

3. čtvrtletí 2011

Čtvrtletník

Ekonomika pod lupou



Krátkodobá slabost, nebo další tvrdé přistání?

Ekonomické a strategické analýzy
research@csas.cz (+420 224 995 177)
www.csas.cz/analýza
Důležitá upozornění, složení analytického týmu
a další kontakty viz poslední strany publikace
Uzávěrka: 27. června 2011

ČESKÁ 
SPŮRITELNA

SHRNUTÍ PROGNÓZY

- Spojené státy začátkem roku zpomalily, a to díky kombinaci jednorázových faktorů (ceny ropy, japonské zemětřesení) a hlubších fundamentálních vlivů (omezování výdajů na úrovni federální vlády a jednotlivých států). Růst je stále tažen poptávkou domácností, překvapivě slabým přispěvatelem jsou fixní investice a zásoby. Trh práce se zlepšuje, ale frustrujícím pomalým tempem. Poptávku domácností tak v podstatě podporuje hlavně vláda (a vstřícnější banky). V roce 2012 a 2013 nás čeká fiskální restrikce, která se negativně dotkne spotřebitelů i vládních investičních výdajů. Nízká inflace umožní Fedu držet sazby delší dobu poblíž nuly, což bude společně s trvajícím globálními nerovnováhami a zatím neřešeným fiskálem doléhat na dolar.

... str. 3

- V Evropě pokračuje dluhová krize, Řecko se znovu ocitlo na pokraji kolapsu poté, co se zjistilo, že neplní podmínky domluvené společně s balíčkem pomoci v květnu minulého roku. Portugalsko se stalo další zemí, která byla nucena požádat o pomocnou ruku EMU, společně s Irskem a Řeckem tak tvoří trojici nejpostiženějších ekonomik. Španělsko i Itálie se od této skupiny dokázaly odpoutat, alespoň co se nákladů na dluh týče. V jádru EMU pokračuje vývozem hnané oživování, na periferii zuří fiskální konsolidace, nůžky mezi jádrem a periferií se dále rozevírají. Německo pokračuje v solidním růstu, je nejrychleji rostoucí ekonomikou EMU a nejrychleji rostoucí velkou vyspělou ekonomikou na světě. V druhé polovině roku a v roce 2012 však čekáme zpomalení vývozu, resp. návrat temp růstu k historicky normálnějším úrovním. Bude za to moci kombinace utahování měnové politiky v rozvíjejících se trzích, dražší ropa a potraviny (=nižší disponibilní příjmy), pokračující (v EMU) a začínající (v USA) fiskální konsolidace a silné EUR.

... str. 6

- Růst v 1Q/11 byl rychlejší, než se čekalo, proinflační ale není – za překvapením stály hlavně silnější zásoby a fixní investice; poptávka spotřebitelů znovu meziročně poklesla. Reálné mzdy vzrostly (v nepodnikatelském sektoru), poprvé od 4Q/08 meziročně vzrostla i zaměstnanost, obecně však ekonomika zůstává protiinflační (negativní mezera výstupu, vysoká nezaměstnanost, silná koruna). V letošním roce tak čekáme růst lehce nad 2% (taženo exportem, investicemi), v příštím roce kolem 2,5% (díky mírnému zvednutí spotřeby a méně negativnímu vlivu vlády). Poptávková inflace zůstane letos (a i počátkem roku 2012) záporná - marže v obchodě zůstávají utižené, koruna byla v poslední době vesměs silnější než fundament, trh práce se zlepšuje jenom pomalu, je možné, že poptávková inflace prodělala v krizi strukturální změnu. Celkovou inflaci ve 2H/11 zvednou ceny potravin, v příštím roce změna v spodní sazbě DPH.

... str. 11

- Koruna je nejsilnější měnou v regionu, ani polský zlotý ani forint si na úroveň před krachem Lehman Bros. zatím nesáhly. V 1H/11 oscilovala mezi 24 a 24,50, v průměru byla o něco silnější, než jsme čekali. V létě vidíme možnost mírného oslabení, zejména v případě eskalace problémů kolem Řecka, do konce roku ale čekáme posílení k nebo lehce pod 24 korun za EUR. Posilování tempem 2-3% ročně pak čekáme pro roky 2012 a 2013. ČNB ve 2H/11 přikročí ke zvýšení sazeb, vzhledem k posilující koruně, nízké poptávkové inflaci a pomalému oživení však v dalších 6 kvartálech pospíchat nebude. Na konci roku 2012 vidíme sazby kolem 1,5-1,75%.

... str. 19

Obsah

Shrnutí prognózy	1
Tabulka prognózy	2
Zahraniční vývoj	3
Poptávka a nabídka	11
Inflace	15
Měnové podmínky	18
Rizika prognózy	23
Důležitá upozornění	24
Kontakty	

TABULKA PROGNOZY

ROČNĚ (průměry)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011F	2012F	2013F
Poptávka												
HDP (s.c. %)	1,8	3,6	4,3	6,4	7,0	6,1	2,3	-4,0	2,2	2,3	2,5	3,5
Spotřeba domácností (s.c. %)	2,2	5,9	2,8	2,6	5,1	4,9	3,5	-0,2	-0,1	0,1	1,1	2,5
Fixní investice (s.c. %)	5,3	0,6	3,6	1,8	6,0	10,9	-1,5	-7,9	-3,1	3,3	4,7	2,8
Export (s.c. %)	2,0	7,2	20,3	11,9	16,2	15,0	6,0	-10,0	17,7	10,0	7,4	5,5
Import (s.c. %)	4,9	8,0	17,5	5,3	14,7	14,3	4,5	-10,1	17,6	8,5	6,4	4,7
Zpracovatelský průmysl (s.c. %)	5,2	-1,0	12,6	12,2	15,3	9,2	7,2	-11,4	8,0	8,5	5,8	5,3
Maloobchod (%)	1,5	6,7	3,9	8,1	10,8	10,1	3,1	-4,7	0,4	2,5	2,3	3,7
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	0,0	0,5	1,2
Fixní investice (s.c.)	1,5	0,2	1,1	0,5	1,7	3,0	-0,4	-2,2	-0,8	0,8	1,2	0,7
Čistý export (s.c.)	-2,2	-1,1	0,8	5,1	1,1	0,7	1,4	-0,3	0,3	2,0	1,5	1,2
Zásoby (s.c.)	-0,2	-0,6	1,5	-0,7	1,3	-0,2	-0,6	-2,4	2,2	0,7	-0,7	-0,1
Veřejné rozpočty												
Saldo veřejných rozpočtů (% HDP, ESA 95)	-6,8	-6,6	-3,0	-3,6	-2,6	-0,7	-2,7	-5,9	-4,7	-4,0	-3,7	-2,9
Saldo státního rozpočtu (% HDP)	-6,1	-6,0	-2,7	-3,5	-2,6	-1,6	-2,7	-4,9	-4,1			
Trh práce												
Nezaměstnanost (%) ¹	(9,2)	(9,9)	9,4	8,9	8,1	6,6	5,4	8,6	9,0	8,7	8,4	7,5
Nominální mzdy (%)	8,1	5,9	6,3	5,1	6,6	7,3	7,9	3,4	2,0	2,2	3,2	3,7
Reálné mzdy (%)	6,2	5,8	3,5	3,2	3,9	4,4	1,5	2,4	0,5	0,0	0,2	2,0
Vnější vztahy												
Obchodní bilance (mld. CZK)	-71	-70	-13	59	65	121	103	81	54	59	81	95
Obchodní bilance (%HDP)	-2,9	-2,7	-0,5	2,0	2,0	3,4	2,8	2,2	1,5	1,6	2,1	2,3
Běžný účet (mld. CZK)	-136	-161	-147	-40	-77	-113	-23	-115	-139	-140	-133	-120
Běžný účet (%HDP)	-5,5	-6,2	-5,2	-1,3	-2,4	-3,2	-0,6	-3,2	-3,8	-3,7	-3,4	-3,0
Ceny												
CPI inflace (%)	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,4	1,1	1,5	2,3	3,0	1,8
Poptávková inflace (%) ²	1,7	0,6	1,2	0,8	0,6	0,7	2,0	0,0	-1,2	-0,7	0,7	0,4
Měnové podmínky												
CZK/EUR	30,8	31,9	31,9	29,8	28,3	27,8	25,0	26,4	25,3	24,2	23,7	23,1
CZK/USD	32,7	28,2	25,7	24,0	22,6	20,3	17,1	19,0	19,1	17,0	17,0	17,1
2W repo sazba (%)	3,6	2,3	2,2	2,0	2,2	2,9	3,5	1,5	0,8	0,9	1,4	2,3
3M PRIBOR (%)	3,5	2,3	2,4	2,0	2,3	3,1	4,0	2,2	1,3	1,4	1,8	2,6
12M PRIBOR (%)	3,6	2,3	2,7	2,1	2,7	3,4	4,2	2,6	1,9	2,1	2,5	3,1
10Y swap (%)	5,0	4,2	4,7	3,5	3,8	4,2	4,2	3,7	3,0	3,2	3,6	4,0
ČTVRTLETNĚ (průměry)												
	2009				2010				2011			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Poptávka												
HDP (s.c. %) - r/r	-3,6	-4,8	-4,4	-3,2	1,2	2,3	2,6	2,7	2,8	2,5	2,0	1,9
HDP (s.c. %) - q/q	-3,6	-0,5	0,5	0,4	0,8	0,6	0,8	0,5	0,9	0,3	0,3	0,4
Spotřeba domácností (s.c. %) - r/r	0,6	-0,1	-0,5	-0,9	-0,3	-0,3	-0,2	0,4	-0,5	-0,5	0,3	1,0
Spotřeba domácností (s.c. %) - q/q	-0,3	0,1	-0,4	-0,3	0,3	0,1	-0,4	0,4	-0,7	0,2	0,4	1,0
Trh práce												
Nezaměstnanost (%) ²	7,3	7,9	8,5	8,8	9,8	8,8	8,6	8,9	9,5	8,3	8,2	8,8
Reálné mzdy (%)	0,1	1,1	4,0	4,2	1,9	1,5	0,0	-1,5	0,4	-0,1	-0,8	0,6
Ceny												
CPI inflace (%)	2,2	1,4	0,2	0,4	0,7	1,2	1,9	2,1	1,7	1,8	2,7	2,8
Poptávková inflace (%) ³	0,6	0,1	-0,5	-0,2	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-0,8	-0,8	-0,5	-0,7
Měnové podmínky												
CZK/EUR	27,6	26,6	25,6	25,9	25,9	25,6	24,9	24,8	24,4	24,3	24,3	24,0
CZK/USD	21,1	19,6	17,9	17,6	18,7	20,1	19,3	18,3	17,8	16,9	16,8	16,4
2W repo sazba (%)	1,95	1,60	1,35	1,21	1,00	0,85	0,75	0,75	0,75	0,75	0,92	1,00
3M PRIBOR (%)	2,71	2,32	1,96	1,77	1,50	1,31	1,23	1,21	1,21	1,24	1,48	1,55
12M PRIBOR (%)	3,03	2,70	2,48	2,31	2,02	1,84	1,78	1,79	1,81	1,93	2,28	2,32
10Y swap (%)	3,40	3,82	3,85	3,57	3,54	3,00	2,67	2,82	3,29	3,19	3,15	3,34

Vysvětlivky:

Není-li uvedeno jinak, jsou prezentovány roční, resp. čtvrtletní průměry.

1 míra nezaměstnanosti před rokem 2004 je počítána z registrované míry nezaměstnanosti, počínaje rokem 2004 pak pomocí metodologie ILO

2 poptávková inflace je inflace očištěná o vliv změn regulovaných cen a nepřímých daní, cen potravin a pohonných hmot; je nejvíce ovlivněna poptávkou

3 poptávková inflace je inflace očištěná o vliv změn regulovaných cen a nepřímých daní, cen potravin a pohonných hmot; je nejvíce ovlivněna poptávkou

ZAHRANIČNÍ VÝVOJ

USA, EVROPSKÁ UNIE A ROZVÍJEJÍCÍ SE TRHY – 3 ROZDÍLNÉ SVĚTY

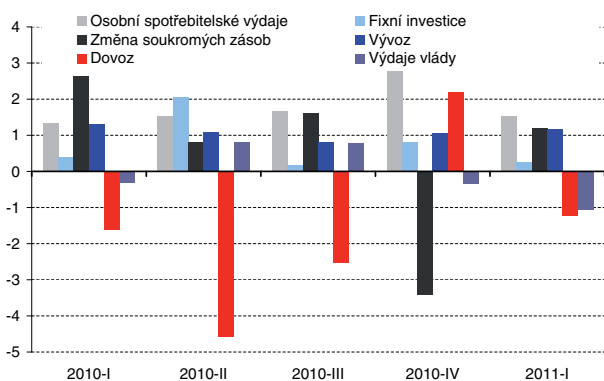
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012f
HDP EU12 (s.c. % r/r)	2,9	2,6	0,6	-4,0	1,7	2,0	1,7
CPI Eurozóny (%)	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	2,6	1,8
Sazba ECB (%)	2,8	3,3	3,9	1,2	1,0	1,4	2,1
12M EURIBOR (%)	3,4	4,5	4,8	0,7	1,0	1,9	2,6
HDP US (s.c. % r/r)	2,7	1,9	0,9	-2,4	2,8	2,7	3,1
CPI US (%)	3,2	2,9	4,3	-0,4	1,6	2,2	2,0
Sazba Fed (%)	4,94	5,06	2,12	0,16	0,18	0,23	1,10
EUR/USD	1,26	1,37	1,48	1,43	1,34	1,43	1,39

Svět první: Zpomalení kvůli jednorázovým faktorům, nebo náznak toho, co nás v letech 2012/13 čeká?

Z historického hlediska pomalé oživení zkraje roku 2011 táhne spotřeba domácností,...

Americká ekonomika v minulém roce vzrostla o 2,8%, v prvním čtvrtletí letošního roku jenom o 1,8% r/r. Co bylo tahounem a co naopak ekonomiku brzdilo, je vidět z následujícího obrázku.

USA: Příspěvky k růstu reálného HDP v letech 2010 a v 1Q/2011 (p.b.)

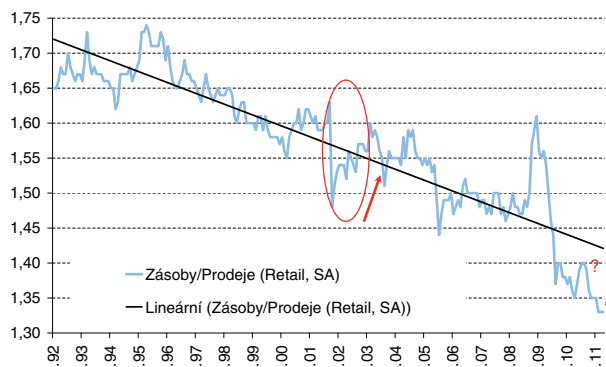


Jak už bylo evidentní v minulém roce, hnací silou růstu byla spotřeba domácností, která v loňském roce růstu přispěla 1,8 p.b. Tento vývoj pokračuje i v letošním roce – v 1Q/11 přidala spotřeba domácností k meziročnímu růstu 1,5 p.b.

Druhou věcí, která je důležitá, a která je patrná z obrázku, je, že negativně na růst působily výdaje vlády (federální vláda -0.7 p.b., státy -0.4 p.b.). To je na první pohled trochu paradoxní, když si uvědomíme, že USA budou v letošním roce mít zhruba 10% deficit veřejných financí. Vysvětlením je, že dávky, které jsou vyplácené domácnostem (například podpory v nezaměstnanosti) a které jsou z nemalé části za relativně silným růstem domácí spotřebitelské poptávky, jsou sice jasným deficitem vlády (ta si na ně půjčuje), ale v HDP se objevují právě jako poptávka domácností. Výdaje vlády, které jsou uváděny v rámci HDP, jsou pak výdaje na další věci jako investice apod. - a právě tyto výdaje jsou omezovány s tím, jak končí minulý stimulus.

Třetí a poslední věc, která je z obrázku patrná, je, že se zásoby znovu podílejí na růstu. Do budoucna by to tak mohlo zůstat – z dlouhodobého hlediska jsou totiž pod svým trendem. Možností zde však je, že podniky očekávají ochladnutí domácí poptávky poté, co peněženky spotřebitelů přestane podporovat vláda. V tom případě nejsou zásoby nízké, naopak, stávající poptávka je neodůvodnitelně vysoká.

USA: Zásoby / prodeje

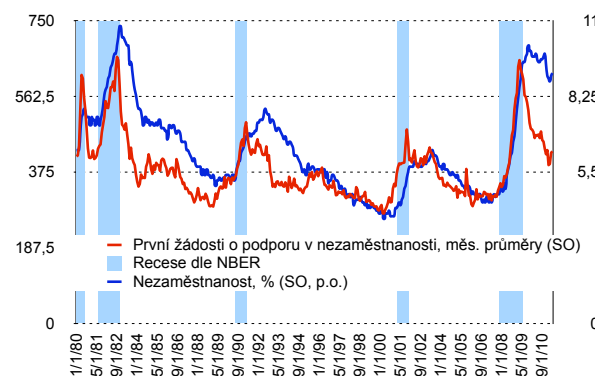


...která se zvedla díky (pomalu se) zlepšujícímu trhu práce ...

Proč jsme svědky relativně silné spotřeby domácností? Důvody jsou v zásadě tři.

Zprv – trh práce se zlepšuje, i když tempem, které ani dle nás ani dle Fedu není dostatečné na to, aby se nezaměstnanost vrátila v rozumném čase alespoň poblíž 5-6%. I tak ale dosáhl průměrný počet nově vytvořených míst v soukromém sektoru za prvních 5 měsíců letošního roku 182 tis. I nové žádosti o podporu v nezaměstnanosti podporují obrázek pomalu se lepšícího trhu práce (a naznačují, že by mělo následovat snižování míry nezaměstnanosti). Ačkoliv v květnu došlo ke snížení dynamiky tvorby pracovních míst (na pouhých 83 tis. míst v soukromém sektoru), nevyvozuje z toho zatím, že by se mělo zlepšování trhu práce úplně zastavit.

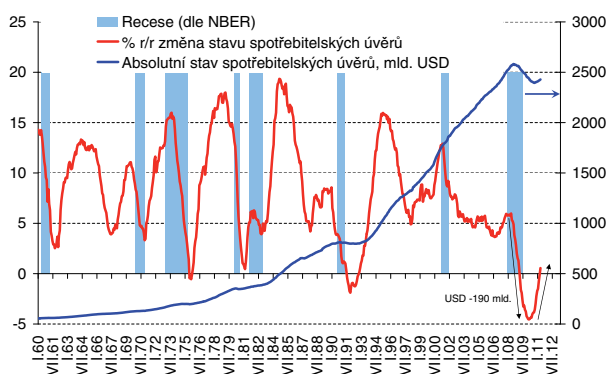
USA: Nové žádosti o podporu v nezaměstnanosti (tis.) a míra nezaměstnanosti (%)



Nečekáme však určitě výraznější urychlení dynamiky tvorby pracovních míst – zejména v příštím roce nebo v tom dalším na ekonomiku dolehne fiskální konsolidace, a ta tvorbu pracovních míst určitě nepodpoří.

Zadruhé – poněkud předčasně skončilo období „de-leveragingu“ (snižování zadlužení) u spotřebitelů. Od října 2010 celkový stav spotřebitelských úvěrů již dokonce roste (meziroční změna je kladná). To je dalším důkazem toho, že Američanům 4 roky po začátku krize „otrulo“.

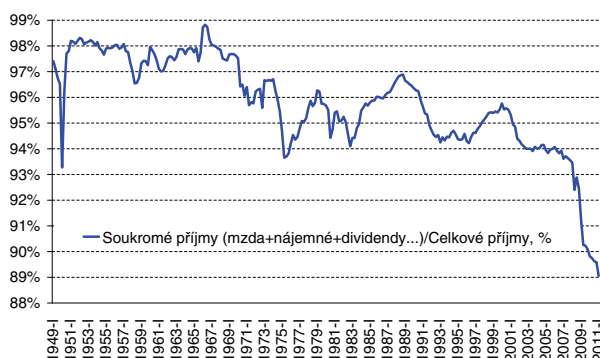
USA: Absolutní stav spotřebitelských úvěrů (mld.USD) a meziroční změny (%)



...a díky trvající podpoře vlády.

Je sice pravdou, že trh práce se zlepšil, zdaleka ale ne natolik, aby spotřeba domácností byla takto velkým tahounem. Co je tedy důvodem? Odpověď je jednoduchá – vláda, která, jak ukazuje obrázek, stále dotuje spotřebu domácností z „vlastního“ (t.j. ze zadlužování se). A nebylo to tak jenom v roce 2010, je to tak i v roce 2011. V prvním čtvrtletí 2011 dokonce podíl soukromých příjmů na celkových příjmech amerických domácností dále klesl, momentálně tak je už na 89%.

USA: Podíl soukromých příjmů na celkových příjmech domácností



Po podzimních prohraných volbách do Senátu i do Kongresu se totiž B. Obama domluvil s vítěznými republikány na fiskálním balíčku v hodnotě zhruba 700 mld. dolarů na roky 2011 a 2012. To bylo v té době překvapením, protože nálada v republikánské straně byla spíše ke snižování výdajů a k neohrožování rozpočtových deficitů. Obsahem balíčku je prodloužení daňových úlev z dob prezidenta Bushe, prodloužení vyplácení podpor v nezaměstnanosti nad 99 týdnů a několik dalších vesměs daňových úlev. Tyto změny tak znamenají, že fiskální politika ve Spojených státech zůstává i v roce 2011 rozhodně stimulační. Samozřejmě, cenou za to je růst zadlužení, které se ve Spojených státech zatím (na rozdíl od Evropy) vůbec neřeší. Jak ale ukazuje zkušenost právě EMU, věci se můžou posunout k horšímu hodně rychle. Tak jako tak ale v dalších letech bude muset přijít fiskální konsolidace (spíše ale až v roce 2013, rok 2012 je totiž volební rok, kde se spíše bude hodně mluvit, ale málo dělat) – to se na ekonomice projeví negativně.

Momentální zpomalování dynamiky je výsledkem kombinace vládních úspor a jednorázových efektů,...

Data, která za 2Q/11 z americké ekonomiky přišla, byla vesměs slabší – nejenom předstihové indikátory (PMI, indexy

regionálních Fedů), ale i průmyslová produkce či trh práce zvolnily. Slábnutí dynamiky je dle nás částečně v důsledku jednorázových efektů, jako bylo japonské zemětřesení nebo extrémně vysoká cena ropy, částečně ale v důsledku (jak jsme viděli na prvním obrázku) úspor ve výdajích federální vlády a vlád jednotlivých států. Trh práce se pak zlepšuje jenom velice pozvolna a nemůže být ekonomice podporou. V podstatě tak v malém v 1Q/11 vidíme, jaký efekt bude mít fiskální konsolidace na americkou ekonomiku, až k ní v roce 2012 nebo 2013 dojde.

Druhá polovina letošního roku by však měla být rychlejší než Q2/11. Tahounem růstu zůstane poptávka domácností (=vládní transfery obyvatelstvu), čekáme ale, že se zvednou i fixní investice, které nás zatím spíše svou slabostí zklamávaly. Tento obrázek by se snad již ve 2Q/11, spíše ve 3Q/11 mohl změnit – dodávky jadrových kapitálových statků (t.j. bez volatilních věcí jako letadla apod.) se v dubnu a květnu oproti 1Q/11 zlepšily o skoro 8% (sezónně očištěno, anualizováno). V USA podobně jako u nás byla v krizi odložena spousta investic, a ty by se teď, v situaci oživení a zlepšených podmínek financování a nízkých sazeb, měly realizovat. Růst však jak v roce 2011, tak zejména v roce 2012-2013 zůstane pod potenciálem.

...,což drží inflaci nízkou a umožňuje FEDu pokračovat i ve 2H/11 v uvolněné měnové politice.

Celková inflace se v dubnu dostala na 3,2% meziročně, lví podíl na tom má růst cen ropy (u americké lehké ropy WTI o 35%). Jádrová inflace je stále nízká (v dubnu 1,3% meziročně), ovšem trend je jednoznačně rostoucí (z 0,6% v říjnu loňského roku). Otázkou nyní je, jak rychle bude růst jadrové inflace pokračovat. Podle nás by měly stále slabý trh rezidenčních nemovitostí a stále relativně vysoká nezaměstnanost spíše tlumit růst cen, někteří se však obávají, že posun od vlastnického bydlení k nájemnímu může vést naopak ke zrychlení růstu nájmu. Vývoj v posledních měsících ukazuje spíše na zpomalování dynamiky, na definitivní závěry je však ještě brzy. Fed má v každém případě dost důvodů na pokračování uvolněné měnové politiky: pouze pozvolné zotavování trhu práce se stále vysokou mírou nezaměstnanosti, obecně stále relativně vysoký podíl nevyužitých zdrojů v ekonomice i probíhající zpomalování růstu. Podle plánu dojde tento měsíc k ukončení kvantitativního uvolňování (plánovaný objem státních dluhopisů už je téměř odkoupen), nepočítáme s dalším kolem, pokud nedojde k dramatickému zhoršení stavu ekonomiky. Současný vývoj ekonomiky pak ukazuje na opravdu velmi pozvolné utahování měnové politiky (v první fázi by se nereinvestovaly prostředky z maturujících dluhopisů, ve druhé by se patrně prodala část portfolia drženého Fedem, teprve pak by došlo ke zvýšení sazeb).

Důležité v této situaci je to, že pokud USA, jak předpokládáme, přistoupí k utahení fiskální politiky (2012, nejspíše po prezidentských volbách ve 2013), bude to pro Fed dalším důvodem pro to, aby se zvyšováním sazeb nespěchal. Protože i oživení na trhu práce bude pomalé (průměrně trvá návrat na předkrizové úroveň po krizi způsobené selháním finančního systému 5 let), restriktce bude pro americkou ekonomiku protiinflačním faktorem č. 1. Růst v letech 2012 a 2013 tak bude nejspíše historicky podprůměrný (a určitě podprůměrný vzhledem na stav hospodářského cyklu).

Dolar se dostal pod tlak o něco dřív, než jsme čekali, a to díky kombinaci jestřábí ECB, (váhavému) řešení dluhové krize a neaktivity ve Spojených státech

Události na eurodolarovém měnovém trhu se v první polovině letošního roku vyvinuly rychleji, než jsme čekali – dolar se dostal pod prodejní tlak o něco dřív, než jsme v lednu 2011 očekávali.

Při pohledu na politická omezení (prezidentské volby v roce 2012, nevráživost a ideologická zatvrzelost republikánů a demokratů) se kombinace neřešené fiskální situace (blížící se dluhový limit, který USA mají zákonem stanovený), vysoké finanční potřeby (25% HDP v roce 2011) a kvantitativního uvolňování nejevila už ani koncem minulého roku příznivou pro dolar nebo americké dluhopisy. K tomu se v 1Q/11 připojily ještě dvě události, které dolaru na atraktivitě nepřidají.

Zaprvé, jestřábí Evropská centrální banka, která v dubnu začala se zvyšováním úrokových sazeb (k dalšímu kroku nejspíš dojde v červenci). Vzhledem k tomu, že Fed se k ničemu takovému nechystá, úrokový diferenciál hraje proti dolaru.

Zadruhé, krize kolem zadluženého jihu EMU se sice pomalu, ale přece jenom začala v 1H/11 řešit. Představitelé EMU se dohodli na rozšíření EFSF na plných 440 mld. EUR, na snížení úroků Řecku, na možnosti ESM (fond, který má od roku 2013 nahradit EFSF) nakupovat přímo dluhopisy postižených států, země jako Španělsko nebo Portugalsko přistoupily k reformám. Ačkoliv nic není vyhráno (a zejména krach Řecka je hodně reálný), ačkoliv tato opatření nejdo do jádra problému (více v následující části) a ačkoliv ani tato opatření nevylučují možnost, že se pod tlak dostane některá velká země (Španělsko nebo Itálie), trhu to na proti-dolarovou náladu (překvapivě) stačilo. Společné evropské měně tak pomáhá hlavně to, že se fiskální problém vůbec nějak „řeší“ – ačkoliv cenou za to je samozřejmě nižší růst.

Dolaru nepomohla ani eskalace situace na Středním východě a v severní Africe (zejména v Libyi), toky do bezpečných měn jako dolar nebyly tak velké, aby dokázaly přehlušit proti-dolarový fundament.

V dalších letech dolar zůstane slabý kvůli neřešeným globálním nerovnováhám

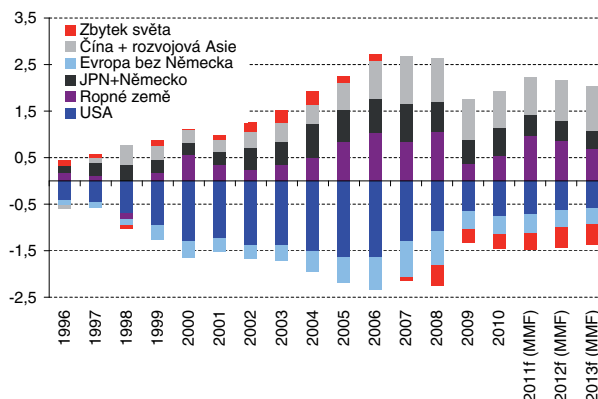
Po zbytek roku tak čekáme obecně slabší dolar, nad úrovněmi, které by naznačovala parita kupní síly.

Z fundamentálního hlediska (parita kupní síly, stav a perspektiva dlouhodobého růstu ekonomiky ve srovnání s dalšími významnými vyspělými státy) je podle našeho názoru dolar na současných úrovních (1,42) ohodnocen zhruba správně (hodnoty, které jsme v 1H/11 rovněž viděli, t.j. 1,48-1,49, dle nás masivně snižují váhu evropských dluhových problémů). Čekáme, že se dolar po zbytek letošního roku udrží nad 1,40 k euru, pod 1,40 by se měl vrátit až ve 2H/12, a to za předpokladu, že se USA postaví čelem svým fiskálním problémům.

Nečekáme, že by se měl dlouhodobě držet na úrovni dané například paritou kupní síly (podle různých odhadů kolem 1,25-1,3 k euru), protože podle našeho názoru budou dlouhodobě přetrvávat globální nerovnováhy v obchodě a tocích kapitálu, které budou ovlivňovat dolar negativně a budou bránit trvalému posílení k fundamentální hodnotě dané PPP. Zároveň si nemy-

slíme, že existuje výrazné riziko dramatického propadu dolaru, protože americká ekonomika je přes své problémy stále nejsilnější na světě a hodnota dolaru je v konečném důsledku odvozena ze síly ekonomiky.

Svět: Přebytek (+) / Deficit (-) běžného účtu PB, % HDP



Proti dolaru mohou působit následující typy informací: zprávy naznačující, že měnová politika v USA zůstane uvolněná déle, než se nyní počítá (vystoupení činitelů Fedu, makroekonomické zprávy ukazující na slabou výkonnost ekonomiky a nízkou inflaci), zprávy ukazující na rychlý růst státního dluhu, informace o prodeji dolarů státy s velkými devizovými rezervami (především Čína).

Dolaru mohou naopak pomoci zprávy dále zvýrazňující rizika dluhových problémů v EMU (případný krach Řecka, kterému se nyní EMU snaží ze všech sil zabránit, by dolar jistě poslal rychle a rozhodně pod 1,35), potvrzující oživení v USA a přibližující přechod k růstu sazeb. Dolaru by mohlo také prospět případné zvýšení rizikové averze, což by vedlo k využití dolaru jako bezpečného přístavu pro investice.

Svět druhý: Detox a Jih proti Severu!

Dluhová krize se řeší (i když hodně pomalu), Řecko znovu na pokraji kolapsu

Dvě hlavní události vystihují vývoj evropské ekonomiky v roce 2010 – dluhová krize a nerovnoměrné oživení.

Dluhová krize naplno propukla v květnu 2010, kdy se pod neudržitelný tlak dluhopisových trhů dostalo Řecko. EMU, ač do té doby tvrdila, že situaci zvládne, byla nucena přiznat, že události již nemá pod kontrolou. Ani záchrana Řecka však rozjetý vlak plný nervózních dluhopisových investorů nestačila zastavit – pod tlak investorů se dostaly i další země (zejména) z jihu Evropy a náklady na obsluhu jejich dluhu začaly nebezpečně růst.

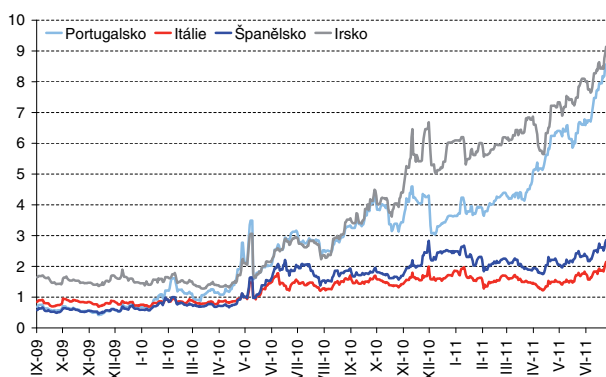
Zásah Evropské unie, ECB a MMF a vytvoření masivního záchranného fondu (EFSF) události přes léto trochu uklidnily. Po podzimních slovech německé kancléřky o tom, že držitelé dluhopisů budou možná muset nést alespoň část ztrát spojených s dluhy postižených zemí, se však lavina rozjela znovu. Tentokrát strhla Irsko, které po několika týdnech váhání nakonec kývlo na záchranný balík, do centra pozornosti se pak dostaly další strukturálně vratké země (zejména Portugalsko, začalo se ale mluvit i o Španělsku a Itálii).

Na jaře 2011 bylo o pomoc (zatím jako poslední země) nuceno požádat Portugalsko. V průběhu 2Q/11 pak zprávy o tom, že Řecko v loňském roce nesplnilo podmínky programu (mělo vyšší deficit a menší výběr daní, než bylo domluveno), znovu obrátily pozornost trhů na možnost krachu země EMU, se vším, co k tomu patří.

To sice (trochu překvapivě) na obrat na EURUSD trhu ve prospěch dolaru nestačilo, na dluhopisových trzích to však paniku způsobilo. Spready k německým dluhopisům se dostaly na historicky nejvyšší úroveň (u Řecka se tak trhy dostaly s oceněním dluhopisů na 50% nominálu). Jed(i)nou dobrou zprávou v této souvislosti je, že se periferie rozdělila na dvě části – zatímco všechny země utahují fiskální politiku, ty, jejichž růstové vyhlídky, velikost zadlužení (Španělsko) nebo jeho struktura (Itálie) nejsou tak hrozné, jsou trhy vnímány lépe. Naopak, Portugalsko či Irsko jsou kvůli slabým růstovým vyhlídkám, masivnímu dluhu a také politickým problémům (menšinová vláda v Portugalsku zkolabovala kvůli neschopnosti prosadit další úspory) vnímány „na odpis“ – zejména u Portugalska se s tím dá jednoznačně souhlasit.

I (nebo hlavně) Řecko je dle našeho pohledu v situaci, kdy není v jeho silách za žádných realistických předpokladů budoucího růstu svým závazkům dostát. Pro Řecko jsou tak v podstatě nyní už jenom dvě možnosti – default (dle možností řízený tak, aby nedošlo k nákaze dalších zemí, zejména Španělska) anebo zaplacení jeho dluhů bohatšími zeměmi EMU. Realističtější se momentálně jeví právě druhá možnost – po červnových jednáních se zdá, že EMU bude Řecko tak dlouho podporovat, až dojde k situaci, kdy v ESM/EFSF bude většina řeckého dluhu – ten se pak bude restrukturalizovat mimo zvědavé oči dluhopisových trhů.

EMU: Spready k německým dluhopisům, p.b.



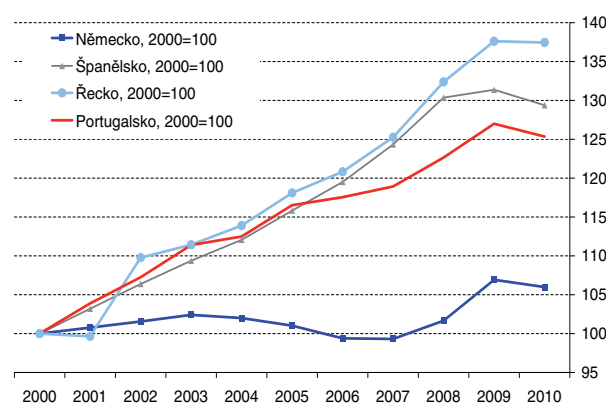
Default Řecka totiž není v zájmu EMU – Německo nebo Francie mají skrze své banky relativně vysokou expozici vůči této zemi a je zde obava, že by krach Řecka byl pro EMU tím samým, co pro USA kolaps Lehman Bros. Ačkoliv si myslíme, že rozdíl mezi Lehman Bros. a Řeckem je dost (u Řecka trhy vědí, že je konec, stačí se podívat na dluhopisy, při kolapsu Lehman zmizela přes noc protistrana masivního množství pozic a Lehman do konce tvrdil, že problém nemá), představitelé EMU se možnosti restrukturalizace vehementně brání.

V každém případě by default Řecka, pokud k němu dojde, měl být „řízený“ – největším nebezpečím je jeho živelný průběh, kdy se trhy probudí do dne, kdy se dozví, že od Řeků nepříjde už ani cent a nebudou vědět, co dál. V takovém případě by se nákaza á la Lehman mohla stát skutečností.

Jih EMU zůstane ve špatné kondici po několika dalších letech, bude brzdou růstu EMU a bez snížení dluhu se neobejde

Celou situaci komplikuje dvoukolejnost ekonomiky Evropské měnové unie, která vyplavala na povrch v důsledku finanční krize a která není ani tak důsledkem momentálního fiskálního utahování, ale spíše odrazem rozdílného vývoje konkurenceschopnosti jednotlivých ekonomik v období posledních 10-15 let.

EMU: Jednotkové mzdové náklady na jihu Eurozóny a v Německu, (index, rok 2000=100)



Pro periferii Evropy z toho plyne hodně nelichotivý výhled. Za situace, kdy ekonomiky na jihu nedisponují vlastní měnou (kterou by mohly nechat znehodnotit), je jediným způsobem, jak konkurenceschopnost obnovit, pokles mezd.¹ Vzhledem k tomu, jak dlouho však tento proces bude muset trvat (nebavíme se zde o roku nebo dvou letech a ani o možném opuštění Eurozóny), bude periferie ekonomicky brzdou EMU ještě dlouho. K tomu je potřeba připočítat skutečnost, že tyto země jsou vesměs hodně zadlužené – případný pokles mezd bude vést k růstu reálného dluhového břemena. Nezanedbatelnou je také skutečnost, že země jihu nedokáží profitovat z růstu taženého rychle rostoucími trhy – pro ně je Čína a Asie jako celek spíše konkurentem než obchodní příležitostí.

Strukturální slabost jihu, potřeba bolestivých a v kratším období ekonomiku zpomalujících reforem a vysoký objem nominálního dluhu jsou důvody, proč je dle nás nejčistší a pro daňové poplatníky v EMU nejvýhodnější cestou řízená restrukturalizace dluhu. S těžkým batohem se totiž do velkého kopce, který periferii čeká, šplhat nedá.

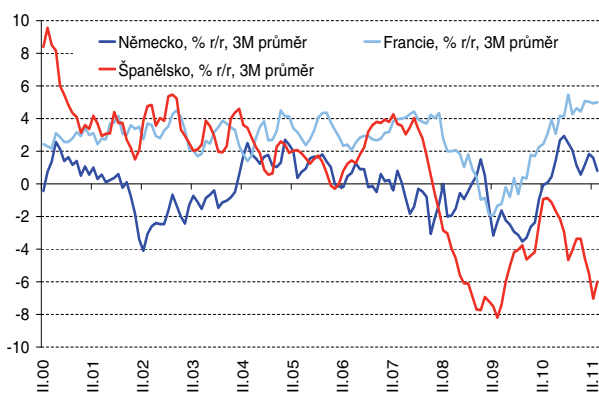
„Dvourychlostní“ EMU bude i v nejbližších letech realitou, Německo dále (po)jede díky vývozu, i když v dalších čtvrtletích zpomalí

Nelichotivé růstové vyhlídky a silné fiskální utahování periferie ostře kontrastují s výkonností „jádra“ EMU (Německo, Rakousko, Slovensko atd.).

¹ Nebo je možno uvažovat o nižší inflaci v postižených zemích než v produktivnějších částech EMU, t.j. zjednodušeně o případu, kdy by německá inflace teď nějakou dobu předbíhala řeckou. I když budeme abstrahovat od toho, že Německo jako exportér si to nemůže dovolit (kvůli světu), vyšší inflaci se právě kvůli Německu snaží zarazit ECB. Ta slíbila letos tři hiky.

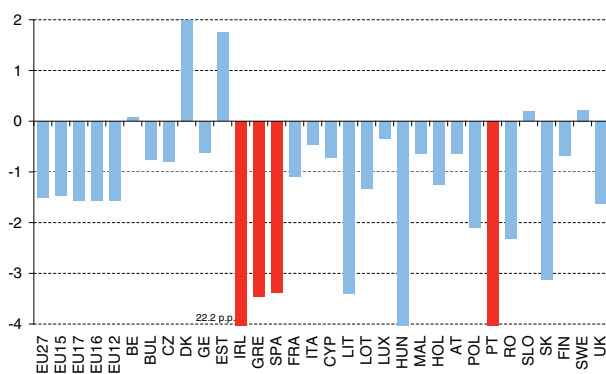
Německo rostlo v roce 2010 nejrychleji od sjednocení (3,5% reálně, SO), taženo primárně exportem (a to zejména ze zemí mimo USA a mimo samotnou EMU). Na export pak sekundárně navazují investice (zejména do exportní kapacity), terciárně se pak mírně zvedá spotřeba domácností. I zde je rozdíl mezi periferií a jádrem EMU patrný – více než výmluvný je obrázek porovnávací vývoj maloobchodních tržeb na severu a jihu EMU.

EMU: Maloobchodní tržby v Německu, Španělsku a Francii



Ačkoliv v letošním roce v EMU probíhá masivní fiskální konsolidace (s celkovým odhadovaným negativním dopadem na růst ve výši 0,7-1,1 p.b.), není to pro Německo (a potažmo pro Českou republiku) určující. Konsolidace totiž nejvíce dopadá právě na jih Unie (a na Irsko).

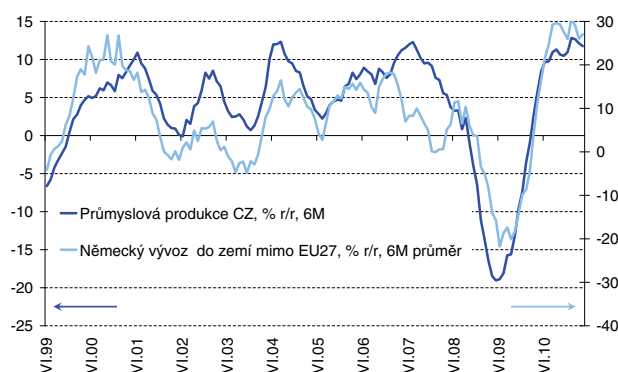
EMU: Míra utahení fiskální politiky (rozdíl v primárních strukturálních bilancích) mezi roky 2011 a 2010 (p.b.), rok 2011 je odhad AMECO



Česká republika do zadlužených zemí (PT, IT, SP, IRL, GRE) vyvází dlouhodobě zhruba kolem 10% všeho vývozu, Německo samotné 12% celkového vývozu - a u obou čísel je zhruba polovina Itálie, která je na tom přece jenom (z hlediska růstových vyhlídek, ale i z hlediska míry utahování fiskální politiky) lépe než zbytek zemí v této skupině.

Vzhledem k tomu, jak málo Česká republika exportuje na jih Evropy a k tomu, jak úzce je svázaná s Německem a zejména s jeho exportem, je dle očekávání dopad fiskálního utahování na českou ekonomiku v letošním roce mizivý. Mnohem důležitější je, jak si vede export z Německa mimo EU a hlavně jak tomu bude v dalších čtvrtletích.

Německo: Vazba ČR a Německa (český průmysl vs. německý export mimo EU-27)

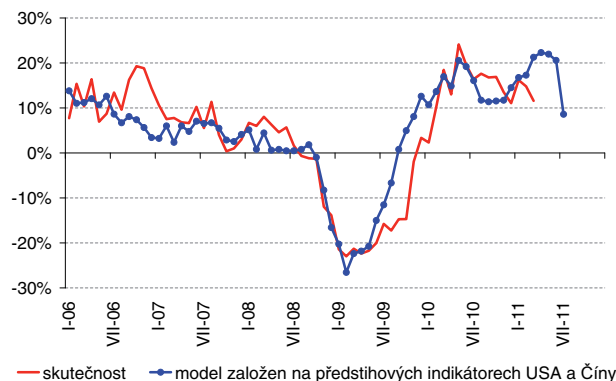


V letošní první polovině roku jel německý export dle našich očekávání z obou letošních čtvrtletníků jak lavina. V prvních 4 měsících (za která máme data) si nominální německý vývoz polepšil o 18%, z toho do zemí EU27 o 16% (do samotné EMU o 14%) a do zemí mimo EU27 (kam směřuje cca 40% všeho vývozu) o více než 26%. Z toho je jasně vidět, že růstový impulz Německa stále přichází ze zemí mimo Evropu, a že fiskální restrikce v EMU na Německo působí (i když málo). Zajímavé je, že vývoz do USA letos vzrostl o skoro 20% - i to ukazuje, že v USA se moc utahování nekoná (porovnejme se Španělskem: německý vývoz do Španělska například r/r vzrostl o 6%, přitom váhy jsou téměř stejné - do USA Německo vyváží cca 5-6% exportu², do Španělska cca 4-5%).

Ve druhé polovině roku a v roce 2012 však čekáme zpomalení německých vývozů (a tudíž českého průmyslu) z hodnot kolem 12-15% reálně někam do oblasti 8-10% r/r. Důvody jsou nasnadě.

1. V datech za 2Q/11 se projeví jednorázové efekty, t.j. vyšší cena ropy, potravin v posledních měsících (s dopadem na disponibilní příjmy v rozvíjejících se zemích) a japonské zemětřesení. Na zpomalení ukazuje model založený na předstihových indikátorech USA a Číny.

Německo: Reálné exporty jako funkce předstihových indikátorů Číny a USA

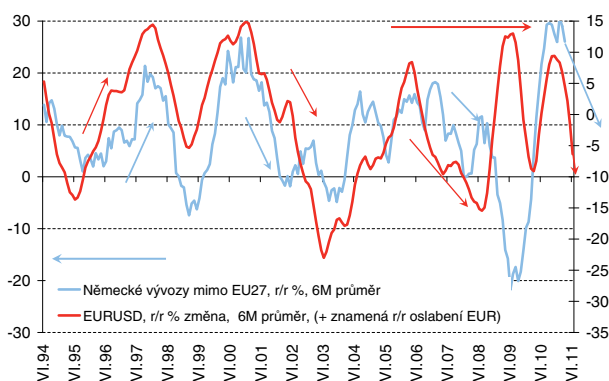


2. EURUSD – síla EUR pomalu začíná doléhat na evropské exportéry, ty německé nevyjímaje. Vzhledem k tomu,

² To je dobrá zpráva v případě, že USA přistoupí ke konsolidaci, a tudíž k omezení domácí poptávky. Německo prostě na vyspělém světě zas tak závislé není.

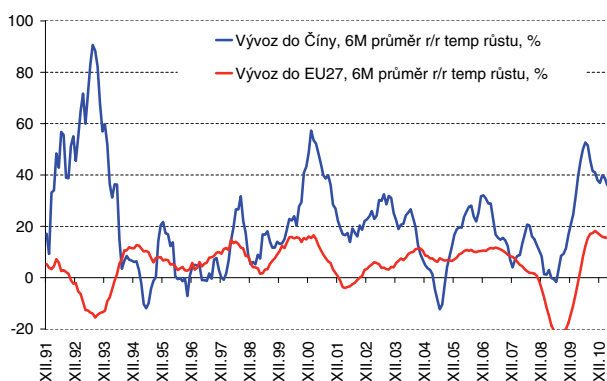
že čekáme, že EUR zůstane silnější než hodnota určená paritou kupní síly, bude to negativně působit na exportéry z EMU.

Německo: dolar vs. německé exporty mimo EU-27



3. V delším období se projeví utahování měnové politiky v rozvíjejících se trzích (s cílem krotit bující inflaci) a podepíše se na zpomalení poptávky po německé produkci. To konec-konců už částečně vidíme například na datech z Číny (kam Německo vyváží cca 6% svého vývozu). Fiskální restrikce bude v roce 2012 pokračovat v EMU a přidají se i Spojené státy- to bude další negativní vliv.

Německo: Vývoz do Číny, % r/r



Že se (pokud nedojde k chaotickému krachu Řecka nebo k podobné situaci, která by mohla být spouštěčem hlubších problémů) nebude jednat o žádnou katastrofu, ale jenom o normalizaci (extra vysokých minulých temp) růstu ukazuje i vývoj IFO indexu, který pokládáme za nejlepší měřítko toho, co německou ekonomiku v nejbližších několika měsících čeká. Komponenta očekávání rovněž zpomaluje a ukazuje na návrat temp růstu průmyslové produkce mezi 6-10% v nejbližších měsících, což jsou historicky mnohem normálnější tempa.

Růst tak v Německu zůstane i ve 2H/11 solidní, ale pomalejší než v roce 2010 (za celý rok 2011 čekáme kolem 2,7-3% r/r) – tažen primárně exportem, sekundárně investicemi a (i když jen pomalu se) zlepšující domácí poptávkou. Export bude znovu, tak jako v roce 2010, tažen zejména poptávkou z rychle rostoucích zemí mimo EMU a mimo severní Ameriku.

Podobná bude i situace v roce 2012 – růst exportů a průmyslu se vrátí k historicky normálnějším úrovním. To bude důsledek zpomalování rozvíjejících se trhů z titulu utahování měnové politiky, slabšího dolaru (=silnějšího EUR) relativně vysokých

cen ropy a začínající fiskální restrikce ve Spojených státech. Růst Německa pro rok 2012 čekáme 2,2%.

Rizika pro Německo jsou následující :

Německo: IFO index (3M dozadu) a průmyslová produkce



a, ceny ropy – vzhledem k situaci na Blízkém východě a v severní Africe si lze představit scénář rozšíření problémů do některého významného producenta ropy (S. Arábie, Írán). V takovém případě by se ceny ropy lehce dostaly nad 150 dolarů za barel, což by bylo pro všechny země krajně nepříjemné, pro vývozce investičních celků a průmyslového zboží, jako je Německo, obzvlášť.

b, Řecko - chaotický, živelný kolaps Řecka a případné zamrznutí finančního systému by byl „lehmanovským“ momentem pro Evropu. S vysokou pravděpodobností by následovala recese, i když vzhledem k tomu, že u Řecka resp. EMU se jedná o více lokalizovaný problém, než tomu bylo u subprime hypoték (a i celkový objem instrumentů spjatých s Řeckem je nižší, než tomu bylo u instrumentů a struktur vázaných na hypotéky), nemyslíme si, že by to byla recese podobná té z let 2008-2009. Domníváme se, že v této situaci by se Německo stále mohlo „opřít“ o solidní poptávku z rozvíjejících se trhů a netrpělo by tolik jako země odkázané na domácí poptávku.

c, kolaps Číny v důsledku nevládnutí utahování měnové politiky by byl větším problémem. Problémy by se projevil i v dalších rozvíjejících se zemích a protože jsou to právě tyto země, které momentálně globální růst táhnou, jakýkoliv problém zde je okamžitě problémem globální ekonomiky a problémem Německa. Ve svých důsledcích je toto riziko z německého pohledu rizikem s největšími potenciálními důsledky.

d, ECB.

...a navzdory obecné slabosti a protiinflační evropské ekonomice ECB předčasně utahuje měnovou politiku.

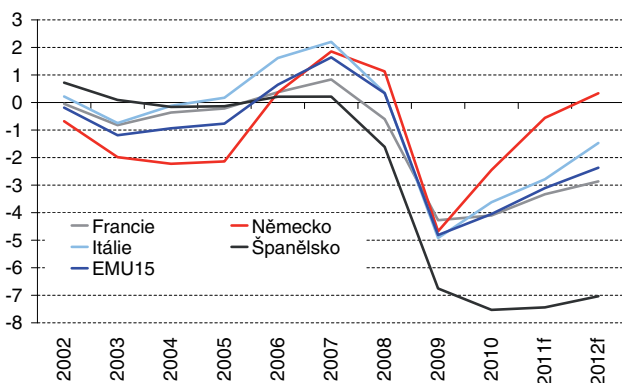
Proč ECB? Protože začala s utahováním příliš brzy a pokud by s ním bezhlavě pokračovala jenom proto, aby snížila inflaci (hnanou jenom externími faktory), mohlo by se to marginálně projevit i v Německu. I když tomu vyšší sazby přímo nevdají a odpovídají jeho síle, pokud by vyvolaly problémy nebo zhoršily ekonomickou situaci ve Španělsku nebo Itálii, problém pro Němec by to byl.

Solidní růst Německa a vyšší ceny ropy v prvním čtvrtletí přinesly totiž v 1H/11 změnu v náhledu ECB. Ta na svém dubnovém

zasedání ohlásila zvýšení sazby, A. Weber pak dodal, že do konce roku dodají nejspíš 75 b.b. v základní repositazbě.

To bylo pro nás překvapivé je a je to pro nás stále nepochopitelné – čekali jsme, že vzhledem k nízkým poptávkovým inflačním tlakům, externímu charakteru cenových tlaků, slabé evropské ekonomice a rizikům a obtížím, kterým čelí (dluhová krize, pokračující fiskální konsolidace, strukturální problémy periferie) nebude ECB tak pospíchat.

EMU: Mezera výstupu v největších zemích, % potenciálního HDP (dle OECD Outlook, 06/2011) aneb jak jedna měnová politika nesedí všem.



Evidentně jí však síla Německa stačí – ECB se obává o přelítí nákladových tlaků do poptávkové inflace (skrze mzdy). To se nám sice zdá nepravděpodobné (posledních 10 let byli zaměstnanci v Německu v tomto ohledu rozumní), pro nižší sazby po delší dobu mluví ale i strategičtější cíle.

Pokud se například bavíme o možnosti snížení rozdílů v konkurenceschopnosti mezi jádrem a periferií skrze rozdílný vývoj inflace, zdá se nám, že (o něco) vyšší inflace v Německu by nemusela být špatná věc.

Zadruhé, nebavíme se o hroživě vysoké inflaci, inflace se spíše zvýšila z velmi nízké na nízkou (zejména u jádra; mandát ECB je ale nekompromisní, i když dle nás v momentální situaci importovaná inflace nešťastný). Vzhledem k poměrně nekonvenčním věcem, které ECB dělá, se nám nižší sazby po delší dobu nezdají velkým problémem ani z hlediska reputačního.

Zatřetí, stále zde existuje problém globální nerovnováhy, který byl jednou z příčin poslední krize. Německo by mělo svou ekonomiku přeorientovat směrem na silnější domácí poptávku (ta v posledních 10 letech byla hodně podvyživená), a to nejenom kvůli snížení přebytku běžného účtu (dlouhodobý globální strategický cíl), ale zejména kvůli stimulaci finální poptávky v jiných zemích EMU. Přece jenom, armáda 80 mil. spotřebitelů by problémům Řecka, Portugalska či Irska dokázala trochu ulevit.

Dle nás tak ECB v letošním roce asi další zvýšení sazeb ještě dodá (a to na dalším, červencovém zasedání), poté se však (zejména pokud by krach Řecka vedl k problémům v reálné ekonomice nebo pokud by záchrana Řecka Německem a Francií vedla k tomu, že tyto dvě země budou samy muset projít fiskální restrikcí) může EMU dostat do situace, kdy sazby ponechá delší dobu bez změny nebo je dokonce znovu sníží (podobnou situaci jsme viděli v létě 2008).

Svět třetí: inflaci se stále nedaří utlumit, utahování měnové politiky pokračuje

Investoři stále velmi pozorně sledují vývoj na rozvíjejících se trzích. Vede je k tomu obava, že by mohla stále vysoká a neklesající inflace v kombinaci s pokračujícím utahováním měnové politiky vést k propadu růstu se značně negativním dopadem na celou světovou ekonomiku. V centru pozornosti je zejména Čína, a to jak kvůli velikosti ekonomiky a klíčovému významu pro expanzi ve světě, tak kvůli hloubce a rozsahu problémů.

Zdroje inflačních tlaků se nemění. Z hlediska váhy jsou pro rozvíjející se státy klíčové potraviny, jejichž cena je stále pod tlakem na růst. Podílejí se na tom dva základní faktory: jednak opět spíše slabší úroda v řadě důležitých produkčních oblastí (výpadky však nebudou tak výrazné jako loni) a jednak se stále více potravinářských surovin (hlavně kukuřice a řepky) používá k výrobě pohonných hmot (což je podporováno mimo jiné i vysokou cenou ropy). Stále se nedaří ani utlumit růst cen nemovitostí, který může mít výhledově nepříjemné dopady i do finančního sektoru.

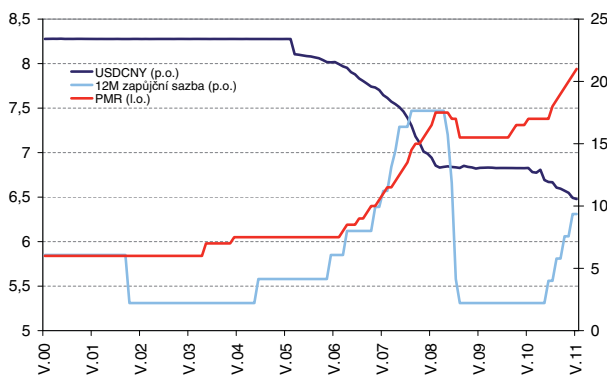
Čína řeší problém s vysokou inflací trojitým utahováním měnových podmínek. Klasický způsob, tedy zvyšování úrokových sazeb, hraje relativně nejmenší roli. Čínské úřady totiž nechťejí stěžovat pozici domácím firmám tím, že je budou nutit platit vyšší úroky z nových půjček, a tak budou zhoršovat jejich už tak napjatou finanční situaci. Druhým, asi nejdůležitějším mechanismem, je zvyšování objemu povinných minimálních rezerv (částečně ve spojení s přímou administrativní regulací objemu poskytnutých půjček). Bankám to přímo omezuje možnosti úvěrování bez toho, aby to nezbytně vedlo k růstu úroků ze splácených půjček. Konečně třetím a posledním způsobem utahování měnových podmínek je postupné posilování juanu. Tento mechanismus jednak omezuje vliv růstu cen komodit ve světě na čínskou inflaci a jednak pomáhá alespoň částečně mírnit nespokojenost čínských obchodních partnerů s podle jejich názoru stále podhodnocenou čínskou měnou.

Vliv stále utáženějších měnových podmínek je zatím jen mírný, jak mimo jiné ukazují index nákupních manažerů a tempo růstu průmyslové výroby. Investoři se proto obávají dalšího zvyšování úrokových sazeb, které by podle některých mohlo vést až k prudkému zpomalení růstu následovanému finančním kolapsem. Podle našeho názoru jde sice o možný, ale poměrně málo pravděpodobný scénář. Důvody pro náš názor jsou v zásadě dva: velký objem čínských devizových rezerv, který může Čína použít ke stabilizaci finančního sektoru a dále fakt, že Čína má stále v mnoha směrech direktivně řízenou ekonomiku, což dává úřadům možnost použít ke stabilizaci v případě potřeby administrativní nástroje.

Nejpravděpodobnějším scénářem je tak podle našeho názoru udržení těsné rovnováhy mezi inflačními tlaky a přílišným zpomalením ekonomiky. Data ukazují na zpomalování růstu objemu půjček, inflační momentum také klesá, a jak jsme už uvedli, zároveň nedochází k překotnému zpomalování ekonomiky. Určitou dodatečnou hrozbou by pro Čínu mohl představovat pokles poptávky ve světě spojený se v současnosti probíhajícím zpomalováním hlavních ekonomik. Náš hlavní scénář vývoje světové ekonomiky však počítá s tím, že půjde o relativně krátkodobou epizodu, a to znamená, že by její dopad na čínskou ekonomiku neměl být nijak zásadní.

V podobné situaci jako Čína je i řada dalších rozvíjejících se ekonomik. Obecně jsou hlavním problémem inflační tlaky způsobené především růstem cen potravin a částečně i růstem cen dalších komodit. V řadě států tak pokračuje zvyšování sazeb, což, spolu s lepšími vyhlídkami pro růst ve srovnání s vyspělými státy, vede k tlaku na posilování jejich měn. Typickým příkladem státu, u kterého se tento jev výrazně projevuje, je Brazílie. Real je v současnosti poblíž nejsilnějších úrovní od zavedení plovoucího kurzu na konci devadesátých let a také poblíž úrovní, na kterých se pohyboval před začátkem finanční krize v roce 2008. Brazílie proto postupně ztrácí konkurenceschopnost. Brazílie proto přistoupila k řadě opatření majících za cíl zpomalit nebo zastavit zhodnocování měny. Jde například o zdanění zahraničních půjček a snahu kontrolovat příliv kapitálu ze zahraničí. Snaha omezit příliv peněz do ekonomiky se soustřeďuje především na spekulativní krátkodobý kapitál, tzv. „hot money“. Příliv krátkodobého kapitálu komplikuje centrální bance boj proti inflaci, protože vyšší sazby potřebné k jejímu potírání zároveň přitahují spekulanty. Naopak dlouhodobé investice zvyšující produkční kapacitu ekonomiky se vláda snaží podporovat.

Čína a měnová politika



(relativně mírná expanze jako hlavní scénář). Dokud však nedojde k uklidnění situace na Středním východě, měla by se udržet relativně významná riziková přírážka odrážející možnost narušení dodávek ropy z regionu. Z dalších faktorů bude trh sledovat motoristickou sezónu v USA a lokálně mohou být významné také pohyby kurzu eura k dolaru.

Střednědobý výhled (6 měsíců): Klíčovým faktorem ovlivňujícím dlouhodobý vývoj cen ropy bude (po skončení krize v arabských státech) tempo růstu světového hospodářství a v jeho rámci především výkonnost rozvíjejících se ekonomik. Nejdůležitější by měla být výkonnost čínské ekonomiky, především to, zda utahování měnové politiky povede nebo nepovede k výraznému zpomalení místního růstu. Očekáváme pokračování relativně mírného oživení ve světě (a tedy nijak překotného růstu poptávky po ropě), zároveň by objem těžby ropy měl v příštích dvou až třech letech růst dostatečně na to, aby uspokojil růst poptávky (nepředpokládáme zásadní snížení rezervní kapacity OPEC). Vysoká cena ropy způsobená nepokojí v oblasti severní Afriky a Blízkého a Středního východu může vydržet ještě měsíce (situace v Libyi nevypadá dobře), po uklidnění situace by však mělo dojít k jejímu poklesu zpět pod 100 USD/brl. OPEC by měl být bez problémů schopen nahradit výpadek těžby v Libyi, ale šíření nepokojů do států jako je Saudská Arábie (rizikem je především nestabilní situace v sousedním Jemenu) by mělo extrémně negativní dopady.

SVĚT

ROPA

	2006	2007	2008	2009	2010	2011f	2012f
Ropa WTI (USD)	66,1	72,2	99,9	62,0	79,5	102,3	109,3
Ropa Uralská (USD)	61,2	69,5	95,1	61,3	78,2	99,2	105,5
- % mZR	78,9	13,5	36,9	-35,5	27,6	26,8	6,3
Ropa Uralská (CZK)	1380	1396	1524	956	1494	1682	1791
- % mZR	57,5	1,2	9,2	-37,3	56,3	12,6	6,5

Aktuální situace: Cena ropy Brent se po období, kdy ji především situace v Libyi vytlačila nad 120 USD/brl, opět usadila v pásmu 110 – 120 USD/brl. Situace v regionu severní Afriky a Blízkého a Středního východu je stále velmi komplikovaná, takže riziková přírážka plynoucí z možnosti dalšího významného narušení dodávek je oprávněná. Proti vysoké ceně ropy však působí momentálně dosti silné obavy z pomalejší globální ekonomiky a tedy i nižšího růstu poptávky po ropě.

Krátkodobý výhled (1 měsíc): Cena ropy je podle našeho názoru aktuálně vyšší, než by odpovídalo fundamentálním faktorům (rovnováha poptávky a nabídky, marginální náklady na těžbu) a současně situaci a vyhlídkám světové ekonomiky

POPTÁVKA A NABÍDKA

Ekonomika v loňském roce vzrostla o něco rychleji, než jsme čekali, tažena vývozem a obnovou zásob

	2006	2007	2008	2009	2010f	2011f	2012f	2013f
HDP (s.c. %)	7,0	6,1	2,3	-4,0	2,2	2,3	2,5	3,5
Spotřeba (s.c. %)	5,1	4,9	3,5	-0,2	-0,1	0,1	1,1	2,5
Celková investice (s.c. %)	10,2	9,5	-2,9	-15,3	5,8	5,9	1,8	2,4
Vývoz (s.c. %)	16,2	15,0	6,0	-10,0	17,7	10,0	7,4	5,5
Dovoz (s.c. %)	14,7	14,3	4,5	-10,1	17,6	8,5	6,4	4,7
Obchodní bilance (mld. Kč)*	65,1	120,6	102,7	81,2	54,0	58,6	81,0	95,0
Zpracovatelský průmysl (s.c. %)	15,3	9,2	7,2	-11,4	8,0	8,5	5,8	5,3
Malobchod (s.c. %)	10,8	10,1	3,1	-4,7	0,4	2,5	2,3	3,7
Běžný účet (mld. Kč)*	-77,2	-113,1	-22,9	-114,8	-139,2	-140,1	-132,9	-120,4

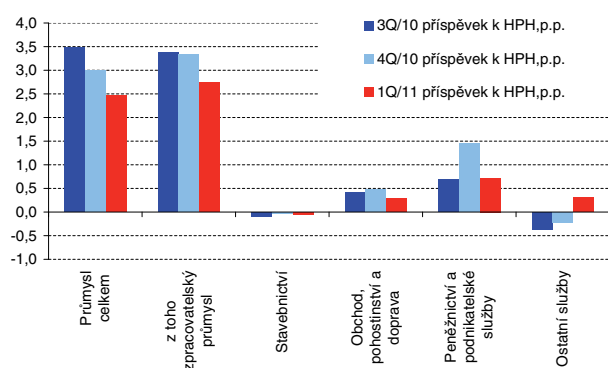
Údaje označeny * (kromě let 2009 a 2010) budou letos do září revidovány směrem dolů. Podrobnosti v textu.

Poté, co v roce 2009 ekonomika klesla o 4%, se od léta 2009 oživuje: v roce 2010 tak dle finálních dat ČSÚ z června 2011 vzrostla o 2,2% r/r.

Tento vývoj je kvalitativně v souladu s naším výhledem z minulých čtvrtletníků (na konci roku 2009 jsme čekali oživení po propadu koncem roku 2008 a v první polovině roku 2009), kvantitativně o trochu překonal očekávání (my jsme na konci 2009 čekali v roce 2010 růst kolem 2%). Za rychlejším růstem bylo zejména fenomenální oživení Německa, které v minulém roce vzrostlo o (očištěných a reálných) 3,5 % - možná tak je s podivem, proč česká ekonomika nerostla ještě o něco rychleji (i když, na druhé straně, do Německa sice vyvážíme hodně, stále je to ale „jenom“ třetina exportu).

Motorem růstu byl na straně nabídky dle očekávání průmysl - zpracovatelský si v reálném vyjádření polepšil o 10,1 % r/r (po propadu o více než 11% v roce 2009). Opačně působilo stavebnictví (-7% r/r ve stálých cenách) a zemědělství, které se potýkalo v roce 2010 s nepřízní počasí (-5,5% r/r). Příspěvky k růstu některých složek agregátní nabídky pak zachycuje následující obrázek.

ČR: 2010/2011 - příspěvky k r/r růstu hrubé přidané hodnoty na straně nabídky, základní ceny



Z obrázku jsou vidět 3 věci:

- a) Průmysl stál za zhruba 3/4 v minulém roce vytvořené hrubé přidané hodnoty, zbytek pak dodaly finanční

služby (0,9 p.b. krůstu) a segment obchod, pohostinství a doprava (0,7 p.b.). U posledně jmenované kategorie je však růst hlavně (i když ne výlučně) díky dopravě, která se zvedla společně s tím, jak se zvedl průmysl - obchod i pohostinství zůstaly kvůli relativně slabé poptávce domácností v jejím stínu. Obecně však můžeme tvrdit, že jsme v roce 2010 viděli přesný opak roku 2009.

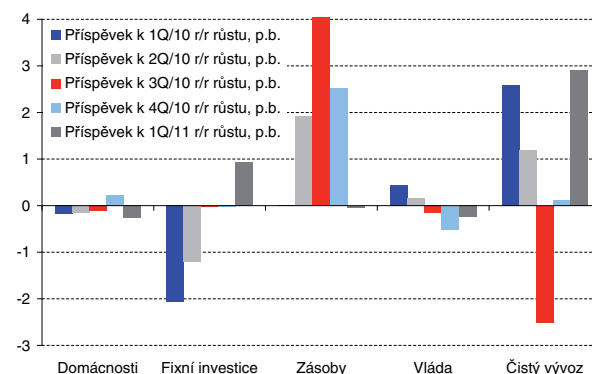
- b) Zvedání přidané hodnoty v obchodě a v dopravě od 1Q/2010 (po předchozích 5 kvartálech poklesu) rovněž ukazuje na kvalitativně jinou situaci v roce 2010 než v roce 2009.
- c) Stavebnictví zůstává v útlumu. Zatímco v roce 2009 jej ještě držela nad vodou dobíhající výstavba, v roce 2010 se naplno projevilo opadnutí zájmu kupujících.

Data za první čtvrtletí letošního roku tento obrázek, stejně jako naše očekávání z minulých čtvrtletníků, potvrzují.

- a) Průmysl dále růstu vévodí, i když dominance již není (a v dalších kvartálech nebude) tak výrazná jako v letech 2009/2010. Důvodem ochlazování tempa růstu je nižší růst v zahraničí, zejména v Německu (z důvodů, které jsme již zmínili - silné EUR, dražší ropa, utahování měnových politik v rozvíjejících se trzích).
- b) Stavebnictví zůstává v útlumu, a to nejenom kvůli slabému trhu s rezidenčním bydlením, ale i kvůli šetření států na veřejných infrastrukturních zakázkách. Vzhledem k očekávanému růstu spodní sazby DPH od ledna 2012 (a k plánovanému omezení odpočtu úroků na hypotéky od ledna 2012) může dojít krátkodobě v letošním roce ke zvýšení stavební aktivity, to však bude jenom přesun poptávky z budoucnosti do současnosti - o to pomalejší pak bude pro stavebnictví rok 2012.
- c) Příspěvek obchodu, dopravy a pohostinství zůstává zhruba na úrovni 2H/10 (0,5 p.b.) - proti přirozenému zlepšování zde působí od ledna probíhající fiskální restrikce, na dopravě se pak podepíše i zpomalující průmysl.

Podobně zajímavé (z pohledu toho, co se v ekonomice děje a co lze v nejbližších dvou letech očekávat) jsou příspěvky k růstu HDP ze strany poptávky.

ČR: 2010/2011 - příspěvky k r/r růstu na straně poptávky



Jaký příběh vidíme zde? V první fázi (rámcově 2H/09-1H/10) bylo oživení taženo vývozem – poptávka domácností byla utlumena masivním propouštěním, propadaly se dovozní náročné investice a zásoby, ale na druhé straně již začínal růst vývoz (pod vlivem oživování v Německu a obecně v rozvíjejícím se světě).

Druhá fáze (rámcově 2Q/10-4Q/10) byla pak charakterizována růstem dovozu – vývoz sice stále jel solidně, na druhé straně ale začala obnova zásob. To je jenom další důsledek rychlejší poptávky ze zahraničí – po propadu zásob v krizovém roce 2009 (kdy vládla nejistota a firmy nechtěly mít na skladě moc zboží) se v roce 2010, když už bylo čím dál tím zřejmější, že oživení je setrvalé, firmy pustily do obnovy prázdných skladů. Proto byl v roce 2010 příspěvek k růstu HDP ze strany zásob přes 2 p.b. Ve 2H/2010 se zvedla i poptávka domácností (jak uvidíme, bylo to hlavně díky míře úspor) a rostly investiční dovozy (např. fotovoltaika). Proto se příspěvek čistého exportu ve 2H/10 překlopil do záporných čísel.

1. čtvrtletí 2011 potvrdilo očekávaný vývoj. Fixní investice sice mezikvartálně poklesly o 3,1%, to bylo dáno ale hlavně vysoké základnou z druhé poloviny roku 2010 (kvůli solárním elektrárnám). Po očistění o tento efekt by fixní investice již zřejmě rostly. Poptávka domácností po růstovém 4Q/10 (a předchozích 6 kvartálech poklesu) dále klesla, zde je patrný efekt fiskální konsolidace. Podobný a očekávaný efekt je vidět u vlády. Nezklamaly pak ani vývozy – čistý export je znovu podstatným hybatelem růstu (navíc teď pomáhá o něco nižší dovoz kvůli spotřebě a kvůli solárním panelům) Největším překvapením tak byla skutečnost, že stále pokračuje obnova zásob (v 1Q/11 q/q o 10 mld. Kč) – naším očekáváním bylo, že proces je již v podstatě dokončen, a čekali jsme lehce negativní příspěvek k r/r růstu v 1Q/11.

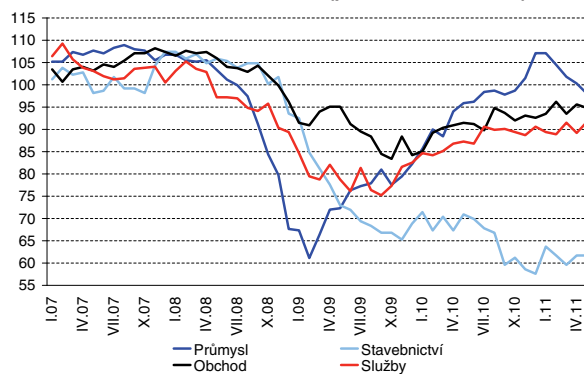
Co nás v dalších čtvrtletích čeká?

V roce 2011 ekonomiku (po)táhnou fixní investice...

Jedním z pozitivních faktorů růstu jsou v letošním roce fixní investice. Ačkoliv to zatím není z letošních čísel (jasně) vidět, důvodů, proč v dalších čtvrtletích budou fixní investice růst táhnout, je několik.

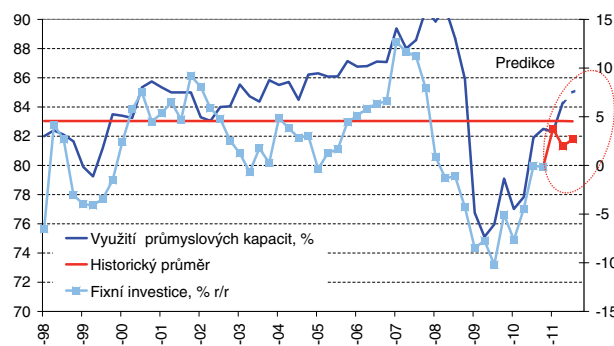
- a) Bude pokračovat oživování. Tak, jak jsme již naznačili v části o světové ekonomice, rozvíjející se trhy letos zpomalí jenom mírně, což společně s výpadkem obnovy zásob a jednorázových faktorů sice zbrzdí Německo, které ale i tak poroste zhruba o 2,7 %. Česká ekonomika bude tu německou v růstu následovat, což podpoří investice.
- b) S tím souvisí vyšší podnikatelská důvěra – nejenom z listopadového průzkumu ČSÚ (kde se podniky vyjádřily, že v roce 2011 čekají růst fixních investic o 7%), ale i z našich predikcí vývoje korporátních úvěrů (u kterých většina je právě do produkčních kapacit) plyne, že stále dobrá důvěra je dobrým předstihovým ukazatelem příští investiční aktivity. Je sice pravdou, že v poslední době dochází k zhoršování důvěry, což je odrazem zpomalování z Německu, stále se však nachází na vysokých hodnotách.

ČR: Důvěra v ekonomice (průměr 2005=100)



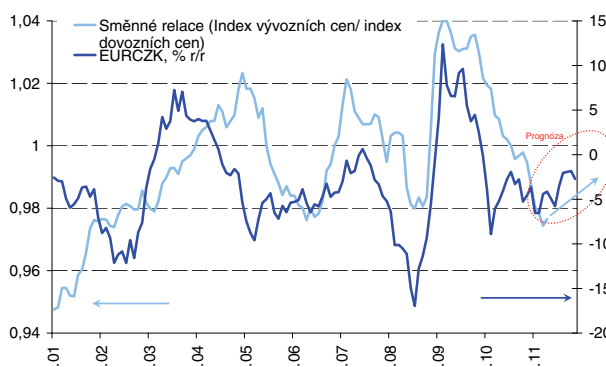
- c) V letech 2009-2010 se nashromáždilo nemálo odložené investiční aktivity – firmy neinvestovaly, protože výhled byl zamlžen nejistotou a bezprecedentností propadu. S tím, jak se situace normalizuje a nastupuje poslední fáze krize (= fiskální škrty), jsou podniky optimističtější a ochotny dohnat, co zameškaly.
- d) Využití kapacit je v průmyslu na historickém průměru (přes 84 %) a vzhledem k pokračujícímu oživení čekáme jejich další mírný růst (k 85 %), což by mělo vytvářet růstový tlak na fixní investice. Letos čekáme, že vzrostou o zhruba 3%.

ČR: Využití průmyslových kapacit a vztah k fixním investicím



- e) Financování – motivace firem k investicím tak v ekonomice určitě je. Druhou stránkou je pak to, jestli firmy disponují prostředky na jejich financování. Jak je patrné z vývoje sazeb korporátních úvěrů, i zde se situace markantně zlepšila – banky zlevnily a zmírnily podmínky financování. To by mělo fixní investice podpořit nebo by jim alespoň nemělo být překážkou. Meziročně to již pozorujeme – za první 4 měsíce vidíme růst nových úvěrů v průměru o 3% r/r.

ČR: Směnné relace vs. EURCZK



...a čistý export .

Druhým pozitivním faktorem růstu v 1Q/11 byl a letos zůstane čistý export (vývozy minus dovozy). Na jedné straně totiž rychle roste vývoz (v roce 2010 skoro o 18%, za 1Q/11 o 15,6 % r/r), na straně druhé z dovozu vypadl dovoz vybavení pro solární elektrárny a rovněž část spotřeby kvůli fiskální konsolidaci. I proto byl příspěvek k růstu ze strany čistého exportu v 1H/11 vysoký - navzdory zhoršení směnných relací. V dalších čtvrtletích ale můžeme očekávat zpomalení dynamiky růstu reálného vývozu až někam do okolí 7% na přelomu roku 2011 a 2012.

Vývoz zvolní kvůli zpomalení v Německu (to určitě nezopakuje fenomenální růst z roku 2010) a obecně na rozvíjejících se trzích - důvodem je již zmiňovaná kombinace utahování měnových politik, drahé ropy, japonské katastrofy a (pro Německo) i silného EUR v 1. polovině roku. Tyto efekty se již pomalu začínají v číslech zrcadlit - 2Q/11 bude z tohoto pohledu asi nejslabším kvartálem roku.

Na straně dovozu se v 1Q/11 projevila fiskální konsolidace a výpadek některých investičních dovozů (solární panely). Tyto poklesy ale byly kompenzovány růstem dovozů ze strany „jádrových investic“ - stroje, zařízení, ale i kvůli pokračující tvorbě zásob atd. V dalších čtvrtletích postupně odezní fiskální restriktce, investiční dovozy však budou pokračovat v růstu.

Vzhledem k tomu, že čekáme, že koruna bude posilovat jenom mírně (konec roku kolem 24 korun za euro), nemělo by už ani docházet k dalšímu zhoršování směnných relací tak, jak jsme to pozorovali po celý rok 2010 a (díky růstu cen komodit) i v první polovině roku 2011.

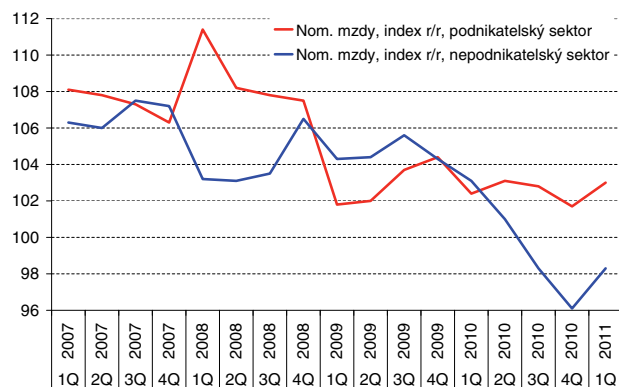
Fiskální restriktce vlády ekonomiku brzdí, působí proti přirozenému zlepšování trhu práce

Finální poptávka domácností v roce 2010 nebyla hnací silou růstu - po (další, tentokrát červenové) revizi ČSÚ (který systematicky v loňském roce a i v datech za národní účty v letošním roce nadhodnocoval skutečnou sílu spotřeby) klesla spotřeba domácností meziročně o 0,1% (ještě v březnu přitom ČSÚ uváděl růst o 0,4%). Důvody pro tento vývoj byly v zásadě dva:

- a) vysoká nezaměstnanost - v roce 2010 dosáhla průměrná míra nezaměstnanosti 9%;
- b) růst inflace ve druhé polovině roku a zejména pak k jeho konci, který v kombinaci s pomalým růstem nominální mzdy znamenal pokles reálné koupěschopnosti domácností - ve 2H/10 poprvé od krize v roce 1998 reálné mzdy poklesly (3Q/10 0% r/r, 4Q/10 -1.5% r/r).

Od ledna letošního roku pak probíhá fiskální restriktce, která se nejvíc dotkla nepodnikatelského sektoru - nedošlo totiž ke zvýšení daní, které by dopadlo na reálné mzdy pracujících v obou sektorech rovnoměrněji, ale ke snížení mzdových výdajů ve veřejném sektoru. Důvod: zatímco podnikatelský sektor na krizi přirozeně zareagoval jako první a primárně skrze vyšší nezaměstnanost (a protože se propouštěli spíše lidé s nižším než průměrným platem, nenastal ani velký propad vykazovaných průměrných nominálních mezd), nepodnikatelský sektor se přizpůsobuje (přirozeně) s jistým zpožděním a hlavně skrze nižší mzdy.

ČR: Nominální mzdy, 100 = stejné období minulého roku

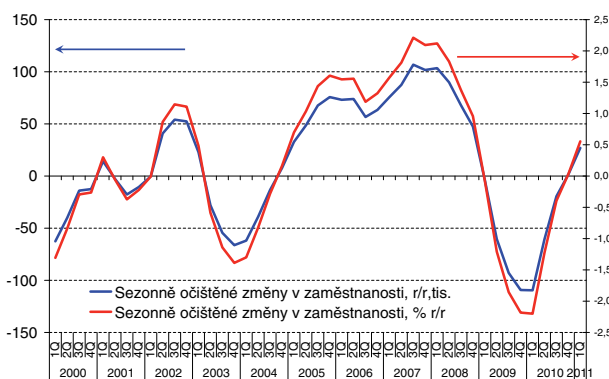


V 1Q/11 tak nominální mzdy v nepodnikatelském sektoru klesly o 1,7%, zatímco v podnikatelském sektoru vzrostly o 2,1%. Vzhledem k tomu, že fiskální konsolidace ještě není u konce (a že bude pokračovat, i když mírnějším tempem, v dalších letech) a protože v podnikatelském sektoru, zejména pak v průmyslu, roste jak zaměstnanost, tak mzdy, tyto nůžky zůstanou otevřené i po zbytek letošního roku a i v roce příštím. Pro letošní rok tak čekáme růst nominální mzdy o 2,2% r/r, zhruba na úrovni roku 2010.

Mimo nominálních mezd je druhým faktorem spotřebitelských útrat inflace - zatímco v loňském roce byla v průměru 1,5%, v letošním bude vyšší - za 1H/11 1,8%, ve druhé polovině 2011 pak 2,8% (ceny potravin a paliv) a v roce 2012 díky změnám DPH kolem 3%. To se samozřejmě projeví v pomalém růstu reálných mezd, zejména v nepodnikatelském sektoru ekonomiky a tudíž v pomalém růstu spotřebitelských výdajů.

V podnikatelském sektoru je situace trochu jiná - nominální mzdy rostou „ochotněji“, protože zejména průmysl (kde pracuje třetina zaměstnanců) si vede dobře (nominální mzda v průmyslu vzrostla v 1Q/11 r/r o skoro 4%, průměrný evidenční počet zaměstnanců o více než 3%). Je to právě průmysl (a konkrétněji ten zpracovatelský), který stojí za obecným zlepšováním trhu práce - nezaměstnanost v 1H/11 dosáhla 8,9%, což bylo meziročně o 0,4 p.b. lepší, a zaměstnanost v 1Q/11 poprvé od 4Q/08 meziročně vzrostla (27 tis., +0,6% r/r).

ČR: Sezónně očištěné změny v zaměstnanosti, r/r

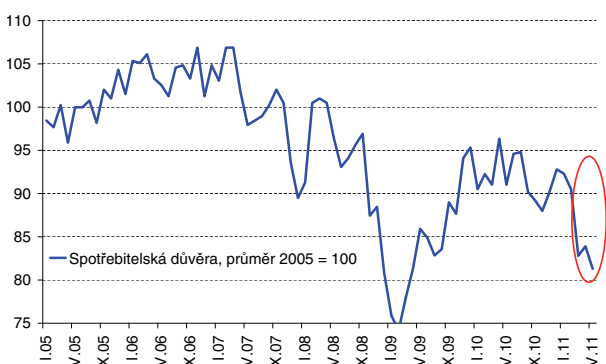


Trh práce je tedy třetím faktorem, který má vliv na úroveň spotřebitelských útrat. V letošním roce dosáhne průměrná míra nezaměstnanosti hodnoty 8,7%, což bude zlepšení proti

minulému roku, i když jenom mírně – hlavním tahounem zlepšení zůstane podnikatelský sektor.

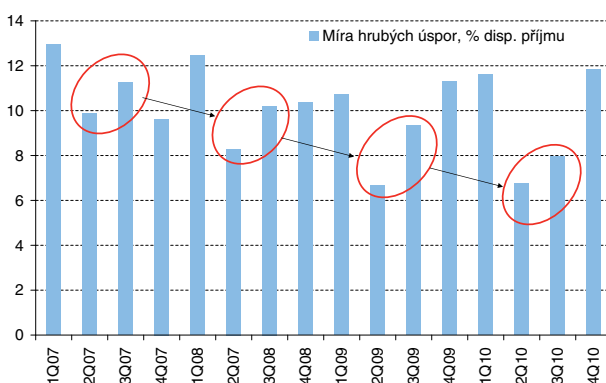
V roce 2011 tak poptávka domácností sice vzroste, ale jenom mírně – po poklesu o jednu desetinu v roce 2010 tak letos stejně „rychle“ vyroste. Kromě už uvedených důvodů proti vyšším spotřebitelským výdajům stále působí utážené podmínky spotřebitelského financování. Zde je stále problém s vysokými sazbami, v první polovině roku navíc došlo (s největší pravděpodobností vlivem fiskální restrikce) k poklesu spotřebitelské důvěry, která se tak dostala až na úroveň dubna 2009 (!). Spotřebitelské úvěry tak sice v dubnu poprvé od prosince 2008 vzrostly (+7% r/r na cca 4 mld. CZK, ale duben 2010 byl měsíc s historicky největším r/r propadem v historii), za první 4 měsíce letošního roku však o 5,1% poklesly. To na výraznější vzpruhu pro spotřebu domácností nestačí. Pokud se markantně nezlepší trh práce a důvěra, nelze očekávat návrat k výraznějším tempům růstu spotřebitelského financování.

ČR: Spotřebitelská důvěra



Nakonec ani míra úspor nebude tím, co by mohlo v letošním roce (v roce pomalého růstu reálných mezd) povzbudit spotřebu. Míra úspor ve 2-3Q/10 poklesla, a ačkoliv zůstává kladná, vzhledem k historii a k průzkumům mezi obyvatelstvem (většina domácností chce v letošním roce spořit více než v minulém) její další takový pokles, aby pomohl spotřebě, čekat nejspíš nelze. Už v datech za 4Q/10 se projevuje růst míry úspor v předtuše propouštění ve veřejném sektoru a v důsledku obecné nejistoty.

ČR: Hrubá míra úspor českých domácností



2012/2013 : Urychlení růstu a růst daní.

V roce 2012 již bude nejtvrďší fáze fiskální restrikce minulostí a většina z tendencí, které vidíme v letošním roce, bude pokračovat.

1. Fixní investice zůstanou silným faktorem růstu – důvody jsou v zásadě stejné jako v letošním roce (využití kapacit, odložené investice z minulosti, stále nízké sazby).
2. Poptávka domácností se navzdory růstu daní v dalším roce zvýší o více než 1% r/r – díky pokračujícímu růstu by se měl dále zlepšit trh práce (= dále vzrůst zaměstnanost a klesnout nezaměstnanost, rychlejší růst nominální mzdy), odezní fiskální restrikce (bez které by i v letošním roce poptávka vzrostla) a k rychlejšímu se vrátí tempo růstu spotřebitelských úvěrů.
3. Čistý export přidá k růstu méně než v letošním roce – a to z důvodu vyšších dovozů a pomalejšího tempa vývozu. Vývoz zvolní kvůli pomalejšímu růstu německého exportu (pokračující utahování měnových politik v rychle rostoucích rozvíjejících se trzích, pokračující fiskální konsolidace v EMU a snad začínající v USA či Japonsku). Pro ilustraci - vývoz, který směřuje do zemí mimo EU27 (a který z 2/3 stojí za stávajícím německým růstem exportu), zvolní z dubnového 6M průměru kolem 25% r/r někam mezi 7-10% r/r v první polovině roku 2012 (i díky silnějšímu dolaru).
4. Zásoby by už růstu přidávat neměly – v letech 2012 a dalších se vrátí ke standardnímu vlivu kolem 0 p.b. (což je dlouhodobý průměr od roku 2002).
5. Vláda zůstane zanedbatelným faktorem – čekáme růst reálných výdajů o pouhé tři desetiny procenta.

Trochu detailněji k úpravám daní, které ČR čekají v roce 2012 a 2013: růst spodní sazby DPH v roce 2012 (a pak sjednocení sazeb v roce 2013 na 17,5%) je makroekonomicky významná událost. Plánovaný růst spodní sazby DPH od ledna 2012 na 14% se dotkne všech, vzhledem k utáženým maržím a k pokročilé fázi oživení se dá předpokládat, že bude přenesen z podstatné části na spotřebitele. Průměrný dopad na jednotlivce je (maximálně) zhruba 120 Kč měsíčně, z čistého disponibilního příjmu zhruba 1%. Vzhledem k tomu, že vláda chce tento růst některým skupinám kompenzovat, skutečný dopad na spotřebu domácností bude nižší (my počítáme zhruba -0,4 p.b. oproti prognóze bez těchto změn).

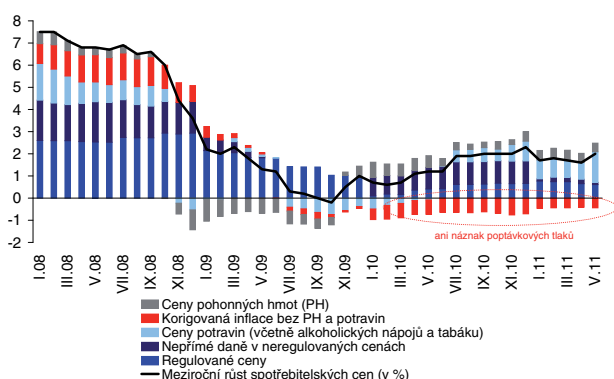
V roce 2013 by se pak měly obě sazby daně z přidané hodnoty sjednotit na 17,5%. Pokud by k tomu došlo, měla by to být pozitivní zpráva pro spotřebitele: vzhledem k tomu, že věci zdaňované vyšší sazbou daně tvoří více než 3/4 spotřebního koše, vážený dopad do inflace by měl být záporný (= růst disponibilního příjmu). My jsme v tomto ohledu ale opatrní (vláda dokáže rychle otočit, pokles DPH se spíše v té době projeví v maržích než v cenách), a počítáme proto s pozitivním dopadem na spotřebu domácností ve výši pouhých 0,1 p.b.

INFLACE

Průměry za období v %	2006	2007	2008	2009	2010	2011f	2012f	2013f
Celková inflace	2,5	2,8	6,4	1,1	1,5	2,3	3,0	1,8
Regulované ceny	9,3	4,8	15,6	8,4	2,7	4,3	4,6	2,8
Poptávková inflace	0,6	0,7	2,0	0,0	-1,2	-0,7	0,7	0,4
Potraviny, nápoje, tabák	-0,2	3,8	3,0	-0,9	0,9	4,5	5,2	3,1
Pohonné hmoty	3,7	-0,3	4,3	-11,1	11,8	8,8	4,7	5,4

V roce 2010 inflaci zvedaly hlavně daně, regulované ceny a pohonné hmoty, poptávková inflace zůstala výrazně negativní

ČR: Příspěvky k r/r růstu cenové hladiny, p. b.



Nejdřív krátké ohlédnutí za léty 2009 a 2010.

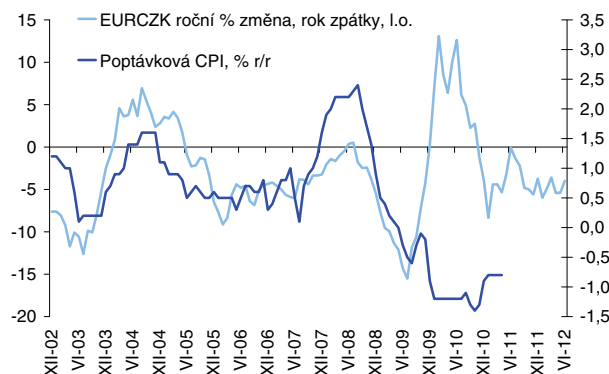
V roce 2009 se inflace vyvíjela zhruba v souladu s naší tehdejší prognózou.

Nejvýrazněji překvapila (podobně jako u spotřeby domácností) větší setrvačnost poptávkové inflace. Vzhledem ke slabosti ekonomiky (a k minulé silné koruně) jsme očekávali výraznější pokles poptávkové inflace – v prognóze z ledna 2009 jsme za celý rok čekali -0,7%, skutečnost však byla 0%.

V minulém roce byl zase vývoj u inflace opačný – ač jsme s rozsahem oživení nebyli mimo (růst ekonomiky i související vývoj koruny jsme odhadli celkem dobře), inflace – a to znovu hlavně její poptávková složka – překvapila. Poptávková inflace totiž zůstala pod očekáváním, když se celý rok vytrvale držela pod 0% a v průměru dosáhla -1,2% (s příspěvkem k celkové inflaci -0,65 p.b.). S jistotou dávkou zlehčení se zde dá říct, že se efekt, který jsme očekávali v roce 2009, dostavil až v roce 2010. Nebo ještě jinak – průměrná poptávková inflace za roky 2009 a 2010 je v souladu s naším očekáváním.

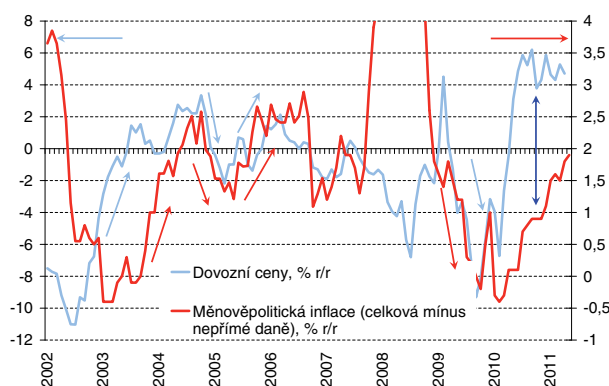
Po většinu minulého roku se nám poptávková inflace zdála příliš nízká, zejména s ohledem na minulý vývoj kurzu koruny a s ohledem na (ČSÚ zveřejňovanou) relativně silnou poptávku domácností. Zatímco kurz koruny sám o sobě by i teď implikoval vyšší úroveň inflace, slabost spotřeby domácností po poslední revizi již tolik výrazně negativní poptávkové inflaci v minulém roce neodporuje (a navíc je možné, že došlo ke strukturální změně – více na další stránce).

ČR: Kurz CZK a poptávková inflace – obvyklé zpoždění v systému



Nízká poptávková inflace tedy byla v roce 2010 důsledkem silnější koruny a slabé reálné ekonomiky. Koruna koncem léta 2010 dokonce posílila i mimo hodnoty, které jsme viděli jako fundamentálně odůvodnitelné, což poptávkovou inflaci ve druhé polovině roku dále utlumilo. Slabost reálné ekonomiky pak nedovolovala rostoucí ceny vstupů (zejména paliv a potravin a zejména ke konci loňského roku, kdy došlo ke zrychlení růstu jejich světových cen) přenášet v plné míře do spotřebitelských cen – většina růstu na straně vstupů zůstávala v maržích prodejců, jak naznačuje následující obrázek.

ČR: Dovozní ceny vs. měnově-politická inflace



Ve zbylých cenových okruzích byl vývoj v roce 2010 mnohem méně překvapivý než u poptávkové složky inflace. Většinu růstu cenové hladiny „obstaly“ dle očekávání pohonné hmoty, regulované ceny a zejména nepřímé daně (s příspěvky k celkové inflaci v roce 2010 ve výši 0,4, 0,5 a 1,1 p.b.).

V první polovině 2011 zůstala poptávková inflace negativní, inflaci zvedaly hlavně deregulace a ceny potravin a paliv

V prvním pololetí letošního roku se situace moc nezměnila – poptávková inflace zůstala záporná, růst cenové hladiny obstaly potraviny, paliva a deregulace.

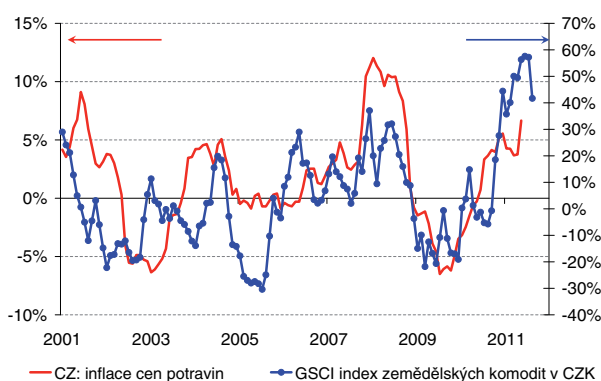
Regulované ceny počátkem roku dle očekávání meziročně vyrostly o zhruba 4,5% (dopad do inflace cca 0,8 p.b.), a to hlavně díky cenám elektrické energie, plynu (u RWE; Pražská plynárenská ani EON nezdražily, u EONu jsou však ceny vyšší již od července 2010) a vody v některých městech (Plzeň). V menší míře budou regulované ceny letos i v dalších dvou letech růst díky procesu deregulace nájemného (ten ve většině měst začal

v lednu 2011, i když Praha a zbylá krajská města mimo Ústí nad Labem a Ostravy projdou podobným procesem až v roce 2013).

Paliva nás v letošním roce zatím překvapila nejvíce. Ačkoliv jsme čekali, že budou v důsledku pokračujícího relativně rychlého růstu ekonomik rozvíjejících se trhů dále růst, nečekali jsme tak vyostřenou situaci v zemích produkujících ropu. Ceny ropy jsou podstatně vyšší, než jsme koncem roku 2010 předpokládali - za prvních 5 měsíců vzrostly ceny v segmentu pohonných hmot o 10,4 % r/r (na konci 2010 jsme očekávali necelá 4% r/r).

Potraviny v první polovině roku rovněž předčily naše očekávání, i když méně než u paliv - za prvních 5 měsíců vzrostly ceny v segmentu potravin, tabáku a nealko nápojů o 3,6 % r/r (na konci 2010 jsme očekávali 3%). Představují ale výraznější riziko pro druhou polovinu roku - zde čekáme růst 5,6 % r/r, pokud by se však vyplnilo například to, co naznačuje následující obrázek, mohla by potravinná inflace vystoupat až na 8% (váha potravin v koši je 24%).

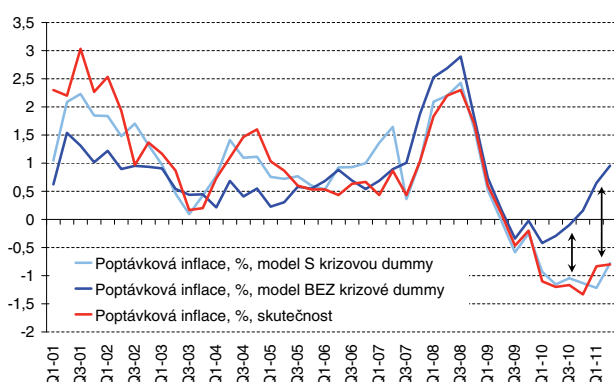
ČR: Potravinná inflace a index cen zemědělských komodit (inflace zpožděna o 3M)



Poptávková inflace zůstala i v první polovině roku negativní - v posledních 12 měsících tak byla jediným faktorem, který celkovou cenovou hladinu snižoval. Pokles domácí poptávky v roce 2010, jenom pomalé zlepšování trhu práce, lednová fiskální restrikce (skrze snižování mzdových výdajů ve veřejném sektoru), v posledních 2 čtvrtletích silnější (zhruba o 30 hal. v každém z nich) než odůvodnitelná koruna - to jsou ve zkratce důvody, pro které poptávková inflace zůstala záporná.

Posledním z (možných) důvodů - a to ať čtenář bere spíše jako pracovní hypotézu - je strukturální změna, způsobená krizí v roce 2008-2009. Situaci ilustruje obrázek

ČR: Poptávková inflace - model s a bez binární proměnné

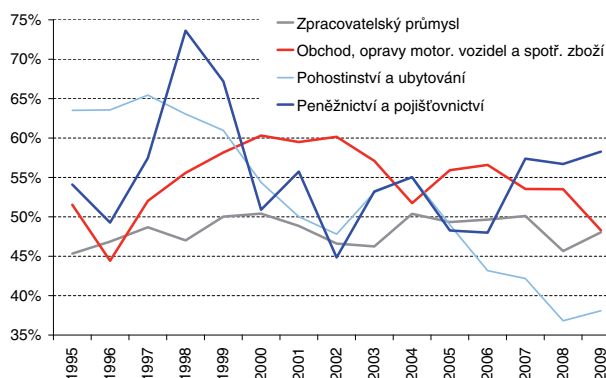


Rozdíl v schopnosti modelu poptávkové inflace postihnout skutečný vývoj před krizí i během ní je v důsledku zahrnutí binární proměnné - ta nabývá hodnot 0 pro období před 3Q/07 a 1 pro období po 3Q/07. V podstatě tak tato „krizová“ proměnná zachytává efekt krize na poptávkovou inflaci, resp. tu jeho část, kterou nelze vysvětlit změnami mezery výstupu či změnami kurzu koruny. Otázkou zůstává, proč tomu tak je - co vlastně zachytává tato krizová proměnná.

Jedno z možných vysvětlení je příliš velký pokles marží (=pokles neodpovídající propadu ekonomiky) a jeho perzistence (pomalejší než očekávaný návrat k normálním úrovním). Nejenom z vývoje dovozních cen a inflace je totiž evidentní, že část růstu cen na sebe berou prodejci a producenti. V rámci PMI indexu je například vidět divergenci mezi indexem vstupních a výstupních cen (první roste rychleji než druhý). To, společně s rozdílem mezi dovozními cenami a celkovou inflací, ukazuje na to, že část jde do marží. Pokud by to byl tento důvod, byla by abnormálně nízká poptávková inflace přechodným efektem - to v této prognóze předpokládáme a počítáme s vymizením tohoto efektu do poloviny roku 2014.

V druhé polovině 2011 zůstane poptávková inflace záporná, nad 2% dostanou celkovou inflaci hlavně potraviny

ČR: Hrubá marže (hrubý obchodní přebytek/hrubá přidaná hodnota) v jednotlivých sektorech



Ve druhé polovině roku nás čeká růst celkové inflace nad 2%, zejména díky potravinám. Ty by dle našeho odhadu měly ve druhé polovině letošního roku vyrůst o 6% r/r. Jak už jsme zmiňovali, rizikem u cen potravin je pak ještě vyšší růst.

Vzhledem k trvajícímu napětí na Blízkém východě nečekáme žádnou velkou korekci ceny ropy - pokud něco, spíše se dá čekat eskalace problémů, což by (zejména v případě zemí jako Írán) mohlo způsobit další růst cen ropy. Palivová inflace by měla ve 2H/11 dosáhnout 7,3% r/r.

U poptávkové inflace předpokládáme, že zůstane (nejméně) do konce roku záporná - v minulé prognóze jsme čekali, že se k nule vrátí koncem 3Q/11. Důvody jsou zřejmé - vzhledem k dosavadní setrvačnosti na nízkých úrovních (a naznačené možné strukturální změně), vzhledem k očekávanému pomalému růstu spotřeby domácností, k silné koruně v první polovině letošního roku a k jenom pomalému zlepšování trhu práce se dá čekat, že poptávková složka inflace se bude jenom obtížně vracet na kladné úrovně.

Rizik ohledně očekávaného vývoje poptávkové inflace v této souvislosti je několik – a většina má co do činění s povahou české ekonomiky a jdou směrem k nižší inflaci.

Rizikem prvním je přelití poptávkových tlaků (ač nejspíš velice mírných) v dalších letech spíše do horšího běžného účtu než do vyšší inflace – poptávková inflace může zůstat nízká dlouhou dobu (v českých poměrech nebývá odrazem silné domácí poptávky vyšší poptávková inflace – v posledním desetiletí nebyla poptávková inflace vyšší než 2,5% r/r, a i tato výše byla hlavně díky administrativním zásahům).

Druhým rizikem je – jak jsme zmínili – koruna. Zde se spíše obáváme výraznějšího posílení nežli oslabení (více v části o koruně), znovu s negativním dopadem na poptávkovou inflaci.

Zatřetí, marže prodejců mohou zůstat nízké po delší dobu – krize byla strukturálně odlišná od těch minulých (a u mladé ČR to platí dvojnásobně) a není zaručeno, že v krizi nenastal strukturální zlom, který se ukáže jako permanentní. Jak ukazuje zkušenost mezibankovního trhu, který ani v současnosti nefunguje tak, jak před krizí, není to nereálné.

Roky 2012 a 2013 v duchu reformy (a růstu daní, abychom je zaplatili) a urychlujícího se růstu ekonomiky

Pro rok 2012 bude z hlediska inflačního vývoje nejpodstatnější událostí reforma důchodů a pak samozřejmě to, jestli a jak silně bude pokračovat ožívání.

- a) Penzijní reforma a reforma veřejných financí jistě přinese zvyšování daní. Naplánováno a schváleno je již zvýšení spotřební daně z tabáku (1. leden 2012 a pak ke stejnému datu o dva roky později), mnohem podstatnější je ale penzijní reforma a s ní spojený růst DPH. Ačkoliv vláda v letošním roce předvedla několik veletočů a ukázala, že penzijní reformu zdaleka nemá do detailu promyšlenou (a že způsob, který navrhuje, v podstatě neřeší problémy systému³), je růst DPH hotová věc. Do roku 2013 by mělo dojít ke sjednocení sazeb DPH na 17,5% - dopad na inflaci by měl být v roce 2012 pozitivní (růst spodní sazby o 4 p.b. by se měl v inflaci projevit jako zhruba +0,8 p.b.), v roce 2013 negativní (snížení horní sazby z 20% na 17,5% by při velké váze položek zdaňovaných vyšší sazbou v spotřebitelském koši mělo převážit zvýšení spodní sazby ze 14% na 17,5%, celkový dopad na inflaci by tak měl být nulový nebo lehce negativní)⁴ Co se týče jednotlivých okruhů, nejdůležitější bude v roce 2012-2013 dopad na ceny potravin (ty se nyní zdaňují v nižší sazbě daně) a na některé služby (stavební práce). Dopad na poptávkovou složku inflace bude za roku 2012-2013 v průměru relativně malý, větší vliv na růst poptávkové

inflace v letech 2012 a 2013 bude mít zlepšování trhu práce a (předpokládané) odeznívání šoku, který způsobil, že tato složka inflace zůstává dlouhou dobu záporná.

- b) V roce 2012 a 2013 čekáme urychlení růstu směrem k (pro rok 2012) a nad (pro rok 2013) 3%, následný pokles nezaměstnanosti a zlepšení poptávky spotřebitelů, což bude mít dopad do inflace (za předpokladu nezměněných sazeb) a/nebo běžného účtu.

Toto je tedy očekávaný inflační vývoj, na který bude reagovat (a částečně ovlivňovat) Česká národní banka, ale i koruna. Jakým způsobem?

³ Náš komentář k penzijní reformě najdete zde http://www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/Special_2011_02_21.pdf

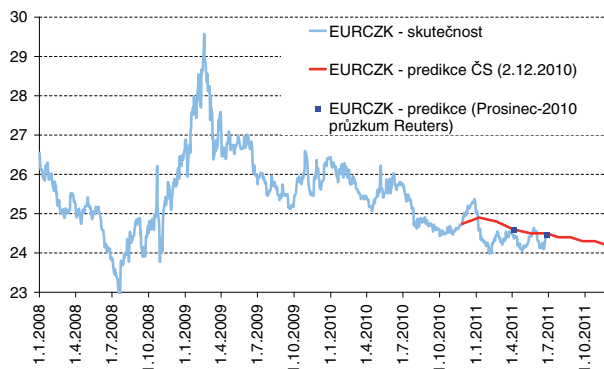
⁴ Mechanický dopad by měl být $0,75 \cdot (-2,5 \text{ p.b.}) + 0,25 \cdot (3,5 \text{ p.b.}) = -1 \text{ p.b.}$ (oproti roku 2012) a okolo 0 p.b. oproti dnešku. Skutečný dopad v roce 2013 bude menší, na spotřebitele, domníváme se, nebude kvůli pokročilé fázi oživení, vyšší zaměstnanosti a dlouhému předchozímu období utážených marží přenesena velká část snížení horní sazby DPH.

MĚNOVÉ PODMÍNKY

Měnové podmínky jsou v ČR ovlivňovány jednak nastavením sazeb a jednak kurzem koruny. Poslední dva roky byly přitom obzvlášť turbulentní.

Ohlédnutí za kačkou...

ČR: Odhad kurzu EURCZK (ČS a trh) z prosince 2010 vs. skutečnost



V roce 2009 je možné u koruny vidět dvě období - v tom prvním (ohraňeném zhruba prvním kvartálem) byla koruna společně s ostatními měnami regionu vystavena silnému prodejnímu tlaku. Nejslabší hodnotou, kterou dosáhla, bylo 29,50, což bylo tak výrazně slabé, že ČNB byla nucena (navzdory extrémně slabé ekonomice a velice zamřzeným a hlavně negativním vyhlídkám) pohrozit zvýšením sazeb.

To, společně s lepším se makro obrázkem (ČR se ve 2H/09 vynořila z recese), odstartovalo námi očekávanou postupnou normalizaci koruny, která ji dostala počátkem 4Q/09 až pod 25,50. Ačkoliv tento vývoj nebyl lineární (koruna prožívala ve 4Q/09 volatilní období, kdy ji od fundamentálních hodnot kolem 25,50 vzdalovaly periodické, i když krátké výbuchy nervozity), byl obecně jedním směrem. V první polovině roku 2010 pak zůstala volatilní, několikrát se přiblížila na dohled fundamentálním hodnotám pro 1H/10 (25 korun za euro), ale nervózní situace kolem jihu Evropy, Maďarska nebo (v té době) příliš holubičí centrální banka jí nedovolily zde setrvat. Definitivní (a trochu předčasné) posílení pod hranici 25 korun za euro tak přišlo v létě, kdy se uklidnila situace kolem Řecka (a dluhové krize vůbec) a kdy se Česká republika díky nové vládě, objevivší se „jestřábivosti“ nových členů Bankovní rady ČNB a solidním makro základům znovu dostala do hledáčku investorů. Na podzim 2010 se dokonce koruna dostala pod 24,50, což byly hodnoty, které bychom - v základním scénáři v té době - viděli jako adekvátní zhruba až koncem 1Q/11.

Tak se skutečně stalo - po krátkém, technickými faktory (likvidita) daném oslabení ke konci roku 2010, se koruna v 1Q/11 sesunula níž, v jistém momentu si dokonce sáhla na hodnoty pod 24 korun, kde nebyla od doby kolapsu Lehman Bros. Poté oscillovala mezi 24 a 24,50, ignorujíc eskalaci krize kolem zadlužené periferie EMU, a pokud něco, tak profitujíc z ní. V průměru tak koruna zůstala po většinu 1H/11 silnější než naše očekávání z konce roku 2010 a silnější než námi odhadovaná ekonomicky odůvodnitelná hodnota. To byl, jak už jsme naznačili v části o inflaci, jeden z důvodů, proč se růst cen vstupů neprojevil v takové míře v České republice jako například v Polsku nebo na Slovensku.

...a za sazbami.

Sazby v roce 2009 reagovaly tak, jak bylo v situaci slabé ekonomiky logické. Protože slabost koruny počátkem roku 2009 netrvala dlouho (a centrální bance se tak rozvázaly ruce), sazby do prosince 2009 klesly od svého vrcholu (dosáženého v létě 2008) o 250 bodů na historicky nejnižší hodnotu 1%. Po 5-měsíční pauze a navzdory náznakům, že se ekonomika zlepšuje, se ČNB překvapivě rozhodla v květnu 2010 snížit sazby dále, a to na současnou úroveň 0,75%. Od té doby jsou sazby bez změny, na zasedání v září, listopadu 2010, únoru, březnu i květnu 2011 se dle našeho očekávání již o zvýšení sazeb hlasovalo, avšak návrh nezískal podporu (v únoru 2011 však jenom nejtěsnějším rozdílem 4/3).

Nová prognóza ČNB z května 2011 posunula očekávání prvního utažení měnové politiky z konce roku 2011 na počátek 4Q/11, některé další události první poloviny roku (začátek zvyšování sazeb ze strany ČNB, dražší ropa) utvrdila (služebně nejmladší) část Bankovní rady v odhodlání sazby zvyšovat. E.Zamrazilová a K.Janáček tak konzistentně letos hlasují za utažení měnové politiky - zatím bezúspěšně. Absence zřejmých protiinflačních tlaků, silná koruna, trvajících nejistota ohledně dluhové krize, japonské zemětřesení však většinu BR ČNB dovedly k názoru, že sazby jsou nastaveny správně. Do kdy však budou bez změny?

Než se tomu budeme věnovat, podívejme se, co čekáme od koruny - ta konec-konců v minulosti již několikrát do měnové politiky ČNB významně promluvila.

DEVIZOVÝ KURZ

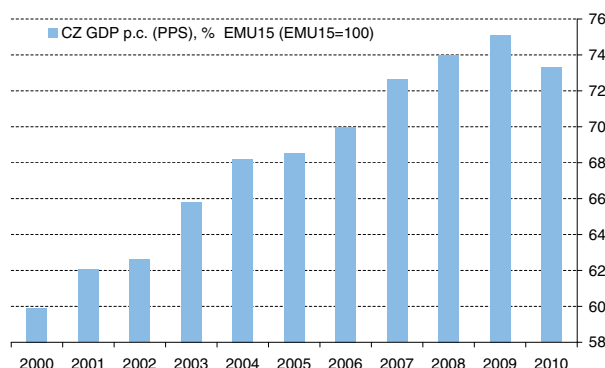
Průměry za období	2006	2007	2008	2009	2010	2011f	2012f	2013f
EUR/CZK	28,3	27,8	25,0	26,4	25,3	24,2	23,7	23,1
USD/CZK	22,6	20,3	17,1	19,0	19,1	17,0	17,0	17,1

Koruna dlouhodobě posiluje díky reálné konvergenci ekonomiky...

Česká koruna dlouhodobě posiluje - od počátku roku 2000, kdy bylo euro za 36 českých korun, tak za deset let posílila skoro o třetinu. Tento dlouhodobý trend samozřejmě není náhodný - způsobují jej fundamentální ekonomické síly.

Nejpodstatnějším důvodem pro dlouhodobé posilování české koruny je reálná konvergence, tj. dobíhání ekonomicky vyspělejších zemí EMU. To, o kolik tento proces pokročil, ilustruje obrázek.

ČR: Reálná konvergence české ekonomiky



Je zde vidět, že

a, ČR se momentálně nachází asi na ¾ ekonomické úrovně starých zemí (data za 2010 zatím nejsou).

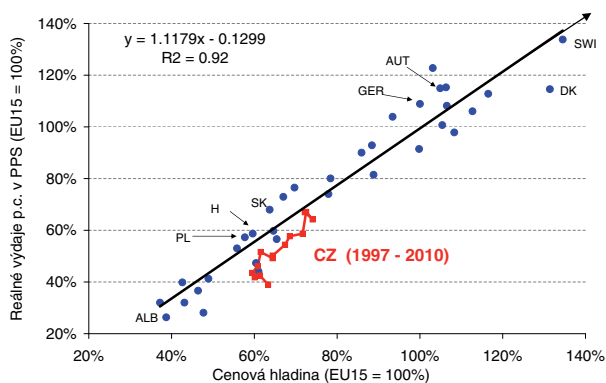
b, od roku 2000 se tento ukazatel zlepšil o zhruba 14 p.b.

Většina tohoto „dobíhání“ ekonomické úrovně je důsledek silného impulsu po vstupu ČR do EU a současného boomu světové ekonomiky v letech po prasknutí internetové bubliny ve Spojených státech amerických. ČR zaznamenala masivní příliv zahraničních investic (hodně do exportních odvětví) a do průmyslu – to zvedlo jak přidanou hodnotu v průmyslu, tak podíl vývozu na celkovém HDP. Proč je to důležité?

Kvůli procesu nominální konvergence, který doprovází proces reálné konvergence.

Ve zkratce – tak, jak dobíhá česká ekonomika úroveň zemí Evropské měnové unie, tak dobíhá i jejich cenovou úroveň.

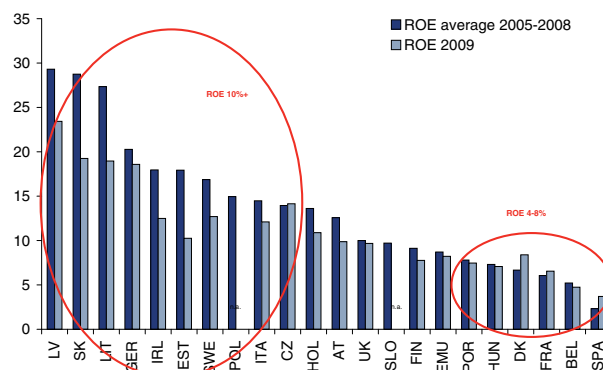
ČR: Reálná vs. nominální konvergence (ČR v letech 1997-2010 a jednotlivé země Evropy v roce 2010)



A to se může dít dvěma způsoby – buď je v ČR vyšší inflace, nebo česká měna posiluje vůči EUR. Vzhledem k tomu, jaká je struktura ekonomiky (malá, hodně otevřená), se v českých podmínkách uplatňuje spíše dobíhání cenové hladiny skrze posilující kurz. Obrazem je obchodní bilance – 12M saldo obchodní bilance (dle ČNB) je od roku 2005 neustále pozitivní, a ačkoliv je běžný účet jako takový v deficitu (díky odlivu dividend), je z nemalé části pokrytý přílivem PZI. ČR jako jedna z mála ekonomik v Evropě v minulosti nebyla z velké části odkázána na příliv portfoliových investic, a tudíž v krizi nemusela řešit rychle bolestivé přizpůsobení se vyschnutí krátkodobých finančních toků (jako např. země Pobaltí). I proto se s krizí vyrovnala relativně dobře a i proto se koruna dostala na předkrizové úrovně rychleji než jiné měny v regionu.

Proč ale u nás zahraničí vůbec investuje? Nejdůležitější je návratnost kapitálu – ta je u nás o hodně vyšší než řekněme ve zbytku EMU. Ve zkratce to tedy v minulosti fungovalo tak, že investice (často zahraniční) pomáhaly zvyšovat produktivitu, a to byl obraz toho, že ČR (relativně vůči EMU) bohatla. To pak mělo za následek růst cenové hladiny – díky struktuře ekonomiky se to dělo hlavně skrze posilování nominálního kurzu koruny.

ČR: Návratnost kapitálu v ČR ve srovnání se zbytkem Evropy



..., což bude pokračovat i v letech 2011-2013, v průměru o něco pomalejším tempem než před krizí.

Klíčová otázka ohledně budoucího vývoje je tak ve světle uvedeného tato: bude pokračovat reálná konvergence? Domníváme se, že ano, ale situace bude o něco odlišnější než v posledním desetiletí. Rozdílný je ale pohled na „bližší“ období a na období delší.

V kratším období (3 roky) bude koruna ještě posilovat relativně rychle, ač ne tempem, jaké jsme viděli před krizí. Pro rok 2011 čekáme průměr 24,20 (posílení o cca 4 % v porovnání s průměrnou hodnotou v roce 2010), pro rok 2012 pak průměr 23,70 (posílení o 2,5 procenta) – obojí bude dáno vyšším růstem v ČR než v EMU. Zatímco v roce 2009 poklesla stejně jako EMU (o 4 %), v roce 2010 již rostla rychleji (2,2% roce 2010, EMU 1,7 %); kladné růstové rozdíly budeme vidět i v letech 2011 nebo 2012. Proč?

Je to důsledek několika faktorů.

a) Oživení světového obchodu - na ten je česká ekonomika skrze vývoz napojená víc než průměrná země EMU, a proto také z oživení, které je (a zůstane i v dalších letech) taženo rozvíjejícími se trhy, profituje více než EMU jako celek.

b) ČR samotná je vázaná na strukturálně zdravější část EMU (Německo) a naopak na strukturálně postižený jih Evropy vyváží jenom zhruba 8% svého celkového exportu. Ani samotné Německo na jih Evropy nevyváží mnoho – 40% všeho německého vývozu směřuje mimo EU27, z těch zbylých zhruba 60% je jenom 1/10 do Itálie a 1/20 do Španělska. I přímá fiskální konsolidace v EMU, která letos probíhá a která bude v v dalších letech na jihu muset pokračovat, tak nemá na Německo, a tudíž, zprostředkovaně, ani na nás, žádný velký dopad.

c) EMU je jako celek tažena ke dnu slabou výkonností jihu, dlouhodobě neduživou spotřebitelskou poptávkou a (zejména na jihu mnohem) větším množstvím strukturálních problémů (větší zadluženost, ztracená konkurenceschopnost). Země jihu EMU budou muset projít bolestivou fiskální konsolidací a strukturálními reformami (za posledních 10 let konkurenční schopnost proti severnímu křídlu EMU spíše ztrácely), a to bude v dalších letech negativně doléhat na růst EMU jako na celek.

d) ČR je strukturálně zdravější i sama o sobě – před krizí netrpěla žádnými výraznými strukturálními nerovnováhami, neměla ani vysoké zadlužení, nemusela sanovat bankovní sektor atd. Dle nás tak vyjde z krize relativně méně poškozená. Vláda, která vzešla z loňských květnových voleb, má navíc ambici snižovat strukturální deficit (který má ČR zhruba na průměru EMU) a uskutečnit některé důležité reformy (penzijní, trh práce).

Ve fiskální konsolidaci postupuje vláda úspěšně – daří se jí plnit plán lépe, než původně v Konvergenčních plánech odhadovala (navíc, nedávno ministr financí řekl, že pokud by se rozpočet začal zhoršovat kvůli Řecku, přišel by s plánem dalších úspor – evidentně vládě na snížení deficitu záleží). Samotné rychlé provedení (i když v některých případech jistě nedokonalých) reformou může zvýšit růstový potenciál ekonomiky do budoucna – ta by tak mohla růst ještě rychleji.

V delším horizontu – až do přijetí EUR, které čekáme kolem roku 2018 - se dá předpokládat postupné zpomalování tempa reálné konvergence (s tím, jak se ČR bude více blížit úrovni EMU, bude tempo dobíhání klesat) – a tím i tempa nominální konvergence, a tudíž tempa posilování koruny. Hodnota při vstupu do EMU bude s největší pravděpodobností kolem 19-20 korun za euro.

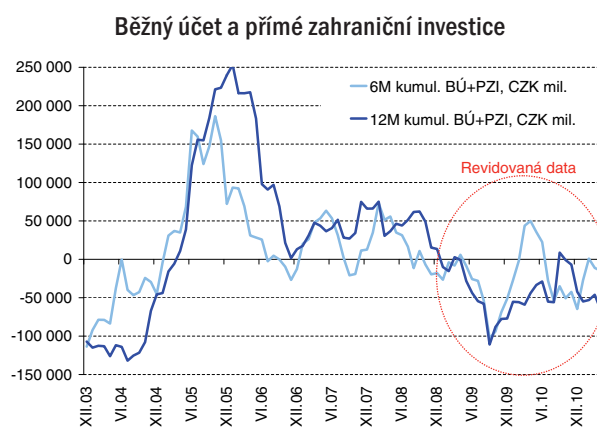
Běžný účet letos nenaznačuje žádné výrazné tlaky proti koruně

Běžný účet je zrcadlem vnějších vztahů. Jak už bylo zmíněno, ten český je v deficitu delší dobu – to je zejména důsledek vysokého odlivu dividend (což je zase pozůstatek minulého silného přílivu zahraničních investic), které způsobují negativní saldo bilance výnosů. Proti tomu stojí vesměs pozitivní bilance služeb a pozitivní obchodní bilance. Celkový dopad na běžný účet je negativní - 12M saldo se pohybuje kolem 50-150 mld. CZK, což v poměru k českému nominálnímu HDP (cca 3670 mld. v roce 2010) není nic velkého (zde ale, jak už jsme zmiňovali, postupně dojde k revizím dat v minulosti)⁵.

Deficit běžného účtu navíc zůstává z podstatné části pokryt přebytkem na finančním účtu – a zejména jeho nejstabilnější částí (PZI). ČR tak není příliš odkázaná na (z podstaty) těkavé portfoliové investice. I před krizí byla ČR jedna z mála evropských ekonomik, kde byl součet PZI a salda běžného účtu vesměs kladný (a měl by takový zůstat i po revizi dat za ZO, i když samozřejmě bude nižší), a ani v současnosti není přímými investicemi nepokrytá část deficitu běžného účtu nijak hrozná (12M saldo BÚ+PZI bylo v dubnu 2011 zhruba 51 mld., zhruba 1,4% nominálního HDP).

V nejbližších letech se na tomto obrázku nic nezmění – předpokládáme stabilní příliv PZI (viz obrázek o návratnosti kapitálu), který bude víceméně pokrývat deficit běžného účtu. Ten se sice v nejbližších 2 letech zvýší, zvýší se ale i příliv PZI (oživení, větší důvěra) – už v roce 2010 se příliv PZI do ČR více než zdvojnásobil. Běžný účet by tak pro českou ekonomiku neměl ani v nejbližších letech představovat důvod k oslabení koruny (k tomu: zhoršování bilance běžného účtu v roce 2010 šlo z nemalé části na vrub vyššího deficitu bilance výnosů – zahraniční firmy se snažily v situaci hůře dostupného financování ve svých domovských zemích dostat z ČR co nejvíce dividend).

⁵ Na konci září 2011 zveřejnil ČSÚ revizi národních účtů za roky 1995-2010, a to zejména (ale ne výlučně) kvůli úpravě statistik zahraničního obchodu o tzv. branding (vyloučení marže nerezidentů hlášených v ČR pouze k platbě DPH z přeshraniční statistiky zahraničního obchodu). Efekt vyloučení brandingů na růst bude negativní, sám o sobě ve výši 1-1,5 p.b. (v roce 2009 a 2010, za které už tyto změny jsou známy, byl dopad do celkové bilance ZO zhruba -60 resp. -45 mld.). Další ohlášené změny (např. zahrnutí šedé ekonomiky) jsou zatím nevyčísleny. V období březen-září 2011 tak je dočasný nesoulad mezi statistikou národních účtů a platební bilancí. Více informací na http://www.czso.cz/csu/tz.nsf/i/zahranicni_obchod_v_narodnim_pojeti20110308
http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2011

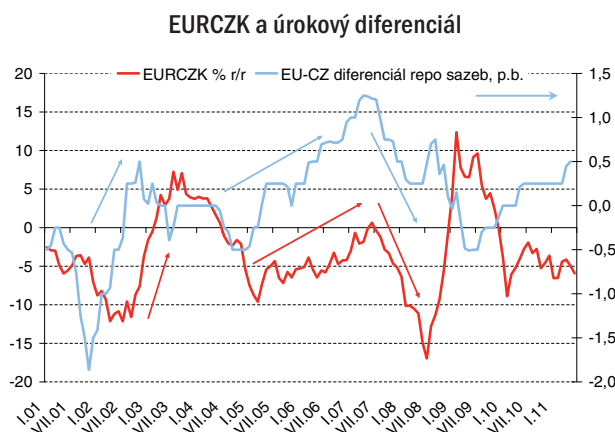


V létě vidíme spíše slabší korunu, na podzim čekáme posílení a na konci roku hodnotu těsně pod 24 korun za euro.

Přes léto očekáváme spíše slabší korunu – stávající hodnoty kolem 24,1 jsou o zhruba 30 haléřů silnější, než se nám zdá odůvodnitelné.

Nejenom nadhodnocenost koruny z pohledu fundamentálního, ale i kombinace dalších faktorů nás vedou k tomu, že v následujících 2 měsících vidíme korunu spíše mírně slabší, kolem 24,4-24,50, s rizikem, že se podívá přes tuto hranici.

Tyto faktory jsou: očekávaná nervozita kolem řecké krize a reálná možnost defaultu Řecka přes léto, pokračující napětí v zemích středního a Blízkého východu, pokračující utahování měnové politiky ECB (a rozevírání nůžek mezi ECB a ČNB), nižší letní likvidita na EURCZK trhu.



Zejména první z faktorů je však ve svých dopadech poměrně nejasný – v případě defaultu Řecka a následné paniky by určitě nezůstala ani koruna bokem, i když by – díky solidním makro základům, minimu makroekonomických nerovnováh, nízkému zadlužení a vzhledem ke struktuře světového oživení i díky dobrým cyklickým růstovým vyhlídkám – byla bita z regionálních měn určitě nejméně a po nejkratší dobu. Jestli však krize bude pokračovat v dosavadním neřešení (ale bez defaultu), záchrannými balíčky (které se ve finále minou účinkem) apod., může česká koruna naopak dále posílit – v regionu platí za bezpečnou měnu a i investoři po nešťastné epizodě v 1Q/09 již spolehlivě rozlišují mezi ČR a jihem Evropy (ilustrace: české CDS jsou nižší než u Itálie, o dluhovou krizi postižené periferii ani nemluvě). První kvartál roku 2009 tak v podstatě sloužil jako něco, co otevřelo investorům oči a co je naučilo nevnímat region

SVE jako homogenní – CZK se tak stala odolnější vůči otřesům menšího rozsahu.

Ve zkratce: hodnoty nad 24,50 jsou vhodné pro investice do koruny na delší období (12M a víc, short EURCZK), hodnoty pod 23,9, pokud je uvidíme v létě 2011, pak na kratší, vysloveně spekulativní krátkou pozici v koruně (long EURCZK).

Do konce roku však i v případě vyostření situace kolem Řecka a případného defaultu (a za předpokladu, že jak předpokládáme to nevyvolá reakci podobnou krachu Lehman Bros.) čekáme posílení koruny někam k hranici 24 korun za EURO, případně lehce pod ní (23,90-24).

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

Průměry za období v %	2006	2007	2008	2009	2010f	2011f	2012f	2013f
Repo sazba	2,2	2,9	3,5	1,5	0,8	0,9	1,4	2,3
3M PRIBOR	2,3	3,1	4,0	2,2	1,3	1,4	1,8	2,6
12M PRIBOR	2,7	3,4	4,2	2,6	1,9	2,1	2,5	3,1
10Y swap	3,8	4,2	4,2	3,7	3,0	3,2	3,6	4,0

V posledních 12 měsících udělala ČNB jenom jednu (nečekanou) změnu sazeb – na svém květnovém zasedání snížila základní reposazbu na historicky nejnižší úroveň 0,75%. To bylo hodně překvapivé – nikdo z pozorovatelů to nečekal a dle nás na to ekonomika nebyla odkázána. Přes léto 2010 se zdálo, že si část Bankovní rady ČNB uvědomuje, že květnové snížení bylo spíše pojistkou, kterou nebylo potřeba – začaly se totiž objevovat více jestřábí komentáře, mluvilo se o tom, že první zvýšení sazeb by mělo přijít dříve než ve druhé polovině 2011, jak malovala tehdejší prognóza. Neprojevovalo se to však jiným způsobem než jednou zvednutou rukou (E. Zamrazilová) na hlasování o sazbách v září i v listopadu 2010.

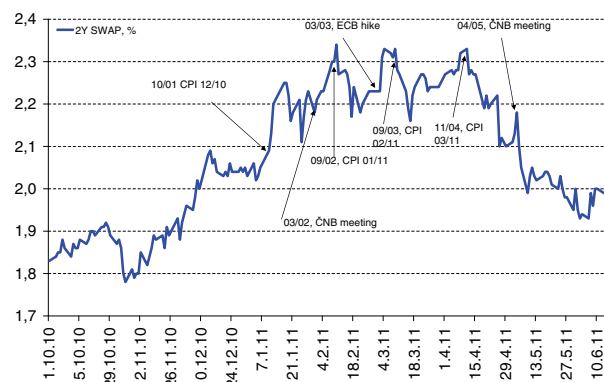
Očekávání na dřívější růst sazeb pak zchladila listopadová prognóza ČNB – ta byla po prognóze ČMKOS nejpesimističtější na trhu, když čekala růst ekonomiky v roce 2011 o 1,2%. Není proto divu, že ke zvyšování sazeb žádného dalšího člena BR nevybídl. Obrat v rétorice členů BR nastal až po Novém roce – vyšší prosincová inflace vystrašila více jestřábí členy BR ČNB, v únoru se po zveřejnění nové (a optimističtější) prognózy ČNB pro zvýšení sazeb dokonce vyslovili 3 členové BR ČNB (kromě E. Zamrazilové i R. Holman a K. Janáček; pro druhého z této trojice to však bylo zasedání poslední a prezident Klaus jej na další období už nejmenoval⁶). Na zasedání v březnu 2011 pak absence R.Holmana a K.Janáčka a několik nevýrazných/protiinflačních dat v průběhu února a března (nižší inflace, revize spotřeby domácností, slabší HDP, stagnace maloobchodu a nezaměstnanosti) způsobily, že hlasování dopadlo 5/1. V květnu pak nová prognóza potvrdila letošní začátek utahování měnové politiky, když první zvýšení posunula na počátek Q4/11.

Finanční trhy začaly začátkem roku 2011 rovněž započítávat relativně rychlé utahování měnové politiky – upozorňovali jsme, že počítat s 3-4 hiky do konce roku je (po zkušenosti z minulého

roku, kdy jsme inflaci nadhodnocovali, a obecně z historie ČR a vzhledem k výhledu) příliš optimistické. To se potvrdilo – inflace se v prvních 5 měsících letošního roku se vrátila pod cíl ČNB, struktura rovněž nenaznačila žádné poptávkové tlaky. I když některá data byla na povrchu lehce proinflační (rychlejší růst reálných mezd v 1Q/11, silnější 1Q/11 růst HDP, než ČNB čekala, vyšší květnová inflace, lepší vývoj maloobchodních tržeb), pod povrchem byla situace odlišná (reálné mzdy rostly skutečně minimálně, silnější růst HDP byl díky investicím a zásobám, překvapivě vyšší květnovou inflaci mají na svědomí vyšší ceny potravin atd.).

Trh byl po květnovém zasedání ČNB nucen dokončit obrat v očekávání měnové politiky – do konce roku už tak očekává jenom dvojitý zvýšení sazeb, což dává mnohem více smyslu než očekávání, která na trhu byla před 6 měsíci.

ČR: Vývoj očekávání sazeb ČNB v nejbližších 2 letech (2Y swap, %)



I navzdory jestřábí ECB, dražším potravinám a palivům jenom pozvolna rostoucí sazby – ČNB zůstane pod ECB jak letos, tak v roce 2012.

V letošním roce čekáme zahájení utahování měnové politiky. Dle nás k prvnímu zvýšení dojde v srpnu 2011, po zveřejnění další prognózy ČNB. V letošním roce pak může dojít ještě k jednomu zvýšení sazeb, a to na samém konci roku (sazby na 1-1,25% na konci roku). Důvody, proč vůbec v situaci, kdy inflace není problémem, s utahováním začít, je možné vysledovat například v Polsku – tam centrální banka začala s utahováním měnové politiky později, než jsme tvrdili, že má, a momentálně se potýká s nepříjemně vysokou inflací. Protože očekáváme, že se ekonomická situace bude dále zlepšovat, což se projeví i na trhu práce i v růstu mezd a vzhledem ke skutečnosti, že ekonomika neustále roste od Q3/09 (a předkrizového maxima z Q3/08 dosáhne ve Q4/11), je na místě extrémně nízké sazby začít zvyšovat. Navíc, měnová politika se zacílí na konec roku 2012 a začátek 2013, kdy už by ekonomika měla růst výrazněji.

V roce 2012 bude utahování měnové politiky pokračovat, ale pomalejším tempem než u ECB – ČNB dle nás v letošním roce i v roce 2012 zůstane pod ECB a sazby na konci roku 2012 budou na 1,5-1,75%.

Vidíme 4 hlavní důvody, proč podle nás ČNB spěchat se zvyšováním sazeb nebude – opatrnost, poptávková inflace (=slabý spotřebitel), koruna a nedokonalá měnová transmise.

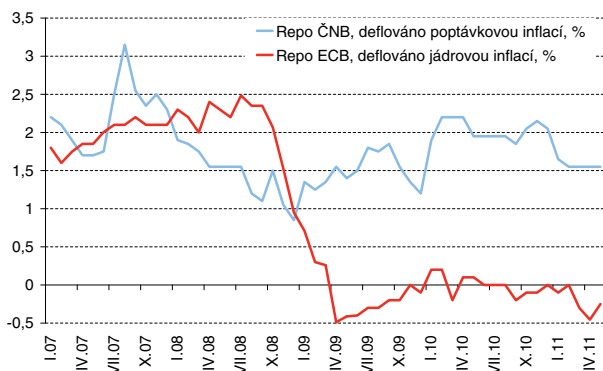
⁶ R.Holmana vystřídal v BR ČNB L. Lízal z akademického institutu CERGE-EI. Jeho názory na měnovou politiku však zatím nejsou známy.

Zaprvé, prosincové (2009) i květnové (2010) rozhodnutí snížit sazby navzdory oživení nás utvrdilo v názoru, že centrální banka preferuje riziko mít „trochu víc inflace“ než riskovat „trochu méně růstu“. Od té doby se sice v části BR ČNB (zejména v té služebně nejmladší části) vyostřila jestřábí nálada, zbytek BR ČNB však tváří v tvář nízké poptávkové (ale i celkové) inflaci, probíhající fiskální konsolidaci a situaci ohledně koruny mnoho důvodů pro rychlé zvýšení sazeb nevidí.

Nízká poptávková inflace je druhým, dle nás nejdůležitějším důvodem, proč nedochází k tak rychlému růstu sazeb, jak jsme touhle dobou v minulém roce předpokládali – centrální banka totiž čeká na to, až se i v inflačních číslech objeví jasný důkaz poptávkou tažené inflace. Ta přitom zůstává hodně perzistentní – a na velice nízkých (záporných) úrovních. Jak jsme již psali v části o inflaci, poptávková inflace mohla prodělat v krizi strukturální změnu, která způsobuje, že zůstává velice nízko i navzdory pokračujícímu růstu ekonomiky. Z našeho pohledu se jako pravděpodobný jeví jenom pomalý růst poptávkové inflace – ta za předpokladu, že krizový efekt za další 3 roky zmizí (t.j. že se poptávková inflace začne chovat tak, jako tomu bylo před krizí), zůstane v letošním roce záporná (z makro pohledu jsou důvodem fiskální konsolidace, slabá poptávka, utážené marže) a v roce 2012 se zvedne jenom lehce nad 0% r/r (další fiskální šok v podobě vyšší DPH, ale zlepšování trhu práce).

Pěknou ilustrací toho, proč ČNB na rozdíl od ECB nemusí ani z hlediska finanční stability okamžitě zvedat úrokové sazby, a toho, proč sazby v loňském roce nerostly tak, jak jsme se domnívali, je následující obrázek.

ČR: „Jádrové“ reálné sazby (deflátorem je jádrová inflace) v EMU a v ČR



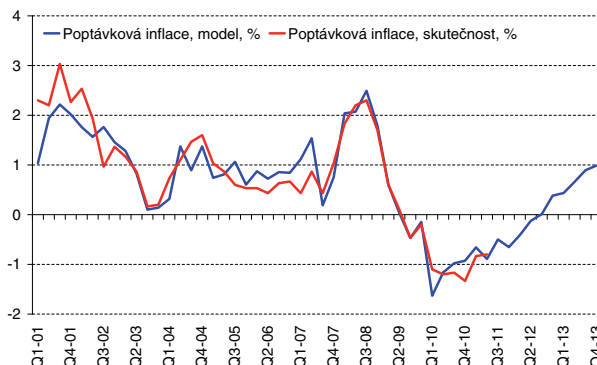
Zatímco v ECB je reálná repo sazba (očistěna jádrovou inflací) záporná 0%, v České republice je reálná sazba (očistěna poptávkovou inflací) zhruba 1,6% - z tohoto pohledu je nastavení měnové politiky v České republice tužší než v EMU. V loňském roce jsme právě počítali s tím, že poptávková inflace se vrátí zpátky na nulu, což by ČNB vybědlo k utážení sazeb – protože se tak nestalo, sazby zůstaly nízko. Z obrázku je rovněž patrné, že reálná repo sazba je v ČR celkem stabilní, od roku 2007 vesměs mezi 1-2%. Pokud tedy nedojde k růstu poptávkové složky inflace, ČNB pospíchat nebude.

Je pravdou, že inflace se v květnu 2011 znovu dostala na cíl ČNB, rovněž ale je pravda, že to bylo jenom díky faktorům, na než ČNB vliv nemá. Teď – jak jsme ukázali na struktuře inflace výše – je faktorem zvyšujícím inflaci všechno, jen ne její poptávková složka. Revize minulé spotřeby domácností směrem dolů, sla-

bá poptávka v 1Q/11 (fiskální restriktce) a slabá očekávaná poptávka domácností ve 2H/11 i v roce 2012 (vyšší ceny ropy, které snižují reálnou koupěschopnost obyvatelstva; slabý trh práce nedovolující výraznější růst mezd; vyšší DPH v roce 2012) jsou faktory, které by měly mít na poptávkovou inflaci spíše tlumivý efekt.

S postupujícím ožíváním a v situaci nákladových tlaků se může situace otočit a poptávková inflace se může překvapivě zvednout, zatím to však tak nevypadá – a proto je ČNB bdělá, ale v klidu.

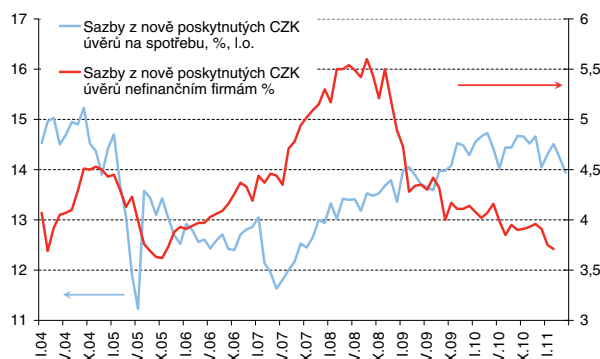
ČR: Predikce české poptávkové inflace



Zatřetí, koruna. Ta byla v posledních 6 měsících vesměs silnější, než se čekalo, a hodně přispěla k utlumení nákladových šoků zvenčí. Koruna tak tlumí dovozní ceny - od začátku roku posílila o zhruba 5%. Nejenom díky slabé poptávce (a utáženým maržím), ale i díky síle koruny se tak vyšší zahraniční ceny v měnově-politické inflaci ukazují méně. Vzhledem k citlivosti ekonomiky a BR ČNB na korunu se domníváme, že pokud by koruna byla kolem 24,7 (což by určitě nebyly vysloveně pro-inflační úrovně), bylo by možno očekávat výrazně větší náklonnost členů BR k dřívějšímu zvýšení sazeb. Navíc, z historie i z fundamentů ČR a jejího postavení v rámci regionu plyne, že se nám jako větší riziko u koruny zdá neodůvodnitelné posílení než neodůvodnitelné oslabení. I z tohoto risk-manážerského pohledu, tak z pohledu ČNB dává smysl nespíchat. Protože předpokládáme, že koruna bude dále posilovat, myslíme si rovněž, že jistý tlumivý efekt z této strany bude stále v ekonomice přítomen.

Začtvrté, v reálné ekonomice jsou sazby stále vysoko – u spotřebitelských úvěrů například není patrný vůbec žádný pokles sazeb.

ČR: Sazby v reálné ekonomice (sazby dosažitelné firmami a spotřebiteli)



Rizika prognózy

Nejpodstatnějšími riziky prognózy jsou

- a) rychlejší návrat poptávková inflace na vyšší úroveň
- b) kolaps Řecka a rozšíření problémů do dalších zemí EMU, s dopadem na ekonomiku celé Unie (něco jako Lehman Bros.)
- c) rychlejší růst cen ropy (a la 1H/2008).

V prvním případě by se poptávková inflace dostala rychle na hodnoty, kde by podle modelu ignorujícího možnou strukturální změnu v roce 2007 měla být - tj. kolem 1%. To by samozřejmě mělo za následek rychlejší růst sazeb ČNB - v podstatě by to byla situace, kterou jsme čekali touhle dobou v loňském roce. To znamená, že sazby by nyní v tomto případě byly o 75 b.b. výš než jsou (tj. 1,50%), a dále by rostly podobným tempem, jako očekáváme nyní (t.j. 75-100 b.b. za 6 kvartálů). Na konci roku 2012 bychom v tom případě viděli sazby kolem 2,25-2,50%. Z hlediska reálné ekonomické výkonnosti by vyšší sazby na aktivitu měly dopad až ve 2H/12 a pak v roce 2013.

Ve druhém případě je situace hodně nepřehledná. V případě, že by chaotický a neřízený default Řecka vedl k situaci podobné té, která následovala po kolapsu Lehman Bros., sklouzla by evropská ekonomika s největší pravděpodobností do další recese. Vzhledem k relativní izolovanosti řeckého problému v porovnání se subprime krizí (instrumenty spjaté s řeckým dluhem nejsou tak široce rozšířené po světě, jako tomu bylo u hypotečních struktur) by se však takováto situace neměla rozvinout v celosvětovou krizi - dle nás by byly USA i rozvíjející

se trhy zasaženy relativně málo. Jádrem EMU by jistě zpomalilo, ale stále by se mohlo opírat o export do rozvíjejících se trhů, periferie by ovšem bohužel sklouzla mnohem hlouběji do recese. Zde by se už určitě defaultu neubránílo ani Portugalsko, ani Irsko a s nemalou pravděpodobností ani Španělsko. Na ČR by samozřejmě díky vysokému stupni provázanosti s EMU tato situace dolehla negativně - v případě recese v Německu bychom se jí nevyhnuli ani my. Vzhledem k tomu ale, že jsme více spojení s jádrem EMU a že tedy bychom stále mohli profitovat z pokračujícího růstu v Číně apod., vedli bychom si lépe než EMU jako celek. Koruna by po počáteční panice rychle korigovala zpátky a sazby by stagnovaly nebo poklesly s tím, jak by ekonomika prohloubila proti-inflační tendence (trh práce by se zhoršil přes 10%, atd.).

Růst cen ropy by mohl být ze dvou příčin - spekulativní, nebo fundamentálně odůvodnitelný. V 1. případě bychom „trpěli“ víc - růst cen ropy by zpomaloval globální ekonomiku, a tudíž i nás, a nic bychom z této situace ekonomicky neměli. V podstatě by to byla čistá ztráta. Na druhé straně by ale tento vývoj netrval dlouho.

Ve 2. případě by růst byl tažen rostoucí poptávkou z některých zemí, což by bylo zrcadlem jejich silné ekonomické výkonnosti. Vzhledem k naší expozici na rozvíjející se trhy (skrze Německo) bychom tak mohli z tohoto růstu profitovat, což by tlumilo negativní dopad cen ropy na poptávku domácností. Takový vývoj by tak měl strukturální dopad - přesun části růstu ze spotřeby domácností na vývoz. V čistém by byl růstem v zahraničí vyvolaný růst cen ropy negativní, ale efekty by byly malé.

DŮLEŽITÁ UPOZORNĚNÍ

Obecně. Tento dokument je považován za doplňkový zdroj informací našich klientů a není nabídkou ani propagací nákupu či prodeje cenných papírů. Je založen na nejlepších informačních zdrojích dostupných v době tisku. Použité informační zdroje jsou všeobecně považované za spolehlivé, avšak Česká spořitelna, a.s. neručí za správnost a úplnost uvedených informací. Názory, prognózy a odhady v materiálu prezentované odrážejí naše nejlepší znalosti ke dni vydání publikace a mohou se změnit bez udání důvodu. Publikace neprošla jazykovou úpravou. Správním úřadem vykonávajícím dozor nad Českou spořitelnou, a.s. je Česká národní banka.

Poctivá prezentace doporučení. Emitenti analyzovaných investičních nástrojů nebyli před rozšířením této analýzy seznámeni s jejím obsahem a analýza nebyla na základě jejich pokynů nijak upravována. Analýza je tvořena na základě standardních finančních a ekonometrických modelů. V případě akciových doporučení se jedná zejména o různé varianty metody diskontování budoucích cash flows a metodu čisté hodnoty aktiv společnosti. V případě dluhopisů a měn jsou standardními metodami uzavřené makroekonomické modely typu Clarida-Gali-Gertler nebo typu QPM ČNB.

Stupeň investičního doporučení u akciových titulů. Cílové ceny pro 12-měsíční horizont akcií odrážejí férovou hodnotu akcií, při jejímž stanovení jsou brány v potaz fundamentální faktory a další informace relevantní pro cenu akcie. Všechna slovní doporučení vychází z fundamentální hodnoty cenných papírů a neodrážejí relativní výkonnost akcie vůči jiným regionálním titulům. Slovní doporučení odrážejí

Tabulka 1: Přehled minulých investičních doporučení na pokrývané akcie v systému SPAD

ČEZ			Telefónica O2 ČR		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
13.4.11	970	akumulovat	5.5.11	450	držet
13.12.10	820	držet	4.2.11	450	akumulovat
8.2.10	980	akumulovat	11.11.10	450	akumulovat
4.2.09	1 230	kupovat	9.9.10	425	držet
3.9.08	1 316	držet	3.8.10	470	držet
Komerční banka			Unipetrol		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
7.2.11	4 700	držet	17.6.11	170	redukovat
8.2.10	3 850	držet	30.9.10	191	redukovat
22.10.09	3 850	držet	28.9.09	140	redukovat
29.7.09	3 290	akumulovat	30.3.09	120	redukovat
28.4.09	2 870	akumulovat	24.9.08	250	kupovat
CME			Orco		
Datum	Cílová cena (USD)	Doporučení	Datum	Cílová cena (EUR)	Doporučení
17.12.10	23.5	akumulovat	24.9.10	8,2 (€)	akumulovat
14.6.10	33	kupovat	7.10.09	7,2 (€)	redukovat
23.11.09	27	redukovat	3.4.09	3,7 (€)	redukovat
16.2.09	35	kupovat	25.9.08	41 (€)	kupovat
VIG			ECM		
Datum	Cílová cena (EUR)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
9.2.11	50.0	kupovat	bez pokrytí	bez pokrytí	bez pokrytí
4.2.10	44,5	kupovat	28/2/08	1 380	kupovat
11.11.09	48	kupovat	1/10/07	1 880	akumulovat
2.7.09	44	kupovat	14.6.07	2 160	akumulovat
Pegas			Philip Morris CR		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
7.6.11	500	akumulovat	7.1.11	9 600	redukovat
26.11.10	480	akumulovat	12.3.10	8 600	prodat
10.3.10	500	akumulovat	25.6.09	7 150	akumulovat
20.5.09	350	držet	14.10.08	8 900	kupovat
NWR			Fortuna		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
23.2.11	293	akumulovat	14.1.11	120	akumulovat
1.9.10	253	akumulovat			
6.5.10	306	kupovat			
16.4.10	306	držet			
18.2.10	211	akumulovat			

vztah mezi cílovou cenou a cenou akcie při určení cílové ceny, tj. vydáním příslušné podnikové analýzy. V závorkách jsou uvedeny příslušné číselné hodnoty: kupovat (cílová cena 20% nad cenou akcie), akumulovat (10% až 20% nad), držet (0% až 10% nad), redukovat (cílová cena leží v pásmu -10% až 0% vzhledem k ceně akcie při určení cílové ceny) a prodávat (pod -10%).

Rizika. Minulý výkon investičních nástrojů nezaručuje srovnatelný budoucí výkon. Různé investiční nástroje a investice s sebou nesou různý stupeň investičního rizika. Hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní částky. Česká spořitelna, a.s. nepřebírá odpovědnost za případné ztráty způsobené přímo či nepřímo využitím informací v tomto dokumentu. Prognózaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena může být ohrožena různými typy rizik. Mezi ně patří například rizika související s nabídkou a poptávkou po daném investičním nástroji, rizika konkurence, cen vstupů či riziko tržních kolísání. Prognózaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena vychází z předpokladů uvedených v analýze. Jiný než očekávaný vývoj těchto předpokladů představuje rovněž klíčové riziko.

Aktualizace. Investiční doporučení, analýzy a prognózy jsou aktualizovány v rámci pravidelných publikací České spořitelny, a.s. a Erste Bank Group. Cílové ceny akcií jsou aktualizovány v podnikových analýzách pokrývaných společností, které vycházejí nepravidelně a odrážejí aktuální dění v daném oboru nebo pokrývané společnosti. Přehled vydaných investičních doporučení za uplynulých 12 měsíců shrnuje tabulka 1.

Hodnocení analytika. Hodnocení analytiků není přímo závislé na výsledcích obchodování finanční skupiny ČS s pokrývanými investičními nástroji. Nepřímá vazba spočívá ve vazbě hodnocení analytiků na zisku celé Finanční skupiny České spořitelny, na kterém se do jisté míry podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Konflikt zájmů. Česká spořitelna, a.s., Erste Bank, jejich dceřiné společnosti a klienti mohou mít pozice v investičních nástrojích uvedených v doporučení, mohou obchodovat s investičními nástroji společností uvedených v doporučení nebo mohou těmto společností poskytovat investiční nebo bankovní služby. Odbor ekonomických a strategických analýz České spořitelny, a.s. je organizačně a fyzicky oddělen od útvarů Divize finančních trhů České spořitelny, a.s.. Zájmy a z nich plynoucí případné střety zájmů Finanční skupiny České spořitelny vůči analyzovaným akciovým společnostem v České republice (společnosti obchodované v systému SPAD mimo Erste Bank) jsou uvedeny v příložené tabulce 2.

Tabulka 2

Typ střetu zájmu
(1) ČS a/nebo propojená osoba má přímý či nepřímý podíl na základním kapitálu emitenta větší než 5%
(2) emitent má přímý či nepřímý podíl na základním kapitálu ČS a/nebo propojené osoby větší než 5%
(3) ČS a/nebo propojená osoba má jiný významný finanční zájem ve vztahu k emitentovi
(4) ČS a/nebo propojená osoba je tvůrcem trhu nebo osobou jinak zajišťující likviditu ve vztahu k finančním nástrojům vydaným emitentem
(5) ČS a/nebo propojená osoba byla v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem
(6) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřenu jinou smlouvu o poskytování investičních služeb
(7) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení.

Emitent	Střet zájmu (uvedte zde číselné označení příslušného typu střetu zájmu)
AAA Auto	4
CETV	4, 5, 6
CEZ	4, 5, 6
ECM	4
Fortuna	4, 5, 6
KIT Digital	4
Komerční banka	4
NWR	4
ORCO	4, 6
Pegas	4
Philip Morris CR	4
TO2 CR	4
Unipetrol	4

Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení Erste Bank Group obsahuje tabulka 3. Tabulka obsahuje poměr u investičních doporučení na pokrývané akcie obchodované v systému SPAD BCPP (SPAD7). u investičních doporučení na pokrývané akcie obchodované v systému SPAD BCPP (SPAD7).

Tabulka 3

	SPAD11	SPAD se vztahem k EBG
Kupovat	9%	25%
Akumulovat	55%	75%
Držet	18%	0%
Redukovat	18%	0%
Prodat	0%	0%

Odbor Ekonomické a strategické analýzy			
Ředitel odboru, hlavní ekonom	David Navrátil	+420/224 995 439	dnavratil@csas.cz
Makro tým (Střední Evropa)	Jana Krajčová	+420/224 995 232	jkrajcova@csas.cz
Makro tým (ČR)	Martin Lobotka	+420/224 995 192	mlobotka@csas.cz
Makro tým (USA, EMU)	Luboš Mokráš	+420/224 995 456	lmokras@csas.cz
Makro tým (Bankovní sektor)	Petr Bittner	+420/224 995 172	pbittner@csas.cz
Akciový tým (CEE Real Estate, ČEZ)	Petr Bártek	+420/224 995 227	pbartek@csas.cz
Akciový tým (Ropa a plyn, Pegas), teamleader	Radim Kramule	+420/224 995 213	rkramule@csas.cz
Akciový tým (CEE Media)	Václav Kmínek	+420/224 995 289	vkminek@csas.cz
Akciový tým (Market analyst)	Martin Krajhanzl	+420/224 995 434	mkrajhanzl@csas.cz
EU Office	Jan Jedlička	+420/956 718 014	jjedlicka@csas.cz
Úsek Finanční trhy - prodej a obchodování			
Ředitel úseku	Petr Witowski	+420/224 995 800	pwitowski@csas.cz
	Robert Novotný	+420/224 995 148	rnovotny@csas.cz
Oddělení Debt Capital markets - ředitel	Tomáš Černý	+420/224 995 205	tcerny@csas.cz
	Alice Racková	+420/224 995 197	arackova@csas.cz
	Martin Chudoba	+420/224 995 138	mchudoba@csas.cz
Odbor Obchody treasury - ředitel odboru	Libor Vošický	+420/224 995 592	lvosicky@csas.cz
Odbor Obchody na kapitálových trzích - ředitel odboru	Ondřej Čech	+420/224 995 577	ocech@csas.cz
Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty - ředitel odboru	Viktor Kotlán	+420/224 995 217	vkotlan@csas.cz
Odbor Proprietary trading	Robert Novotný	+420/224 995 148	rnovotny@csas.cz
Úsek Investiční bankovnictví			
Ředitel úseku	Jan Brabec	+420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
Oddělení Private Equity a Venture Capital	František Havrda	+420/224 995 836	fhavrda@csas.cz
Oddělení korespondenční bankovnictví - ředitel	Barbora Procházková	+420/224 995 338	bprochazkova@csas.cz
Odbor Finanční instituce - ředitel odboru	Pavel Bříza	+420/224 995 176	pbriza@csas.cz
Odbor Primární emise - ředitel odboru	Antonín Piskáček	+420/224 995 810	apiskacek@csas.cz
	Hanna Zikmundová	+420/224 995 259	hzikmundova@csas.cz
M&A	John Francis Nosek	+420/224 995 231	frank.nosek@erste-cf.com
	Jan Vrátník	+420/224 995 211	jan.vratnik@erste-cf.com
Erste Bank Vídeň – CEE Equity			
Head of Group Research	Friedrich Mostböck	+43 501 00 119 02	friedrich.mostboeck@erstebank.at
Co-Head of CEE Equities	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	henning.esskuchen@erstebank.at
Co-Head of CEE Equities	Gunther Artner	+43 501 00 115 23	gunther.artner@erstebank.at
akcie – sektor stavebnictví a ocel	Franz Hoerl	+43 501 00 185 06	franz.hoerl@erstebank.at
akcie – sektor bankovnictví	Guenter Hohberger	+43 501 00 173 54	gunter.hohberger@erstebank.at
akcie – sektor bankovnictví	Gernot Jany	+43 501 00 119 03	gernot.jany@erstebank.at
akcie – sektor telekomunikace	Vera Sutedja	+43 501 00 119 05	mariaveronika.sutedja@erstegroup.com
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+43 501 00 173 43	vladimira.urbankova@erstebank.at
akcie – sektor IT	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	daniel.lion@erstebank.at
akcie – sektor strojírenství	Gerald Walek	+43 501 00 163 60	gerald.walek@erstebank.at
akcie – sektor pojišťovnictví	Christoph Schultes	+43 501 00 163 14	christoph.schultes@erstebank.at
Head of Macro/Fixed Income Research: Global Macro	Gudrun Egger	+43 501 00 119 09	gudrun.egger@erstebank.at
Head of CEE Macro/Fixed Income Research	Rainer Singer/Juraj Kotian	+43 501 00 111 85	rainer.singer@erstebank.at juraj.kotian@erstegroup.com
Brokerjet	On-line obchodování s CP	+420 224 995 777	www.brokerjet.cz

www.csas.cz/analyza

ČESKÁ 
SPORITELNA