

Makro výhled pro 2009/10

aneb

Česko v dokonalé bouři

David Navrátil
+420 724 249 366

Martin Lobotka
+420 733 610 046

Ekonomické a strategické analýzy

Makro výhled pro USA a EMU

Dvě nutné podmínky pro zlepšení: objednávky a finanční sektor

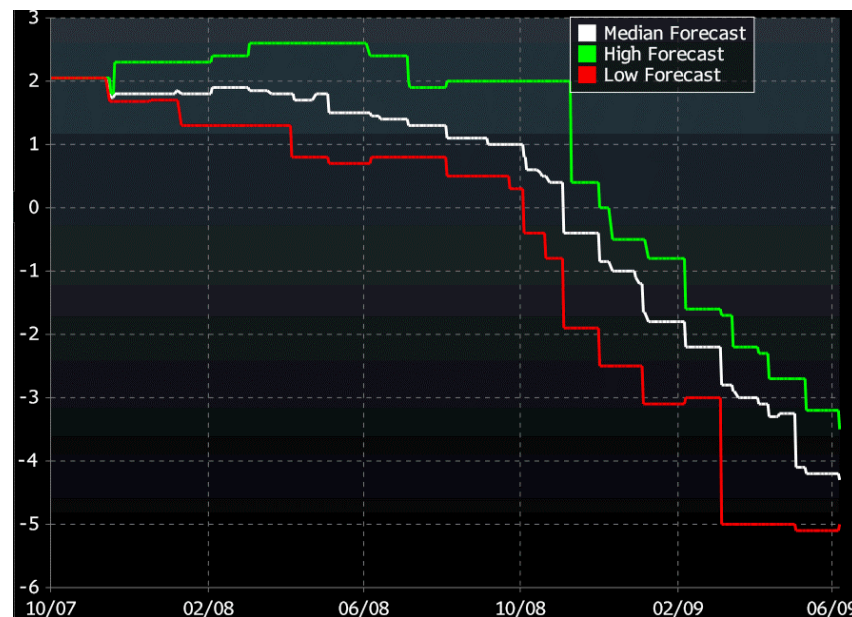
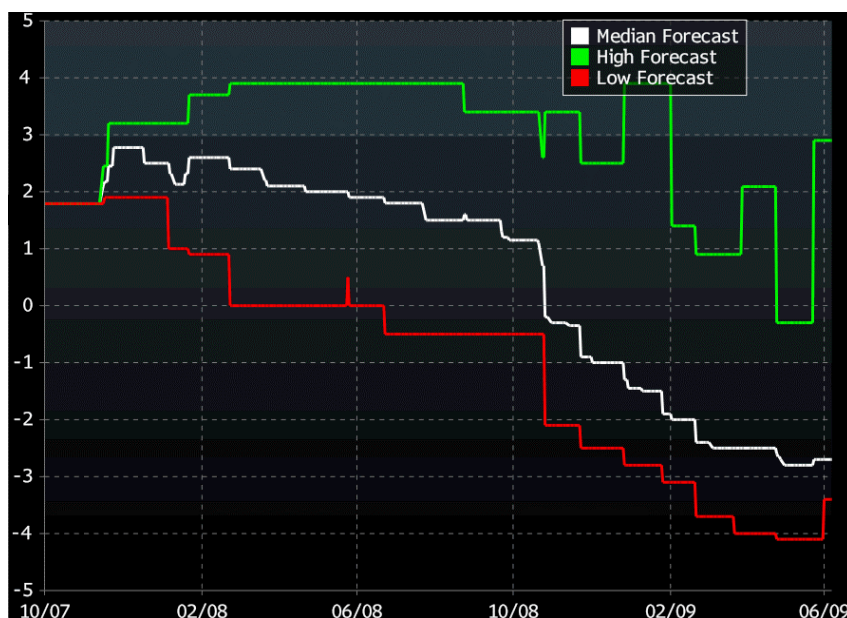
Konsensuální odhad vývoje HDP v 09

V USA stabilizace, skluz směrem dolů pokračuje v EMU...

Vývoj konsensuálních odhadů na růst HDP v 2009

USA = -2,8% (září 08 +1,5%)

EMU = -4,3% (září +1%)



Německo = -6,0%

Sebenaplňují recese?

„Nebud' tak negativní“ „Skutečná optimistka by řekla: bud' pozitivní“

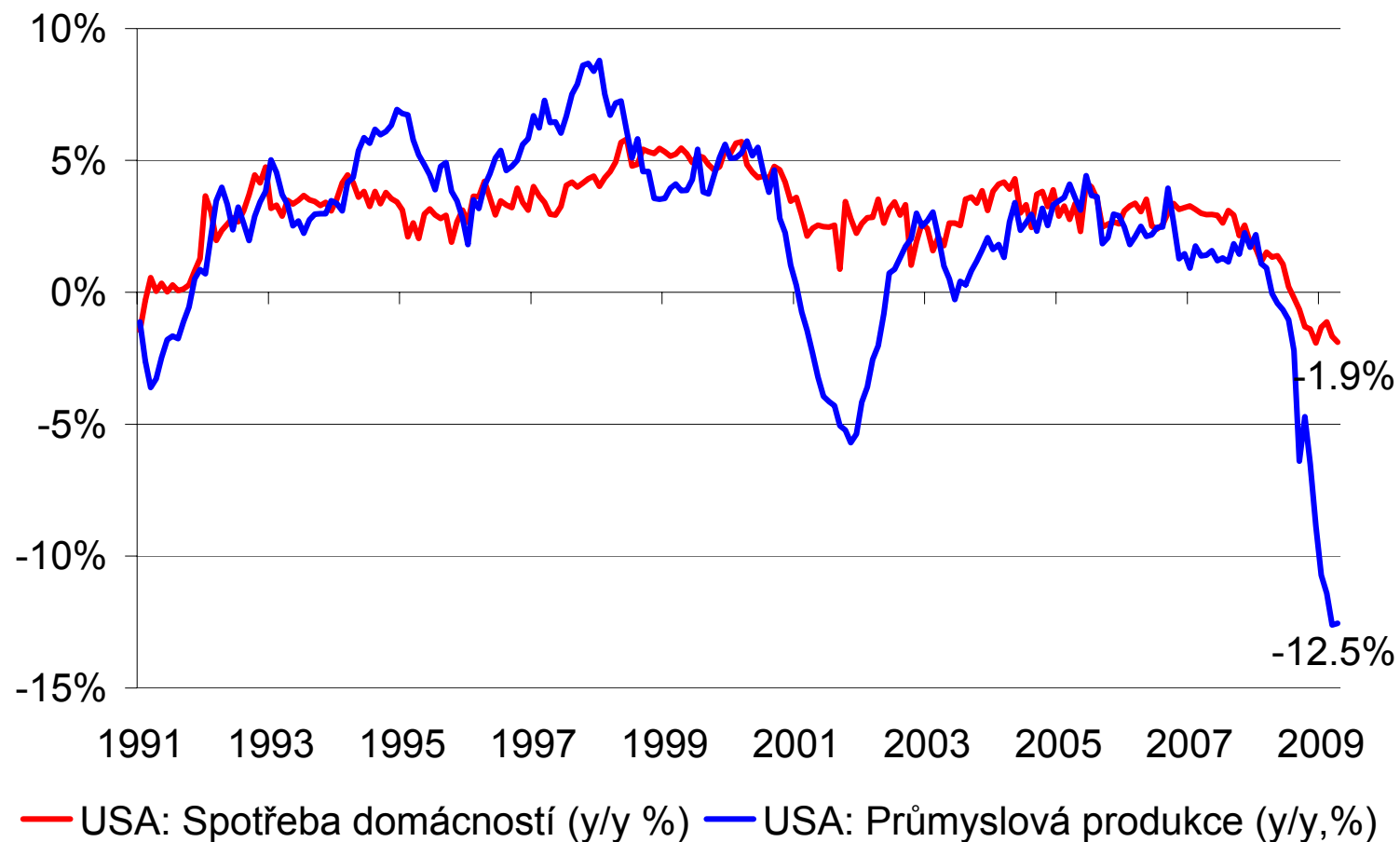
Lekce národního účetnictví

Zásoby nejsou příliš sledovány, nyní jejich hvězdná hodina

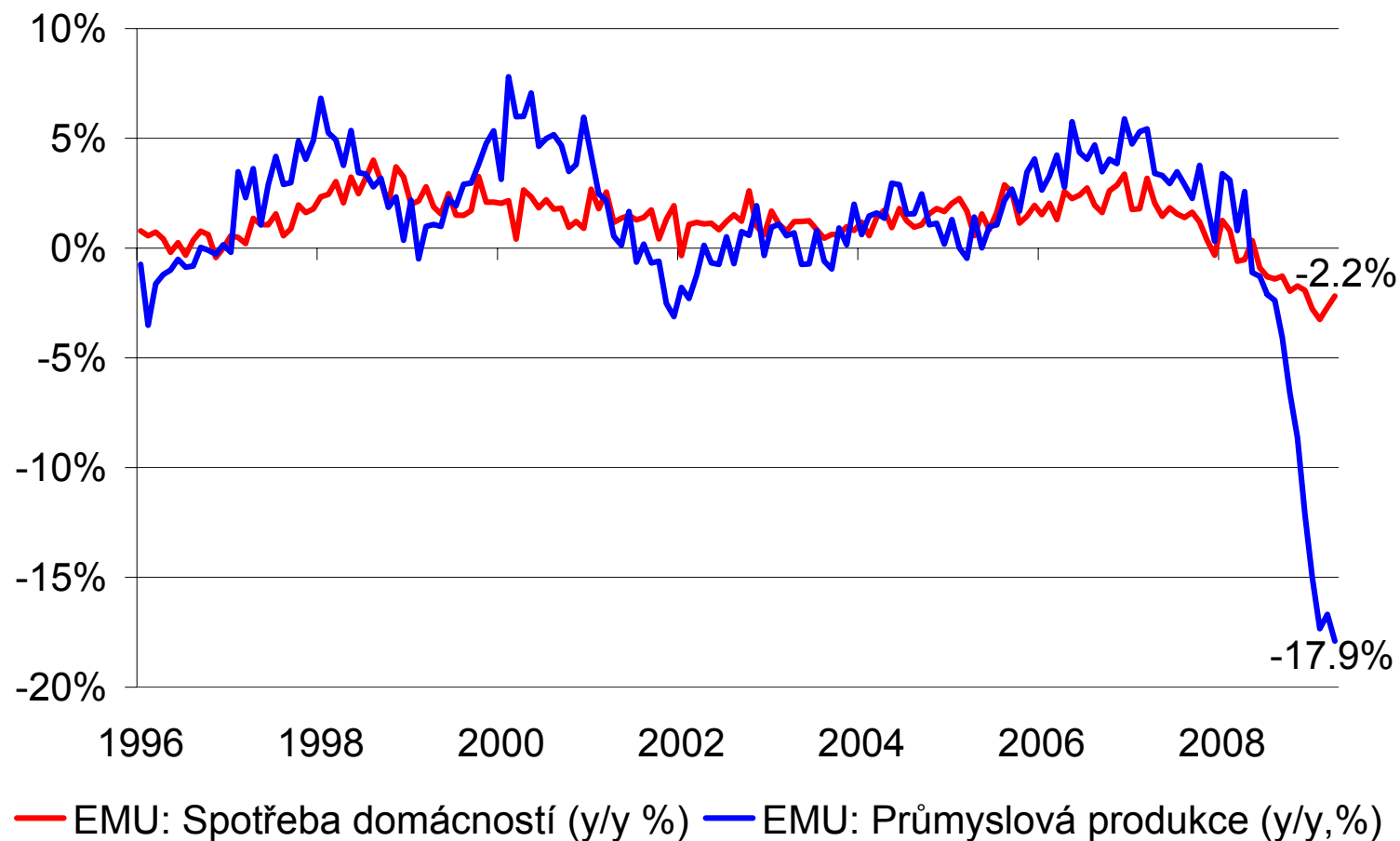
$HDP = \text{Spotřeba domácností} + \text{Vládní výdaje} + \text{Investice} + \text{Čistý export}$

$(\text{Hrubé}) \text{ Investice} = \text{Fixní investice} + \text{Změna zásob}$

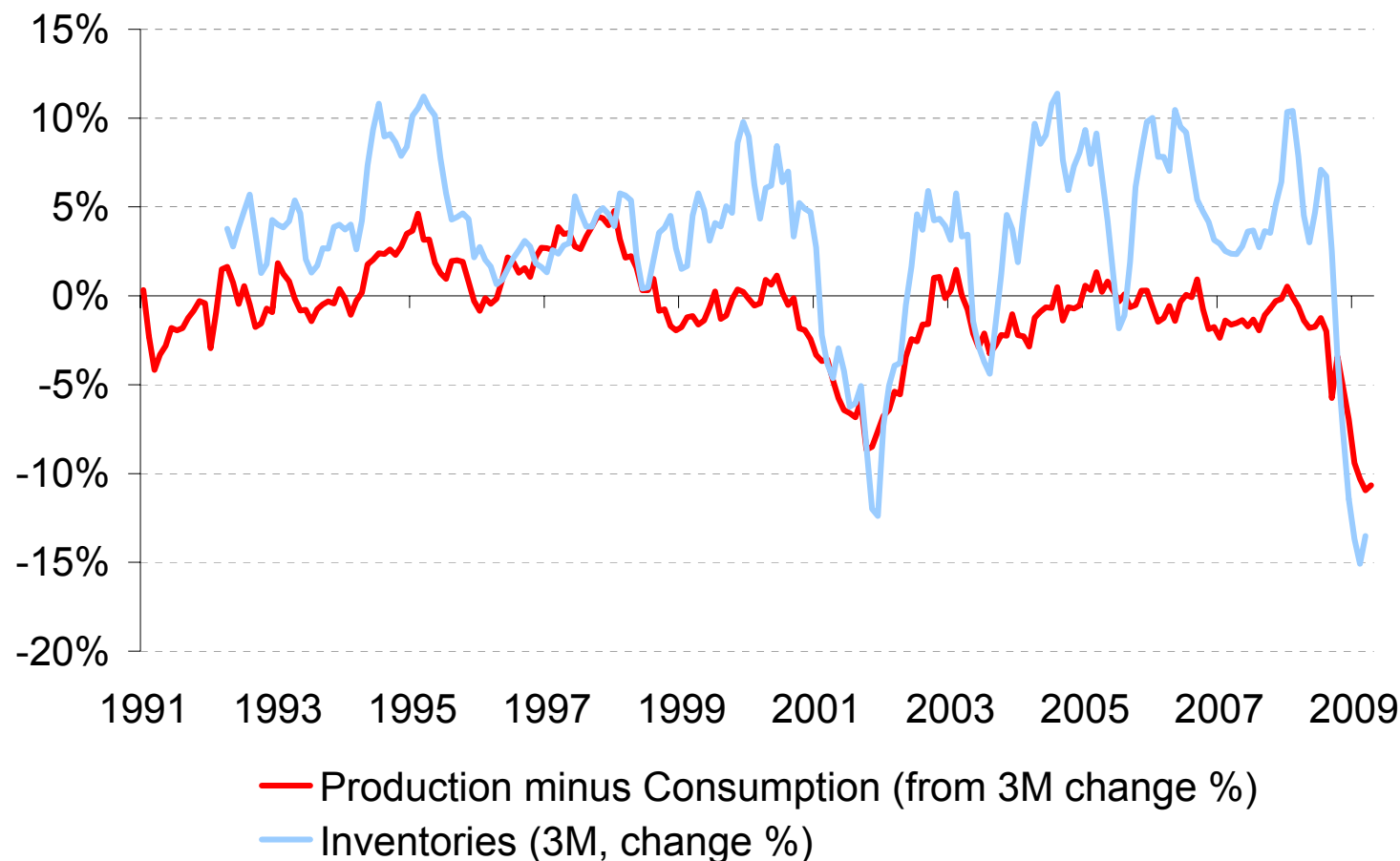
USA: výroba (nabídka) podcenila spotřebu (poptávku)



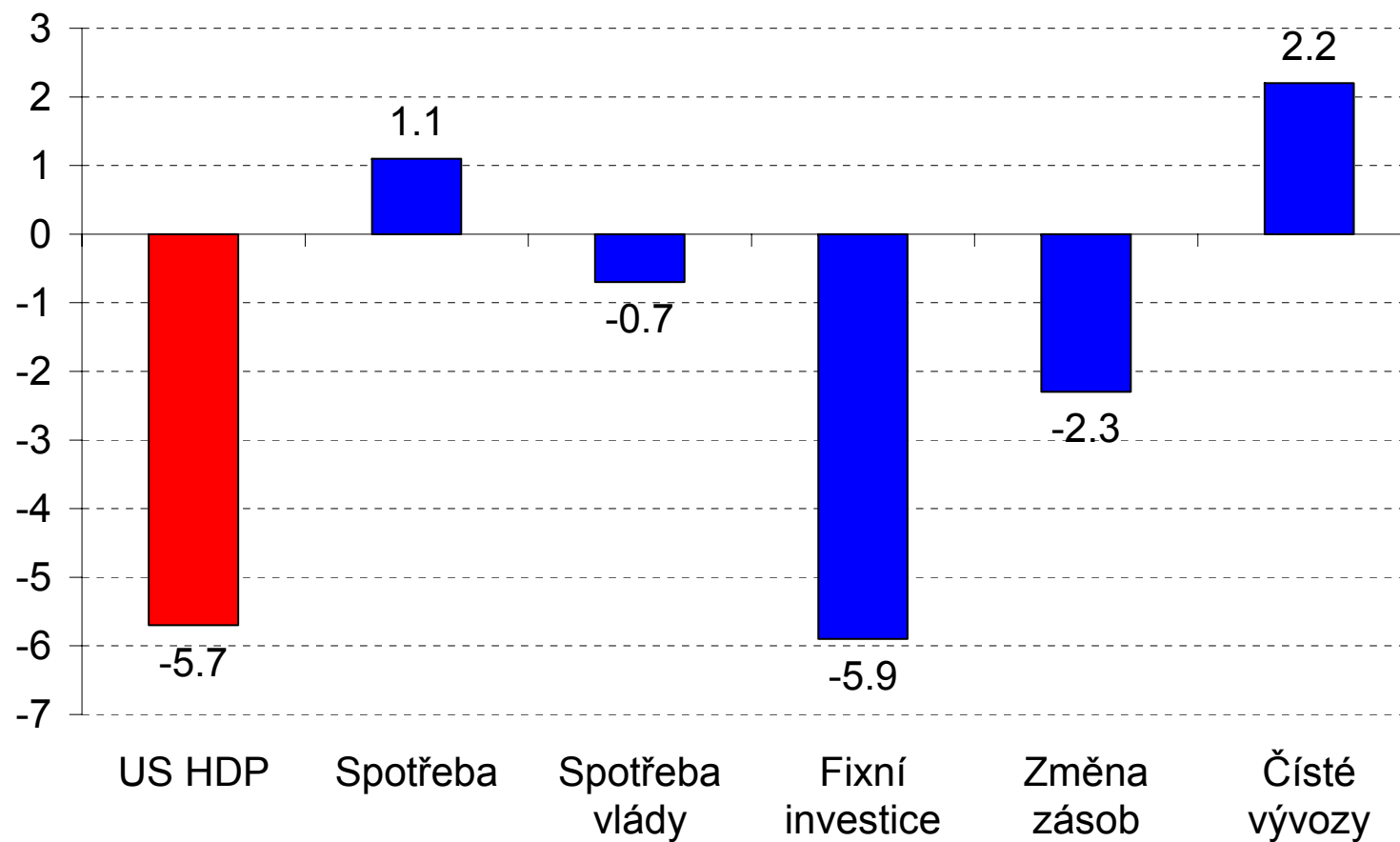
EMU: výroba (nabídka) podcenila spotřebu (poptávku)



USA (ale i EMU, CZ...):...a když výroba podcení spotřebu, vyprazdňují se sklady = pokles zásob...

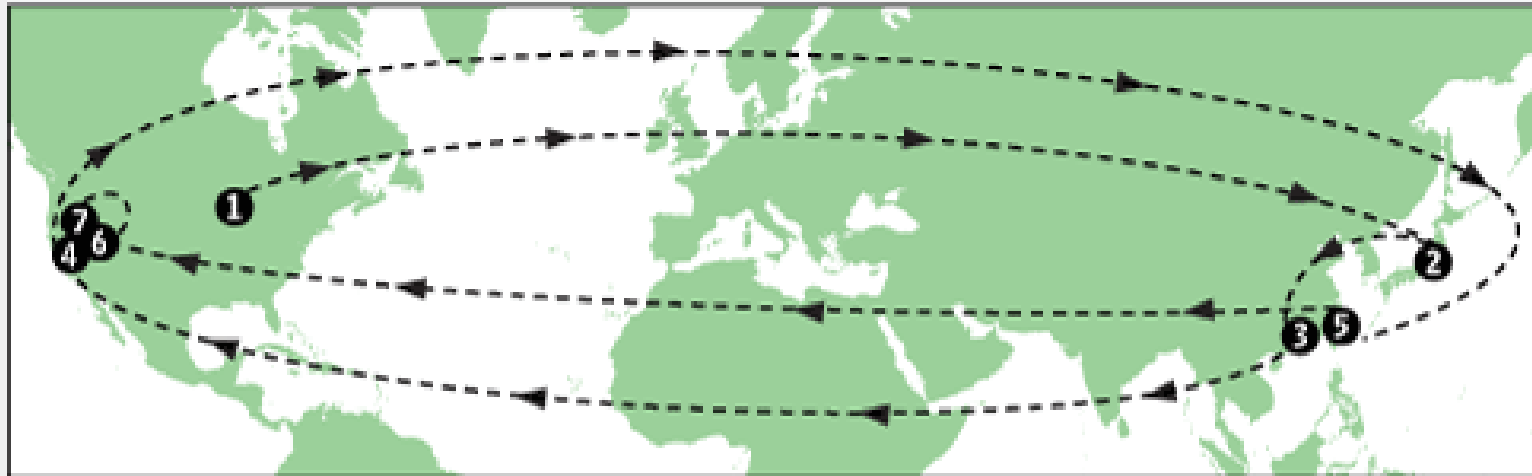


USA (ale i EMU, CZ...):...a HDP padá, padá



Zásoby ještě jednou aneb život DVD přehrávače aneb „just-in-time recese“

Life of a DVD Player | How the tech supply chain makes the world's gadgets



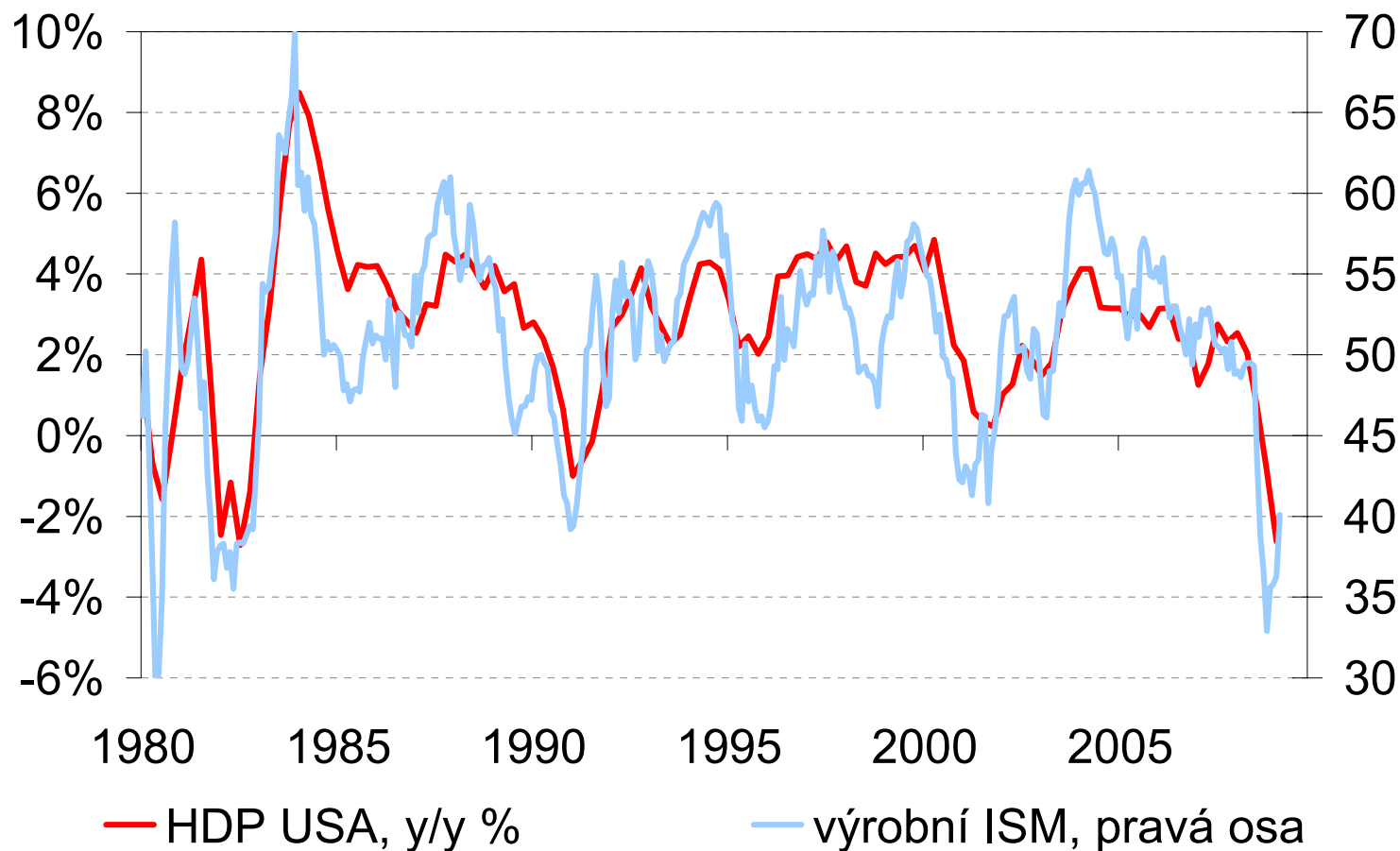
- 1** Minnesota-based **Best Buy** decides how many DVD players it wants, orders from Toshiba...
- 2** **Toshiba** tells factories-for-hire in China to crank up production ...
- 3** Those Chinese factories-for-hire order chips from Zoran Corp. ...
- 4** **Zoran** tells its own subcontractors, including TSMC, to get busy making more chips...
- 5** **TSMC**, in Taiwan buys equipment from Applied Materials ...
- 6** In California, **Applied Materials** shops for specialty machine-tool services...
- 7** Machine-tool firm **D&H Manufacturing** —at the end of the chain—mills aluminum blocks for Applied.

zdroj: WSJ 19.5.2009

Svět zítřka: V? U? W? L? I?

My se kloníme k letnímu UV

USA: podniky hlásí, že dno nastalo již v 1Q09 ...a další indikátory potvrzují



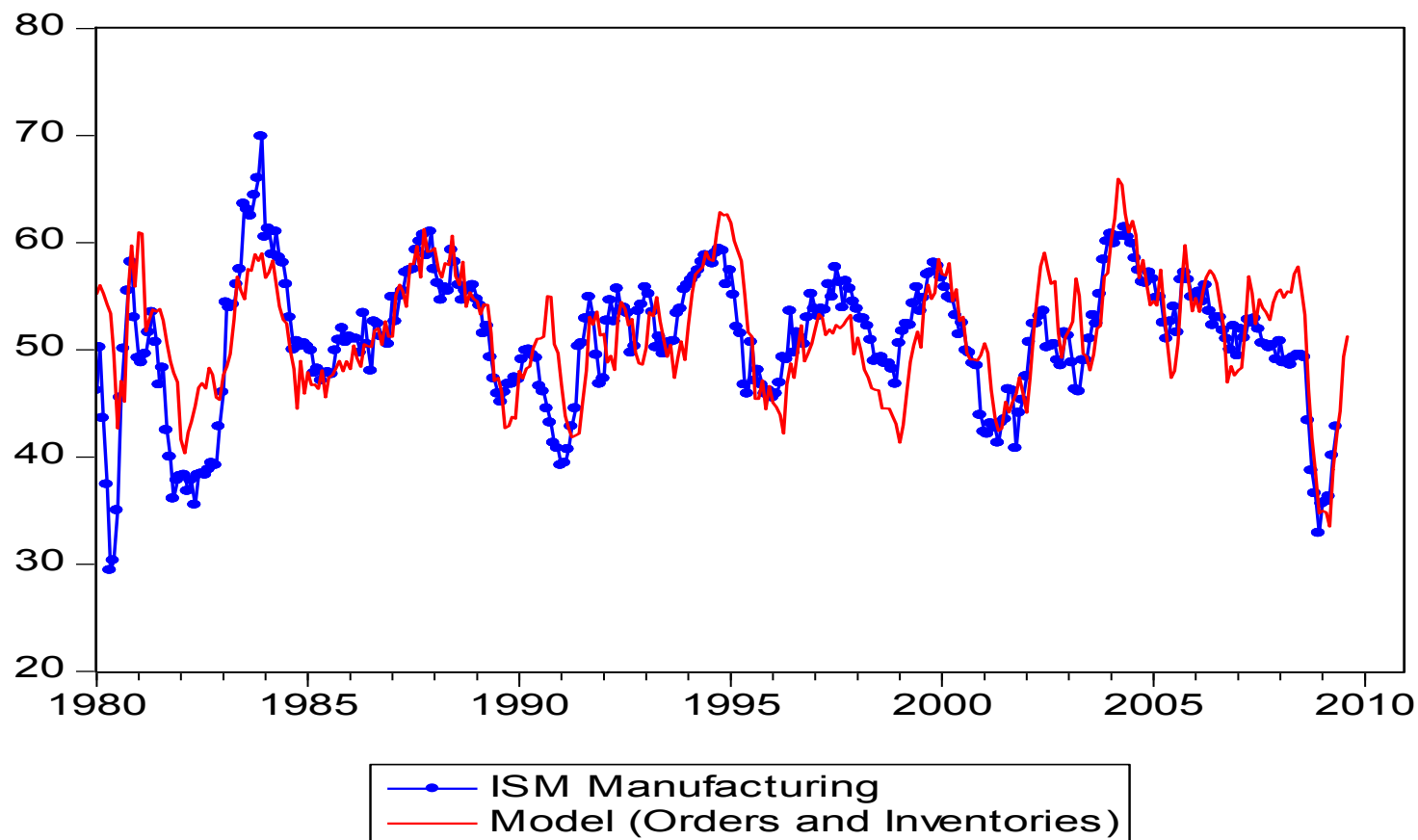
US: ISM Manufacturing – detail

šetření mezi nákupními manažery: podniky nestíhají stávající zakázky a rostou jim nové

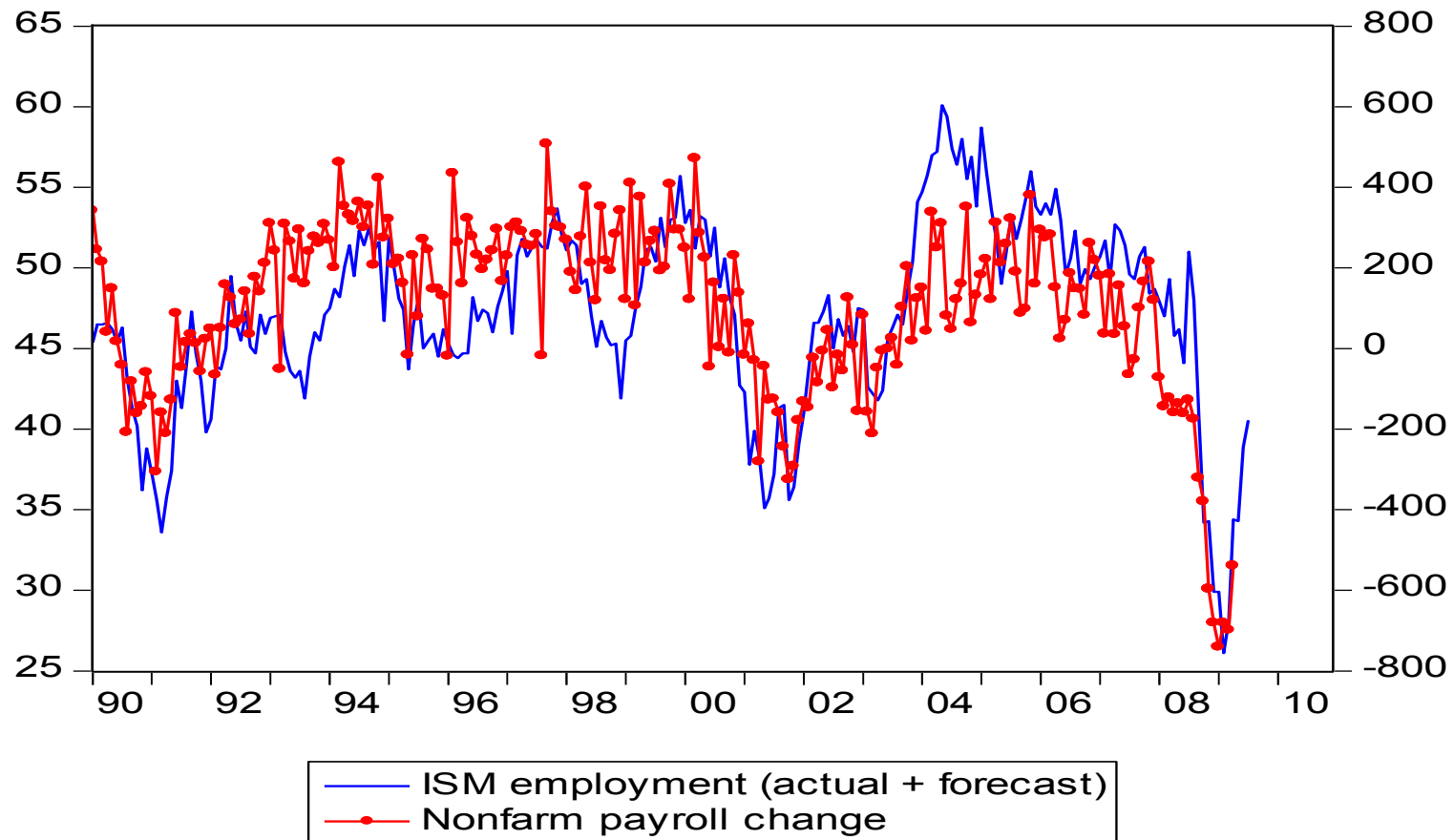
MANUFACTURING AT A GLANCE MAY 2009						
Index	Series Index May	Series Index April	Percentage Point Change	Direction	Rate of Change	Trend* (Months)
PMI	42.8	40.1	+2.7	Contracting	Slower	16
New Orders	51.1	47.2	+3.9	Growing	From Contracting	1
Production	46.0	40.4	+5.6	Contracting	Slower	9
Employment	34.3	34.4	-0.1	Contracting	Faster	10
Supplier Deliveries	49.8	44.9	+4.9	Faster	Slower	8
Inventories	32.9	33.6	-0.7	Contracting	Faster	37
Customers' Inventories	46.0	49.5	-3.5	Too Low	Faster	2
Prices	43.5	32.0	+11.5	Decreasing	Slower	8
Backlog of Orders	48.0	40.5	+7.5	Contracting	Slower	13
Exports	48.0	44.0	+4.0	Contracting	Slower	8
Imports	42.5	42.0	+0.5	Contracting	Slower	16
OVERALL ECONOMY				Growing	From Contracting	1
Manufacturing Sector				Contracting	Slower	16

*Number of months moving in current direction

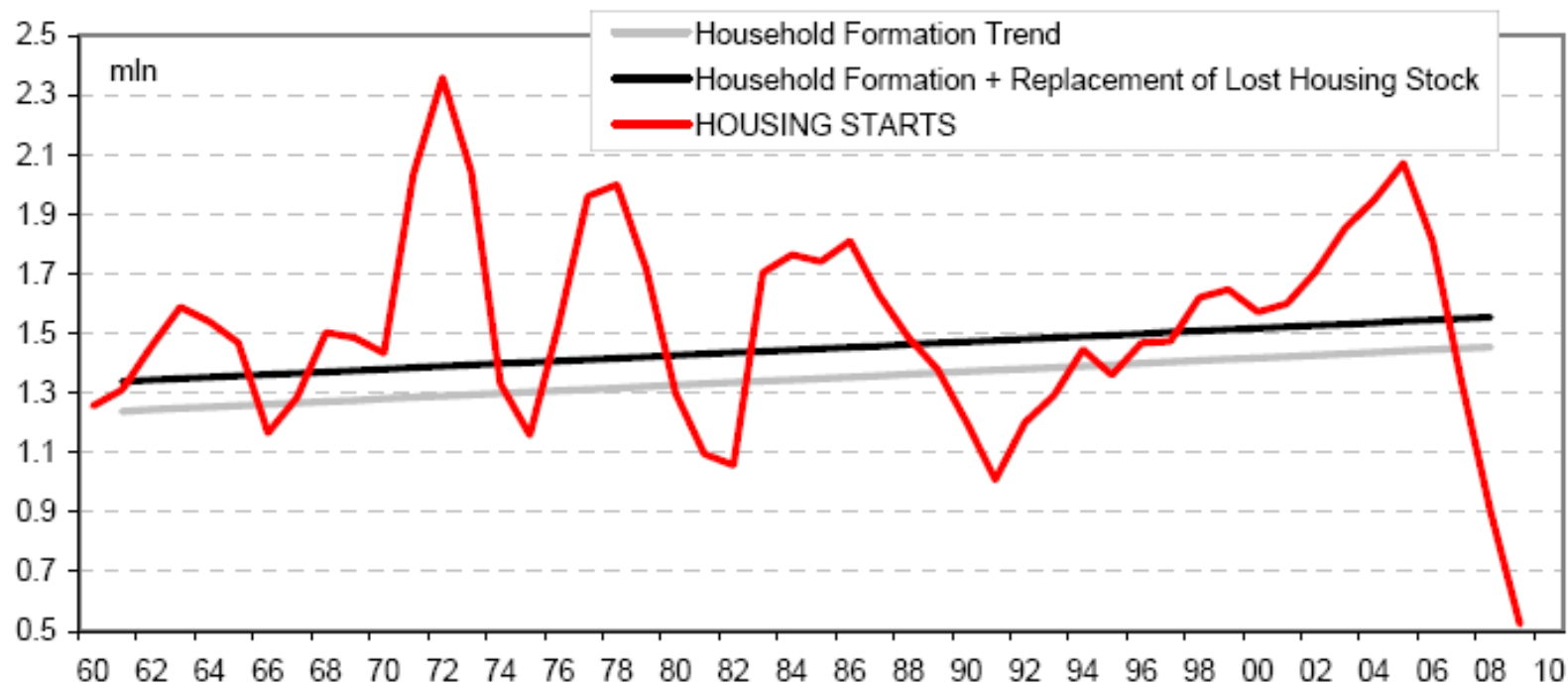
...podnikům rostou nové objednávky... začíná obnova zásob



...což povede k obratu v poklesu zaměstnanosti

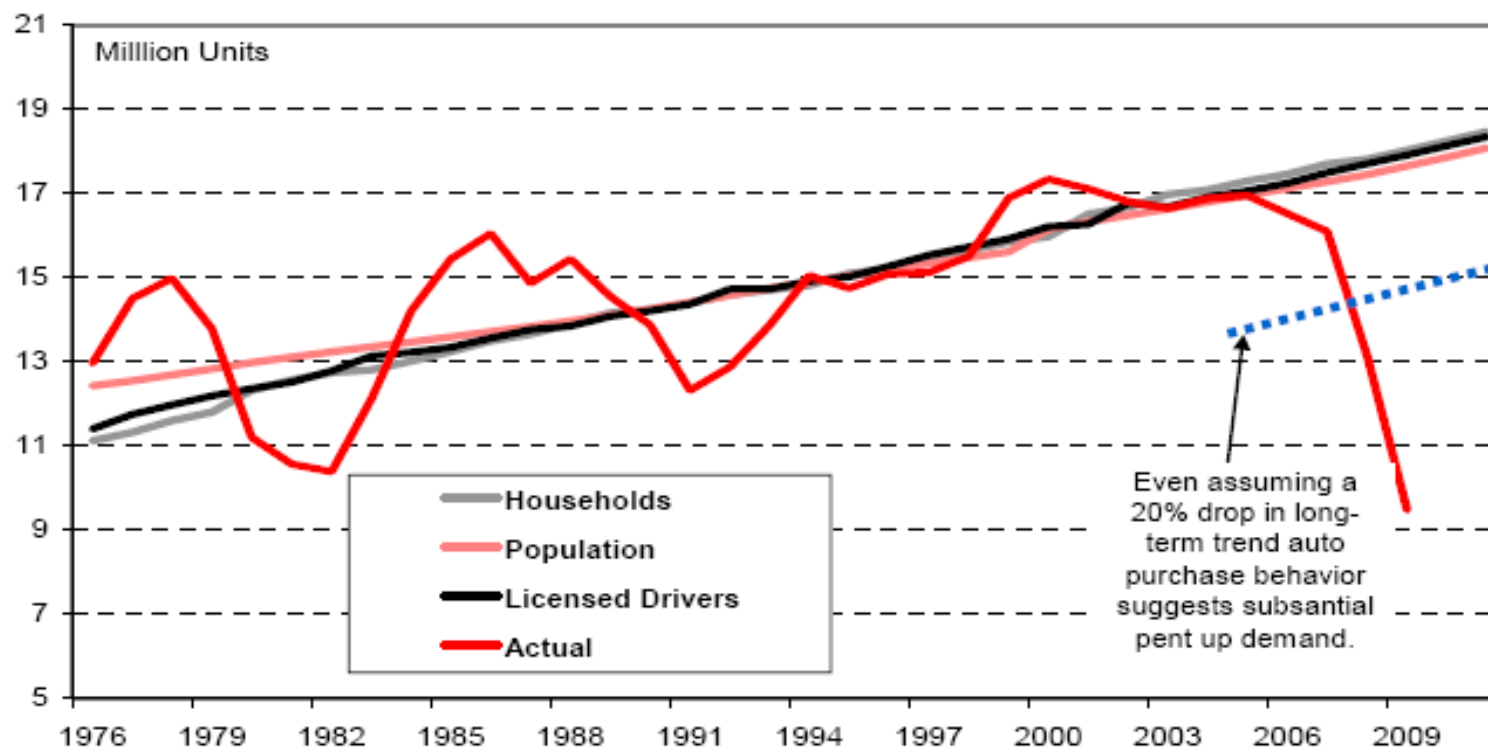


Nemovitostní houpačka... s obratem důvěry přijde obrat na nemovitostním trhu...



zdroj: Societe Generale

...a automobilová houpačka ...i na trhu aut



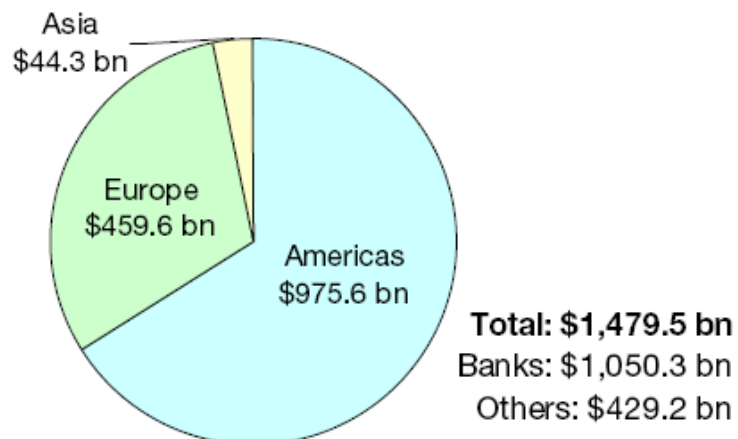
zdroj: Societe Generale

Bankovní systém: zadření úvěrů?

Banky jsou schopny navyšovat kapitál

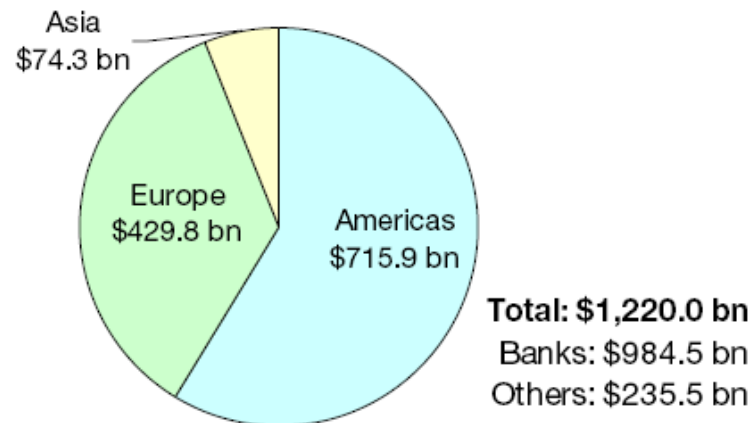
O kolik zbývá zvýšit kapitál k pokrytí ztrát: 66bn USD

Reported Losses at Financial Institutions*



* Includes writedowns and credit losses for banks/brokers, insurance companies and U.S. mortgage-market GSEs. Losses since beginning of 2007.

2 Capital Raised by Financial Institutions*



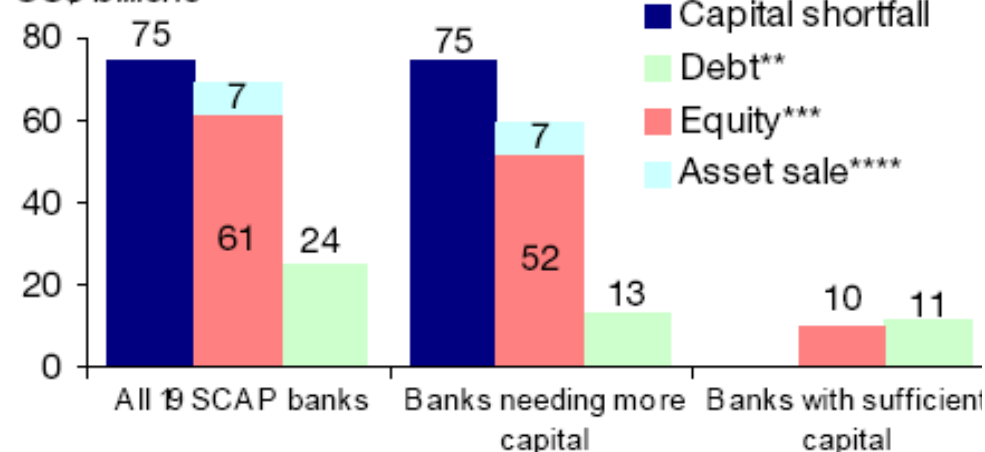
* Capital raised since July 2007 by banks/brokers, insurance companies and U.S. mortgage-market GSEs.

zdroj: IIF

USA: Stresované banky: domácí úkol na listopad téměř hotov

U.S. Stress Test Banks' Capital Raise & Debt Issuance*

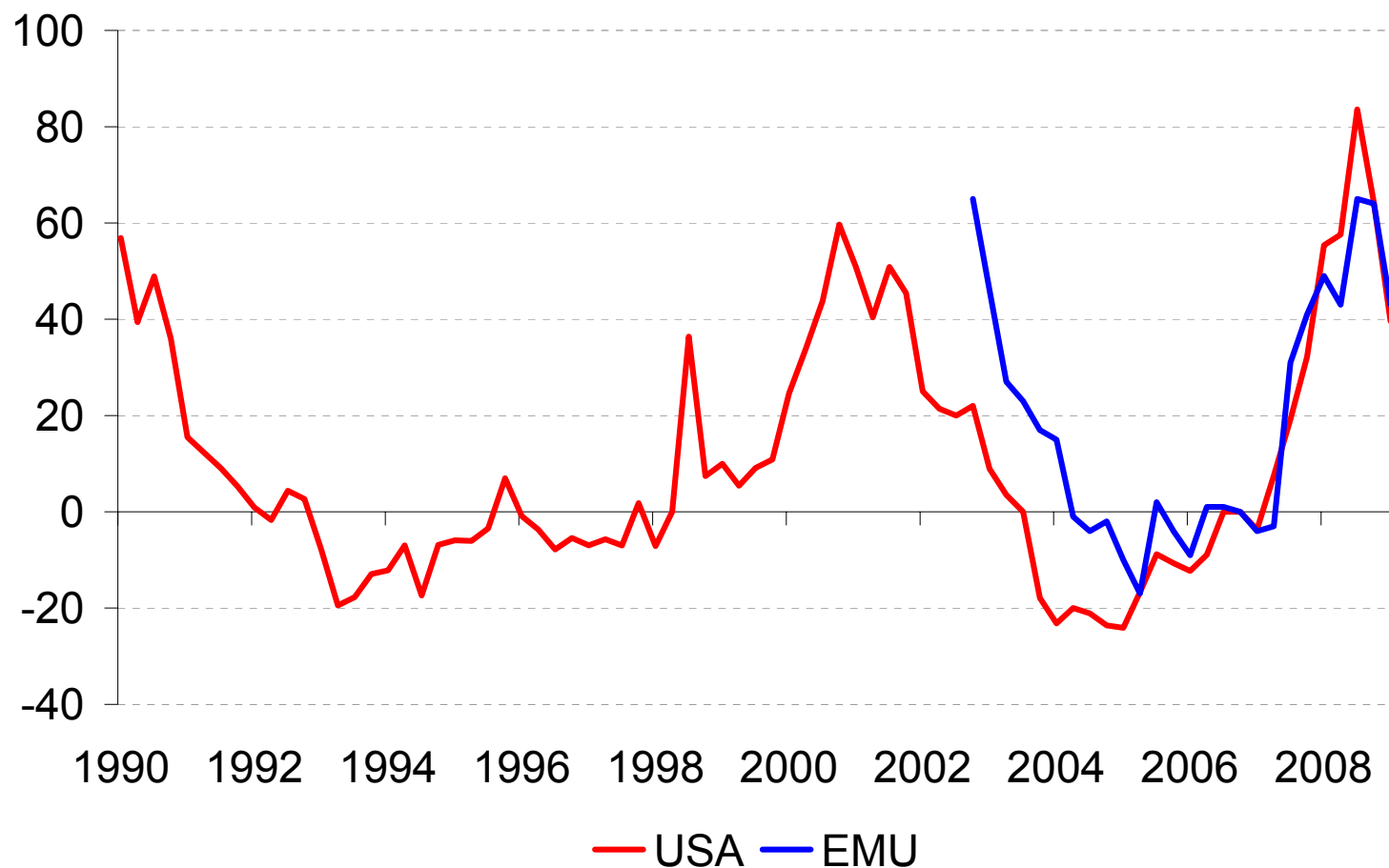
US\$ billions



Source: Bloomberg; company reports. * Capital raised and debt issued since release of SCAP results, excluding FDIC-guaranteed issuance. ** Only includes senior unsecured debt with original maturity of at least one year. *** Includes conversion of preferred shares to common shares. **** Not all proceeds from assets sales may count towards Tier 1/Tier 1 common capital.

zdroj: Bloomberg, ISČS

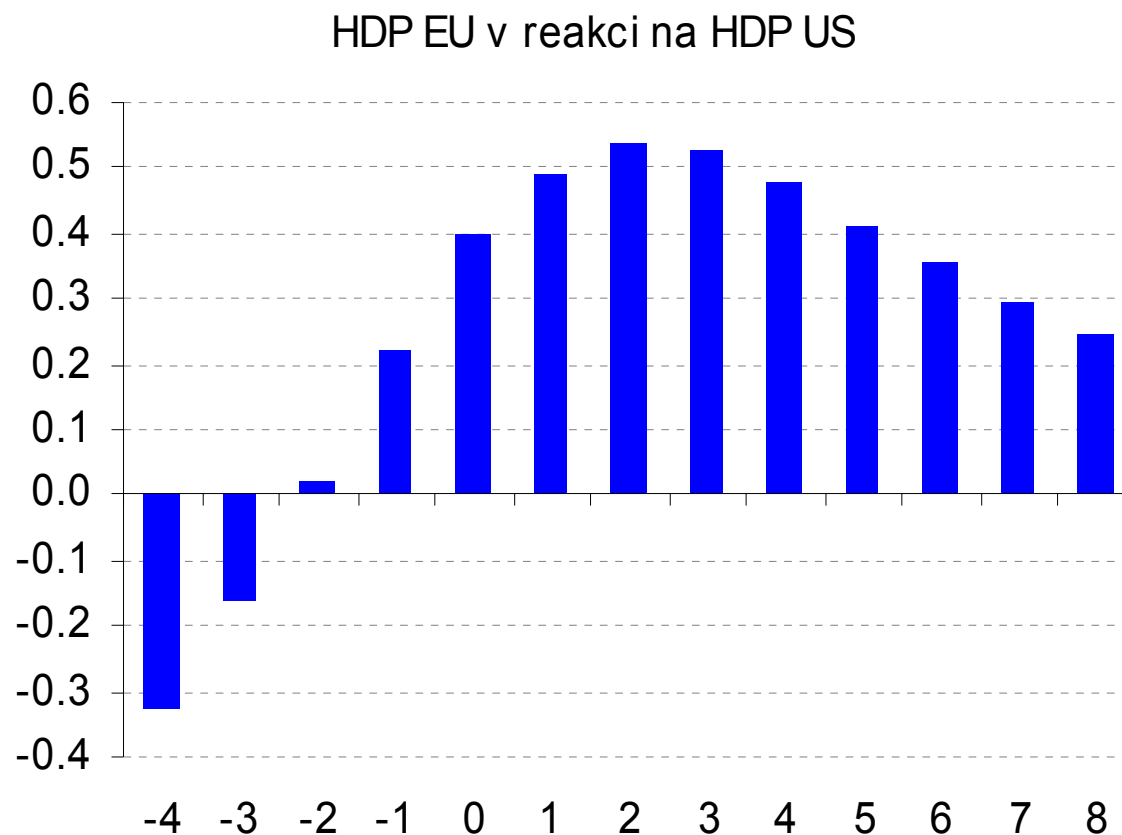
Kreditní podmínky: zmírnění (i díky slabé poptávce po úvěrech při takovéto přísnosti)



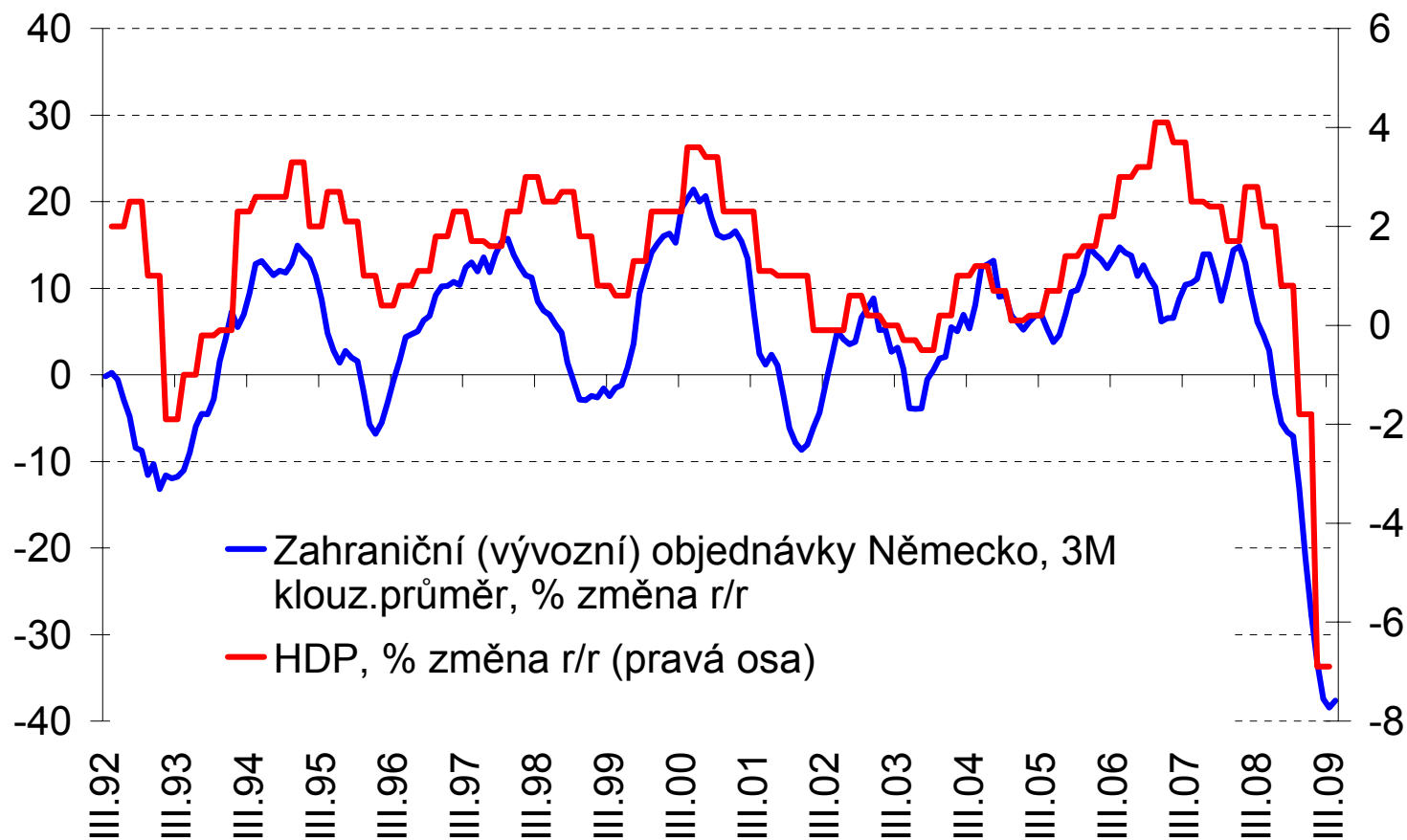
Co čeká EMU?

Od decouplingu k recouplingu k decouplingu k re...

Evropě trvá dvě čtvrtletí než se projeví vývoj v USA, viz loňský rok

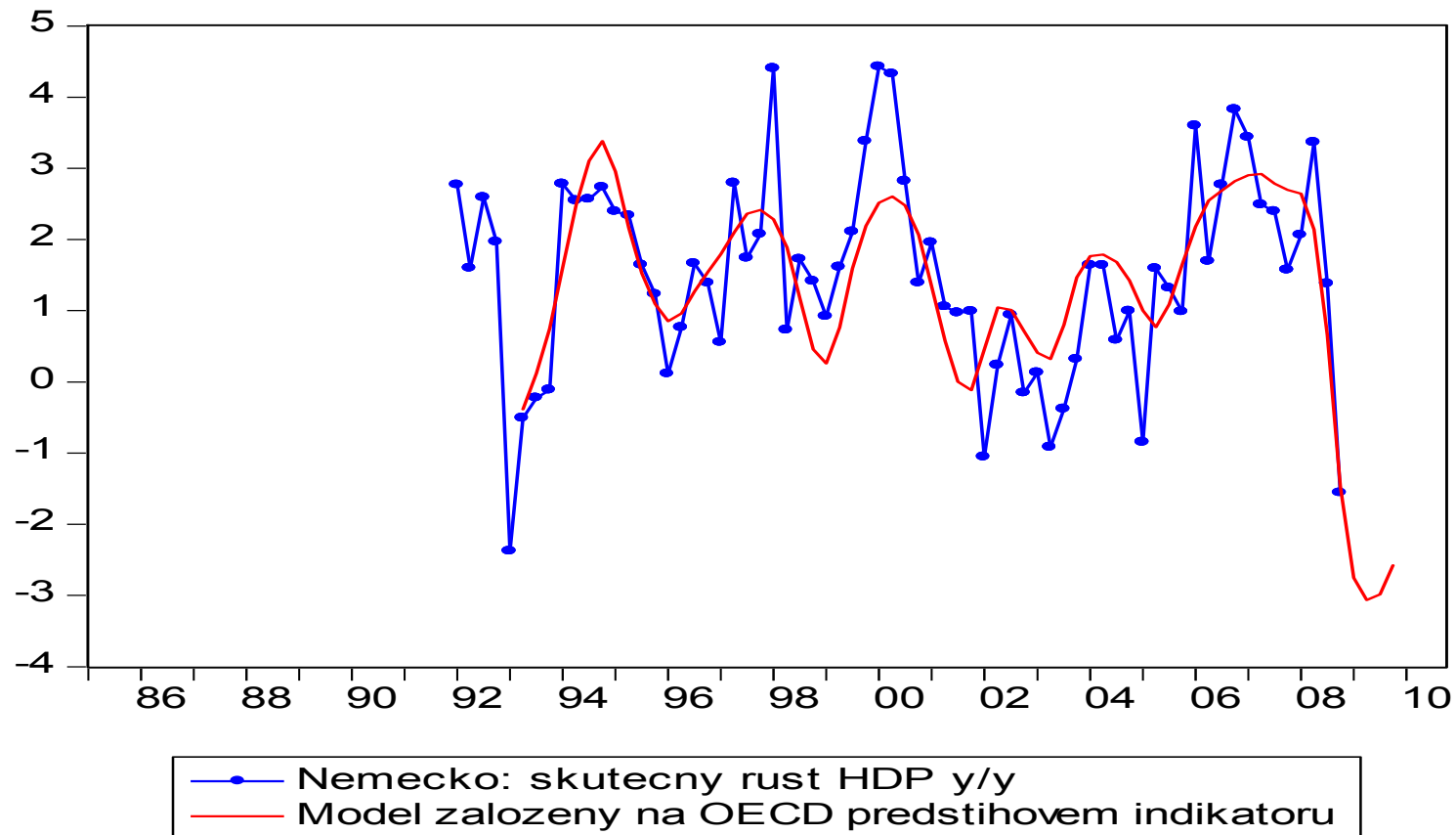


Německo potřebuje Německé vývozy, ty potřebují Američany a Asiaty...a my potřebujeme Německé vývozy

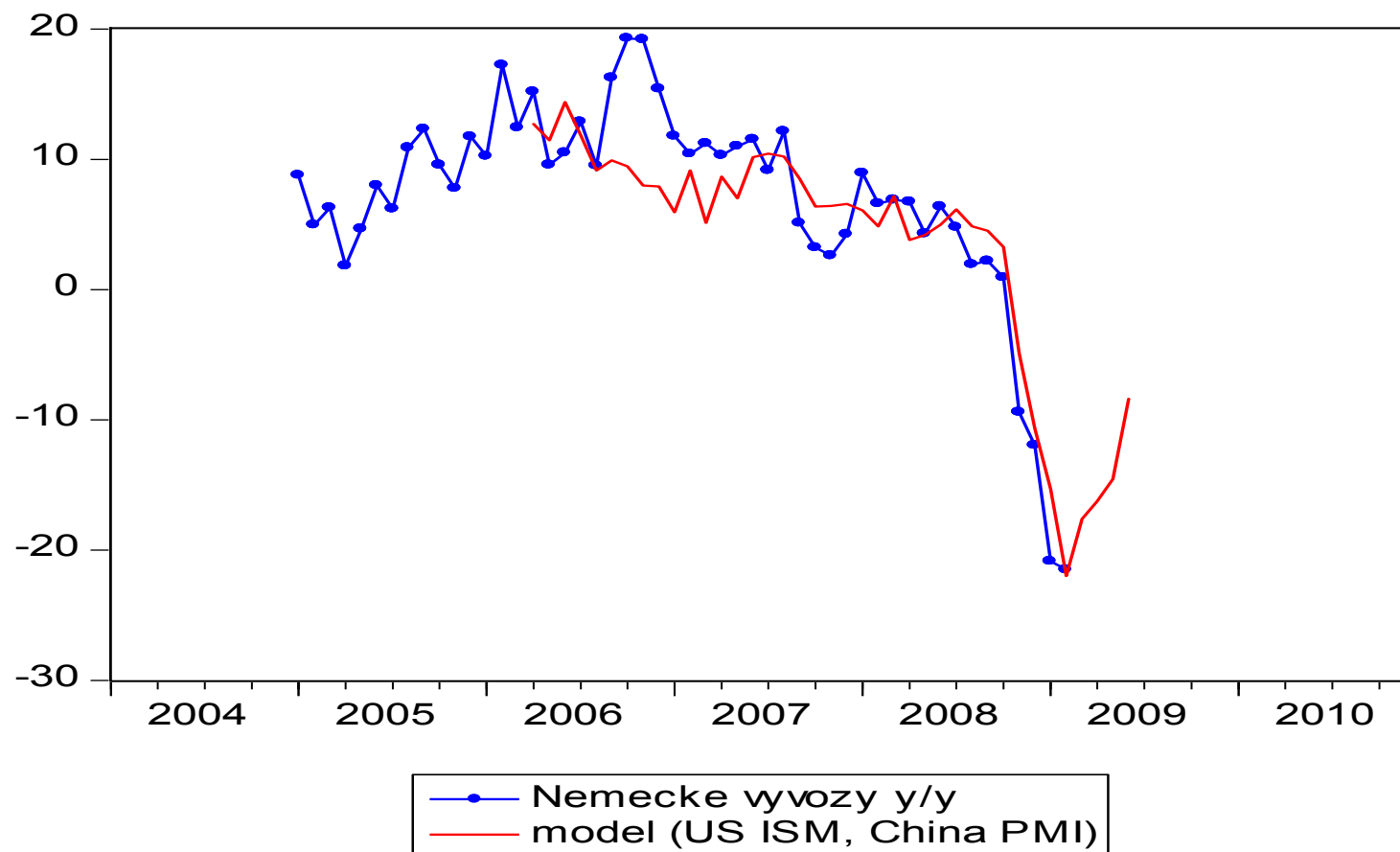


Z recese: USA první, EMU bude následovat (opět)

...data za EMU nadále špatná, ale předstihové indikátory ukazují konec tunelu

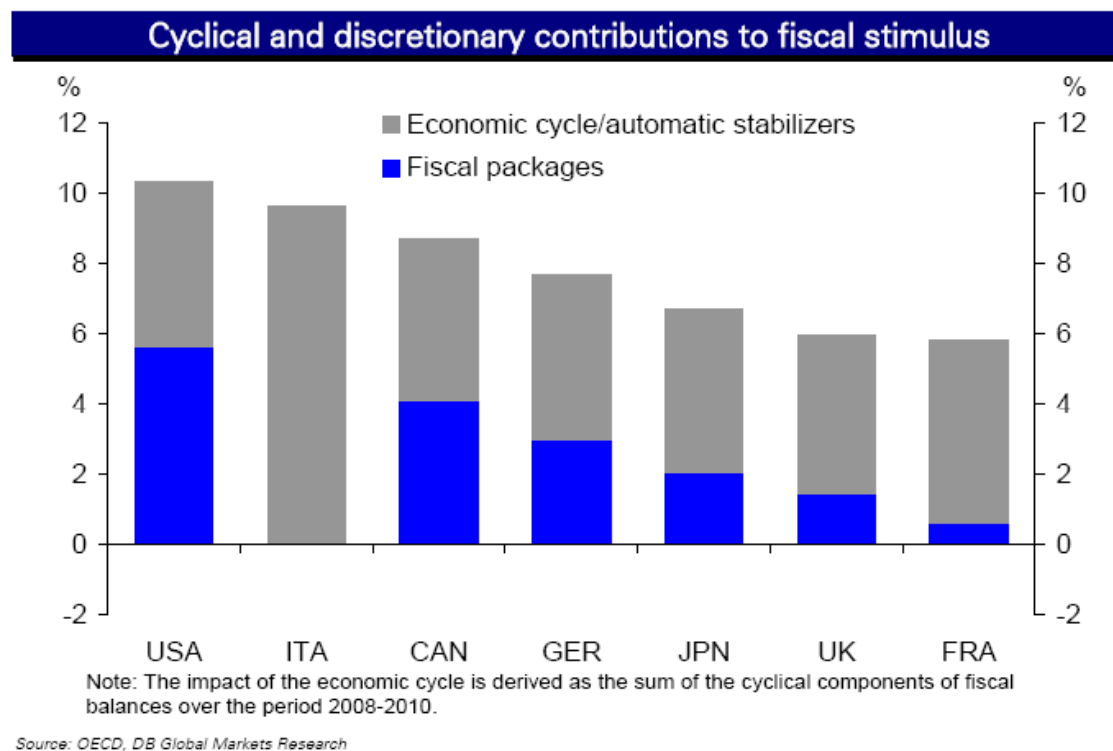


Z recese: USA první, EMU bude následovat (opět) ...USA a Čína vytáhnou německé vývozy...



Z recese: USA první, EMU bude následovat (opět) ...a fiskální stimul nebude daleko za USA

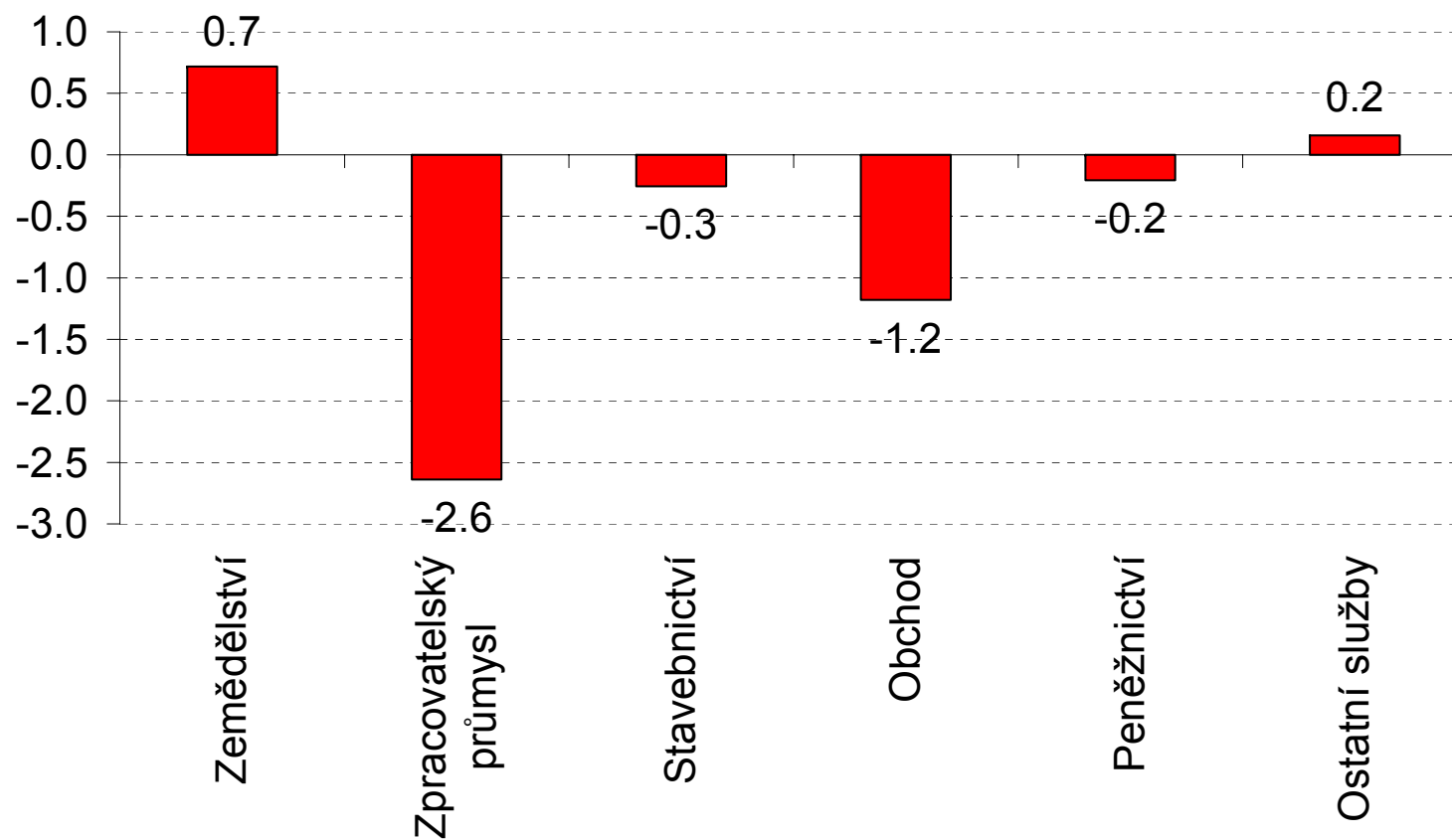
Fiskální stimul není tak malý ve srovnání s USA díky
vestavěným stabilizátorům



České makro, sazby a výnosy

1Q09 HDP -3,4%

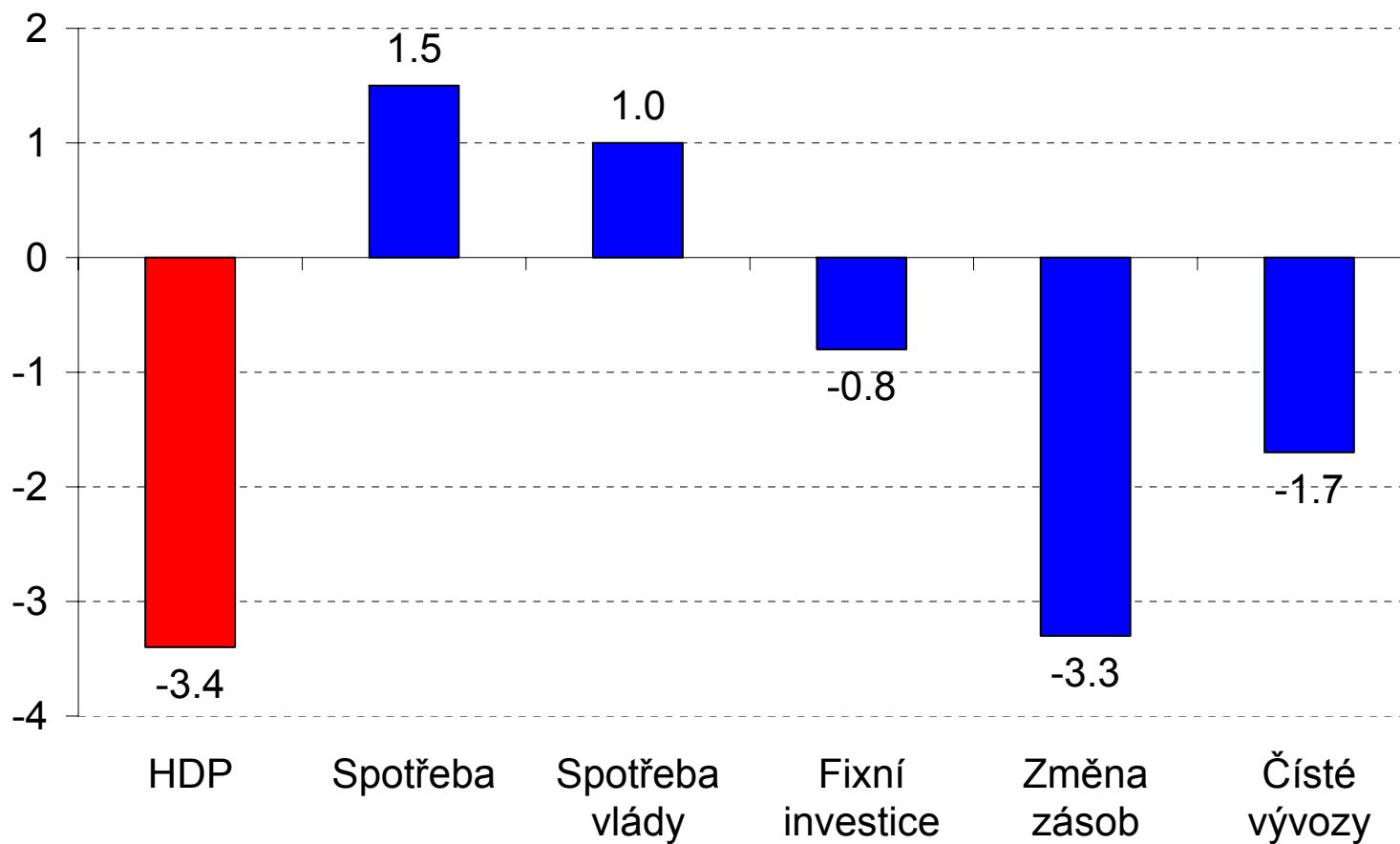
Nabídková strana stažena průmyslem



■ Příspěvek k růstu přidané hodnoty v 1Q/09, p.b.

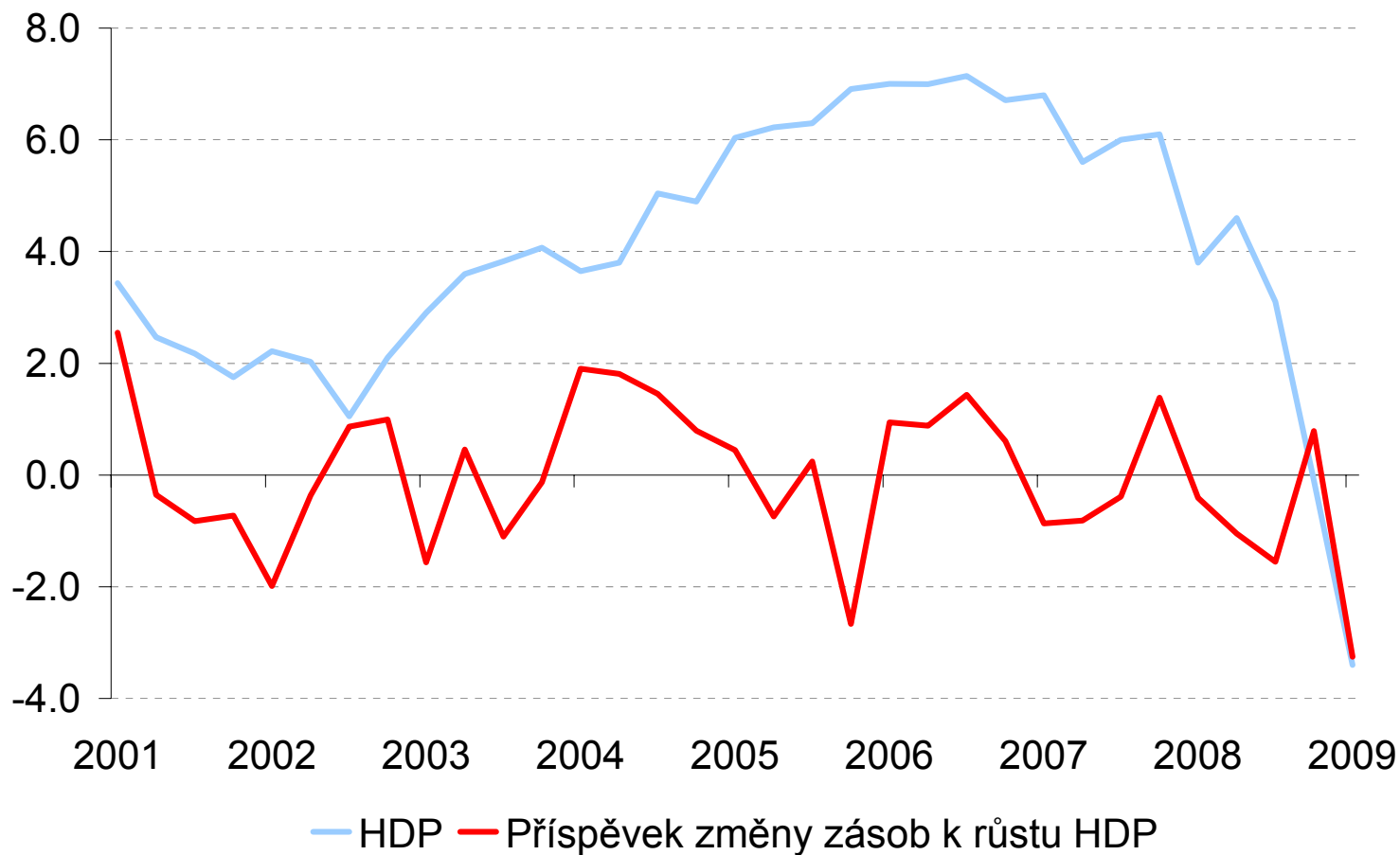
1Q09 HDP -3,4%

Pohled skrz poptávku: spotřeba vs. zásoby

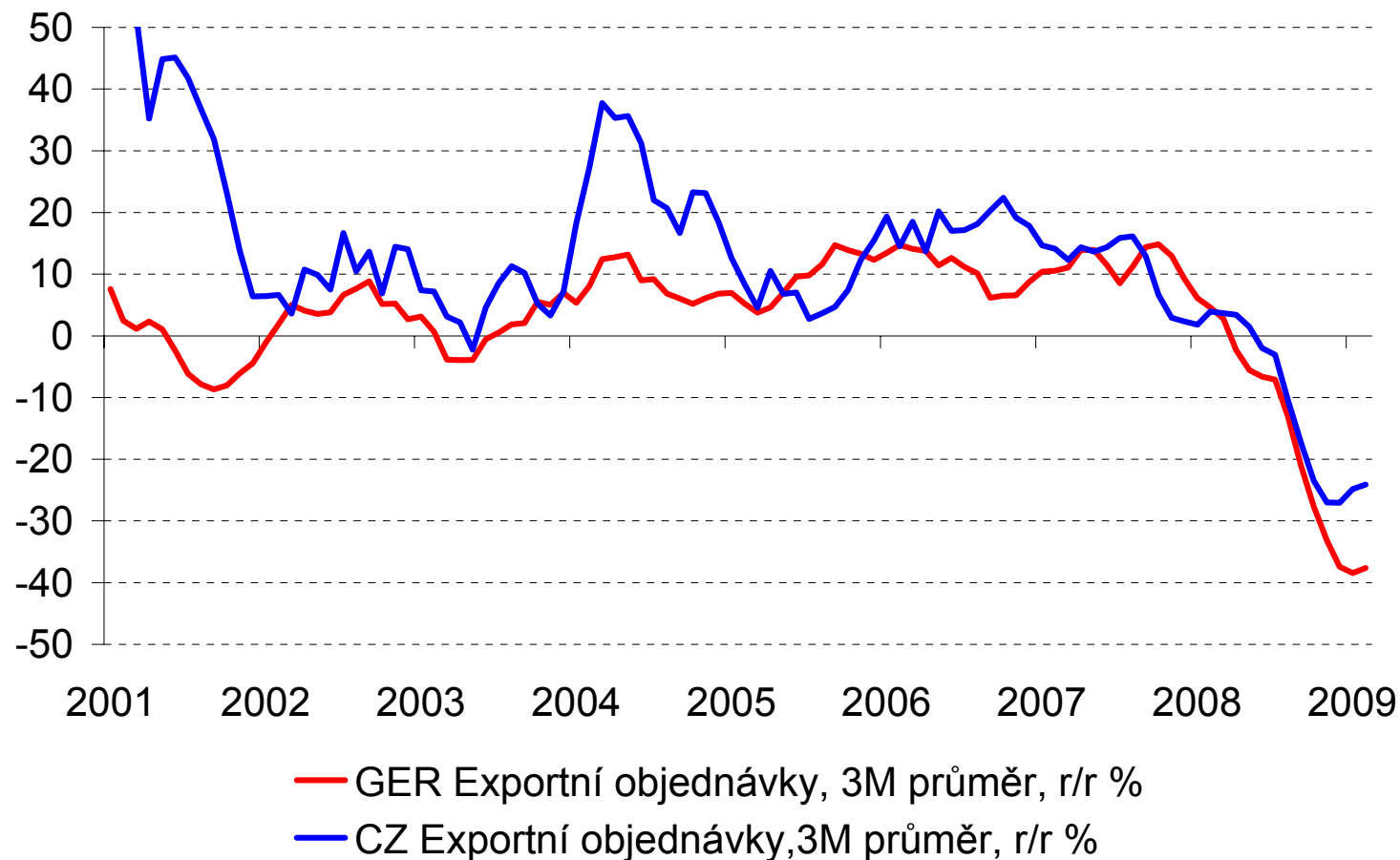


Příspěvek zásob k růst HDP

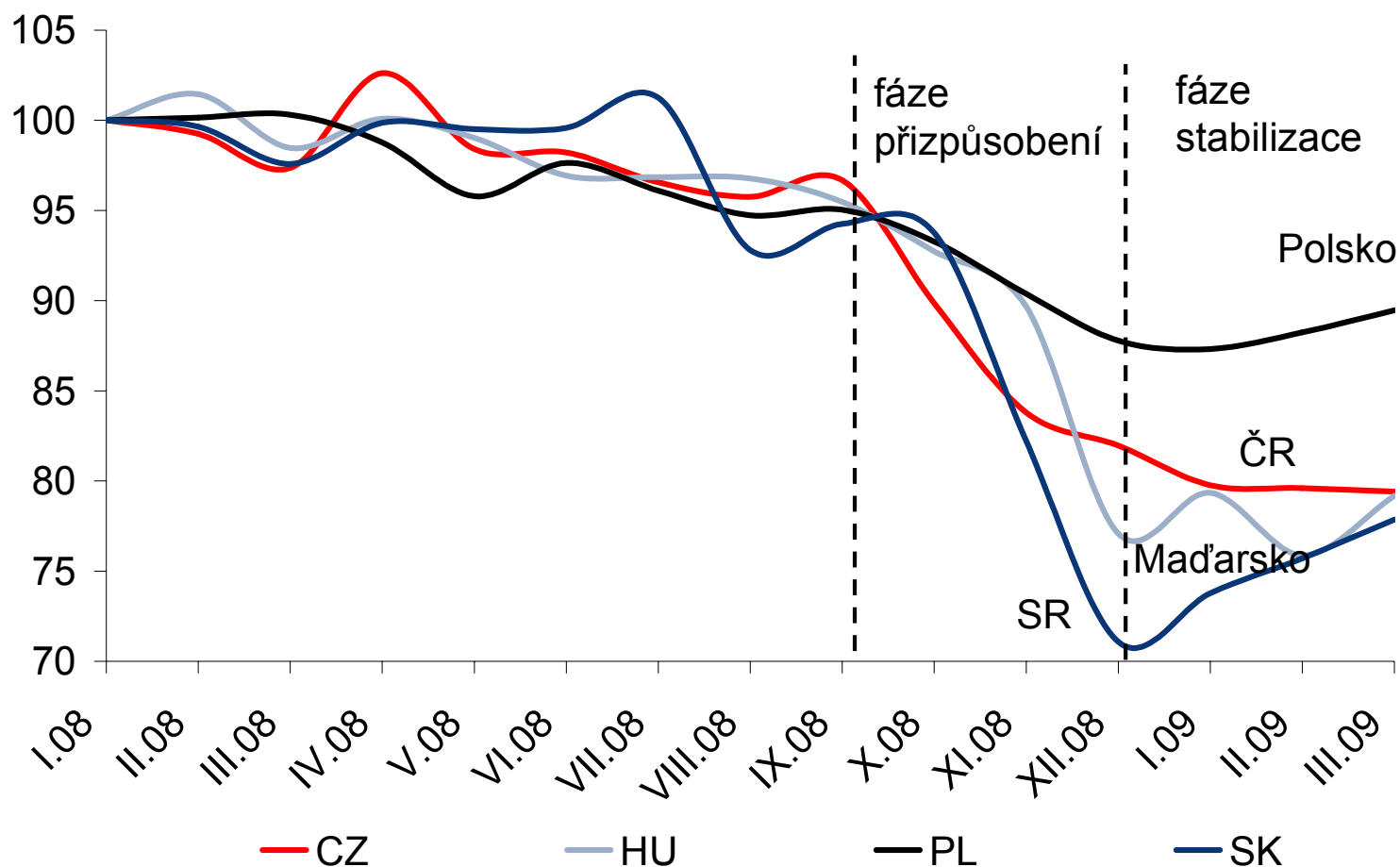
Dva scénáře: rychlé obnovení zásob (alternativa) vs. postupné obnovení (základní scénář)



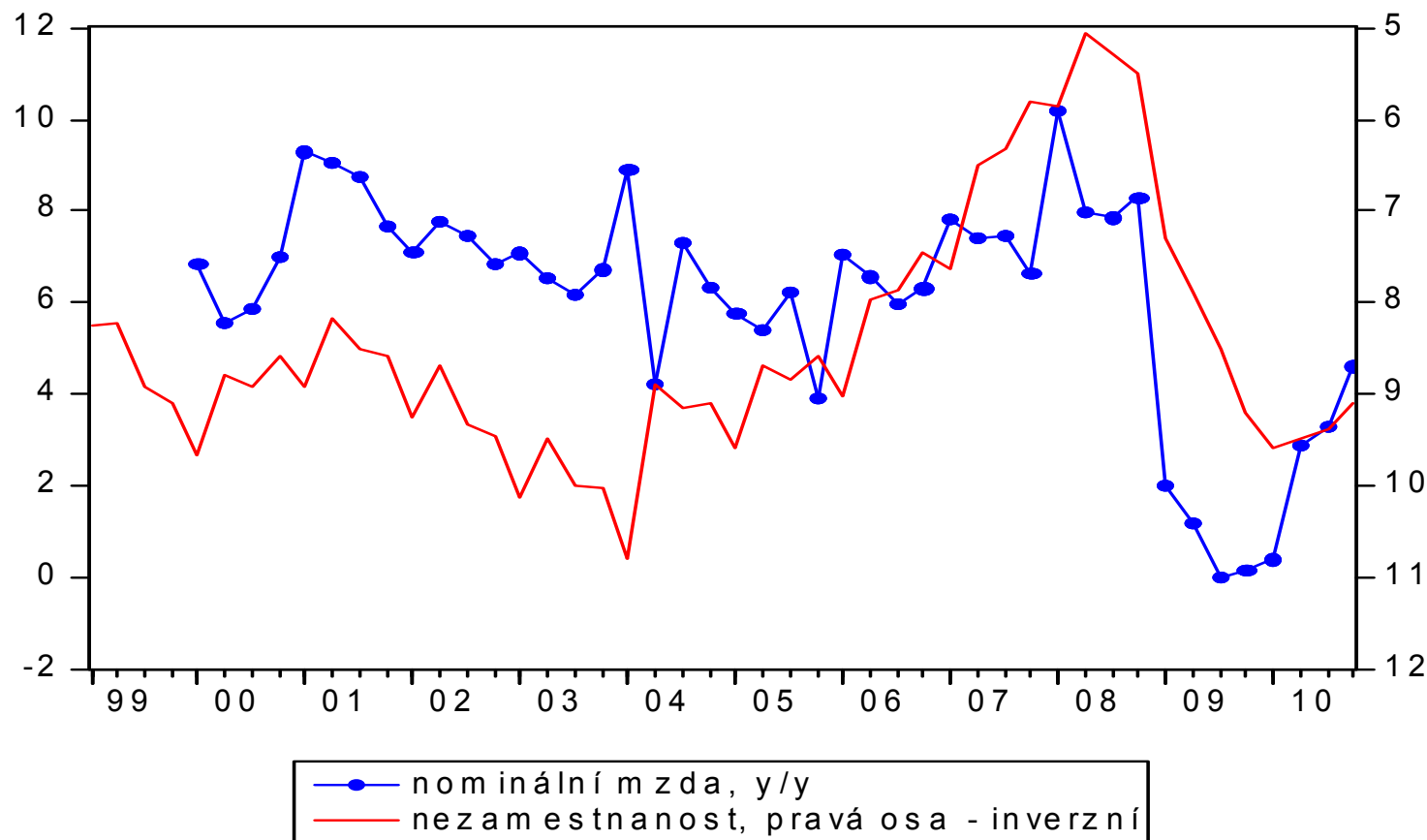
Čeští vývozcí jsou více spojeni s Německými vývozy než se samotnou Německou domácí spotřebou



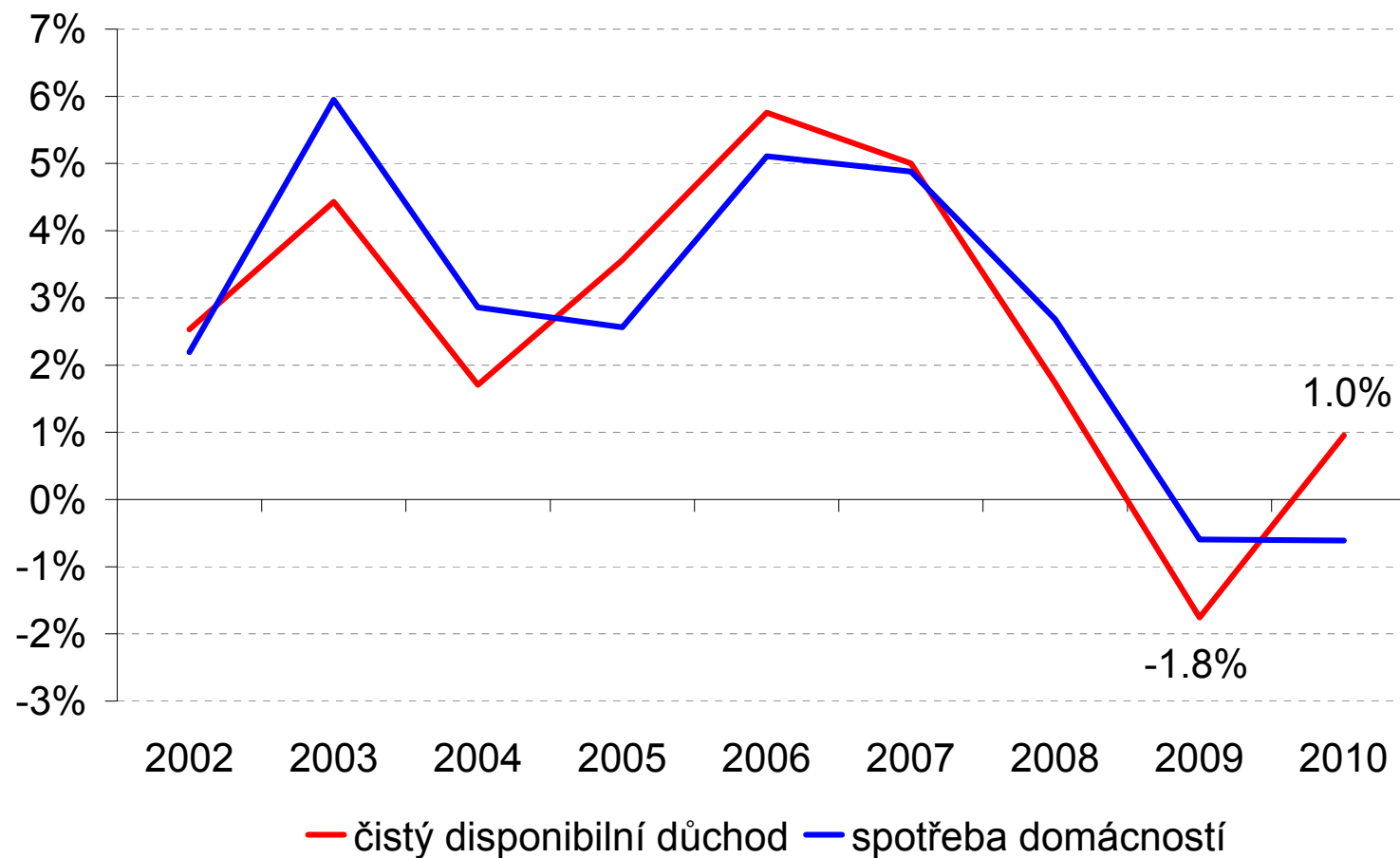
Průmysl má již nejhorší za sebou, od února stabilizace na nižší úrovni



Vrchol v nezaměstnanosti na 9,6% v 1Q10 = nárůst nezaměstnaných o 206 tis. na 510 tis.



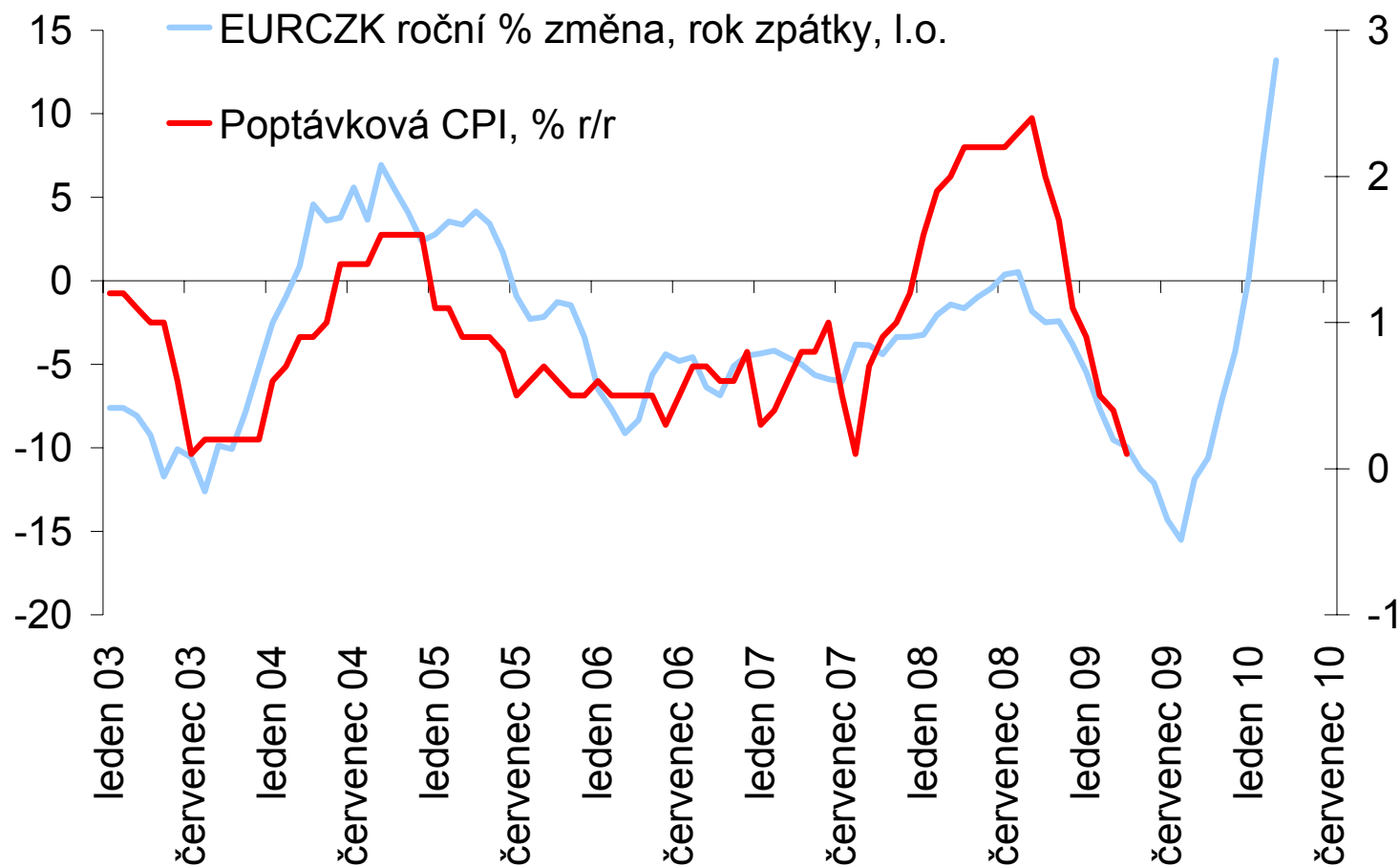
Domácnosti budou snižovat míru úspor v roce 2009, v roce 2010 doplnění



Prognóza v číslech

ROČNĚ (průměry)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009F	2010F	2011F
Poptávka										
HDP (s.c. %)	1.8	3.6	4.4	6.3	6.9	6.0	3.1	-3.5	1.7	2.2
Spotřeba domácností (s.c. %)	2.2	6.0	2.9	2.6	5.1	4.9	2.7	-0.6	-0.6	3.2
Fixní Investice (s.c. %,SA)	5.3	0.6	3.6	1.7	6.0	10.9	-0.1	-4.8	-1.6	4.4
Export (s.c. %)	1.9	7.2	20.0	12.1	16.4	15.0	6.5	-16.6	14.6	6.4
Import (s.c. %)	4.9	8.0	17.4	5.3	14.8	14.3	4.4	-17.5	15.3	8.0
Průmyslová výroba (s.c. %)	5.2	-1.0	12.7	12.1	15.2	9.2	6.0	-13.3	1.0	2.8
Maloobchod (%)	1.5	6.7	5.2	8.3	11.1	10.1	-4.4	-4.4	-0.4	3.5
Trh práce										
Nezaměstnanost (%) ²	(9.2)	(9.9)	9.4	8.9	8.1	6.6	5.4	8.2	9.4	8.8
Nominální mzdy (%)	7.3	6.8	6.7	5.3	6.5	7.3	8.6	0.3	2.7	4.4
Reálné mzdy (%)	5.5	6.7	3.8	3.4	3.8	4.4	2.1	-0.8	1.1	2.2
Vnější vztahy										
Obchodní bilance (mld. CZK)	-71	-70	-26	39	40	85	70	60	50	51
Obchodní bilance (% HDP)	-2.9	-2.7	-0.9	1.3	1.2	2.4	1.9	1.6	1.3	1.3
Běžný účet (mld.CZK)	-136	-161	-147	-48	-101	-89	-123	-89	-95	-100
Běžný účet (% HDP)	-5.5	-6.2	-5.2	-1.6	-3.1	-2.5	-3.3	-2.4	-2.5	-2.5
Ceny										
CPI inflace (%)	1.8	0.1	2.8	1.9	2.5	2.8	6.4	1.3	1.7	2.1
Poptávková inflace (%) ³	1.7	0.6	1.2	0.8	0.6	0.7	2.0	-1.1	-0.2	0.1
PPI inflace (%)	-0.5	-0.3	5.7	3.1	1.6	4.1	4.5	-1.0	3.1	2.8
Měnové podmínky										
CZK/EUR	30.8	31.9	31.9	29.8	28.3	27.8	25.0	26.7	24.2	22.6
CZK/USD	32.7	28.2	25.7	24.0	22.6	20.3	16.8	19.8	18.5	16.7
2W repo sazba (%)	5.1	3.6	2.3	2.2	2.0	2.2	1.9	1.5	1.8	2.7
3M PRIBOR (%)	3.5	2.3	2.4	2.0	2.3	3.1	4.0	2.2	2.0	2.8
12M PRIBOR (%)	3.6	2.3	2.7	2.1	2.7	3.4	4.2	2.6	2.1	3.1
10Y swap (%)	5.0	4.2	4.7	3.5	3.8	4.2	4.2	3.6	4.0	4.1

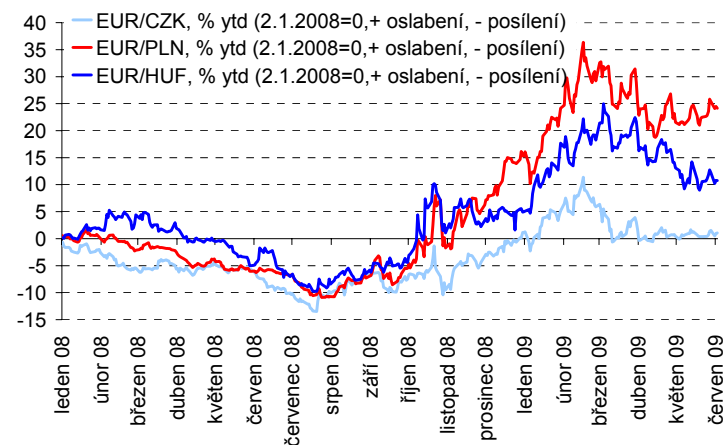
Proč ČNB nejde se sazbami k nule?



EUR/CZK

Zkušenosti z minulosti: Velké kumulativní pohyby CZK = centrální banka reaguje

- Koruna slabší, než ukazují fundamenty (25,50), ale vzhledem k volatilitě malá odchylka
- CZK pod tlakem?
 - Horší makro a nejistota
 - Oslabení bude limitovat ČNB
- Pokles rizikové averze bude pozitivní pro EUR/CZK, ale negativní pro CEE/CZK (vs. PLN, HUF)
- Konec roku 25,0-25,50



Avg	6M09	7M09	8M09	9M09	10M09	11M09	12M09	1M10
EUR/CZK	26.6	26.5	26.4	26.3	26.1	26.0	25.6	25.5
USD/CZK	19.1	19.2	19.1	19.2	19.2	19.5	19.4	19.6
EUR/USD	1.39	1.38	1.38	1.37	1.36	1.33	1.32	1.30

Avg	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EUR/CZK	27.8	25.0	26.7	24.2	22.6	21.2	20.4	19.8
USD/CZK	20.3	17.1	19.8	18.5	16.7	15.7	15.1	14.7
EUR/USD	1.37	1.46	1.34	1.31	1.35	1.35	1.35	1.35
EUR/HUF	252	252	288	262	250	245	245	245
EUR/PLN	3.8	3.5	4.4	3.9	3.6	3.5	3.1	3.1
PLN/CZK	7.3	7.1	6.0	6.2	6.3	6.1	6.6	6.4

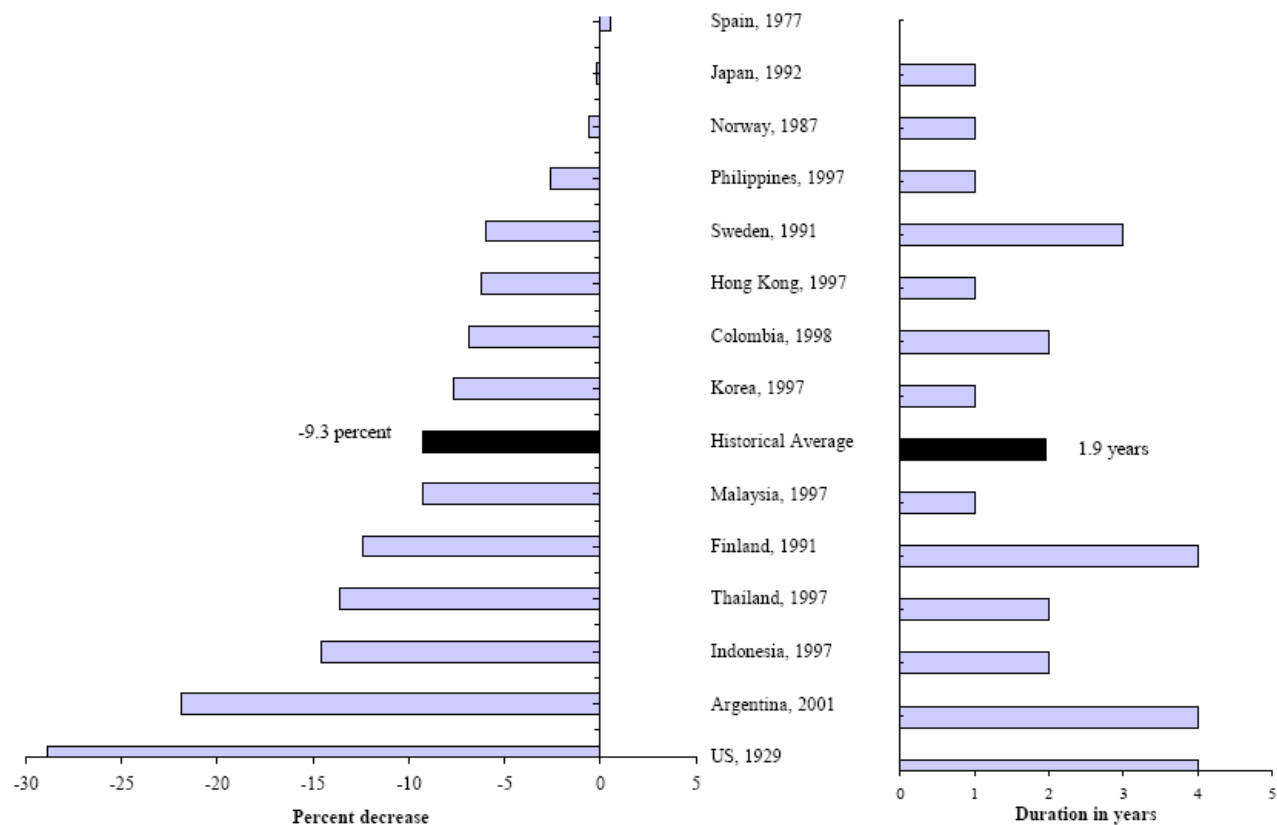
Rizika = alternativní scénáře

Rizika 1: recese á la minulé bankovní krize

Recese především delší: dva roky, kumulovaný propad ekonomiky o 9%

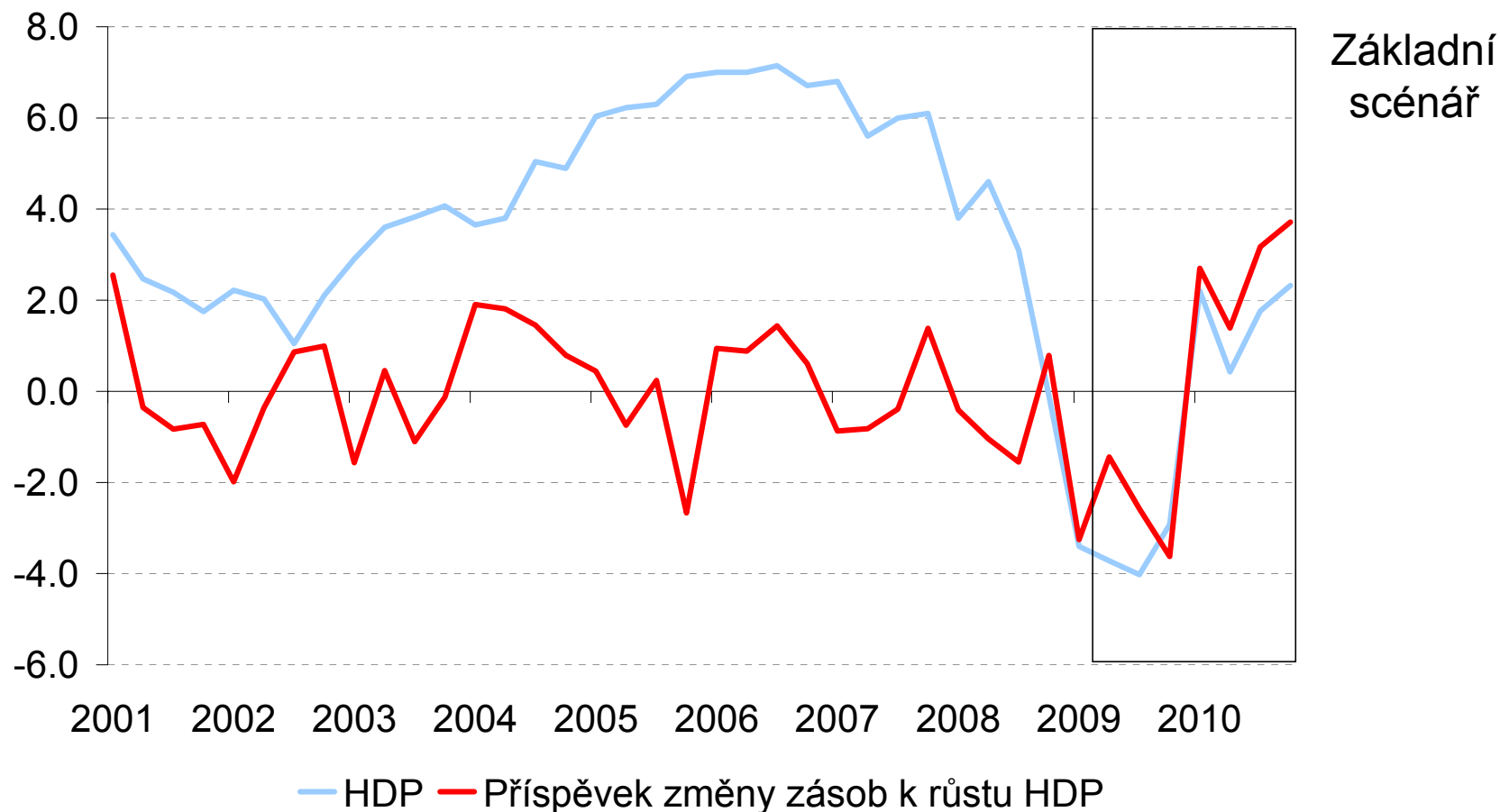
Minulé recese způsobené systémovou bankovní krizí

Procentní kumulovaný pokles reálného HDP (vlevo) a délka trvání poklesu (vpravo)



Rizika 2: obnova zásob

Rychlejší obnova zásob než v základním scénáři (přesun z roku 2010 do 2009)



Rizika = alternativní scénáře

	základní scénář		Alt 1: minulé bankovní recese		Alt 2: rychlejší zásoby	
	2009	2001	2009	2001	2009	2001
HDP	-3.5	1.7	-4.5	-4.7	-2.9	1.1
Spotřeba	-0.6	-0.6	-3.8	-6.3	-0.6	-0.6
Inflace	1.3	1.7	1.4	2.3	1.3	1.7
CZK/EUR	26.9	24.3	28.2	27.8	26.9	24.3
repo	1.5	1.8	1.65	2.35	1.5	1.8

Vlny optimismu a pesimismu

Alternativní scénáře od Dilberta

Ekonomické a strategické analýzy ČS

David Navrátil	Hlavní ekonom	+420/224 995 439 +420/774 249 366	dnavratil@csas.cz
Makro tým			
Martin Lobotka	Czech	+420/224 995 192	mlobotka@csas.cz
Jana Krajčová	CEE	+420/224 995 232	jkrajcova@csas.cz
Luboš Mokráš	svět (USA, EU)	+420/224 995 456	lmokras@csas.cz
Akciový tým			
Jakub Židoň	ČR, ČEZ, oil&gas, team leader	+420/224 995 340	jzidon@csas.cz
Petr Bártek	CEE real estate	+420/224 995 227	pbartek@csas.cz
Radim Kramule	CEE media	+420/224 995 213	rkramule@csa.cz
Martin Štěpán	Market analytik	+420/224 995 434	mstepan@csas.cz
Václav Kmínek	akciový analytik	+420/224 995 289	vkminek@csas.cz