

Ekonomika pod lupou

Ekonomický čtvrtletník

Ekonomické a strategické analýzy

Prognóza ze dne 30. 6. 2022

ČESKÁ 
spořitelna

For the exclusive use of Tereza HRTUSOVA (Erste Group)

Obsah

Shrnutí prognózy	3
Vývoj v zahraničí	6
Výhled české ekonomiky	10
Měnová politika	14
Rizika a alternativy	16
Důležitá upozornění a kontakty	17

EKONOMICKÉ A STRATEGICKÉ ANALÝZY

Jiří Polanský

analytik České spořitelny

jpolansky@csas.cz

+420 956 765 192

David Navrátil

hlavní ekonom České spořitelny

dnavratil@csas.cz

+420 224 995 439

research@csas.cz

www.csas.cz/euwww.investicnicentrum.cz

Česká spořitelna, a.s.

Budějovická 1518/13b

140 00 Praha 4

Sledujte nás na Twitteru:


ReSearch
 Česká spořitelna

@Research_sporka

Shrnutí prognózy

Ačkoliv se pro letošek očekával zhruba 5% růst světové produkce, skutečnost bude kvůli válce na Ukrajině, problémům v mezinárodních dodavatelských vztazích, uzávěrám v Číně a vysokým cenám energií o zhruba 1,5 procentního bodu nižší. Navíc výrazně stoupají rizika výraznějšího ochlazení globální ekonomiky, což potvrzuje i aktuální vývoj předstihových indikátorů.

Po nečekaně příznivém růstu HDP za první čtvrtletí dojde ve zbytku roku k ochlazení, které se bude týkat především spotřeby domácností. Na tu dopadne pokles reálných mezd, vyčerpání části úspor a vysoké náklady na energie. Druhotným vlivem nižší spotřeby bude ale také významné zpomalení dovozů. K oživení by mohlo dojít v příštím roce, záleží na vývoji a výrazně na geopolitické situaci.

Trh práce se bude v letošním roce spolu s ochlazením ekonomického vývoje zhoršovat. K tomu dojde především přes výrazný pokles reálných mezd. Míra nezaměstnanosti pak stoupne jen relativně mírně. Reálné mzdy se pak vrátí k růstu v příštím roce, když nominální růst zůstane relativně vysoký a vedle toho dojde k poklesu inflace.

Inflace by mohla kulminovat v následujících měsících s hodnotou lehce přes 17 %. Rizika jsou ale vychýlená směrem nahoru, když tímto směrem může působit výraznější než očekávaný růst cen potravin a energií. Od podzimu by inflace mohla pozvolna klesat, když vliv bude mít srovnávací základna, zastavení růstu cen některého zboží a služeb z důvodu ochlazení poptávky a dále pak očekávaná korekce některých nabídkových položek (například s ochlazením globální ekonomiky by měly klesnout ceny ropy a tím i ceny pohonných hmot).

Sazby ČNB by mohly zůstat po nějakou dobu stabilní, ale jejich případný pohyb nahoru se nedá vyloučit, pokud by inflace dále překvapovala. První snížení sazeb čekáme v listopadu, když tímto směrem by měla působit zpomalující inflace a nižší poptávka (ČNB cíluje inflaci rok dopředu a ta by v listopadu 2023 měla být již relativně nízko). Rizikem je mzdový vývoj, který pokud by výrazněji zesílil, mohl by vést k prvnímu snížení sazeb až v příštím roce.

Kurz koruny je nyní zhruba stabilní, když jejímu oslabení z důvodu nepříznivého sentimentu na trzích brání vysoké sazby ČNB a devizové intervence. Pro zbytek letošního roku výraznější posílení nečekáme, rizika jdou naopak opačným směrem. Koruna by se k posilování mohla vrátit během příštího roku, pokud dojde k uklidnění na trzích.

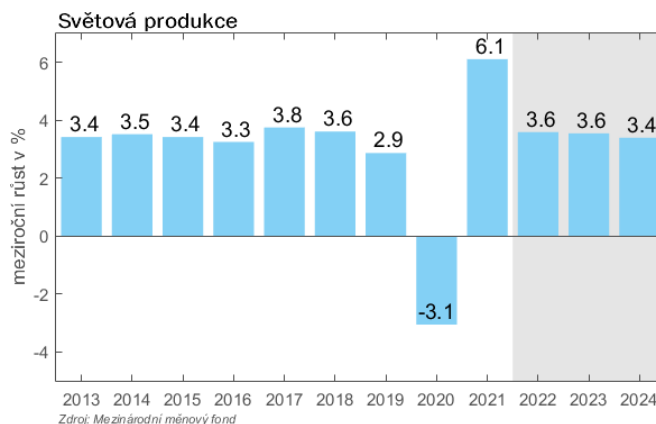
Rizika zůstávají výrazná. To hlavní nyní představuje případné zastavení dovozu ruského plynu. Pokud by k němu došlo, výraznějšímu propadu ekonomické aktivity by se česká ekonomika pravděpodobně nevyhnula, a to i přes silnou fiskální podporu. Koruna by v takovém případě mohla prudce oslabit, byť dočasně. Počáteční vliv na sazby by byl nejistý, když by záleželo na postoji nové bankovní rady (vyšší inflace vs. propad ekonomiky). V příštím roce by ale šly sazby dolů pravděpodobně daleko rychleji.

Ekonomická aktivita a ceny	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Předpoklady zahraničního vývoje						
Eurozóna: HDP (stálé ceny, %)	1.6	-6.5	5.3	2.3	1.5	2.5
Eurozóna: Míra nezaměstnanosti (průměr, %)	7.6	8.0	7.7	6.9	7.0	6.9
Eurozóna: CPI inflace (%)	1.2	0.2	2.6	6.6	2.2	1.9
USA: HDP (stálé ceny, %)	2.3	-3.4	5.7	2.2	1.7	2.4
USA: Míra nezaměstnanosti (průměr, %)	3.7	8.1	5.4	3.7	3.9	3.9
USA: CPI inflace (%)	1.8	1.2	4.7	6.9	2.9	2.2
Prognóza pro ČR						
Nabídka a poptávka (stálé ceny, v %)						
HDP	3.0	-5.8	3.3	1.6	2.4	3.8
Spotřeba domácností	2.6	-7.0	4.3	0.5	0.5	2.7
Spotřeba vlády	2.5	3.4	3.0	2.1	2.9	2.1
Celkové investice	4.4	-10.2	17.1	3.9	1.5	3.2
Fixní investice	5.9	-7.5	0.6	3.5	2.2	3.7
Vývoz zboží a služeb	1.4	-7.0	5.0	0.3	4.2	8.1
Dovoz zboží a služeb	1.5	-6.9	11.4	0.7	2.8	6.9
Průmyslová produkce	-0.4	-6.9	6.2	0.2	1.9	3.6
Maloobchodní tržby	4.8	-0.8	4.0	0.7	1.3	3.7
Příspěvky k růstu reálného HDP (procentní body)						
Spotřeba domácností	1.2	-3.2	2.0	0.3	0.2	1.2
Spotřeba vlády	0.5	0.7	0.6	0.4	0.6	0.4
Fixní investice	1.5	-2.0	0.2	0.9	0.6	0.9
Změna stavu zásob	-0.4	-0.7	4.3	0.3	-0.1	0.0
Čistý export	0.0	-0.5	-3.7	-0.3	1.1	1.2
Nominální HDP						
HDP (mld.)	5 793	5 697	6 118	6 750	7 180	7 589
HDP (%)	7.0	-1.7	7.4	10.3	6.4	5.7
Veřejné rozpočty						
Státní rozpočet (mld Kč)	-29	-367	-420	-320	-285	-220
Saldo veřejných rozpočtů (% HDP, ESA2010)	0.3	-5.8	-5.9	-4.4	-3.1	-2.8
Dluh vládního sektoru (% HDP)	30.0	37.7	41.9	43.4	44.3	45.2
Trh práce						
Míra nezaměstnanosti (ČSÚ, %)	2.0	2.6	2.9	2.7	3.5	3.8
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV, %)	2.8	3.6	3.8	3.6	4.3	4.5
Nominální mzdy (%)	7.9	4.6	4.8	6.7	6.8	5.1
Reálné mzdy (%)	4.9	1.4	0.9	-7.7	2.4	2.9
Vnější vztahy						
Obchodní bilance (národní pojetí, mld. Kč)	143	182	-4	-33	143	177
Obchodní bilance (národní pojetí, % HDP)	2.5	3.2	-0.1	-0.5	2.0	2.3
Běžný účet (mld. Kč)	19	114	-51	-79	35	50
Běžný účet (% HDP)	0.3	2.0	-0.8	-1.2	0.5	0.7
Ceny						
CPI inflace (%)	2.8	3.2	3.8	14.3	4.4	2.2
Ceny průmyslových výrobců (%)	2.6	0.1	7.1	24.0	4.7	2.3

Finanční trhy	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Předpoklady zahraničního vývoje (roční průměry)						
ECB hlavní sazba (průměr, %)	0.00	0.00	0.00	0.56	1.58	1.90
ECB depozitní sazba (průměr, %)	-0.43	-0.50	-0.50	-0.15	0.58	0.90
3M EURIBOR (%)	-0.36	-0.43	-0.55	-0.01	0.69	0.97
Federal Funds Target Range (horní, %)	2.28	0.54	0.25	1.84	3.42	2.81
EUR/USD	1.12	1.14	1.18	1.08	1.13	1.17
EUR/GBP	0.88	0.89	0.86	0.85	0.83	0.83
Předpoklady zahraničního vývoje (konec období)						
ECB hlavní sazba (konec období, %)	0.00	0.00	0.00	1.50	1.75	2.00
ECB depozitní sazba konec období, %)	-0.50	-0.50	-0.50	0.50	0.75	1.00
3M EURIBOR (%)	-0.38	-0.55	-0.57	0.61	0.80	1.05
Federal Funds Target Range (horní, %)	1.75	0.25	0.25	3.50	3.25	2.50
EUR/USD	1.12	1.22	1.14	1.09	1.15	1.18
EUR/GBP	0.85	0.89	0.84	0.85	0.83	0.83
Peněžní a kapitálový trh (roční průměry, %)						
2W repo sazba	1.92	0.77	0.88	5.88	4.98	3.19
3M PRIBOR	2.12	0.86	1.13	6.11	4.86	3.18
6M PRIBOR	2.16	0.88	1.28	6.08	4.62	3.09
12M PRIBOR	2.25	0.93	1.44	6.02	4.46	3.09
Výnosy českých vládních dluhopisů (2Y)	1.57	0.59	1.59	5.24	3.84	2.69
Výnosy českých vládních dluhopisů (5Y)	1.42	0.87	1.85	4.85	4.33	3.52
Výnosy českých vládních dluhopisů (10Y)	1.61	1.18	1.96	4.49	4.20	3.67
Peněžní a kapitálový trh (konec období, %)						
2W repo sazba	2.00	0.25	3.75	6.50	3.75	2.50
3M PRIBOR	2.18	0.36	4.08	6.45	3.76	2.58
6M PRIBOR	2.22	0.40	4.29	6.12	3.68	2.62
12M PRIBOR	2.27	0.49	4.45	5.77	3.67	2.77
Výnosy českých vládních dluhopisů (2Y)	1.77	0.14	3.65	4.93	3.17	2.43
Výnosy českých vládních dluhopisů (5Y)	1.46	0.84	3.30	5.00	3.87	3.30
Výnosy českých vládních dluhopisů (10Y)	1.63	1.30	2.86	4.72	3.88	3.52
Měnové kurzy (roční průměry)						
EUR/CZK	25.67	26.46	25.64	24.66	24.27	23.88
USD/CZK	22.93	23.22	21.68	22.79	21.41	20.50
GBP/CZK	29.28	29.76	29.82	29.15	29.16	28.77
CHF/CZK	23.08	24.72	23.72	23.77	22.37	21.21
PLN/CZK	5.97	5.95	5.62	5.33	5.38	5.33
HUF/CZK	7.89	7.54	7.16	6.59	6.75	6.81
Měnové kurzy (konec období)						
EUR/CZK	25.42	26.24	24.89	24.50	24.15	23.70
USD/CZK	22.69	21.47	21.88	22.48	21.00	20.08
GBP/CZK	30.07	29.35	29.60	28.82	29.10	28.55
CHF/CZK	23.44	24.27	23.98	23.11	21.95	20.61
PLN/CZK	5.98	5.75	5.42	5.33	5.37	5.30
HUF/CZK	7.69	7.24	6.74	6.62	6.82	6.77

Světová ekonomika

Světová ekonomika by měla v následujících čtvrtletích zpomalit s rizikem výraznějšího zhoršení jejího vývoje. K oživení by mohlo dojít již příští rok



Vývoj světové ekonomiky stále vypadá relativně (vzhledem k situaci) slušně. Pro letošní rok měla světová ekonomika našlápnuto k velmi vysokému (cca 5%) růstu, který vedle stále nízké srovnávací základny měl být ovlivněn také zlepšeným sentimentem (růstem investic a spotřeby) či zlepšenou situací v mezinárodních dodavatelských vztazích a obchodě. Ve skutečnosti bude letošní růst ale pravděpodobně nižší. V následujících čtvrtletích by totiž mělo dojít k ekonomickému ochlazení z důvodů války na Ukrajině, pandemickým uzávěrám v Číně a vysokým cenám komodit.

Navíc významně stoupají rizika, že by mohlo dojít v zimě nebo již na podzim k výraznějšímu ochlazení globální poptávky, které by mohlo v řadě ekonomických center (USA, eurozóna) vyústit až v recesi. Pravděpodobnost recese zvyšuje i rychlé utahování měnové politiky v USA či eurozóně. Stejným směrem by působilo případné zastavení dodávek ruského plynu do Německa, které by mohlo znamenat značný propad německé (ale i evropské) ekonomiky.

K opětovnému oživení by mohlo dojít již v příštím roce (pravděpodobně po skončení zimy), kdy se zlepší investiční aktivita a zahraniční obchod. Záležet ale bude na řadě externích vlivů (válka na Ukrajině, pandemie apod.), stejně jako na možnostech evropských zemí najít postupně alternativní zdroje plynu. Pokud se to podaří, velmi slušný růst by měl pokračovat i v roce 2024.

	Podíl (%)	2021	2022	2023	2024
Svět. produkce	100	6,1	3,6	3,6	3,4
- vyspělé ekonomiky	40,3	5,2	3,3	2,4	1,7
- rozvíjející se ekonomiky	59,7	6,8	3,8	4,4	4,6

Zdroj: Mezinárodní měnový fond (podíl na základě parity kupní síly v 2019)

Eurozóna

Ekonomický vývoj v eurozóně zůstává stále relativně příznivý, předstihové indikátory ale naznačují pro druhou polovinu roku jeho zhoršení

Prognóza ČS (v %)

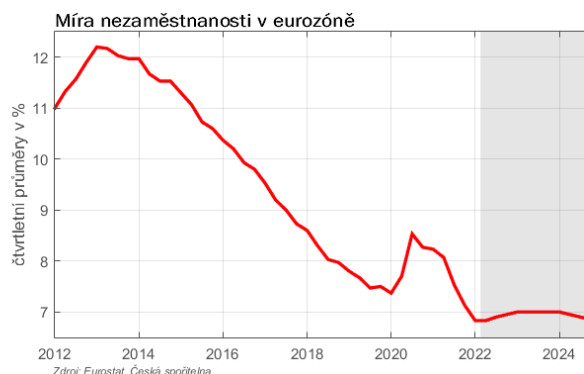
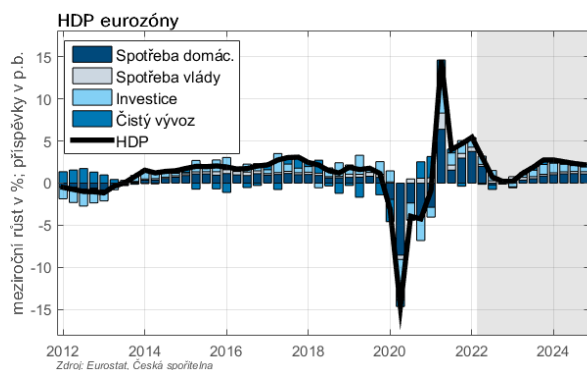
	2020	2021	2022	2023	2024
HDP	-6,5	5,3	2,3	1,5	2,5
Míra nezaměstnanosti*	8,0	7,7	6,9	7,0	6,9
Inflace	0,2	2,6	6,6	2,2	1,9

Zdroj: Eurostat, Česká spořitelna (* roční průměry)

HDP: Vývoj ekonomické aktivity zůstává v eurozóně stále relativně příznivý, když dopady války na Ukrajině (zhoršení zahraničního obchodu a vysoké ceny energií) se dosud výrazněji neprojeví. To by se ale mělo postupně změnit, když aktuálně naznačují předstihové indikátory zhoršení vývoje HDP již pro druhou polovinu letošního roku. Navíc je zde riziko zastavení dodávek ruského plynu (především do Německa), což by vyústilo ve významný propad HDP, byť dočasný. K oživení by mohlo dojít po skončení zimy, když se ožijí investice a zahraniční obchod. Záležet ale bude výrazně na geopolitické situaci a vývoji v energetice (zajištění dodávek plynu a vývoj cen energií).

Trh práce: Fiskální podpora během pandemie a následné rychlé oživení udržely míru nezaměstnanosti (na poměry eurozóny) velmi nízkou. Ačkoliv dojde v eurozóně k ochlazení a míra nezaměstnanosti může lehce růst, nijak výrazný pohyb nečekáme. Naopak očekávané oživení během příštího roku by se mělo projevit na opětovném zlepšení trhu práce, které ale bude (stejně jako dosud) brzděno strukturálními problémy (strnulým trhem práce). Proto v tuto předpokládáme zhruba stabilní míru nezaměstnanosti, rizika jsou ale krátkodobě vychýlena směrem na její zvýšení.

Inflace: Inflace v eurozóně dosahuje výrazných hodnot, když se v ní (oproti USA) daleko více odráží válka na Ukrajině a problémy v globálních dodavatelských vztazích. Na druhou stranu zůstávají poptávkové tlaky stále relativně utlumené, což je dáno slabou výkonností některých ekonomik na jihu eurozóny. Proto po odeznění současného vysokého inflačního šoku by se inflace měla relativně rychle vrátit směrem k inflačnímu cíli., k čemuž přispěje i zpřísnění měnové politiky.



USA

Americká ekonomika prochází příznivým vývojem, který se ale projevuje také ve velmi vysoké inflaci. Podobně jako v eurozóně by mělo dojít ke zhoršení makro vývoje, který by ale měl postupně vrátit inflaci zpět k cíli

Prognóza ČS (v %)

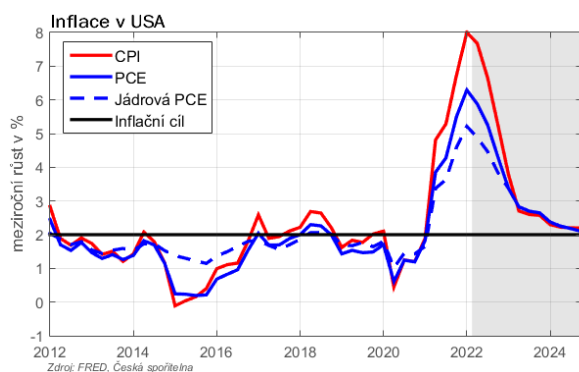
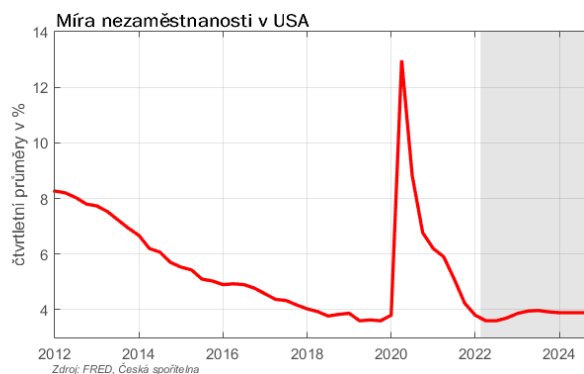
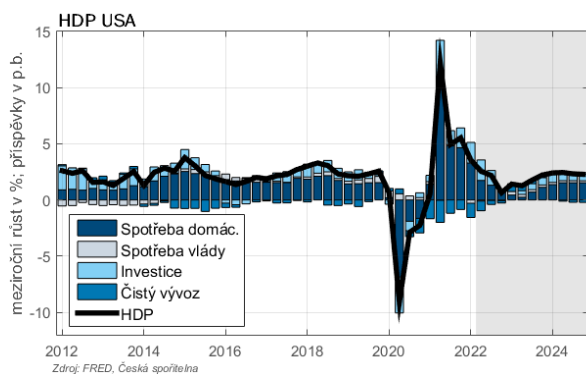
	2020	2021	2022	2023	2024
HDP	-3,4	5,7	2,2	1,7	2,4
Míra nezaměstnanosti*	8,1	5,4	3,7	3,9	3,9
Celková inflace (CPI)	1,3	4,7	6,9	2,9	2,2
Jádrová inflace (PCE)	1,2	3,9	5,4	2,9	2,2

Zdroj: FRED, Česká spořitelna (* roční průměry)

HDP: V prvním čtvrtletí americké HDP kleslo, což bylo ale dáno především poklesem zásob a růstem dovozů pro spotřebu domácností. Celkově zůstává vývoj ekonomické aktivity příznivý, když jej táhne nahoru především spotřeba domácností, za kterou stojí silný trh práce, a investice. Podobně jako v eurozóně se i pro ekonomiku USA zvyšují obavy z jejího zhoršení během druhé poloviny letošního roku, když sentiment domácností výrazně propadl a navíc na výdaje domácností (i firem) negativně dopadnou vyšší sazby FEDu. I FED již začíná opatrně mluvit o možnosti recese, jejíž pravděpodobnost se znatelně zvyšuje. K oživení by mohlo dojít v příštím roce spolu se zlepšením sentimentu na trzích a korekcí cen komodit (včetně ropy) a energií. To bude ale podmíněno zlepšením geopolitického vývoje.

Trh práce: Trh práce je z důvodu rychlého oživení, ke kterému přispěla i velmi štedrá fiskální expanze během pandemie, přehřátý. Míra nezaměstnanosti je nyní nejspíš pod svou rovnováhou a bez výraznějšího utažení měnové politiky hrozí, že se v USA může rozjet mzdově-inflační spirála. Sazby FEDu jsou totiž stále příliš nízké (v expanzivním nastavení), což následně k přehřátému trhu práce přispívá. Vzhledem k uzavřenosti americké ekonomiky a rychlému zvýšení sazeb by mělo na trhu práce dojít k ochlazení, které by se mohlo projevit v mírném nárůstu míry nezaměstnanosti. V tomto ohledu ale čekáme spíše jen lehké zhoršení, když očekávané oživení příští rok ponechá poptávku po práci vysokou a navíc FED pravděpodobně nepůjde nahoru se sazbami až tak výrazně.

Inflace: Míra inflace dosahuje nyní 8,6 % a je nejvyšší od roku 1981. Táhnou jí na jedné straně vysoké ceny energií a pohonných hmot, na straně druhé ale významnou měrou přispívá i silná domácí poptávka a přehřátý trh práce. Tyto poptávkové vlivy jsou pak oproti eurozóně daleko silnější a vyžadují větší reakci centrální banky. Vzhledem k silnějším domácím proinflačním vlivům bude docházet ke zpomalení inflace a jejím návratu k inflačnímu cíli po delší dobu.



ECB, FED, EUR/USD

Obě sledované centrální banky se stočily jestřábím směrem, ačkoliv u ECB panuje vyšší nejistota. Silný dolar táhnou očekávání na FED a obavy z globálního ekonomického vývoje

Prognóza ČS (konec roku)

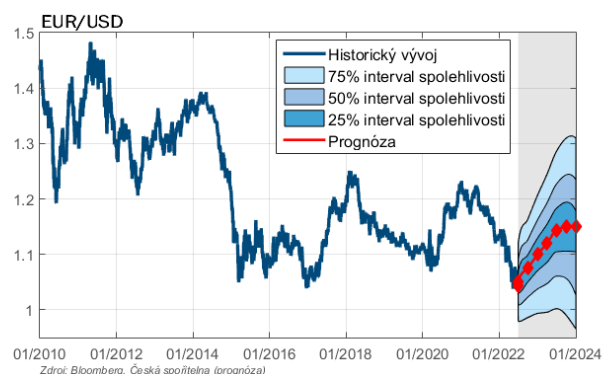
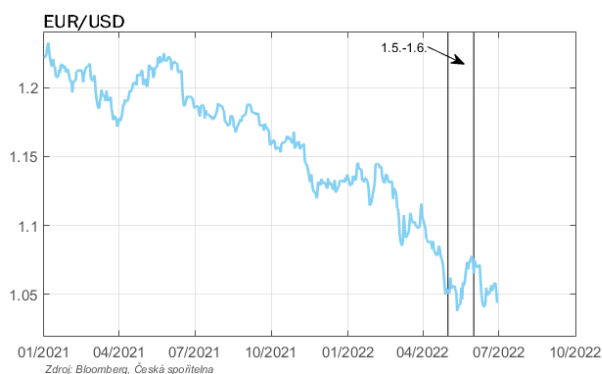
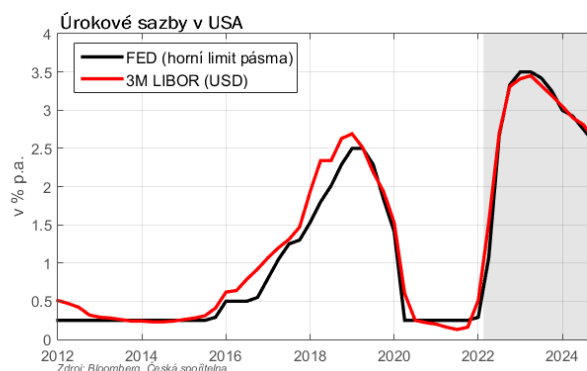
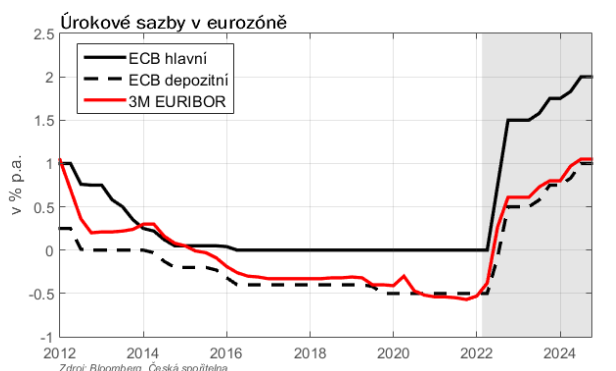
	2020	2021	2022	2023	2024
ECB: Depozitní	-0,50	-0,50	0,50	0,75	1,00
3M EURIBOR	-0,55	-0,57	0,61	0,80	1,05
FED: Horní limit pásma	0,25	0,25	3,50	3,25	2,50
3M LIBOR (USD)	0,24	0,21	3,55	3,11	2,61
EUR/USD	1,22	1,14	1,09	1,15	1,18

Zdroj: Bloomberg, Česká spořitelna

ECB: Evropská centrální banka ukončí k 1.7. QE (program APP) a kvůli vysoké inflaci začne od července s velkou pravděpodobností zvyšovat sazby. Navíc ECB avizuje ochotu k daleko výraznějšímu zvyšování sazeb, než jakou ještě nedávno trh očekával. Pro září by tak ECB mohla zvýšit sazby o 50 bodů a podle své aktuální komunikace počítá s postupným zvyšováním sazeb i poté. Vedle ekonomického vývoje bude také významně záviset na vývoji výnosů dluhopisů zemí jižního křídla eurozóny. ECB na mimořádném zasedání zmínila, že plánuje urychlit práci na novém nástroji, který bude mít za cíl snížit spread mezi výnosy jednotlivých zemí (především jihem eurozóny a Německem). K tomu by mohlo docházet přes změnu nastavení refinancování maturujících dluhopisů (nákup více dluhopisů ze zemí s nejvyšším spreadem). Otázkou je pak samozřejmě, zdali nejde o měnové financování. Každopádně, pokud ECB uspěje, může jít se sazbami nahoru výrazněji.

FED: V červnu zvýšil FED sazby nečekaně o 75 bazických bodů a překvapil tím trhy. A navíc avizoval, že dalších 75 bodů může přidat v červenci. Americká centrální banka reaguje na nečekaně vysokou inflaci, ke které nemalou měrou přispívá přehřátý trh práce a silná domácí poptávka. Navíc představitelé FEDu výrazně přehodnocují svůj postoj k inflaci a dávají najevo silnou ochotu inflační tlaky tlumit, a to i za cenu zhoršení ekonomického vývoje (FED opatrně připouští možnost recese). K výraznému růstu sazeb by tak mohlo dojít na každém zasedání až do listopadu a v případě pokračující vysoké inflace by FED mohl zvýšit sazby i v prosinci. Poté by je mohl ponechat po nějakou dobu stabilní a snížit je až s poklesem inflačních tlaků.

EUR/USD: Kurz dolaru je opět velmi silný kolem hladiny 1,05, když za tím stojí jednak výraznější než ještě nedávno očekávané utažení měnové politiky FEDu, a dále pak obavy trhů z budoucího vývoje v globální ekonomice. V případě výraznějšího zhoršení světové ekonomiky by totiž negativní dopady na eurozónu byly oproti USA pravděpodobně daleko větší, a to i včetně reakce ECB. Pro nejbližší období se sentiment na trzích na trzích nejspíš výrazněji nezmění a euro by tak posílil zpět nemělo. Naopak případné zhoršení makro vývoje (zastavení dodávek ruského plynu do Německa) by mohlo poslat kurz k paritě či i pod ní. Pokud se situace v příštím roce uklidní, euro by mohlo pozvolna korigovat zpět, vyšší sazby FEDu ale tento pohyb budou brzdit.



Česká ekonomika: HDP

Vývoj české ekonomiky se bude ve zbytku roku zhoršovat, v příštím roce by mohlo nastat opětovné oživení

Prognóza ČS (HDP v %, složky v procentních bodech)

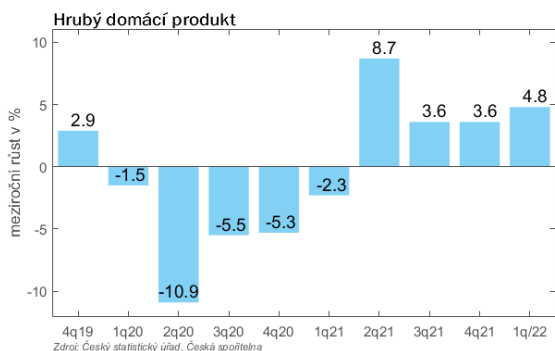
	2020	2021	2022	2023	2024
HDP	-5,8	3,3	1,6	2,4	3,8
- z toho					
Spotřeba domácností	-3,2	2,0	0,3	0,2	1,2
Spotřeba vlády	0,7	0,6	0,4	0,6	0,4
Celkové investice	-2,7	4,5	1,2	0,5	1,0
Čistý vývoz	-0,5	-3,7	-0,3	1,1	1,2

Zdroj: Český statistický úřad, Česká spořitelna

Vývoj v 1Q 2022: V prvním čtvrtletí rostla česká ekonomika nečekaně o 0,9 % mezičtvrtletně a o 4,9 % meziročně. Data byla výrazně nad očekáváním, když se naopak čekal jen velmi mírný mezičtvrtletní růst. Mezičtvrtletně došlo k poklesu spotřeby domácností o procento, když se v tomto vývoji odráží vysoká inflace (pokles reálných mezd). I tak ale šlo o příznivý výsledek, když se čekal daleko větší propad. Vliv v tomto ohledu mohl mít i příliv uprchlíků z Ukrajiny. Naopak výrazně rostly investice (fixní mezičtvrtletně o 4,5 %). Zlepšil se také vývoj v zahraničním obchodě. Samostatnou kapitolou je změna stavu zásob. Zásoby se v loňském roce výrazně zvýšily (pravděpodobně i díky nedokončeným autům a rozestavěným stavbám). Letos v 1Q došlo navíc k jejich dalšímu výraznému zvýšení, a díky tomu tak k silnému příspěvku do meziročního růstu HDP.

Prognóza pro 2022: Ve druhém čtvrtletí čekáme, že dojde k poklesu ekonomiky, a to jak z důvodu nižší domácí, tak i zahraniční poptávky. Utlumený vývoj pak zůstane i ve třetím a pravděpodobně i ve čtvrtém čtvrtletí, ačkoliv nejistota zůstává výrazná a bude záležet na vývoji války na Ukrajině a toku ruského plynu. Klesat by měla především spotřeba domácností z důvodu výrazného poklesu reálných mezd během letoška, ale horší výkon by měly zaznamenat také soukromé investice a exporty, pokud dojde také ke zpomalení zahraniční poptávky po českých vývozech (automobily jsou silně procyklické a obvykle poptávka po nich klesá při ochlazení globální ekonomiky jako první). Naopak růst vládní podpory bude negativní vývoj tlumit.

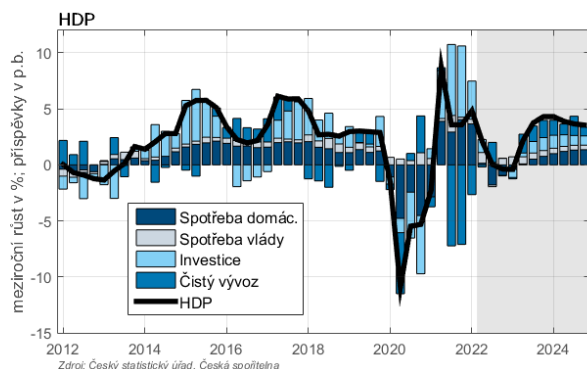
Prognóza pro 2023-24: V příštím roce (pravděpodobně od druhého čtvrtletí) by mohlo dojít k ekonomickému oživení, za kterým budou stát především investice a zahraniční obchod. Naopak spotřeba domácností se bude zlepšovat pozvolně, když na ní bude mít vliv letošní zhoršení na trhu práce a vysoké ceny energií. Vládní spotřeba zůstane ještě nějakou dobu uvolněná, postupně se ale expanze bude snižovat. Rizika jsou výrazná a vychýlená směrem dolů.



Aktuální vývoj (HDP v %, složky v procentních bodech)

	2q21	3q21	4q21	1q22
HDP	8,7	3,6	3,6	4,9
- z toho				
Spotřeba domácností	3,9	2,9	4,0	3,7
Spotřeba vlády	0,3	1,5	0,2	0,4
Fixní investice	0,5	0,5	0,8	1,9
Změna stavu zásob	3,8	5,8	5,6	1,5
Zahraniční obchod	0,3	-7,2	-7,1	-2,7

Zdroj: Český statistický úřad



Složky HDP

V následujících čtvrtletích propadne spotřeba domácností, ale ke zhoršení dojde i u dalších složek kromě vládní spotřeby. Investice a exporty by se mohly oživit příští rok

Prognóza ČS (v %)

	2020	2021	2022	2023	2024
Spotřeba domácností	-7,0	4,3	0,5	0,5	2,7
Spotřeba vlády	3,4	3,0	2,1	2,9	2,1
Fixní investice	-7,5	0,6	3,5	2,2	3,7
Vývoz zboží a služeb	-7,0	5,0	0,3	4,2	8,1
Dovoz zboží a služeb	-6,9	11,4	0,7	2,8	6,9

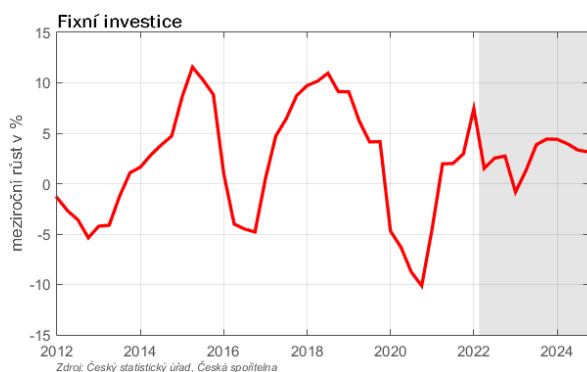
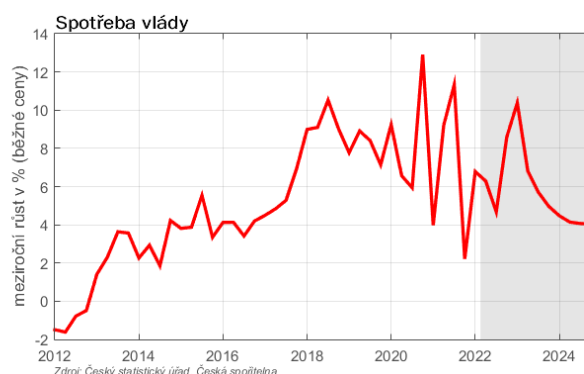
Zdroj: Český statistický úřad, Česká spořitelna

Spotřeba domácností: V letošním roce bude růst spotřeby domácností velmi nízký. Důvodem bude paradoxně velmi silné první čtvrtletí, kdy spotřeba rostla meziročně z důvodu nízké základny o 8,5 %. Od druhého čtvrtletí se její vývoj naopak významně zhorší, když za tím bude stát výrazný pokles reálných mezd, rozpuštění části dříve naakumulovaných úspor a obavy domácností z dalšího ekonomického vývoje. Utlučený vývoj spotřeby zůstane i v příštím roce, během kterého se ale bude pozvolně zlepšovat. Ve směru vyšší spotřeby bude působit fiskální expanze a i velmi slušný růst nominálních mezd, který v příštím roce opět překoná inflaci.

Vládní spotřeba: Růst vládní spotřeby v letošní roce opět významně zesílí, když zvýšená fiskální expanze bude částečně kompenzovat negativní dopady války na Ukrajině a vysokou inflaci. V meziročním srovnání se to ale projeví výrazněji až v příštím roce, což je dáno výraznou rozkolísaností dat a také mezičtvrtletním poklesem reálné spotřeby vlády ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku a v prvním čtvrtletí roku letošního. K opětovnému ochlazení růstu vládní spotřeby by mohlo dojít až ve druhé polovině příštího roku, ale jen za předpokladu uklidnění situace v globální ekonomice.

Fixní investice: Vývoj fixních investic se bude, podobně jako spotřeba domácností, ve zbytku roku zhoršovat. Důvodem bude ochlazení globální ekonomiky a částečně také sazby ČNB. Za normálních okolností by vysoké sazby ČNB působily výrazně ve směru nižších investic, v současné době je ale tento kanál z důvodu přechodu řady firem na eurové úvěry tlumený. Navíc firmy jsou vzhledem k vysokým nákladům motivovány směrem investicím zvyšující produktivitu. K oživení by mohlo dojít v příštím roce. Pokud se uklidní globální vývoj, mohla by se investiční aktivita zvýšit relativně rychle.

Zahraniční obchod: Vývoj v zahraničním obchodě je aktuálně nepříznivý. Na jedné straně pokračují problémy s dodávkami některých komponentů (například v autoprůmyslu), na straně druhé pak silná spotřeba domácností zvyšuje objem dovozů. Očekávané ochlazení globální ekonomiky ve druhé polovině letošního roku by mělo zahraniční obchod ještě dočasně zhoršit, nicméně opačným směrem budou postupně působit nižší dovozy pro spotřební účely. Ty navíc budou působit déle, když se oproti exportu oživi později.



Trh práce

Situace na trhu práce by se letos měla zhoršit. Míra nezaměstnanosti se sice zvýší jen velmi mírně, ale hůře dopadnou reálné mzdy, které kvůli vysoké inflaci pravděpodobně výrazně klesnou

Prognóza ČS (v %)

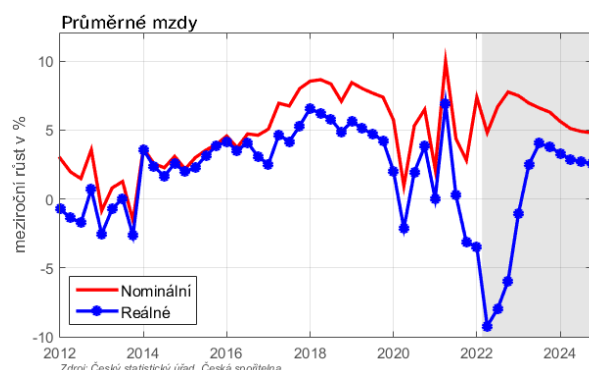
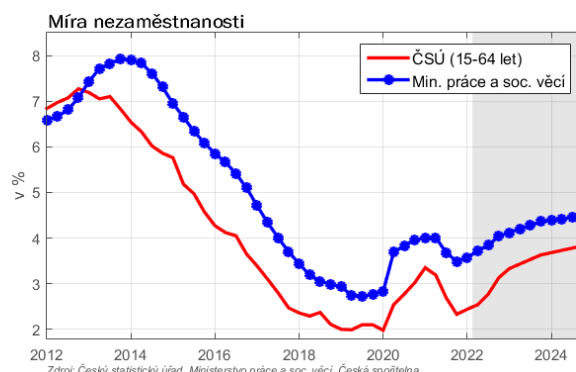
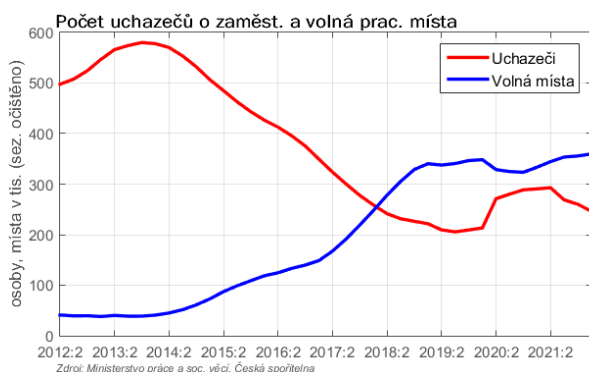
	2020	2021	2022	2023	2024
Míra nezaměstnanosti	2,6	2,9	2,7	3,5	3,8
Podíl nezam. osob	3,6	3,8	3,6	4,3	4,5
Nominální mzdy	4,6	4,8	6,7	6,8	5,1
Reálné mzdy	1,4	0,9	-7,7	2,4	2,9

Zdroj: Český statistický úřad, Ministerstvo práce a soc. věcí, Česká spořitelna

Nabídka a poptávka: Trh práce zůstává stále přehřátý, když poptávka po práci (počet volných míst) stále převyšuje nabídku (počet uchazečů o zaměstnání). Situaci mohou částečně zlepšit uprchlíci z Ukrajiny, i tak se ale pro nejbližší dobu spíše nedá očekávat překlopení trhu práce do rovnováhy. K tomu by mohlo dojít spíše až ve střednědobém horizontu. Na druhou stranu převis poptávky nad nabídkou již není v tuto chvíli tak výrazný jako před nástupem pandemie, což by mělo implikovat do budoucna o něco slabší proinflační tlaky.

Nezaměstnanost: Míra nezaměstnanosti znovu výrazně klesla, když k tomu přispělo loňské velmi rychlé oživení a silná domácí i zahraniční poptávka z přelomu loňského a letošního roku. Aktuální míru nezaměstnanosti vnímáme z dlouhodobého pohledu jako až příliš nízkou. Postupně by tak mělo docházet k jejímu pozvolnému růstu, který bude ovlivněn ochlazením ekonomiky a vysokými sazbami ČNB. Na druhou stranu by ale nemělo dojít k jejímu dramatickému zvýšení, spíše půjde o pozvolný návrat k rovnováze, kterou odhadujeme velmi mírně pod 4 %.

Průměrné mzdy: Průměrné reálné mzdy letos výrazně poklesnou. Za tím bude stát velmi vysoká inflace, která významně převyší růst nominálních mezd. Ten sice zůstane velmi slušný, celou inflaci ale zdaleka nepokryje. Již v příštím roce by ale mělo dojít k otočení situace a reálné mzdy se postupně vrátí k růstu. Nominální mzdy porostou dále relativně vysokým tempem, když tímto směrem bude působit silná vyjednávací pozice zaměstnanců ovlivněná nízkou mírou nezaměstnanosti. Naopak míra inflace bude během příštího roku velmi rychle klesat. Růst mezd pak zůstane příznivý i v roce 2024.



Inflace

Inflace, kterou nyní zvyšují zejména ceny potravin a energií, by měla dosáhnout vrcholu již v následujících měsících. K výraznějšímu zpomalení inflace dojde až v příštím roce

Prognóza ČS (v %)

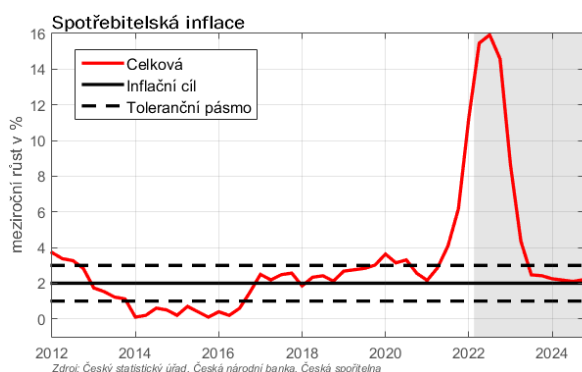
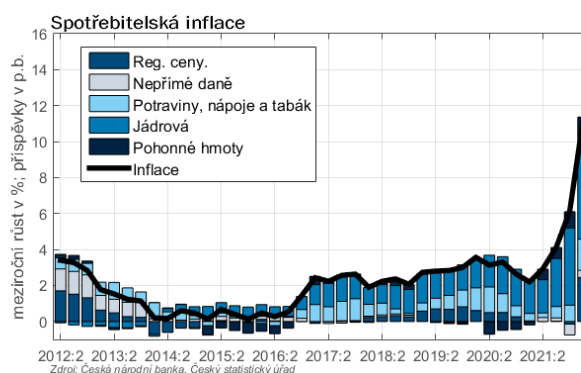
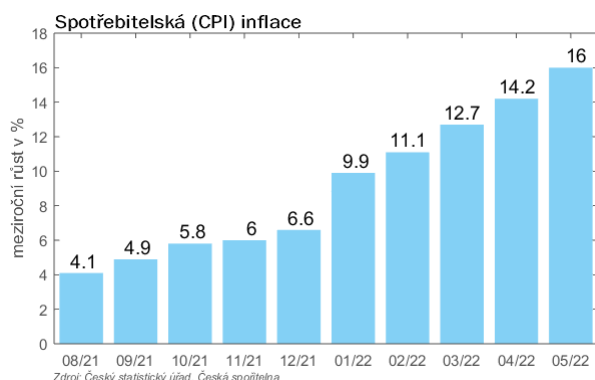
	2020	2021	2022	2023	2024
Celková inflace	3,2	3,8	14,3	4,4	2,2
PPI inflace	0,1	7,1	24,0	4,7	2,3

Zdroj: Český statistický úřad, Česká spořitelna

Aktuální vývoj: Inflace dosáhla v květnu 16 %. Za takto vysokým cenovým růstem stojí na jedné straně vliv silné domácí poptávky a přehřátého trhu práce, na straně druhé pak dopady války na Ukrajině (vysoké ceny energií, pohonných hmot či potravin). Tento druhý vliv v posledních měsících zesílil, když především výrazný nárůst cen potravin, který je nicméně zčásti také tažen poptávkou, a dále pak vývoj cen elektřiny a plynu přispívají nejvýrazněji k růstu cenové hladiny.

Krátkodobá predikce: Inflace by měla ještě zesílit lehce nad 17 %, kde by mohla zhruba kulminovat. Táhnout jí budou znovu potraviny a energie. Naopak poptávkové vlivy budou dále slábnout, když tímto směrem bude působit pokles reálných mezd, vyčerpání části úspor domácností a dále pak vysoké platby domácností za energie či některé jiné důležité výdaje (bydlení apod.), kvůli kterým domácnosti omezí část nákupů zboží a služeb.

Střednědobá prognóza: Ve druhé polovině letošního roku budou ceny energií dále stoupat, to bude nicméně kompenzováno zastavením růstu cen některého zboží a služeb z důvodu ochlazení poptávky, očekávaným poklesem cen pohonných hmot souvisejícím k poklesem cen ropy (zpomalení globální ekonomiky), a dále pak vlivem srovnávací základny, když z meziročního srovnání vypadnou vysoké růsty některých cen ze závěru loňského roku. Vliv srovnávací základny a korekce některých nabídkových faktorů by měla postupně zpomalovat inflaci i příští rok. Inflační cíle by měla dosáhnout v roce 2024.



Měnová politika ČNB a úrokové sazby

Sazby ČNB by mohly zůstat po nějakou dobu stabilní. První pokles sazeb čekáme na konci letošního roku, riziko jde ale směrem do první poloviny roku příštího

Prognóza ČS (% p.a., konec roku)

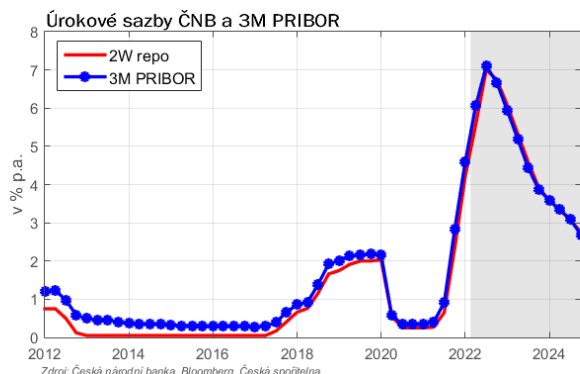
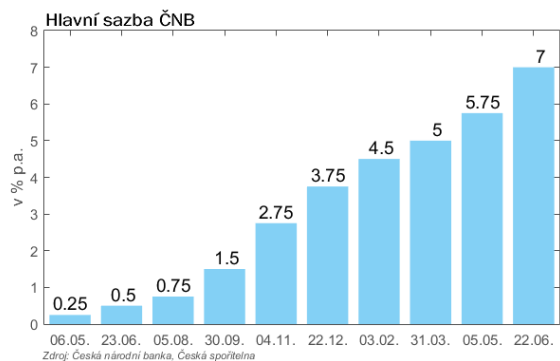
	2020	2021	2022	2023	2024
2W repo	0,25	3,75	6,50	3,75	2,50
3M PRIBOR	0,36	4,08	6,45	3,76	2,58
12M PRIBOR	0,49	4,45	5,77	3,67	2,77
2Y státní dluhopisy	0,14	3,65	4,93	3,17	2,43
10Y státní dluhopisy	1,30	2,86	4,72	3,88	2,52

Zdroj: Česká národní banka, Bloomberg, Česká spořitelna

Nejbližší zasedání: ČNB by v srpnu mohla ponechat sazby beze změny, když inflace by měla zhruba kulminovat, ekonomický vývoj by se měl zhoršovat a nová bankovní rada by (dle nás) nemusela být naladěna tak ještějším směrem, jako ta končící. Nejistota ale zůstává vyšší, když kromě nejistoty ohledně vývoje světové ekonomiky v tuto chvíli neznáme právě ani postoj nových členů bankovní rady, který tak může překvapit.

Prognóza pro 2022-24: Po nějakou dobu by nyní mohla ČNB ponechat sazby beze změny. Načasování prvního poklesu sazeb pak čekáme již v listopadu s rizikem do první poloviny příštího roku. Na konci letošního roku (v listopadu 2022) se bude ČNB při nastavování sazeb dívat na inflační vývoj rok dopředu (listopad 2023), kde by již inflace měla velmi rychle zpomalovat. Navíc i samotný závěr letošního roku bude ve znamení útlumu ekonomické aktivity, což bude výrazně tlumit poptávkové proinflační vlivy. Rizikem jsou mzdy, které pokud by se zvýšily výrazněji, ČNB by musela první pokles sazeb odložit. Stejným směrem by pak působily i psychologické faktory, kdy by ČNB mohla chtít dát najevo rozhodnost a snížit sazby později, než by ukazovala ekonomická data. V příštích dvou letech pak bude ČNB sazby postupně snižovat. Pokud by ČNB odložila první snížení sazeb až na příští rok, následný pokles by byl oproti naší prognóze pravděpodobně o to rychlejší.

Výnosová křivka: Výnosová křivka se nedávno posunula výrazně směrem nahoru, když tímto směrem působily tržní očekávání na ČNB i ECB. Při rozumné prognóze pro ČR ale takováto poloha křivky nedávala smysl, když především dlouhý konec byl až příliš vysoký (dle nás o více než 100 bodů). Nedávno křivka korigovala, stále ale zůstává vysoká. Se začátkem snižování sazeb ČNB se bude křivka posouvat dále dolů a její aktuálně inverzní sklon snižovat.



EUR/CZK, USD/CZK

Pro letošní rok by koruna výrazněji posilovat neměla, k tomu by se mohla vrátit až v příštích dvou letech, pokud dojde k uklidnění na trzích

Prognóza ČS (konec roku)

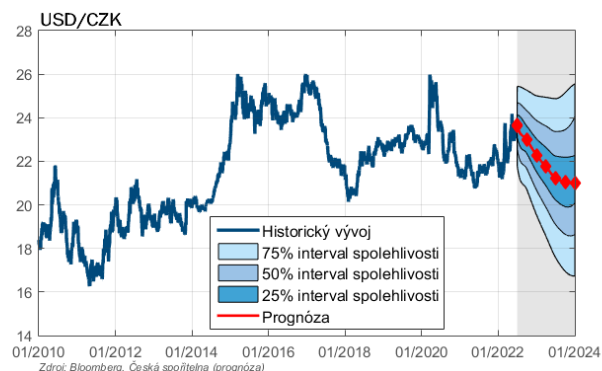
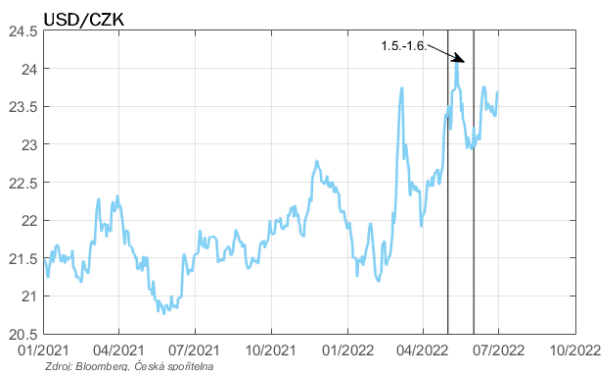
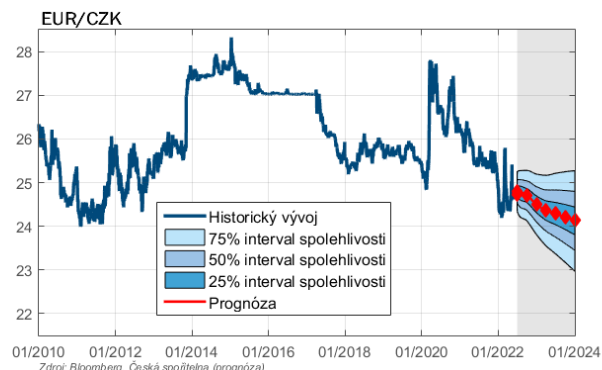
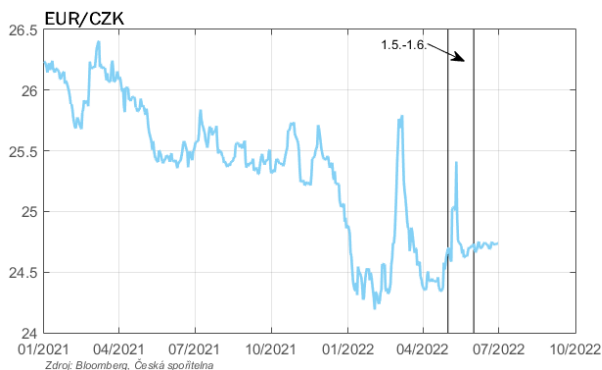
	2020	2021	2022	2023	2024
EUR/CZK	26,2	24,9	24,5	24,2	23,7
USD/CZK	21,5	21,9	22,5	21,0	20,1

Zdroj: Česká národní banka, Bloomberg, Česká spořitelna

EUR/CZK: Kurz koruny zůstává v poslední době zhruba stabilní. Prvním důvodem je rychlý a výrazný růst sazeb ČNB, druhým důvodem je pak podpora kurzu ze strany ČNB v podobě devizových intervencí. Ta pak pravděpodobně přispěla k tomu, že koruna během června neoslabila, ačkoliv jiné měny v regionu ano. Celkově zůstává koruna stále velmi slabá, když jí negativně ovlivňuje sentiment na trzích (obavy z vývoje v eurozóně) a očekávání rychlejšího zvýšení sazeb FEDu, než se ještě donedávna předpokládalo. V nejbližší době se sentiment na trzích nejspíše nezmění, a proto by během letošního roku koruna neměla výrazněji posilovat. Stejným směrem pak bude působit i očekávání začátku snižování sazeb ČNB.

V rámci základního scénáře prognózy čekáme jen velmi mírné posilování koruny, které bude táhnout zlepšený sentiment na trzích a ekonomické oživení, které by mohlo nastat během příštího roku (ale očekávání by měla kurz ovlivnit dříve). Naopak silící korunu budou brzdít klesající sazby ČNB. Rizika jsou ale významná a vychýlená významně směrem na slabší stranu. Pokud by ale nakonec došlo opravdu k významnému zhoršení ekonomického vývoje ve světě, koruna by pravděpodobně velmi rychle směřovala k 25,50-26,00 Kč/euro (či ještě více), a pak by již záleželo jen na ČNB, zdali by jí chtěla bránit a případně jak moc. Aktuálně je totiž ČNB (dle nás) v situaci, kdy její intervenční činnost má velmi vysokou pravděpodobnost úspěchu (stabilizace kurzu). V případě výraznější globální krize by to ale již nutně nemuselo platit a ČNB by tak rozhodovala, zdali se do intervencí ve větší míře vůbec pouštět.

USD/CZK: Koruna k dolaru v poslední době oslabila, když se opět blíží k hladině 24,0. Důvodem je oslabení eura k dolaru. V letošním a především pak ve dvou příštích letech by měla koruna postupně posilovat, za čímž bude stát jak korekce eura k dolaru, tak i silící koruna k euru. Podmínkou je ale uklidnění sentimentu na trzích. V opačném případě by mohlo být oslabení koruny, ačkoliv dočasné, velmi výrazné.



Alternativa: Zastavení dodávek ruského plynu

Riziko zastavení dodávek ruského plynu se zvyšuje. Pokud by tato situace nastala, výraznější pokles HDP by se česká ekonomika nevyhnula

Alternativní scénář ČS

	2020	2021	2022	2023	2024
Růst HDP	-5,8	3,3	1,1	0,5	4,5
Celková inflace	3,2	3,8	16,1	6,4	2,4
EUR/CZK (průměr)	26,5	25,6	25,0	24,8	24,1
Repo sazba (průměr)	0,8	0,9	5,9	4,7	3,0

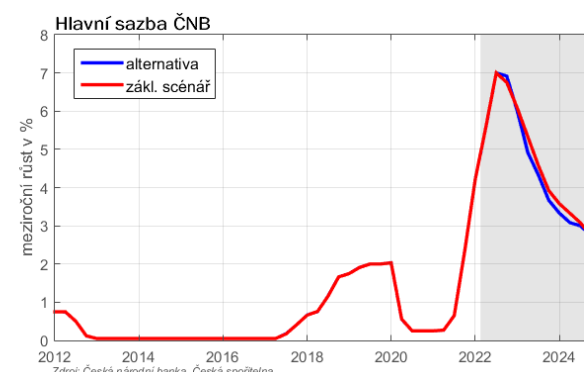
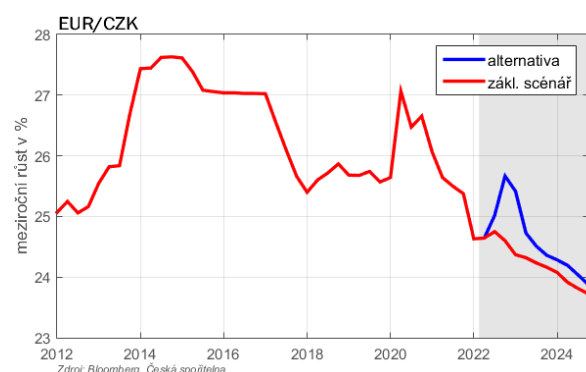
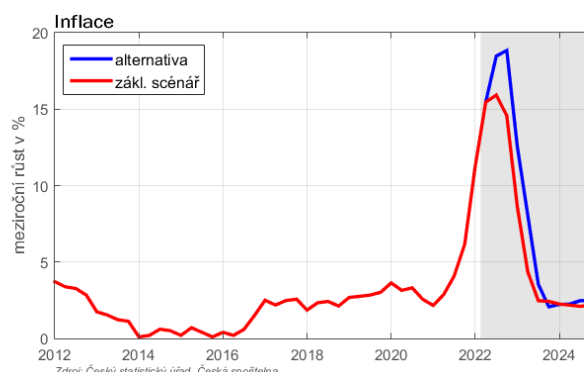
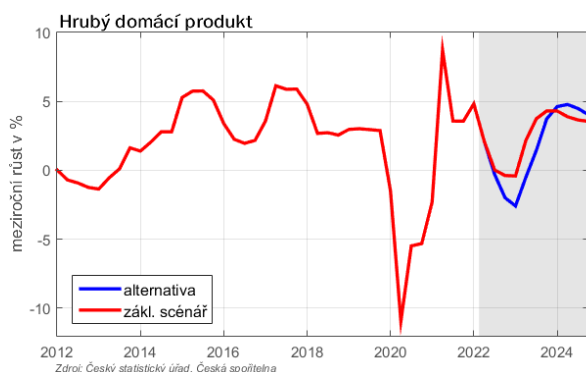
Zdroj: ČSÚ, ČNB, Česká spořitelna (u sazeb roční průměry)

Předpokladem alternativy je zastavení dodávek na konci léta (ke konci třetího čtvrtletí), a celkový dopad do HDP by tak byl přes nucené omezení výroby značný, ale celoroční číslo by až zase tolik ovlivněno nebylo. Vedle poklesu produkce by došlo i o omezení investic a spotřeby, což by se přeneslo i do příštího roku. Výsledkem by byl jen velmi nízký růst HDP v roce 2023. V jeho druhé polovině by ale již došlo k oživení, když se dá předpokládat nahrazení ruského plynu za alternativní zdroje.

Pokud by došlo k zastavení dodávek ruského plynu, prvotně by významně zesílil proinflační vliv z cen energií a celková inflace by tak dále vylétěla nahoru, protože v řadě sektorů by navíc stouply náklady, které by se přenášely do cen. Postupně by ale došlo také k výraznějšímu ochlazení poptávky a trhu práce, které by samo o sobě poptávkové tlaky postupně utlumilo a inflace by tak měla jít rychle dolů. Dá se ale předpokládat, že by v takové situaci došlo k vyšší fiskální podpoře s cílem nenechat propadnout příjmy domácností příliš dolů (jako tomu bylo během pandemie), a proto by inflace neklesala příliš výrazně. Navíc by stejným směrem působily i rychleji klesající sazby ČNB.

Kurz koruny by velmi rychle a pravděpodobně i prudce oslabil, když z důvodu značného zhoršení sentimentu na trzích by část kapitálu směřovala do USA (kurz EUR/USD by pravděpodobně mohl jít k paritě či krátkodobě i pod ní). Podobně jako u pandemie by šlo pravděpodobně jen o krátkodobý pohyb v řádů týdnů či jednotek měsíců. Po skončení zimy by se kurz mohl vrátit zpět a vzhledem k oživení ekonomiky (pokud by se podařilo ruský plyn nahradit), by naopak mohla koruna posilovat, a to i přes klesající sazby ČNB.

ČNB by byla ve složité situaci, kdy by na jedné straně měla vysokou inflaci (a vidinu další fiskální expanze), ale na straně druhé by ekonomika rychle klesala. Prvotní reakce je proto nejistá a záleželo by na postoji bankovní rady. Postupně by ale v ekonomice více projevil protiinflační poptávkové tendence a ČNB by šla v příštím roce se sazbami rychleji dolů. Oproti nástupu pandemie by ale pokles sazeb byl pomalejší, právě kvůli expanzivnímu fiskálu.



Kontakty

Odbor Ekonomické a strategické analýzy

investicnicentrum.cz

Hlavní ekonom	David Navrátil	+420/956 765 439	dnavratil@csas.cz
Makroekonomický tým: ČR, makroekonomická prognóza ČR a bankovní sektor	Jiří Polanský Michal Skořepa	+420/956 765 192 +420/956 765 172	jpolansky@csas.cz mskořepa@csas.cz
Akciový tým: Head, Utilities, F&B, O2 CR Světové trhy, Philip Morris ČR Světové trhy	Petr Bártek Jan Šafránek David Vantruba	+420/956 765 227 +420/956 765 218 +420/956 765 343	pbartek@csas.cz jsafranek@csas.cz dvantruba@csas.cz
EU Office a sektorové analýzy:	Tomáš Kozelský Tereza Hrtusová Radek Novák	+420/956 718 013 +420/956 718 012 +420/956 718 015	tkozelsky@csas.cz thrtusova@csas.cz radeknovak@csas.cz
Poradenství a strukturální analýzy	Petr Zahradník	+420/956 765 213	pzahradnik@csas.cz


[@Research_sporka](#)

Financial Markets - Wholesale & Trading and Financial Institutions

Director Group Positioning Markets Strategist	Petr Valenta Robert Novotný Miroslav Plojhar	+420/956 765 821 +420/956 765 817 +420/956 765 520	petrvalenta@csas.cz rnovotny@csas.cz mplojhar@csas.cz
Corporate Treasury Sales & Structuring	Tomáš Píček	+420/956 765 511	tpicek@csas.cz
Institutional Fixed Income Sales Institutional Equity Sales Institutional Asset Management Trading Financial Institutions & Correspondent Banking Debt Capital Markets	Ondřej Čech Michal Řízek Petr Holeček Robert Novotný Stanislav Šnajdr Tomáš Černý	+420/956 765 577 +420/956 765 537 +420/956 765 453 +420/956 765 817 +420/956 765 105 +420/956 765 205	ocech@csas.cz mrizek@csas.cz pholecek@csas.cz rnovotny@csas.cz ssnajdr@csas.cz tcerny@csas.cz

Financování a poradenství

Ředitel	Jan Seger	+420/956 714 130	jseger@csas.cz
Syndikované a klubové financování	Zbyněk Pela	+420/956 765 963	zpela@csas.cz
Akviziční financování	Petr Kalužík	+420/956 765 280	pkaluzik@csas.cz
Corporate finance Projektové a exportní financování	Antonín Piskáček Lenka Tomanová	+420/956 765 810 +420/956 714 020	apiskacek@csas.cz ltomanova@csas.cz

Erste Group Research

Head of Group Research	Friedrich Mostböck	+43 501 00 119 02	friedrich.mostboeck@erstegroup.com
Head of CEE Equities	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	henning.esskuchen@erstegroup.com
akcie – realitní sektor	Christoph Schultes	+43 501 00 115 23	christoph.schultes@erstegroup.com
akcie – sektor telekomunikace	Nora Nagy	+43 501 00 17 416	nora.nagy@erstegroup.com
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+43 501 00 17 343	vladimira.urbankova@erstegroup.com
akcie – sektor IT, průmysl	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	daniel.lion@erstegroup.com
akcie – sektor pojišťovnictví a bankovníctví	Thomas Unger	+43 501 00 173 44	thomas.unger@erstegroup.com
Head of Major Markets & Credit	Gudrun Egger	+43 501 00 119 09	gudrun.egger@erstegroup.com
Head of CEE Macro / Fixed Income Research	Juraj Kotian	+43 501 00 173 57	juraj.kotian@erstegroup.com

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete zde: <http://www.investicnicentrum.cz/analzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

Tvůrcem dokumentu je Česká Spořitelna, Sídlo: Praha 4, Olbrachtova 1929/62, 140 00