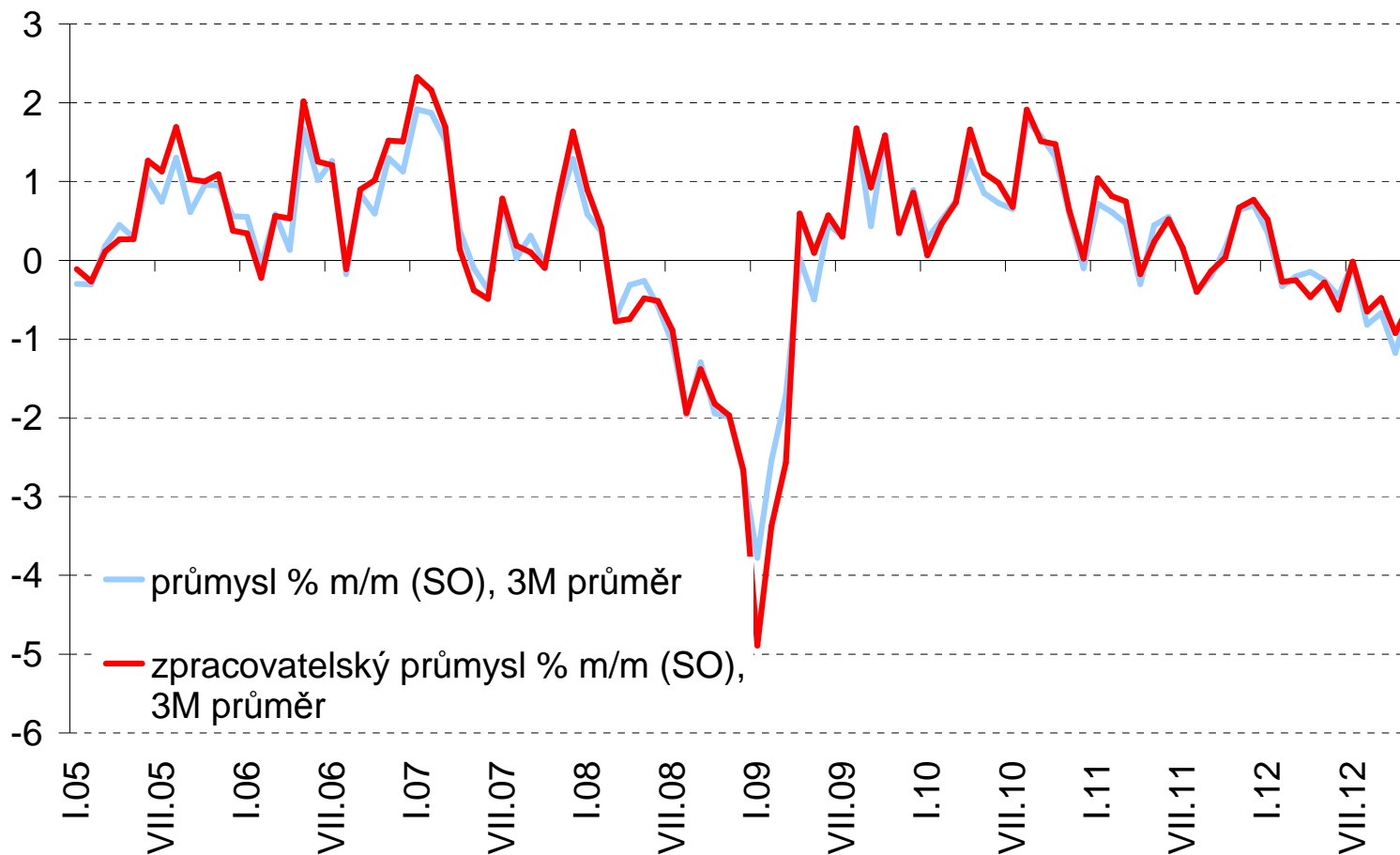


# Česká ekonomika v roce 2013: budou intervence proti CZK?



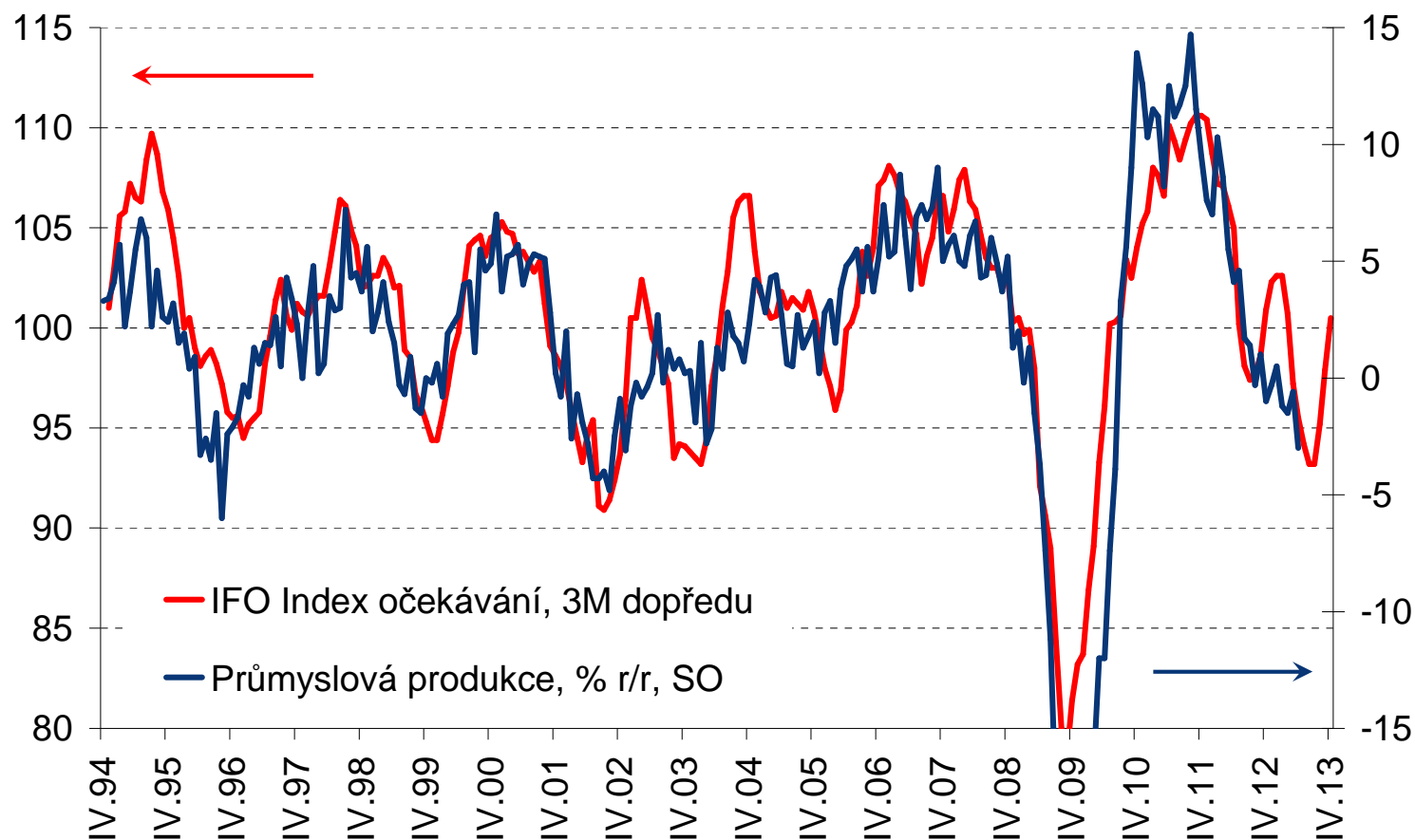
Praha, 31. ledna 2013

**Česká ekonomika byla celý loňský rok v recesi (~ -1%). Ještě stále pozvolně slábne, což je důsledkem zhoršujícího se průmyslu, což je zase důsledkem pokračující slabosti ekonomiky v EMU. Ve 4Q12 poklesla německá ekonomika o 0,5% q/q, a to se projevilo i ve výkonnosti motoru české ekonomiky.**



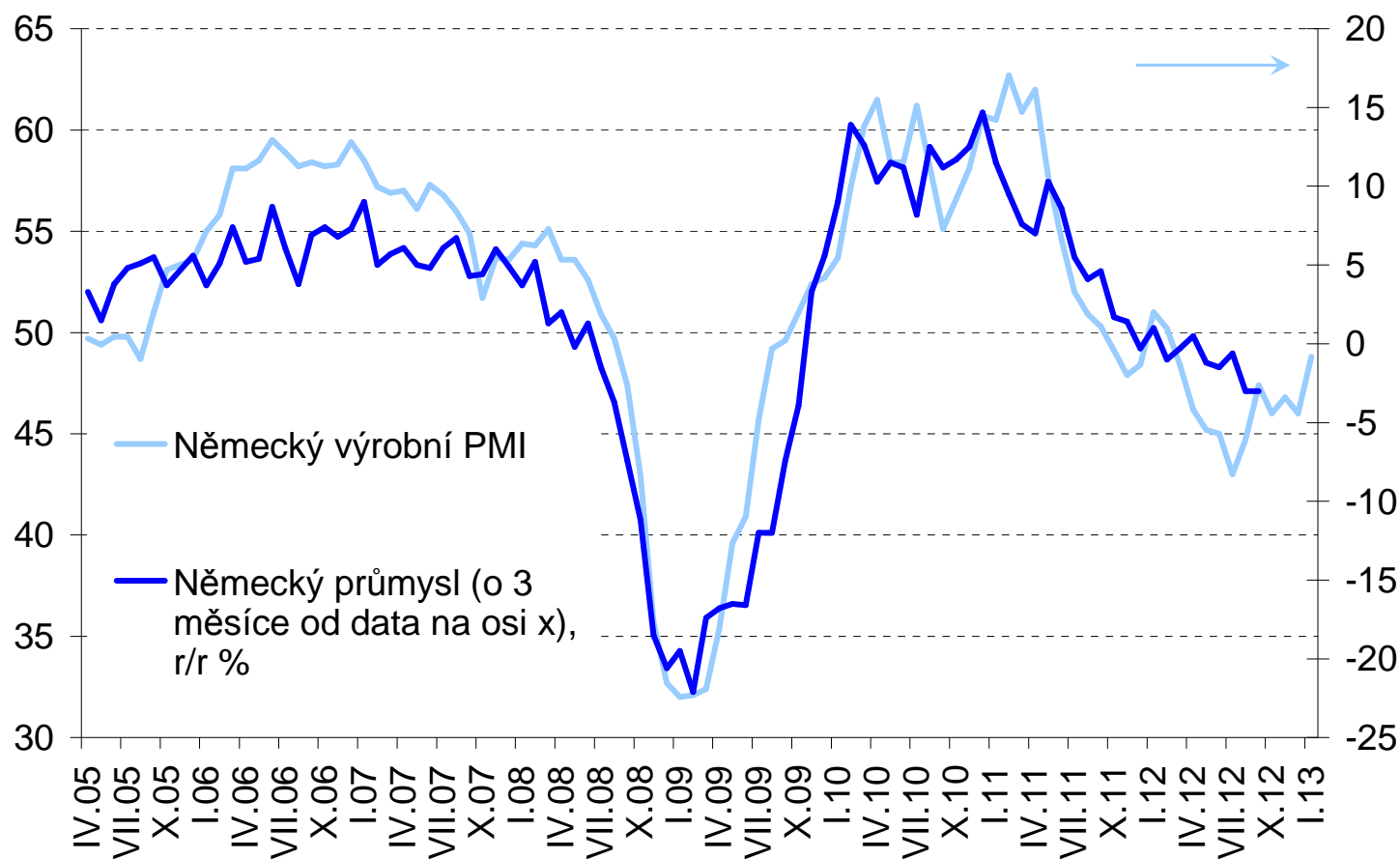
Zdroj: [www.czso.cz](http://www.czso.cz), ČS, a.s.

**Signály z Německa do budoucna jsou ovšem lehce pozitivní – IFO index ukazuje na oživení průmyslu v 1Q13, stabilní trh práce a zlepšování situace v Asii dávají naději, že Německo nepropadne do delší recese.**



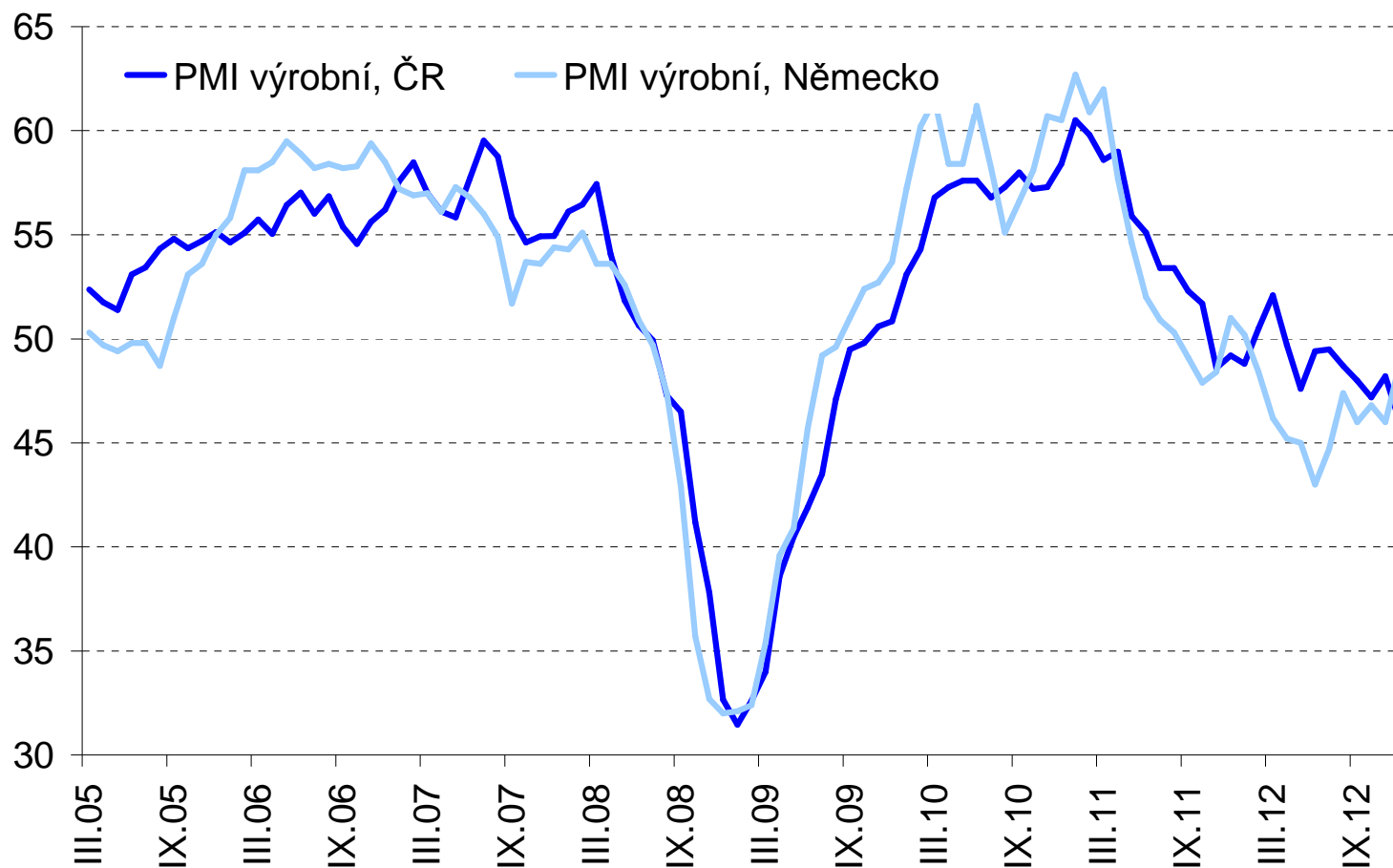
Zdroj: Bloomberg.

## Podobný obrázek ukazuje i německé PMI, což...



Zdroj: Bloomberg.

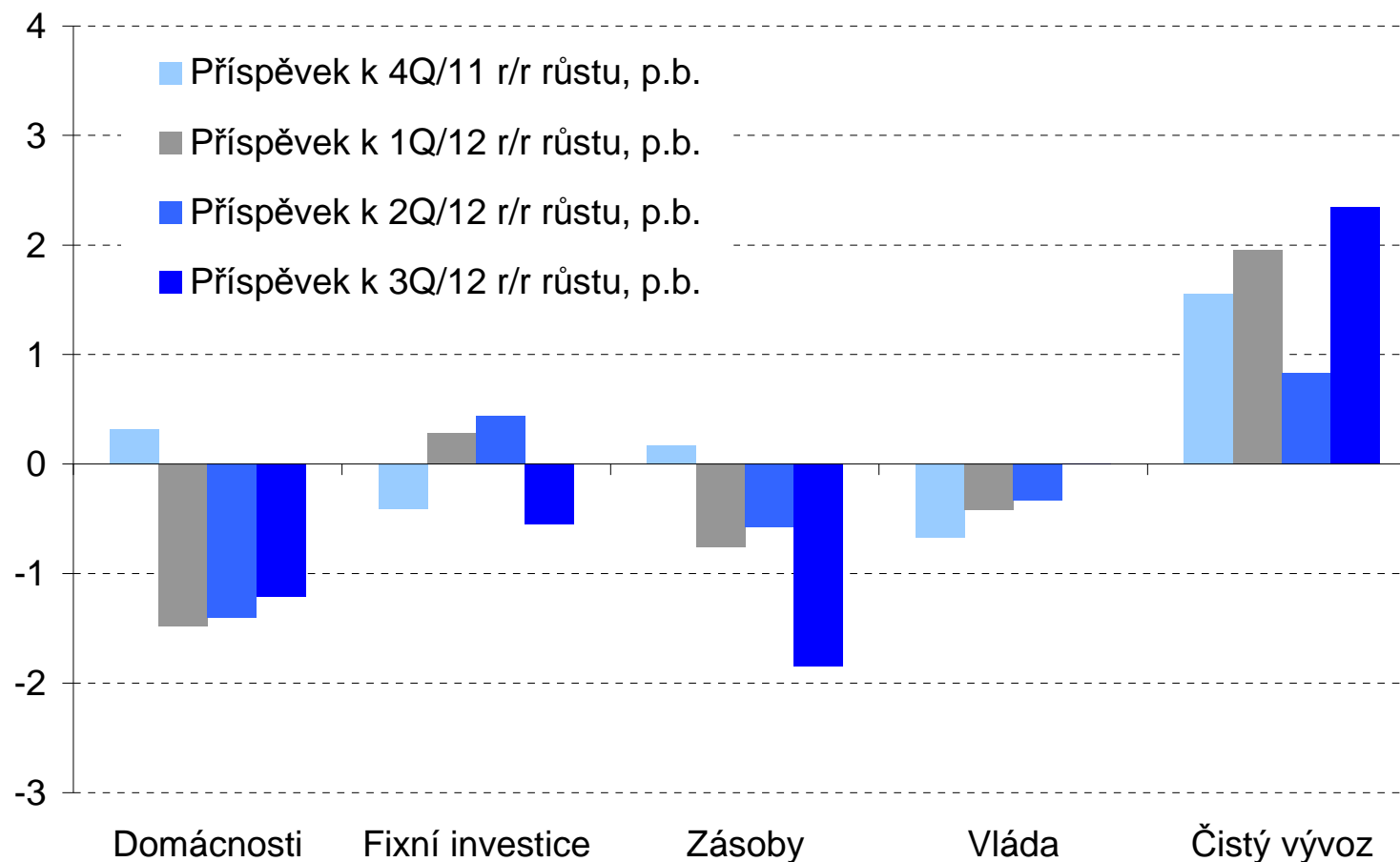
## ...je vzhledem k úzké vazbě mezi českým a německým PMI dobrá zpráva pro ČR.



Zdroj: Bloomberg.

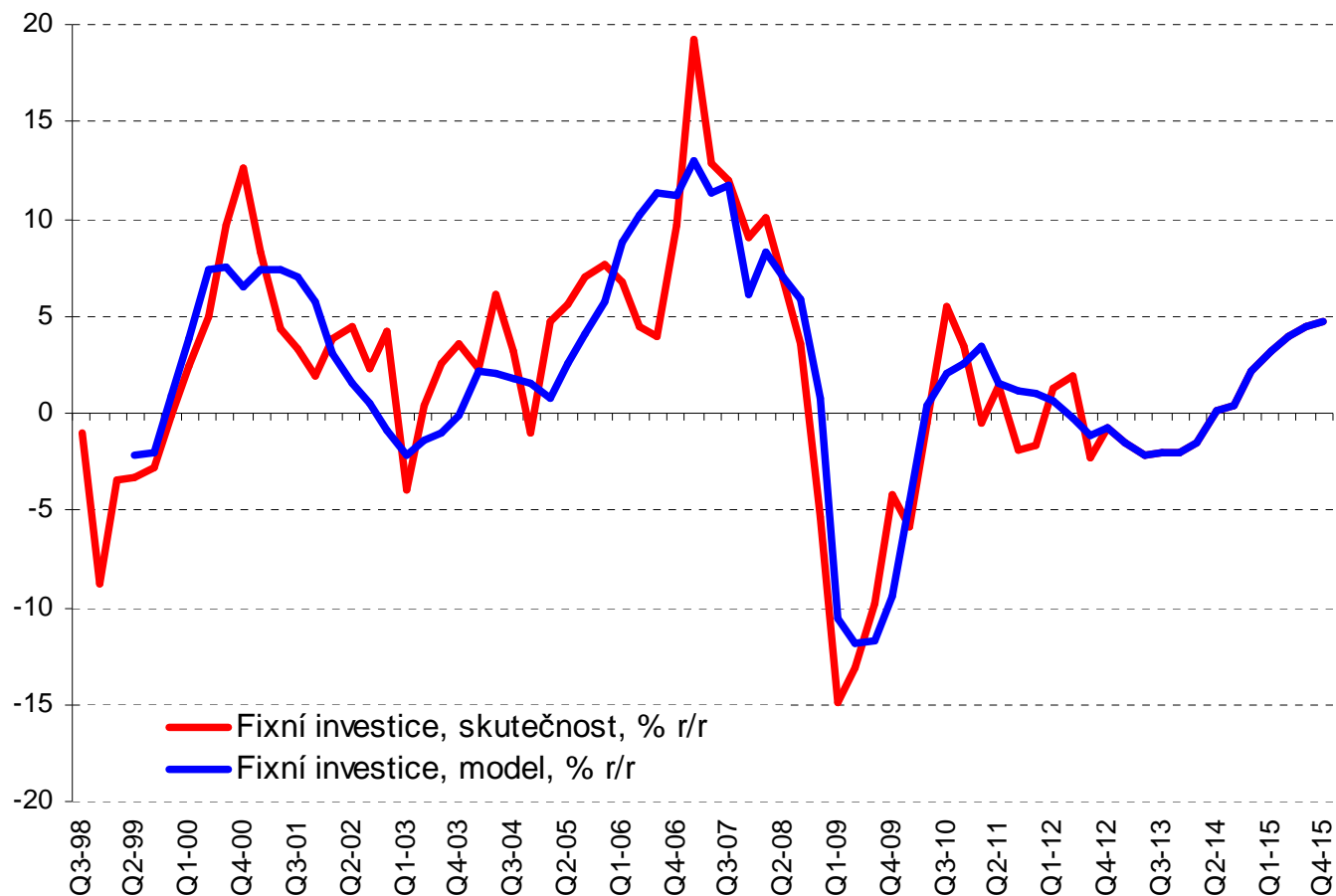
Oživení v Německu a zmírnění domácí fiskální restrikce způsobí letos stagnaci ekonomiky (2013 HDP: -0,1%).

Z hlediska struktury je příběh pro rok 2013 stejný jako v roce 2012. Růst bude podobně jako v roce 2012 tažen čistým exportem (export minus import), což je ale hlavně důsledek slabé domácí poptávky (= slabý dovoz).



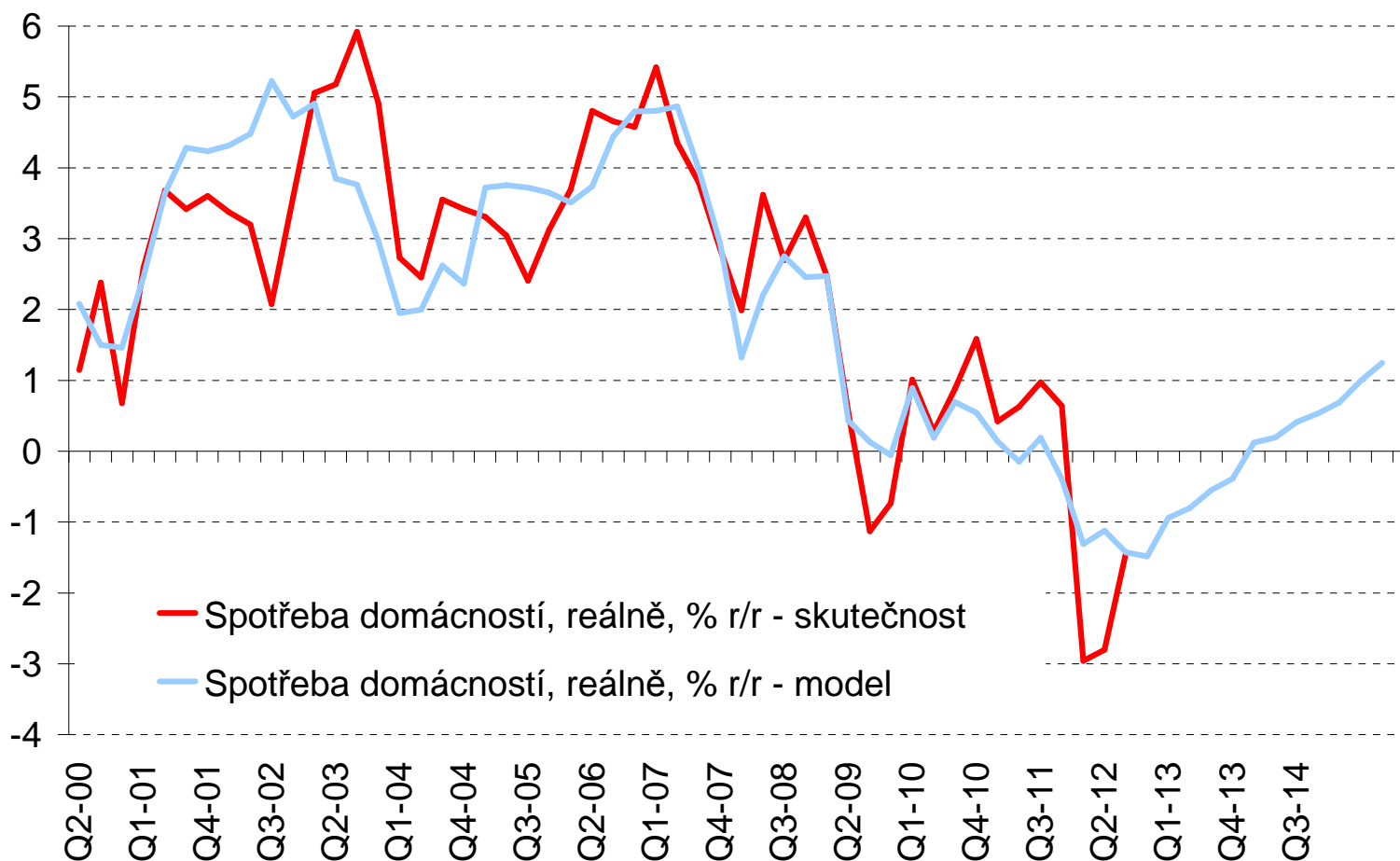
Zdroj: [www.czso.cz](http://www.czso.cz), ČS, a.s.

**Fixní investice** díky slabému průmyslu a efektu vyšší základny z 1H12 letos poklesnou (-2% r/r, 2012e: 0%). Slabá poptávka domácností bude snižovat zásoby (i když méně než v roce 2012).



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

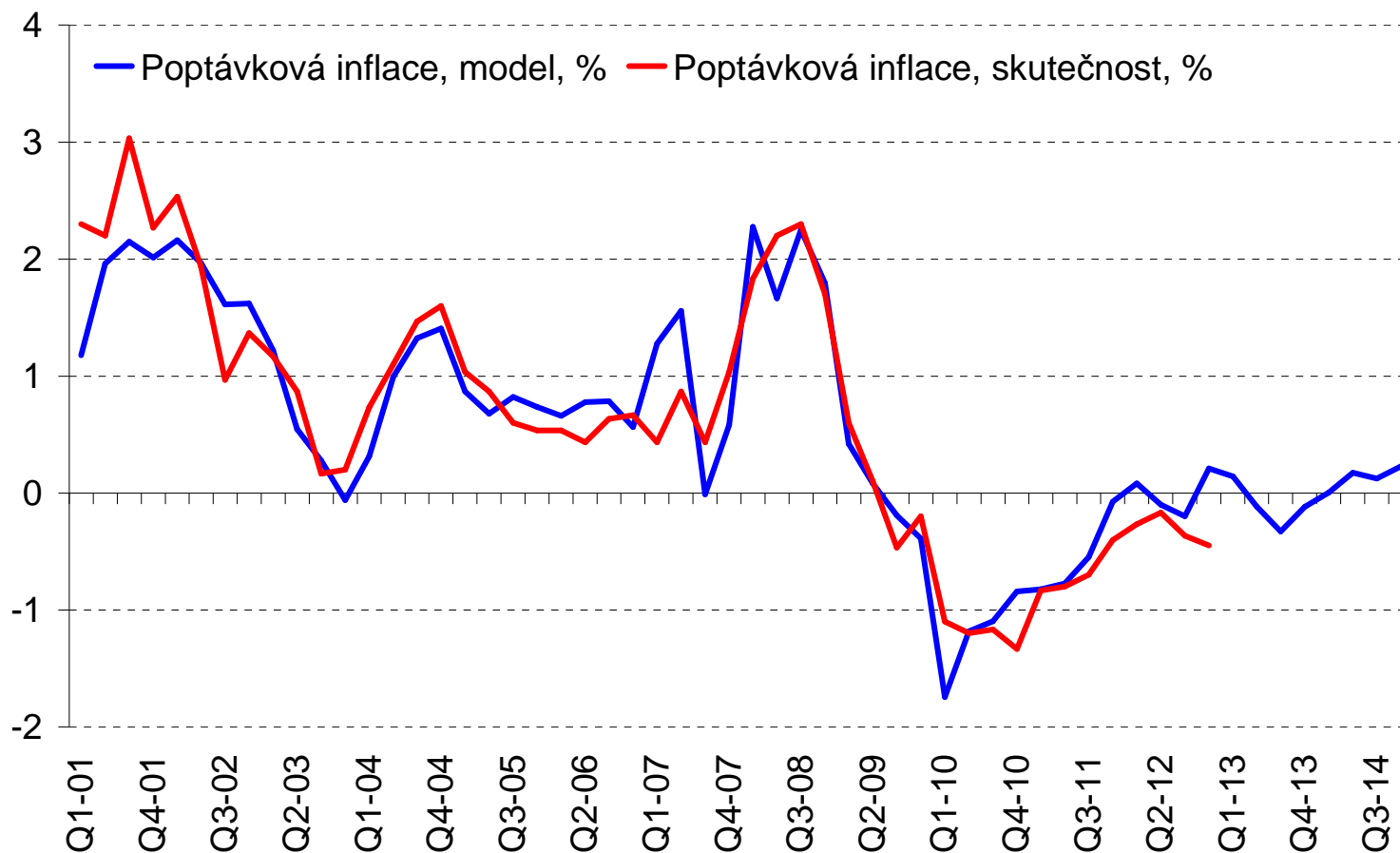
**Poptávka domácností letos mírně poklesne (-0.5 % r/r, 2012e: -2.4 % r/r) – to je důsledek pokračující fiskální restriktce (růst DPH od ledna) a stále nízké, ale stabilizované důvěry domácností. Růst reálných mezd bude 0%.**



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

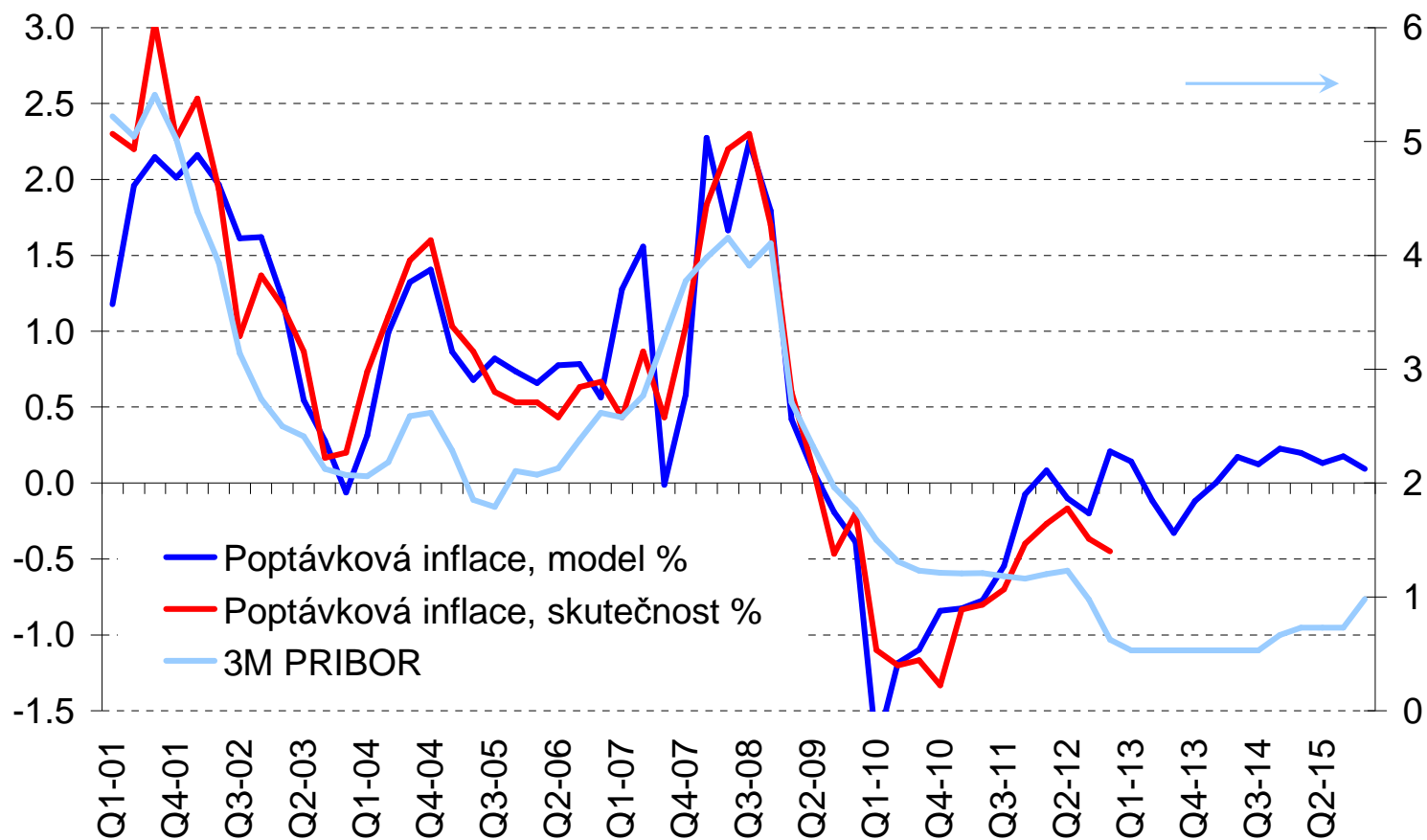


**Inflace** zůstane bez problémů: vzrostou regulované ceny (nájemné) a nepřímé daně (DPH, tabák), poptávková inflace (cca 55 % spotřebitelského koše) zůstane díky slabé poptávce kolem 0 %.



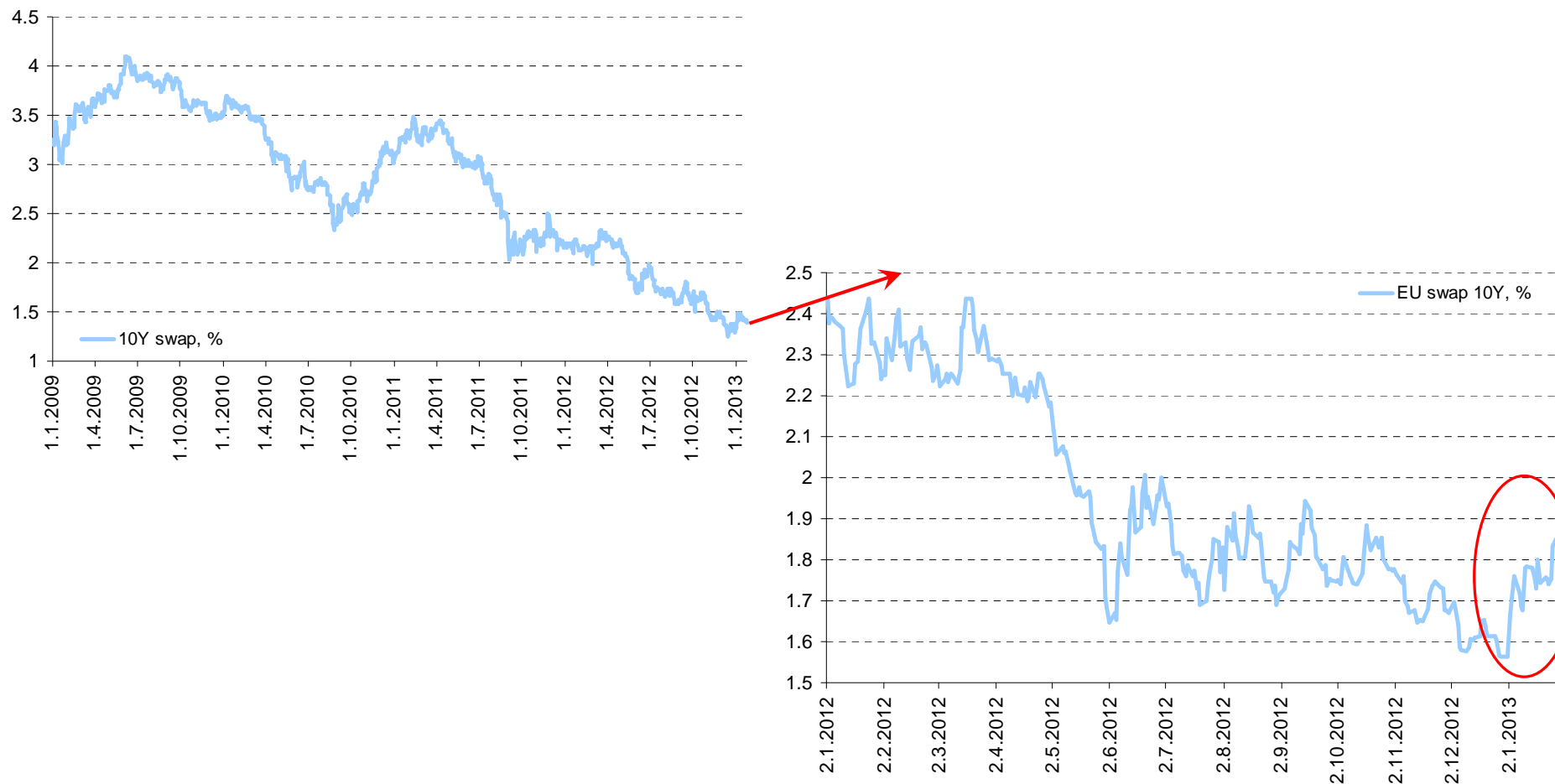
Zdroj: [www.czso.cz](http://www.czso.cz), ČS, a.s.

## Sazby ČNB tak zůstanou bez změny – na nule zůstanou až do konce roku 2014.



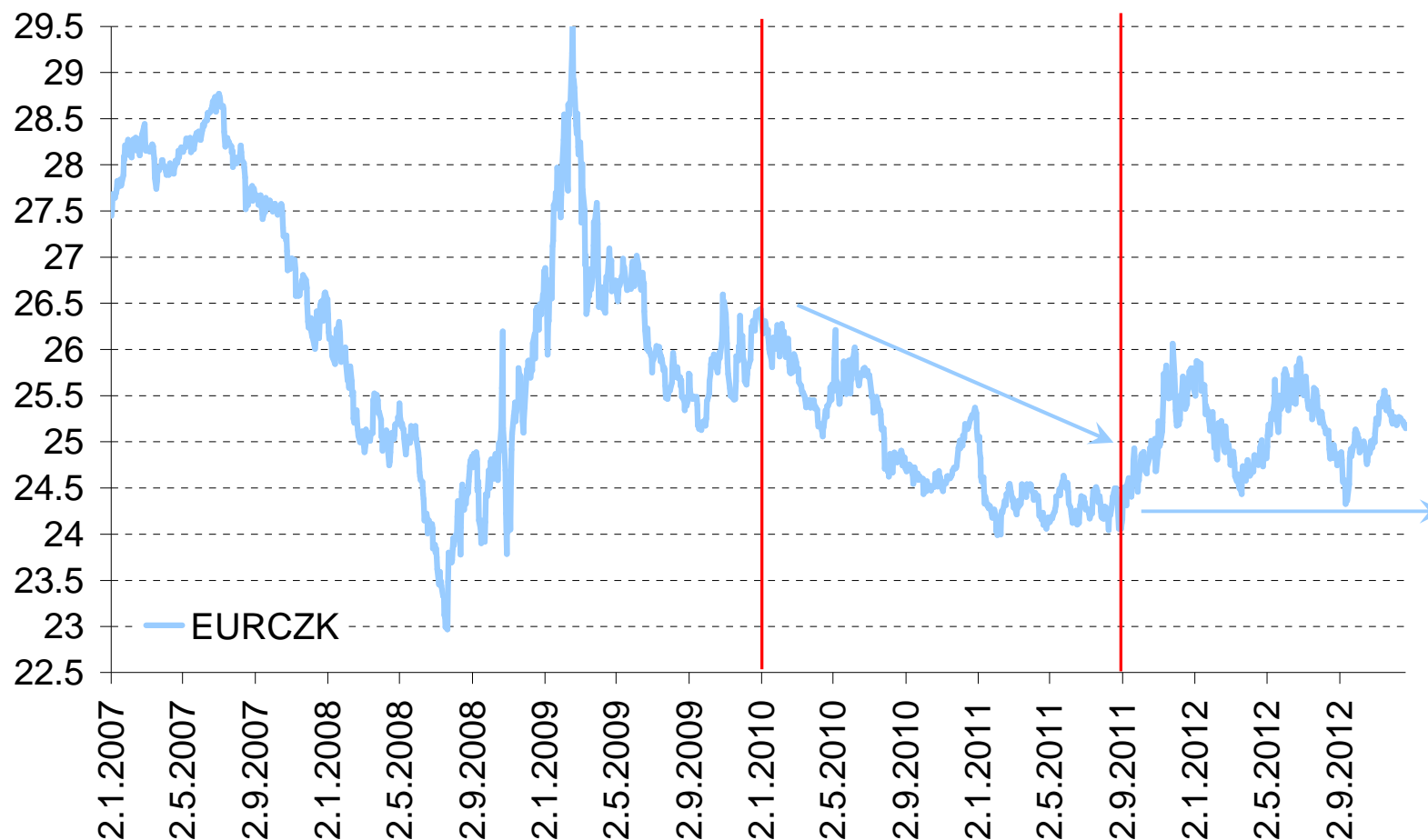
Zdroj: [www.czso.cz](http://www.czso.cz), ČS, a.s.

**Delší sazby jsou na dně, v dalších dvou letech budou růst.** Swapové sazby vyrostou s tím, jak se bude postupně blížít utahování měnových podmínek a protože to nejhorší z hlediska dluhové krize je za námi (úprk ke kvalitě byl právě tím důvodem pro extrémně nízké výnosy v některých zemích EMU a v ČR). **S tím posledním bodem souvisí i skutečnost, že v poslední době vyrostly i evropské sazby.**



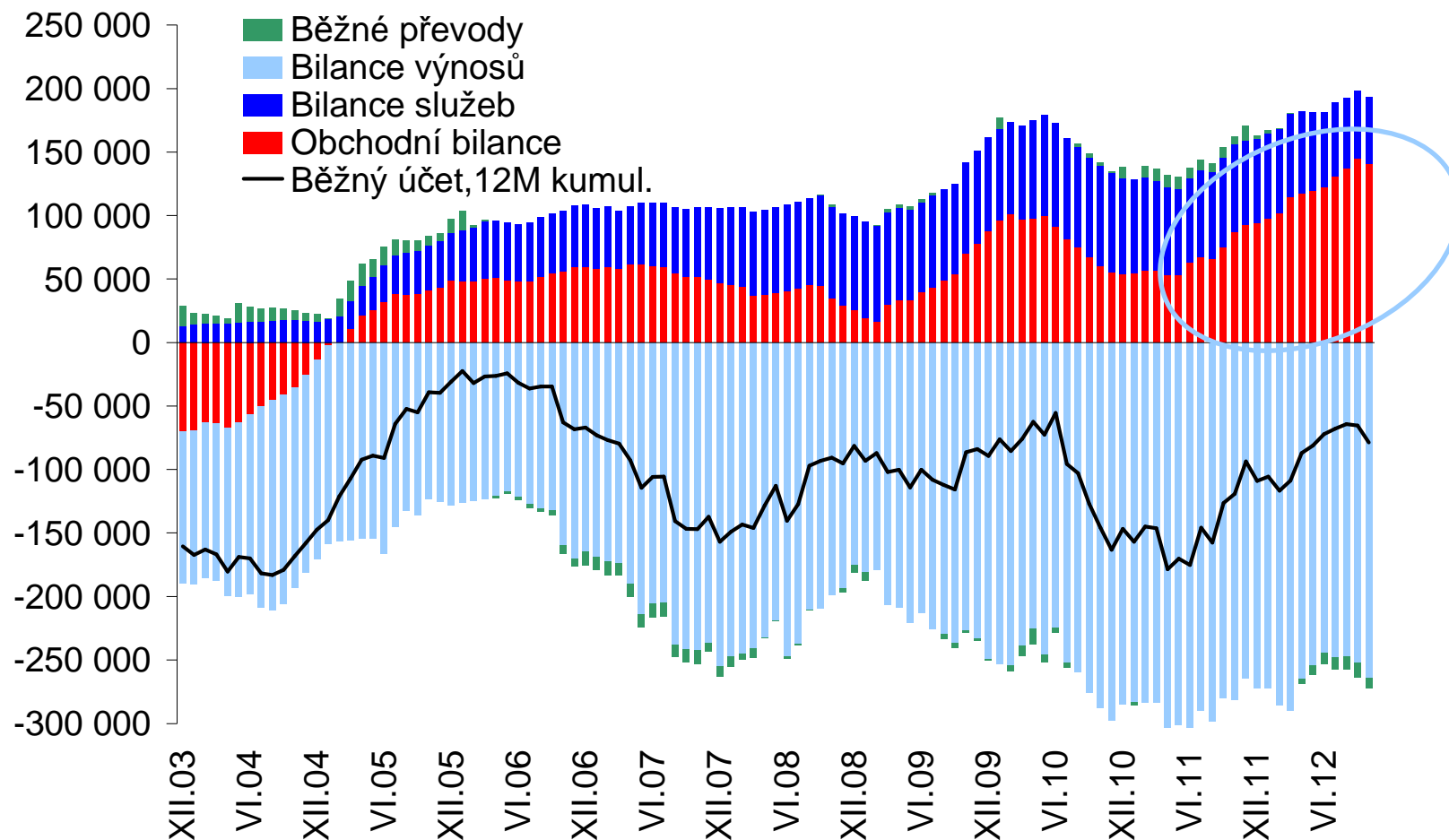
Zdroj: Bloomberg

**CZK v minulých letech:** zatímco v letech 2010-2011 reálná konvergence ještě probíhala, v loňském roce se kvůli recesi (v nemalé míře způsobené domácí fiskální restrikcí) zastavila. Výbuchy dluhové krize (konec 2011, léto 2012) periodicky korunu vzdalovaly od fundamentálních hodnot (24,2-24,50).



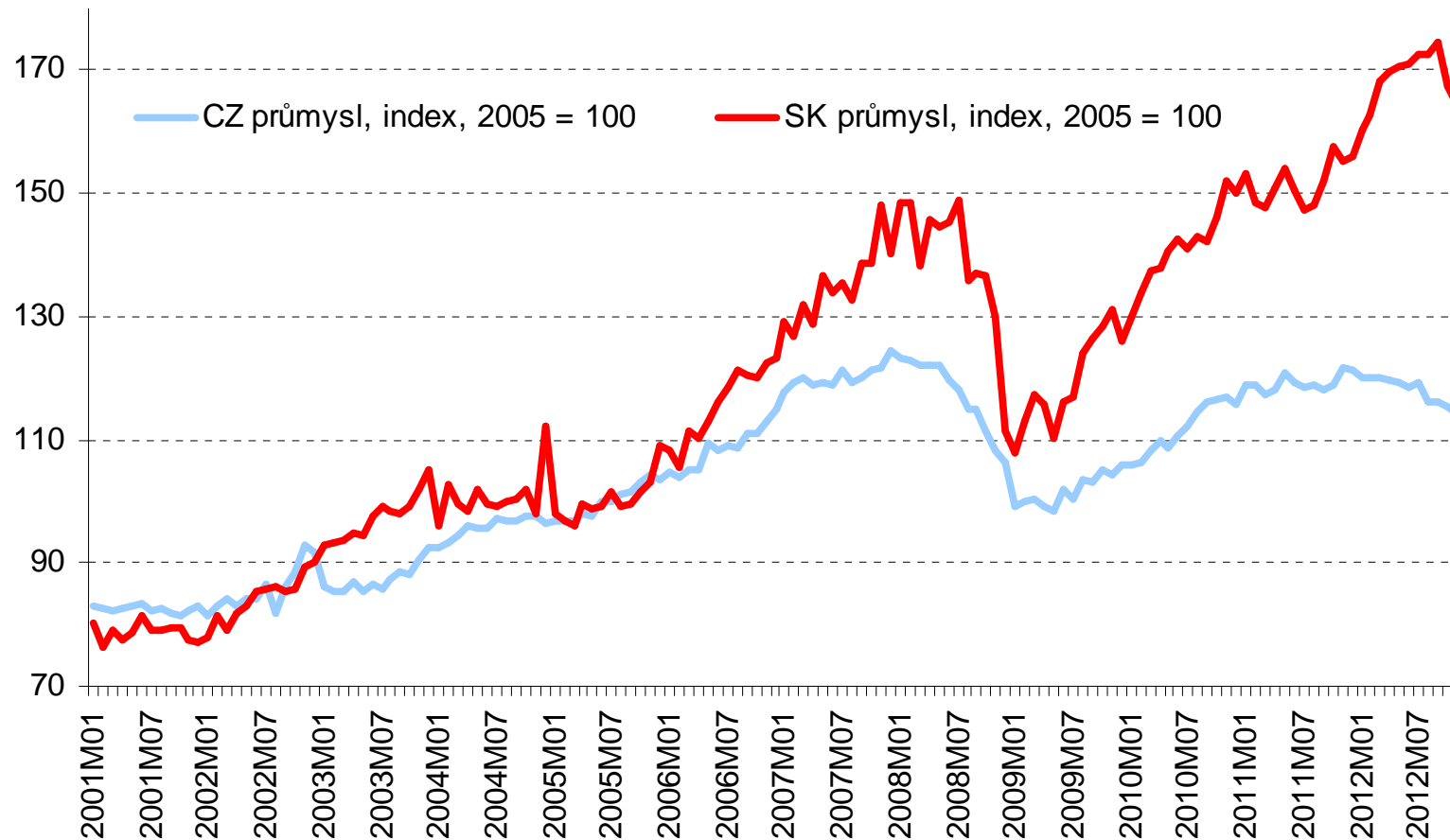
Zdroj: Bloomberg

**CZK v poslední době / výhled:** v poslední době koruna oslabila až na 25,80, a to pod vlivem sázek zahraničních bank na intervence ČNB. Spousta spekulativních účastníků trhů je dle našich informací v sázkách proti koruně. Proti nim však stojí masa exportérů z reálné ekonomiky, která vydrží, pokud se masivně nezhorší bilance (např. kvůli vysokému dovozu či kvůli kolapsu poptávky ze zahraničí podobně jako v roce 2009) nebo...



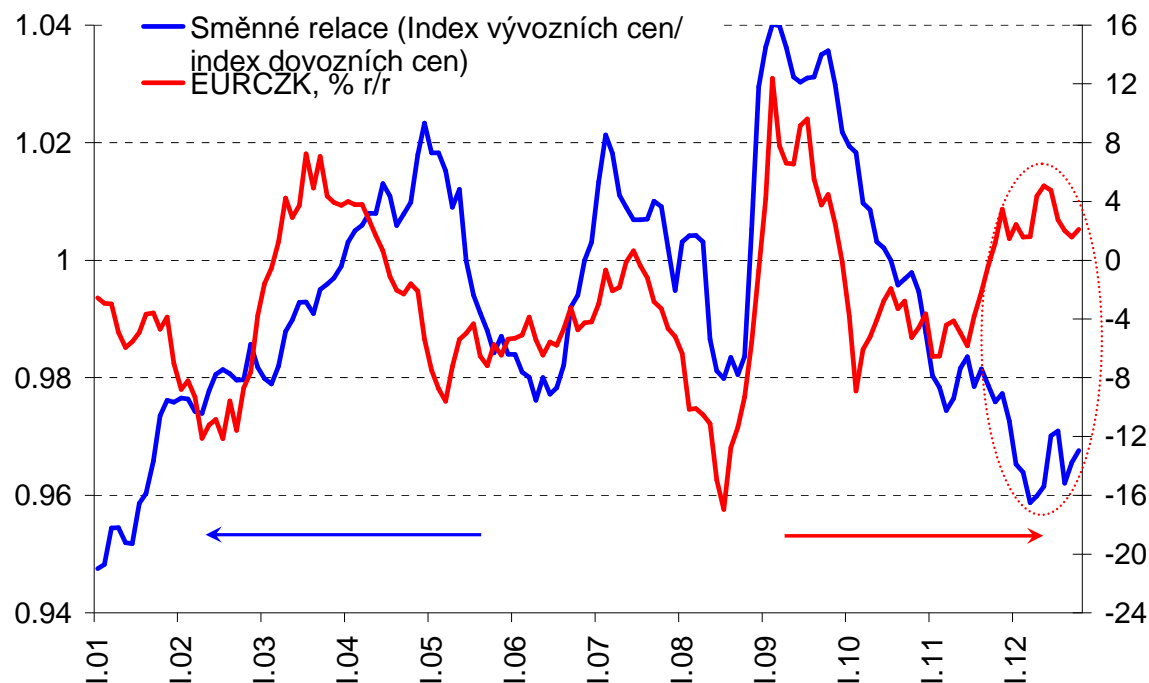
Zdroj: Bloomberg

**...se do situace intervencí nevloží ČNB. Sázky spekulantů („hedgové fondy“) nejsou dlouhého trvání (náklady na financování, páka, únava z nízké volatility atd.) a pokud nedojde (např.) z popudu ČNB k oslabení koruny, z těchto pozic vystoupí (→posílení CZK). Co tedy ČNB? Dle nás intervence smysl nedávají: (1) exportu ve stávající situaci slabé evropské poptávky moc nepomůžou...**



Zdroj: Eurostat

**(2) dopad na směnné relace a poptávku domácností bude negativní a bude tak pozitivní dopad na export dost kompenzovat. Čistý dopad na HDP bude max. 0,2-0,3 p.p. To se nám nezdá s ohledem na rizika (např. překotný pohyb na „kačce“ před/po skončení intervencí) jako dobrý „kauf“.**



**V dalších měsících rovněž dojde k zlepšení vyhlídek (viz Německo, PMI / IFO), dluhová krize má taky to nejhorší za sebou (→ menší pravděpodobnost výbuchu averze).**

**Z fundamentálního sice letos žádná reálná (→ tudíž nominální) konvergence neproběhne, návrat ke 25 ve 2H13 by však se zmizením hrozby intervencí a s koncem recese v ČR měl přijít.**

**Posílení k fundamentům (24,2-24,5) až v roce 2014.**

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

# Prognóza v detailech

ROČNĚ (průměry)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013F	2014F	2015F
<b>Poptávka</b>														
HDP (s.c.%)	2.1	3.8	4.6	6.8	7.2	5.7	2.9	-4.3	2.3	1.9	-1.0	-0.1	1.0	2.0
Spotřeba domácností (s.c.%)	3.1	5.3	3.0	3.0	4.4	4.1	2.9	0.3	0.9	0.7	-2.4	-0.5	0.6	1.4
Fixní Investice (s.c.%)	3.7	0.6	2.6	6.2	6.2	13.3	3.8	-10.5	0.7	-0.7	0.0	-2.0	0.3	4.1
Export (s.c.%)	2.3	7.6	13.1	12.0	14.5	11.2	3.8	-10.1	15.0	9.6	4.6	2.2	4.6	5.3
Import (s.c.%)	4.5	7.4	9.5	6.2	11.3	12.8	2.5	-11.3	15.3	7.0	3.2	2.5	5.1	6.5
Zpracovatelský průmysl (s.c.%)	4.9	4.0	8.8	19.4	18.7	7.7	10.1	-15.0	12.1	8.1	-1.2	0.9	4.4	5.7
Malobchod (%)	1.8	7.1	3.8	8.1	10.8	10.1	3.1	-4.7	1.2	2.1	-0.7	0.8	2.6	3.8
<b>Příspěvky k růstu, p.b.</b>														
Spotřeba domácností (s.c.)	1.6	2.7	1.5	1.5	2.2	2.0	1.4	0.1	0.5	0.3	-1.1	-0.1	0.3	0.6
Fixní Investice (s.c.)	1.0	0.2	0.7	1.6	1.6	3.4	1.0	-2.9	0.1	-0.2	0.0	-0.4	0.1	1.0
Vláda (s.c.)	1.6	1.3	-0.7	0.4	-0.1	0.1	0.2	0.8	0.1	-0.5	-0.2	0.0	0.1	0.1
Čistý export (s.c.)	-1.5	0.0	2.0	3.7	2.3	-0.7	0.9	0.5	0.5	2.0	1.4	0.3	0.1	-0.4
Zásoby (s.c.)	-0.7	-0.5	1.1	-0.4	1.2	0.9	-0.6	-2.9	1.1	0.3	-0.9	0.1	0.4	0.6
<b>Veřejné rozpočty</b>														
Saldo veřejných rozpočtů (% HDP, ESA 95)	-6.5	-6.7	-2.8	-3.2	-2.4	-0.7	-2.2	-5.8	-4.8	-3.1	-5.0	-3.0	-3.0	-2.6
Saldo státního rozpočtu (% HDP)	-5.8	-6.0	-2.6	-3.2	-2.4	-1.5	-2.4	-5.0	-4.1	-2.6				
<b>Trh práce</b>														
Nezaměstnanost (%) <sup>1</sup>	(9.2)	(9.9)	9.4	8.9	8.1	6.6	5.4	8.1	9.0	8.5	8.6	8.9	8.6	8.0
Nominální mzdy (%)	8.1	5.9	6.3	5.1	6.6	7.3	7.9	3.4	2.2	2.4	2.4	2.3	2.1	3.0
Reálné mzdy (%)	6.2	5.8	3.5	3.2	3.9	4.4	1.5	2.4	0.7	0.5	-0.9	0.0	0.6	1.3
<b>Vnější vztahy</b>														
Obchodní bilance (mld. CZK, CNB)	-71	-70	-13	49	59	47	26	87	54	94	145	131	122	105
Obchodní bilance (% HDP)	-2.8	-2.6	-0.5	1.6	1.8	1.3	0.7	2.3	1.4	2.4	3.8	3.4	3.1	2.6
Běžný účet (mld. CZK, CNB)	-136	-161	-147	-31	-67	-157	-81	-89	-147	-109	-74	-73	-77	-88
Běžný účet (% HDP)	-5.3	-6.0	-5.0	-1.0	-2.0	-4.3	-2.1	-2.4	-3.9	-2.8	-1.9	-1.9	-2.0	-2.2
<b>Ceny</b>														
CPI inflace (%)	1.8	0.1	2.8	1.9	2.5	2.8	6.4	1.1	1.5	1.9	3.3	2.4	1.6	1.7
Poptávková inflace (%) <sup>2</sup>	1.7	0.6	1.2	0.8	0.6	0.7	2.0	0.0	-1.2	-0.7	-0.3	-0.1	0.1	0.2
<b>Měnové podmínky</b>														
CZK/EUR	30.8	31.9	31.9	29.8	28.3	27.8	25.0	26.5	25.3	24.6	25.1	25.2	24.6	23.9
CZK/USD	32.7	28.2	25.7	24.0	22.6	20.3	17.1	19.0	19.1	17.7	19.6	19.4	18.7	17.9
2W repo sazba (%)	3.6	2.3	2.2	2.0	2.2	2.9	3.5	1.5	0.8	0.8	0.5	0.1	0.1	0.3
3M PRIBOR (%)	3.5	2.3	2.4	2.0	2.3	3.1	4.0	2.2	1.3	1.2	1.0	0.5	0.6	0.7
12M PRIBOR (%)	3.6	2.3	2.7	2.1	2.7	3.4	4.2	2.6	1.9	1.8	1.5	0.9	0.9	1.1
10Y swap (%)	5.0	4.2	4.7	3.5	3.8	4.2	4.2	3.7	3.0	2.8	1.9	1.3	1.6	2.3





## Ekonomické a strategické analýzy



### Makro

Martin Lobotka	Česká republika, hlavní makro analytik	+420/224 995 192	mlobotka@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
Katarzyna Rzentarzewska	Polsko	+420/224 995 232	krzentarzewska@csas.cz

### Akcie

Petr Bártek	CEE Utilities, NWR, hlavní akciový analytik	+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.

