

Martin Lobotka (CZ makro), David Navrátil (hlavní ekonom ČS)
 tel.: 224 995 192, e-mail: mlobotka@csas.cz

19.2.2009

Nová makro prognóza pro Česko: pokles ekonomiky v letošním roce o -1,3%

ROČNĚ (průměry)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009F	2010F	2011F
Poptávka										
HDP (s.c. %)	1.9	3.6	4.5	6.3	6.8	6.0	3.7	-1.3	1.5	3.4
Spotřeba domácností (s.c. %)	2.2	6.0	2.9	2.5	5.4	5.2	2.7	0.9	0.9	2.0
Investice (s.c. %,SA)	5.3	0.6	3.6	1.7	6.5	6.7	4.6	-1.2	3.2	5.2
Export (s.c. %)	1.9	7.2	20.3	11.8	16.4	14.9	7.4	-3.9	2.9	7.4
Import (s.c. %)	4.9	8.0	17.7	5.2	14.6	14.3	5.3	-2.6	2.4	7.5
Mezera výstupu (%) ¹	-0.7	-1.1	-1.3	-0.4	0.8	1.4	-0.2	-2.3	-2.3	-1.2
Průmyslová výroba (s.c. %)	2.8	6.0	9.9	8.1	10.6	9.5	4.9	-6.0	1.7	4.0
Maloobchod (%)	3.0	5.1	2.5	3.8	6.6	7.7	2.0	0.4	1.7	4.4
Veřejné rozpočty										
Saldo státního rozpočtu (% HDP)	-6.8	-6.6	-3.0	-3.5	-2.9	-1.9	-0.5	-3.8	-2.4	-1.8
Saldo veřejných rozpočtů (%HDP)	-0.5	-5.1	-3.8	-2.2	-3.3	-2.2	-2.3	-4.1	-2.7	-2.1
Trh práce										
Nezaměstnanost (%) ²	(9.2)	(9.9)	9.4	8.9	8.1	6.6	5.4	7.7	8.4	7.4
Nominální mzdy (%)	7.3	6.8	6.7	5.3	6.5	7.3	8.1	1.9	3.5	5.6
Reálné mzdy (%)	5.5	6.7	3.8	3.4	3.8	4.4	1.7	0.8	1.4	3.1
Vnější vztahy										
Obchodní bilance (mld. CZK)	-71	-70	-26	39	40	85	70	31	58	79
Obchodní bilance (% HDP)	-2.9	-2.7	-0.9	1.3	1.2	2.4	1.9	0.8	1.5	1.9
Běžný účet (mld.CZK)	-136	-161	-147	-48	-101	-89	-70	-136	-64	-70
Běžný účet (% HDP)	-5.5	-6.2	-5.2	-1.6	-3.1	-2.5	-1.9	-3.6	-1.6	-1.7
Ceny										
CPI inflace (%)	1.8	0.1	2.8	1.9	2.5	2.8	6.4	1.1	2.1	2.5
Poptávková inflace (%) ³	1.7	0.6	1.2	0.8	0.6	0.7	1.8	-0.7	0.7	0.7
PPI inflace (%)	-0.5	-0.3	5.7	3.1	1.6	4.1	4.6	0.4	2.0	2.0
Měnové podmínky										
CZK/EUR	30.8	31.9	31.9	29.8	28.3	27.8	25.0	27.3	23.5	22.4
CZK/USD	32.7	28.2	25.7	24.0	22.6	20.3	16.8	21.5	18.5	17.7
2W repo sazba (%)	3.6	2.3	2.2	2.0	2.2	2.9	3.6	1.7	2.4	3.3
3M PRIBOR (%)	4.7	2.7	2.1	2.3	2.0	2.6	3.8	1.9	2.4	3.4
12M PRIBOR (%)	4.8	2.7	2.3	2.6	2.3	3.0	4.1	2.3	2.7	3.6
10Y swap (%)	5.0	4.2	4.7	3.5	3.8	4.2	4.2	3.2	3.5	4.0
ČTVRTLETNĚ (průměry)										
	2008		2009				2010			
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Poptávka										
HDP (s.c. %)	4.2	1.0	-1.4	-2.4	-1.7	0.3	0.9	2.4	1.0	1.9
Spotřeba domácností (s.c. %)	2.5	2.3	1.2	0.5	0.9	0.8	0.6	0.9	0.8	1.1
Investice (s.c. %)	4.5	2.3	-0.3	-2.0	-1.8	-0.9	3.1	2.6	3.0	3.9
Mezera výstupu (s.c. %) ¹	0.8	-3.7	-2.2	-2.1	-2.6	-2.3	-2.0	-3.2	-2.0	-1.9
Trh práce										
Nezaměstnanost (%) ²	5.3	5.5	6.8	7.9	7.7	8.3	8.5	8.6	8.2	8.2
Reálné mzdy (%)	1.2	1.8	0.8	0.8	0.7	0.9	1.4	1.3	1.5	1.6
Ceny										
CPI inflace (%)	6.7	4.7	1.6	0.6	0.6	1.6	1.9	2.3	2.0	2.2
Poptávková inflace (%) ³	2.3	0.8	-0.7	-0.9	-0.9	-0.2	0.2	0.8	0.6	1.2
Měnové podmínky										
CZK/EUR	24.1	25.4	28.1	29.3	26.5	25.1	24.0	23.7	23.4	23.1
CZK/USD	16.0	19.1	21.8	22.2	22.0	19.9	18.8	18.6	18.3	18.1
2W repo sazba (%)	3.60	2.96	1.83	1.50	1.58	1.83	2.17	2.25	2.33	2.67
3M PRIBOR (%)	3.91	4.11	2.57	1.66	1.65	1.90	2.25	2.33	2.42	2.76
12M PRIBOR (%)	4.03	4.30	2.94	1.97	1.90	2.15	2.49	2.58	2.68	3.01
10Y swap (%)	4.27	3.59	3.24	3.11	3.17	3.20	3.38	3.45	3.51	3.60

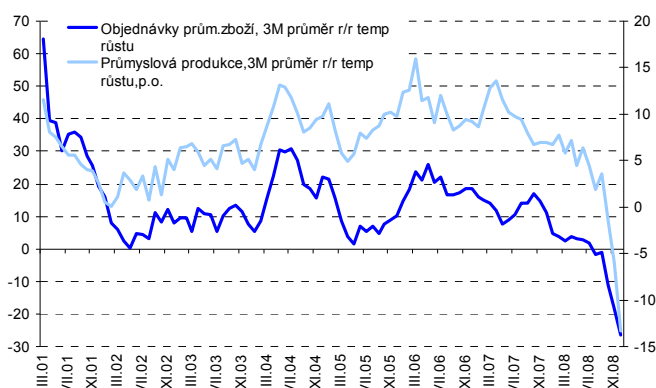
Shrnutí

- Revidujeme naši makro prognózu pro Česko ze dvou důvodů. Za prvé očekáváme nižší růst v EMU (-2,1%) a především v Německu (-2,9%). Druhým důvodem je koruna.
- Růst českého HDP letos díky výrazné recesi v Německu a dalších evropských zemí propadne o -1,3% (předchozí prognóza: +1,0%). V příštím roce pak vzroste HDP o +1,5%.
- Inflace poklesne na průměrných +1,1% (předchozí prognóza: +2,1%) kvůli výrazně protiinflační reálné ekonomice v 1H/09 a nižším cenám komodit, v roce 2010 pak mírně urychlí na 2.1% (předchozí prognóza: 1.8%) kvůli zpožděnému efektu slabé koruny.
- Centrální banka je se snižováním sazeb u dna. Vidíme ještě potenciál pro jedno snížení na 1,50%, nicméně slábnoucí koruna tento potenciál snižuje. Díky uvolnění měnových podmínek přes kurz dokonce očekáváme zvýšení sazeb na 2% na konci roku. V roce 2010 očekáváme další mírný růst sazeb na 2,75%.
- Pokud koruna zůstane v krátkém horizontu pod tlakem k oslabení, čekáme verbální intervenci ČNB, případně i hike. Tento scénář potvrzují i poslední komentáře z ČNB. Ve druhé polovině roku tak očekáváme posílení koruny až na 25,1 EUR/CZK. Průměr pro letošní rok bude 27,3 (předchozí prognóza: 25,4) a 19,9 USD/CZK (předchozí prognóza 18,5).

Reálná ekonomika – nabídka a poptávka

- Česká republika ve 4Q/2008 výrazně zpomalila. První odhad ČSÚ říká růst o +1%. My však očekáváme revizi směrem dolů díky téměř 14 procentnímu poklesu průmyslu a zhruba 4 procentnímu poklesu maloobchodních tržeb. Náš odhad pro 4Q/08 je tudíž pokles o půl procenta.
- Ekonomika je pod vlivem výrazného propadu aktivity v zahraničí díky své extrémní otevřenosti a vysokému podílu exportně orientovaného průmyslu (třetina hospodářství). Ekonomika tak v letošním roce spadne do recese.
- Z nabídkové strany mnohem nižší průmyslová produkce vede k prvotnímu propadu ekonomické aktivity. To následně omezuje i aktivitu v dalších sektorech (doprava, obchod atd.).

Objednávky a průmyslová produkce v ČR



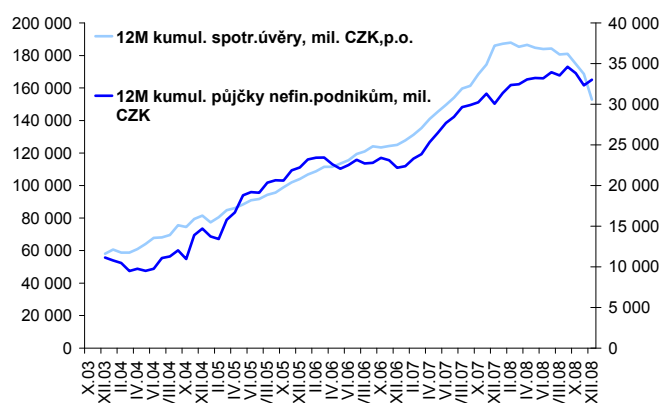
Zdroj: ČSÚ, ČS

- Slábnoucí koruna historicky průmyslu pomáhá (dle našeho modelu 4% oslabení koruny přidává průmyslové produkci zhruba 1pb). V současnosti ale převládá efekt propadu

německé aktivity: objednávky v Německu propadají o zhruba třetinu. Citlivost snižuje i vyšší míra zajištění u exportně orientovaných výrobců.

- Pokud se na ekonomiku podíváme z poptávkové strany, pak impuls ke zpomalení je **ze strany čistého exportu**. Reálný vývoz v roce 2009 poklesne o -4%, dovoz o -2,6% r/r. Za pomalejším poklesem dovozu stojí zpožděný pokles agregátní spotřeby a klesající inflace (slabší CZK bude mít na inflaci vliv až v 2H/09).
- **Spotřeba domácností** tak v letošním roce přidá jenom o 0,9% r/r, což je o 70 bps. méně než v předchozí prognóze. Proti nízké inflaci bude působit ochabující trh práce. To se projeví růstem nezaměstnanosti (vrchol na 8,6% ve 2Q/10) a nízkém růstu nominálních mezd (+1,9% r/r). Navíc očekáváme zpomalení růstu spotřebitelských úvěrů z loňských 23% na letošních 8%.

Úvěrová aktivita bank



Zdroj: ČNB, ČS

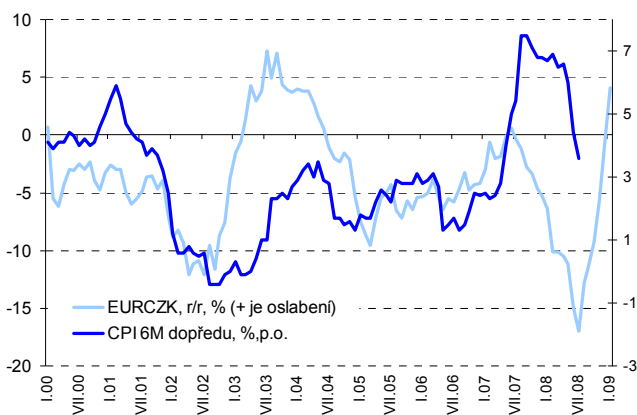
- **Celkové investice** propadnou téměř o 4% zejména kvůli zásobám i fixním investicím. Číslo za 4Q/08 mohlo být ovlivněno právě zásobami, ale v opačném gardu. Výrobní kapacity jsou totiž vzhledem k propadu poptávky více než dostatečné, stavební produkce zažívá po letech nemovitostního boomu útlum. Navíc reálné sazby jsou i navzdory snižování ze strany ČNB díky nedokonalé transmisii vyšší než v loňském roce. Na druhé straně může pomoci krizový balíček a vyšší čerpání fondů z EU.
- **Výdaje vlády** vzrostou nominálně o 8%, zejména kvůli očekávanému dodatečnému fiskálnímu stimulu ve výši 40 mld. CZK. Menší část budou přímo výdaje vlády (garanční fondy ČMRZB, investice do infrastruktury), část pak půjde skrze jiné kanály (zrychlení odpisů). Podle našeho názoru vyšší efekt do růstů v letošním roce budou mít opatření směřující na stranu nabídky než na stranu poptávky. Důvodem je dovozní náročnost domácí poptávky.
- **V roce 2010** dojde k oživení růstu na +1,5%. Kromě pozitivního příspěvku čistého exportu (díky oživení v zahraničí) se k růstu vrátí i investice (mj. i díky opožděnému efektu nízkých sazeb). Naopak, spotřebu bude dále tížit trh práce, který reaguje se zpožděním a s větší setrvačností, a vyšší inflace (zpožděný efekt slabší koruny, ropa atd.). Spotřeba tak v příštím roce poroste o 0,9% jako v letošním roce.

EUR/CZK

- V současné době jsme svědky výrazného oslabování koruny (a dalších měn regionu) jak vůči euru, tak vůči dolaru. Ve své podstatě se u koruny momentálně jedná o analogický případ s létem 2008, nicméně s opačným znaménkem.

- Koruna nejdřív posílením (které začala v květnu 2008) pod 24 a pak pod 23,50 EUR/CZK prorazila důležité psychologické a technické úrovně. Poté se v létě 2008 krátce podívala i pod hladinu 23 CZK. V létě trh očekával zvyšování sazeb a další posilování koruny. Podle našeho názoru bylo toto očekávání nekonzistentní, protože česká ekonomika, inflace a především ČNB citlivě reaguje na vývoj koruny.
- Náš názor se potvrdil: koruna korigovala po slovní intervenci guvernéra ČNB Z. Tůmy (a vyjádření některých dalších bankéřů z ČNB). Poté se kurz relativně rychle vrátil směrem k 24 EUR/CZK. Další kroky na sebe nedaly dlouho čekat: ČNB pod tíhou silné koruny přistoupila jako první centrální banka v CEE ke snížení sazeb o 25 bodů na 3,50%. Právě zásah ČNB byl pro korekci koruny důležitý a potenciální analogii vidíme i pro současnou situaci.

Inflace a EURCZK v ČR

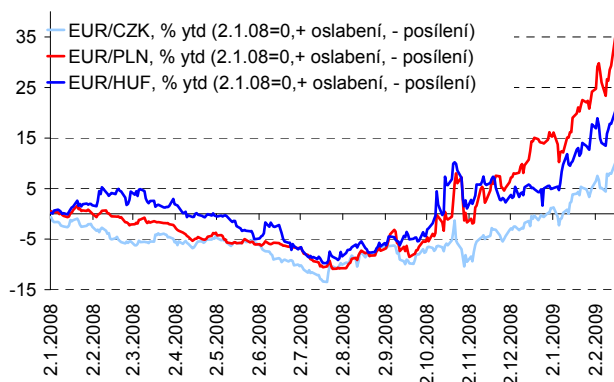


Zdroj: ČSÚ, Bloomberg, ČS

- Další pokles sazeb byl již ve vleku revizí výhledu pro hlavní trhy: listopad -75 bodů, v prosinci o -50. Koruna tak dále oslabilo dále a na podzim se propracovala až k 26,00 za EURO, což byla námi odhadována fundamentální hodnota.
- Od podzimu se však vyplňoval rizikový scénář, na který jsme v souvislosti s očekávanou korekcí koruny upozorňovali – že podobně jak koruna pod vlivem tržního sentimentu skončila výrazně pod fundamentální hodnotou v létě 2008, tak se pod vlivem dramaticky přehodnoceného tržního sentimentu (a nepochybně slabšího výhledu ekonomiky) koruna může dostat na výrazně slabší úrovně.
- To se vyplnilo – koruna od ledna oslabilo zhruba o 7-8%, dostala se až pod 30 EUR/CZK. V kratším horizontu vidíme čtyři důvody pro to, aby koruna zůstala pod tlakem k oslabování:
 1. Očekávané zhoršování obchodní bilance díky zpožděnému efektu silné koruny a především díky propadu vnější poptávky. Pro letošek vidíme přebytek jenom cca +30 mld. CZK.
 2. Absence zajišťovacích operací exportérů. Podle našich informací je již velká část exportérů zajištěna od loňského roku (zhruba na 26 EUR/CZK). Ty podniky, které zajištěny nejsou, nyní přehodnocují jak objemy exportů pro zajištění (klesají objednávky ze zahraničí), tak časování. Vzhledem k tomu, že momentálně je trendový vývoj kurzu pro vývozce pozitivní a že panuje nejistota ohledně budoucích zakázek, je ze strany firem rozumné se zajišťováním vyčkat. Opačný tok, který korunu oslabuje, vytvářejí dovozci, kteří se začali zajišťovat proti oslabení koruny.

3. Dalším důvodem, proč vidíme korunu slabší v následujících měsících, je tržní regionální sentiment a s tím spojený odliv investic z regionu CEE. Koruna v první polovině roku 2008 profitovala z tzv. příběhu decouplingu (USA bude v recesi, ale Evropa zůstane nedotčena), což vedlo k úprku z dolaru do ostatních aktiv (euro, CEE, ropa). Díky normálnímu zpoždění mezi USA a EMU (zhruba 1-2Q) začaly v létě přicházet špatná data i z EMU, což vedlo k opuštění tohoto investičního příběhu. Investoři začali díky obavám z celosvětové recese stahovat svá aktiva zpět do dolarů, jenů a eur.
4. Region CEE navíc začal trpět novým investičním příběhem. Region je vysoce proexportně orientován, což je pro něj minus při recesi v EMU. Navíc byl růst založen na růstu úvěrů v cizích měnách. K tomu investoři přidávají příběhy o vysoké vnější nerovnováze. Došlo tak k absolutnímu překmitu sentimentu: na střední a východní Evropu momentálně investoři, živení i ratingovými agenturami, nazírají jako na jeden z nejvíce ohrožených regionů. Problém je, že nerozlišují mezi zeměmi jako je Estonsko, Ukrajina, Maďarsko na straně jedné a ČR na straně druhé. Regionálnost tlaku je vidět i na vývoji dalších měn regionu.
 - Očekáváme, že koruna zůstane v 1H09 výrazně volatilní (s negativním dopadem na ceny opcí). V první polovině roku mohou pokračovat tendence na oslabování díky špatným makro datům a pokračování odlivu investic. Nedokážeme říct, kde se toto přestřelení zastaví. Nicméně velkou roli v obratu koruny sehraje ČNB. Při oslabení přes 29 EUR/CZK ČNB začala verbálně hrozit zvýšením sazeb. S dalším oslabením koruny vidíme riziko v naplnění této hrozby.
 - Větší (v porovnání s předchozí prognózou) riziko výrazného oslabení nad (nedávno) „nemyslitelné“ hranice (např. nad 30 EUR/CZK).
 - Naše prognóza je založena na předpokladu stabilizace situace na hlavních trzích ve 2H09 (což neznamená výrazné oživení, to by mělo přijít až ve 2H10). Za této podmínky se situace na finančních trzích bude výrazně zlepšovat. Koruna se tak ve druhé polovině roku vrátí k posilování.

Měny regionu od 2.1.2008



Zdroj: Bloomberg, ČS

- Navíc podle nás budou investoři nuceni přiznat, že Česká republika nemá vnější ani vnitřní nerovnováhy jako některé ze zemí střední Evropy a že je ze zemí v tomto prostoru nejlépe vybavenou k tomu, aby krizi překonala „jenom“ klasickým cyklickým poklesem ekonomiky. Ve druhé polovině roku tak vidíme posílení koruny až k 25 korunám ke konci roku.

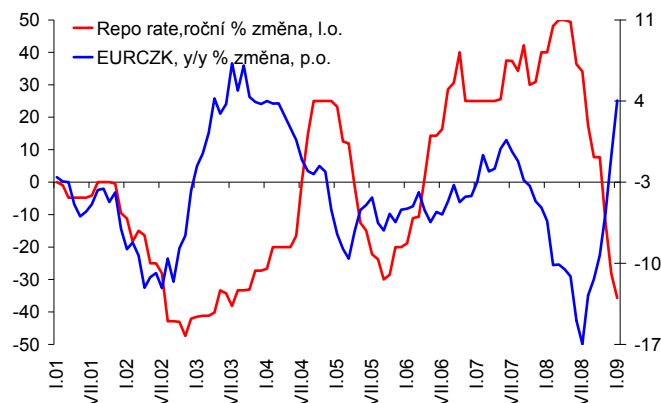
- Koruna průměrně historicky posilovala tempem zhruba 3% za rok, což odpovídá i konvergenčnímu tempu na reálné straně ekonomiky.

Sazby ČNB

- ČNB očekává růst HDP v letošním roce o -0,3%, tedy nižší pokles než my. Důvodem je náš více pesimistický předpoklad vývoje v EMU. Proto vidíme, podobně jako bankovní rada, rizika pro prognózu ČNB pro HDP a inflaci směrem dolů. Nicméně toto riziko je eliminováno oslabováním koruny.
- Naše simulace ukazují, že už úrovně koruny kolem 28.50-29.00 umožňují maximálně jedno snížení sazeb o 25 bodů na 1,50%.
- Přes léto očekáváme stabilitu sazeb a následně mírný růst sazeb ve 4Q/09 a v 1Q/10. V roce 2010 pak vidíme postupnou pomalou normalizaci sazeb, konec roku 2010 bude mít sazby na úrovni 2.75%.
- Rizikem pro sazby směrem nahoru je koruna. Úrovně kolem 30 korun jsou však dle našeho odhadu už za „prahem bolesti“ ČNB, a pokud by takto slabá zůstala koruna celou první polovinu roku, viděli bychom i dřívější zvýšení sazeb. Relativně rychlý obrát u ČNB bychom mohli

vidět, kdyby nastala kombinace zlepšení situace ve 2. polovině roku a stále slabé koruny.

Repo vs. EURCZK



Zdroj: ČNB, Bloomberg, ČS