkem meziročně silnější koruny (ceny ostatních obchodovatelných statků bez pohonných hmot a bez potravin propadly za prvních 6 měsíců o cca 4% r/r) a slabé reálné ekonomiky. Koruna nedávno dále posílila, dokonce mimo hodnoty, které vidíme jako fundamentálně odůvodnitelné. To bude mít tendenci poptávkovou inflaci dále tlumit. Na druhé straně spotřeba domácností se nečekaně rychle zvedla - to by mohlo podpořit vyšší marže dovozců/prodejců, kteří na sebe evidentně berou velkou část růstu dovozních cen.

**Dovozní ceny vs. inflace**



**V roce 2011 nejsilnějším inflačním faktorem fiskální konsolidace**

V roce 2011 nás čeká vývoj, který bude ovlivněn fiskální konsolidací (t.j. administrativními zásahy) a vývojem poptávkové inflace (t.j. inflace, kterou má poměrně dobře pod kontrolou ČNB).

Co se týče poptávkové inflace, její stávající úroveň inflace vidíme jako (z pohledu našeho modelu) nízké. Vzhledem k tomu, jak se vyvíjejí dovozní ceny, i jak se vyvíjí reálná ekonomika (poptávka domácností), měla by být poptávková inflace vyšší. Tento nízký transfer vyšších dovozních cen do inflace je zrcadlem nízkých marží – obchodníci evidentně stále nevěří, že si vyšší ceny mohou dovolit.

Nedávné posílení koruny dále tento nízký transfer, který se v českých poměrech rovná nízké inflaci, podpoří. Pokud zůstane koruna takto silná, může poptávková inflace zůstat po delší dobu níž, než jsme čekali.

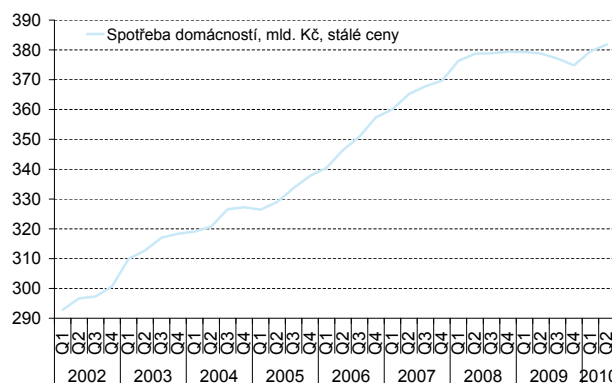
Korigovaná inflace by se v našem hlavním scénáři měla začít přesouvat směrem k 0% v 1Q/2011, v dalších kvartálech příštího roku se potom přesouvat tak, aby na konci roku 2011 dosáhla zhruba 1%. To bude následek jak bazického efektu (což bude markantní zejména v prvním pololetí), tak oživující se ekonomiky. Minulý vývoj kurzu a vývoj dovozních cen rovněž implikují, že by měla být poptávková inflace vyšší, než kde momentálně je – zejména pokud uvážíme, že poptávka domácností je už nad předkrizovou úroveň. Jistá normalizace by tak byla na místě.

**Kurz CZK a poptávková inflace – zpoždění v systému**



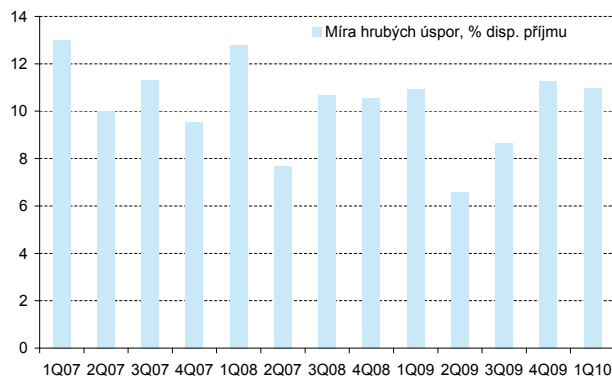
Je pravdou, že fiskální konsolidace tempo normalizace poptávkové inflace zbrzdí. Snižování mzdových výdajů ve veřejném sektoru zbrzdí celkovou dynamiku růstu mezd, zvyšování regulovaných cen dopadne na všechny domácnosti (u elektřiny pro domácnosti se díky nákladům spojeným se slunečnými elektrárnami mluví o nárůstu kolem 10%, což by do inflace znamenalo dopad zhruba kolem 0,3-0,4 p.b.). Stejně tak je pravdou, že pokles nezaměstnanosti nebude v příštím roce valný – v průměru dosáhne nezaměstnanost kolem 8,8%, což bude oproti průměrné hodnotě v roce 2010 zlepšení zhruba o 0,4 p.b.

**Spotřeba domácností v ČR**



Na druhé straně, silná poptávka domácností by si vyšší inflaci „zasloužila“. Míra úspor v ČR rovněž příliš nepoklesla – pro rok 2011 tak domácnosti mají jistou rezervu pro vyrovnání poklesu disponibilního příjmu z titulu fiskální konsolidace.

**Míra úspor u domácností v ČR**



Administrativní zásahy jsme již naznačili. Navzdory našemu původnímu očekávání nevyrostou od ledna 2011 žádné základní daně – dojde k rozšíření některých základů daní, odstranění některých výjimek, plošné zvýšení daní však není na programu dne. Výhledově se sice mluví o postupném sjednocení dolní a horní sazby DPH (pokud by to tak bylo, dotklo by se to zhruba 1/5 spotřebního koše, mechanický dopad do inflace (za celé období) by byl cca 2 p.b.), ale pro rok 2011 to není aktuální. A když už k tomu dojde, bude to dle vyjádření vlády jako součást širších reforem (zejména té penzijní).

Mnohem větším inflačním impulzem pro rok 2011 budou regulované ceny, u kterých čekáme, že vyrostou v roce 2011 o 4%. Elektrická energie pro domácnosti vyrostou zhruba o 10%, pro podniky to může být ještě víc. To samozřejmě nebude mít jenom přímý dopad na domácnosti, ale i nepřímý (skrz vyšší náklady firem). Bude dále pokračovat deregulace nájmu, o něco málo pravděpodobně klesnou ceny plynu.

Další růst daní nás tak čeká až od roku 2012 – již v zákonech, které byly vládou předloženy ke schválení jako součást rozpočtu pro rok 2011, se počítá s úpravou daní z tabáku od roku 2012. Pravděpodobně dojde i k nastartování reformy penzí, a tudíž k růstu DPH, o kolik a kdy je však zatím otázkou.

Obecně však stále můžeme tvrdit, že inflace nebude problémem – růst v letech 2011-12 letech zůstane relativně slabý, spotřeba nebude ještě nějakou dobu narážet na kapacitní produkční limity. K tomu se přidá fiskální konsolidace, která dále utlumí spotřební aktivitu. To vše by nemělo na inflaci v nejbližší době příliš tlačit.

## MĚNOVÉ PODMÍNKY

Měnové podmínky jsou v ČR ovlivňovány jednak nastavením sazeb a jednak kurzem koruny. Poslední dva roky byly přitom obzvlášť turbulentní.

V roce 2009 je možné u koruny vidět dvě období - v tom prvním (ohrazeném zhruba prvním kvartálem) byla koruna společně s ostatními měnami regionu vystavena silnému prodejnímu tlaku. Nejslabší hodnotou, kterou dosáhla, bylo 29,50, což bylo tak výrazně slabé, že ČNB byla nucena (navzdory extrémně slabé ekonomice a velice zamlženým a hlavně negativním vyhlídkám) pohrozit zvýšením sazeb.

To, společně s lepšícím se makro obrázkem (ČR se ve 2H/09 vynořila z recese), odstartovalo námi očekávanou postupnou normalizaci koruny, která ji dostala počátkem 4Q/09 až pod 25,50. Ačkoliv tento vývoj nebyl lineární (koruna prožívala ve 4Q/09 volatilní období, kdy ji od fundamentálních hodnot kolem 25,50 vzdalovaly periodické, i když krátké výbuchy nervozity), byl obecně jedním směrem. V první polovině roku 2010 pak zůstala volatilní, několikrát se přiblížila na dohled fundamentálním hodnotám pro 1H/10 (25 korun za euro), ale nervózní situace kolem jihu Evropy, Maďarska nebo (v té době) příliš holubičí centrální banka ji nedovolily zde setrvat. Definitivní (a trochu předčasné) posílení pod hranici 25 korun za euro tak přišlo v létě, kdy se uklidnila situace kolem Řecka (a dluhové krize vůbec) a kdy se Česká republika díky nové vládě, objevivší se „jestřábosti“ nových členů Bankovní rady ČNB a solidním makro základům znovu dostala do hledáčku investorů. Na podzim se dokonce koruna dostala pod 24,50, což jsou hodnoty, které bychom – v základním scénáři – viděli zhruba za něco více než půlroku.

Sazby v loňském roce reagovaly tak, jak bylo v situaci slabé ekonomiky logické. Protože slabost koruny netrvala dlouho (a centrální bance se tak rozvázaly ruce), sazby v prosinci 2009 klesly od svého vrcholu (dosaženého v létě 2008) o 250 bodů na historicky nejnižší hodnotu 1%. Po 5-měsíční pauze a navzdory náznakům, že se ekonomika zlepšuje, se ČNB překvapivě rozhodla snížit sazby dále, a to na současnou úroveň 0,75%. Od té doby jsou sazby bez změny, na zasedání v září se dle našeho očekávání již o zvýšení sazeb hlasovalo.

Podívejme se na obě složky měnových podmínek samostatně. V českých poměrech je mnohdy hnací silou pohybů ČNB kurz. Co tedy koruna dělala v nedávném období a čím nás překvapí do budoucna?

### DEVIZOVÝ KURZ

Průměry za období	2006	2007	2008	2009	2010f	2011f	2012f	2012F
CZK / EUR	28,3	27,8	25,0	26,4	25,3	24,3	23,7	23,3
CZK / USD	22,6	20,3	17,1	19,0	19,2	19,0	17,5	16,7

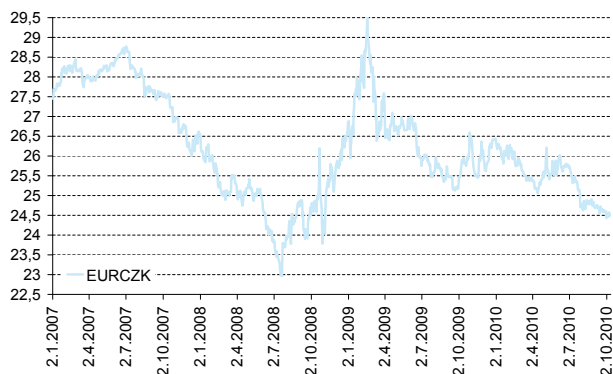
### Pohled do minulosti aneb proč jednou nahoru, jindy zase dolů

Koruna nejenom, že od léta 2008 umazala zisky, které si předtím připsala, ale od ledna 2009 oslabila tak výrazně, že se dostala až na úroveň, kdy ČNB byla nucena pohrozit i navzdory výrazně slábnoucí ekonomice zvýšením sazeb. Zatímco v prvních

6 měsíců roku 2008 lámala jeden rekord za druhým, od dob, co ČNB přistoupila jako první banka z regionu ke snižování sazeb (v době, kdy ECB například stále akcentovala inflační rizika), půl roku výrazně oslabovala.

Od roku 2007 tak jsou vidět dvě období; obě se vyznačují nerovnovázným vývojem.

CZK: 2007-2010



Za předchozím dlouhým posilováním od léta roku 2007 stálo několik faktorů: konec decouplingu, rozvazování carry trade (zejména v prvních měsících po vypuknutí kreditní krize v létě 2007), dramatické zhoršování americké ekonomiky (→úprk z dolaru k aktivům vnímaným jako bezpečné, např. CZK), zlepšující se obchodní bilance, solidní fundamenty, psychologické momentum (léto 2008) spojené s vnímáním ČR a vůbec středoevropského regionu jako ostrůvku stability. Nebylo to však jenom záležitostí české koruny, posilovaly i ostatní měny regionu (PLN, dokonce i HUF), koruna však ze všech nejvíc. Zejména posílení z léta 2008 pak bylo úplně mimo fundament. Koruna se dostala až lehce pod 23 EUR/CZK a ČNB snížila sazby. To nastartovalo oslabování koruny, které bylo zhruba až po hodnotu 26,00 korun (hodnota zhruba na podzim 2008) za euro pouze obnovováním rovnovážného, fundamentálně odůvodnitelného stavu.

Další vlna oslabení přišla na přelomu roku 2008 a 2009. Zostřená finanční krize a její zřetelné projevy v reálné ekonomice EMU stačily na to, aby se na středoevropský region přestalo nahlížet jako na oblast, které se finanční krize nedotkne. Zatímco v létě 2008 velké bankovní domy hájily názor, že region CEE zůstane krize ušetřen, stačil půlrok a (možná účelově) nesprávná interpretace statistik k tomu, aby převládl názor, že je tento region finanční krizí nejohroženější. Tyto zprávy byly nejen založeny na nesprávné interpretaci statistik, ale rovněž nerozlišovaly mezi jednotlivými zeměmi – na Českou republiku bylo nahlíženo podobně jako na Polsko, Maďarsko či jiné země, a to navzdory tomu, že ekonomická situace v ČR byla odlišná. Přehodnocený výhled tak vedl ke stahování peněz ze zemí regionu en masse, počátkem roku 2009 převládla čirá psychologie – koruna se tak dostala až na úroveň kolem 30 korun za euro. To ale bylo, jak jsme již uvedli, výrazně nad prahem bolesti ČNB.

Koruna se tak během léta 2009 postupně dostala k hodnotám, které byly mnohem „rozumnější“ než to, co jsme viděli v 1Q/09, a které mnohem více odpovídaly našim představám o tom, kde by kurz koruny vůči EUR měl být.

V posledním čtvrtletí roku 2010 sice koruna pod vlivem slovních

intervencí ČNB, samotného snížení sazeb v prosinci a několika nervózních epizod (problémy kolem Dubaje, snižování ratingu Řecka, první problémy dalších zemí jihu EMU) zůstala volatilní s tendencí k oslabování, to však vždy bylo krátké a nikdy nepřekročilo 26,50. V prvním pololetí letošního roku se pak koruna několikrát přiblížila fundamentálním hodnotám kolem 25 korun za euro, vždy se ale našla událost, která jí tam nedovolila zůstat dlouho – zejména situace na jihu Evropy vedla k prodejům napříč regionem. K tomu se přidaly problémy Maďarska<sup>8</sup> nebo Rumunska, situaci koruně neulehčila ani holubičí Bankovní rada a překvapivě nepomohly ani výsledky voleb, které do čela státu vynesly pravici. Koruna tak prvním pololetí letošního roku uzavřela průměrem 25,7, což bylo o 0,4 CZK slabší než naše lednová prognóza.

Zlom přišel v létě – plány nové vlády ohledně fiskální konsolidace, nízké zadlužení v regionu, solidní oživování (díky exportu) a posun BR ČNB k jestřábnímu postoji<sup>9</sup> posílily korunu mírně (zhruba o 2%) mimo fundament.

Zdá se tedy, že se situace celkem znormalizovala, budoucí vývoj tedy nebude tak překvapivý a tak volatilní, jako tomu bylo v letech 2008 a 2009. Co tedy další vývoj?

#### 2H/2010: Koruna předčasně vyspělá. 2011: další mírné posílení

Z fundamentálního hlediska neexistuje důvod, proč by koruna i v roce 2011 neměla posilovat – reálná konvergence by měla pokračovat a průměrná hodnota kurzu koruny vůči EUR v roce 2011 by měla být kolem 24,3.

Po zbytek letošního roku nevidíme velký prostor k dalšímu posílení – naopak, stávající hodnoty jsou příliš silné, spíše bychom fundamentálně viděli hodnoty kolem 24,8-25 do konce roku. Krátkodobé oslabení by mohlo přijít v důsledku horších makro čísel, které postupně začnou do Evropy přicházet, v důsledku případné eskalace problémů na periferii Evropy (i když zde už koruna vykazuje poměrně vysokou dávku odolnosti) nebo v důsledku specificky českých věcí, jako je například plánovaná revize obchodní bilance.<sup>10</sup>

Zde se jedná o to, že přebytek obchodní bilance je „nadhodnocován“ (a přebytek bilance ostatních služeb „podhodnocován“) v důsledku tzv. brandingů.<sup>11</sup> Ačkoliv revize, která by dle našich propočtů měla být zhruba 45 mld. a která dle nás bude až počátkem roku 2011, nebude mít dopad na

<sup>8</sup> Maďarská vládní strana FIDESZ počátkem června poměrně neobratně přirovnala maďarskou rozpočtovou situaci k řecké. To samozřejmě již i tak nervózní trhy nepotěšilo.

<sup>9</sup> Bývalé duo z Komerční banky (Zamrazilová, Janáček) a s nimi pánové Holman a Řežábek více či méně naznačili, že první hike až ve 2H/11 je příliš pozdě. Na hlasování na konci září dokonce E.Zamrazilová za zvýšení sazeb hlasovala – a to i navzdory silné koruně.

<sup>10</sup> Více k plánované revizi na stránkách ČSÚ.

<http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/ainformace/76E300326EF5>

<sup>11</sup> Rychlý růst přebytku obchodní bilance a současně výrazné zhoršování bilance služeb jsou patrné od druhého čtvrtletí 2009. Souvisejí zejména s vyššími odhady rozsahu tzv. brandingů, tedy obchodních operací nadnárodních firem, které jsou spojeny se zhodnocením zboží dovezeného do ČR a jeho následným vývozem do zahraničí. Jedná se o operace nerezidentských firem, registrovaných na území ČR k platbě DPH, které v důsledku přecenění vyváženého zboží přispívají k růstu obchodního přebytku. Uvedené operace jsou v rámci platební bilance korigovány v saldo bilance ostatních služeb. Celkový dopad na saldo výkonové bilance je tak neutrální.“ (Zpráva o inflaci ČNB III/2010, str. 52)



běžný účet a ani na HDP (v národních účtech se tento efekt již objevuje), na trhu může tato revize vyvolat krátkodobou negativní reakci na korunu.

Z delšího pohledu je situace jasnější - česká ekonomika by měla dále pokračovat v konvergenci. Zatímco v minulém roce poklesla stejně jako EMU (o 4 %), v letošním a v příštím roce bude růst rychleji (ČR by měla růst nad 2% v roce 2010, EMU kolem 1,5%, podobně i v roce 2011). To je důsledek oživení světového obchodu, na který je ČR skrze vývoz napojená (podobný příběh je o Německu) a kvůli kterému z oživení taženého rozvíjejícími se trhy profituje více než EMU jako celek. EMU naopak obecně táhne ke dnu slabá výkonnost jihu, slabá spotřebitelská poptávka, obecně menší otevřenost a více strukturálních problémů (větší zadluženost). Z fundamentálního hlediska tak neexistuje důvod, proč by koruna i v roce 2011 neměla vůči euru obecně dále posilovat - reálná konvergence by měla pomalu pokračovat, na konci letošního roku bychom viděli jako odpovídající hodnotu 24,60, průměrně pro rok 2011 pak kolem 24,30.

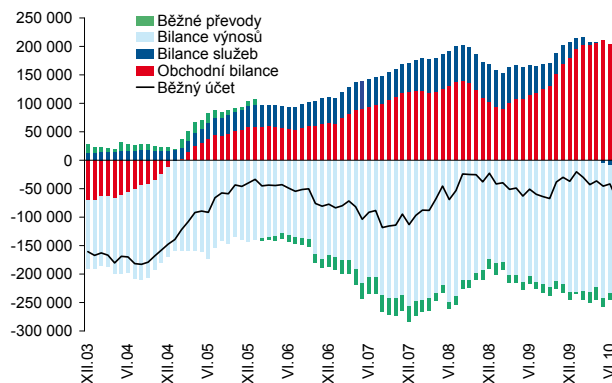
Obrazem této konvergence je obchodní bilance. Ta zůstane (po rekordním přebytku v roce 2009 ve výši 180 mld. CZK<sup>12</sup>) i v letošním roce 2010 a pak i v roce 2011 pozitivní a vyšší než 100 mld. Oživení vývozu je v letošním roce důsledkem již zmiňovaného oživení v západní Evropě (speciálně v Německu), dovoz zůstává utlumen zejména kvůli nízké investiční aktivitě a slabší finální spotřebě vlády. Spotřeba domácností se překvapivě rychle zvedá, to se samozřejmě odráží i v rychlejším růstu spotřebitelských dovozů. Dle nás ji ale v roce 2011 znovu utlumí fiskální konsolidace (vyšší daně, nižší dávky) a rovněž už jen velice pomalu se lepšící trh práce (růst bude slabý). Naopak, na dovoz budou v roce 2011 působit oživující fixní investice (čekáme růst kolem 5%).

Ekonomika EMU dosáhla dna ve 2Q/09, pak už jenom rostla, v 1Q/10 si navzdory tuhé zimě připsala 0,2% q/q, v 2Q/10 dokonce (hlavně díky famóznímu výkonu Německa) 1% q/q. Předstihové indexy i pro další kvartály naznačují růst (ač pomalejší než doposud), solidní vývoj na velkých rozvíjejících se trzích (a skrze ně v Německu) zlepšuje vyhlídky zemí regionu odkázaných na vývoz (zejména ČR a Slovensko). Obchodní bilance se tak za prvních 7 měsíců vyvíjí o 20% lépe než v roce minulém, a to již 2009 byl rekordně silný rok.

Samozřejmě, fiskální konsolidace v EMU v příštím roce je problémem, ale nepředstavuje dle nás katastrofu - vzhledem k tomu, že většina utahování bude na periferii a že nás více zajímá německý export než španělská finální poptávka, nebude dopad na ČR tak hrozný. Pokud něco, růstové nůžky mezi ČR a EMU se více rozevřou, což napomáhá konvergenci, a tudíž posilování CZK.

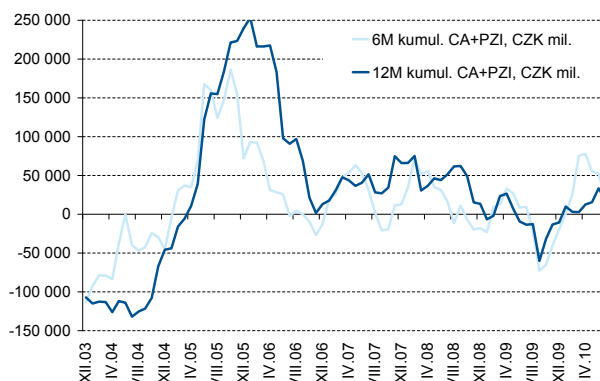
Ani zbytku běžného účtu a z kapitálového účtu není moc důvodů pro oslabení. Za první pololetí letošního roku zůstala obchodní bilance ve vysokém přebytku (← konkurenceschopnost české ekonomiky a zahraniční oživení). Běžný účet se sice zhruba o 30 mld. korun mezitím zhoršil, což ale bylo dáno zejména zhoršením bilance služeb a běžných převodů.

Běžný účet a složky - klouzavé 12M úhrny, mil. CZK



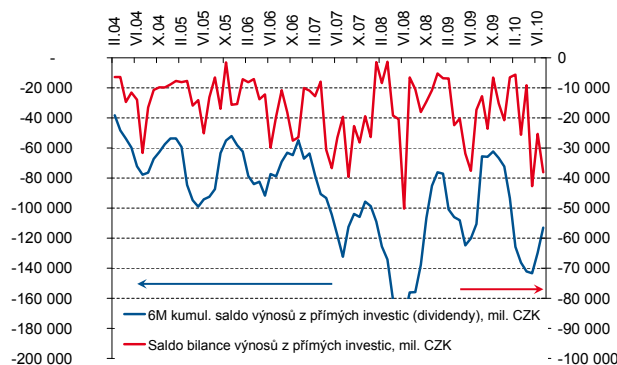
Tak jako tak ale zůstává deficit běžného účtu pokrytý přebytkem na finančním účtu. Příliv zahraničních investic bude totiž v roce 2010 vyšší než v roce 2009 (zatím je celkový čistý příliv PZI za 01-07/10 3,5 násobek celého roku 2008), deficit na běžném účtu ale bude vyšší (cca 68 mld.) než v roce 2009 (kdy byl 37 mld.).

Běžný účet a přímé zahraniční investice



Překvapivým je totiž v této souvislosti vývoj dividend - kvůli recesi v roce 2009 jsme očekávali nižší objem vyplacených dividend. Opak je pravdou - za prvních 7 měsíců je objem vyplacených dividend zhruba o 9 mld. vyšší než v roce 2010. Za tím může být snaha zahraničních vlastníků dostat se v situaci těžší dostupnosti jiného financování v domácích zemích k penězům zdejších dcer.

Dividendy (mil. CZK)

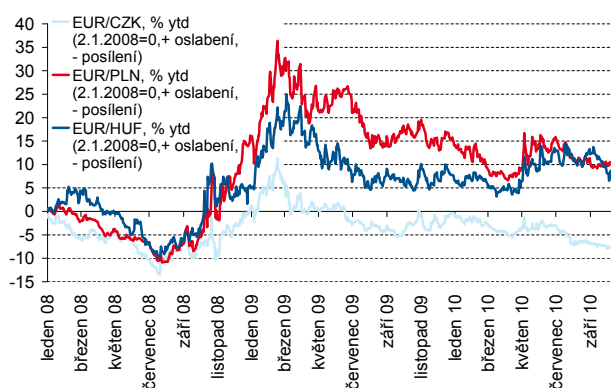


V roce 2011 by situace měla být podobná - obchodní bilance zůstane v přebytku, příliv zahraničních investic dále urychlí. Z titulu platební bilance tak nevidíme důvod k setrvalejšímu oslabení koruny.

<sup>12</sup> Dle dat ČNB, ty se liší od dat ČSÚ díky rozdílné metodice.

Sentiment se rovněž markantně zlepšil od dob (1Q/09), kdy se region vykresloval jako místo, které se pod tíhou krize a údajných dluhů musí nevyhnutelně sesypat jako domeček z karet. A toto zlepšování by mělo dále pokračovat, ačkoliv budou krátké epizody nervozity, spojené s oslabením koruny a dalších regionálních měn – právě to vytváří příležitosti ke vstupu do short EURCZK pozic. Na straně druhé ale trhy již více rozlišují mezi jednotlivými zeměmi – Česko již není žádné Řecko a i při problémech ve světě je koruna „bita“ nejméně z regionálních měn. Sentiment tak sice může periodicky korunu oslabovat, ale neměli bychom vidět žádné podobně drastické výkyvy jako v první polovině roku 2009.

SVE - měny, vývoj od ledna 2008



Positivem pro korunu (i další česká aktiva) jsou výsledky květnových voleb. Ty vedly k fiskálně konzervativní vládě, která by měla postupem času zastavit zadlužování ČR a nechce to dělat jenom přes vyšší daně – to povede v delším horizontu k vyšším růstovým vyhlídkám a nižšímu dluhu, což je pro trhy dobrá zpráva. Pod vlivem nové vlády rovněž může dojít ke zlepšení ratingu ČR, což může dále posílit korunu – koneckonců, výhled v posledních měsících zvedly na „pozitivní“ 2 z 3 největších ratingových agentur. Domácí fiskální konsolidace a reformy jsou tedy pozitivem – plán je dělat více úprav deficitu na straně výdajů než na straně příjmů, což dlouhodobě zvedne potenciál ekonomiky. Ta by tak mohla i v delším období růst rychleji než EMU.

**Rizika EURCZK**

- výbuch rizikové averze** (například default některého ze států jihu EMU, problémy Maďarska) by určitě vedl k dalšímu oslabení. Ačkoliv odhad jeho velikosti je vzhledem (zejména v případě kolapsu například Řecka) k bezprecedentnosti takové události věštěním z křišťálové koule, nemělo by případné oslabení trvat dlouhou dobu. Takový případ by rovněž pro investory s delším horizontem (>6M) vytvořil slušnou příležitost na nástup do short EURCZK pozice.
- Strukturální změny v důsledku krize:** naše prognóza předpokládá, že nedojde k podstatnějšímu zpomalení tempa reálné konvergence (hrubě řečeno, že ČR bude bohatnout ve vztahu k EMU). Pokud by však krize tento vztah narušila a vyústila k výrazně nižšímu potenciálnímu produktu, pak by utrpělo (cet.-par.) i tempo konvergence. Spíše se však zatím domníváme, že krizí mnohem (strukturálně) postiženější jsou zadluženější země západní Evropy než ČR.
- Nárůst chuti k riziku** – česká koruna je obecně stále

miláčkem investorů, profituje ze solidního makra a momentálně i z trhem oblíbené vlády. Zde si dovolíme citovat z našich minulých analýz: „Pokud se skutečně situace dále uklidní (= dořeší se situace kolem napjatých dlužníků), budou dobré zprávy z evropského makra, může se stát, že se koruna znovu utrhne na silnější stranu (volby tomu nahrávají)“. To se koncem července letošního roku i stalo. Posílení je zatím jenom krátkodobé, ale tyto hodnoty (24,50) jsou zhruba o 2% silnější, než co bychom viděli nejraději. Ačkoliv jako fundamentální hodnotu pro nejbližší týdny vidíme 25 korun za euro a posílení pod 25 je odůvodnitelné až ke konci roku, může teď přijít i další rychlé posílení. Myslíme si ale, že vzhledem k reálné ekonomice by pak přišla rychlá reakce ze strany ČNB – ať už verbální intervence nebo skutečná intervence nebo cut (i když zde je možnost ČNB vzhledem k nízké úrovni sazeb dost omezena). Toto spekulativní posílení by tak nemělo mít dlouhého trvání. Dle nás by setrvalý sešup pod 24,50 v dalších týdnech měl být pro ČNB varováním – tento proces totiž může rychle přerůst k dalšímu posílení, což může být problém v situaci, kdy ČNB už se sazbami o moc níž nemůže. V každém případě si nedokážeme představit, že by ČNB hodnoty kolem 24 nechala jen tak být.

Co tento vývoj společně s vývojem reálné ekonomiky znamená pro sazby ČNB?

**PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB**

Průměry za období v %	2006	2007	2008	2009	2010f	2011f	2012f	2013f
Repo sazba	2,2	2,9	3,5	1,5	0,8	1,1	2,0	2,4
3M PRIBOR	2,3	3,1	4,0	2,2	1,3	1,4	2,2	2,6
12M PRIBOR	2,7	3,4	4,2	2,6	1,8	1,8	2,5	2,9
10Y swap	3,8	4,2	4,2	3,7	3,0	3,1	3,6	3,9

Od prosince 2008 byl náš výhled na dno sazeb ve stávajícím cyklu na úrovni 1,50%. Pokles ekonomiky byl sice z naší strany původně očekáván nižší, na straně druhé jsme ale nečekali tak výraznou slabost koruny, jakou jsme nakonec v 1Q/09 viděli. Tyto věci se tak navzájem kompenzovaly. V prognóze z června 2009 jsme viděli nižší růst pro rok 2009 i 2010, a tak i dno sazeb bylo nižší (na úrovni 1,25%) a čekali jsme stabilita po celý zbytek roku 2009. Jako riziko jsme však ještě jedno snížení sazeb v červnové i v zářijové prognóze viděli.

Tento rizikový scénář se vyplnil, když ČNB na svém posledním zasedání v roce 2009 (16.12.) překvapivě (a nejtěsnějším možným hlasováním 4/3) snížila sazby na historicky nejnižší hodnotu 1%. Ne, že by 25 bazických bodů bylo dramatické uvolnění měnové politiky – spíše se ve světle dat, která ČNB od své listopadové prognózy (2009) dostala (vyšší inflace, solidní růst HDP, lepší průmysl, dobré předstihové indikátory PMI nebo konjunkturální index ČSÚ, slabší koruna), zdálo, že se rizika vychylují víc na proinflační stranu.

Podobný vývoj pak byl i v květnu letošního roku – ačkoliv data, která z reálné ekonomiky od počátku roku přišla, ukazovala, že ekonomické oživení získává na síle, rozhodla se ČNB v květnu dodat další snížení sazeb – sazby se tak dostaly na historické minimum 0,75%. To bylo hodně překvapivé – nikdo z pozorovatelů to nečekal a dle nás na to ekonomika nebyla

odkázána. Že poslední snížení sazeb mohlo být trochu zbytečné (resp. že bylo pojistkou, kterou pak nebylo potřeba), dokázal relativně rychlý obrát v nladění Bankovní rady ČNB. Ta se přes léto pod vlivem solidně pokračujícího ožívování a dobrých dat za HDP (a personálních změn v ní) překloupila do více jestřábího módu a začala uvažovat nad tím, že první zvýšení sazeb by možná mělo přijít dřív, než co maluje oficiální prognóza ČNB (2H/11). Na zasedání koncem září 2010 dokonce ČNB hlasovala o zvýšení sazeb, z několika důvodů ale za vyšší sazby zvedla ruku pouze E.Zamrazilová.

Jaké to byly a co nás tedy čeká dál?

**Fiskální konsolidace v EMU i u nás + opatrnost centrálních bank + silnější kačka = nižší sazby v letech 2011 a 2012**

Ač se nám zdá, že globální ekonomické oživení je celkem solidně zakořeněno, nemysleme si, že ČNB letos přijde s utažením měnové politiky. Vede nás k tomu několik důvodů.

Prosincové i květnové rozhodnutí nás utvrzuje v názoru, že centrální banka preferuje riziko mít „trochu víc inflace“ než riskovat „trochu méně růstu“. Ačkoliv si teď trh více všimá zpomalení dynamiky amerického ožívování (a nehleď tolik na dluhové problémy jihu EMU), neznamená to, že je vše na jihu EMU vyřešeno. Podzimní problémy Irska ukazují, že zdaleka není vyhráno. Fiskální konsolidace v Evropě i zde, která je v podstatě hotovou věcí, anebo možné problémy s financováním dluhů jižních států (a tudíž aktivace záchranného balíčku MMF/EMU) můžou ještě vyvolat problémy, které centrální banku drží dál od toho, aby sazby zvedla tak, jak by z makro pohledu ve standardní době měla.

Nízká poptávková inflace je dalším důvodem, proč nedochází k růstu sazeb – centrální banka totiž čeká na to, až se i v inflačních číslech objeví nějaký náznak inflace. Jak jsme již zmiňovali v části o inflaci, dovozní ceny se v inflaci zatím objevují minimálně – a to i navzdory tomu, že se spotřeba domácností dle dat z ČSÚ v první polovině roku relativně rychle zvedla. S postupujícím ožívováním se však může situace rychle otočit a jádrová inflace se může relativně rychle zvednout.

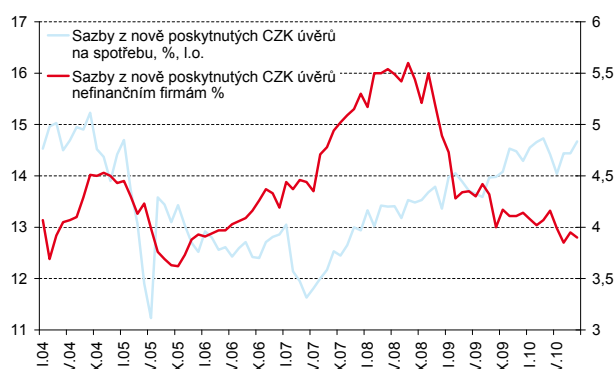
Zatřetí – koruna. Ta posílila (jak už je jejím zvykem) více a dřív, než jsme čekali. Vzhledem k tomu, jaká je vazba koruna-inflace v české ekonomice, se dá čekat, že tento vývoj bude dovozní ceny spíše tlumit. Domníváme se, že pokud by koruna byla kolem 25 korun, kam fundamentálně patří, pak by se za vyšší sazby na hlasování na konci září zvedlo více rukou.

Začtvrté – mezibankovní trh. Ten v sobě stále zahrnuje prémii, která v podstatě neguje skoro dva cuty po 25 bps. Pokles sazeb reálné ekonomiky je pak ještě menší – mnohdy došlo k růstu rizikových přírůzků (zejména u spotřebitelských úvěrů je efekt snižování sazeb ČNB absolutně neviditelný). Pokud bude tato tendence přetrvávat, bude to důvod pro to, aby sazby zůstaly stabilnější delší dobu.

V hlavním scénáři tak dle nás ČNB přistoupí k utažení měnové politiky nejdřív v 1Q/11, v roce 2011 tak dodá 50-75 b.b. (konec roku 1,25-1,50%), další pomalá normalizace sazeb pak v dalších letech. Důvody jsou pozornému čitateli jistě zřejmé – čekáme pokračující oživení (a žádnou další recesi), které bude rychlejší než v EMU, čekáme jenom pozvolné posilování koruny (a v nejbližších 9 měsících vůbec žádné, naopak) a nárůst poptávkové inflace. Směrem k růstu sazeb

v dalších letech může dále vést rychlejší pokles rizikové premie na mezibankovním trhu (zlepšení transmise). V tom případě by zvýšení sazeb jenom negovalo nižší rizikovou premii.

**Sazby v reálné ekonomice**



Rizika ohledně sazeb ČNB jsou pro rok 2011 směrem k jejich pomalejšímu růstu – větší dopad fiskální konsolidace do české ekonomiky, výraznější zpomalení EMU (a zejména Německa) nebo silná koruna udrží sazby nízko po delší dobu. Koruna samotná je dle nás nejrizikovějším faktorem – v českých podmínkách je totiž právě ona nejvýraznějším faktorem ovlivňujícím nastavení sazeb ČNB. Protože většinou posílí víc, než co se obecně čeká, i sazby jsou pak často nižší, než se čeká. Toto riziko s námi však bude až do doby než se koruna definitivně vymění za společnou evropskou měnu.

**České dluhopisy opět abnormálně nízko, v hlavním scénáři ale vidíme pozvolný návrat na vyšší úroveň**

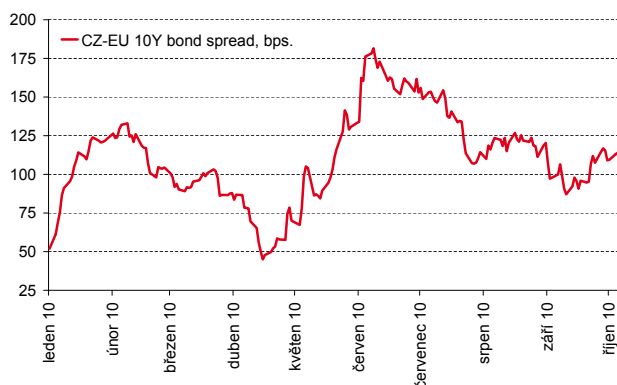
Na dlouhých sazbách jsme v letošním roce viděli turbulentní vývoj – s jistou dávkou zjednodušení se dá říct, že jak byla v roce 2009 turbulentní kačka, tak tuto roli v roce 2010 přebraly dluhopisy.

Dluhopisy se vlivem nízké domácí emise v 1H/10, plánovaného Eurobondu a nízké vnímané rizikivosti ČR nejdřív dostaly v dubnu příliš nízko (kolem 3,6% pro 10Y). Období příliš nízkých výnosů dluhopisů ale v květnu na chvíli skončilo – česká desetiletka se i navzdory (z pohledu dluhopisového investora určitě) překvapivě dobrému výsledku voleb vrátila dle našich očekávání nad 4%, počátkem června dokonce zamířila nad 4,20%. Co to způsobilo? Jedním z důvodů bylo zveřejnění emisního kalendáře na 3Q/10 a vývoj rozpočtu. Za první polovinu letošního roku totiž mělo MF ČR pokryto dluhopisy jenom zhruba 30% celkové finanční potřeby, zbytek pak odsunulo do 2H/10. Za předpokladu, že by se to MF ČR snažilo řešit emisí dluhopisů na domácím trhu, znamenalo by to masivní domácí emisi a růst výnosů. Toho se trh obával v květnu i červnu, kdy se výnosy vrátily nad 4%.

MFČR se proto přes léto snažilo najít cestu, jak z toho ven – jednak oznámilo, že chce emitovat více na kratším konci (což i dodrželo), t.j. ve formě SPP, jednak se znovu mluvilo o zahraniční emisí (jak v EUR, tak v USD, nebo i privátní emisí – poslední dvě byly v srpnu dementovány, ta první v září uskutečněna). K tomu se přidala nová vláda (která přinesla pozitivní výhled na rating ze strany S&P a Moody's), ale hlavně nízké výnosy v Německu.

Zejména panika, která v srpnu stlačila české výnosy taktó abnormálně nízko (3,30% u 10Y), zasluží komentář. Obavy

o světové oživení (dle nás neopodstatněné) vedly na trhu k panickému nákupu dluhopisů a ke stranění se akcií. Největší zájem byl o americké a německé, v regionu platí za „sázku na jistotu“ ale i české papíry. To, že se české výnosy dostaly takhle nízkou hlavně díky německým, je patrné i z vývoje spreadu mezi německým a českým papírem. Ten se dokonce oproti počátku roku roztáhl, ač úroveň z paniky kolem dluhu na jihu Evropy nebo po krachu Lehman Bros. nedosahuje.



Normalizace alespoň k 3,70% tak bude záviset hlavně na vývoji v Německu – pokud se totiž neznormální výnosy tam (což vzhledem k tomu, že trh vypadá, že chce vidět sklenici poloprázdnou, není hned tak jasná věc), není důvodu, aby k tomu došlo i v ČR. Podružné tak v nejbližších měsících zůstanou i jinak důležité lokální věci jako stále vysoká emisní potřeba v příštím roce.

Krátkodobě vzhledem k tomu, že spread vůči Německu je hodně roztažen, může dojít ještě k dalšímu poklesu na dlouhém konci – pokud by zůstaly německé výnosy tam, kde jsou, pak by to znamenalo pokles českých – 75 bodový spread by znamenal české výnosy o zhruba 40 b.b. níž.

Výhledově čekáme normalizaci německých výnosů (10Y alespoň k 2,80%, spíše ke 3%), k tomu stále vysokou finanční potřebu vlády i v roce 2011 (k tomu bude maturovat hodně SPP, vydaných letos) a začátek utahování měnové politiky. To by mělo i navzdory vládním reformám a možnému zvýšení ratingu v delším horizontu vrátit výnosy na úroveň kolem 3,75-4%.

To budou reflektovat i swapy – obrat v měnové politice a normalizace sazeb povedou společně s normalizací dluhopisů k růstu swapových sazeb. I ten ale bude pozvolný.

## RIZIKA PROGNÓZY

Nejpodstatnějšími riziky naší prognózy je silná koruna a slabší růst v EMU.

Slabší růst nebo dokonce další recese v EMU jsou významná rizika pro náš výhled. Ačkoliv dle nás důvody pro další recesi nejsou (viz. strana 3), nedá se vyloučit efekt sebe-splňujícího se proroctví: pokud skutečně dostatečné množství spotřebitelů a firem uvěří, že další recese je nevyhnutelná, dojde k ní. Zde je potřeba rozlišovat dva případy – prvním je recese způsobená hlavně slabostí jihu (fiskální konsolidací), druhou je recese způsobená problémem na exportních trzích Francie, Německa apod. (ve zkratce tedy dalším poklesem světového obchodu). To první by pro ČR nemuselo být – vzhledem k malé přímé expozici ČR na jih Evropy – problémem. ČR exportuje na jih Evropy méně než 10% celkového vývozu – finální poptávka Španělů či Řeků tak pro ČR není stěžejní věc. Recese způsobená externí událostí v širším světě (např. výrazné zpomalení Číny) by byla větším problémem – domácí zdroje růstu ve vyspělých ekonomikách nejsou postačující k tomu, aby udržely tyto ekonomiky v růstu (strukturální problémy, dluh, otřesená důvěra atd.). Tato situace by vedla k zpomalení růstu v ČR (v závislosti na tom, jak veliké by bylo to zahraniční) a jistě i k oslabení české měny (s úprkem investorů do bezpečí dolaru). Oslabení koruny by do jisté míry tlumilo nevyhnutelnost poklesu sazeb v ČR – ty by tak klesnout nemusely (koruna by uvolňovala měnové poměry sama), ale určitě by nerostly. V případě výraznějšího poklesu ekonomiky by však centrální banka zřejmě musela přistoupit k snížení sazeb dál a následně i k jistým formám kvantitativního uvolňování.

Silná koruna je druhým a dle nás mnohem realističtějším rizikem prognózy. Jak už jsme zmiňovali, koruna dle našeho názoru zhruba o půlrok předbíhá svůj vývoj a ukazuje, že se investorům kombinace solidních makro základů, exportně hnaného oživení, nové vlády a relativně nízkého zadlužení líbí. Každé další brzké posílení ji podle nás jenom vzdálí od (slabších) fundamentálních hodnot. V případě, že by se koruna v několika dalších měsících dostala k 24 korunám za euro nebo pod, znamenalo by to minimálně odsun prvního zvýšení sazeb na pozdější dobu (další pokles sazeb není tolik pravděpodobný – rychlý sešup pod 24 by však tuto diskuzi znovu oživil). Už nyní je to totiž dle nás právě koruna, která podstatným způsobem brání zvýšení sazeb již v roce 2010.



# DŮLEŽITÁ UPOZORNĚNÍ

**Obecně.** Tento dokument je považován za doplňkový zdroj informací našich klientů a není nabídkou ani propagací nákupu či prodeje cenných papírů. Je založen na nejlepších informačních zdrojích dostupných v době tisku. Použité informační zdroje jsou všeobecně považované za spolehlivé, avšak Česká spořitelna, a.s. neručí za správnost a úplnost uvedených informací. Názory, prognózy a odhady v materiálu prezentované odrážejí naše nejlepší znalosti ke dni vydání publikace a mohou se změnit bez udání důvodu. Publikace neprošla jazykovou úpravou. Správním úřadem vykonávajícím dozor nad Českou spořitelnou, a.s. je Česká národní banka.

**Poctivá prezentace doporučení.** Emitenti analyzovaných investičních nástrojů nebyli před rozšířením této analýzy seznámeni s jejím obsahem a analýza nebyla na základě jejich pokynů nijak upravována. Analýza je tvořena na základě standardních finančních a ekonometrických modelů. V případě akciových doporučení se jedná zejména o různé varianty metody diskontování budoucích cash flows a metodu čisté hodnoty aktiv společnosti. V případě dluhopisů a měn jsou standardními metodami uzavřené makroekonomické modely typu Clarida-Gali-Gertler nebo typu QPM ČNB.

**Stupeň investičního doporučení u akciových titulů.** Cílové ceny pro 12-měsíční horizont akcií odrážejí férovou hodnotu akcií, při jejímž stanovení jsou brány v potaz fundamentální faktory a další informace relevantní pro cenu akcie. Všechna slovní doporučení vychází z fundamentální hodnoty cenných papírů a neodrážejí relativní výkonnost akcie vůči jiným regionálním titulům. Slovní doporučení odrážejí vztah mezi cílovou cenou a cenou akcie při určení cílové ceny, tj. vydáním příslušné podnikové analýzy. V závorkách jsou uvedeny příslušné číselné hodnoty: kupovat (cílová cena 20% nad cenou akcie), akumulovat (10% až 20% nad), držet (0% až 10% nad), redukovat (cílová cena leží v pásmu -10% až 0% vzhledem k ceně akcie při určení cílové ceny) a prodávat (pod -10%).

Tabulka 1: Přehled minulých investičních doporučení na pokrývané akcie v systému SPAD

ČEZ			Telefónica O2 ČR		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
8.2.10	980	akumulovat	9.9.10	425	držet
4.2.09	1 230	kupovat	3.8.10	470	držet
3.9.08	1 316	držet	23.3.10	480	držet
14.2.08	1 255	držet	13.10.09	500	akumulovat
8.6.07	1 045	držet	12.8.09	500	držet
Komerční banka			Unipetrol		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
8.2.10	3 850	držet	30.9.10	191	redukovat
22.10.09	3 850	držet	28.9.09	140	redukovat
29.7.09	3 290	akumulovat	30.3.09	120	redukovat
28.4.09	2 870	akumulovat	24.9.08	250	kupovat
20.6.08	4 700	akumulovat	17.3.08	358	kupovat
CME			Orco		
Datum	Cílová cena (USD)	Doporučení	Datum	Cílová cena (EUR)	Doporučení
14.6.10	33	kupovat	24.9.10	8,2	akumulovat
23.11.09	27	redukovat	7.10.09	7,2	redukovat
16.2.09	35	kupovat	3.4.09	3,7	redukovat
27.2.08	93	redukovat	25.9.08	41	kupovat
VIG			ECM		
Datum	Cílová cena (EUR)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
4.2.10	44.5	kupovat	bez pokrytí	bez pokrytí	bez pokrytí
11.11.09	48	kupovat	28.2.08	1 380	kupovat
2.7.09	44	kupovat	1.10.07	1 880	akumulovat
14.4.09	44	kupovat	14.6.07	2 160	akumulovat
Pegas			Philip Morris CR		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
10.3.10	500	akumulovat	12.3.10	8 600	prodat
20.5.09	350	držet	25.6.09	7 150	akumulovat
25.4.08	505	držet	14.10.08	8 900	kupovat
3.7.07	849	držet	6.12.07	8 800	držet
NWR					
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení			
1.9.10	253	akumulovat			
6.5.10	306	kupovat			
16.4.10	306	držet			
18.2.10	211	akumulovat			
3.9.09	134	redukovat			

**Rizika.** Minulý výkon investičních nástrojů nezaručuje srovnatelný budoucí výkon. Různé investiční nástroje a investice s sebou nesou různý stupeň investičního rizika. Hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní částky. Česká spořitelna, a.s. nepřebírá odpovědnost za případné ztráty způsobené přímo či nepřímo využitím informací v tomto dokumentu. Prognózaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena může být ohrožena různými typy rizik. Mezi ně patří například rizika související s nabídkou a poptávkou po daném investičním nástroji, rizika konkurence, cen vstupů či riziko tržních kolísání. Prognózaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena vychází z předpokladů uvedených v analýze. Jiný než očekávaný vývoj těchto předpokladů představuje rovněž klíčové riziko.

**Aktualizace.** Investiční doporučení, analýzy a prognózy jsou aktualizovány v rámci pravidelných publikací České spořitelny, a.s. a Erste Bank Group. Cílové ceny akcií jsou aktualizovány v podnikových analýzách pokrývaných společností, které vycházejí nepravidelně a odrážejí aktuální dění v daném oboru nebo pokrývané společnosti. Přehled vydaných investičních doporučení za uplynulých 12 měsíců shrnuje tabulka 1.

**Hodnocení analytika.** Hodnocení analytiků není přímo závislé na výsledcích obchodování finanční skupiny ČS s pokrývanými investičními nástroji. Nepřímá vazba spočívá ve vazbě hodnocení analytiků na zisku celé Finanční skupiny České spořitelny, na kterém se do jisté míry podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

**Konflikt zájmů.** Česká spořitelna, a.s., Erste Bank, jejich dceřiné společnosti a klienti mohou mít pozice v investičních nástrojích uvedených v doporučení, mohou obchodovat s investičními nástroji společností uvedených v doporučení nebo mohou těmto společnostem poskytovat investiční nebo bankovní služby. Odbor ekonomických a strategických analýz České spořitelny, a.s. je organizačně a fyzicky oddělen od útvarů Divize finančních trhů České spořitelny, a.s.. Zájmy a z nich plynoucí případné střety zájmů Finanční skupiny České spořitelny vůči analyzovaným akciovým společnostem v České republice (společnosti obchodované v systému SPAD mimo Erste Bank) jsou uvedeny v příložené tabulce 2.

Tabulka 2

Typ střetu zájmu
(1) ČS a/nebo propojená osoba má přímý či nepřímý podíl na základním kapitálu emitenta větší než 5 %
(2) emitent má přímý či nepřímý podíl na základním kapitálu ČS a/nebo propojené osoby větší než 5 %
(3) ČS a/nebo propojená osoba má jiný významný finanční zájem ve vztahu k emitentovi
(4) ČS a/nebo propojená osoba je tvůrcem trhu nebo osobou jinak zajišťující likviditu ve vztahu k finančním nástrojům vydaným emitentem
(5) ČS a/nebo propojená osoba byla v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem
(6) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřenu jinou smlouvu o poskytování investičních služeb
(7) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení.

Emitent	Střet zájmu (uvedte zde číselné označení příslušného typu střetu zájmu)
AAA Auto	4
CETV	4, 5,6
ČEZ	4, 5, 6
ECM	4
KIT Digital	4
Komerční banka	4
NWR	4
ORCO	4,6
Pegas	4
Philip Morris ČR	4
Teléfonica O2 Czech Republic	4
Unipetrol	4
VIG	3, 4, 5

Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení Erste Bank Group obsahuje tabulka 3. Tabulka obsahuje poměr u investičních doporučení na pokrývané akcie obchodované v systému SPAD BCPP (SPAD7).

Tabulka 3

	SPAD10	SPAD se vztahem k EBG
Kupovat	20%	50%
Akumulovat	40%	50%
Držet	20%	0%
Redukovat	10%	0%
Prodávat	10%	0%

<b>Odbor Ekonomické a strategické analýzy</b>			
Ředitel odboru, hlavní ekonom	David Navrátil	+420/224 995 439	dnavratil@csas.cz
Makro tým (Střední Evropa)	Jana Krajčová	+420/224 995 232	jkrajcova@csas.cz
Makro tým (ČR)	Martin Lobotka	+420/224 995 192	mlobotka@csas.cz
Makro tým (USA, EMU)	Luboš Mokráš	+420/224 995 456	lmokras@csas.cz
Makro tým (Bankovní sektor)	Petr Bittner	+420/224 995 172	pbittner@csas.cz
Akciový tým (CEE Real Estate, ČEZ)	Petr Bártek	+420/224 995 227	pbartek@csas.cz
Akciový tým (Ropa a plyn, Pegas), teamleader	Radim Kramule	+420/224 995 213	rkrumule@csas.cz
Akciový tým (CEE Media)	Václav Kmínek	+420/224 995 289	vkminek@csas.cz
Akciový tým (Market analyst)	Martin Krajhanzl	+420/224 995 434	mkrajhanzl@csas.cz
<b>Úsek Finanční trhy - prodej a obchodování</b>			
Ředitel úseku	Petr Witowski	+420/224 995 800	pwitowski@csas.cz
	Robert Novotný	+420/224 995 148	rnovotny@csas.cz
Oddělení Debt Capital markets - ředitel	Tomáš Černý	+420/224 995 205	tcerny@csas.cz
	Alice Racková	+420/224 995 197	arackova@csas.cz
	Martin Chudoba	+420/224 995 138	mchudoba@csas.cz
Odbor Obchody treasury - ředitel odboru	Libor Vošický	+420/224 995 592	lvosicky@csas.cz
Odbor Obchody na kapitálových trzích - ředitel odboru	Ondřej Čech	+420/224 995 577	ocech@csas.cz
Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty - ředitel odboru	Viktor Kotlán	+420/224 995 217	vkotlan@csas.cz
Odbor Proprietary trading	Robert Novotný	+420/224 995 148	rnovotny@csas.cz
<b>Úsek Investiční bankovnictví</b>			
Ředitel úseku	Jan Brabec	+420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
Oddělení Private Equity a Venture Capital	František Havrda	+420/224 995 836	fhavrda@csas.cz
Oddělení korespondenční bankovnictví - ředitel	Barbora Procházková	+420/224 995 338	bprochazkova@csas.cz
Odbor Finanční instituce - ředitel odboru	Pavel Bříza	+420/224 995 176	pbriza@csas.cz
Odbor Primární emise - ředitel odboru	Antonín Piskáček	+420/224 995 810	apiskacek@csas.cz
	Hanna Zikmundová	+420/224 995 259	hzikmundova@csas.cz
M&A	John Francis Nosek	+420/224 995 231	frank.nosek@erste-cf.com
	Jan Vrátník	+420/224 995 211	jan.vratnik@erste-cf.com
<b>Erste Bank Vídeň - CEE Equity</b>			
Head of Group Research	Friedrich Mostböck	+43 501 00 119 02	friedrich.mostboeck@erstebank.at
Co-Head of CEE Equities	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	henning.esskuchen@erstebank.at
Co-Head of CEE Equities	Gunther Artner	+43 501 00 115 23	guenther.artner@erstebank.at
akcie – sektor stavebnictví a ocel	Franz Hoerl	+43 501 00 18 506	franz.hoerl@erstebank.at
akcie – sektor bankovnictví	Gunter Hohberger	+43 501 00 173 54	gunter.hohberger@erstebank.at
akcie – sektor bankovnictví	Gernot Jany	+43 501 00 119 03	gernot.jany@erstebank.at
akcie – sektor telekomunikace	Vera Sutedja	+43 501 00 11 905	mariaveronika.sutedja@erstegroup.com
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+43 501 00 17 343	vladimira.urbankova@erstebank.at
akcie – sektor IT	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	daniel.lion@erstebank.at
akcie – sektor strojírenství	Gerald Walek	+43 501 00 163 60	gerald.walek@erstebank.at
akcie – sektor pojišťovnictví	Christoph Schultes	+43 501 00 163 14	christoph.schultes@erstebank.at
akcie – sektor doprava	Martina Valenta	+43 501 00 11 913	martina.valenta@erstebank.at
Head of Macro/Fixed Income Research: Global Macro	Gudrun Egger	+43 501 00 119 09	gudrun.egger@erstebank.at
Head of CEE Macro/Fixed Income Research	Rainer Singer/Juraj Kotian	+43 501 00 111 85	rainer.singer@erstebank.at juraj.kotian@erstegroup.com
Brokerjet	On-line obchodování s CP	+420 224 995 777	www.brokerjet.cz

[www.csas.cz/analyza](http://www.csas.cz/analyza)

**ČESKÁ **  
**SPORITELNA**