

Makro '10-11



Červenec 2010

Ekonomické a strategické analýzy

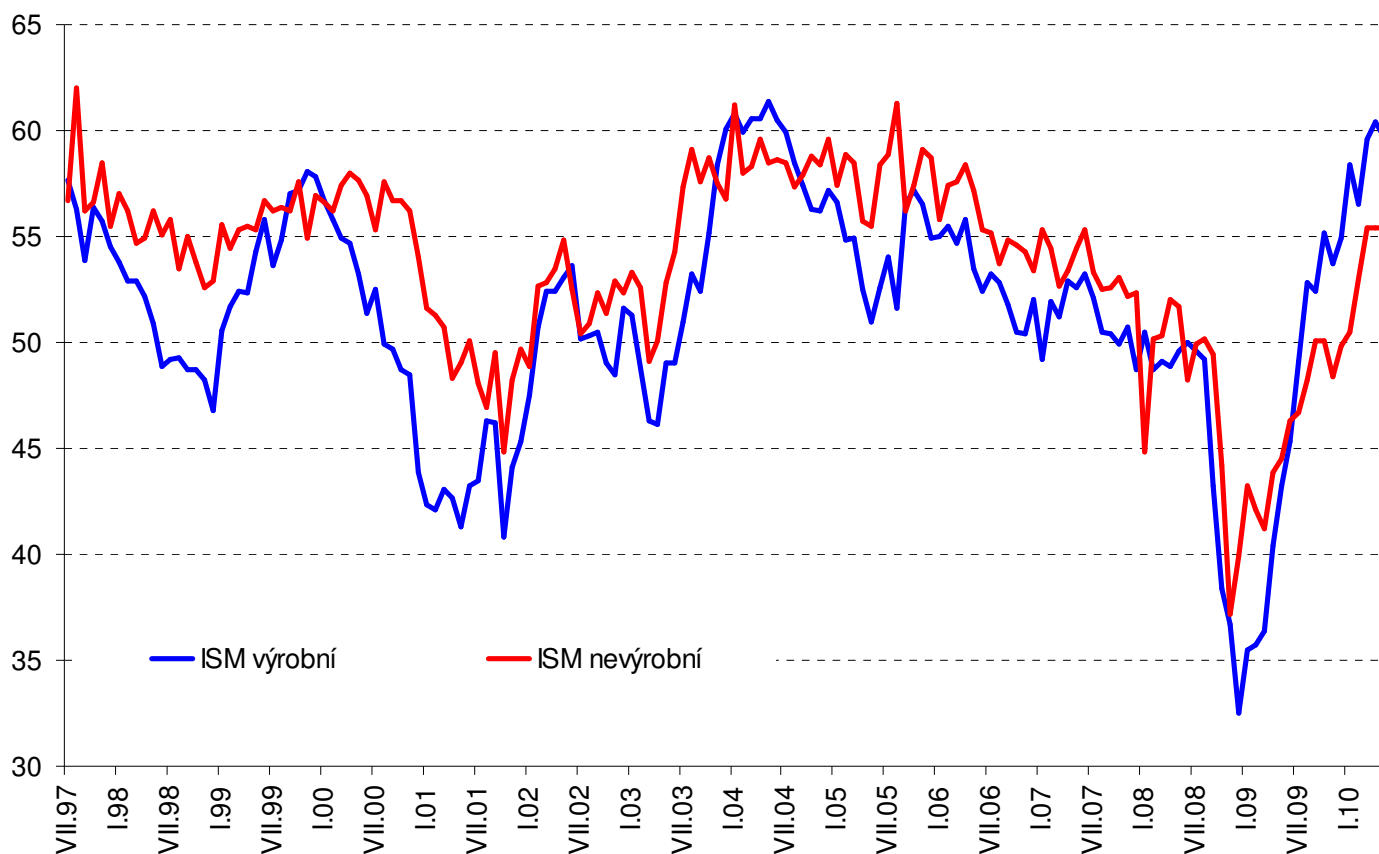
Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Vyhlášky o poctivé prezentaci investičních doporučení (114/2006 Sb.) jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny www.csas.cz/analyza. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními je: www.csas.cz/analyza_upozorneni. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na výše uvedené webové adrese.

ČESKÁ 
SPŮŘITELNA
Jsme Vám blíž.

Ekonomiky USA a EMU

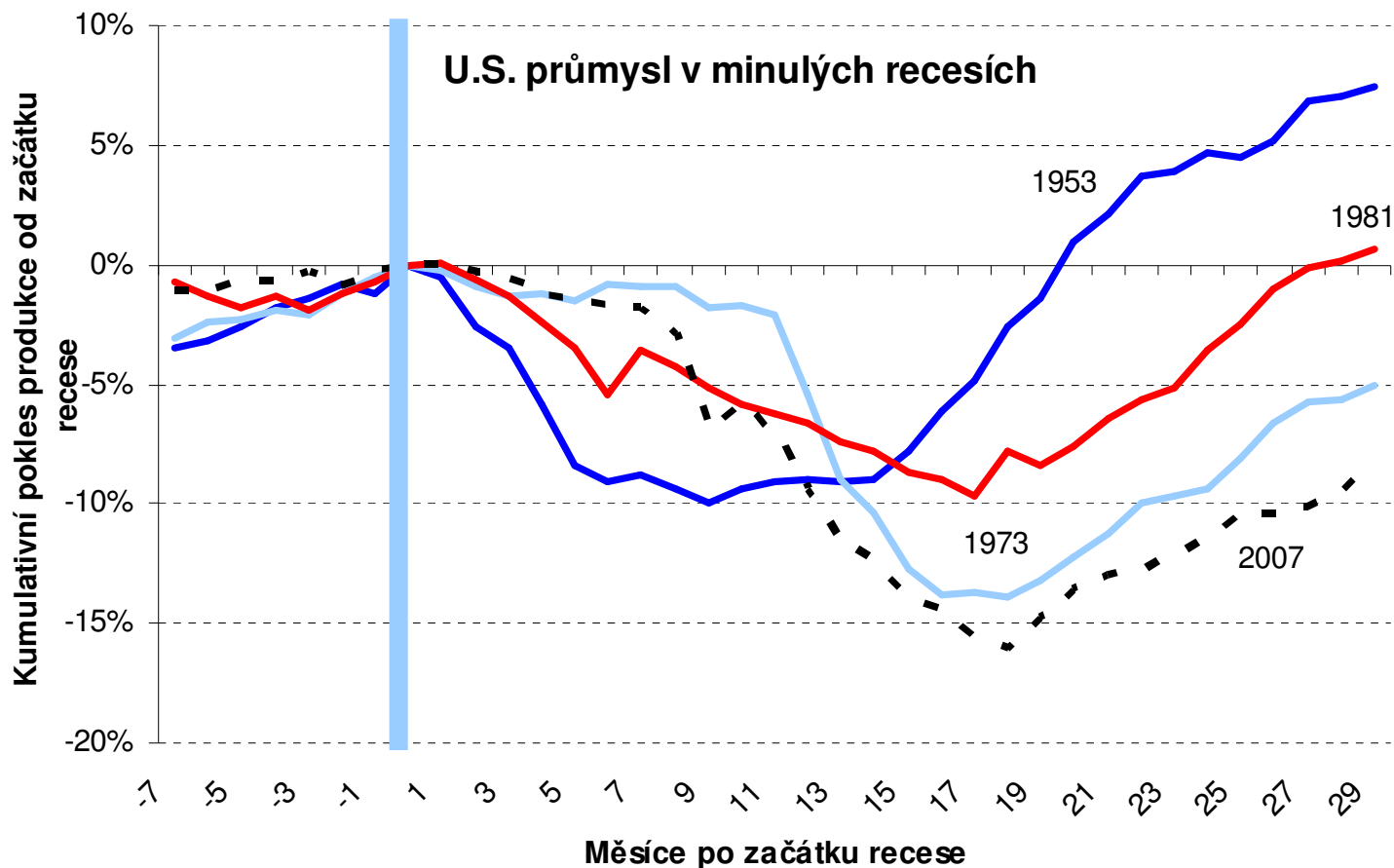


USA: Cyklické oživení ve 1H/10 bylo výrazné, taženo zejména průmyslem (= výrobou)...

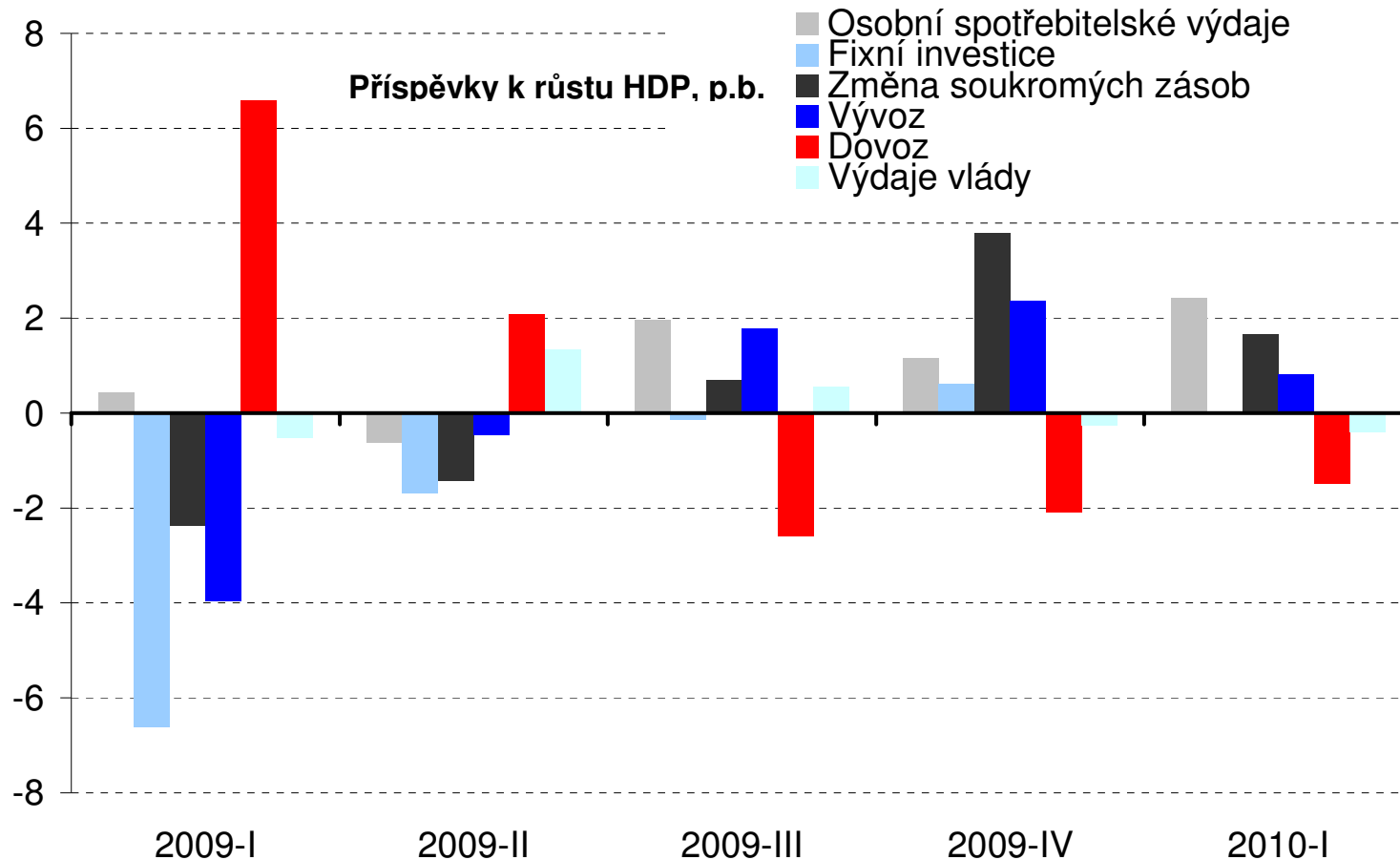


Zdroj: Bloomberg, Institute of Supply Management PMI Index.

...i když propad stále zůstává větší než v minulých poválečných recesích (a oživení je pomalejší): v této fázi oživení průmysl umazal polovinu propadu. V minulosti v této době se již pohyboval na předkrizových úrovních nebo dokonce nad.

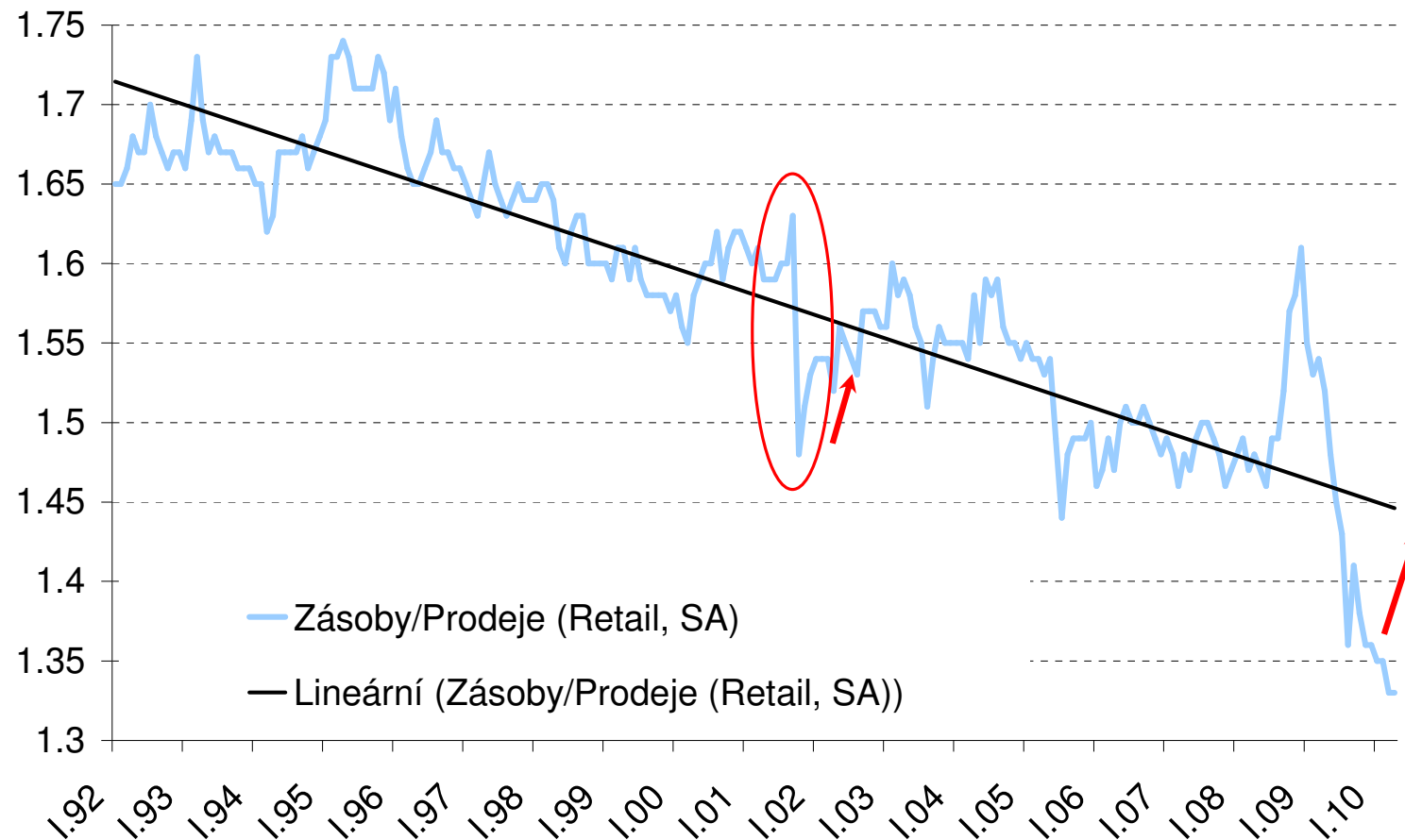


HDP v 1Q/10 bylo dle očekávání hlavně o zásobách (a vývoze), překvapivě rostla spotřeba domácností. Jsou udržitelné aktuální tři zdroje růstu (zásoby, spotřeba a „Čína“)?

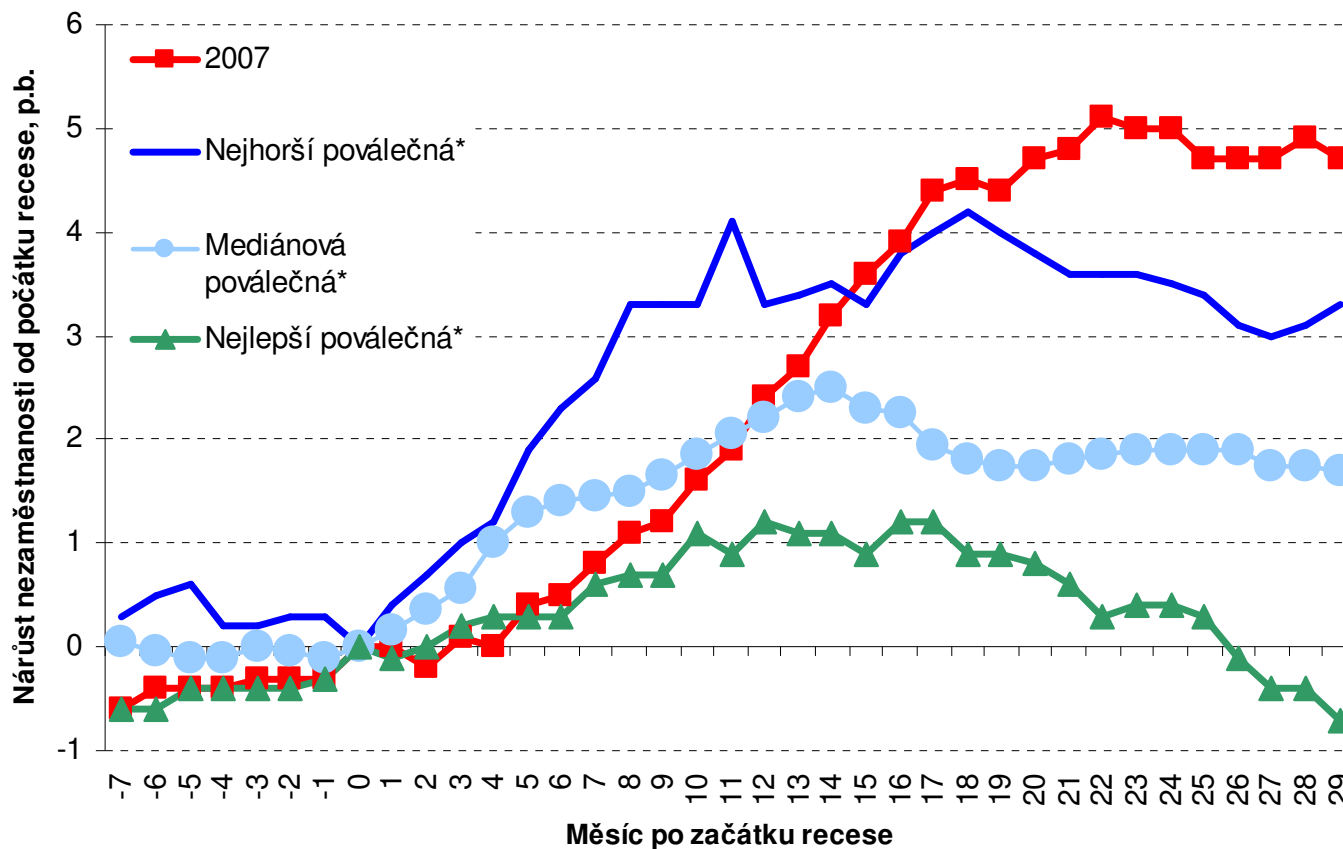


Ze zásob ještě růstový impuls přijde...

Pozitivní příspěvek zásob k růstu HDP plyne ze zastavení poklesu, avšak fyzická obnova zásob je stále na začátku...

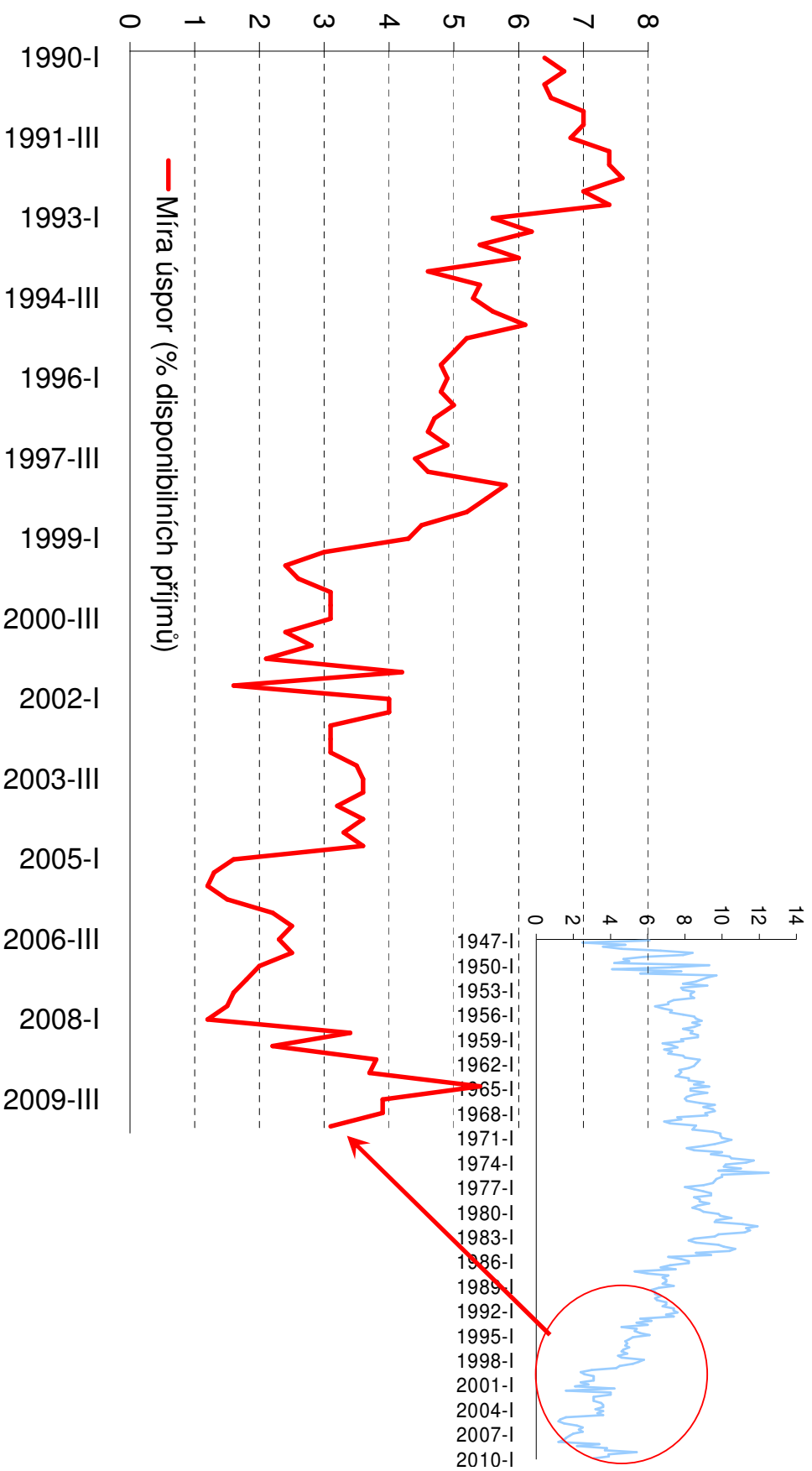


Ale spotřeba domácností nemá moc prostoru pro zopakování výkonu z 1Q/10. (1) Trh práce sice vykazuje znaky zlepšování (roste prům. počet hodin, počet lidí na dobu určitou), ale jenom pozvolně (495 tis. míst v prac.sektoru za 01-05/10 vs. ztráta 10 mil.)

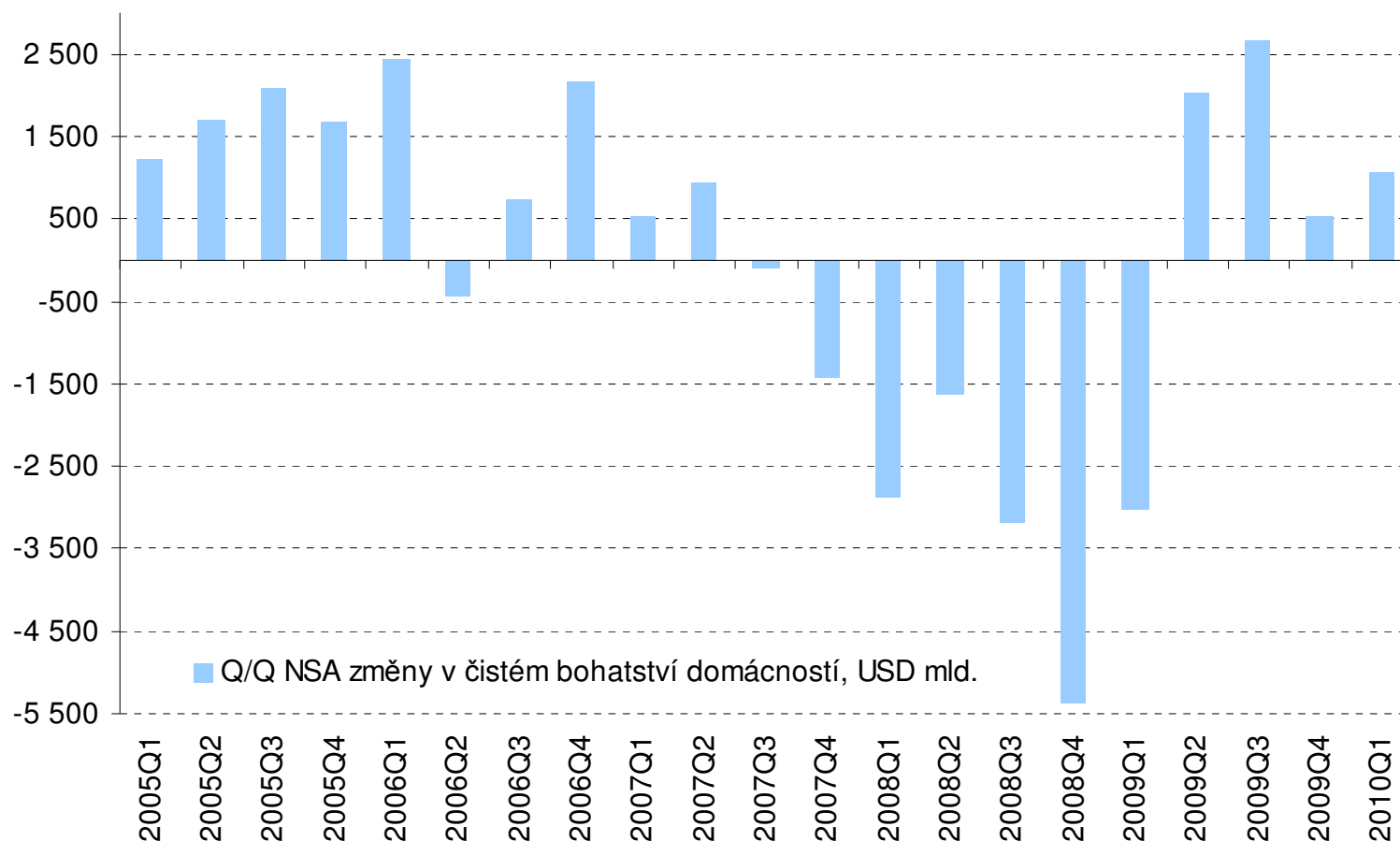


* Nejhorší (Nejlepší, mediánová) pováleční recese je konstruována tak, že se pro každý konkrétní měsíc vybere ze všech recesí po II. sv. válce ta nejhorší (nejlepší, mediánová) hodnota.

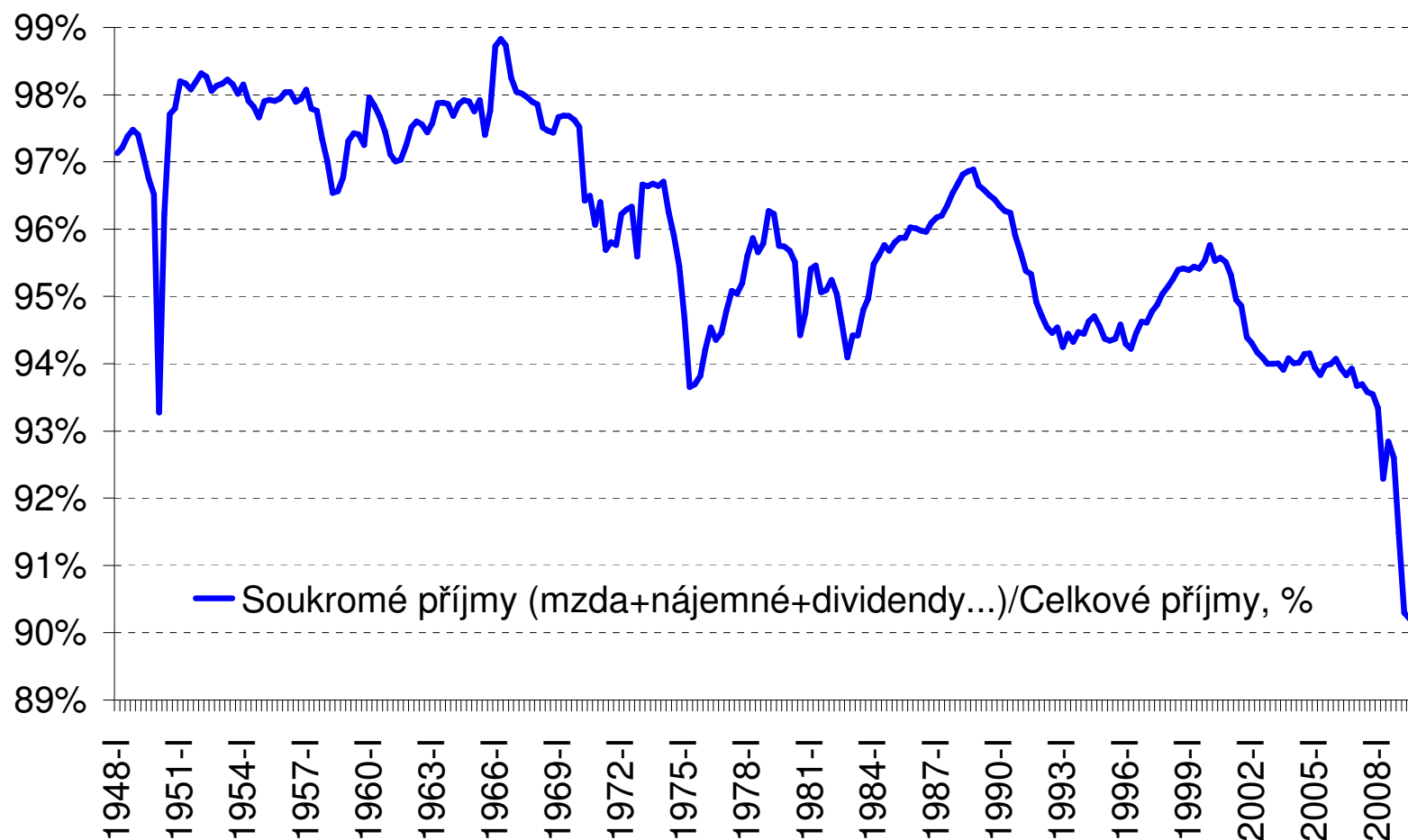
Uspokojení zadržené poptávky již zřejmě proběhlo, **míra úspor poklesla** skoro na předkrizovou úroveň (3.1% in Q1/10) a dál moc kam klesat nemá...



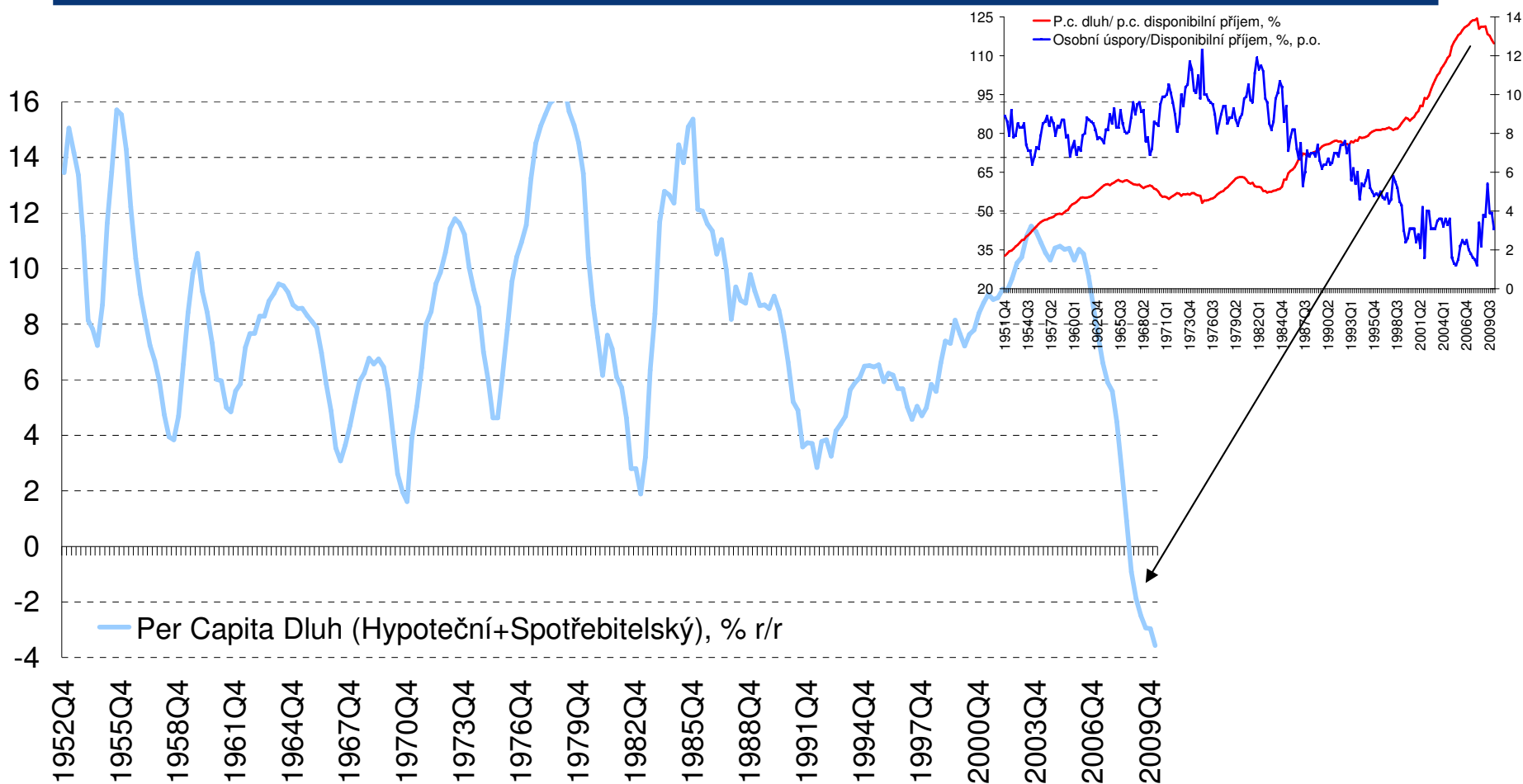
...a **ceny aktiv, které v 1Q/10 rostly**, silným stimulem poptávky spotřebitelů dál nebudou (růst cen aktiv stále nevykompenzoval kumulovanou ztrátu za 2008)



Mzdy jsou však slabé, poptávku domácností drží nad vodou vláda pomocí transferů. Příspěvky v nezaměstnanosti však budou postupně končit díky maximální možné době čerpání.

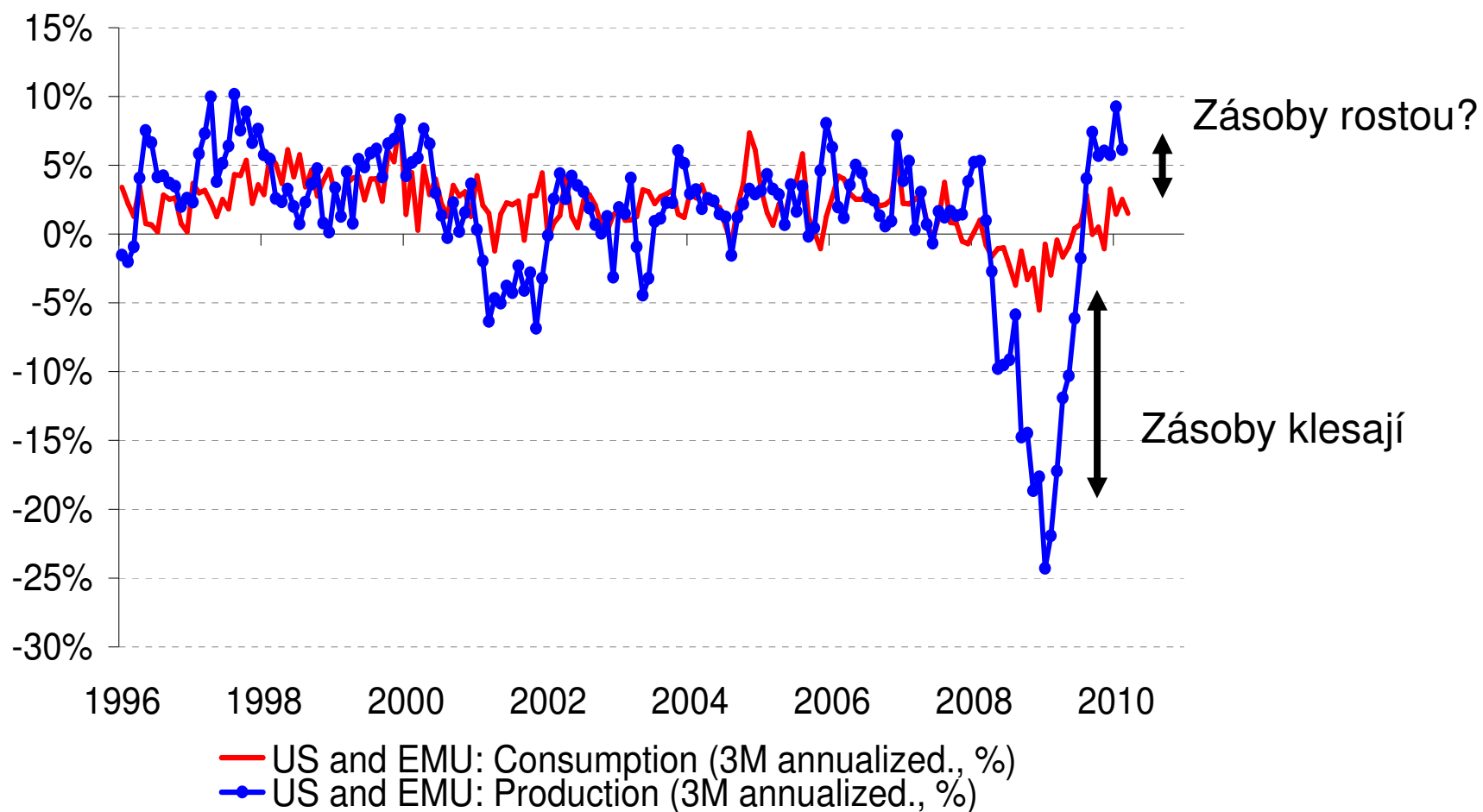


Vysoké existující zadlužení a negativní zkušenost s ním ve velké recesi vede ke tlaku na snižování dluhu (který zejména díky hypotékám narostl od roku 2000 z 80% na 120% disponibilního příjmu). **Spotřeba – motor US ekonomiky – tak zůstane dlouho slabá.**

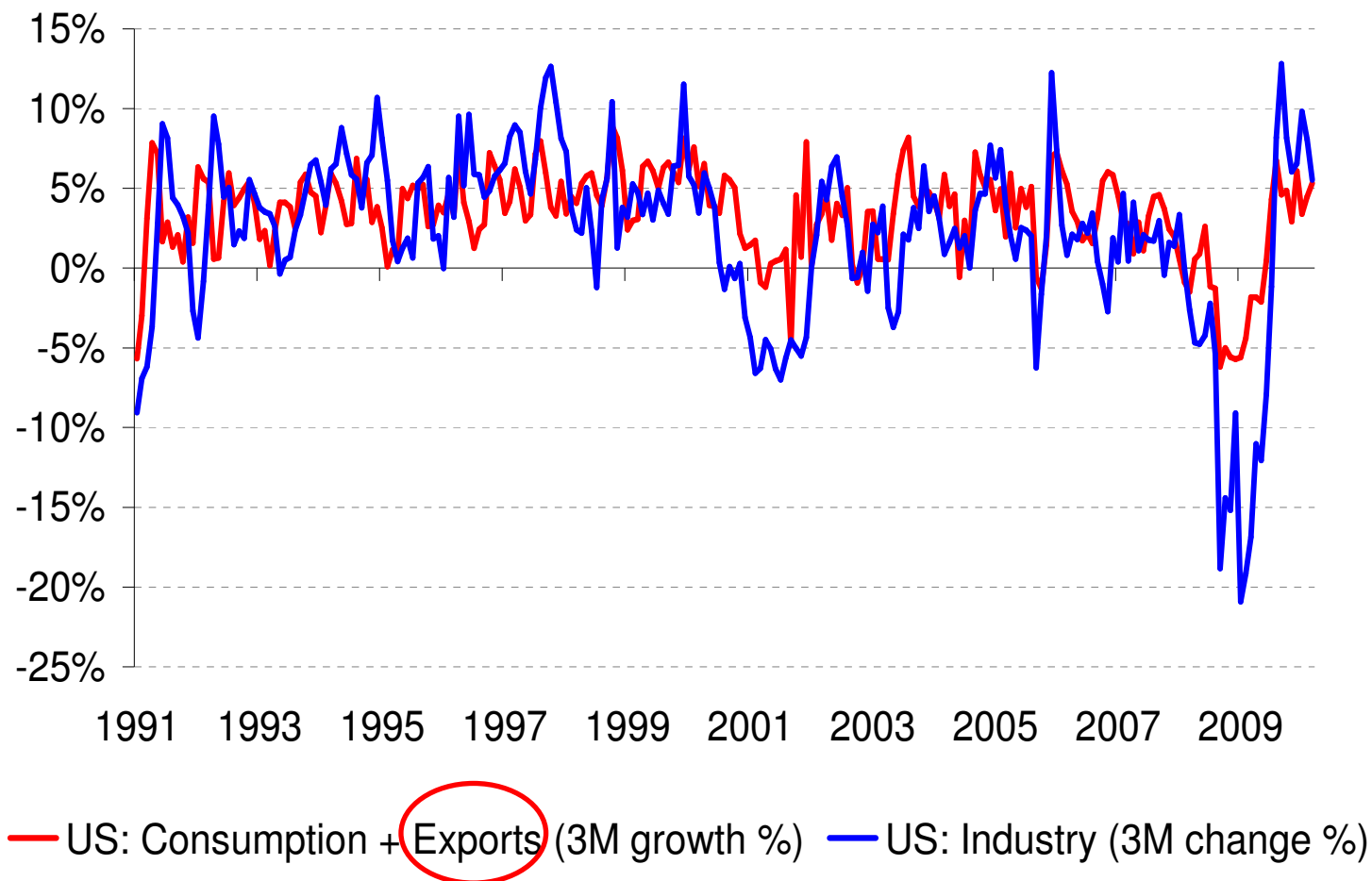




Produkce globálně dobíhá spotřebu... Je to jenom krátkodobé oživení ze zásob nebo je zde něco jiného?

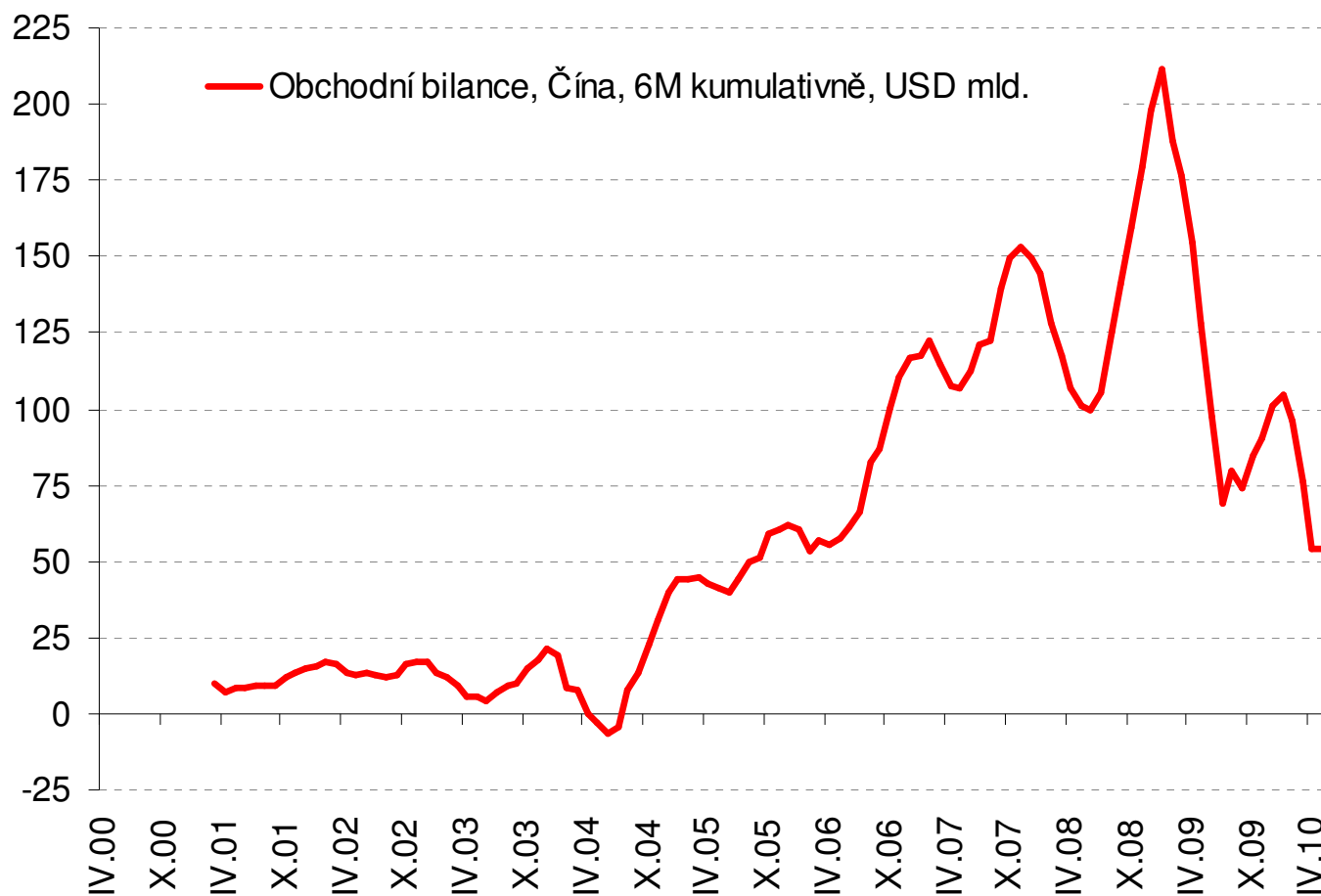


Nejsou to jenom zásoby, ale i vývoz. Spotřeba a vývozy jsou agregátně v souladu s finální poptávkou.

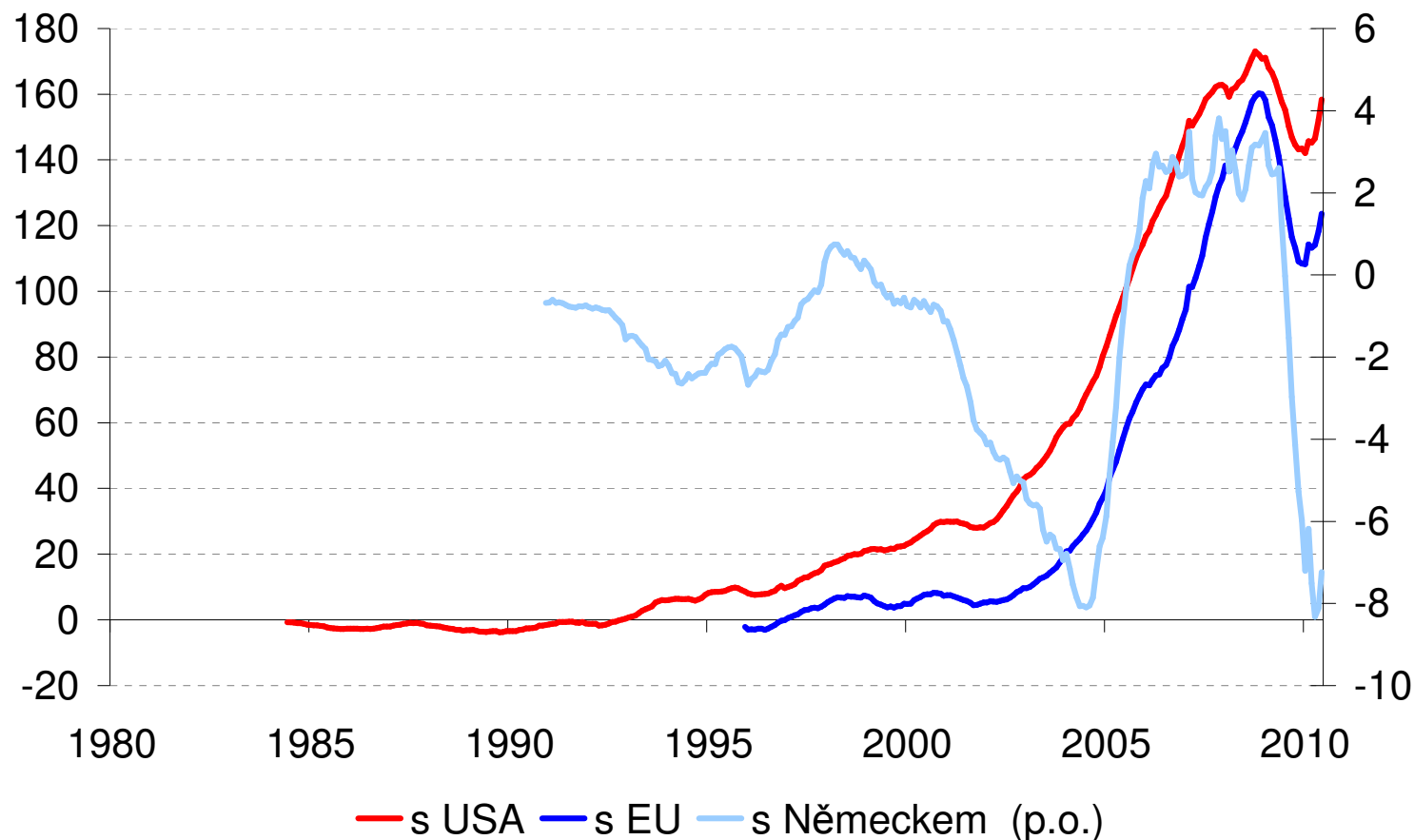


Exporty táhnou rychle rostoucí země v Asii (a v jižní Americe), ztělesněním je Čína...

Přebytek obchodní bilance (6M) Číny poklesl ze max. 200 mld USD na téměř 50 mld.

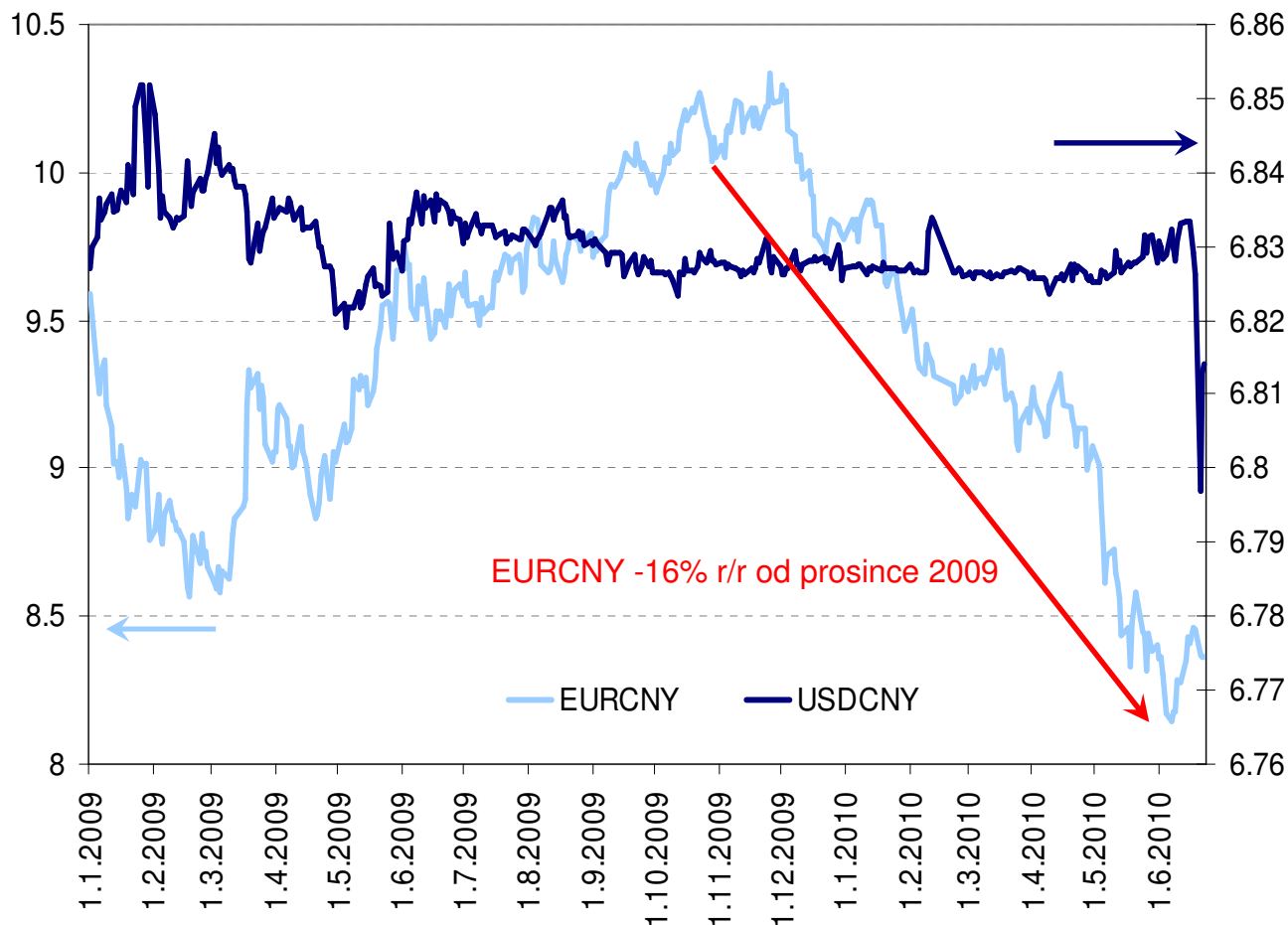


Evropě se daří snižovat deficit bilance s Čínou lépe než USA, více zde vyváží. Extrémně **dobře se vede Německu** – důležité pro ČR.

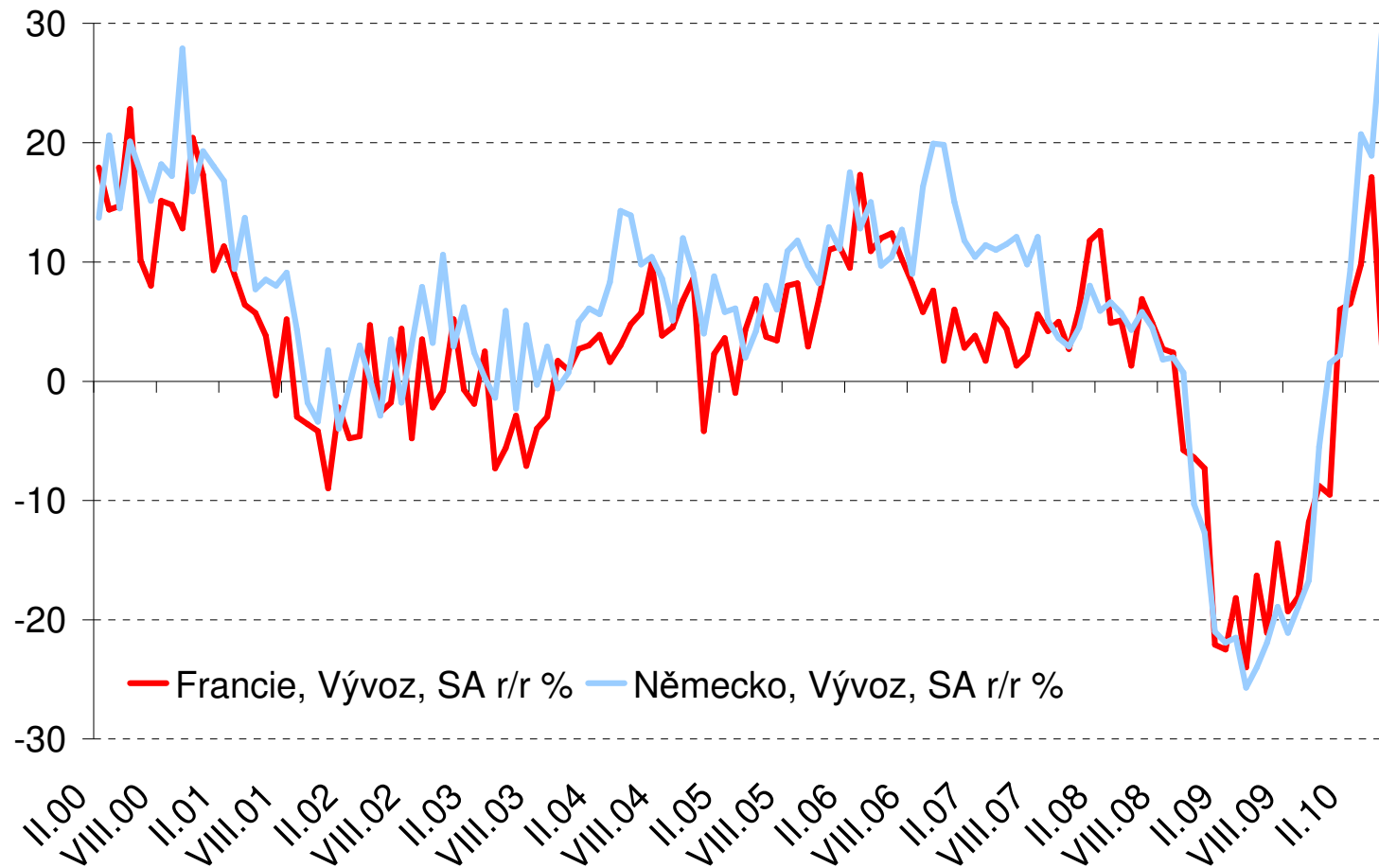


Source: Ecowin, CS

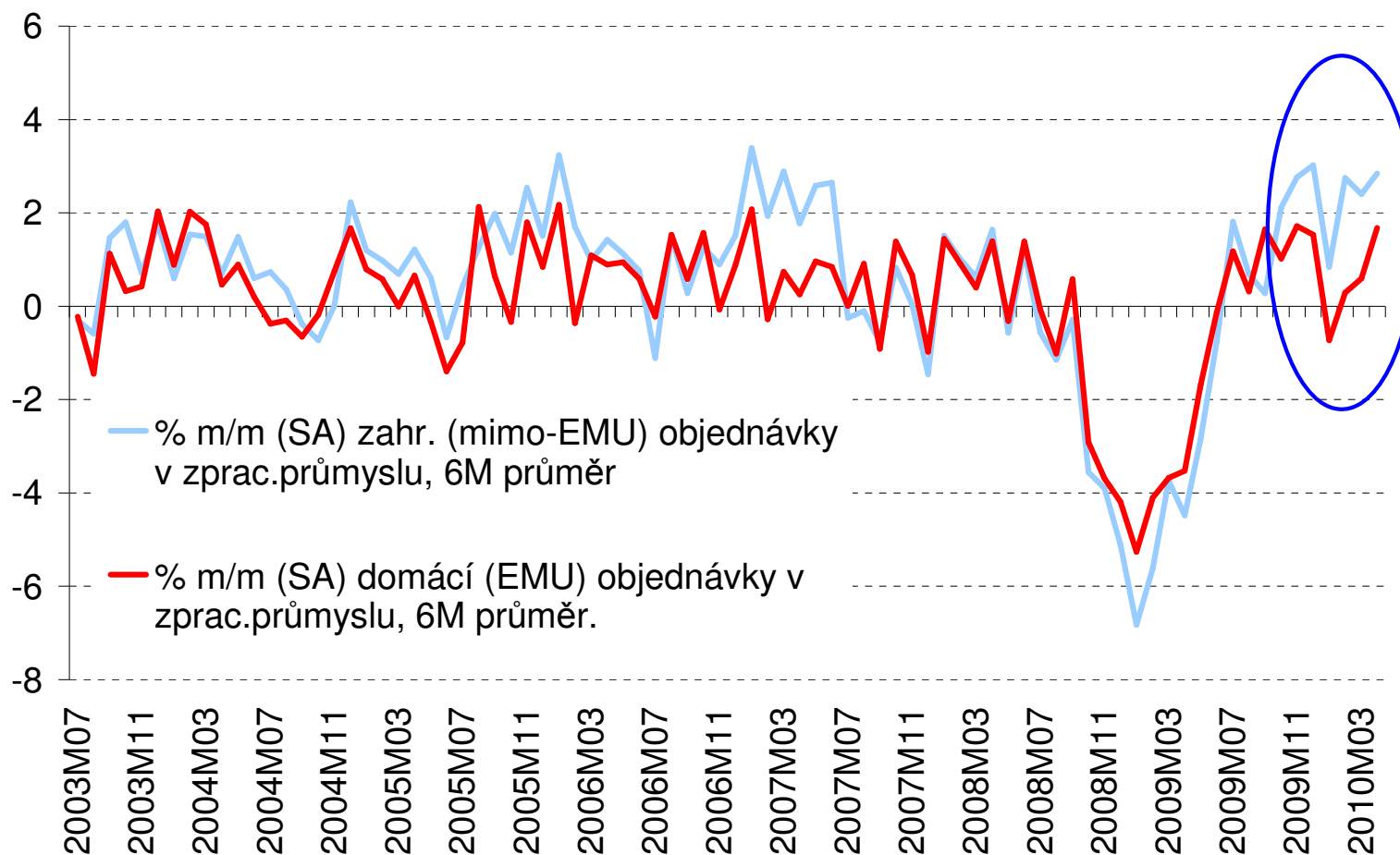
K tomu se přidává rozhodnutí nechat **posilovat čínský juan**, co by mělo (z delšího hlediska) podpořit domácí čínskou poptávku (a z ní bude profitovat EMU). Z kratšího hlediska je ale výrazně více důležité oslabení EUR pod vlivem dluhové krize.



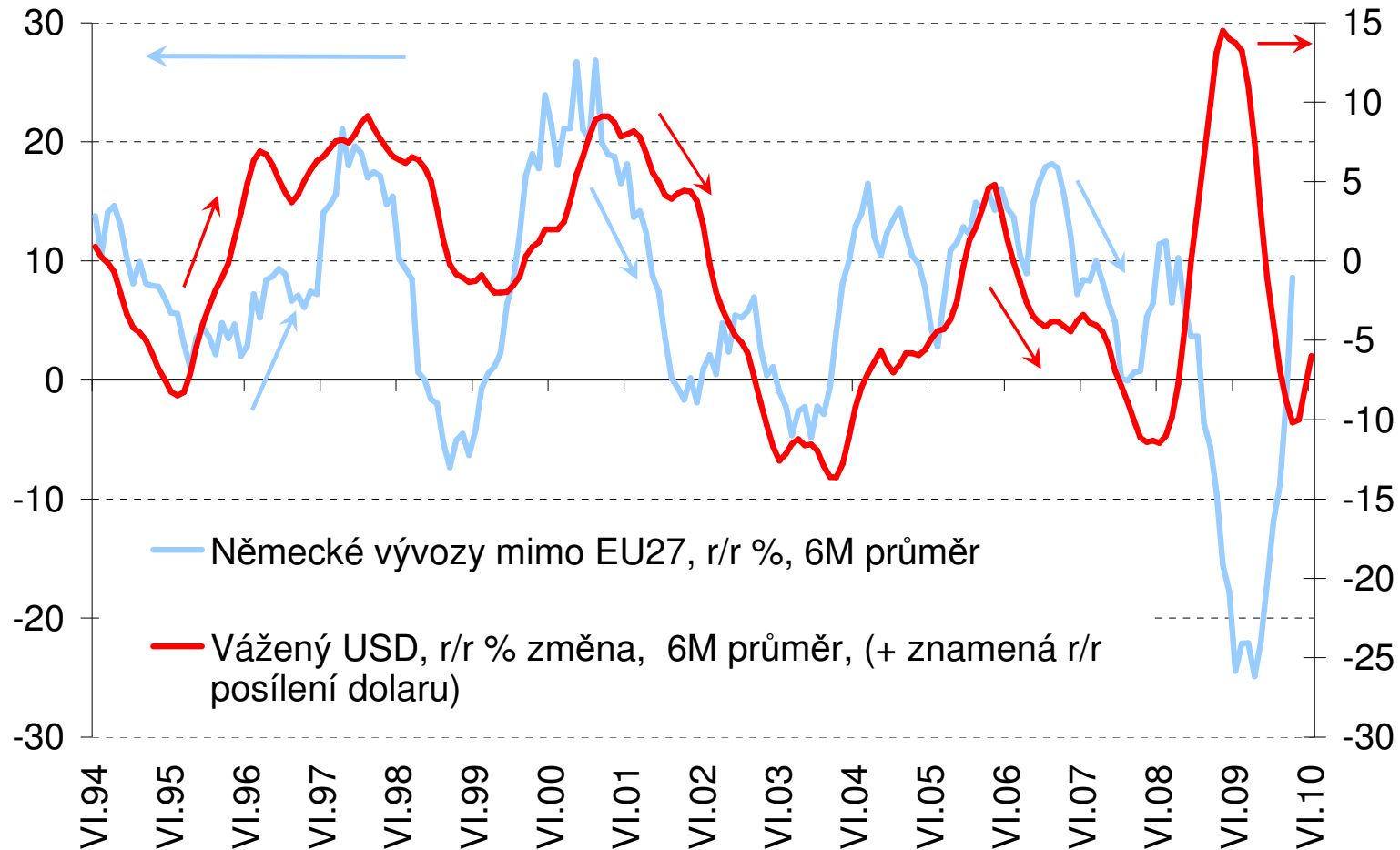
Již teď velcí exportéři a strukturálně zdravější ekonomiky Severu profitují z růstu mimo EU, ...



...což je vidět i z vývoje objednávek – 6M průměr u objednávek mimo EMU 2,8% m/m, u domácích + 1,6%.



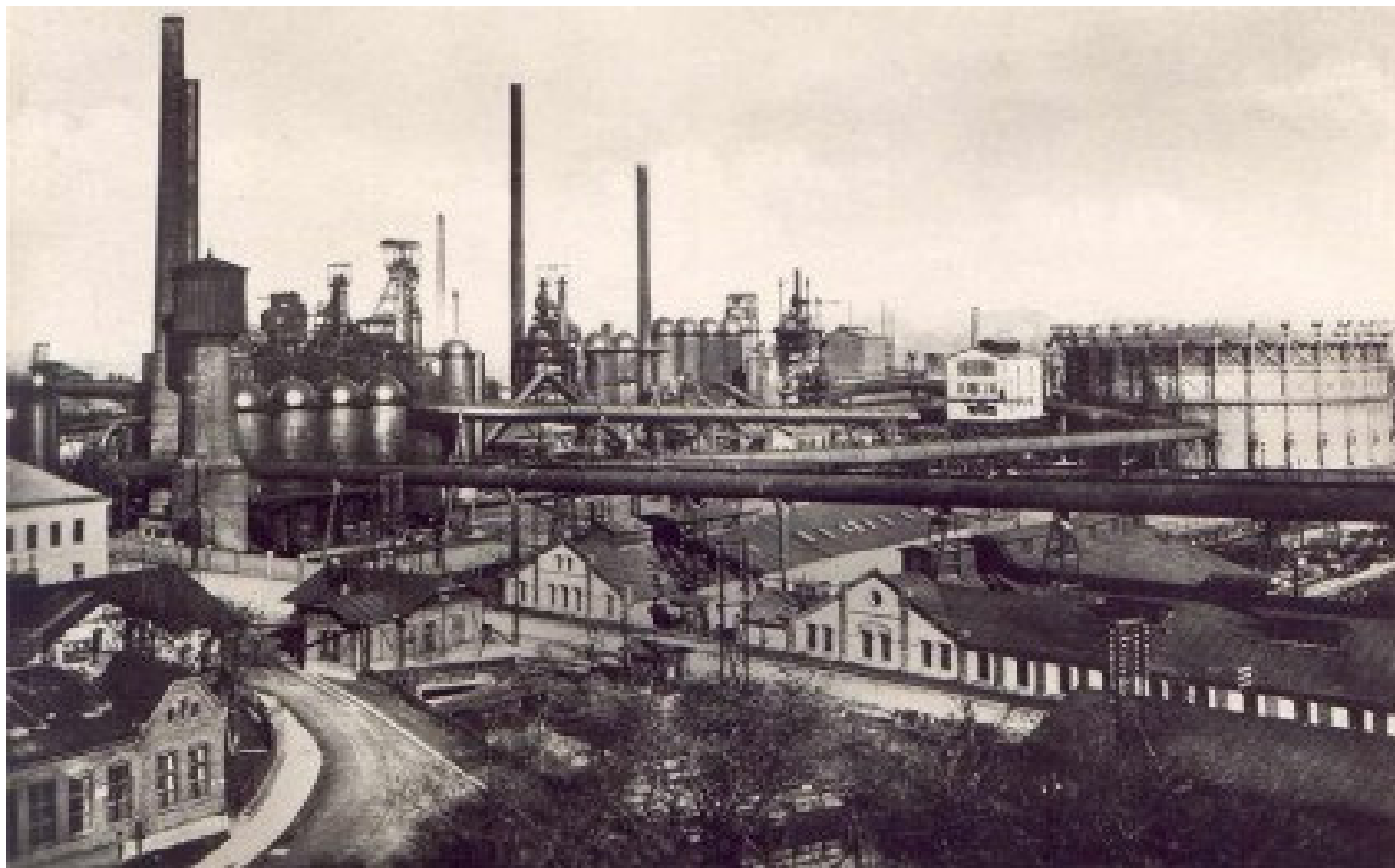
To by mělo ještě nějakou dobu pokračovat – nečekáme, že Asie radikálně zpomalí, a k tomu nedávné oslabení EUR umožní německé exportní mašině udržet solidní tempo vývozu, což...



...by mohlo trochu ztlumit bolest z fiskální konsolidace v roce 2011 a v dalších.

	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
Celkem			100	0.980

Česká republika – makro, sazby, kurz & politika



Setkání s novináři – červenec 2010

15. červenec 2010 – stránka 22

ČESKÁ
SPORITELNA

Koaliční smlouva – jeden z nejrozumnějších dokumentů za dlouhou dobu. Oceňujeme zejména rozhodnutí snižovat tempa zadlužování skrze nižší výdaje, ne skrze vyšší daně.

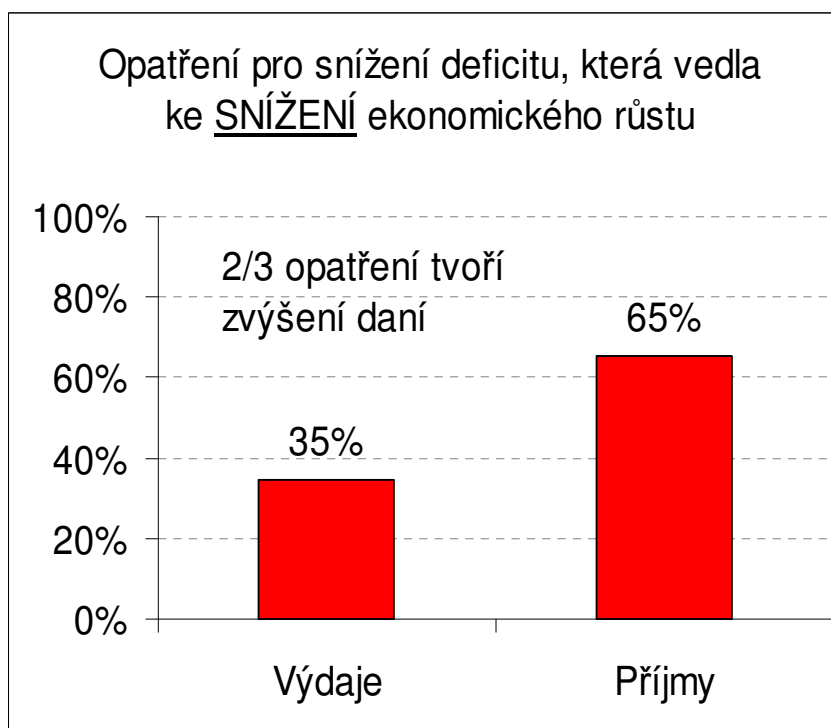
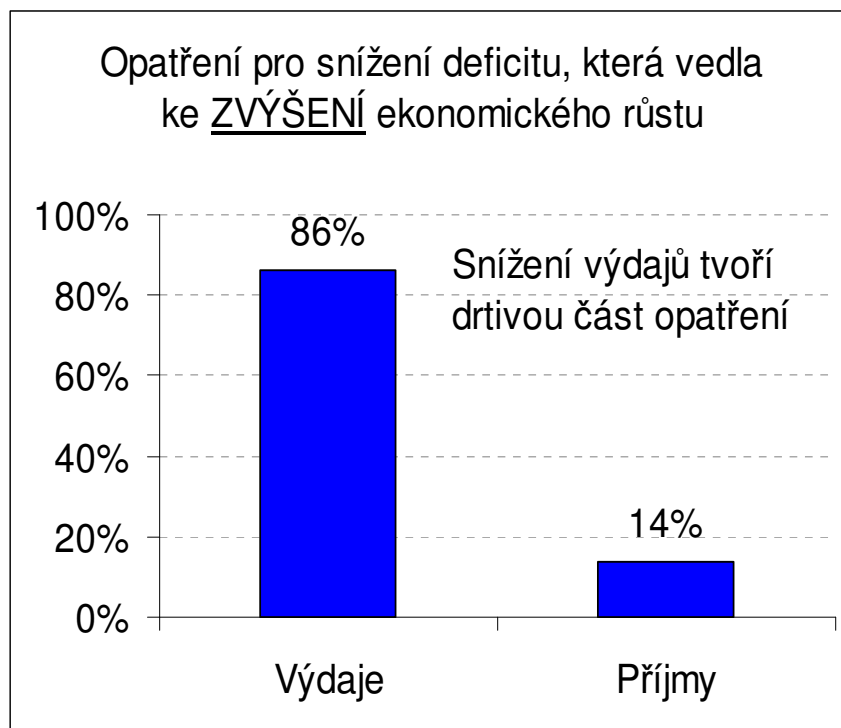
+

1. Závazek reformovat důchodový systém
2. Závazek radikálně snížit dynamiku zadlužování státu, a udělat to primárně skrze rozpočtové škrty
3. Závazek reformovat Zákoník práce (doufejme, že směrem k větší liberalizaci)
4. Závazek udělat sociální dávky adresněji – dnes má nárok na nějakou dávku polovina (!) populace

-

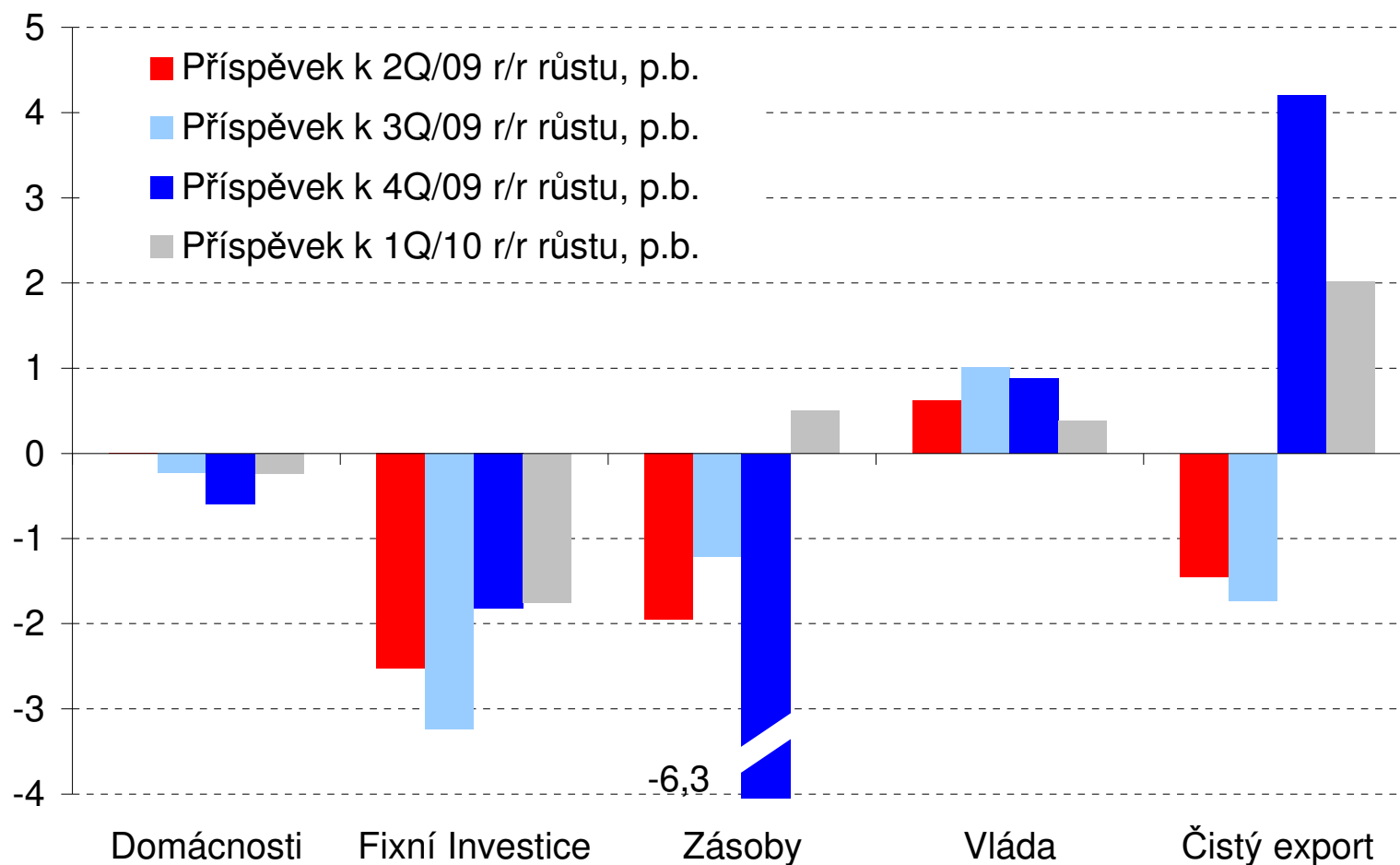
1. Absence závazku *úplně* eliminovat daňové výjimky – dělat sociální/vzdělanostní politiku skrze daně není úplně ono.
2. Sociální škrty mohou být hlubší – a tedy paternalismus státu menší, minimálně přechodně (proč mají nárok na rodičovský příspěvek všechny rodiny bez rozdílu?)
3. Absence úvahy o přesunu daňového břemena na nepřímé daně
4. Automatická garance valorizace důchodů před započítáním důchodové reformy.

Historická zkušenost ukazuje, že fiskální reformy založené především na vyšších daních jsou spojeny s následnou recesí a tyto reformy nejsou dlouhodobě úspěšné ve snížení deficitů a dluhu

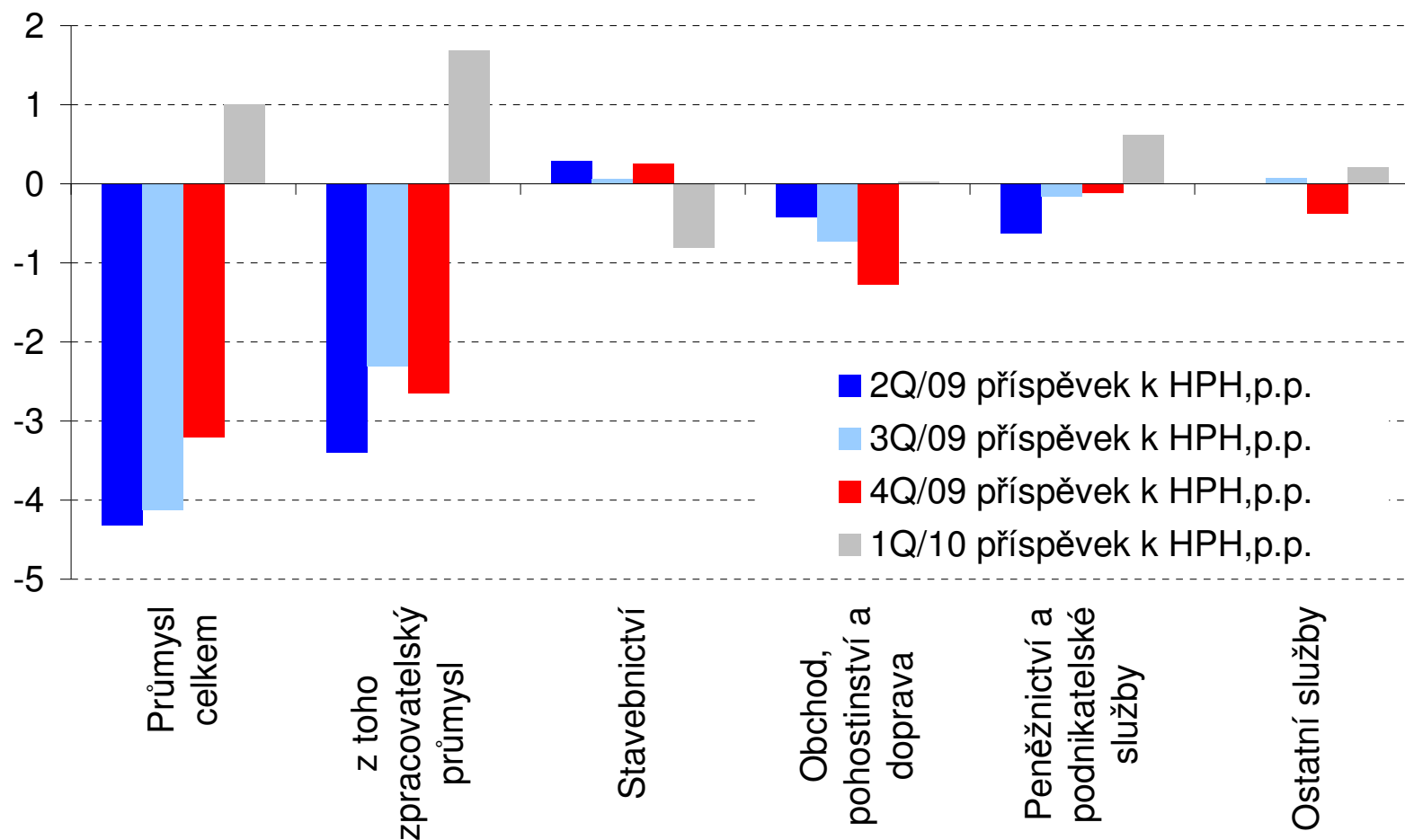


Zdroj: Alesina, A.; Ardagna, S.: „Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending“, Working Paper, October 2009

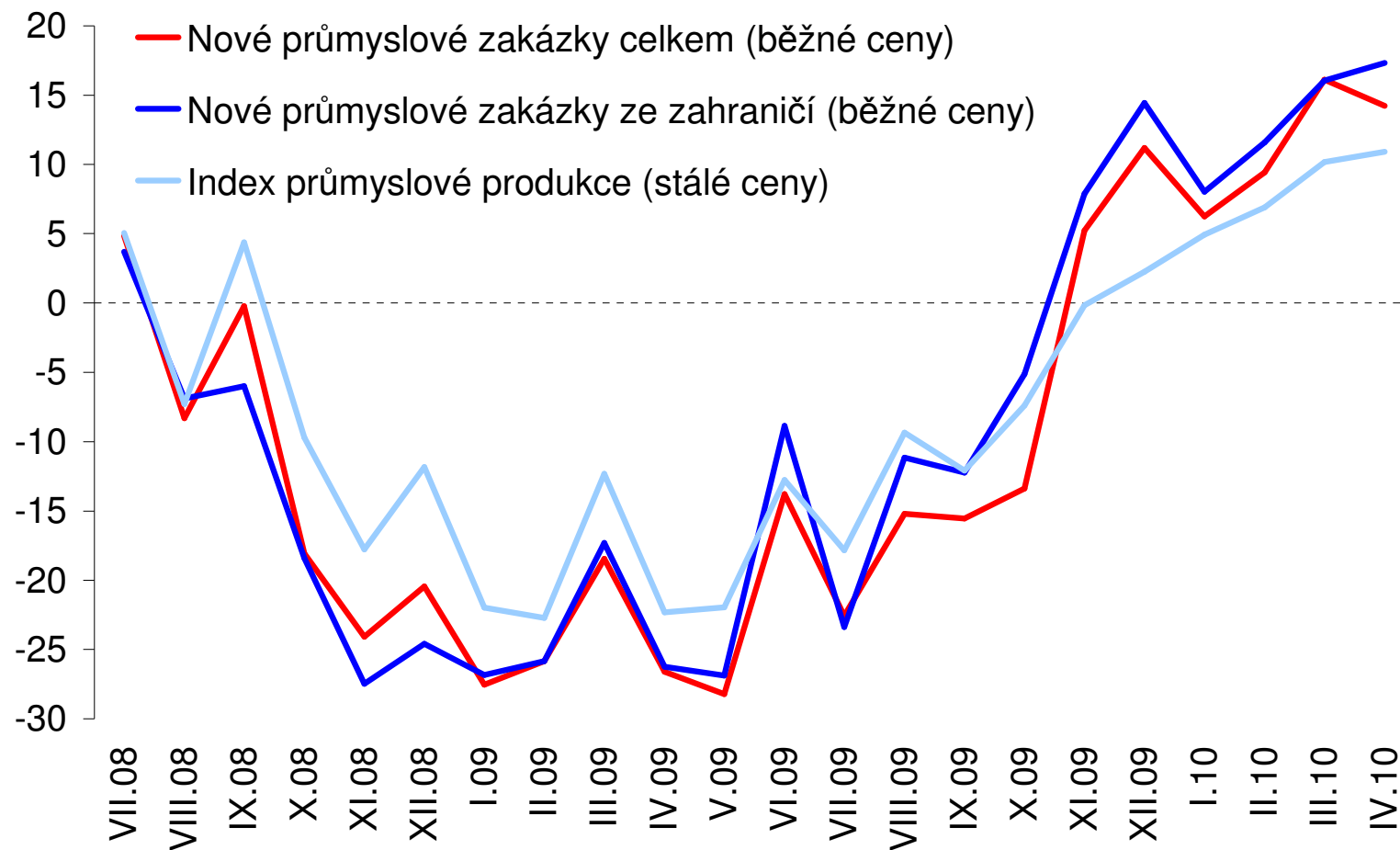
HDP v 1Q/10 vzrostl o 0,5% q/q, podobně jako v 3Q/09 a 4Q/09, růstu nejvíce pomáhaly zásoby a vývoz, zvedla se ale překvapivě spotřeba domácností (+0,7% q/q).



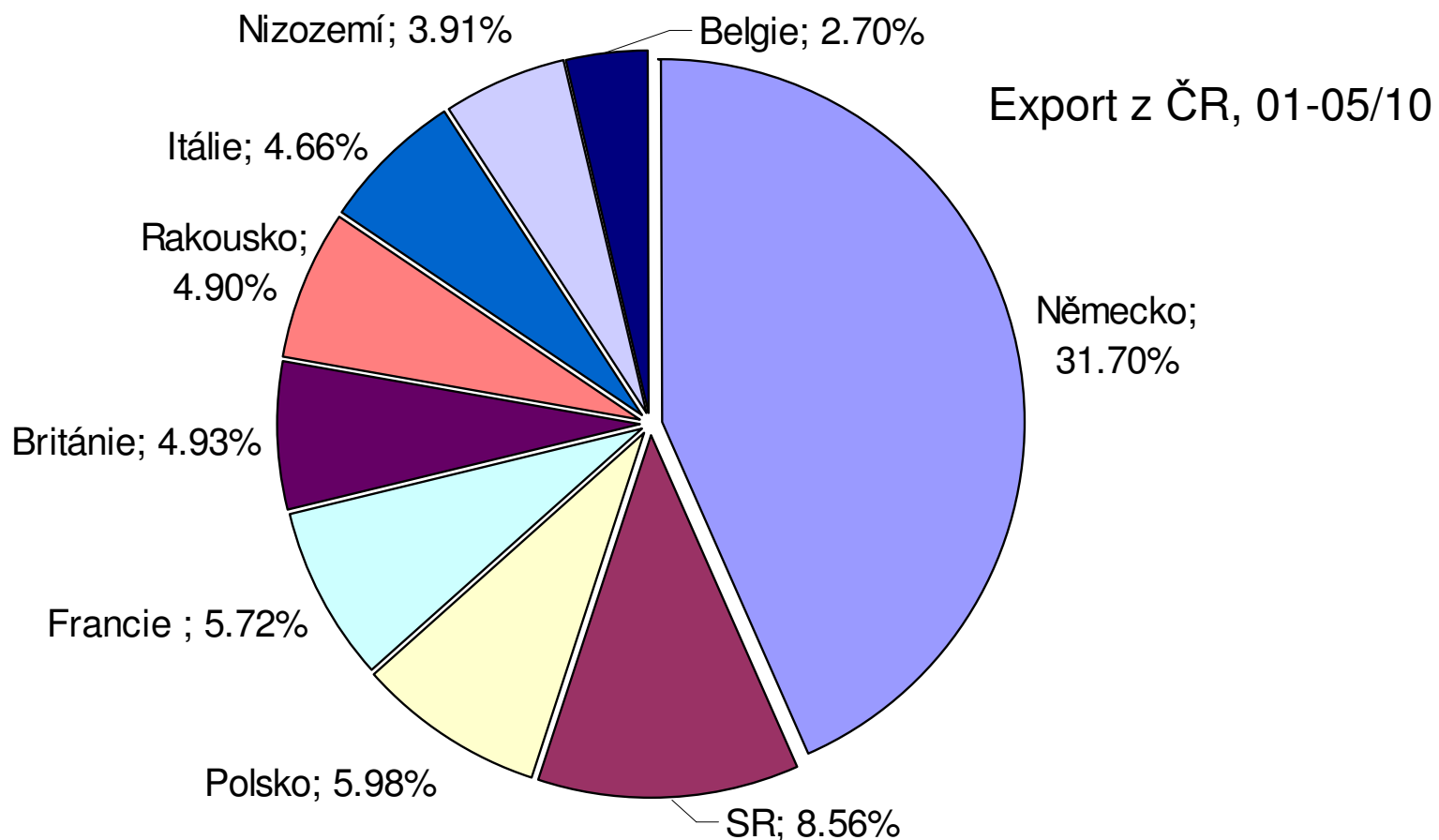
Oživení je klasicky taženo průmyslem – to, co bylo pro ČR nevýhodou koncem roku 2008 a počátkem roku 2009 (=velká otevřenost) je momentálně opět výhodou.



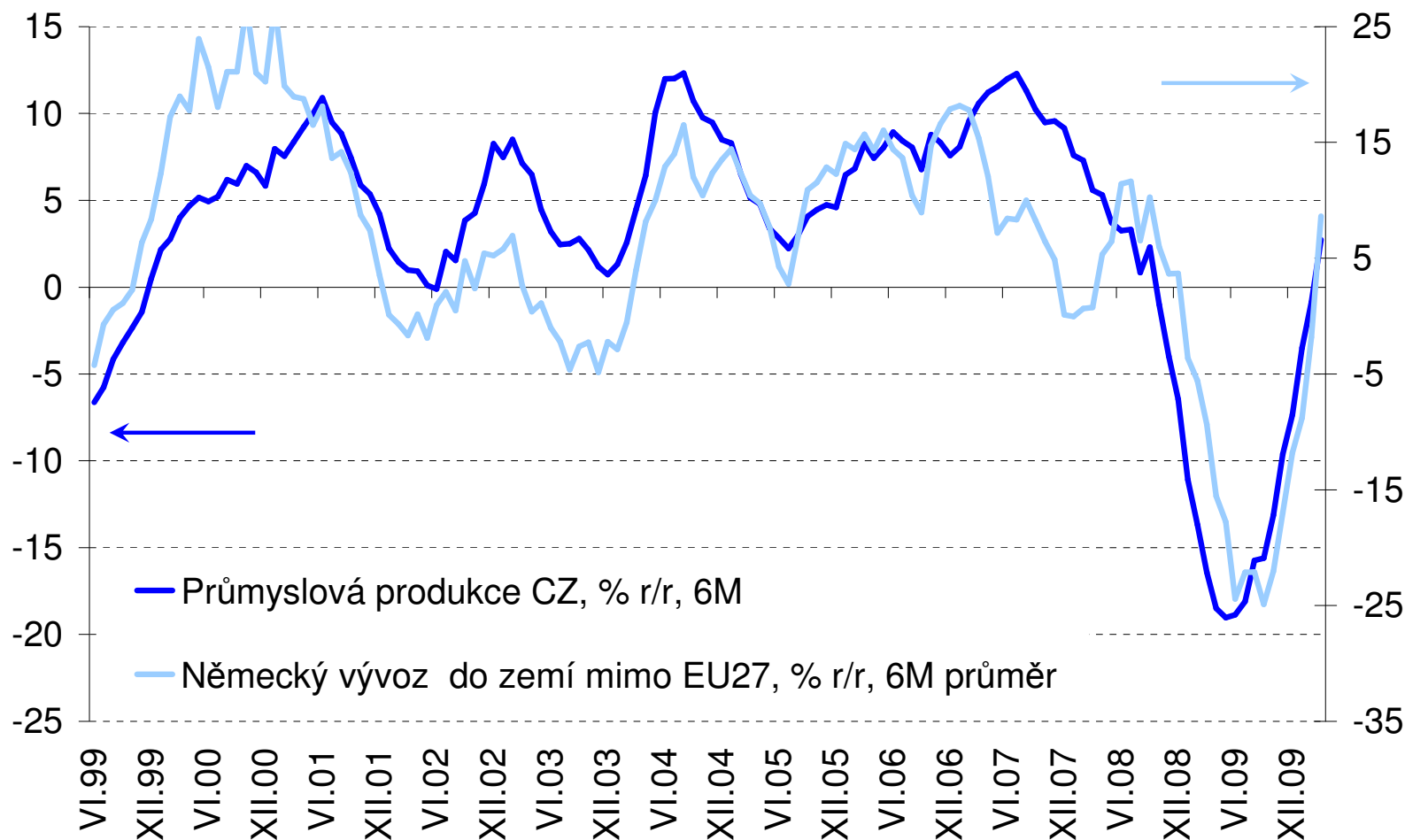
Další růst průmyslu a vývozů potvrzuje rychlé tempo růstu objednávek a tím pádem zlepšování důvěry... Odkud se bere poptávka po našich vývozech?



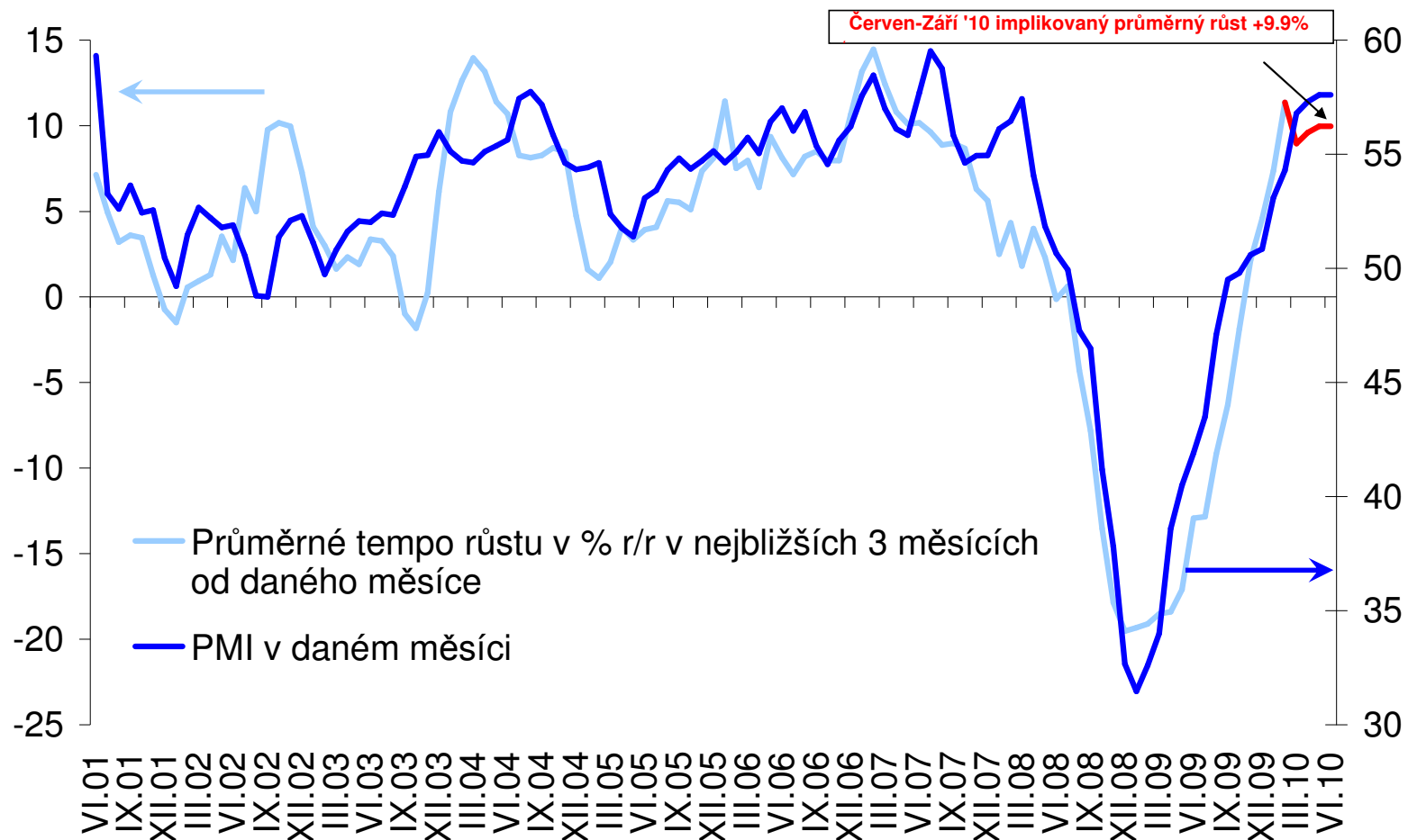
Naším největším obchodním partnerem je Německo, kde míří 32% našich vývozů (pro zajímavost, vývoz do PIGS tvoří 7%, samotné Řecko jen 0,4%)... Německo díky své proexportní struktuře ekonomiky profituje z růstu v Číně a oživení v USA...



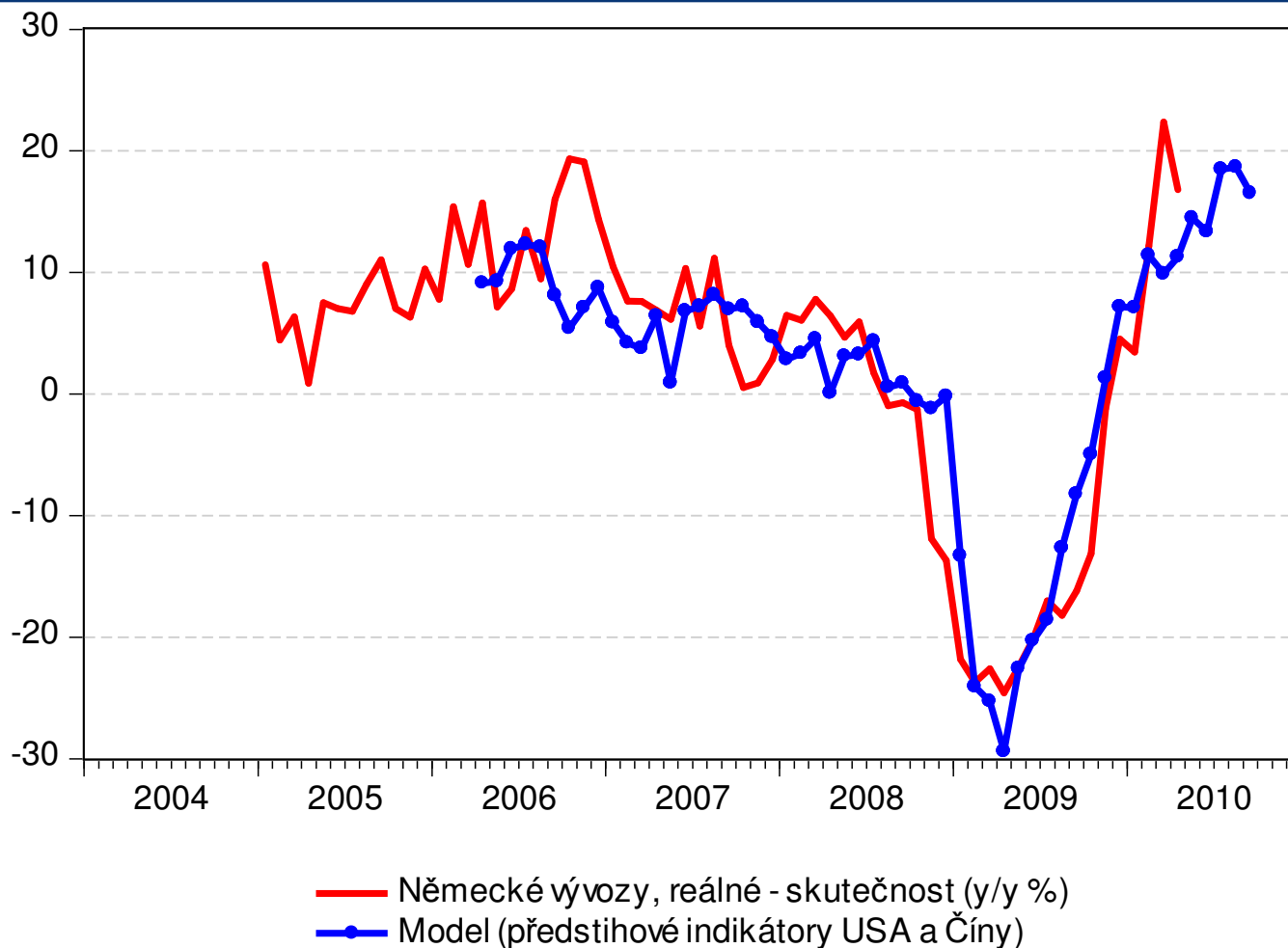
Mnohem více než španělská (ale i německá) poptávka domácností nás zajímá německý vývoz! Ze zemí MIMO EU teď přichází nejsilnější růstový impuls: **01-04/10 Německé vývozy ze zemí mimo EU27 (40% všech vývozů) +20% r/r, do zemí EMU + 8% (to EU27 +9%)**



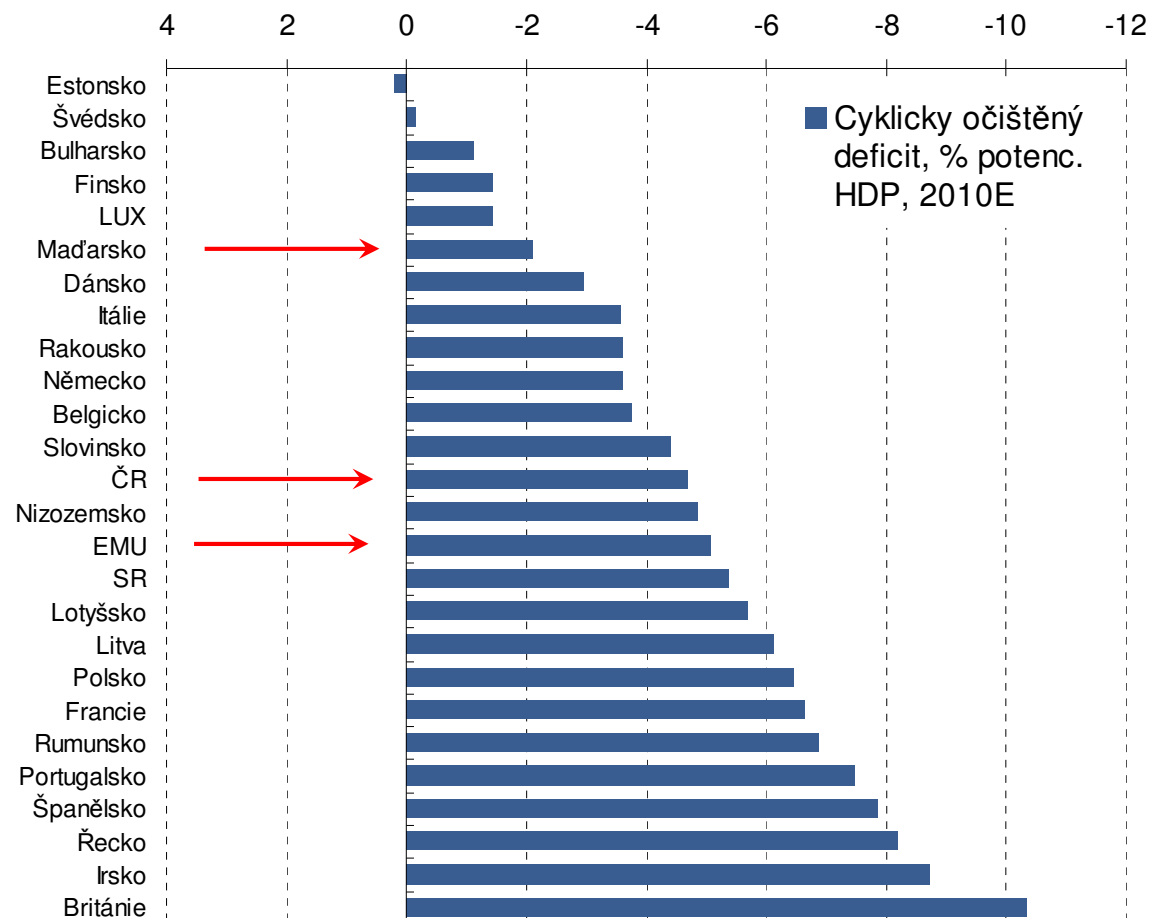
Dle lokálních PMI indexů (indexy nákupních manažerů) by měl růst CZ průmyslu pokračovat (i když s menší dynamikou) i ve 2H/10...



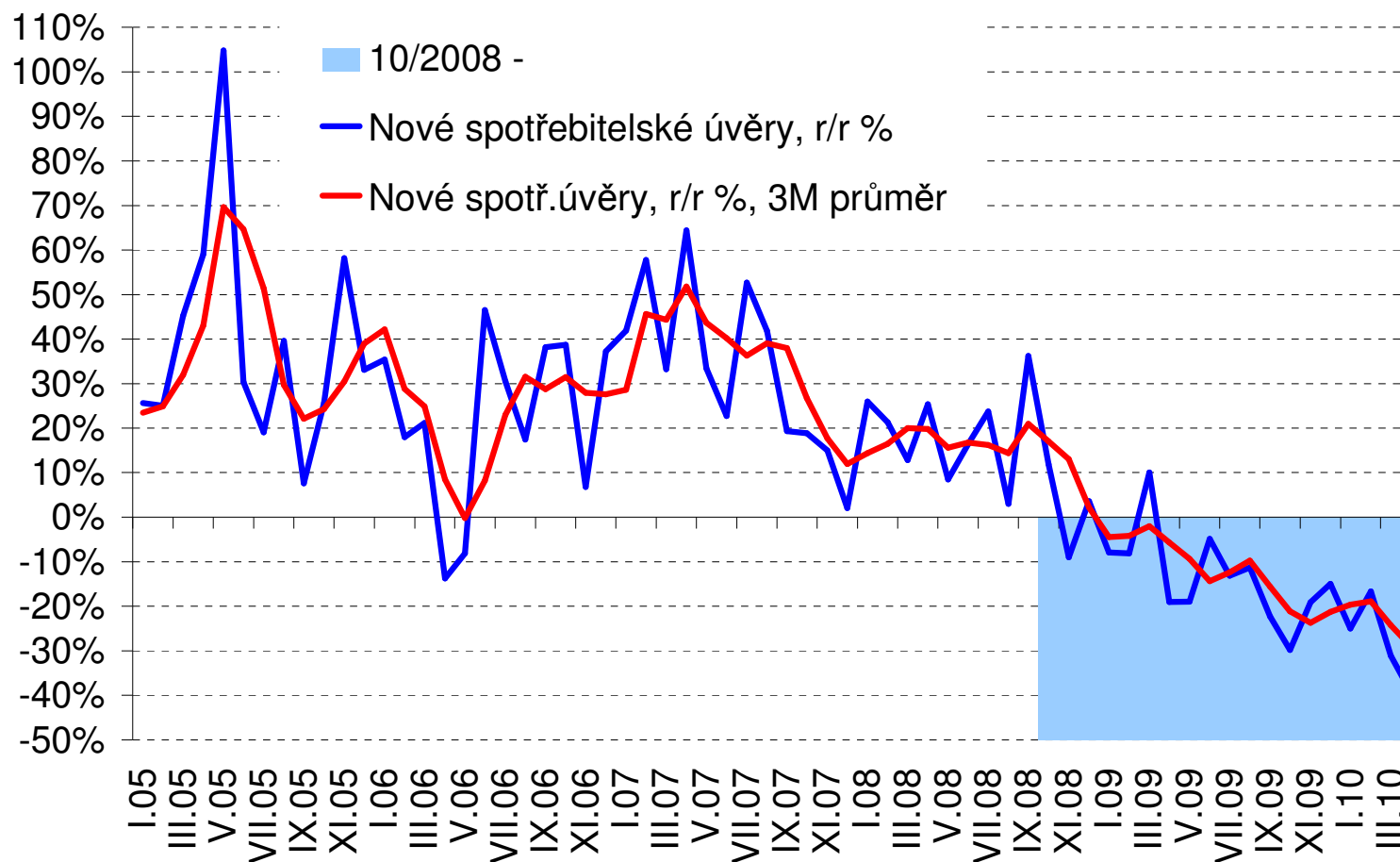
...což souhlasí s modelem založeným na čínských a amerických předstihových indikátorech, které vidí německé vývozy na 15% r/r ve 2H/10. 2H/10 tak bude pomalejší než 1H/10 (1Q/10:+0,5% q/q, 2Q/10E: 0,9% q/q) – růst HDP za celý rok 2010 **+1,8% r/r.**



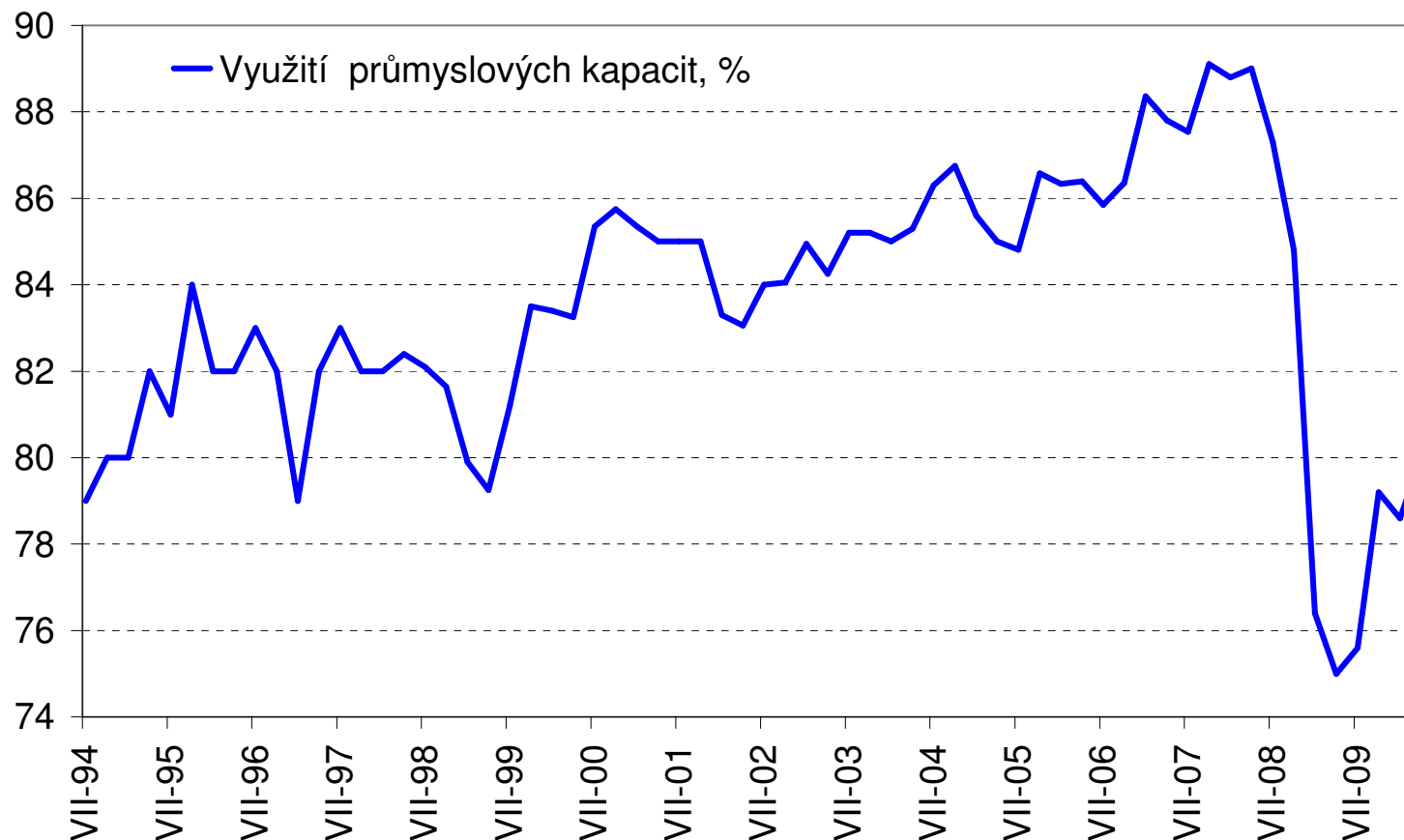
2011 : Fiskální konsolidace v ČR a v EMU: vysoké (strukturální) deficity musí pryč! Větším dopadem je domácí restrikce (cca 60-65 mld. CZK v roce 2011, 1,5% nom. HDP), restrikce v EMU, ač velká, dopadne spíše na jih EMU. Růst : 1,7%.



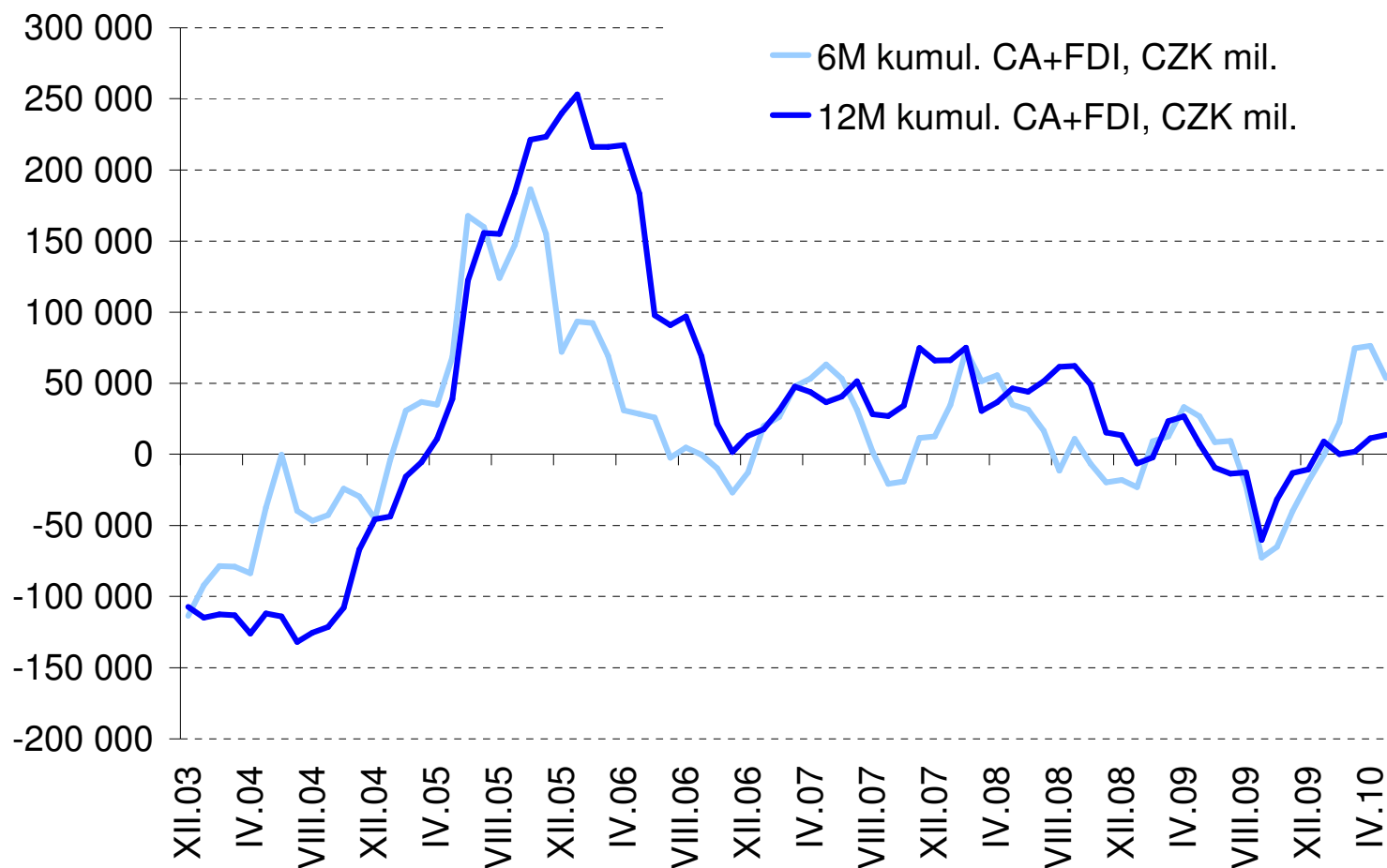
Spotřeba domácností zůstane slabá letos i v roce 2011: nezaměstnanost sice relativně rychle klesá, ale to je jenom důsledek silného cyklického oživení v 2Q/10 a nebude trvat dlouho (ač hodnoty 10% á la ČNB nečekáme). **Mzdy i úvěrování zůstává nízké.** Tímto tempem by nové úvěry klesly do konce roku o 18-20 mld. r/r: -1% nom. spotřeby



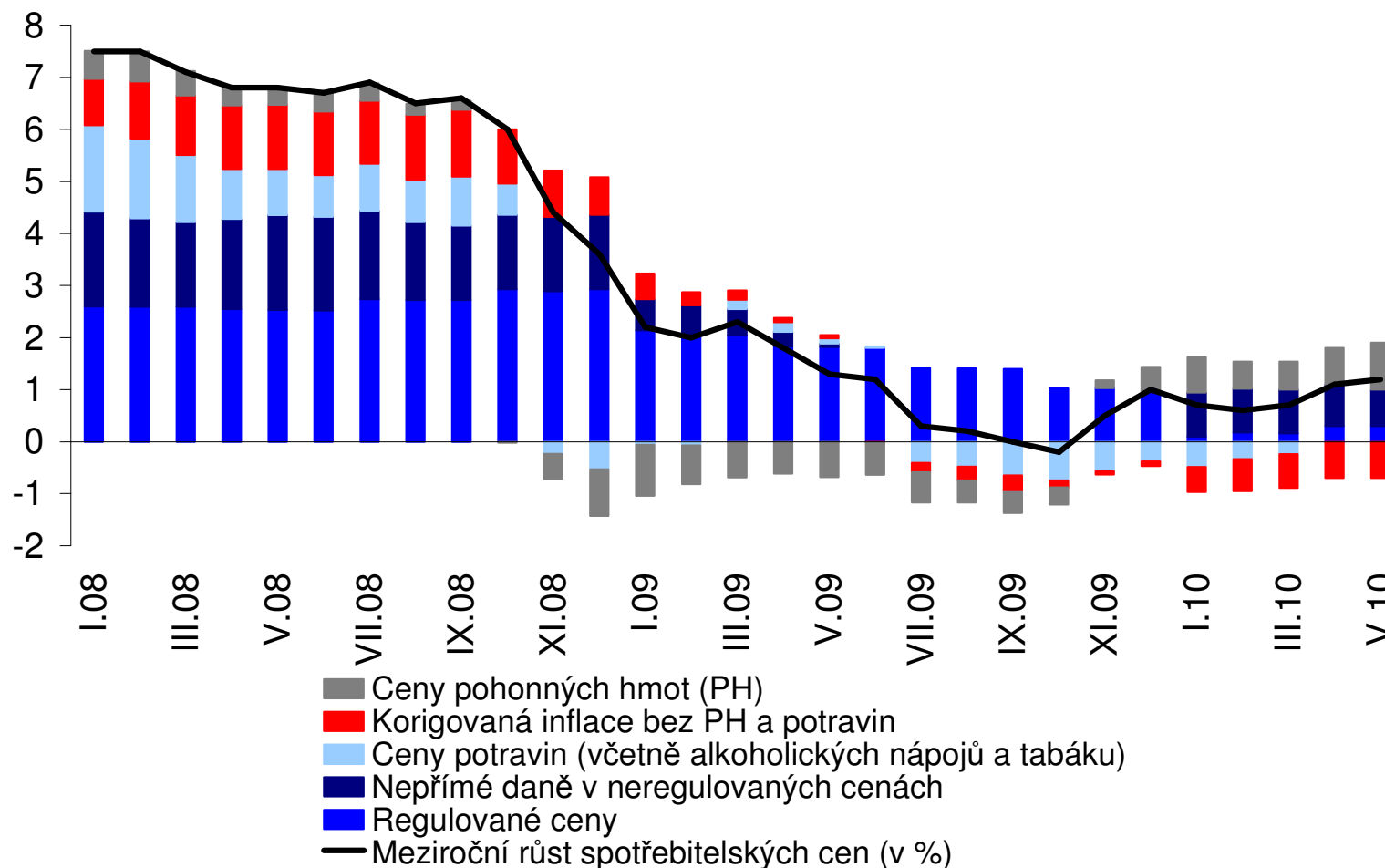
Fixní investice letos v dalším poklesu, mírný růst až v roce 2011: stále volné kapacity, nejistota, těžší financování, útlum stavebnictví.



EURCZK letos dále posílí, běžný účet díky obchodní bilanci (01-05/10 +25% r/r) a dividendám v malém deficitu, sentiment lepší → léto volatilní kolem 25.5, podzim posílení pod 25. **2011**: pokračování konvergence, EMU bojuje se strukturálními problémy, ČR profituje z růstu v Asii - **24.5**.



ČNB zůstane se sazbami **nízko delší dobu** vzhledem k nejistotám ohledně dopadů fiskální konsolidace, normalizované koruně, nízké inflaci a asymetrického vnímání rizika budoucí inflace („raději více inflace než méně růstu“). **Poptávková inflace je nízká (-1% r/r)**, celkovou inflaci zvedají jenom daně a paliva, teď se přidají i potraviny.



Shrnutí prognózy

ROČNĚ (průměry)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
Poptávka											
HDP (s.c.%)	1.8	3.6	4.3	6.4	7.0	6.1	2.3	-4.0	1.8	1.7	2.8
Spotřeba domácností (s.c.%)	2.2	5.9	2.8	2.6	5.1	4.9	3.5	-0.2	-0.1	1.5	1.8
Fixní Investice (s.c.%)	5.3	0.6	3.6	1.7	6.0	10.9	-1.5	-9.2	-4.3	2.3	2.9
Export (s.c.%)	2.0	7.2	20.3	11.9	16.2	15.0	6.0	-10.1	7.4	3.3	4.7
Import (s.c.%)	4.9	8.0	17.5	5.3	14.7	14.3	4.5	-10.1	6.1	1.3	3.4
Zpracovatelský průmysl (s.c.%)	5.2	-1.0	12.6	12.2	15.3	9.2	7.2	-11.4	5.6	3.0	3.9
Maloobchod (%)	1.5	6.7	3.9	8.2	10.9	10.2	3.2	-4.2	-1.4	2.1	2.1
Příspěvky k růstu, p.b.											
Spotřeba domácností (s.c.)	1.1	3.1	1.5	1.3	2.6	2.4	1.7	-0.1	-0.1	0.8	0.9
Fixní Investice (s.c.)	1.5	0.2	1.1	0.5	1.7	3.0	-0.4	-2.6	-1.1	0.6	0.7
Čistý export (s.c.)	-2.2	-1.1	0.8	5.1	1.1	0.7	1.4	-0.3	0.5	2.0	1.5
Zásoby (s.c.)	-0.2	-0.6	1.5	-0.7	1.3	-0.2	-0.6	-2.4	2.3	-0.8	0.0
Veřejné rozpočty											
Saldo státního rozpočtu (% HDP)	-6.8	-6.6	-3.0	-3.6	-2.6	-0.7	-0.5	-5.3	-5.2	-3.7	-3.0
Trh práce											
Nezaměstnanost (%) ²	(9.2)	(9.9)	9.4	8.9	8.1	6.6	5.4	8.1	9.1	9.2	9.1
Nominální mzdy (%)	8.1	5.9	6.3	5.1	6.6	7.3	8.4	4.0	2.1	3.5	3.6
Reálné mzdy (%)	6.2	5.8	5.5	2.9	3.3	4.5	3.4	1.5	0.9	1.2	1.3
Vnější vztahy											
Obchodní bilance (mld. CZK)	-71	-70	-26	39	40	85	71	150	145	120	98
Obchodní bilance (% HDP)	-2.9	-2.7	-0.9	1.3	1.2	2.4	1.9	4.1	3.9	3.1	2.4
Běžný účet (mld.CZK)	-136	-161	-147	-40	-77	-113	-114	-37	-24	-47	-55
Běžný účet (% HDP)	-5.5	-6.2	-5.2	-1.3	-2.4	-3.2	-3.1	-1.0	-0.6	-1.2	-1.3
Ceny											
CPI inflace (%)	1.8	0.1	2.8	1.9	2.5	2.8	6.4	1.1	1.3	2.4	2.3
Poptávková inflace (%) ³	1.7	0.6	1.2	0.8	0.6	0.7	2.0	0.0	-0.8	1.0	0.8
Měnové podmínky											
CZK/EUR	30.8	31.9	31.9	29.8	28.3	27.8	25.0	26.4	25.5	24.4	23.5
CZK/USD	32.7	28.2	25.7	24.0	22.6	20.3	17.1	19.0	20.6	19.6	17.5
2W repo sazba (%)	3.6	2.3	2.2	2.0	2.2	2.9	3.5	1.5	0.9	1.3	1.8
3M PRIBOR (%)	3.5	2.3	2.4	2.0	2.3	3.1	4.0	2.2	1.3	1.5	2.1
12M PRIBOR (%)	3.6	2.3	2.7	2.1	2.7	3.4	4.2	2.6	1.8	2.0	2.7
10Y swap (%)	5.0	4.2	4.7	3.5	3.8	4.2	4.2	3.7	3.1	3.3	3.4

Ekonomické a strategické analýzy

David Navrátil	Hlavní ekonom	+420/224 995 439	dnavratil@csas.cz
Makro			
Martin Lobotka	Česká republika	+420/224 995 192	mlobotka@csas.cz
Jana Krajčová	Polsko a CEE2	+420/224 995 232	jkrajcova@csas.cz
Luboš Mokráš	Hlavní trhy a komodity	+420/224 995 456	lmokras@csas.cz
Petr Bittner	Bankovní sektor	+420/224 995 172	pbittner@csas.cz
Akcie			
Petr Bártek	Akciová strategie, ČEZ, NWR, CEE real estate	+420/224 995 227	pbartek@csas.cz
Radim Kramule	CEE oil&gas, Philip Morris	+420/224 995 213	rkramule@csas.cz
Václav Kmínek	CEE media	+420/224 995 289	vkminek@csas.cz
Martin Krajhanzl	Market analyst	+420/224 995 456	mkrajhanzl@csas.cz