Analytický týdeník

- **Střední Evropa**
  Jak dopadne mělká recese eurozóny na střední Evropu? 2
- **Výhled na týden**
  Polské ekonomice se stále daří 4

Trhy čekají na proslov šéfa Fedu

	Dnes	Změna 7 dní	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	24,12	-1,07%	↗	↗
EUR/PLN	4,167	3,21%	↗	↗
EUR/HUF	272,7	0,03%	↗	↗
3M PRIBOR	1,19	0,00	→	→
3M WIBOR	4,72	0,03	→	→
3M BUBOR	6,09	0,00	→	→
10Y CZK	2,94	-0,78	→	↗
10Y PLN	5,63	-0,21	→	↗
10Y HUF	7,25	-0,01	→	↗
3M EURIBOR	1,58	-0,09	→	→
10Y EMU	2,12	-0,51	→	→

Poslední hodnoty z Pátku 15:30

Finanční trhy stále procházejí obdobím vysoké nejistoty a s ní spojené volatility. Dluhová krize v Evropě ještě zdaleka zažehnána není a navíc se začínají množit převážně negativní zprávy z nejvýznamnějších ekonomik světa. Podnikatelské nálady i důvěra spotřebitelů prozatím míří stále jedním směrem – a sice dolů, a o to více se spekuluje o dalším oslabení ekonomického růstu či dokonce recesi. Jak se se staronovou situací bude chtít vypořádat americký Fed snad naznačí jeho šéf už dnes na konferenci v Jackson Hole. Zda přijde na řadu další vlna kvantitativního uvolňování nebo zda zůstane u obecného konstatování, že v případě potřeby Fed udělá, co bude třeba. Pro Evropu se toho v každém případě příliš nemění. Tvrdá data už první náznaky zpomalování ekonomického růstu naznačila (ať už jde o samotné HDP za druhé čtvrtletí, průmyslové zakázky nebo již zmíněné podnikatelské nálady), a další zpomalení či dokonce krátkodobý mezikvartální pokles HDP může přijít na řadu ještě ve druhém čtvrtletí letošního roku. Tyto nepříliš lichotivé vyhlídky může navíc doplnit další kolo řecké dluhové krize, které se může roztočit už na začátku září, kdy by měl německý ústavní soud rozhodnout o stížnosti proti účasti Německa na pomoci slabým zemím eurozóny. A nejistá je rovněž účast soukromých subjektů na restrukturalizaci řeckého dluhu, neboť ta údajně proběhne pouze za předpokladu, že se jí zúčastní věřitelé držící min. 90 % dluhopisů určených k výměně. Když k tomu připočteme ještě diskuse o tom, zda sama ECB má či nemá nakupovat státní dluhopisy problémových zemí, tak evropské trhy čeká docela náročný podzim naplněný další nejistotou, fluktuacemi a spekulacemi. Následná vyšší averze k riziku se poté nevyhne ani středoevropskému regionu, takže korunu, forint i zlotý může postihnout krátkodobá korekce ke slabším úrovním. A „korekci“ nejspíše zažijí i samy středoevropské ekonomiky, které po solidním prvním pololetí nejspíše čeká citelné zpomalení ve druhé polovině roku.

Jak dopadne mělká recese eurozóny na střední Evropu?

Jan Bureš

Mělká recese v eurozóně by podle modelových odhadů byla nejvíce cítit v Maďarsku.

Zhoršující se podnikatelské nálady napříč vyspělým světem (Německo, Británie, Francie, USA) zvyšují pravděpodobnost recese v nadcházejících třech až šesti měsících. Rozhodli jsme se proto prozkoumat, jak by mělká recese v eurozóně dopadla na středoevropské ekonomiky. Čistě na základě kondenzované historické zkušenosti by se nejvíce měla projevit na maďarské ekonomice, to ale opomíjí dvě důležité skutečnosti. Maďarská ekonomika je na tom z hlediska makroekonomických nerovnováh výrazně lépe než před krizí a současně mírná recese v eurozóně (bez finanční krize) může mít na všechny středoevropské ekonomiky o poznání jiný dopad než nedávná zničující zkušenost spojená s pádem investiční banky Lehman Brothers.

Při odhadech jsme počítali s jemnou recesí v eurozóně (-0,1% q/q dva kvartály po sobě). Dopady do střední Evropy jsme aproximovali jednoduchými ARIMA modely obohacenými o mezikvartální růsty v eurozóně (u Maďarska a Polska) a o německý růst (případ Česka), odhadnutými za roky 1995 až 2011 na mezikvartálních sezónně očištěných datech. Nijak překvapivé výsledky ukazují (viz graf níže), že kumulativně by měla jemná recese mít nejvýraznější dopad na maďarskou ekonomiku a nejmenší na relativně uzavřenou polskou ekonomiku.

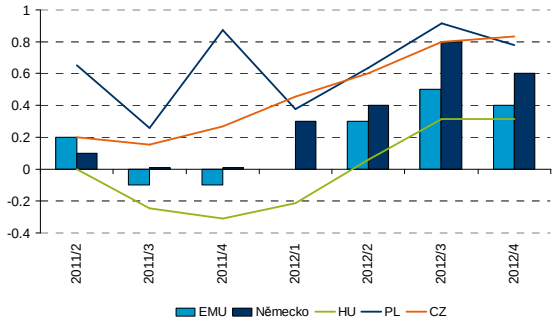
Modelový odhad ale může být vychýlen tvrdou zkušeností z poslední krize, která by se tentokrát neměla opakovat. Středoevropské ekonomiky totiž primárně pocítí reálný negativní efekt výpadku zahraničních poptávek, ale neměly by být terčem finanční nákazy.

Modelový odhad ale může být vychýlen tvrdou zkušeností z poslední krize, kdy korelace jednotlivých ekonomik se zbytkem světa, zvlášť těch hodně otevřených, znatelně narostla, a to se nemusí v případě měkčí krize nutně opakovat. Pokud tedy eurozóna projde klasickou recesí bez finanční krize, může být negativní dopad na všechny ekonomiky mírnější. Nemusí například dojít k tak drastickému odbourávání zásob (firmy nejsou tolik přezásobené) a nedojde k tak zásadnímu propouštění (řada firem především v Česku a v Maďarsku již v průběhu krize osekala personální náklady až na dřeň). Současně se pravděpodobně nezhorší tak výrazně dostupnost peněz, protože šok ze zahraničí bude čistě převážně reálný (propady objednávek) a ne ve formě finanční nákazy. V případě Maďarska navíc došlo k výraznému snížení zranitelnosti země vůči finanční nákaze – vládě se podařilo běžný účet převrátit z výrazných deficitů do přebytku.

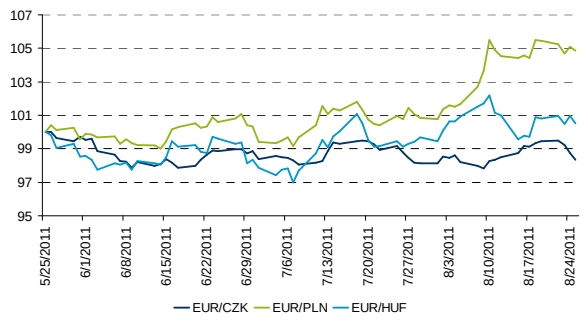
Ze středoevropských měn zatím nejvíce oslabil zlotý a prostor pro jeho ztráty je do velké míry vyčerpaný.

Ze středoevropských měn v posledních týdnech/měsících zatím nejvíce globální rizika dopadla na polský zlotý (viz graf níže). U toho je ale prostor pro další ztráty vzhledem k vysoké pravděpodobnosti intervencí ministerstva financí (z bohatých bruselských fondů) omezený. Maďarský forint i česká koruna se při potvrzování scénáře „mírné recese“ v eurozóně ještě mohou dostat pod tlak a slábnout. Vzhledem k tomu, že počítáme pouze s mírnou recesí v eurozóně a ne s pádem na druhé dno, měly by i ztráty středoevropských měn zůstat omezené.

Scénář mírné recese v EMU, růst HDP q/q



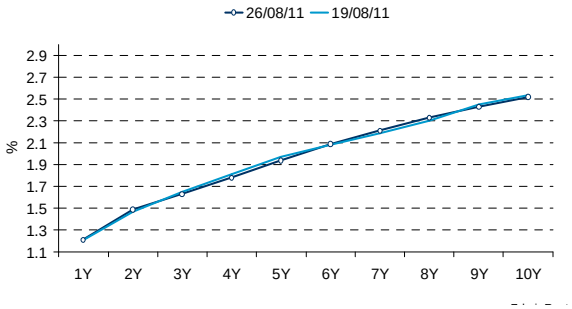
Středoevropské měny



Přehled trhů

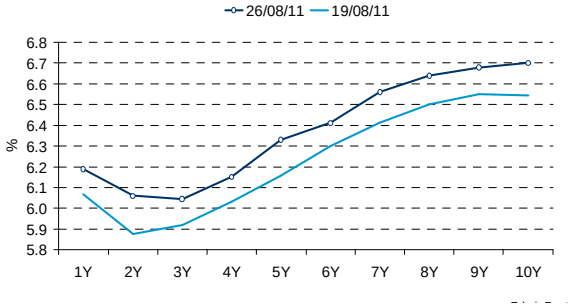
EURCZK

CZ IRS

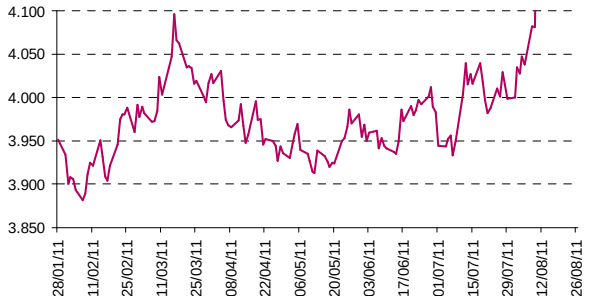


EURHUF

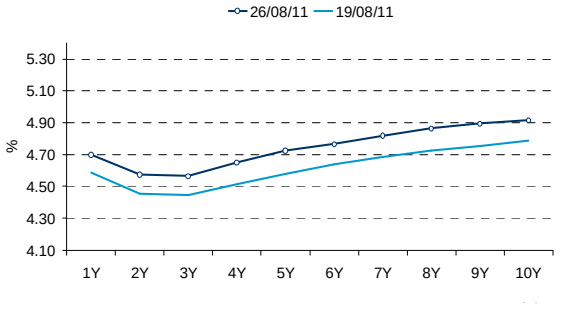
HU IRS



EURPLN



PL IRS



Klíčové očekávané události

ÚT 14:00, PL HDP (%, y/y)

	2011Q02	2011Q1	2010Q2
HDP	**4,1**	4,4	3,4

PL: Ekonomice se stále daří

Úterní zveřejnění růstu HDP za druhé čtvrtletí tohoto roku by mělo potvrdit stále velice dobrou kondici polské ekonomiky. Podle našich odhadů rostla meziročně o 4,1 %. Průmyslová výroba během druhého čtvrtletí sice mírně zpomalila, avšak stále rostla meziročně v průměru o 5,4 %. Z poptávkového pohledu by měla hrát důležitou roli solidní spotřeba domácností, která meziročně oproti prvnímu čtvrtletí zrychlila. Zde bezpochyby sehrála roli klesající nezaměstnanost, jež se projevila i rychlejším růstem mezd. Vliv zahraničního obchodu na HDP bude znovu záporný. Negativní vliv na meziroční růst by měl mít i nárůst srovnávací základny.

PÁ 9:00, CZ Maloobchodní tržby (%, y/y)

	VII.11	VI.11	VII.10
Tržby	**1,7**	**-3,5**	**-1,3**
kumul. od ledna	**2,5**	2,6	0,7

CZ: Maloobchod na houpačce

Tržby maloobchodu se po červnovém propadu nejspíše opět vzepjaly k mírnému růstu. Nejde ovšem o změnu situace či dokonce trendu, ale pouze o vliv rozdílných srovnávacích základů. Zatímco ten červnový byl velmi vysoký, loňský červenec byl z pohledu tržeb slabší. Na pozitivním očekávaném výsledku se nejspíše příznivě podepsaly prodeje automobilů, zatímco u potravin se dá čekat v lepším případě stagnace. I nadále platí, že domácí spotřebitelská poptávka zůstává umírněná, což sice znamená slabší spotřebu v rámci HDP, ale na druhé straně i minimální poptávkové inflační tlaky v ekonomice.

Kalendář očekávaných událostí

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	29.8.2011	08:00	Inflace (%)	08/2011 *P			-0,1	2,3	0,4	2,4
Německo	29.8.2011	08:00	Harmonizovaná inflace (%)	08/2011 *P				2,5	0,5	2,6
Maďarsko	29.8.2011	09:00	Míra nezaměstnanosti (%)	07/2011			10,7		10,8	
USA	29.8.2011	14:30	Osobní příjmy (%)	07/2011			0,3		0,1	
USA	29.8.2011	14:30	Osobní výdaje (%)	07/2011			0,4		-0,2	
USA	29.8.2011	14:30	Deflátor osobní spotřeby (%)	07/2011			2,6		2,6	
USA	29.8.2011	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby (%)	07/2011			0,2	1,4	0,1	1,3
EMU	29.8.2011	15:00	Projev Tricheta v Evropském parlamentu o dluhové krizi (ECB)	08/2011						
USA	29.8.2011	16:00	Kontrakty na prodej domů (%)	07/2011			-0,3		2,4	17,3
Polsko	**30.8.2011**	**10:00**	**HDP (%)**	**2Q/2011**		**4,1**		**4,2**	**1,0**	**4,4**
USA	30.8.2011	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí (%)	06/2011			-4,83		-4,51	
EMU	30.8.2011	16:00	Index ekonomické důvěry	08/2011			101,0		103,2	
USA	**30.8.2011**	**16:00**	**Spotřebitelská důvěra**	**08/2011**			**52,0**		**59,5**	
EMU	30.8.2011	16:00	Index spotřebitelské důvěry	08/2011 *F			-16,6		-16,6	
USA	**30.8.2011**	**20:00**	**Zápis ze zasedání FOMC**	**08/2011**						
Německo	31.8.2011	08:00	Maloobchodní tržby (%)	07/2011			-1,5	-1,9	6,3	-1,0
Maďarsko	31.8.2011	09:00	Výrobní ceny (%)	07/2011				-0,5	-0,8	-1,0
Německo	31.8.2011	09:30	Kabinet Merkelové rozhoduje o další pomoci pro Řecko, EFSF	08/2011						
Německo	31.8.2011	09:55	Míra nezaměstnanosti (%)	08/2011			7,0		7,0	
ČR	31.8.2011	11:00	Peněžní zásoba M2 (%)	07/2011						2,2
EMU	**31.8.2011**	**11:00**	**Inflace (%)**	**08/2011 *P**				**2,5**		**2,5**
EMU	31.8.2011	11:00	Míra nezaměstnanosti (%)	07/2011			9,9		9,9	
USA	31.8.2011	14:30	ADP report z trhu práce (tis.,nsa)	08/2011			103		114	
USA	31.8.2011	16:00	Tovární zakázky (%)	07/2011			1,4		-0,8	
USA	31.8.2011	16:00	Index nákupních manažerů z Chicaga	08/2011			53,8		58,8	

	datum	čas	událost	období	odhad		konsensus		předchozí	
					m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	**1.9.2011**	**08:00**	**HDP (%)**	**2Q/2011 *F**			**0,1**	**2,7**	**0,1**	
EMU	1.9.2011	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu	08/2011 *F			49,7		49,7	
Maďarsko	1.9.2011	12:00	Aukce st. dluhopisu /pohyb.sazba (mld. HUF)	09/2011						
SR	1.9.2011	14:00	Rozpočtové saldo (mld. EUR)	08/2011					-1 675	
ČR	1.9.2011	14:00	Rozpočtové saldo (mld. CZK)	08/2011					-61,1	
USA	1.9.2011	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	19.8.					3 641	
USA	1.9.2011	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti (tis.)	26.8.					417	
USA	**1.9.2011**	**16:00**	**Index nákupních manažerů v prům. ISM**	**08/2011**			**48,5**		**50,9**	
USA	1.9.2011	16:00	Cenový subindex ISM	08/2011			55,0		59,0	
USA	1.9.2011	23:00	Celkový prodej automobilů (mil. USD)	08/2011			11,95		12,20	
USA	1.9.2011	23:00	Prodej domácích automobilů (mil. USD)	08/2011			9,40		9,62	
Maďarsko	2.9.2011	09:00	Obchodní bilance (mil. EUR)	06/2011 *F					615	
ČR	2.9.2011	09:00	Maloobchodní tržby (%)	07/2011						-3,5
EMU	2.9.2011	11:00	Výrobní ceny (%)	07/2011			0,5	6,2	0,0	5,9
USA	**2.9.2011**	**14:15**	**Přírůstek pracovních sil - v soukr. sektoru (tis.,nsa)**	**08/2011**			**128**		**154**	
USA	2.9.2011	14:30	Průměrná hodinová mzda (%)	08/2011			0,2	2,3	0,4	2,3
USA	2.9.2011	14:30	Míra nezaměstnanosti (%)	08/2011			9,1		9,1	
USA	**2.9.2011**	**14:30**	**Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství (tis.,nsa)**	**08/2011**			**95**		**117**	

m/m - meziměsíčně; y/y - meziročně; s.a. - sezónně očištěno; n.s.a. - sezónně neočištěno; P - předběžné; F - finální
EMU, USA, UK, JPY - pokud není uvedeno jinak, data sezónně očištěna; Střední Evropa - data sezónně neočištěna, pokud není uvedeno jinak
Aukce státních dluhopisů: období = datum emise; m/m = poptávka; y/y = nabídka

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	IX.11	XII.11	III.12	VI.12	IX.12	poslední změna	
Česko	2T repo	*0,75*	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	-25 bps	6.5.2010
Maďarsko	2T depo	*6,00*	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	25 bps	24.1.2011
Polsko	2T inter. sazba	*4,50*	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	25 bps	9.6.2011

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	IX.11	XII.11	III.12	VI.12	IX.12
Česko	PRIBOR 3M	*1,19*	1,20	1,22	1,25	1,35	1,55
Maďarsko	BUBOR 3M	*6,09*	6,10	6,08	6,05	6,05	6,00
Polsko	WIBOR 3M	*4,72*	4,70	4,70	4,68	4,65	4,57

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	IX.11	XII.11	III.12	VI.12	IX.12
Česko	IRS 10 let	*2,52*	2,50	2,70	2,75	3,10	3,25
Maďarsko		*6,63*	6,60	6,70	6,70	6,50	6,50
Polsko		*4,89*	4,85	4,90	4,80	4,75	4,60

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	IX.11	XII.11	III.12	VI.12	IX.12
Česko	EUR/CZK	*24,1*	25,0	24,4	24,0	23,7	23,5
Maďarsko	EUR/HUF	*272,8*	275	270	267	265	265
Polsko	EUR/PLN	*4,17*	4,20	3,70	3,70	3,60	3,60

HDP Meziroční změna v %

	Q1 2011	Q2 2011	Q3 2011	Q4 2011	Q1 2012	Q2 2012	Q3 2012
Česko	2,8	2,4	1,6	0,9	0,6	1,0	1,8
Maďarsko	2,3	2,5	2,7	3,2	3,2	3,2	3,2
Polsko	4,4	4,4	4,6	4,2	4,6	4,9	4,7

Inflace Meziroční změna v %

	VI.11	IX.11	XII.11	III.12	VI.12	IX.12	XII.12
Česko	1,8	2,0	2,2	3,5	3,7	3,3	3,3
Maďarsko	4,3	4,5	4,5	4,2	4,0	3,5	3,0
Polsko	4,3	4,4	4,2	3,3	3,5	3,3	3,0

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

	2010	2011
Česko	-3,8	-3,6
Maďarsko	0,5	2,9
Polsko	-2,1	-2,9

Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	2010	2011
Česko	-4,7	-4,3
Maďarsko	-3,8	-2,9
Polsko	-7,1	-6,9

Informace obsažené v tomto dokumentu poskytuje Československá obchodní banka, a. s. (dále jen „ČSOB“) v dobré víře a na základě pramenů, které považuje za správné, důvěryhodné a odpovídající skutečnosti. Přesto ani ČSOB ani žádný z jejích zaměstnanců či zmocněnců nepřebírá žádnou právní odpovědnost ani záruku vůči klientovi za jakoukoliv informaci, která je obsažena v tomto dokumentu, a zároveň ČSOB nečiní žádné prohlášení ohledně přesnosti a úplnosti těchto informací. ČSOB také nepřebírá jakoukoliv odpovědnost za případnou ztrátu nebo škodu, kterou může klient utrpět. ČSOB jako aktivní účastník obchodování na finančních trzích upozorňuje adresáty tohoto dokumentu, že obchoduje s investičními nástroji, ke kterým se vztahují informace obsažené v tomto dokumentu. Bez předchozího souhlasu ČSOB nelze tento dokument ani jeho části kopírovat nebo dále šířit.