

# Dance on **volcano**



Ekonomické a strategické analýzy  
David Navrátil

[dnavratil@csas.cz](mailto:dnavratil@csas.cz), 724 249 366

**ČESKÁ**   
**SPORITELNA**  
Jsme Vám blíž.

## **(I) Islandská sopka: čeká nás místo oživení globální ekonomiky další francouzská revoluce?**

---

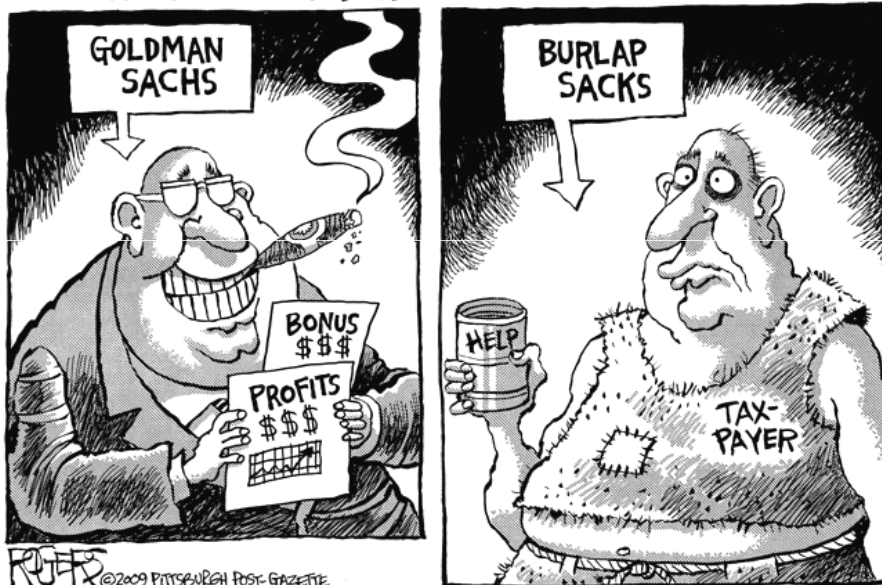


## (II) Řecká sopka: výbuch řeckého dluhu by mohl potopit EMU... UK... USA



## (III) Sopka Goldman Sachs vyvolá vyšší aktivitu bankovní regulace

AFTER THE TAXPAYER BAILOUT OF WALL ST. ...



# Finanční krize: v jaké jsme fázi? Aktuální recese: kde jsme? Máme tři tábory: pesimista, optimista a realista... chybí někdo?

---



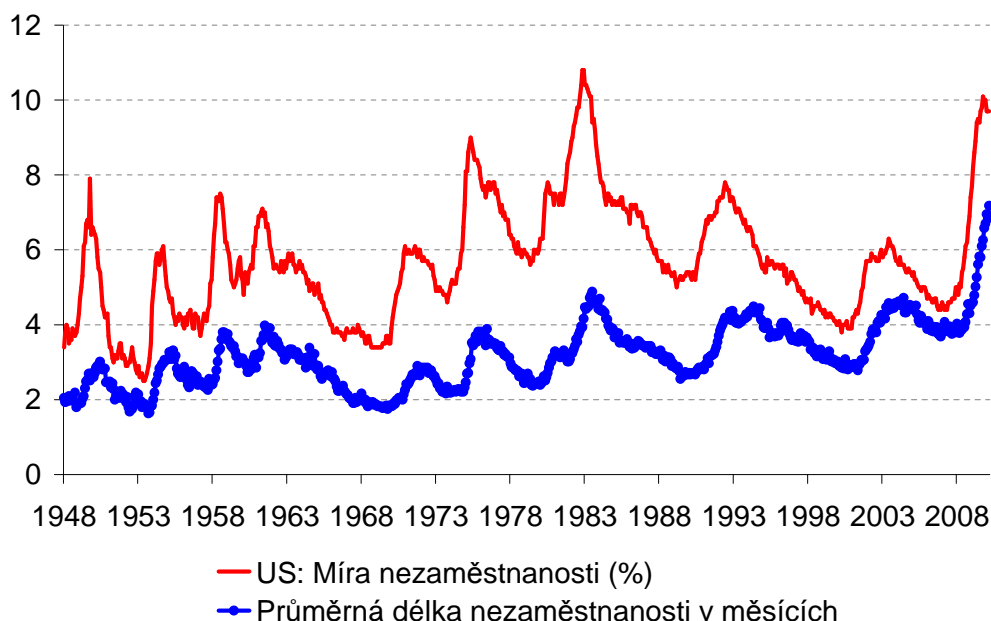
## Co říká historická zkušenost o finančních krizích? Čtyři fáze finanční krize

---

1. Růst zadlužení domácností a podniků
  2. Bankovní krize
  3. Ekonomická krize
  4. Fiskální krize
- ...Bude to tentokrát jinak?

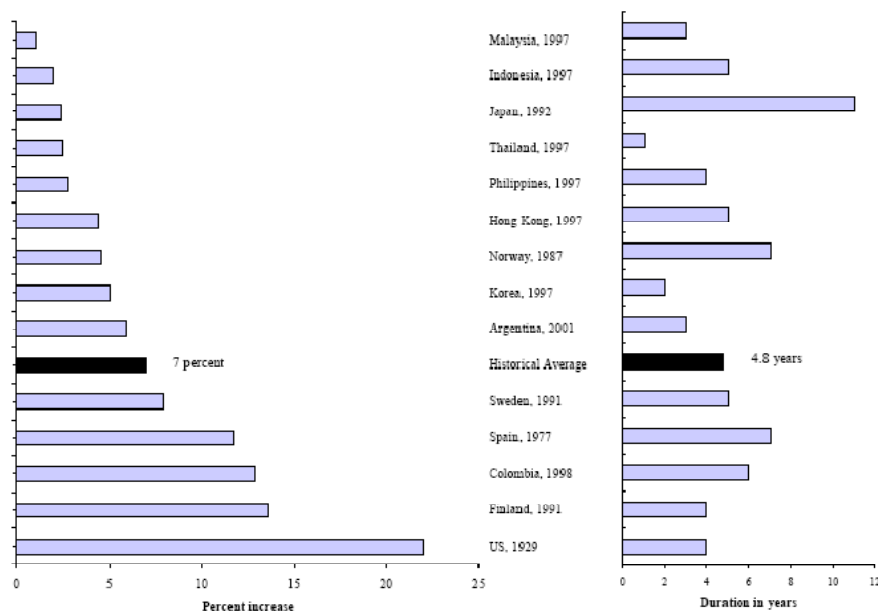


## USA: míra nezaměstnanosti se stabilizuje na 10%. Čeká nás rychlý pokles?



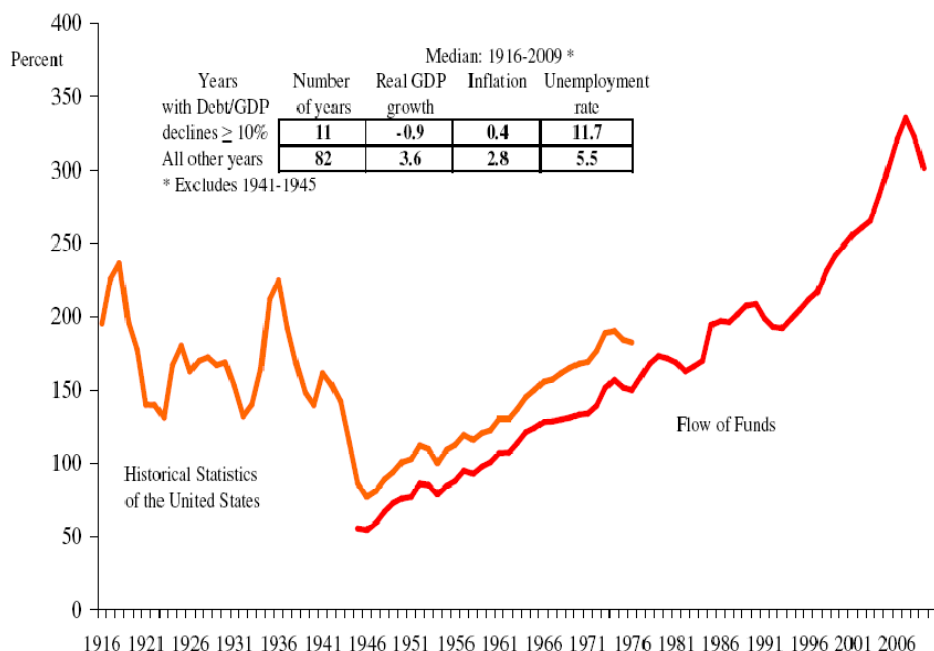
Zdroj: Ecowin

## V případě finanční/bankovní krize vystoupá nezaměstnanost v průměru o 7pb. Proto nezaměstnanost nad 7% není překvapením. Zvyšuje se ale dlouhodobá nezaměstnanost



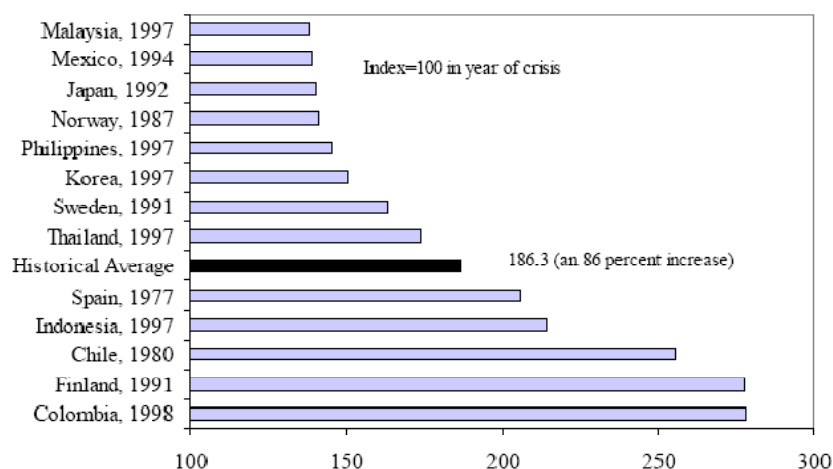
Zdroj: Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., „The Aftermath of Financial Crisis“, January 2009

## Snižování zadlužení domácnosti a podniků je spojeno se poklesem HDP a nízkou inflací... => historie říká, že náš čekají léta s nízkým ekonomickým růstem



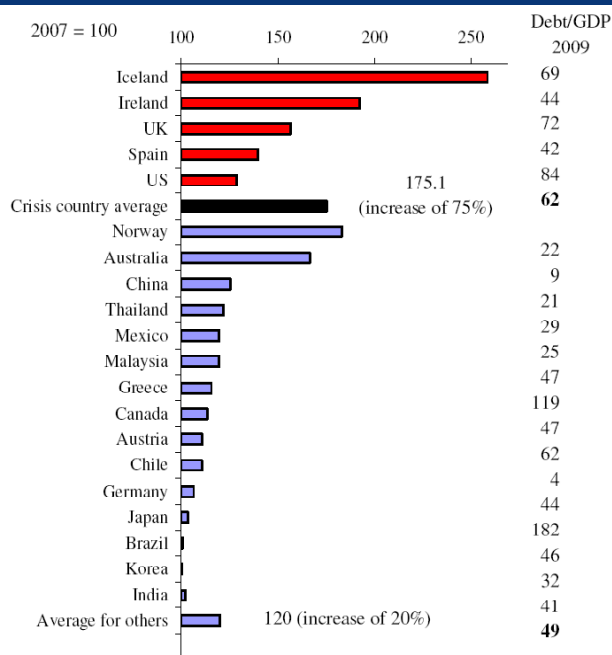
Zdroj: Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., „Growth in a Time of Debt“, December 2009

## Nicméně po ekonomickém cyklu přichází čtvrtá fáze: fiskální krize. Poslední finanční krize byly spojena s růstem vládního dluhu o 50-100%!



Zdroj: Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., „The Aftermath of Financial Crisis“, January 2009

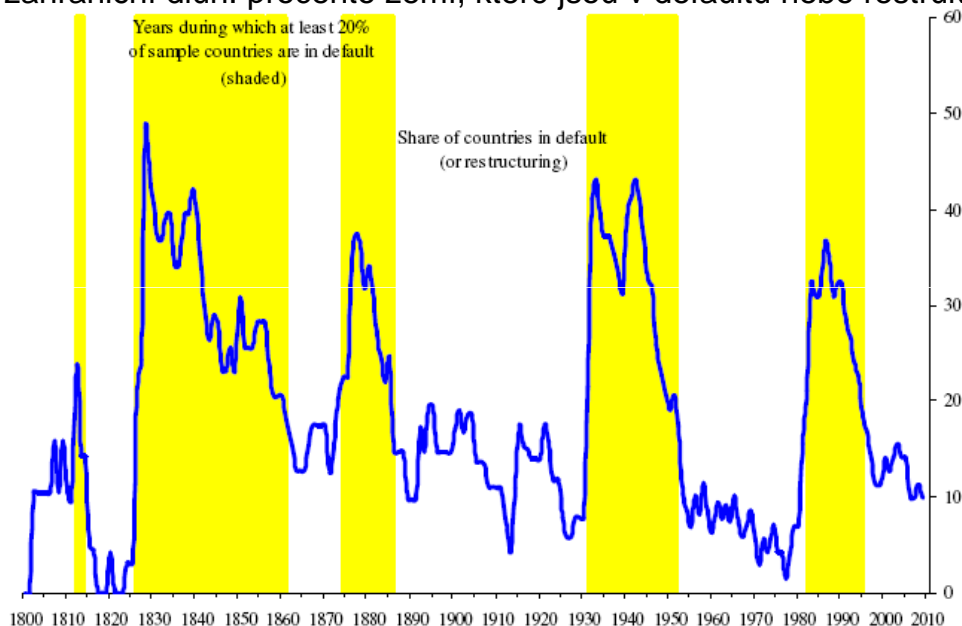
## Aktuálně již průměrný růst vládního dluhu dosáhl 75%



Zdroj: Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., „Growth in a Time of Debt“, December 2009

## Fiskální krize a defaulty zemí nejsou nic neobvyklého...

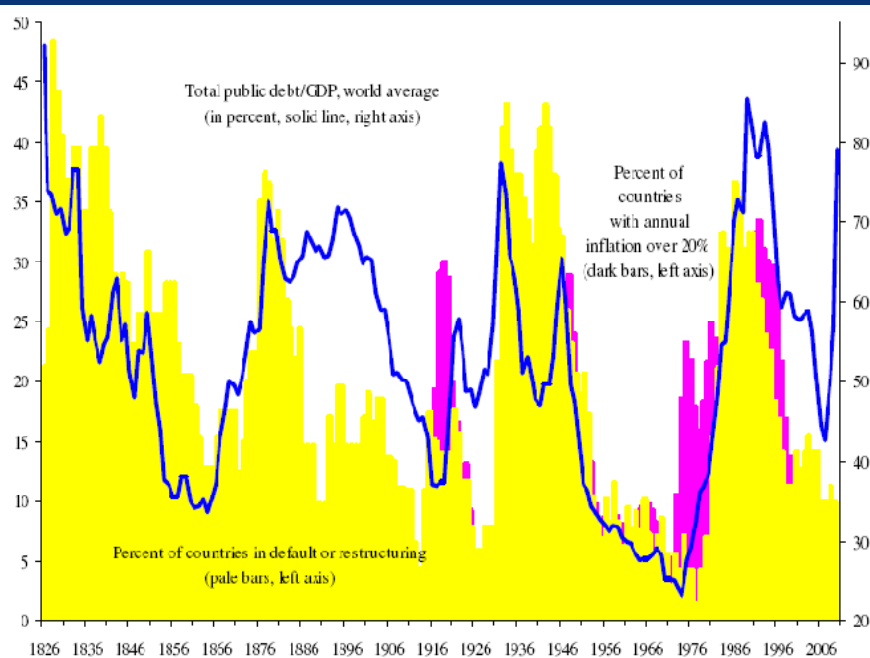
Veřejný zahraniční dluh: procento zemí, které jsou v defaultu nebo restrukturalizaci



Zdroj: Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., „This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crisis“, April 2008

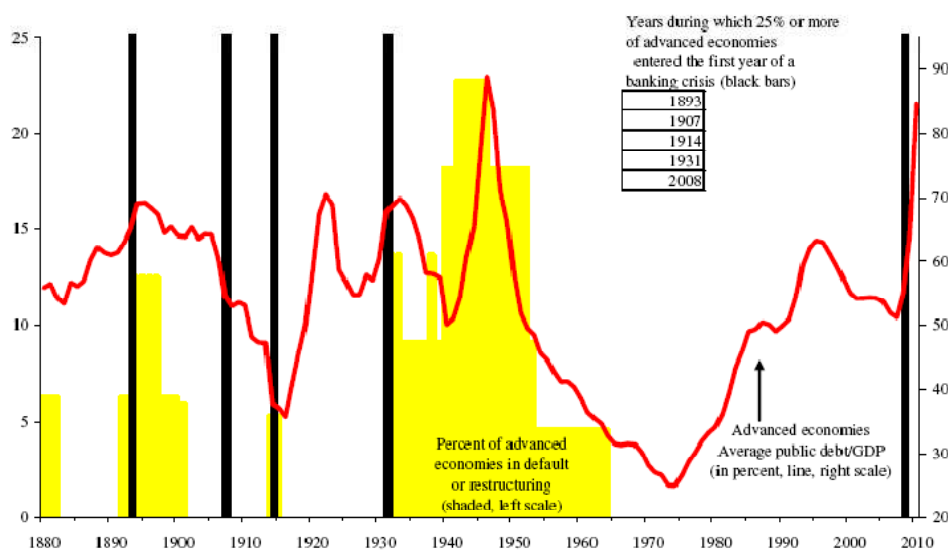


## ...a míra defaultu je spojena s výší vládního dluhu



Zdroj: Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., „This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crisis“, April 2008

## Toto vazba platila i pro rozvinuté ekonomiky. Je jen otázkou času než dojde ke ztrátě kredibility



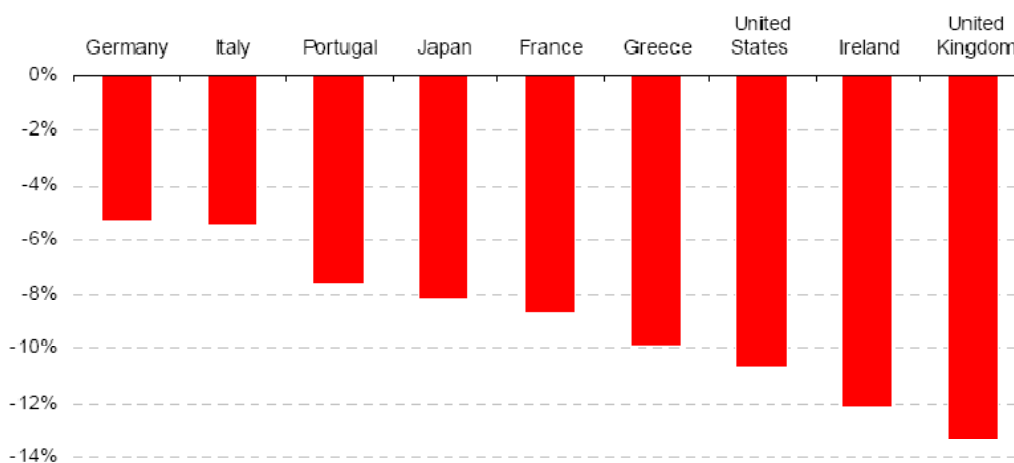
Zdroj: Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., „This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crisis“, April 2008

## PIIGS – jsou skutečně takoví fiskální hříšníci vybočující z davu?



## První tři místa v kategorii fiskálních hříšníků vede UK, Irsko a USA

Odhad rozpočtového deficitu pro rok 2010



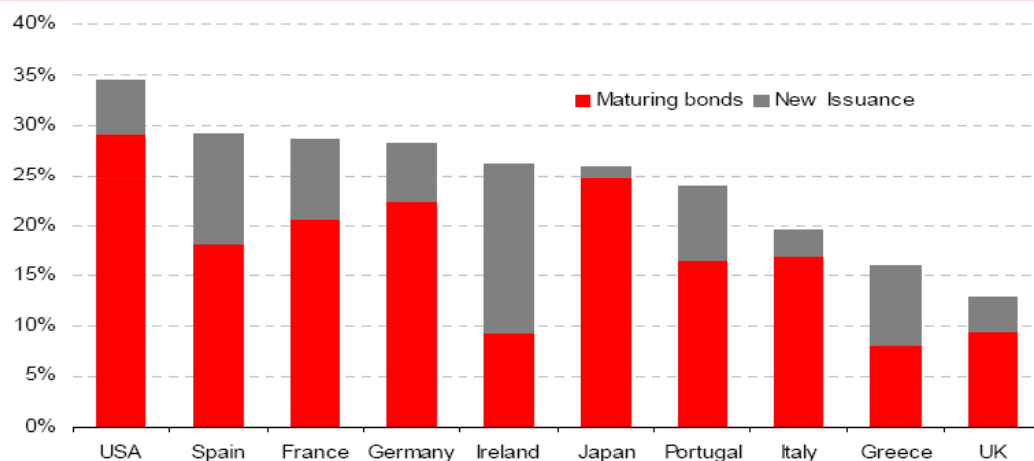
Zdroj: Societe Generale



**Řecko se podobá Eyjafjallajökull. Chrlí prach, ale „zatím“ není moc nebezpečná. Nicméně s Eyjafjou se často probouzí i Katla, a to je už více depresivní scénář.**

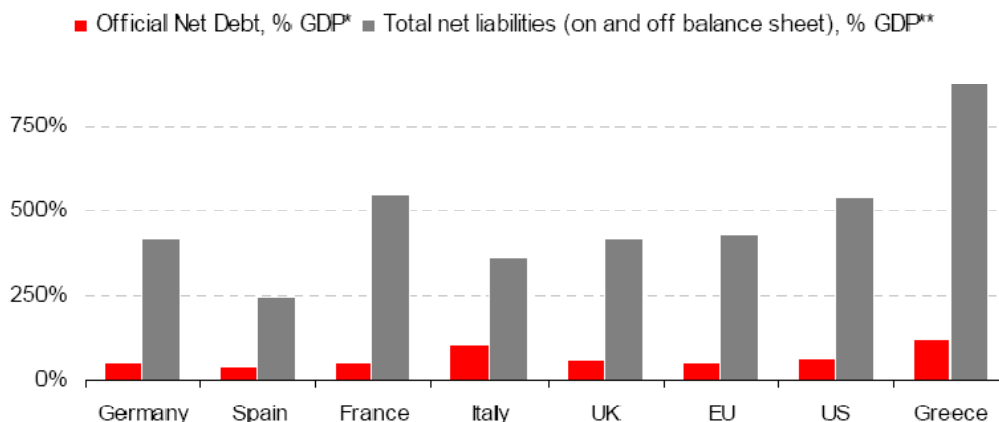
**Řecko nebude v letošním roce potřebovat nejvíce půjčit...**

**% of stock of outstanding debt to be issued this year, Greece is nearly best in class!!**



Zdroj: Societe Generale

**...oficiální čísla o výši vládního dluhu jsou často jen desetinou pravdy: vlády mají další mimobilanční a bilanční závazky, které zvyšují celkový vládní dluh**

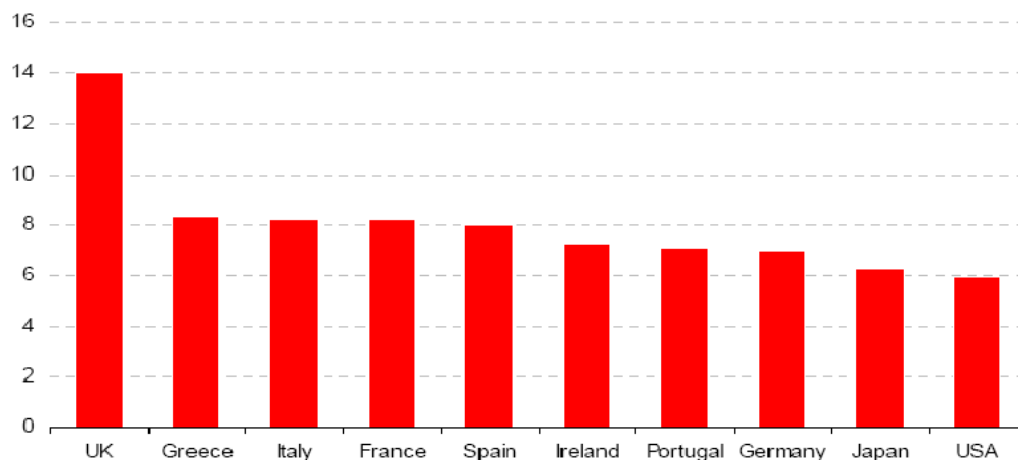


\* 2010 OECD projections

\*\* 2005 estimates of total Fiscal Imbalance

Zdroj: Societe Generale

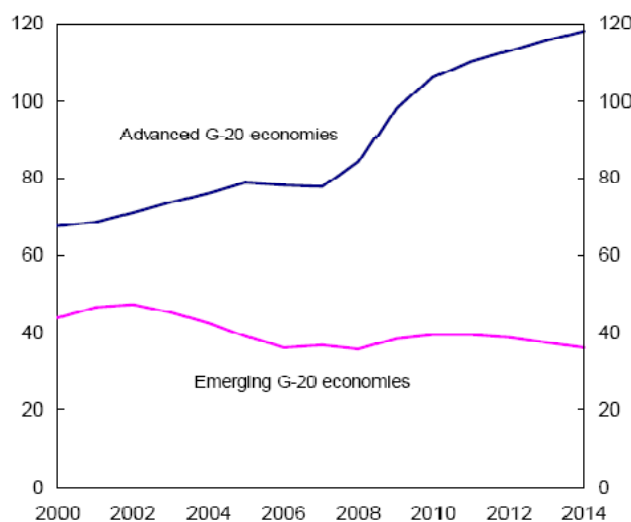
## Navíc durace dluhu je relativně krátká. A bude se snižovat: taková je zkušenost z fiskálních krizí



Zdroj: Societe Generale

## Rozvinuté ekonomiky vs. rozvíjící se ekonomiky

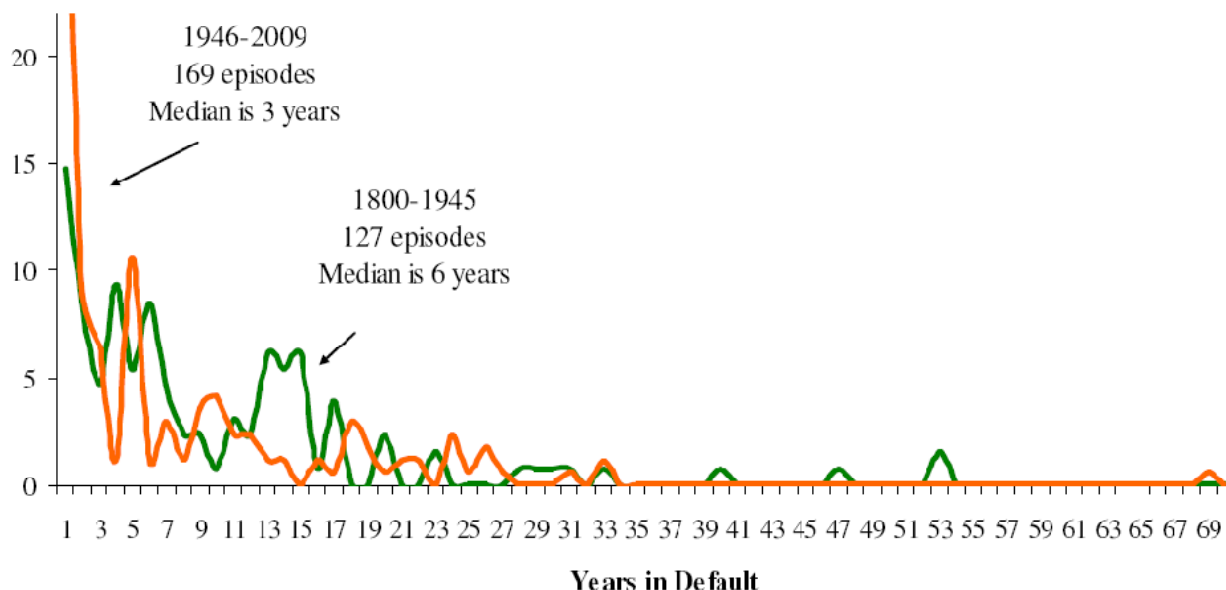
Figure 3. G-20 Countries: General Government Debt Ratios, 2000–14  
(In percent of GDP)



Source: IMF

## Pokud se země dostane do defaultu, zůstane v něm ekonomika 6 let (medián za posledních 200 let)

Doba trvání defaultu (histogram)

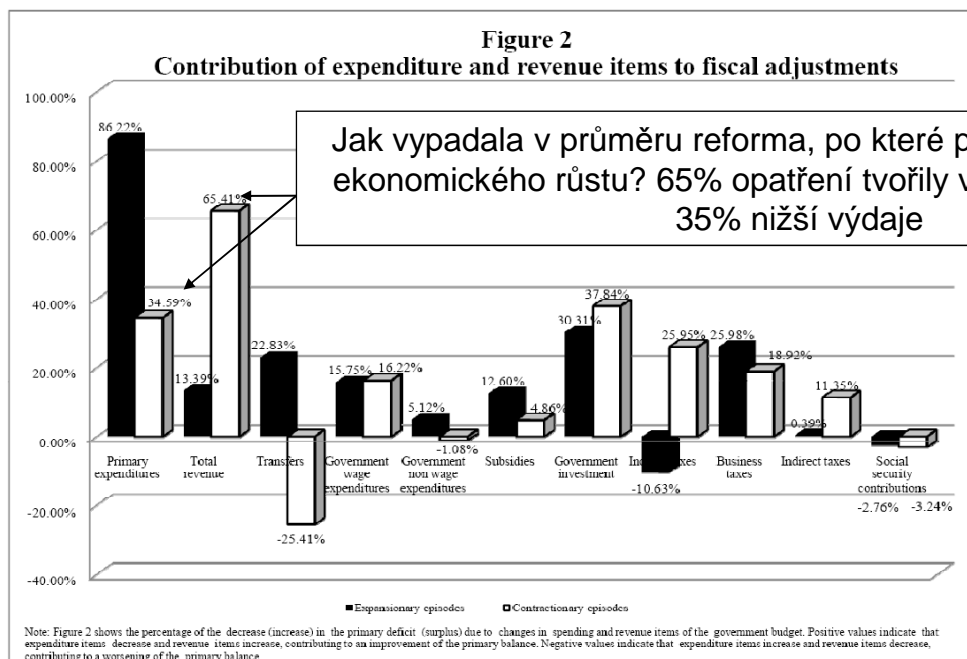


Zdroj: Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., „This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crisis“, April 2008

## Jak z utéci fiskálních problémů: Daně? Ekonomický růst? Úspory? Nebo inflace?



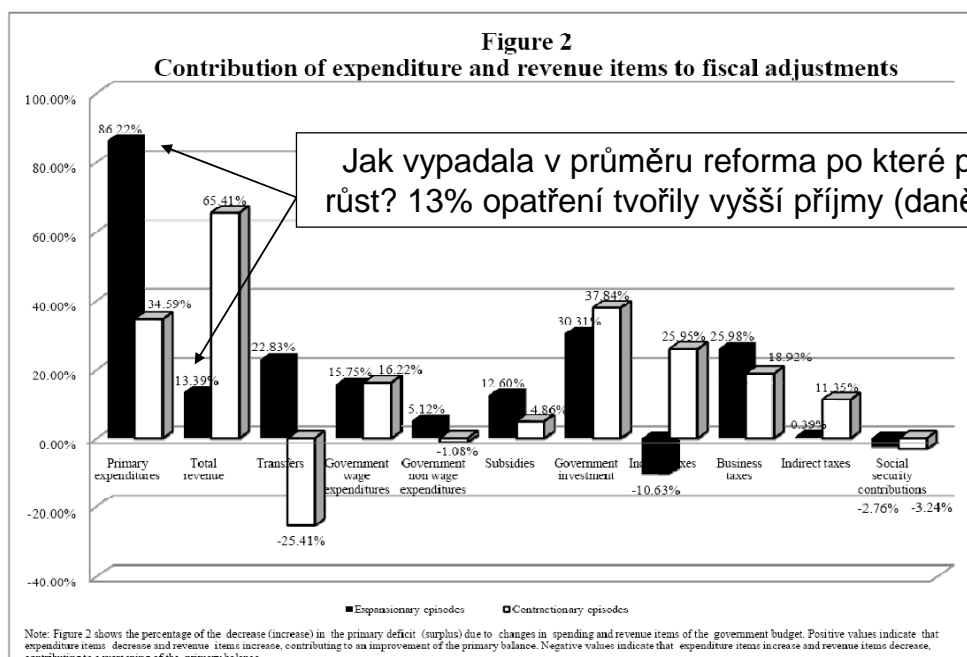
# Empirické studie ukazují, že snížení fiskálního deficitu může být vedeno přes zvýšení daní ale v tom případě ekonomika bude mířit do recese...



Jak vypadala v průměru reforma, po které přišla recese/ snížení ekonomického růstu? 65% opatření tvořily vyšší příjmy (daně) a 35% nižší výdaje

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

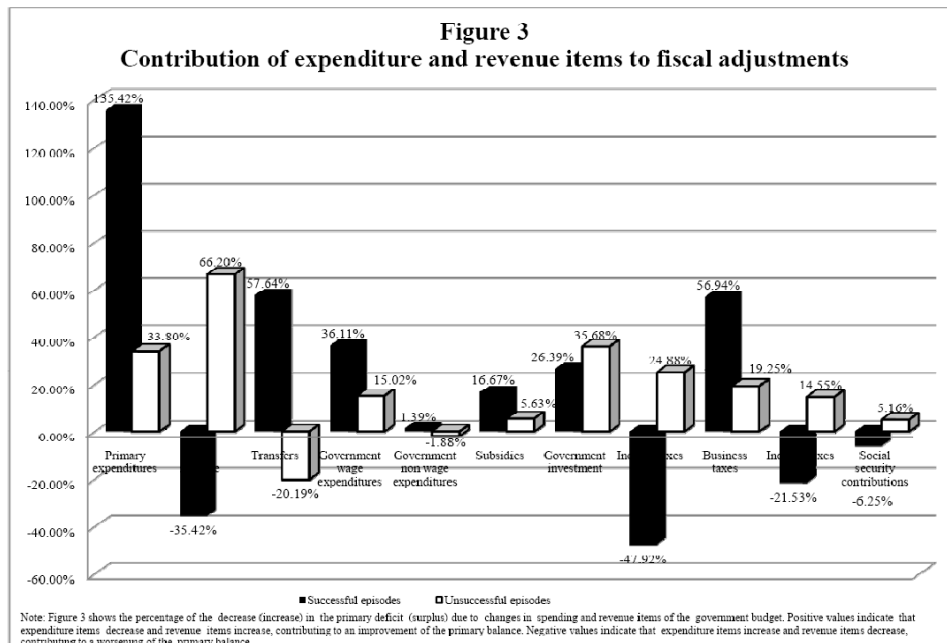
# Pokud reformní opatření především směřovaly směrem k nižším výdajům, tak následně došlo ke zvýšení ekonomického růstu...



Jak vypadala v průměru reforma po které přišel ekonomického růst? 13% opatření tvořily vyšší příjmy (daně) a 87% nižší výdaje

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

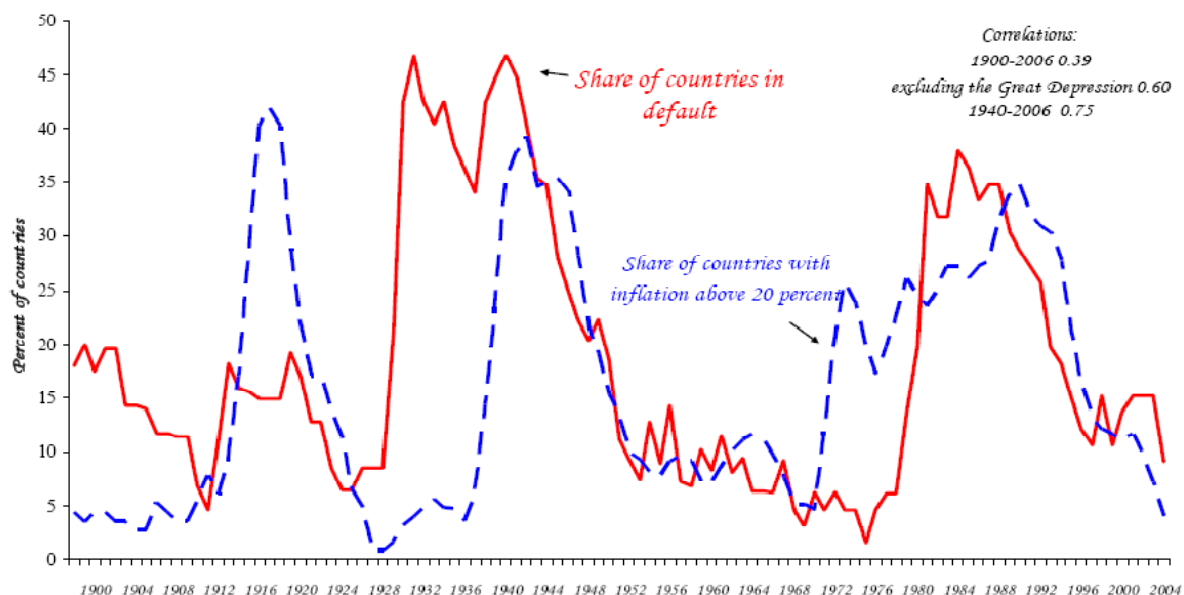
**Navíc reforma, která je vedena prostřednictvím zvýšení daní má mnohem větší šanci na neúspěch, tj. nezastaví zvyšování dluhu na HDP. Proč? Vyšší daně => odliv FDI => vyšší nezaměstnanost => nižší příjmy do rozpočtu a vyšší sociální výdaje**



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

## Inflace je nejsnadnější!

### Inflace a default



Zdroj: Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., „This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crisis“, April 2008

## Demografie bude ovlivňovat nejen ekonomický vývoj, ale i finanční trhy... výhodou, že dokážeme relativně dobře odhadnout další demografický vývoj...

---



Stavební fórum  
Duben 2010 – strana 27

ČESKÁ  
SPORITELNA

## ... ve většině případů

---

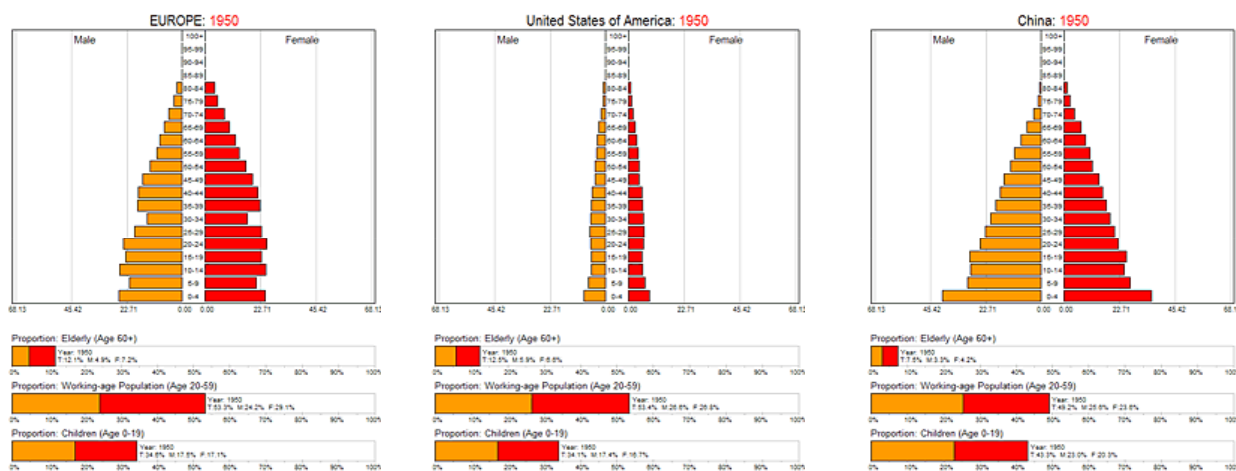


Stavební fórum  
Duben 2010 – strana 28

ČESKÁ  
SPORITELNA

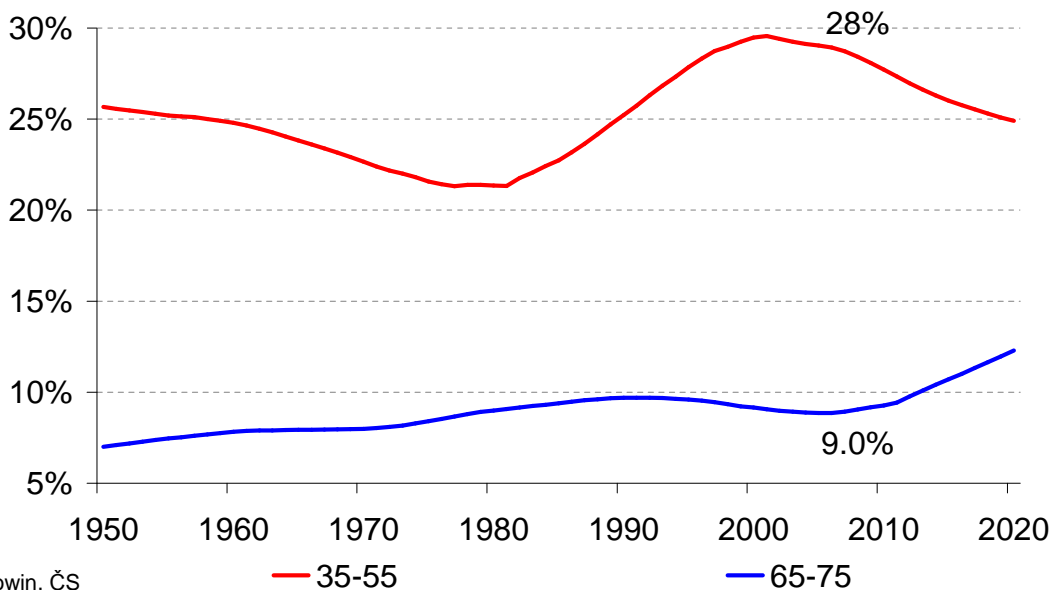


# Stárnutí populace je celosvětový problém



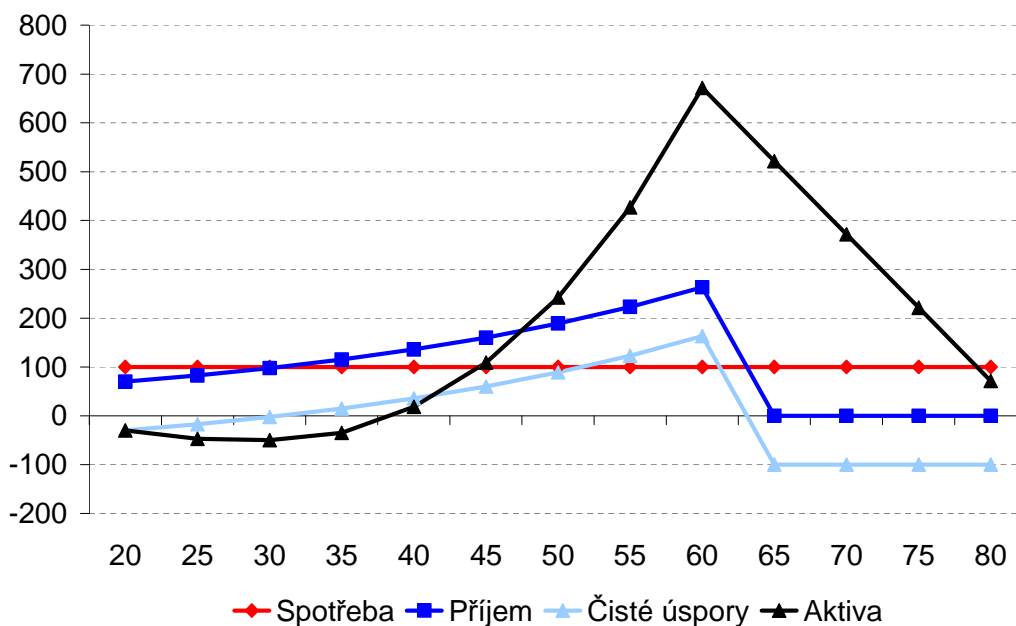
# Baby boom generace jde do důchodu

podíl věkových skupin na celkové populaci (%)



Zdroj: Ecwin, ČS

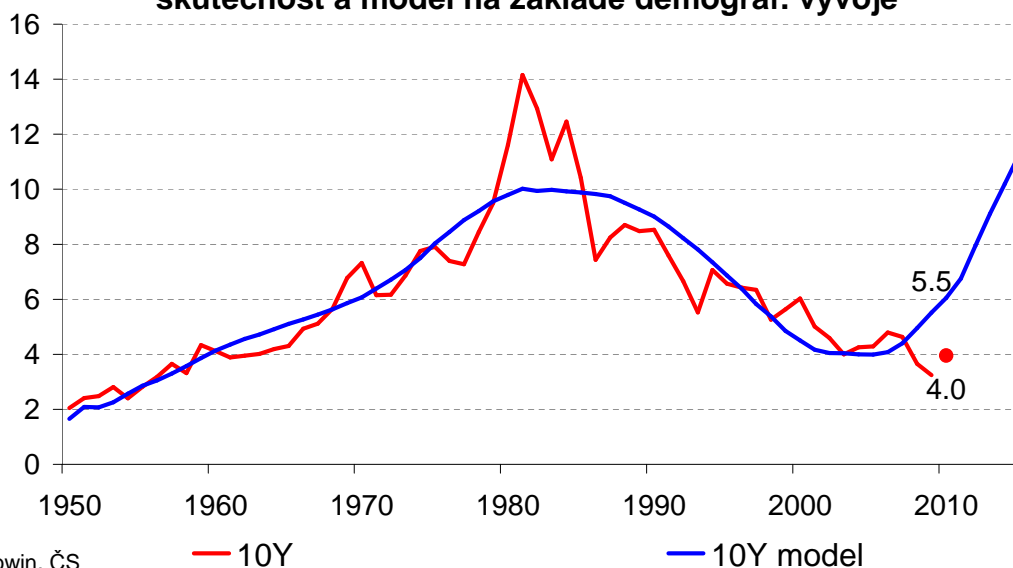
## „Život lidský je tak složitý, že život člověka je proti tomu úplný hadr.“ Jaroslav Hašek



Zdroj: ČS

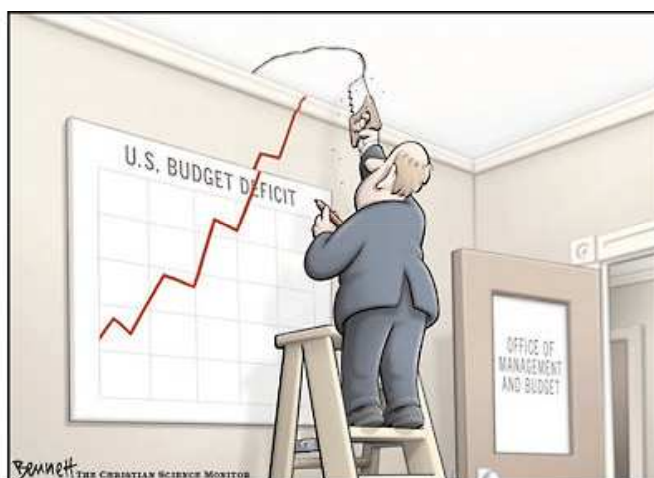
## Demografie bude negativně ovlivňovat poptávku po vládním dluhu, ale i nabídku

10Y výnos vládních dluhopisů USA:  
skutečnost a model na základě demograf. vývoje



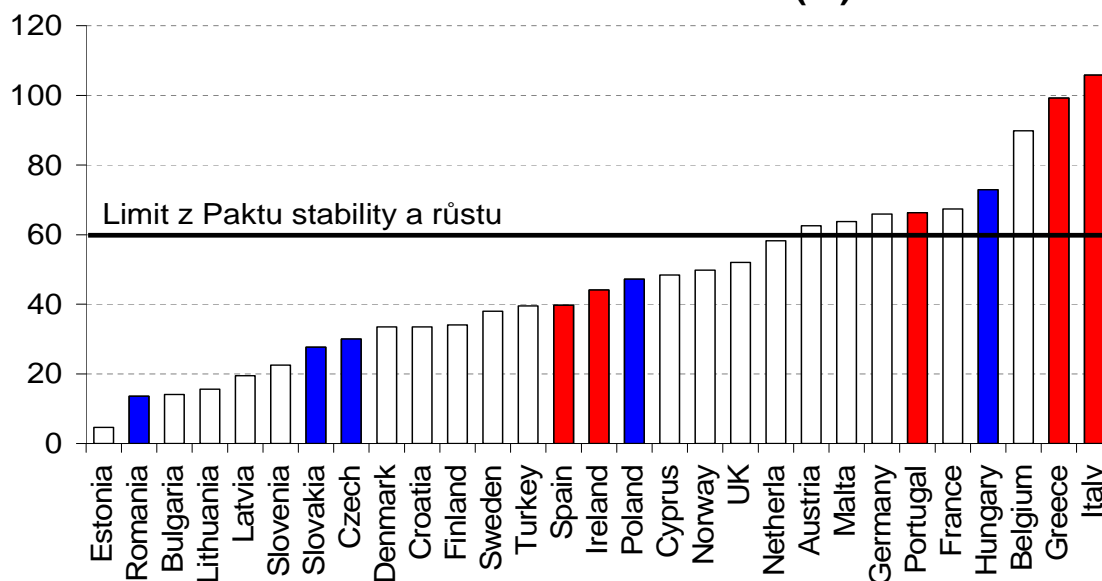
Zdroj: Ecowin, ČS

## Jak do této mozaiky zapadá ČR?



Česko patří mezi země s relativně malým podílem vládního dluhu na HDP. Tzv. PIIGS (Portugalsko, Itálie, Irsko, Řecko a Španělsko) jsou řádově někde jinde..

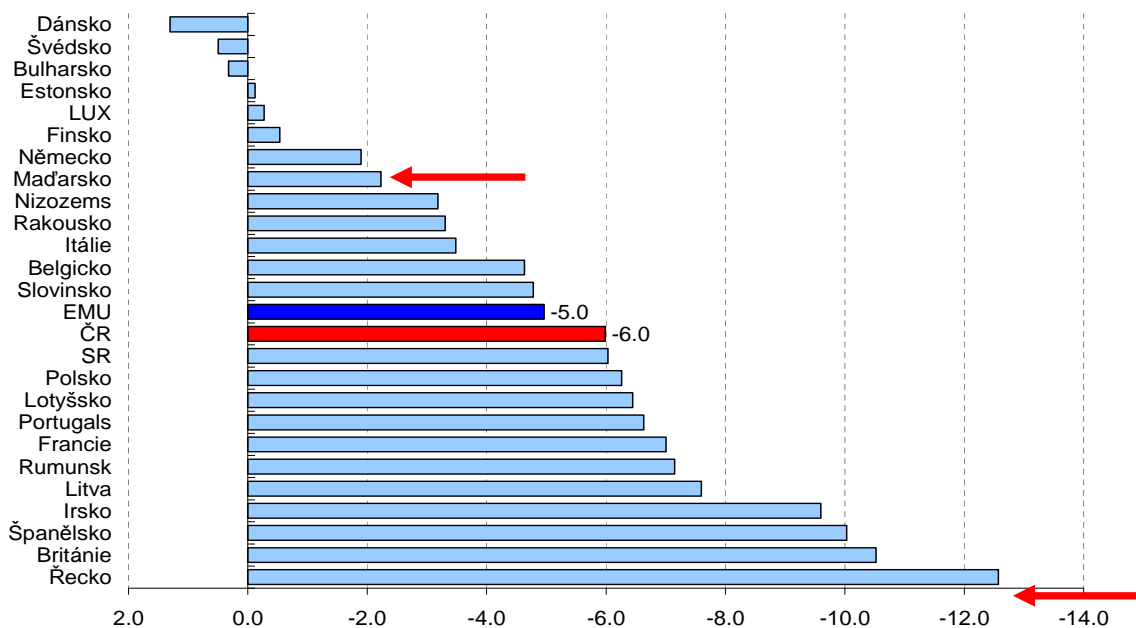
Podíl vládního dluhu na HDP (%)



Zdroj: AMECO

**Česko dlouho mělo pověst premianta regionu a Maďarsko bylo naopak považováno za černou fiskální ovci regionu...**

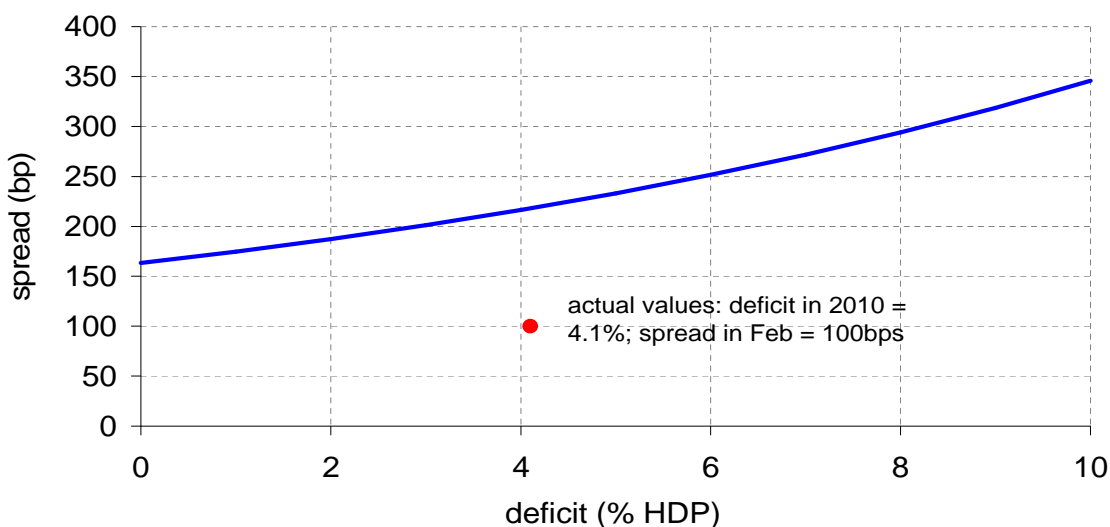
**ALE: Česko má nyní vyšší strukturální deficit než Maďarsko! A vyšší než průměr EMU!**



Zdroj: AMECO

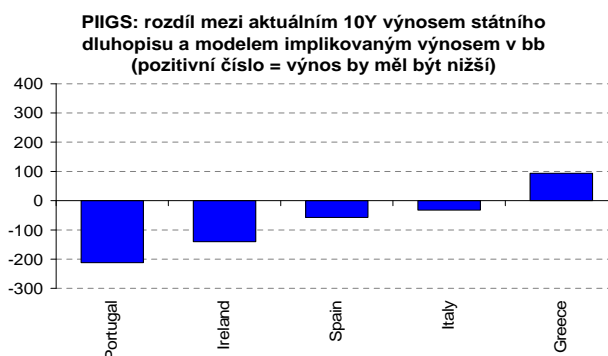
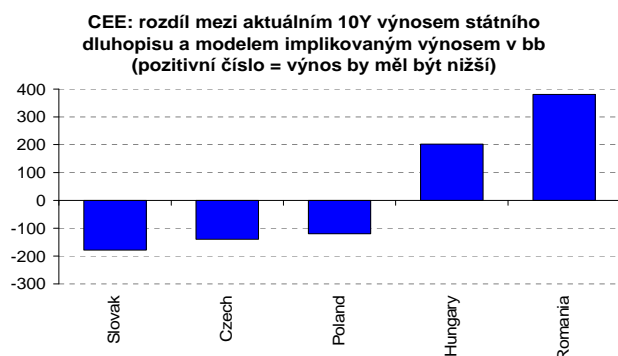
**Pokud trhy začnou ohodnocovat riziko státních financí podobně jako v průměru regionu CEE, potom by spread na CZ výnosech měl být o cca 100bb vyšší...**

**Implikovaný spread 10Y CZGB/GECU podle modelu (Nickel et al, ECB, 2009) v bb vs. aktuální úroveň**



Nickel, C.; Rother, P.; Rulke, J.C.: „Fiscal Variables and Bond Spreads. Evidence from Eastern European Countries and Turkey“, ECB Working Paper No. 1101, October 2009

## ...tento odhad je konzistentní i s dalšími modely: české výnosy by měly být výše

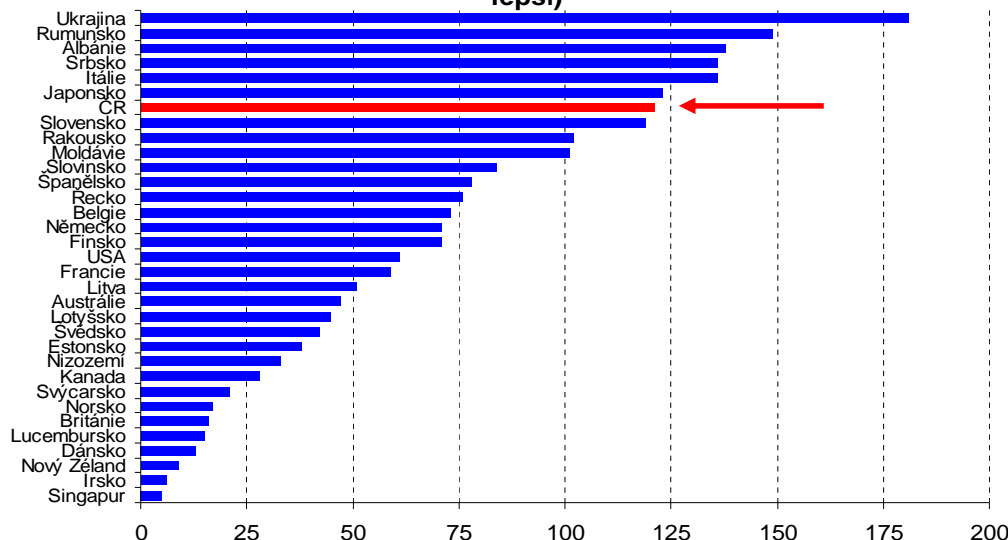


Zdroj: vlastní výpočty

- Model bere do úvahy:
  - Státní dluh
  - Nutné dlouhodobé přizpůsobení pro splnění 60% hranice dluhu (odhad Evropské komise)
  - Podíl nerezidentů na držbě státního dluhu
  - Podíl nerezidentů na držbě státního dluhu
  - Likviditu státního dluhu
  - Strukturální deficit (odhad Evropské komise)
  - Podnikatelské prostředí (Doing Business)

**Kromě toho - česká vláda nemá moc prostoru k dalšímu komplikování a zvýšení daní, právě naopak... Podle Doing Business Česko totiž nepředstavuje podnikatelský ráj. Schůdnou cestou je tak snížení výdajů: tahle země žije nad poměry.**

**Placení daní podle průzkumu Doing Business (pořadí, nižší je lepší)**



Zdroj: <http://www.doingbusiness.org/EconomyRankings/?Incomeld=4>, Subindex Placení daní zahrnuje množství daní, četnost jejich placení, náklady spojené s placením a výšku daní.

# Ekonomický cyklus a ČR

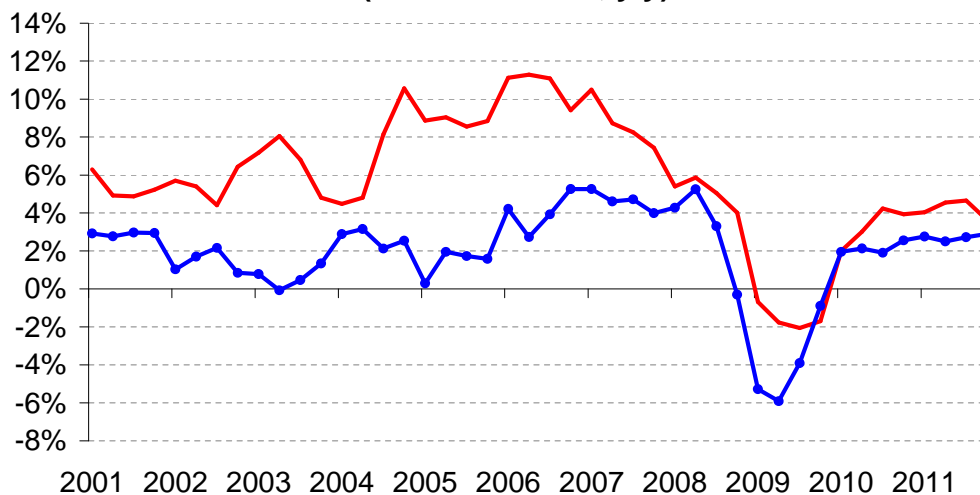


Stavební fórum  
Duben 2010 – strana 39

ČESKÁ  
SPORITELNA

## Růst české ekonomiky nebude v letech 2010/2011 tak výrazně předstihovat růst Německa...

Rozdíl v nominálním růstu ekonomiky  
(nominální HDP, y/y)



Zdroj: Ecowin, ČS

— Česko — Německo

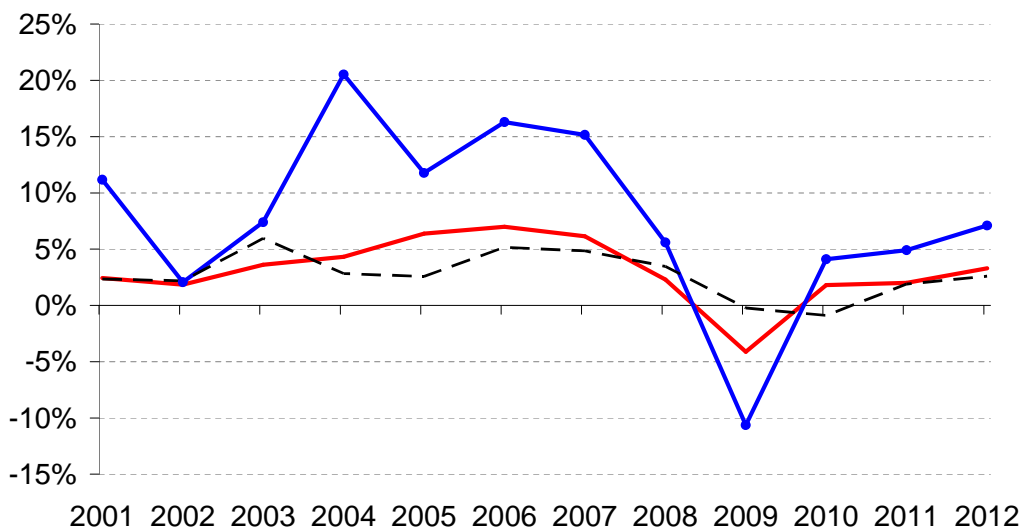
Stavební fórum  
Duben 2010 – strana 40

ČESKÁ  
SPORITELNA



**Nicméně struktura (spotřeba vs. vývozy) růstu je důležitá: v letošním roce bude spotřeba a investice klesat (= pokles spotřebních a investičních dovozů), tahounem růstu budou exporty = danému růstu HDP bude odpovídat silnější tlak na posílení CZK**

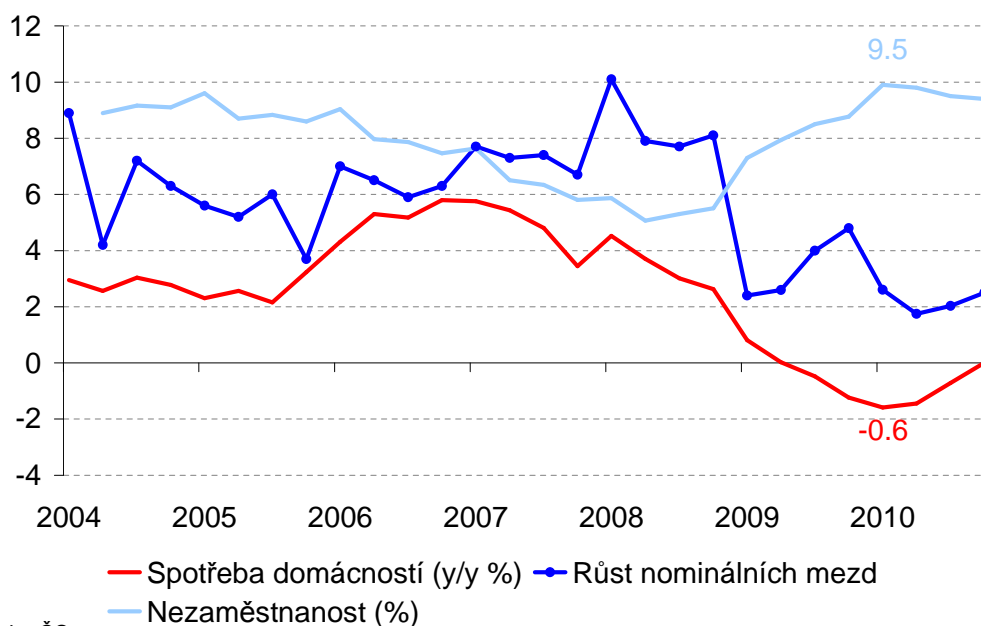
**Struktura růst českého HDP**



Zdroj: Ecowin, ČS

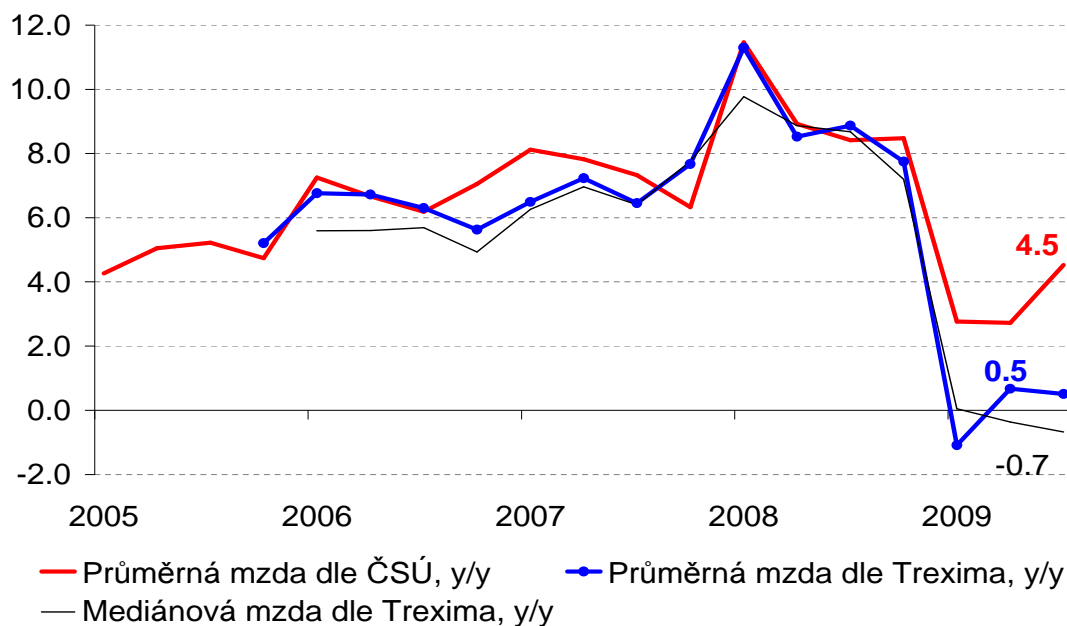
— CZ HDP — CZ Vývozy - - CZ spotřeba

**...a to spotřeba - na domácnosti naplno dolehne recese: spotřeba poklesne díky nezaměstnanosti, nízkému růstu reálné mzdy a zvýšení daní**



Zdroj: Ecowin, ČS

## ...Není voják jako voják... a není mzda jako mzda Rozdíly ve mzdách (podnikatelská sféra) podle měřidla



Zdroj: Ecowin, Trexima, ČS

## Změny v bankovní radě: Prezident Klaus ovlivní BR do roku 2017

### Rezignace Tůmy k 30.6.2010

člen bankovní rady		konec mandátu
Guvernér	Zdeněk Tůma	červen 2010 (rezignace)
Viceguvernér	Mojmír Hampl	listopad 2012
Viceguvernér	Miroslav Singer	únor 2011
	Robert Holman	únor 2011
	Pavel Režábek	únor 2011
	Vladimír Tomšík	listopad 2012
	Eva Zamrazilová	únor 2014

- Důvody rezignace  
oficiální – rozložení volby členů BR
- Další kroky?  
Hampl vs. Singer vs. ???
- Změna v měnové politice?  
- Tůma byl spíše holubice  
- Hampl vs. Singer II
- Další brzda pro euro?  
- spíše další europesimista  
- volba prezidenta ve 2013 =>  
bankovní rada bude ovlivněna až do 2017

## Děkuji za pozornost



## Ekonomické a strategické analýzy

research@csas.cz

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

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