



Ekonomika a finanční trhy

09/2022

mazars

Úvod

Představujeme vám přehled „MAZARS REPORT: Ekonomika a finanční trhy“, ve kterém pro vás na čtvrtletní bázi sledujeme vývoj domácí a zahraniční ekonomiky a finančních trhů. Dále se dozvíte informace o směnných kurzech, o změnách trhu práce a mezd a budete mít přehled o trendech v růstu cen klíčových komodit. Díky newsletteru získáte orientaci ohledně HDP, inflace a v dalších klíčových makroekonomických datech a ukazatelích.

Věříme, že se tento přehled stane pro vás užitečným průvodcem i vzhledem k aktuálnímu nestabilnímu ekonomickému vývoji a případně pomůže minimalizovat rizika pro váš business.

Váš Mazars

1. Přehled nejdůležitějších událostí v české ekonomice

- 04** 1.1 Základní shrnutí
- 05** 1.2 Plynová krize a její dopady

2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

- 06** 2.1 Shrnutí prognózy ekonomického vývoje dle ČNB
- 07** 2.2 Prognóza vývoje tuzemského HDP
- 08** 2.3 Prognóza vývoje inflace
- 09** 2.4 Prognóza vývoje trhu práce a vývoje mezd
- 10** 2.5 Vývoj a prognóza úrokových sazeb
- 11** 2.6 Prognóza vývoje směnných kurzů

3. Základní makroekonomická data/svět

- 12** 3.1 Aktuální vývoj světového HDP
- 12** 3.2 Aktuální vývoj inflace
a nákupního chování spotřebitelů

4. Finanční trhy

- 14** 4.1 Směnný kurz EUR/CZK
- 15** 4.2 Vývoj EUR/CZK v roce 2022
- 16** 4.3 Úrokové sazby

1. Přehled nejdůležitějších událostí v české ekonomice

1.1 Základní shrnutí

- Růst HDP bude postupně zpomalovat, ČNB předpokládá na přelomu roku 2022 pokles ekonomické aktivity v meziročním vyjádření (negativní růst HDP na bázi q/q ve třetím a čtvrtém čtvrtletí 2022).
- Ceny elektrické energie a zemního plynu v ČR od poloviny června se opět výrazně zvyšují a dosahují historických maxim. (viz. dále Plynová krize a její dopady).
- Růst spotřebitelských cen se bude i v roce 2023 pohybovat vysoce nad inflačním cílem ČNB (průměrná meziroční inflace v roce 2023 na úrovni 9,5 % – odhad ČNB), do blízkosti inflačního cíle ČNB (2,0 %) by se měla dostat až na začátku roku 2024.
- Korunové úrokové sazby podle finančního trhu (výnosová křivka) i predikce mediánu finančních analytiků pravděpodobně dosáhly své maximální úrovně v tomto cyklu a předpokládá se jejich postupné snižování v roce 2023.
- Vývoj směnného kurzu EUR/CZK je silně závislý na objemech a úrovních intervencí ČNB na posílení koruny, medián projekce finančních analytiků předpokládá oscilaci směnného kurzu okolo současných úrovní, hlavním faktorem pro vývoj koruny zůstává rychlost poklesu devizových rezerv ČNB.
- Podíl financování v EUR nefinančních společností výrazně roste, naproti tomu obchodní bilance ČR se v roce 2022 propadá do vysoce negativních bilancí, výsledkem je značný růst měnového rizika nefinančních společností.
- Poměr dluhu státního sektoru k HDP se vlivem vysoké inflace bude stabilizovat na úrovních 40 % – 45 % HDP, nominálně však dále poroste. Rizikem pro náklady financování státního dluhu je zhoršení ratingu ČR (agentura Moody's v srpnu zhoršila výhled ratingu ČR na negativní).

Predikce ekonomického vývoje ČR je zatížena značnými nejistotami, počínaje dostupností a cenou energií a dalších komodit, jejich dopadem na celkovou poptávku domácností, výsledkem mzdových vyjednávání na rok 2023 a v neposlední řadě i případnými proti-pandemickými restrikcemi v zimní sezóně.

1. Přehled nejdůležitějších událostí v české ekonomice

1.2 Plynová krize a její dopady

V červnu 2022 byly sníženy dodávky plynovodem Nordstream 1 do Evropy na 40 % jeho kapacity, transport zemního plynu do Evropy je od té doby z rozdílných důvodů omezován. V ohrožení je tak cíl naplnění kapacity zásobníků na více než 80 % a zvyšuje se riziko nedostatku zemního plynu v zimní sezóně 2022-2023. V Eurozóně představuje průmysl přibližně 40 % celkové spotřeby zemního plynu a domácnosti dalších přibližně 40 %, zbytek spotřeby zemního plynu připadá především na služby. V případě potřeby omezovat dodávky zemního plynu pro průmysl by tak s vysokou pravděpodobností došlo k recesi. Mezi nejvíce postižené by patřily země, které mají relativně největší poměr průmyslu v celkovém HDP jako Německo, Itálie nebo ČR. Na značnou pravděpodobnost scénáře s omezenou dostupností zemního plynu reagovaly finanční trhy růstem cen kontraktů na dodávku zemního plynu nejenom na 4Q 2022 a 1Q 2023, ale i na celý rok 2023. Vysoké ceny energií snižují konkurenceschopnost evropského průmyslu oproti výrobcům z regionů s výrazně nižšími náklady na energie. Vysoké ceny zároveň snižují disponibilních příjmy domácností, jejich spotřebitelskou poptávku a dále tlačí evropské ekonomiky do recese.

Ceny zemního plynu s dodáním 1M a 1Y na německém trhu THE



Data a graf: Refinitiv

Reálným dopadem ve scénáři s omezením dodávek plynu je tak růst inflace a její setrvávání na vyšších úrovních, než bylo predikováno ještě na začátku června 2022.

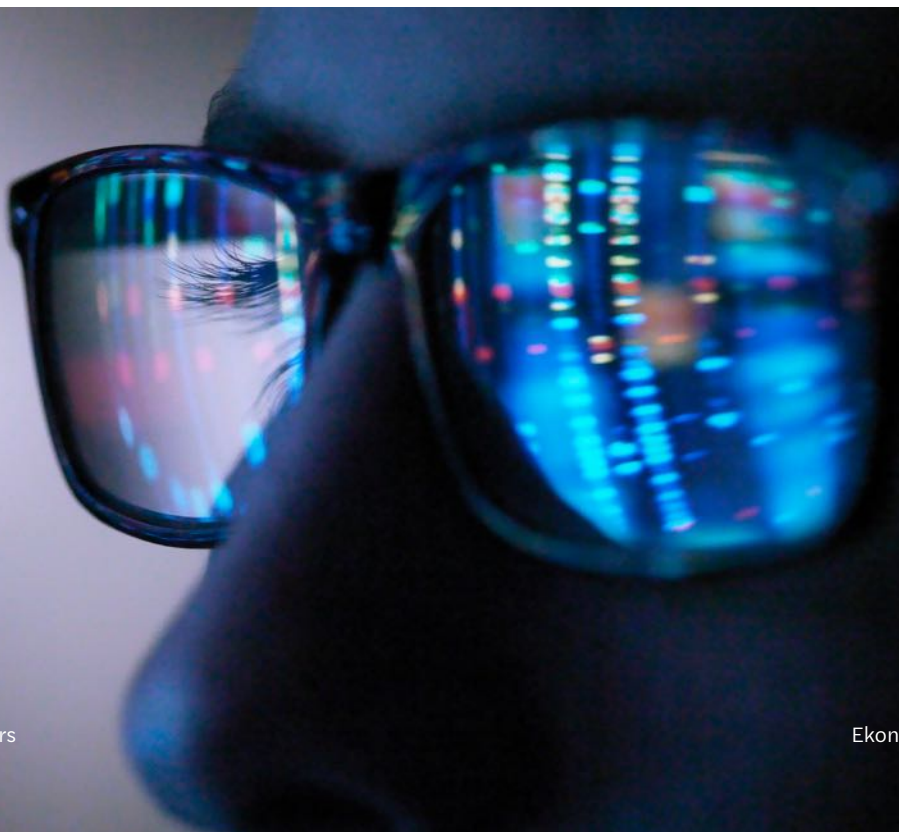
2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

2.1 Shrnutí prognózy ekonomického vývoje dle ČNB

- Nová ekonomická prognóza ČNB vývoje české ekonomiky (Zpráva o měnové politice III. 2022), zveřejněna po zasedání bankovní rady ČNB v srpnu 2022.
- Bankovní rada ČNB rozhodla o posunutí horizontu měnové politiky o dvě čtvrtletí, nový horizont měnové politiky je 18-24 měsíců, změna má významný dopad na nastavení úrokových sazeb potřebných k dosažení inflačního cíle na prodlouženém horizontu měnové politiky.
- Ve srovnání s předchozími prognózami ČNB (s kratším horizontem měnové politiky) předpokládá vyšší inflaci, ale nižší úrokové sazby v roce 2022.
- Nová prognóza naopak zachovala předpoklad ukotvení inflačních očekávání na úrovni 2 % i přes výrazně vyšší inflaci a její delší pobyt vysoce nad cílem ČNB.
- Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy na horizontu měnové politiky jako výrazné a jdoucí oběma směry.

Základní predikce vývoje ČNB

	2022	2023
Celková inflace (%)	16,5	9,5
Růst HDP	2,3	1,1
Průměrná nominální mzda	4,5	6,2
Měnový kurz (CZK/EUR)	24,8	25,7
Úroková sazba 3M PRIBOR (v %)	6,2	5,2

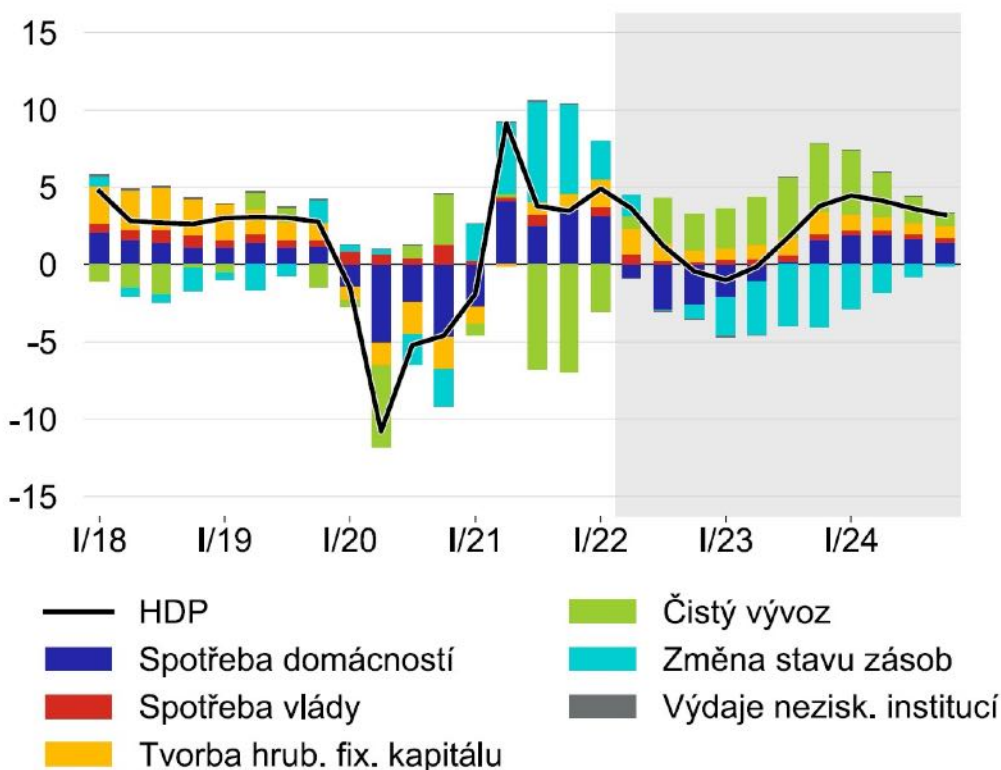


2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

2.2 Prognóza vývoje tuzemského HDP

- Základní scénář ČNB očekává rychlejší růst HDP v roce 2022 na úrovni **2,3 %**, ale pouze vlivem lepšího než očekávaného výkonu ekonomiky v prvním pololetí roku 2022. Na výhledu ČNB očekává zpomalení ekonomiky, které na přelomu roku bude znamenat pokles ekonomické aktivity v meziročním vyjádření. Růst ekonomiky by měl v roce 2023 velmi mírně oživit a dosáhnout výše **1,1 %**.
- Hospodářský růst ve druhé polovině roku letošního roku výrazně zpomalí. ČNB očekává především výrazný propad spotřeby domácností vlivem poklesu reálných příjmů a růstu životních nákladů. Podniky budou v podmínkách vysoké nejistoty omezovat investice, i vlivem zhoršené finanční situace a nízké domácí poptávky. Příspěvek čistého vývozu bude mírně kladný, ale jako důsledek citelného zchlazení domácí poptávky nikoliv vlivem růstu exportu.
- Dosavadní přehřívání české ekonomiky letos poměrně rychle odezní a ekonomika se přechodně bude nacházet pod svým potenciálem.

HDP (meziroční změny v %, příspěvky v p.b., stálé ceny, sezonně očištěno)



Graf: ČNB

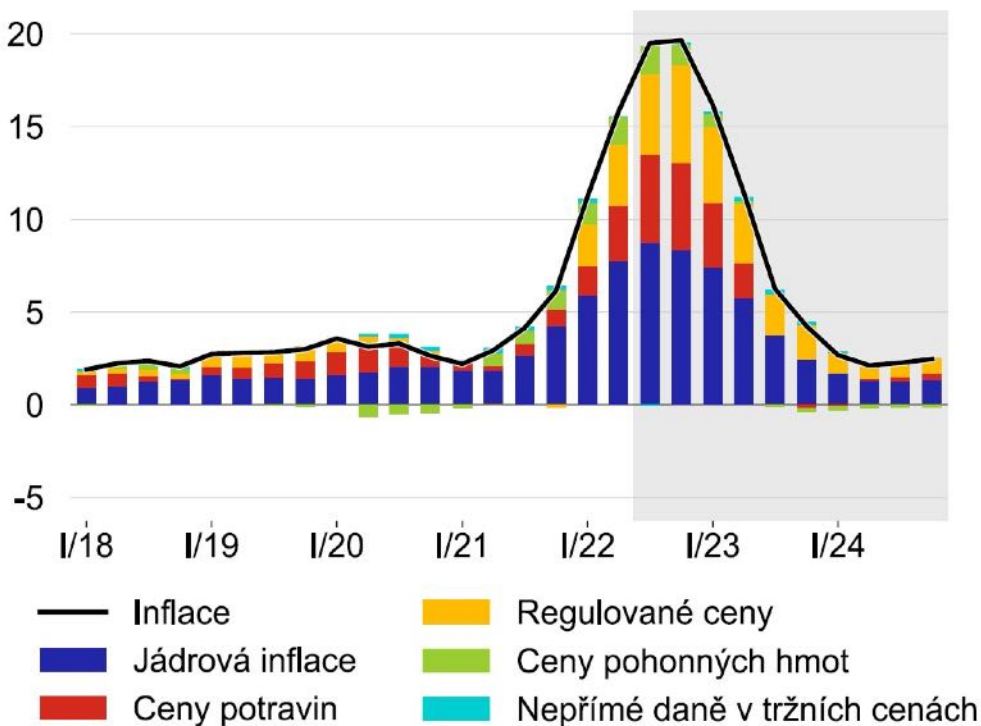
2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

2.3 Prognóza vývoje inflace

- Meziroční inflace v červenci 2022 vzrostla na úroveň **17,5 %** (zveřejněno po vydání stávající prognózy ČNB) a výrazně překročila horní úroveň inflačního tolerančního pásma ČNB (3 %).
- Základní predikce ČNB předpokládá průměr meziroční inflace ve čtvrtém čtvrtletí 2022 na úrovni **19,7 %**, respektive **11,5 %** v druhém čtvrtletí 2023. Do inflačního pásma ČNB by se inflace měla podle prognózy ČNB navrátit v prvním čtvrtletí roku 2024 (2,7 %).
- Razantně rostoucí účty za energie spojené s bydlením a výrazný růst cen agrárních komodit vedoucí k dalšímu zdražování potravin bude udržovat inflaci na vysokých úrovních i v roce 2023. Vliv působení vysokých dovozních cen bude (díky statistickému efektu vysoké základny) postupně odeznívat a ČNB předpokládá vlivem ekonomického zpomalení pokles výrobních a prodejních marží, který přispěje k postupnému snižování inflace směrem k inflačnímu cíli na prodlouženém horizontu měnové politiky. Předpokladem predikce je výrazné zaostávání tempa růstu nominálních mezd za inflací.

Struktura inflace a její prognóza

v %, příspěvky v p. b.



Graf: ČNB

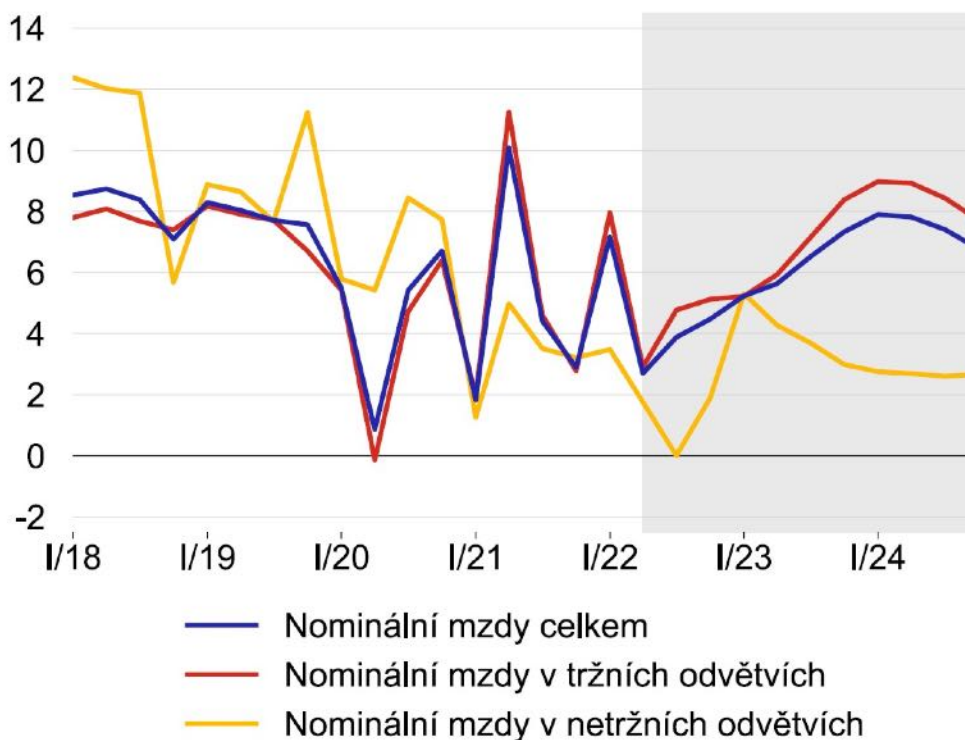
2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

2.4 Prognóza vývoje trhu práce a vývoje mezd

- Prognóza ČNB předpokládá, že napětí na trhu práce se postupně ztlumí poklesem ekonomické aktivity a příchodem uprchlíků z Ukrajiny. ČNB očekává, že firmy v době rostoucích cen nákladů (energií) a zpomalení ekonomiky nebudou schopny zrychlit růst tržních mezd v soukromém sektoru a v netržních odvětvích porostou v následujících letech platy ve srovnání s před-pandemickou dobou výrazně mírnějším tempem. Zároveň však předpokládá pouze velmi mírné zvýšení nezaměstnanosti a nízkou dynamiku mezd, které by vlivem vysoké inflace měly v roce 2022 reálně klesnout o více než 10 %.
- Mzdová statistika bude i v roce 2022 ovlivněna velkým množstvím jednorázových faktorů. Odhad růstu průměrné nominální mzdy byl snížen na **4,5 %** pro rok 2022 a zvýšen na **6,2 %** v roce 2023.

Prognóza mzdového vývoje

meziroční změny v %



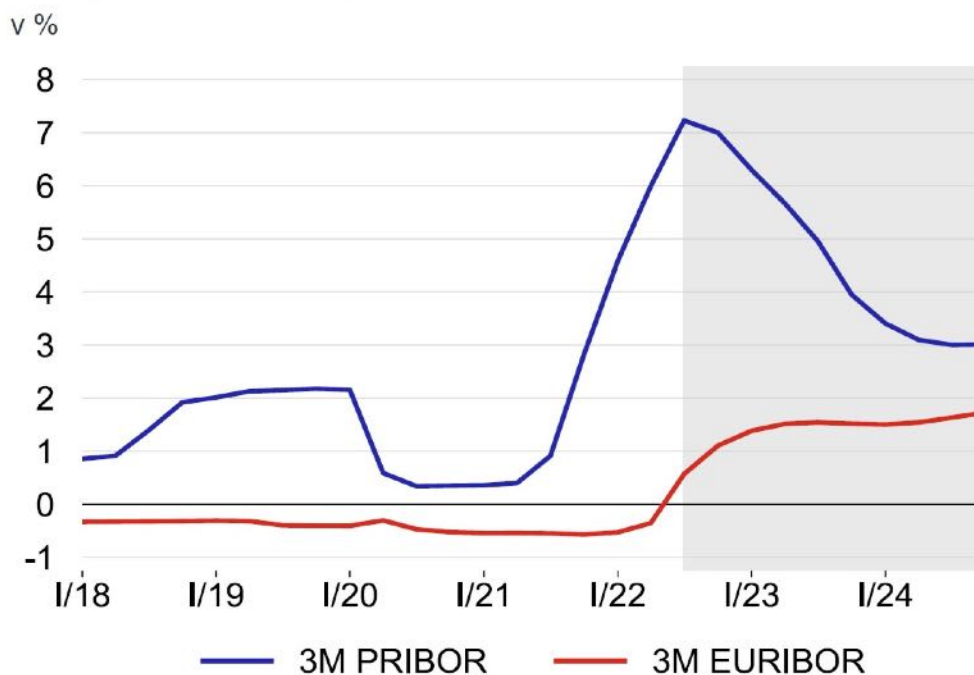
Graf: ČNB

2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

2.5 Vývoj a prognóza úrokových sazeb

- Bankovní rada ČNB na srpnovém měnově-politickém zasedání ponechala dvoutýdenní repo sazbu na úrovni **7,00 %**, v souladu se základním scénářem prognózy (s posunutým horizontem měnové politiky). S prognózou je konzistentní stabilita tržních úrokových sazeb následovaný jejich rychlým poklesem v roce 2023 (průměr repo sazby ČNB za 4Q 2023 na úrovni **3,60 %**).
- Scénář s nezměněným horizontem měnové politiky 12-18 měsíců naopak ukazuje na potřebu dalšího zvýšení úrokových sazeb.
- Finanční trh v současnosti očekává vyšší úroveň úrokových sazeb než základní scénář prognózy ČNB v roce 2023. Finanční trh očekává 3M PRIBOR v srpnu 2023 na úrovních blízkých **6,20 %** (zatímco průměr sazby 3M PRIBOR ve 3Q 2022 je v prognóze na úrovni **5,00 %**).

Prognóza úrokových sazeb (základní scénář)



Graf: ČNB

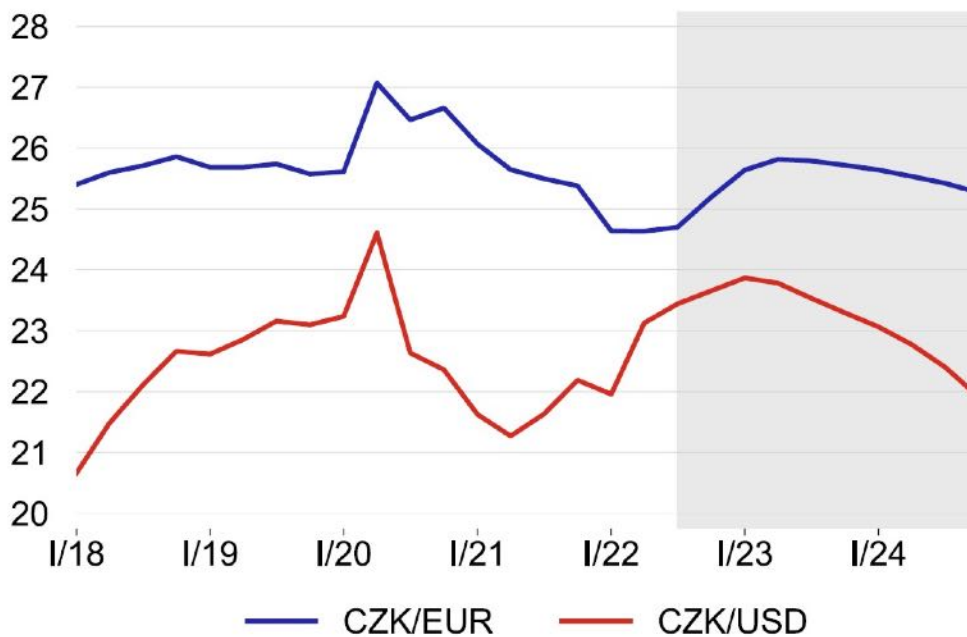
2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

2.6 Prognóza vývoje směnných kurzů

- Koruna by podle prognózy ve druhé polovině roku 2022 a v roce 2023 měla oslabovat částečně také vlivem nižšího úrokového diferenciálu mezi EUR a CZK. Směnný kurz EUR/CZK by měl v ročním horizontu oslabit až na úroveň okolo 25,80, tj. na úrovni blízkým **forwardovým kurzům** obchodovaných na finančních trzích na stejné období.
- Oslabení směnného kurzu EUR/CZK v prognóze nepředstavuje závazek ČNB postupně snižovat úroveň na kterých intervenuje od května 2022 na podporu koruny.

Prognóza měnového kurzu

nominální měnový kurz



Graf: ČNB

3. Základní makroekonomická data/svět

3.1 Aktuální vývoj světového HDP

USA – HDP za 2Q 2022 se nacházelo na úrovni **-0,9 % q/q** (anualizovaně), jedná se o druhé negativní čtvrtletí v řadě

Eurozóna – HDP Eurozóny za 1Q 2022 se nacházelo na úrovni **+0,7 % q/q** (+4,0 % y/y)

	2022	2023
HDP – predikce FED¹	1,7 %	1,7 %
HDP – predikce ECB¹	2,8 %	2,1 %

¹ Predikce z června 2022, další aktualizace v září 2022, predikce na bázi y/y.

3.2 Aktuální vývoj inflace a nákupního chování spotřebitelů

USA – spotřebitelská inflace CPI se v dubnu 2022 nacházela na úrovni **8,5 % y/y**

Eurozóna – spotřebitelská inflace se v červenci 2022 nacházela na úrovni **8,9 % y/y**

	2022	2023
PCE y/y – predikce FED	5,2 %	2,6 %
Inflace y/y – predikce ECB	6,8 %	3,5 %



3. Základní makroekonomická data/svět

S&P PMI – Purchase Manager Index

USA – od března S&P PMI indikátory postupně klesají, v červenci 2022 se index S&P PMI Services překvapivě dostal na úroveň nižší než 50 bodů, která signalizuje kontrakci (obdobný index ISM Non-manufacturing kontrakci neindikuje). Vývoj indexů S&P PMI jasně ukazuje trend výrazného zpomalení americké ekonomiky

Eurozóna – v Eurozóně vidíme obdobný vývoj jako v USA s tím rozdílem, že index S&P PMI Services naopak zůstává na růstových úrovních a hodnota indexu PMI Manufacturing se v červenci dostala těsně pod úroveň 50. Negativní výhled průmyslu v Německu je podpořen statistikou IFO business expectations, která ukazuje velmi pesimistická očekávání v německého průmyslu (srovnatelná s úrovněmi roku 2008).

Ceny průmyslových producentů (PPI) rostou v současnosti v České republice o 26,8 % ročně, v Eurozóně dokonce o více než 35,8 % ročně, dochází však k jejich stabilizaci nebo dokonce mírnému poklesu, zpomalení ekonomiky indikované S&P PMI indikátory se tedy začíná projevovat i v cenové oblasti.

S&P PMI – 07/2022

	S&P PMI Composite	S&P PMI Manufacturing	S&P PMI Services
USA	47,7	52,8	47,3
Eurozóna	49,9	49,8	51,2
ČR		46,8	

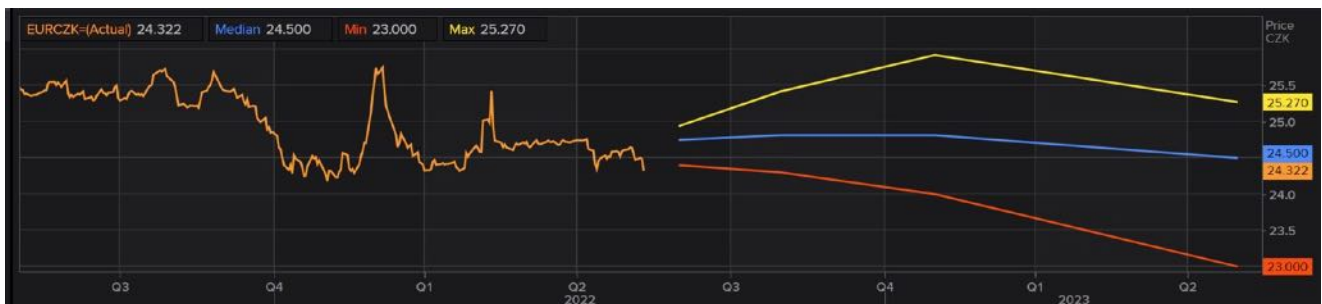
(hodnota indexu PMI nad 50 indikuje růst, hodnota indexu PMI pod 50 indikuje pokles)

4. Finanční trhy

4.1 Směnný kurz EUR/CZK

- Predikce finančních analytiků v anketě Reuters FX Poll z 03/08/2022 předpokládají na rozdíl od základního scénáře ČNB stabilitu směnného kurzu EUR/CZK v průběhu letošního roku – medián odhadu EUR/CZK 24,50 na konci července 2023 je nižší než hodnota kurzu v základním scénáři ČNB (průměrný kurz v 3Q 2023 v základním scénáři ČNB je 25,80).

Reuters FX Poll 03/08/2022



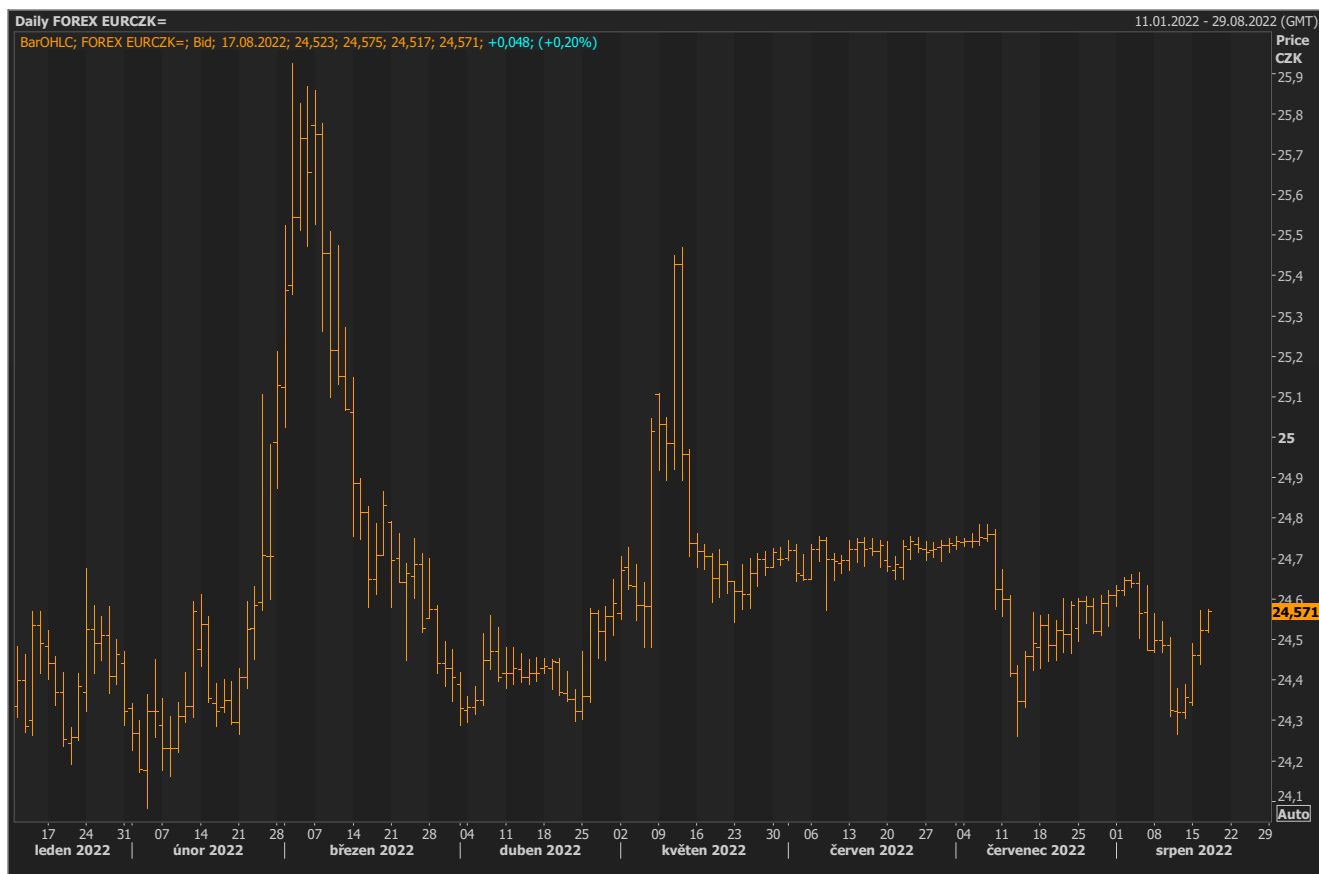
Data: Refinitiv

V průběhu května 2022 po jmenování nového guvernéra ČNB vynaložila na měnové intervence přibližně 3,5 miliardy EUR a podařilo se jí posílit směnný kurz EUR/CZK na hodnoty blízké před intervencemi (úroveň okolo 24,75). Následující tři měsíce koruna vykazovala velmi nízkou volatilitu díky pokračujícím intervencím ČNB na její podporu (statistika vydávaná ČNB se zpožděním ukazuje nákup dalších více než 7 miliard EUR v průběhu června 2022). V současnosti probíhající intervence pomáhají ČNB v boji s vysokou inflací (omezují růst dovozních cen a stahují koruny z peněžního oběhu), potenciálním problémem je omezenost devizových rezerv ČNB. Z pohledu podílu rezerv k HDP má ČNB jedny z největších devizových rezerv na světě, v nominální hodnotě však jejich velikost není tak významná. Pokud by intervence výrazně snížily objem devizových rezerv, ČNB by byla nucena začít tyto intervence omezovat (nižší objemy intervencí, zřejmě v kombinaci s vyššími intervenčními úrovněmi) nebo jako maďarská centrální banka použít na obranu koruny vyšší úrokové sazby. Objem devizových rezerv ČNB a rychlost jejich změny je v současnosti nejpodstatnější informací pro další vývoj směnného kurzu EUR/CZK.

Na prodej koruny ze strany zahraničních investorů má významný vliv monetární politika centrálních bank. Na jedné straně FED i ECB normalizují monetární politiku (zvyšují úrokové sazby, stabilizují nebo dokonce redukuje hodnotu finančních aktiv na svých bilancích), na druhé straně nová Bankovní rada ČNB indikuje spíše stabilitu úrokových sazeb. Při výrazně vyšší inflaci v ČR než v USA nebo Eurozóně jsou tak korunové reálné úrokové sazby výrazně nižší než v případě eura nebo dolaru, což snižuje její atraktivitu. Zároveň běžný účet i obchodní bilance ČR se na rozdíl od minulých let nachází ve výrazném deficitu (stejně jako veřejné finance), tedy i finanční toky z reálné ekonomiky působí v neprospěch koruny. Koruna je v současnosti podporována pouze intervencemi ČNB a snižujícím se nominálním úrokovým diferencíálem, ostatní faktory jsou pro korunu nepříznivé. V případě omezení nebo ukončení intervencí ČNB by nefinanční podniky v ČR byly vystaveny ztrátám z eurových úvěrů, které neodpovídají příjmům v euru.

4. Finanční trhy

4.2 Vývoj EUR/CZK v roce 2022



Data a graf: Refinitiv

4. Finanční trhy

4.3 Úrokové sazby

- Základní sazba americké centrální banky FED byla na červencovém zasedání zvýšena o 0,75 % na současnou hodnotu 2,25 % – 2,50 %, a medián predikcí členů FOMC indikuje jejich další zvýšení do konce roku 2022 na úroveň 3,25 % – 3,50 %. Zároveň FED utahuje monetární politiku odprodejem dříve nakoupených finančních aktiv ze své bilance.
- Stejně tak ECB ukončila v červenci program nákupu aktiv a poprvé po jedenácti letech zvýšila depozitní úrokovou sazbu o 0,50 % a indikuje její další zvyšování v letošním roce (současná depozitní sazba ECB 0,00 %).
- Zvýšení úrokových sazeb v červnu letošního roku může být s nemalou pravděpodobností poslední. Nestandardní změna horizontu monetární politiky Bankovní radou ČNB, která vedla k výraznému snížení trajektorie úrokových sazeb v prognóze ČNB, je zřetelným signálem o současných preferencích nové většiny v Bankovní radě ČNB. Hodnota sazby 3M Pribor pro data do konce roku se obchoduje na stabilních úrovních blízkých 7,25 % (konzistentních se stabilitou repo sazby ČNB 7,00 %). Dlouhodobé úrokové sazby od poloviny června začaly výrazně padat v reakci na zpomalující ekonomiku a změny v komunikaci ČNB.

Hodnota CZK úrokového swapu se splatností pět let



Data a graf: Refinitiv



