

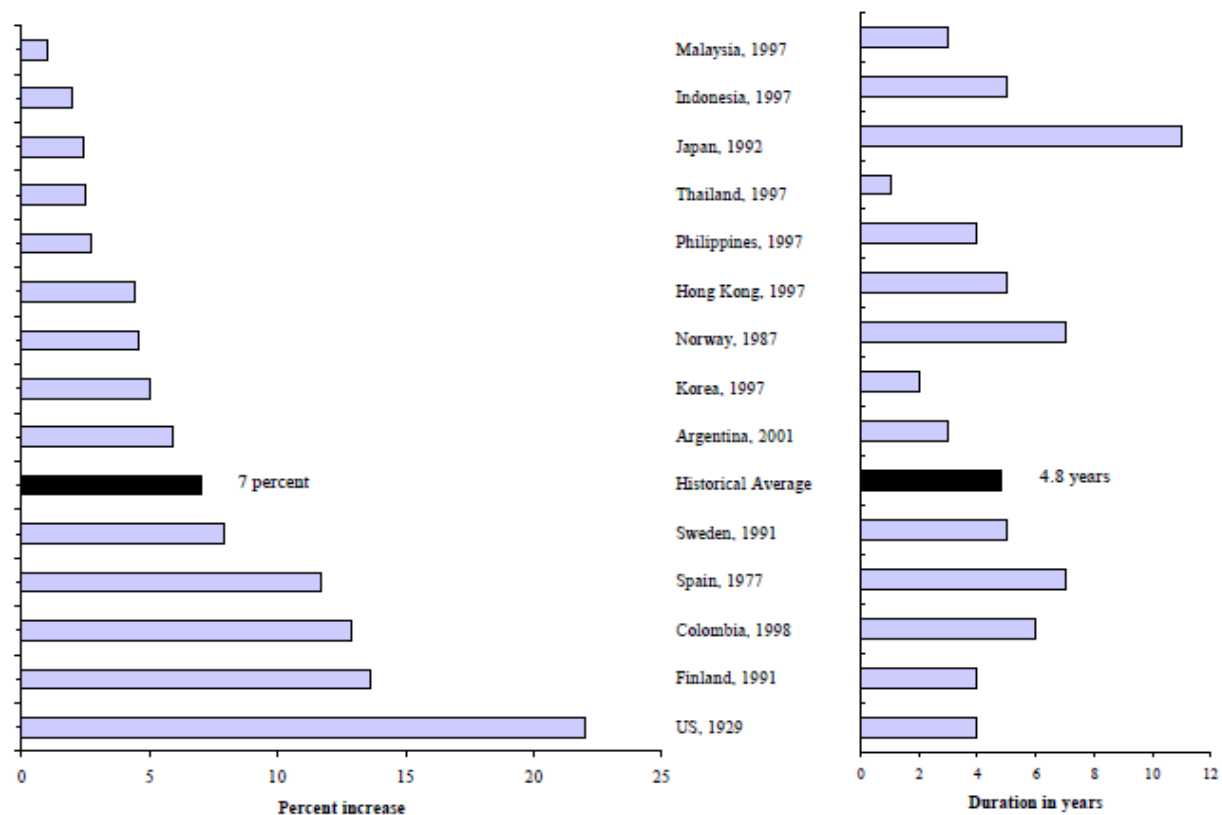
Ekonomika a reality: křehké oživení?

Petr Bártek
Ekonomické a strategické analýzy

14. září 2011, Praha

Historická perspektiva: Doposud standardní vývoj
Krize Bankovní → krize reálné ekonomiky → fiskální a politická krize.
Nezaměstnanost po bankovních krizích zůstává vysoko po dlouhou dobu:

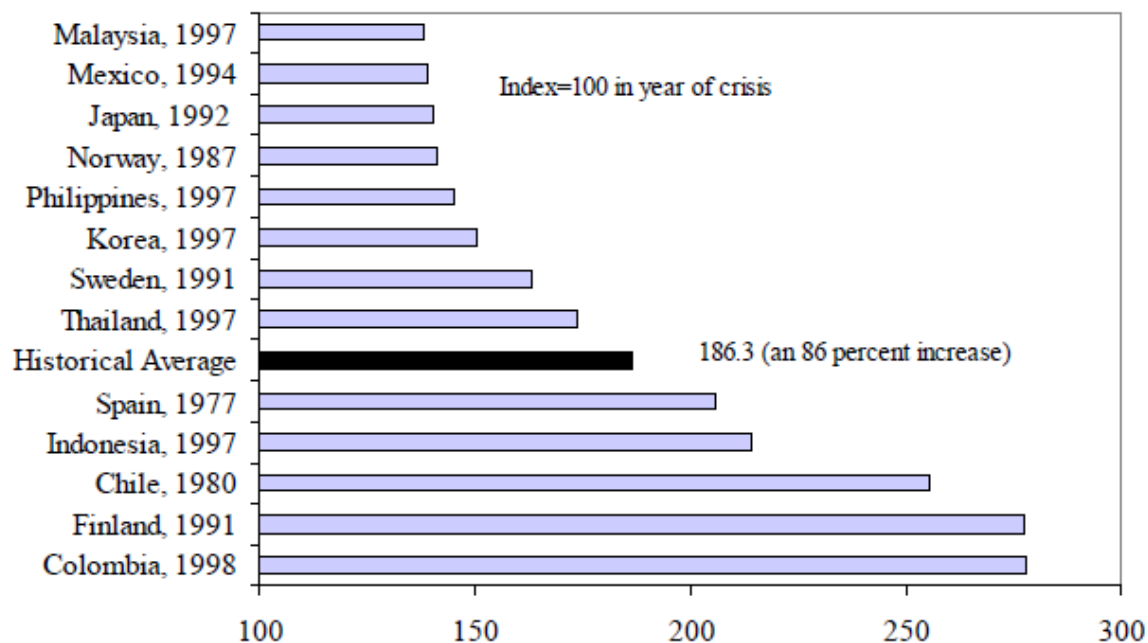
Past Unemployment Cycles and Banking Crises: Trough-to-peak
 Percent Increase in the Unemployment Rate (left panel) and Years Duration of Downturn (right panel)



Zdroj: <http://www.nber.org/papers/w14656>

Reálný dluh veřejných financí po bankovní krizi explozivně roste

Cumulative increase in real public debt in the three years following the banking crisis



Zdroj: <http://www.nber.org/papers/w14656>

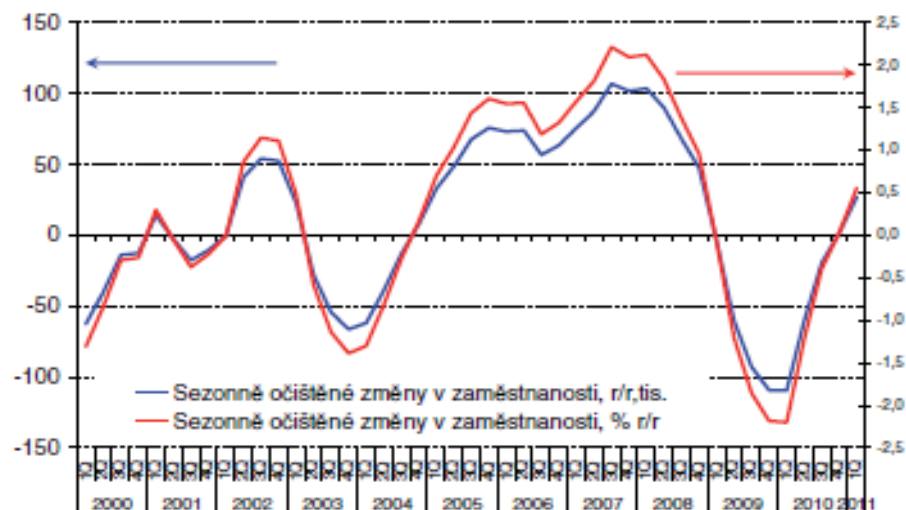
Po bankovní krizi nastupuje pomalý nebo pomalejší růst – určitě ne předkrizová tempa

- 1. Základní scénář:** postupné české oživování hnané průmyslem, který je tažen německým vývozem na rozvíjející se trhy. Rozvíjející se trhy budou tvořit hlavní růstové centrum globální ekonomiky – jejich boj s inflací a utahování měnových politik však povede ke zpomalování dynamiky růstu. Ve vyspělých ekonomikách bude pokračovat de-leveraging, stále však nižším tempem, za fiskální asistence vlád. Zlepšování českého trhu práce bude pozvolné, spotřeba domácností limitována fiskální restrikcí (příští rok např. vyšší DPH). Tempa růstu kolem 2-3%.
- 2. Nepříznivý scénář:** Recese způsobená evropskou dluhovou krizí skrze bankovní sektor (živelný krach některé země, neřízené vystoupení některé země z EMU atd.): Recese by nebyla „světová“ jako ta v roce 2008-9, ale „lokalizovaná“ hlavně na EU. Německo (a ČR) by dokázalo částečně ztlumit úder evropské recese exportem na rozvíjející se trhy. Recese by se ale nevyhnula Německu ani ČR, byla by však mělčí než v letech 2008-9.
- 3. Nejhorší scénář:** Recese způsobená kolapsem růstu v Číně resp. na dalších rozvíjejících se trzích – jediný výrazný zdroj globálního růstu by se zadřel. Hluboká recese a dlouhé období stagnace v Evropě, USA i ČR.

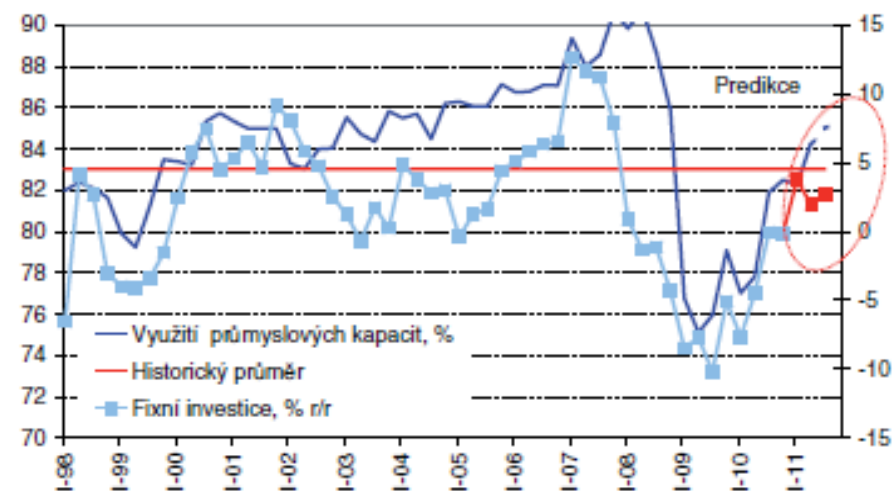
Baseline: Stabilní růst ve 2012...

Po jednorázových pokrizových impulzech růstu ve 2010/1H 11 (doplňování zásob, uspokojování odložené spotřeby, boomující ekonomiky EM Asie) by ekonomiku by měly podpořit ožívající firemní investice a postupný pokles nezaměstnanosti, proti tomu bude pokračovat fiskální restriktce (vláda ve 2011e: -0,3% HDP, 2012f: -0,2% HDP + negativní dopad rostoucí DPH na domácnosti)

ČR: Sezónně očištěné změny v zaměstnanosti, r/r



ČR: Využití průmyslových kapacit a vztah k fixním investicím



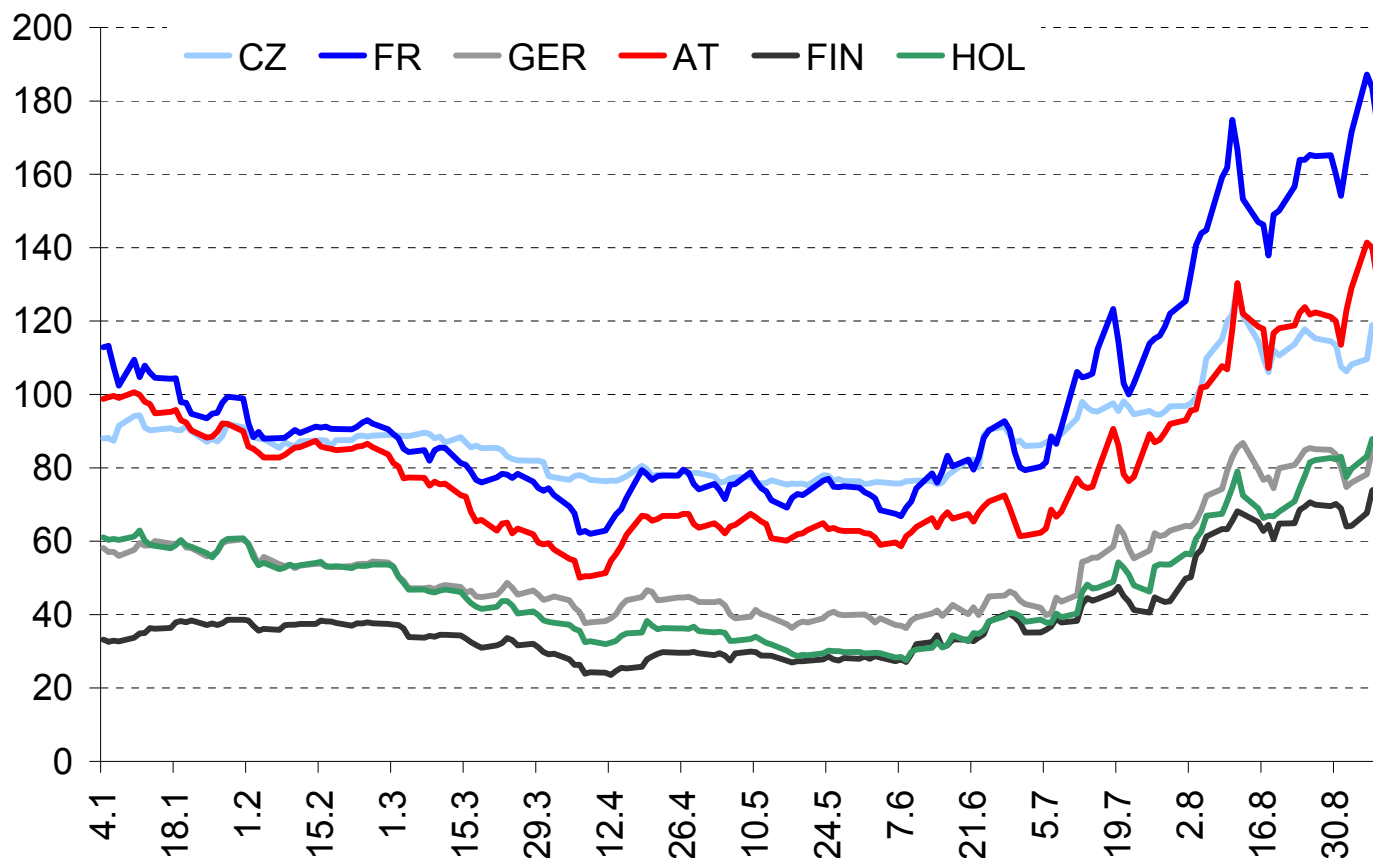
... či zpomalení růstu na hranici stagnace (?)

- Na vývoj ve 2Q/3Q 2011 dopadly jednorázové faktory (japonské zemětřesení, drahá ropa, v EU se ještě projeví silné Euro)
- Bankovní krize mají „ocas“ v podobě dlouhodobého de-leveragingu, nyní jsou po domácnostech a podnicích na řadě vlády
- Rozdíl mezi pomalým růstem a recesí je tenký – hraje se o důvěru trhů (tj. i o rychlost fiskální konsolidace) a následně o důvěru domácností a podniků (spotřeba domácností a investice)
- Politici jsou unisono „za křivkou“, krizi řeší nesystémově a vždy až když je donutí trhy. Nedostatek politické vůle, roztržštěnost a partikulární zájmy jsou nejvážnější rizika (ratifikace EGSF, finské a slovenské požadavky, odpor k Eurobondům)
- Žolíkem je vývoj v EM Asii – vysoká inflace a utahování měnové politiky mohou vést k výraznějšímu zpomalení

Možné spouštěče krize:

1. Trhem diktovaná **předčasná** fiskální restrikce v relativně zdravých systémově důležitých ekonomikách (IT, SP)

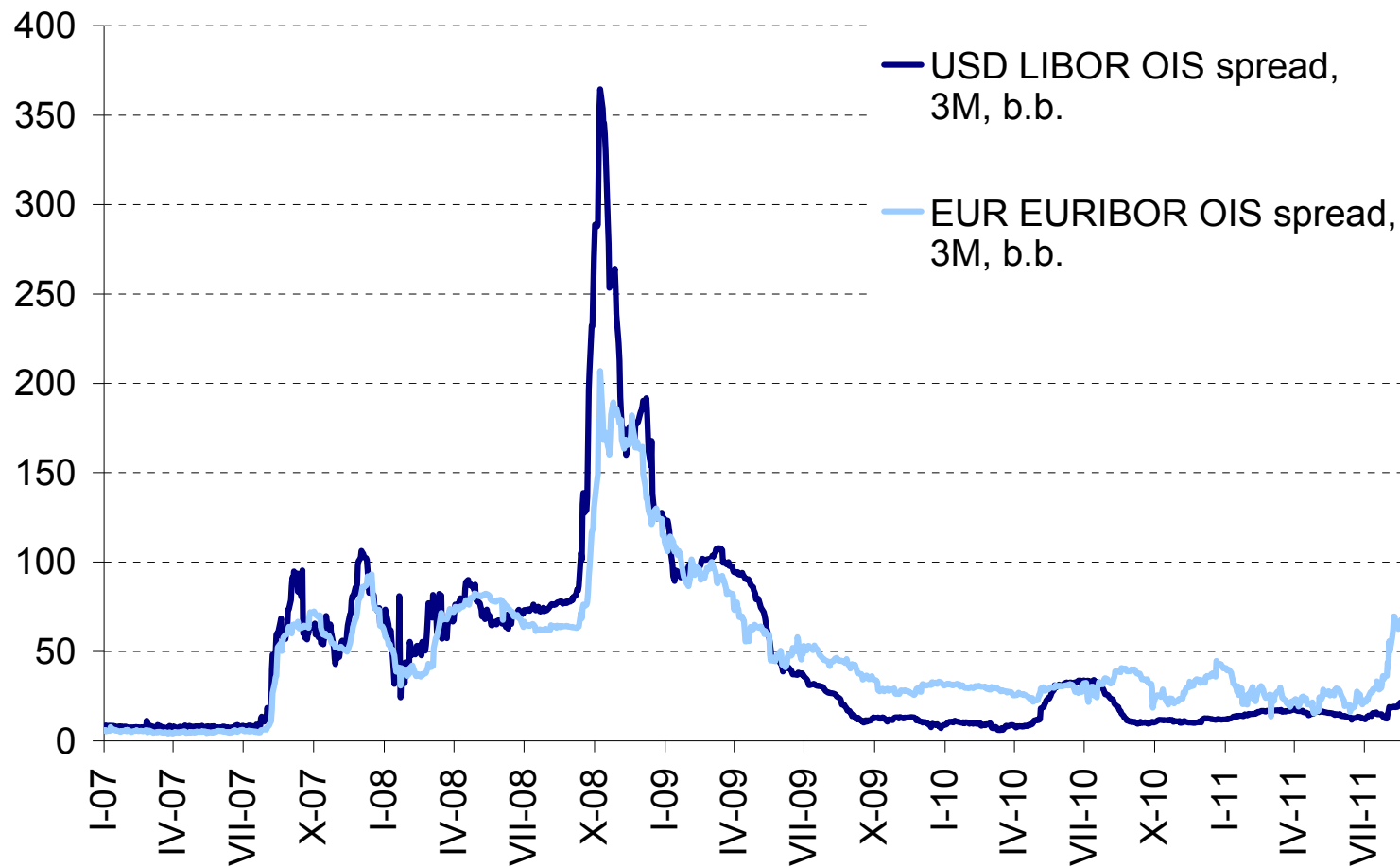
CDS spready na země s ratingem AAA a na ČR, 5Y, b.b. (od ledna 2011)



Zdroj: Bloomberg

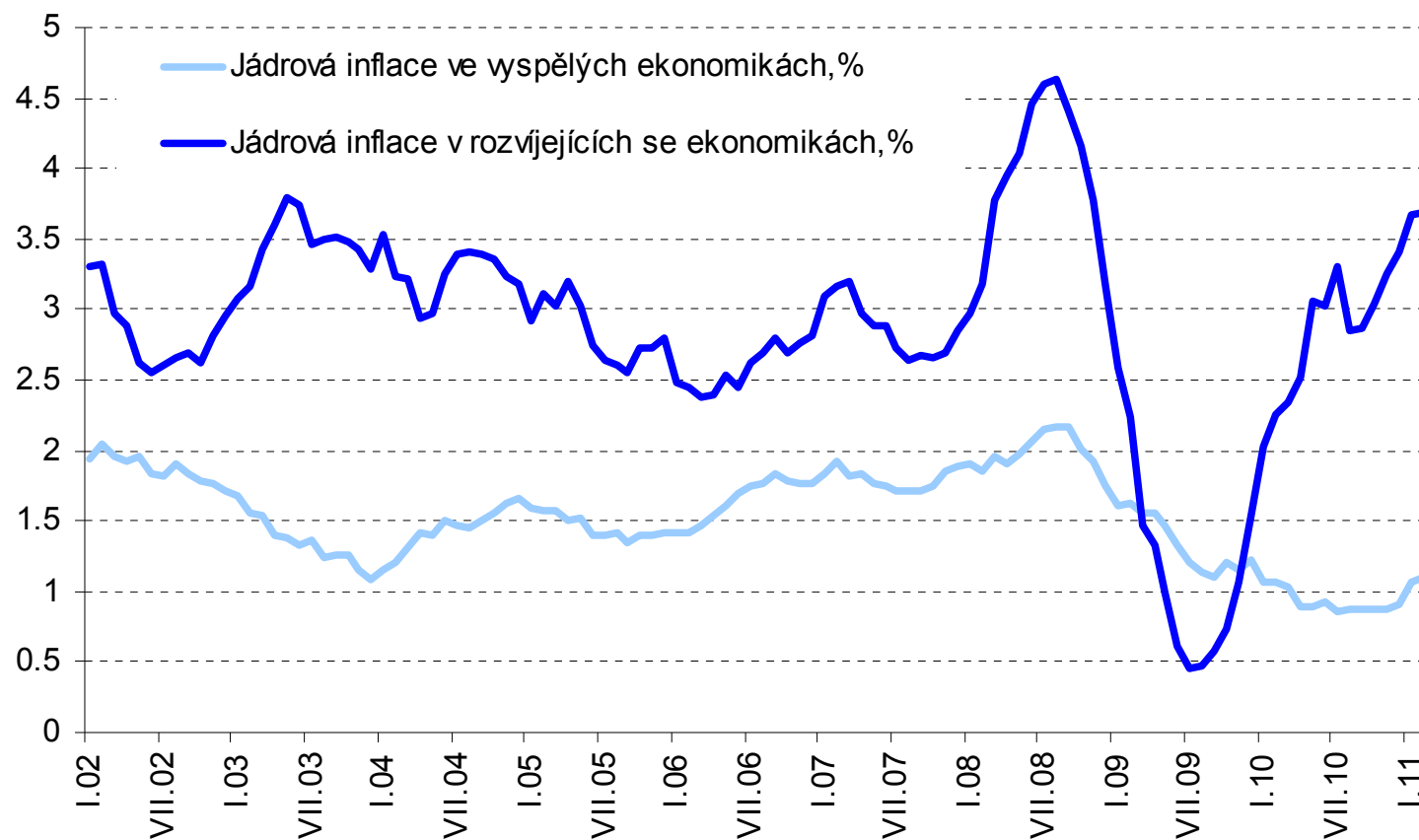
Možné spouštěče krize:

2. Mezibankovní trhy vykazují napětí. To je nepříjemné, protože může přijít „lehmanovská“ událost – neřízený bankrot v PIIGS, run na systémovou banku...



Možné spouštěče krize:

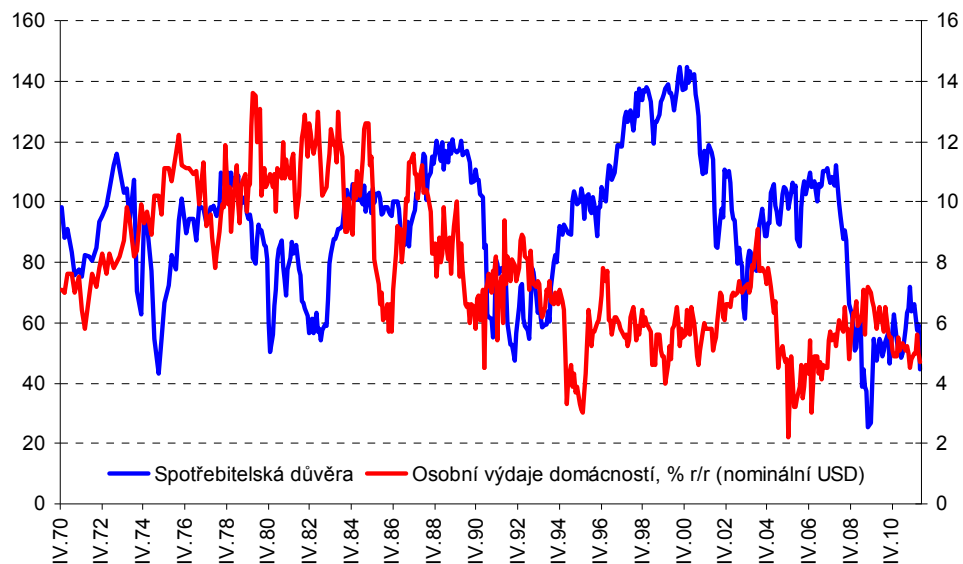
3. Utahování měnových politik na rozvíjejících se trzích (=motorech globálního růstu) kvůli nárůstu inflace...



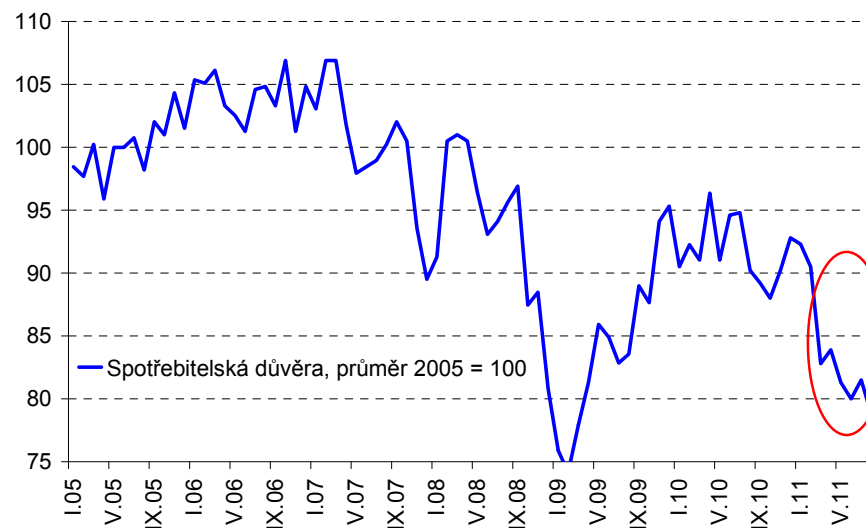
Zdroj: www.imf.org, World Economic Database

Možné spouštěče krize:

4) Vystrašení spotřebitelé v USA i v ČR



Zdroj: Bloomberg



Zdroj: [http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/i/tab_1_kprcr/\\$File/kprcr082411.xls](http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/i/tab_1_kprcr/$File/kprcr082411.xls)

Dopady makroekonomického vývoje na realitní sektor

Základní scénář:

„Pomalý růst tažený exportem a oživením investic, spotřeba a vláda dále slabá“

- ⇒ Střednědobě nízké úrokové sazby podporují postupný pokles výnosů (20-30bp/rok)
- ⇒ Pokračující růst poptávky po logistických prostorách (single digit růst nájemného)
- ⇒ Postupné oživení poptávky po kancelářích (stabilní úrovně nájemného)
- ⇒ Poptávka po bytech ve 2011-12 jednorázově podpořena růstem DPH a nízkými sazbami z hypoték; následována oživením trhu díky zlepšené price/income a nízkým sazbám

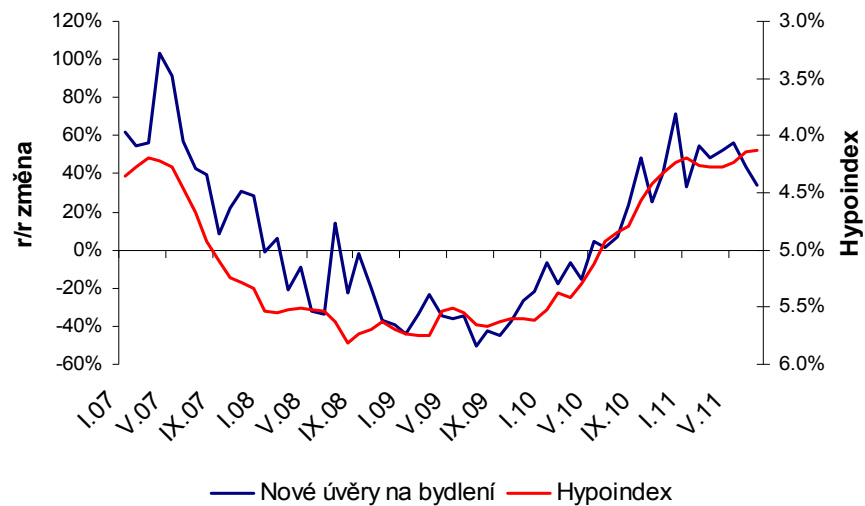
Scénář evropské krize:

„Krach nebo vystoupení Řecka z EMU, přelití problémů na Portugalsko, příp. Irsko, napětí na mezibankovním trhu. EU jako celek v recesi, silné exportní státy (GE, ČR) na úrovni stagnace.“

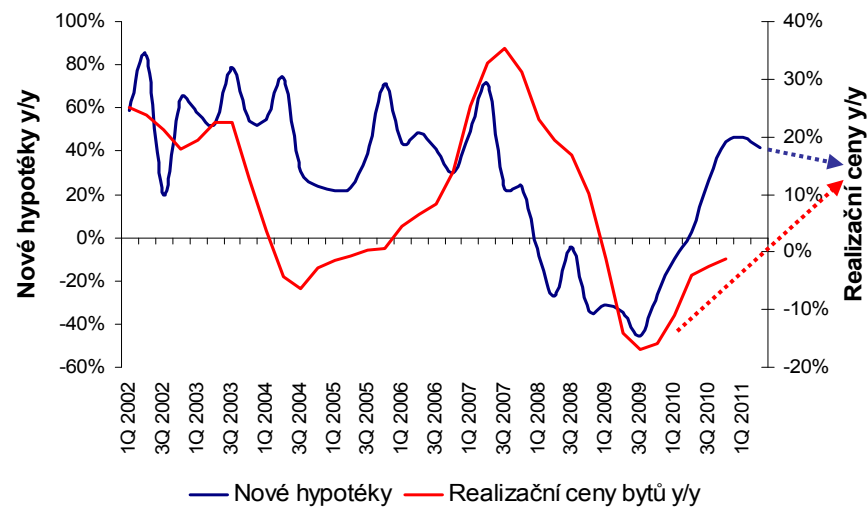
- ⇒ Úrokové sazby ECB, ČNB blízko nuly, ale banky v EU nebudou mít fondy na nové úvěry
- ⇒ Opětný nárůst výnosů kvůli zamrznutí refinancování
- ⇒ Negativní efekt na důvěru podniků i domácností, další utahování rozpočtu = pokles poptávky ve všech sektorech
- ⇒ Ekonomiku potáhnou pouze exporty do EM Asie = relativně zdravá logistika

Rezidenční trh – smíšené signály (I)

Nízké hypoteční sazby podporují růst objemu hypoték....



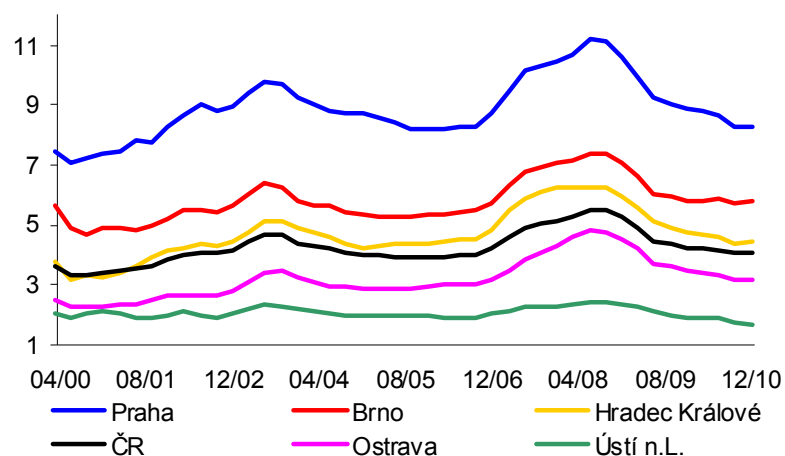
...a naznačují růst realizačních cen ve 2Q 2011



Rezidenční trh – smíšené signály (II)

Ukazatel podílu ceny bytu a mzdy na úrovních let 2001 a 2005-2006

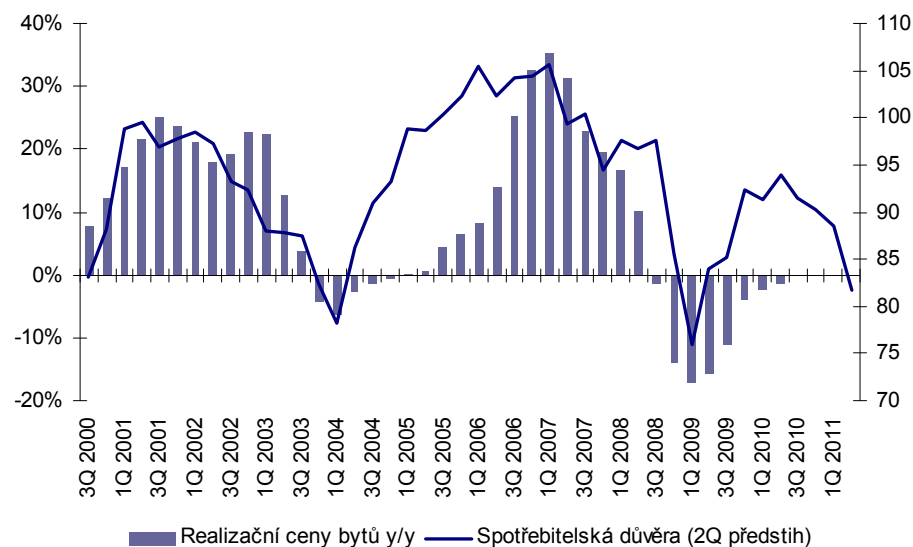
(podíl ceny bytu 68 m² a klouzavého součtu mzdy za jeden rok)



Pramen: ČSÚ, výpočty ČNB

Pozn.: Data za 2010 předběžné údaje, resp. dopočet z nabídkových cen.

Důvod pro obavy: Důvěra spotřebitelů indikuje stabilitu či pokles cen



-Celkově podmínky pro růst rezidenčního trhu nemohou být lepší (nízké sazby, nízké ceny, banky ochotné půjčovat, nezaměstnanost trendově mírně klesá)

- Čekáme pokračující dvouciferný růst objemu nových hypoték ve 2H 11/2012 (částečně podpořen růstem DPH) a s tím mírný růst prodejních cen

-Důvěra spotřebitelů je ale nízká a jakýkoliv menší šok oživení zastaví

Ekonomické a strategické analýzy ČS

David Navrátil	Hlavní ekonom	+420/224 995 439	dnavratil@csas.cz
Makro			
Martin Lobotka	Česká republika	+420/224 995 192	mlobotka@csas.cz
Jana Krajčová	Polsko, Slovensko, Maďarsko	+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
Akcie			
Petr Bártek	CEE Utilities, NWR, CEE Real Estate	+420/224 995 227	pbartek@csas.cz
Václav Kmínek	CEE media, Fortuna	+420/224 995 289	vkminek@csas.cz
Martin Krajhanzl	Market analyst	+420/224 995 456	mkrajhanzl@csas.cz