

**EMU po LTRO –**

**je Evropa z nejhoršího venku?**

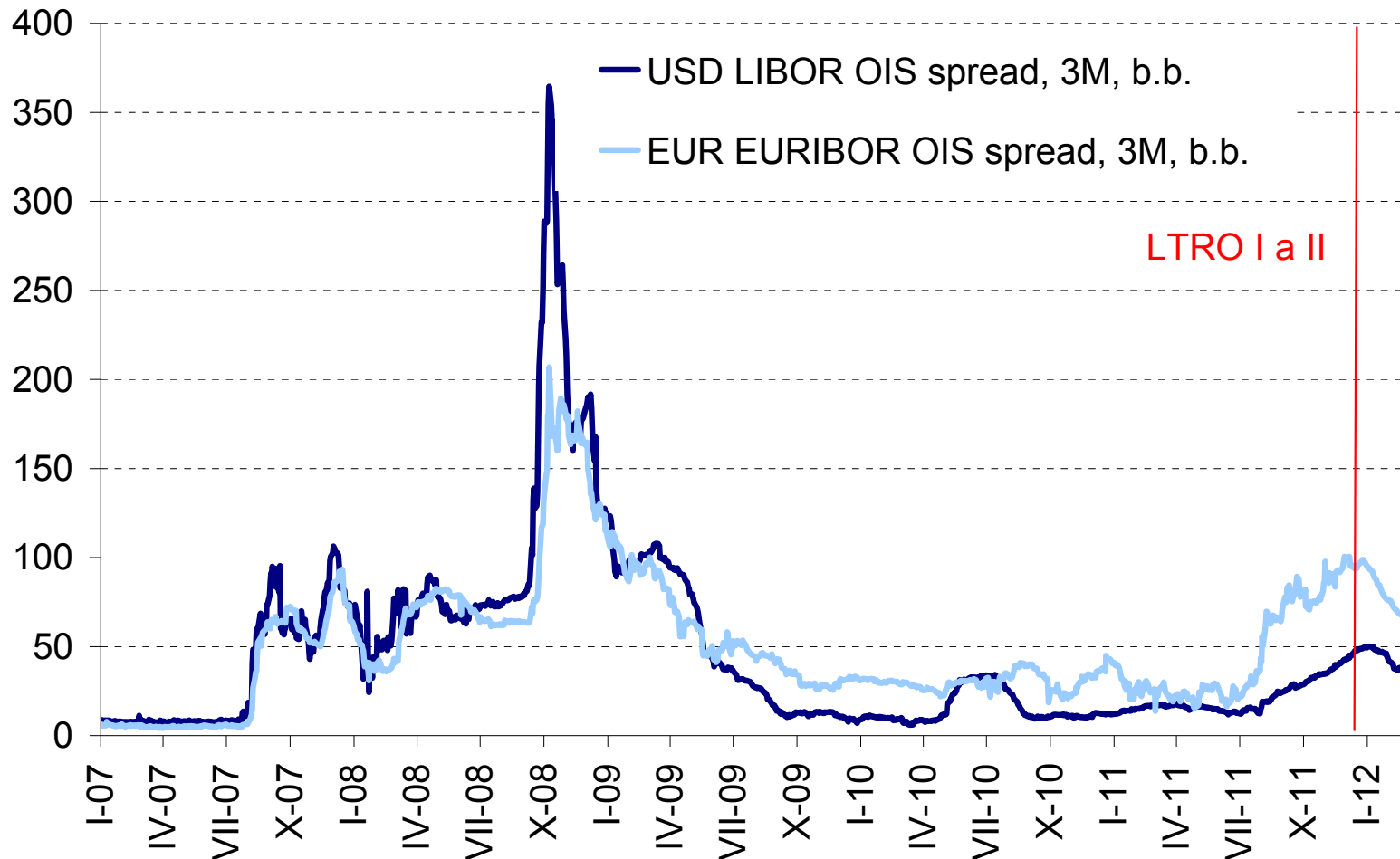
**Výhled na EMU a ČR**



**Martin Lobotka**  
**Praha, 4. dubna 2012**

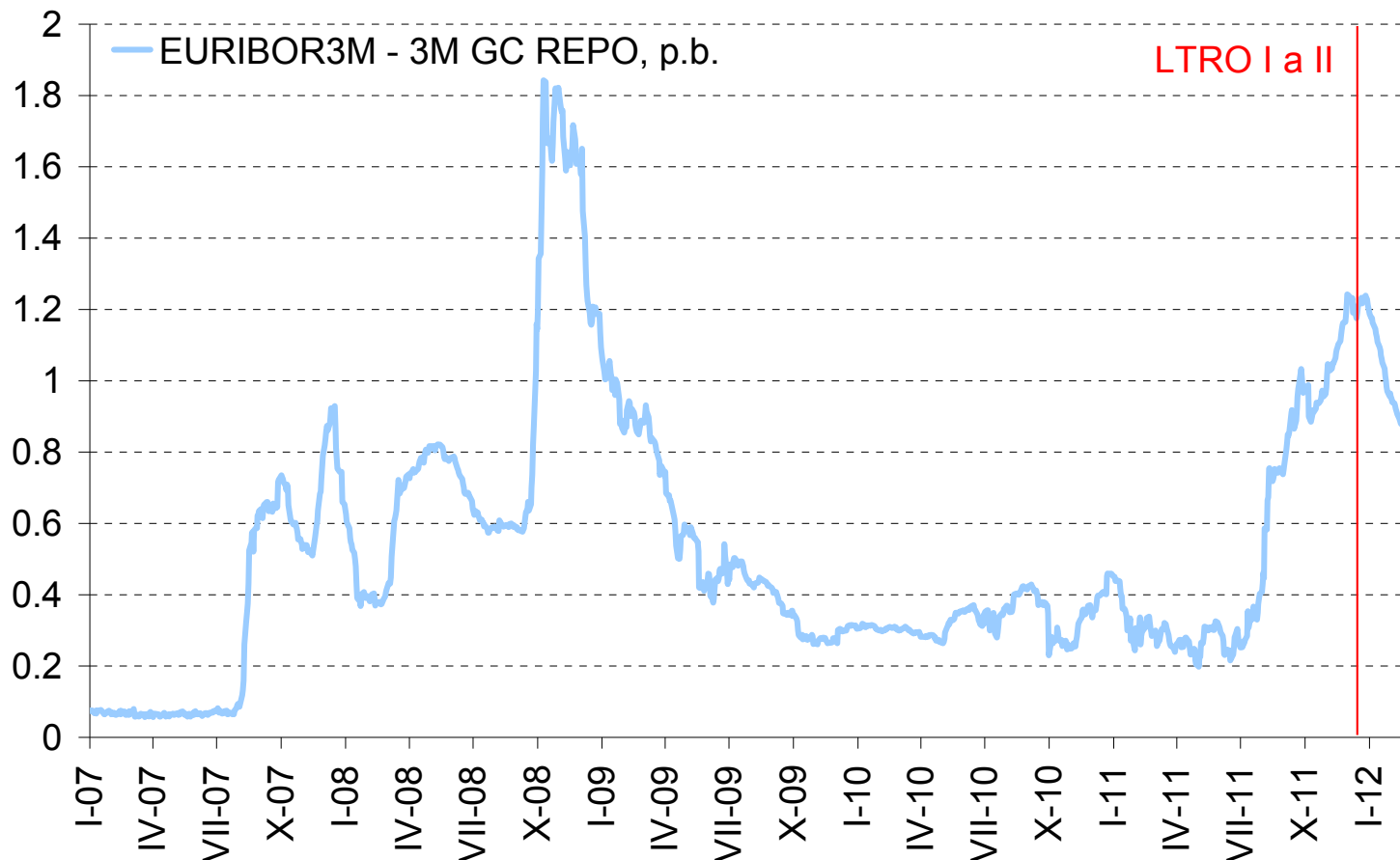
**ČESKÁ**   
**SPŮRITELNA**  
Jsme Vám blíž.

**Dluhová krize EMU** – poté, co se situace na finančních trzích ve 4Q11 zhoršila natolik, že hrozila incidentem podobným kolapsu Lehman Brothers, neměla ECB na výběr. Ve dvou aukcích tříleté likvidity („LTRO“) dodala do finančního sektoru (v hrubém) přes 1000 mld. EUR. A trhy zareagovaly. Jak na nezajištěném,...



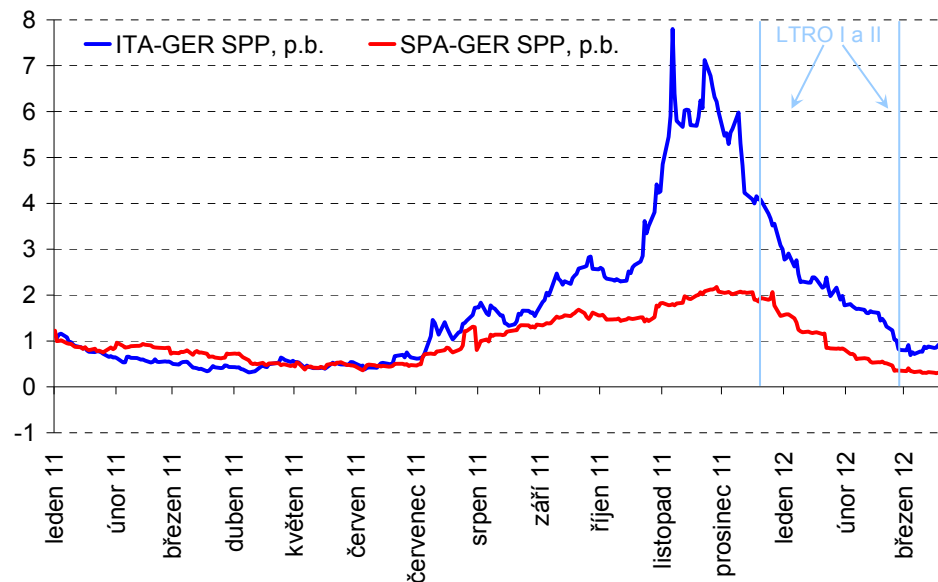
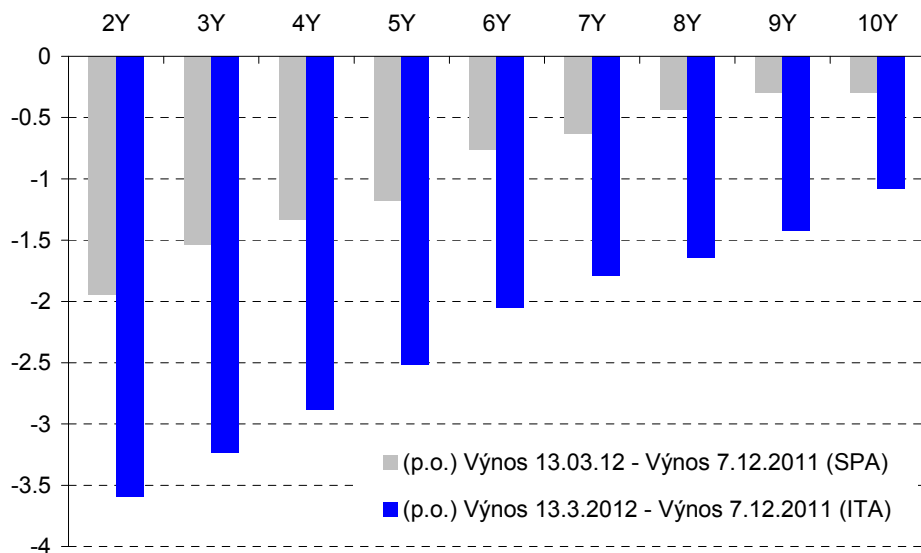
Zdroj: Bloomberg. Pozn. EURIBOR-OIS spread je měřítkem nedůvěry na mezibankovním trhu.

...tak na zajištěném financování se **projevila záplava likvidity blahodárně.**



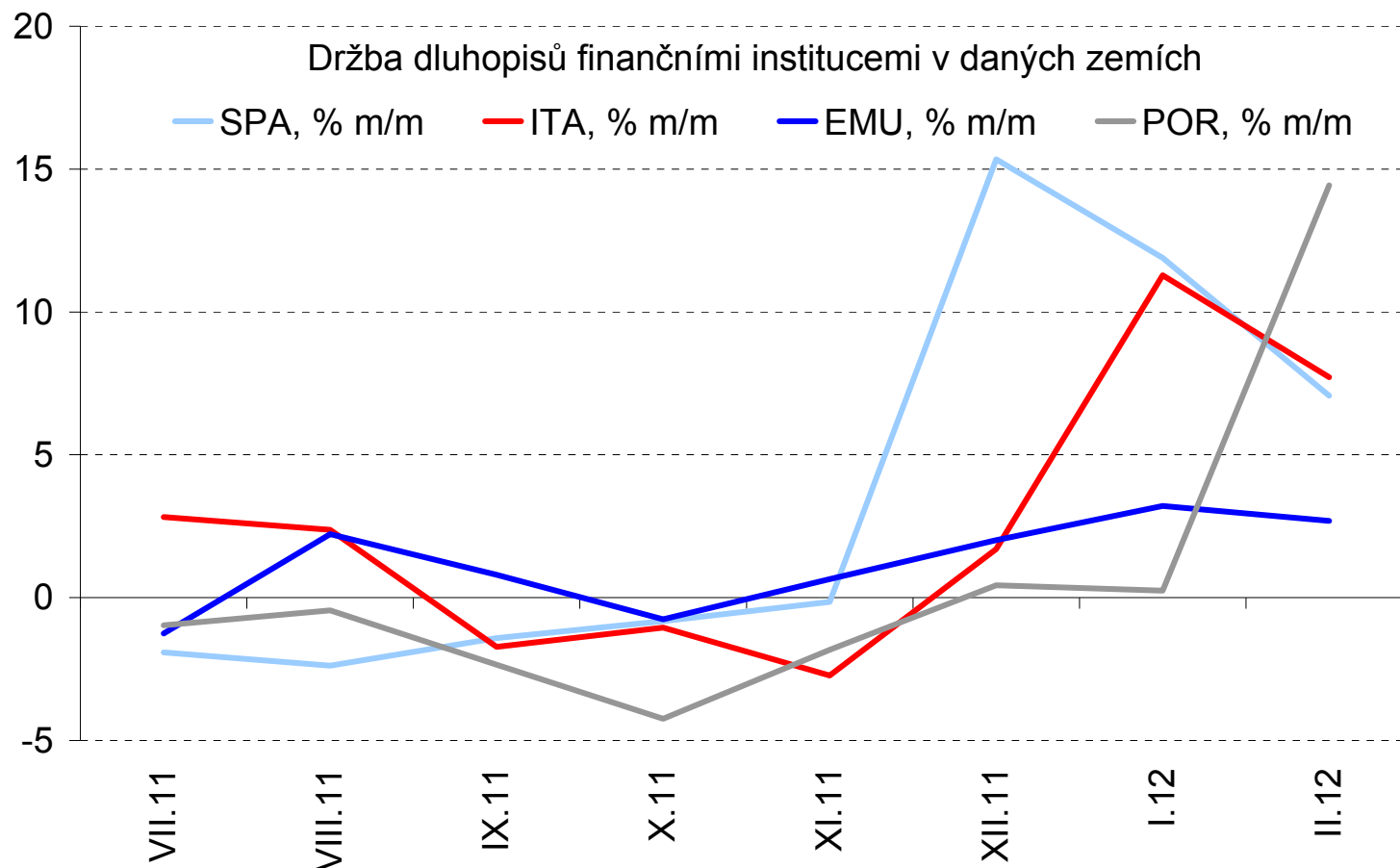
Zdroj: Bloomberg. Pozn.: GC („general collateral“) repo je kontrakt, kde výměnou za zastavení domluveného cenného papíru (většinou dluhopisu vlády, tzv. kolaterál, jímž v případě GC repo kontraktu není konkrétní cenný papír, ale jenom jistá množina papírů) poskytuje věřitel úvěr dlužníkovi na domluvenou dobu. Repo sazba je cenou kontraktu. Spread mezi zajištěným a nezajištěným kontraktem je mírou napětí na peněžním trhu.

# Dle očekávání **zareagovaly i dluhopisové trhy** – spread italských i španělských dluhopisů se utáhl, klesly výnosy SPP...



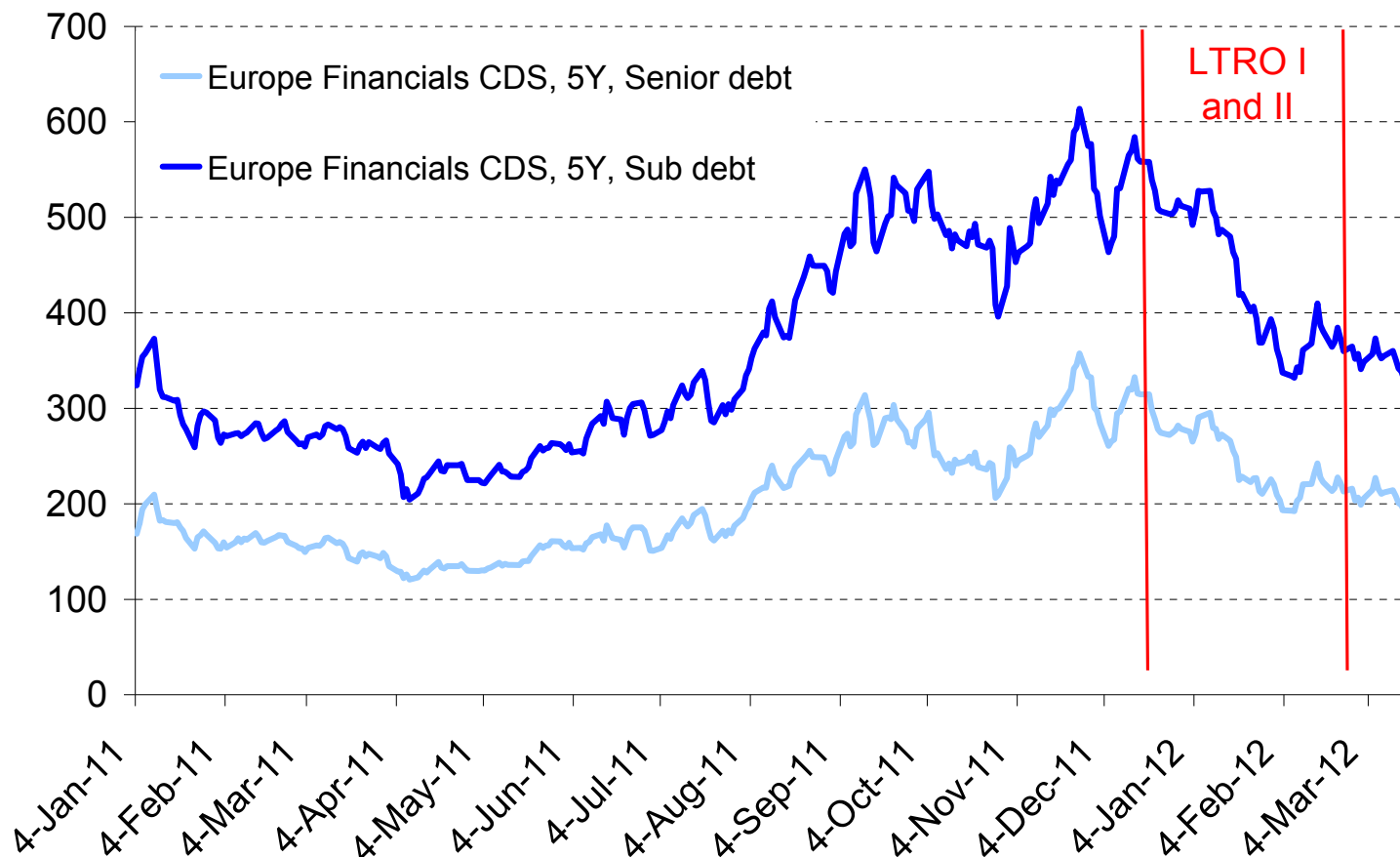
Zdroj: Bloomberg.

...jenom nevím, jestli je to dobrá zpráva. Důvodem poklesu výnosů totiž bylo, že banky, zejména španělské, italské a portugalské, zvýšily své nákupy dluhů svých vlád. To však na jedné straně snižuje náklady na financování jednotlivým státům, na straně druhé ještě víc umocňuje vzájemnou závislost (a zranitelnost) vlád a finančního sektoru.



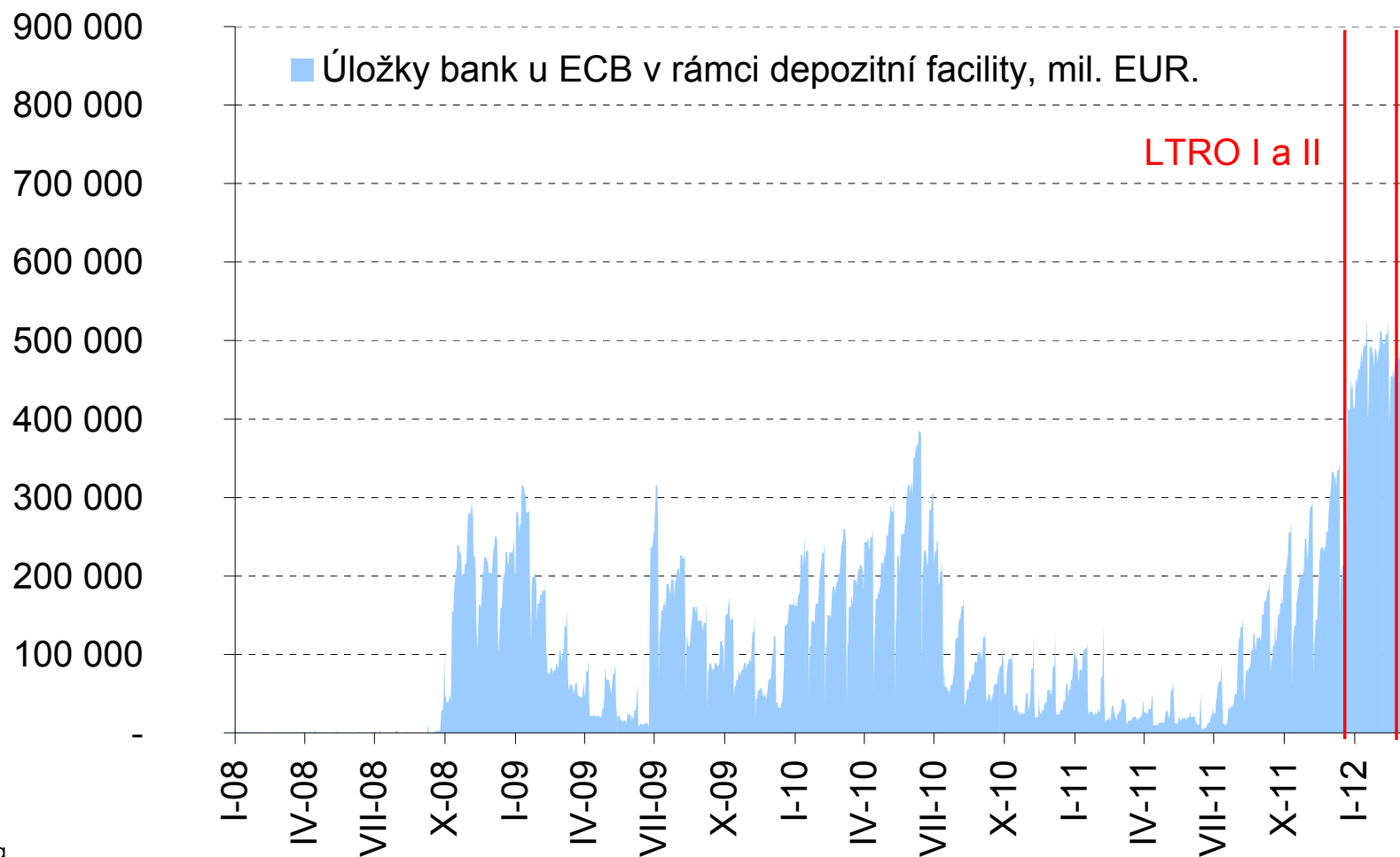
Zdroj: Statistical data warehouse ECB.

V každém případě, **do reálné ekonomiky moc peněz ne(po)teče**. Banky, jak jsme viděli, použily část peněz na nákup dluhopisů vlád, část na splacení maturujícího dluhu (který by jinak na trhu refinancovaly pouze obtížně). To **snížilo vnímanou rizikovost bank**.



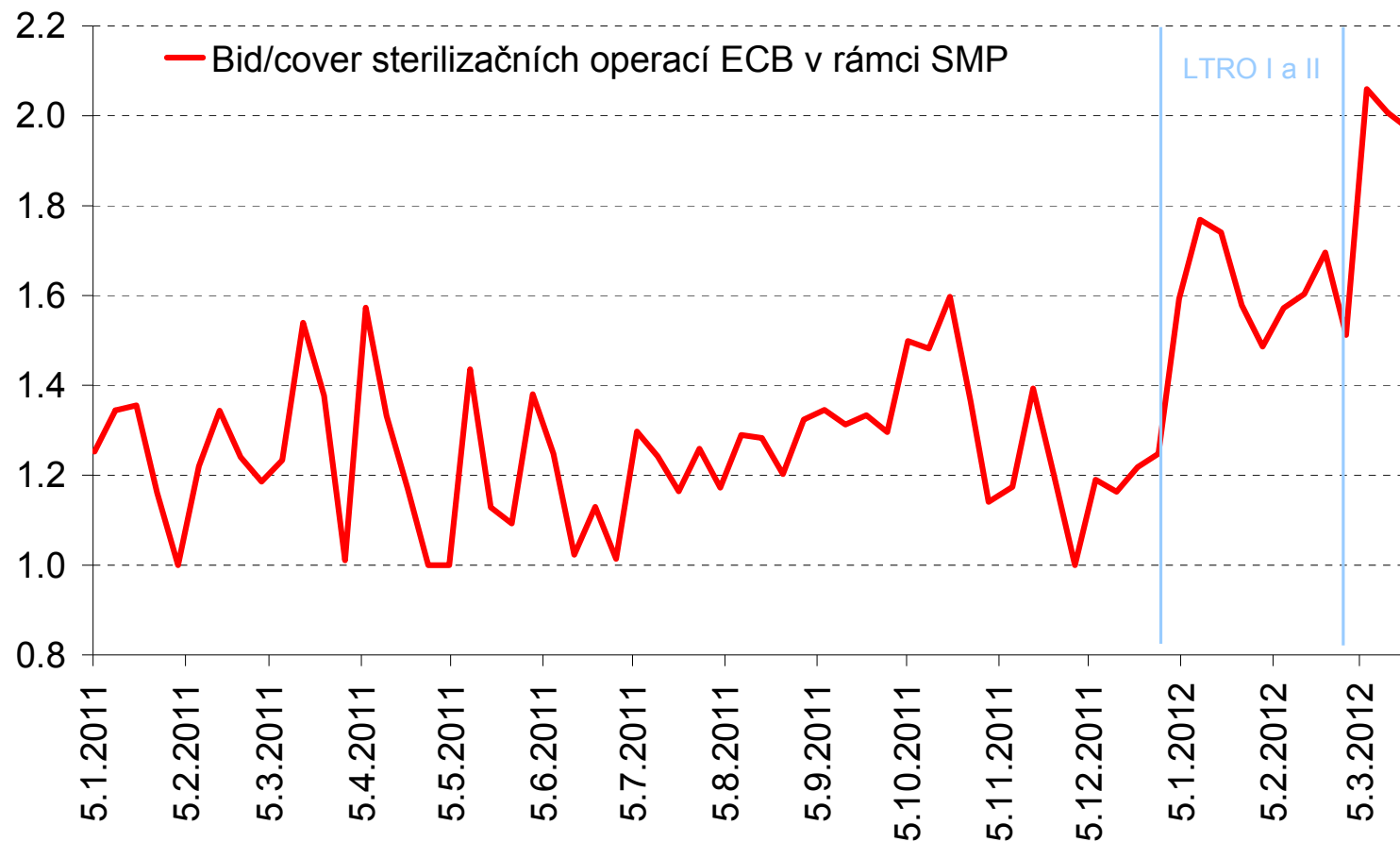
Zdroj: Bloomberg

**Největší část peněz se však obloukem vrátila do ECB. To je vidět nejenom na depozitní facilitě, ale i například na...**



Zdroj: Bloomberg

**...velké poptávce ve sterilizačních operacích, jimiž se ECB snaží stáhnout z trhu peníze, které tam předtím dodala v rámci programu nákupu dluhopisů periferních států (tzv. program SMP – Securities Markets Programme).**

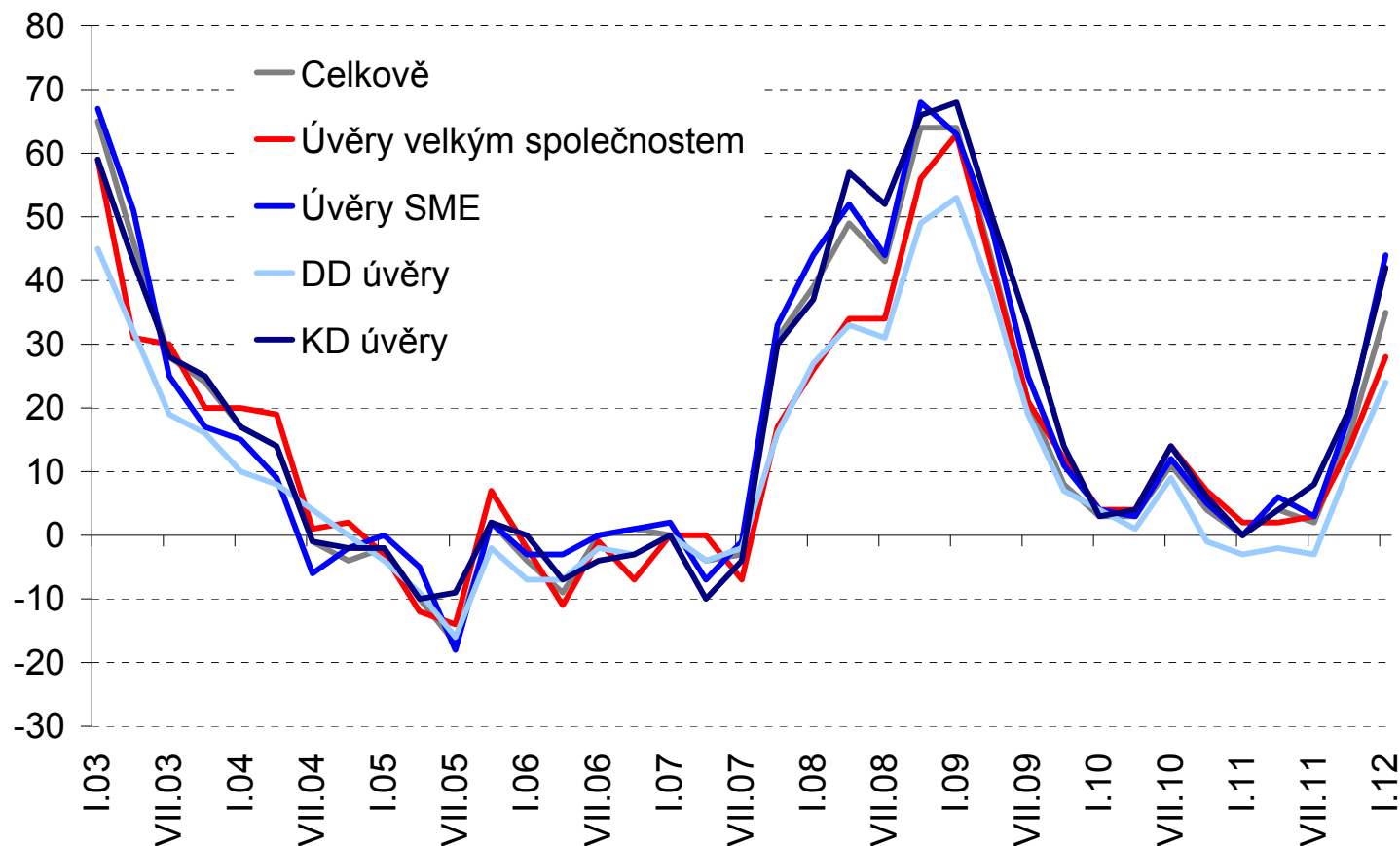


Zdroj: [http://www.ecb.int/mopo/implement/omo/html/top\\_history.en.html](http://www.ecb.int/mopo/implement/omo/html/top_history.en.html)



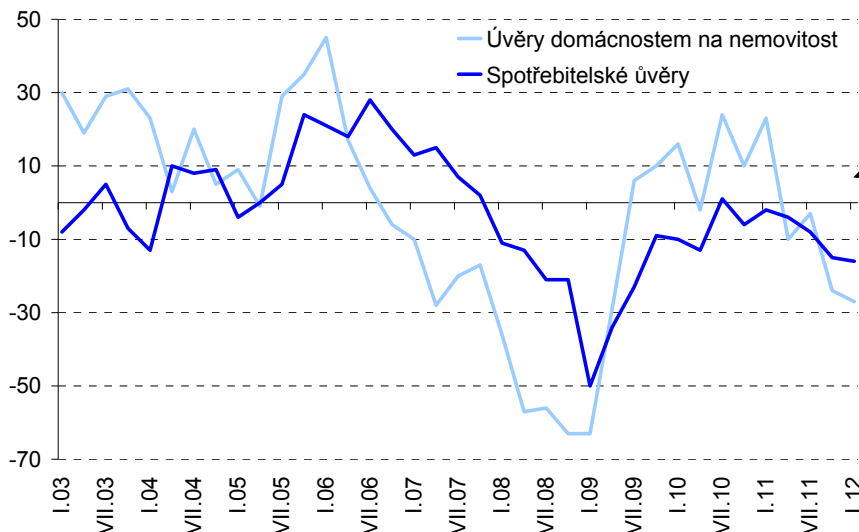
# A tak i navzdory masivním injekcím likvidity jsou nervóznější banky a...

Zpřísnění podmínek při poskytování úvěrů podnikům v EMU – čisté % bank reportující zpřísnění pravidel poskytování úvěrů (p.b.)



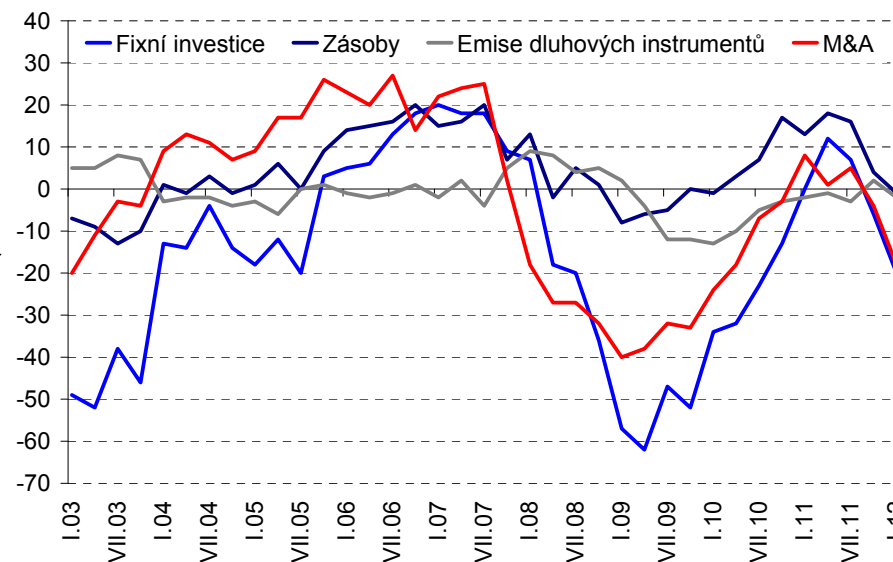
Zdroj: ECB Bank Lending Survey Pozn.: „Čisté % bank“ je rozdíl mezi % bank, které podmínky zpřísní, a % těch, které je nemění nebo uvolňují.

# ... nervózní spotřebitelé tím důvodem, proč...



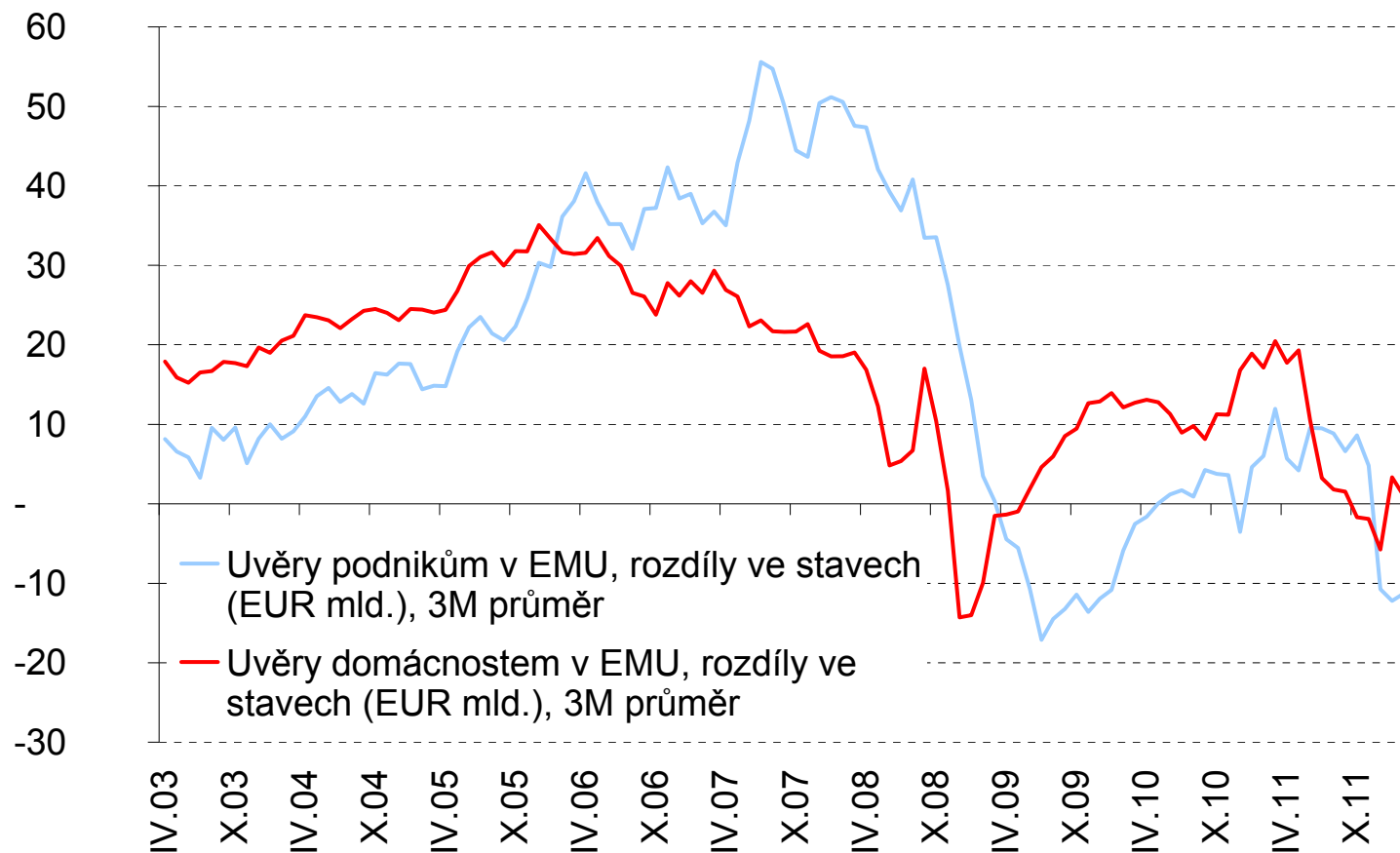
Změny v poptávce po úvěrech ze strany spotřebitelů – čisté % bank reportující pozitivní příspěvek daného segmentu k poptávce po úvěrech domácnostem (p.b.)

Změny v poptávce po úvěrech ze strany spotřebitelů – čisté % bank reportující pozitivní příspěvek daného segmentu k poptávce po korporátních úvěrech (p.b.)



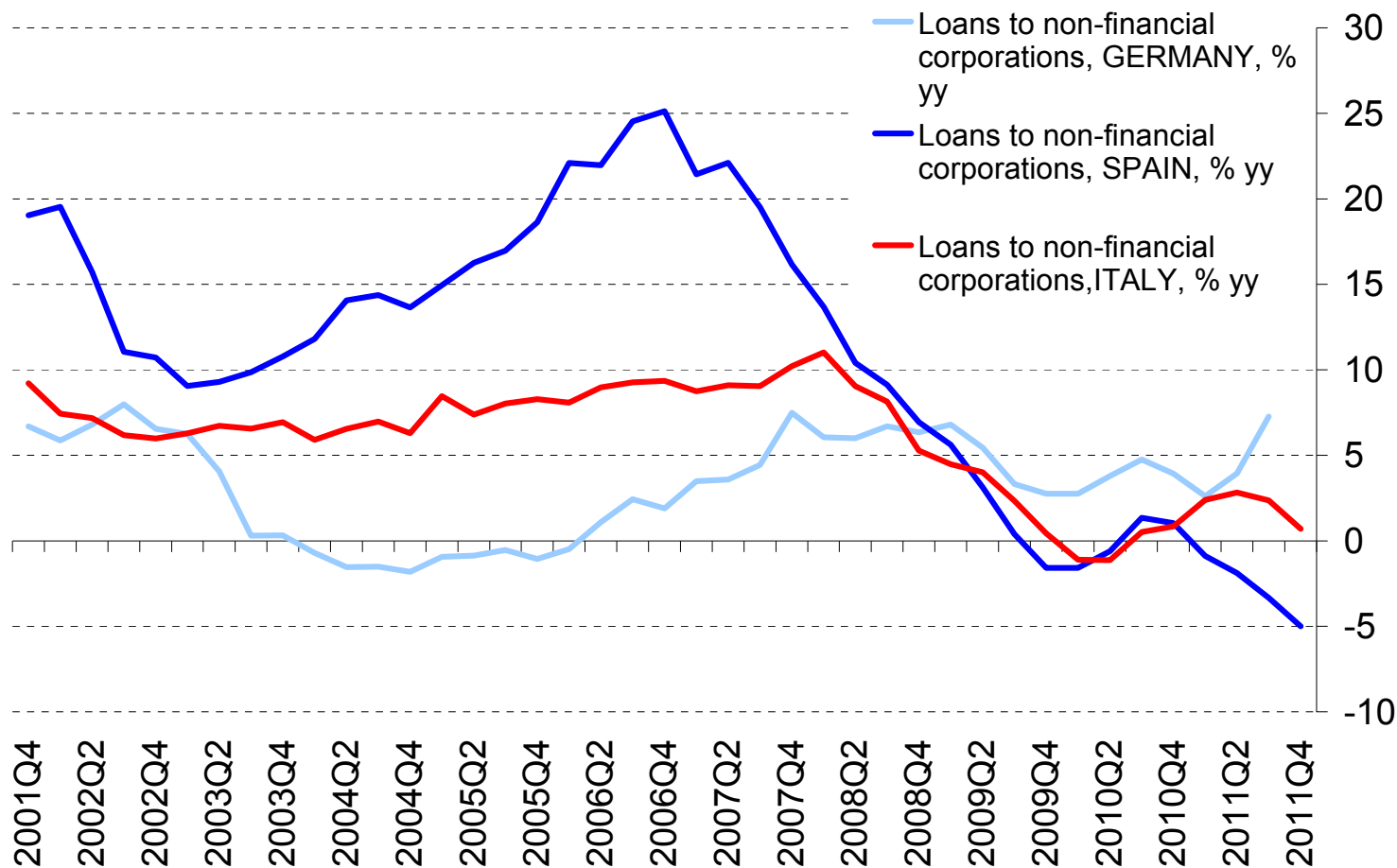
Zdroj: ECB Bank Lending Survey. Pozn.: „Čisté % bank“ je v tomto případě rozdíl mezi % bank, které říkají, že poptávka vzrostla, a % těch, které říkají, že poptávka klesla.

## ...úvěrová aktivita v EMU klesá, a to zejména...



Zdroj: ECB Statistical Data Warehouse

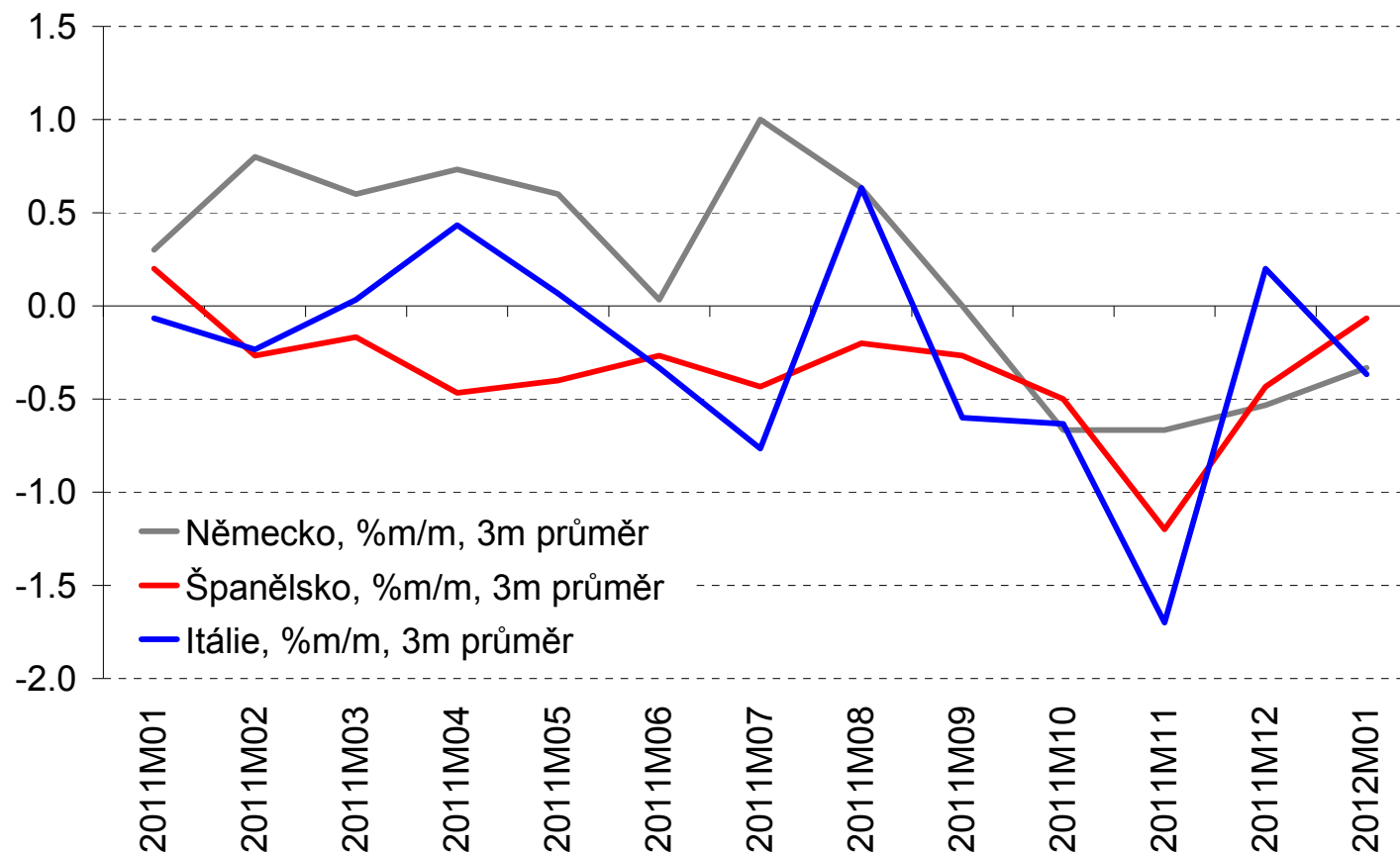
.... na jihu EMU. To, **společně s probíhající fiskální restrikcí** (opět nejsilnější na jihu), je ten hlavní důvod, proč letos **EMU mírně poklesne** (HDP 2012f: -0,3% r/r).



Zdroj: ECB Statistical Data Warehouse

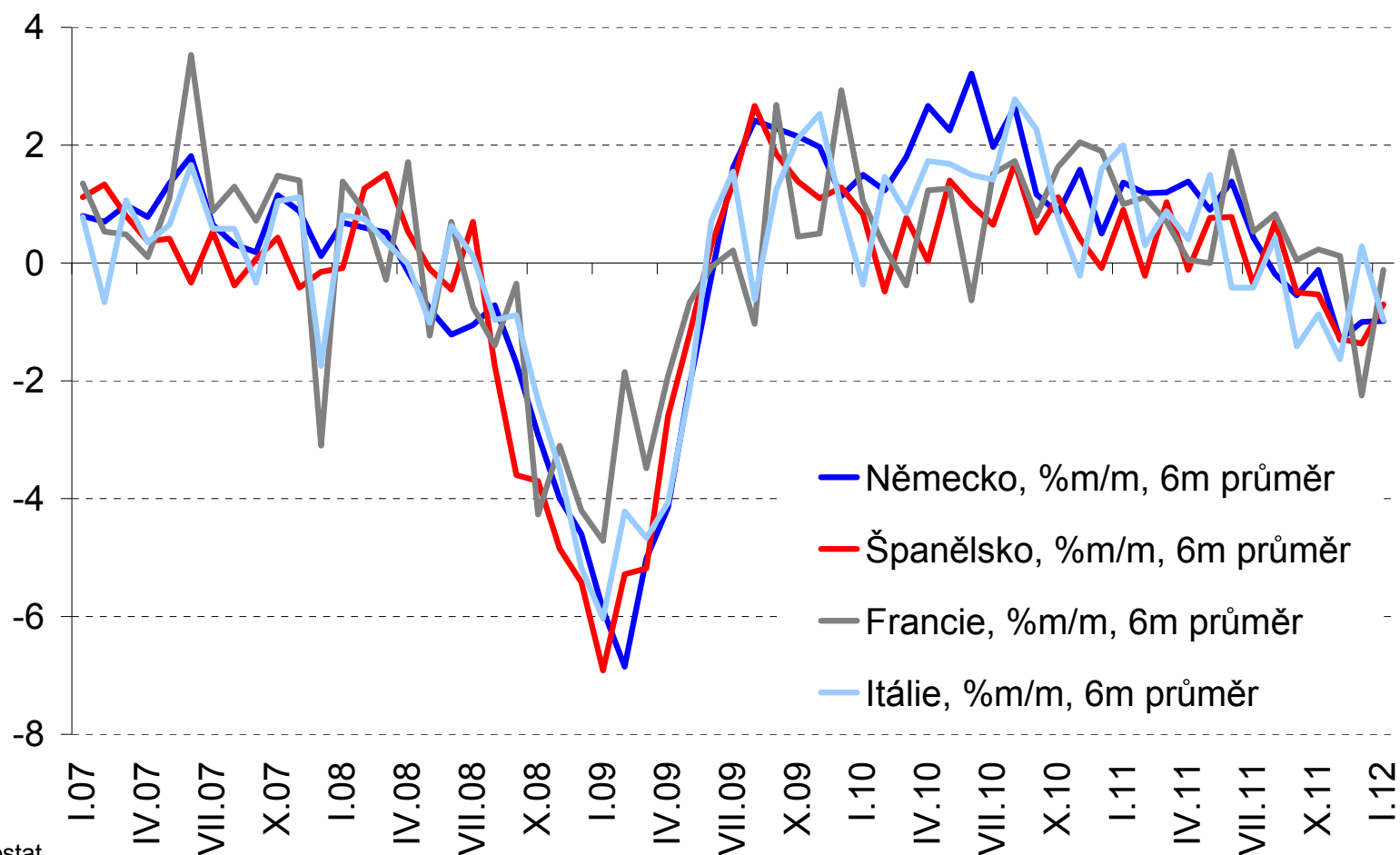
# Reálná ekonomika: spotřeba domácností je slabá, průmysl je stále motorem (r/r) růstu, ale q/q dynamika v 1Q/12 byla negativní.

Průmyslová produkce v zemích EMU



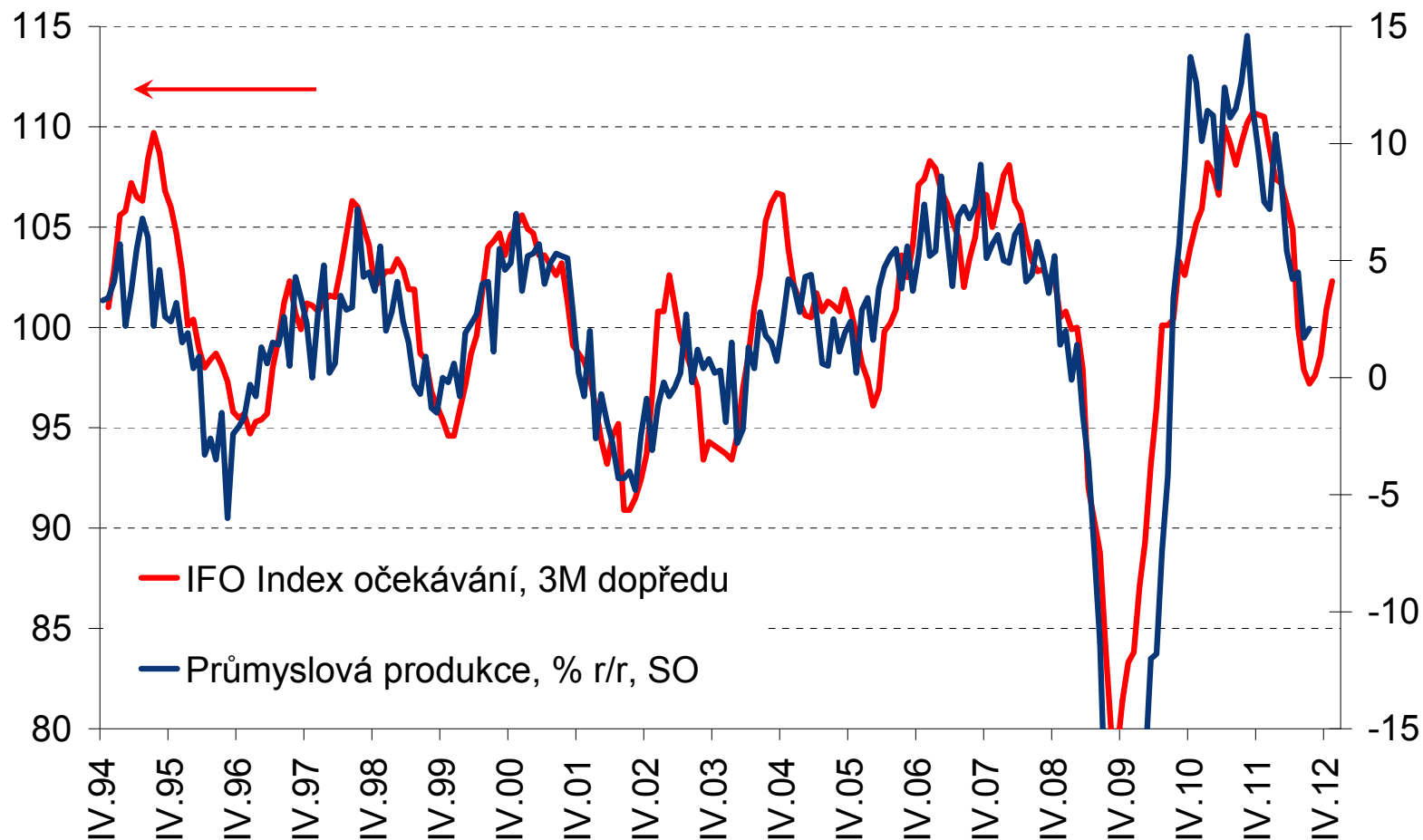
Zdroj: Eurostat

**I když i nové průmyslové objednávky začátkem roku zůstaly slabé** (což se projeví v dalším m/m poklesu průmyslové produkce za únor/březen),...



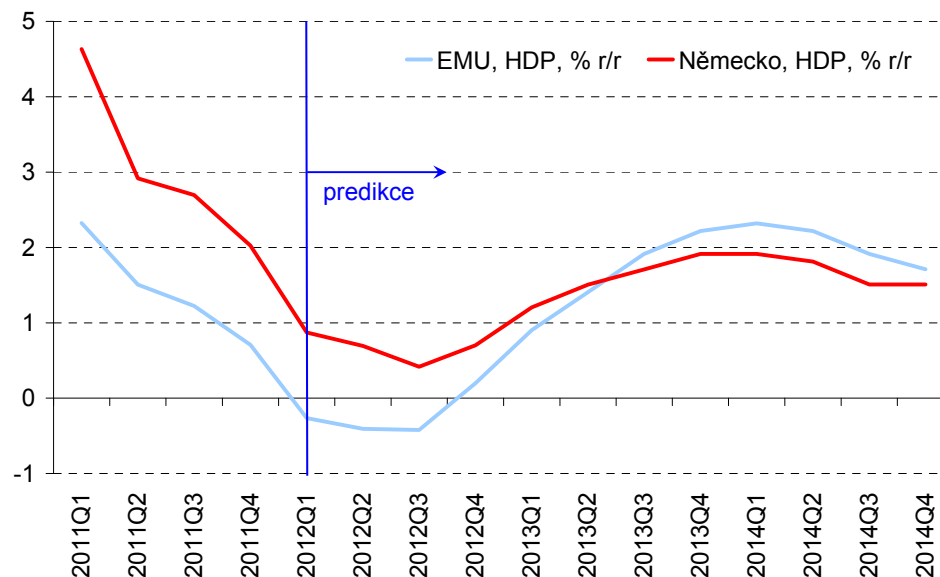
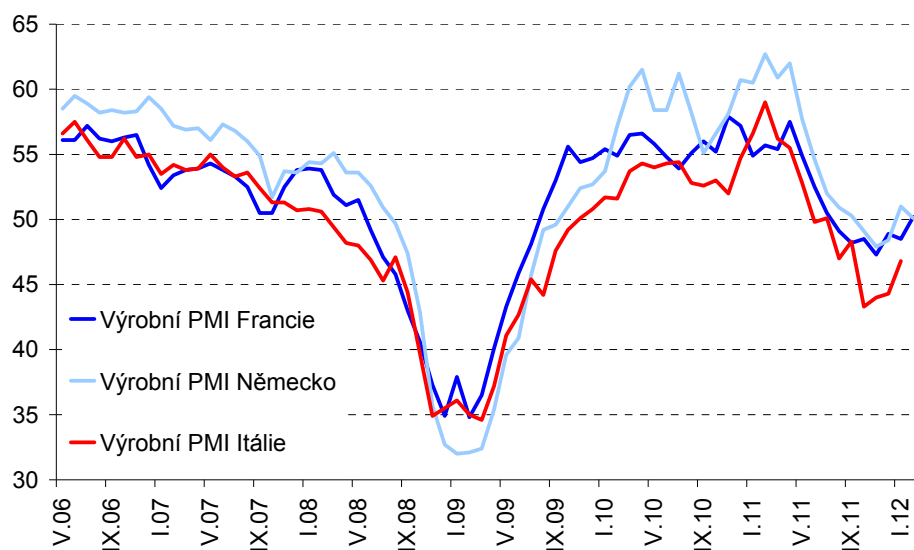
Zdroj: Eurostat

## ...na severu EMU svítá na lepší časy. Německé IFO ukazuje očekávání zlepšení u německých podniků,...



Zdroj: Bloomberg

**...a i PMI potvrzuje obrázek, kde sever EMU začne pomalu růst od 2Q/12, zatímco jih EMU zůstane v recesi minimálně po celou první polovinu roku 2012.**



Zdroj: Bloomberg , CS, a.s.

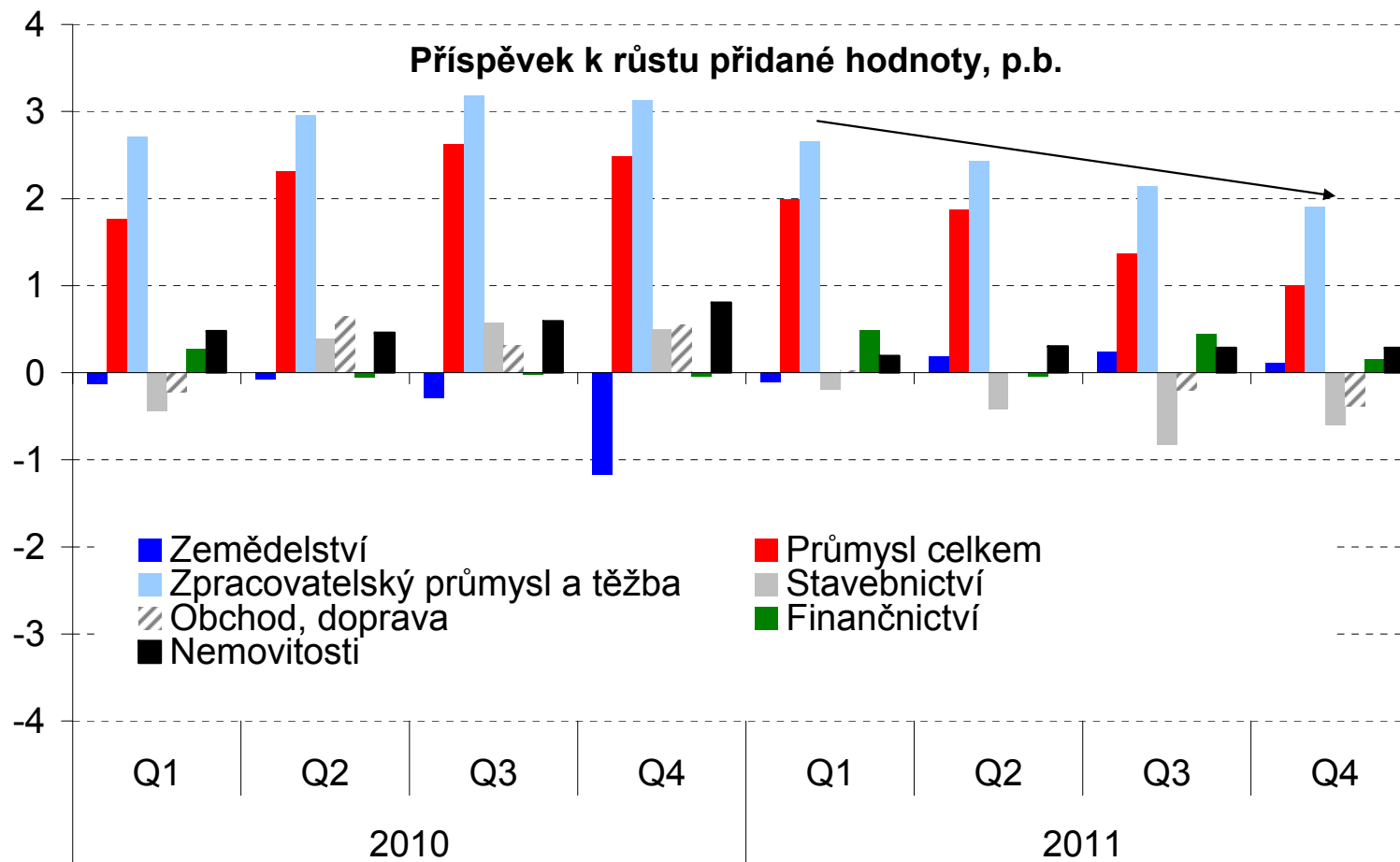


# ČR

---

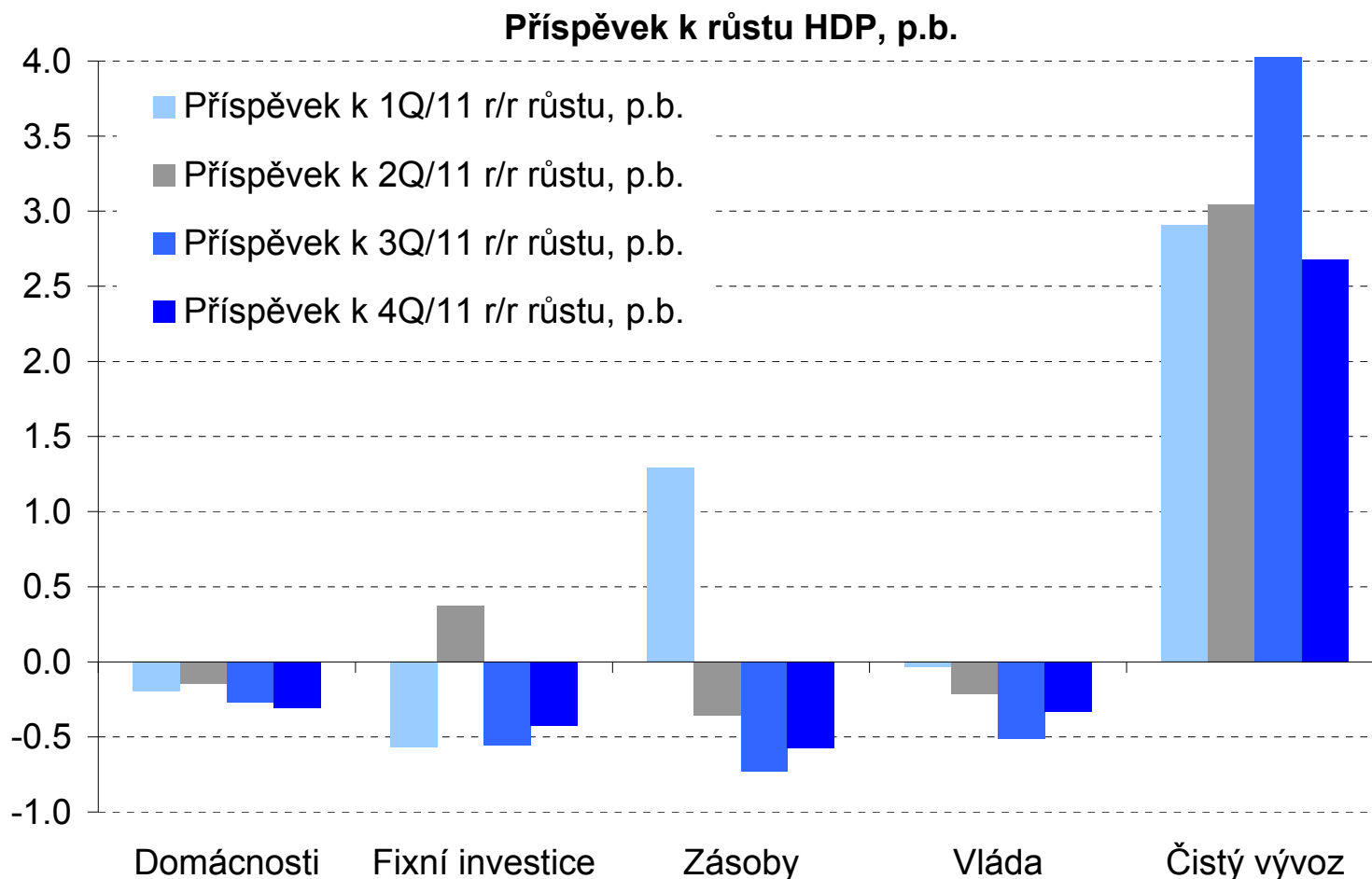


**Česká republika rovněž pocítila zpomalení v EMU – růst ve 2H/11 poklesl o 0,1% q/q (obě čtvrtletí). Na straně nabídky to bylo v důsledku zpomalení růstu průmyslu (krize v EMU) a obchodu (fiskální restrikce).**



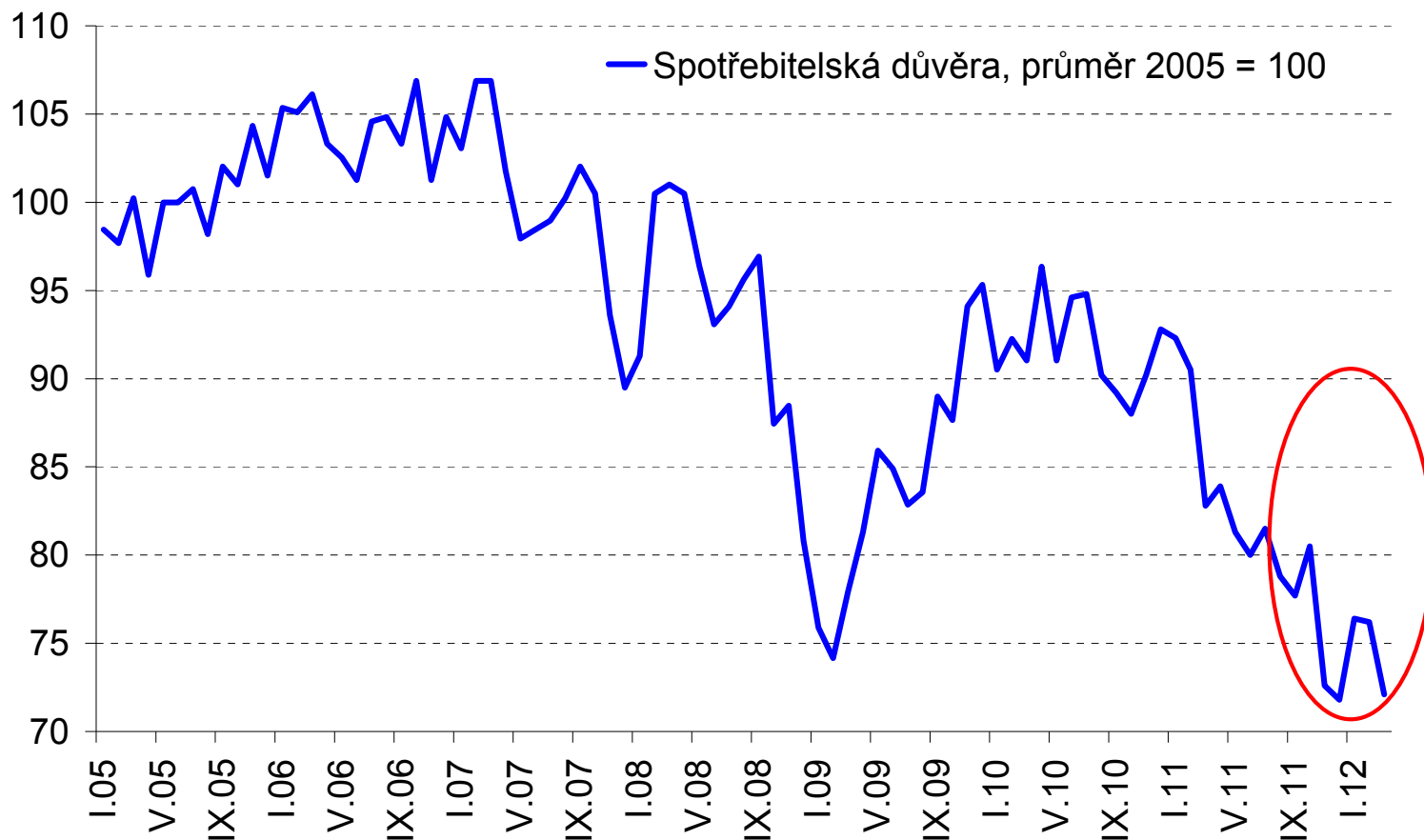
Zdroj: [www.czso.cz](http://www.czso.cz)

**Na straně poptávky** byl jediným pozitivním přispěvatelem k růstu čistý export – jednak celkem ok (i navzdory zpomalení) jede export, jednak výrazně (kvůli slabým investicím a poptávce domácností) klesl import.



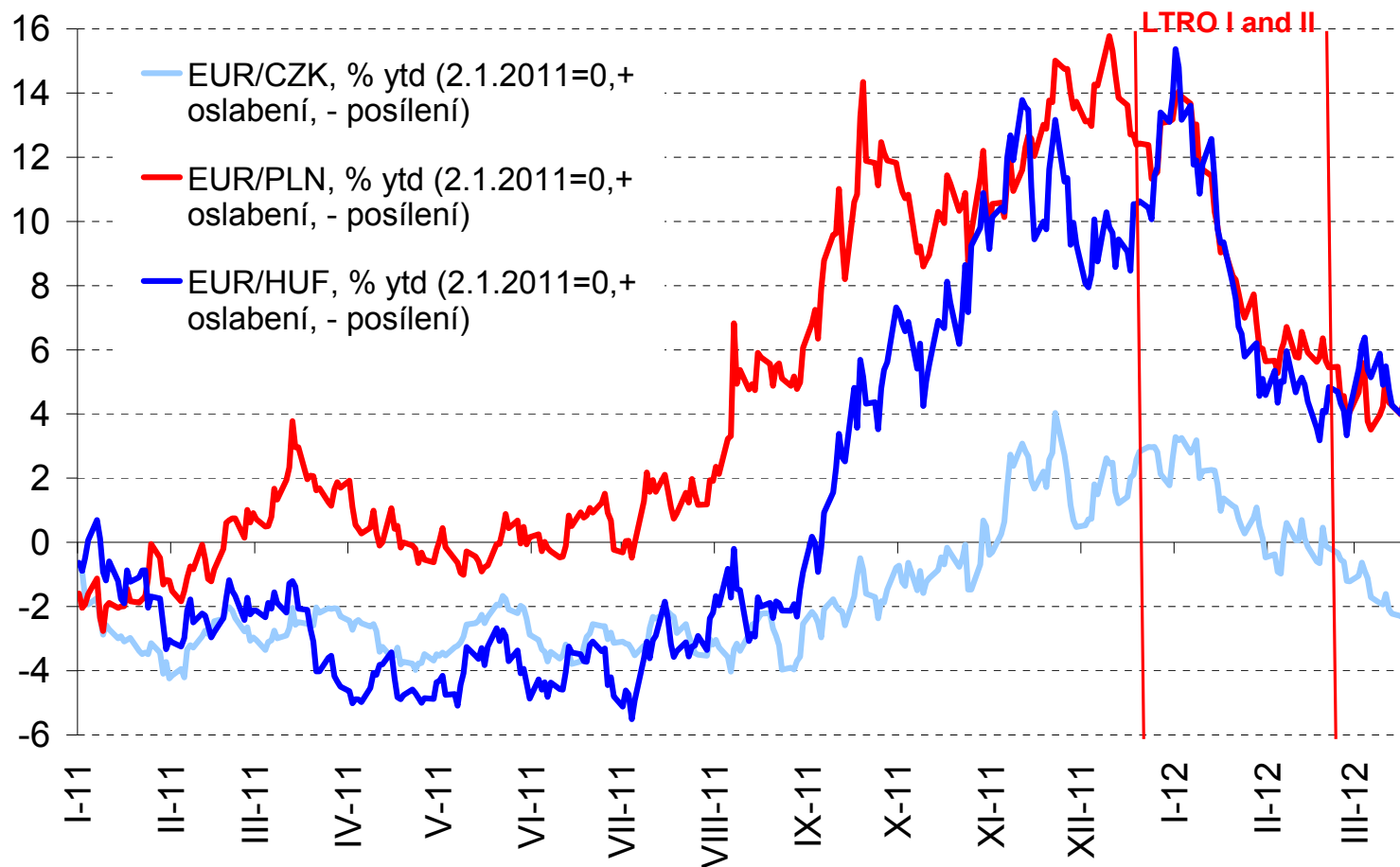
Zdroj: [www.czso.cz](http://www.czso.cz)

**V letošním roce bude příběh podobný – 1) fixní investice** kvůli obavám v EMU mírně poklesnou (-1,3% r/r, a to i navzdory relativně dostupným úvěrům a využití kapacit na historickém průměru), **2) spotřeba domácností** klesne rovněž (-0,8% r/r, v podstatě stagnace trhu práce kvůli zpomalení v průmyslu v 1H12 + fiskální restrikce skrze DPH + spotřebitelská nedůvěra), **3) čistý export** pozitivní (růst exportu, pomalejší růst importu kvůli investicím, spotřebě domácností). **1Q/12 bude ještě q/q pokles (-0,5%), posléze růst, což naznačuje i poslední PMI (březen: 52,1). Celkový odhad HDP pro letošek : +0,5% r/r.**



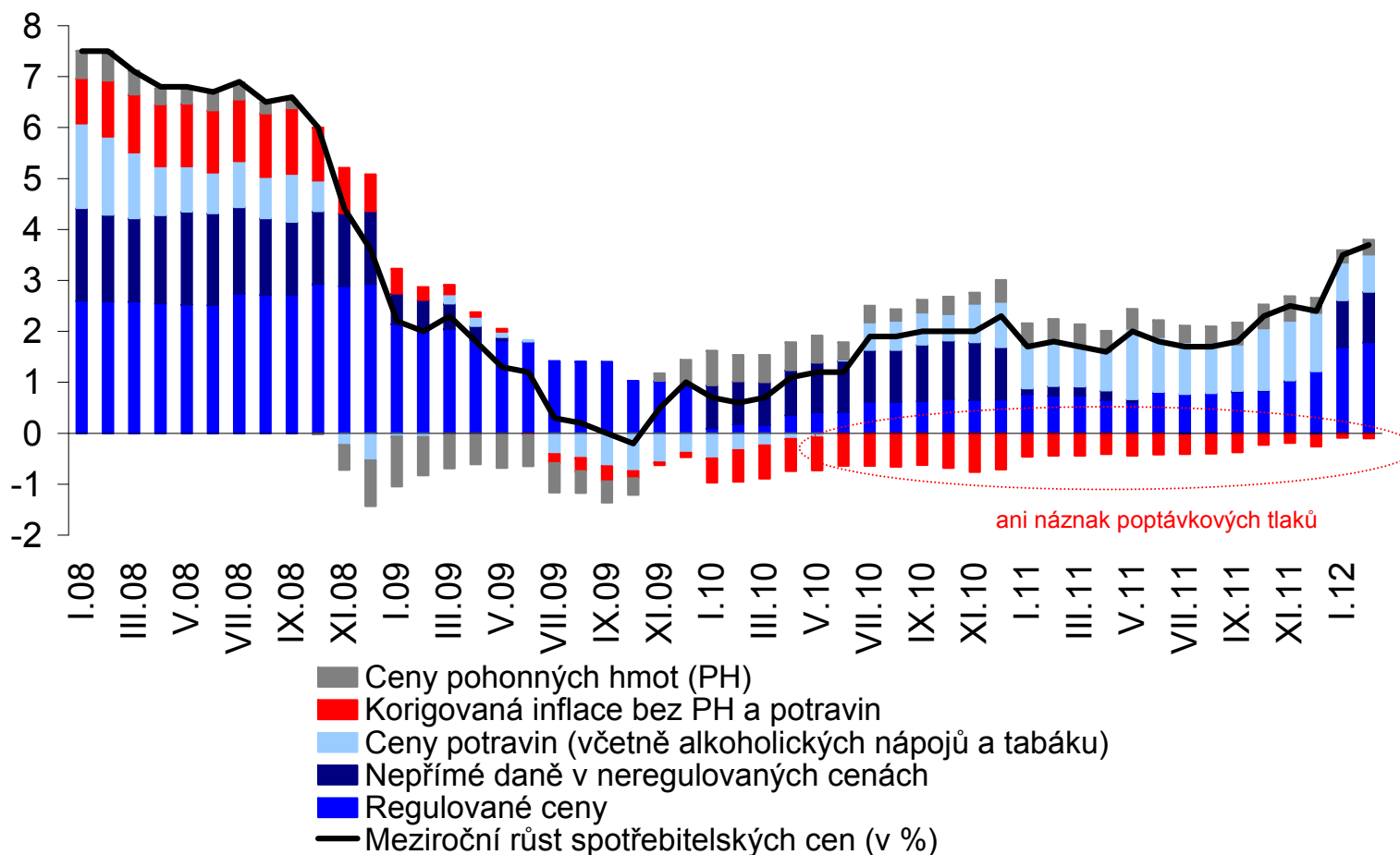
Zdroj: [www.czso.cz](http://www.czso.cz)

**EURCZK – dlouhodobý trend posilování CZK se nezastavil, eskalace dluhové krize na konci 2011 jej pouze zbrzdila. Česká ekonomika v následujících letech poroste rychleji než dluhovou krizí sužovaná EMU, a bude tudíž reálně i nominálně konvergovat. Vzhledem k tomu, že si nemyslíme, že dluhová krize je u konce (Španělsko a jeho rozpočet, Řecko a volby, další bailout, Portugalsko), budou epizody vyostřené averze (=oslabení kačky). Návrat pod 24,5 čekáme až se zlepšením makra ve 2H/12. Ø 2012: 24,5, Ø 2013: 23,9**



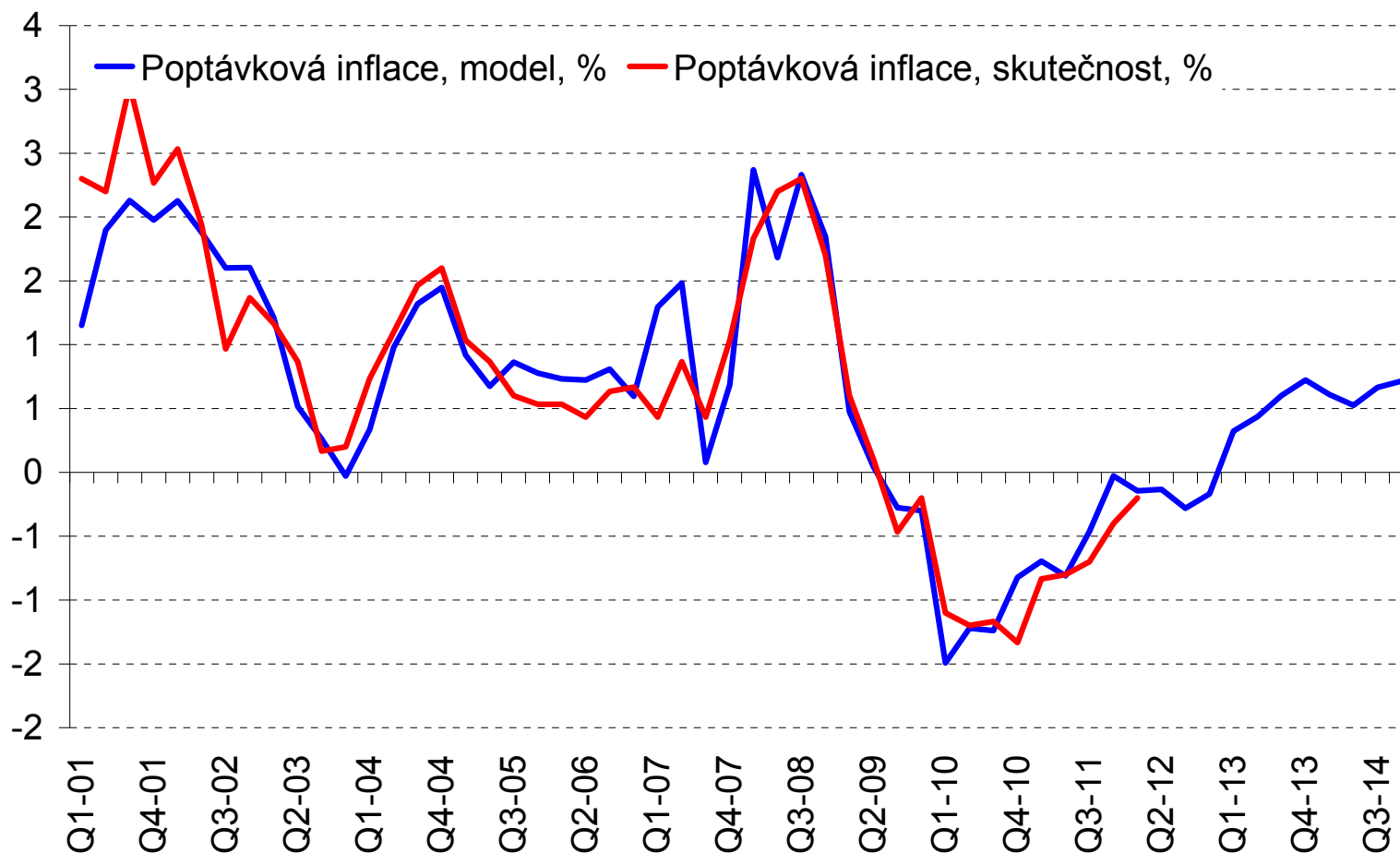
Zdroj: [www.czso.cz](http://www.czso.cz)

**Inflace – letos, podobně jako v minulém roce, budou inflaci zvyšovat pouze regulované ceny (nájemné, elektřina), nepřímé daně (tabák, DPH) a potraviny. Průměrná inflace dosáhne 2,9%, poptávková však zůstane...**



Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

...lehce záporná. To umožní **ČNB držet sazby bez změny** a přistoupit k utažení měnové politiky až nejdřív ve 2H/2013. Rizikem zde je další možná fiskální restrikce (důchody, vyšší daně od 2013 atd.)



Zdroj: [www.czso.cz](http://www.czso.cz), ČS, a.s.

<b>David Navrátil</b>	Hlavní ekonom	+420/224 995 439	dnavratil@csas.cz
<b>Makro</b>			
Martin Lobotka	Česká republika	+420/224 995 192	mlobotka@csas.cz
Luboš Mokráš	Hlavní trhy a komodity	+420/224 995 456	lmokras@csas.cz
Petr Bittner	Bankovní sektor, Polsko, Slovensko, Maďarsko	+420/224 995 172	pbittner@csas.cz
<b>Akcie</b>			
Petr Bártek	CEE Utilities, NWR	+420/224 995 227	pbartek@csas.cz
Václav Kmínek	CEE media, Fortuna	+420/224 995 289	vkminek@csas.cz
Josef Novotný	CEE Real Estate, PM ČR, Pegas	+420/224 995 213	josnovotny@csas.cz
Martin Krajhanzl	Market analyst, Akciová strategie	+420/224 995 434	mkrajhanzl@csas.cz

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.investicnicentrum.cz/analyzy](http://www.investicnicentrum.cz/analyzy). Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na výše uvedené webové adrese.