



Ekonomika a finanční trhy

12/2022

mazars

Úvod

Představujeme vám další číslo přehledu „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 Ceny zemního plynu s dodáním 1M a 1Y na evropském trhu TTF
- 06** 1.3 EUR financování v ČR
- 06** 1.4 Rizika oslabení koruny

2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

- 07** 2.1 Shrnutí prognózy ekonomického vývoje dle ČNB
- 08** 2.2 Prognóza vývoje tuzemského HDP
- 09** 2.3 Prognóza vývoje inflace
- 10** 2.4 Prognóza vývoje trhu práce a vývoje mezd
- 11** 2.5 Vývoj a prognóza úrokových sazeb
- 12** 2.6 Prognóza vývoje směnných kurzů

3. Základní makroekonomická data/svět

- 14** 3.1 Aktuální vývoj světového HDP
- 14** 3.2 Aktuální vývoj inflace a nákupního chování spotřebitelů

4. Finanční trhy

- 16** 4.1 Směnný kurz EUR/CZK
- 16** 4.2 Vývoj devizových rezerv ČNB v letech 2012-2022 (v miliardách EUR)
- 17** 4.3 Vývoj EUR/CZK v roce 2022
- 18** 4.4 Úrokové sazby

1. Přehled nejdůležitějších událostí v české ekonomice

1.1 Základní shrnutí

- Pokles HDP se bude dále prohlubovat; ČNB předpokládá v roce 2023 pokles ekonomické aktivity v meziročním vyjádření (tři čtvrtletí negativního růstu HDP na bázi q/q až do prvního čtvrtletí 2023).
- Růst spotřebitelských cen se bude i v roce 2023 pohybovat vysoce nad inflačním cílem ČNB (průměrná meziroční inflace v roce 2023 na úrovni 9,1 % – odhad ČNB).
- Reálné příjmy i v příštím roce budou podle predikce ČNB klesat, neboť předpokládané tempo růstu nominálních mezd (přibližně 7 %) bude zaostávat za inflací.
- Ceny elektrické energie a zemního plynu v ČR od léta výrazně poklesly, ale stále se roční fixace dodávek pohybují na výrazně vyšších úrovních než na jaře 2022 (elektrická energie 340 EUR/MWh, zemní plyn 130 EUR/MWh). Naplněnost zásobníků je v současnosti na nejvyšší úrovni za posledních pět let.
- Korunové úrokové sazby pravděpodobně dosáhly své maximální úrovně v tomto cyklu, předpokládá se však pouze jejich velmi mírné snižování v roce 2023. Naproti tomu EUR a USD úrokové sazby budou v první polovině roku 2023 dále růst.
- Vývoj směnného kurzu EUR/CZK je poměrně stabilní díky měnovým intervencím ČNB. Hlavním rizikem pro vývoj koruny zůstává případný výrazný pokles devizových rezerv ČNB.

Predikce ekonomického vývoje ČR je zatížena značnými nejistotami, finanční trhy citlivě reagují na nově přicházející data o vývoji ekonomiky úpravou obchodovaných cen.

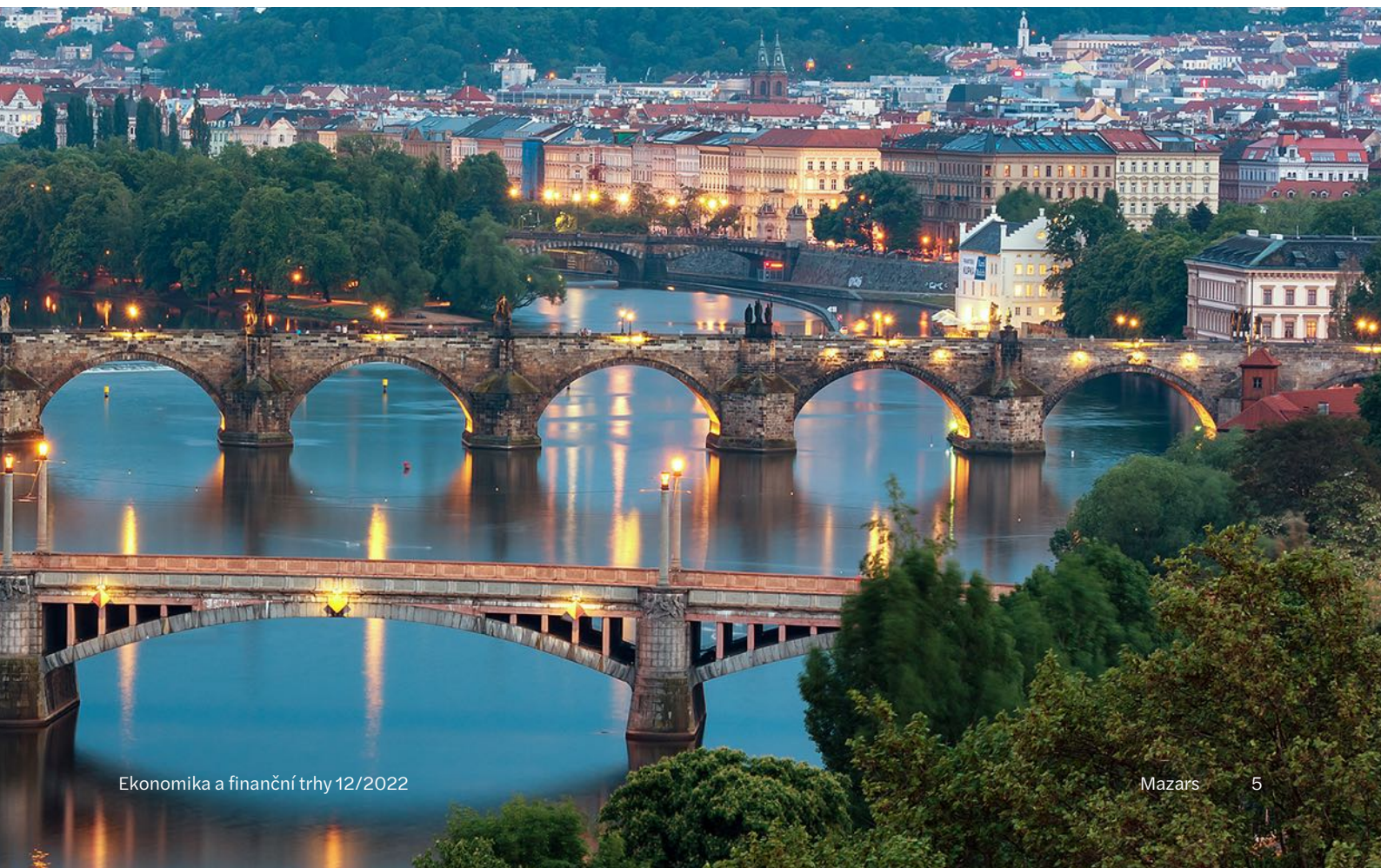


1. Přehled nejdůležitějších událostí v české ekonomice

1.2 Ceny zemního plynu s dodáním 1M a 1Y na evropském trhu TTF



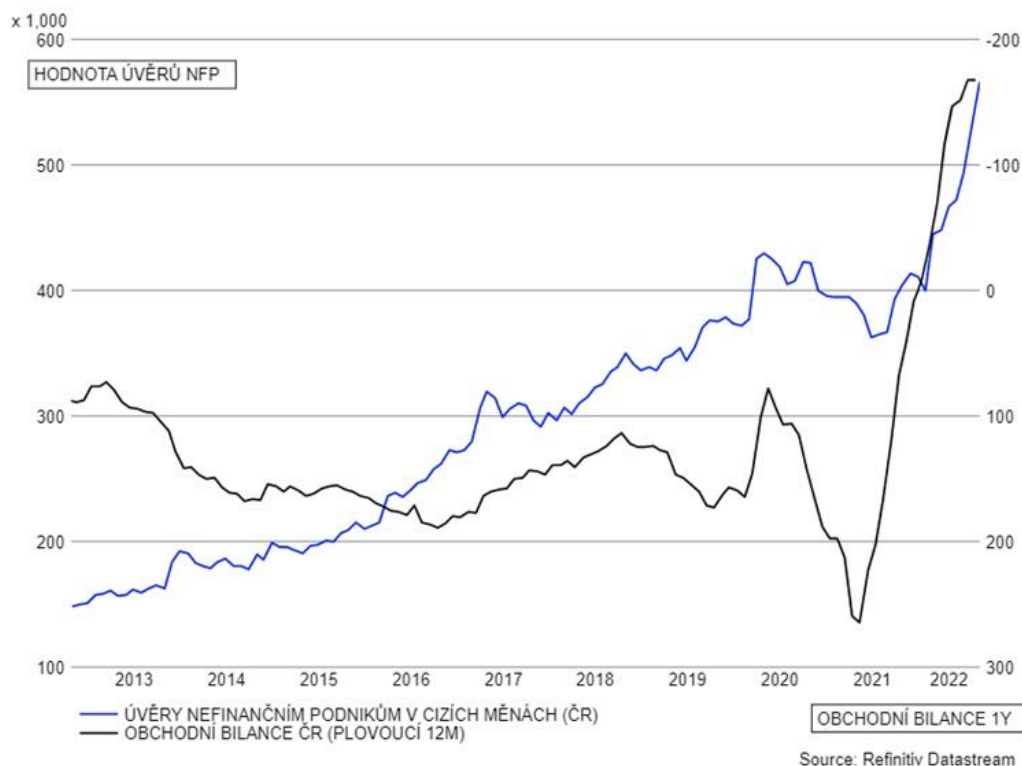
Data a graf: Refinitiv



1. Přehled nejdůležitějších událostí v české ekonomice

1.3 EUR financování v ČR

Od roku 2021 dochází k výraznému zhoršení obchodní bilance ČR a zároveň značnému růstu objemu financování v EUR nefinančními podniky v ČR. V současnosti EUR úvěry mají více než 40% podíl na celkovém financování nefinančních společností v ČR. Dostupná data potvrzují hypotézu, že nárůst úvěrů v EUR primárně souvisí se snahou nefinančních podniků omezit růst úrokových nákladů v českých korunách, zatímco přirozené zajištění měnového rizika v rozhodování o způsobu financování je méně důležité. Splácení úvěrů v EUR je tak pro mnoho společností spojeno s měnovým rizikem oslabení české koruny k EUR.



1.4 Rizika oslabení koruny

- Současné intervence ČNB nepředstavují období kurzového závazku z období 2013-2017, ČNB se nezavazuje bránit oslabení koruny na předem specifikované úrovni.
- Česká ekonomika se nachází po dlouhé době v situaci dvojího deficitu (záporná obchodní bilance, rozpočtový schodek). V roce 1997 vedl dvojí deficit ke spekulativnímu útoku na českou korunu s negativními dopady na české hospodářství.
- Nominální úrokové sazby jsou sice stále vyšší v ČR než v Eurozóně a USA, ale reálné úrokové sazby (zvláště v USA) jsou výrazně vyšší než v případě české koruny. Zvyšování USD a EUR úrokových sazeb dále snižuje atraktivitu koruny pro zahraniční investory a tím zvyšuje pravděpodobnost jejího prodeje.

Jediným výrazně pozitivním faktorem pro českou korunu zatím zůstává deklarovaná připravenost ČNB používat devizové rezervy na podporu koruny, která však není permanentním závazkem ČNB a může být z různých příčin ukončena.

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 IV. 2022), zveřejněna po zasedání bankovní rady ČNB v listopadu 2022.
- Ve srovnání s předchozí prognózou analytický team ČNB předpokládá výraznější pokles HDP v letech 2023-2024, predikce inflace nebyla výrazně změněna.
- Směnný kurz EUR/CZK byl především v roce 2023 upraven ve směru silnějšího kurzu EUR/CZK, zároveň nová prognóza indikuje vyšší úrokové sazby 3M Pribor v letech 2023-2024 (respektive výrazně nižší pokles repo sazby ČNB, než v srpnové prognóze).
- Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy na horizontu měnové politiky jako výrazné a jdoucí oběma směry.

Základní predikce vývoje ČNB

	2022	2023
Celková inflace (%)	15,8	9,1
HDP	2,2	-0,7
Průměrná nominální mzda	6,3	7,7
Měnový kurz (CZK/EUR)	24,6	24,8
Úroková sazba 3M PRIBOR (%)	6,6	7,0

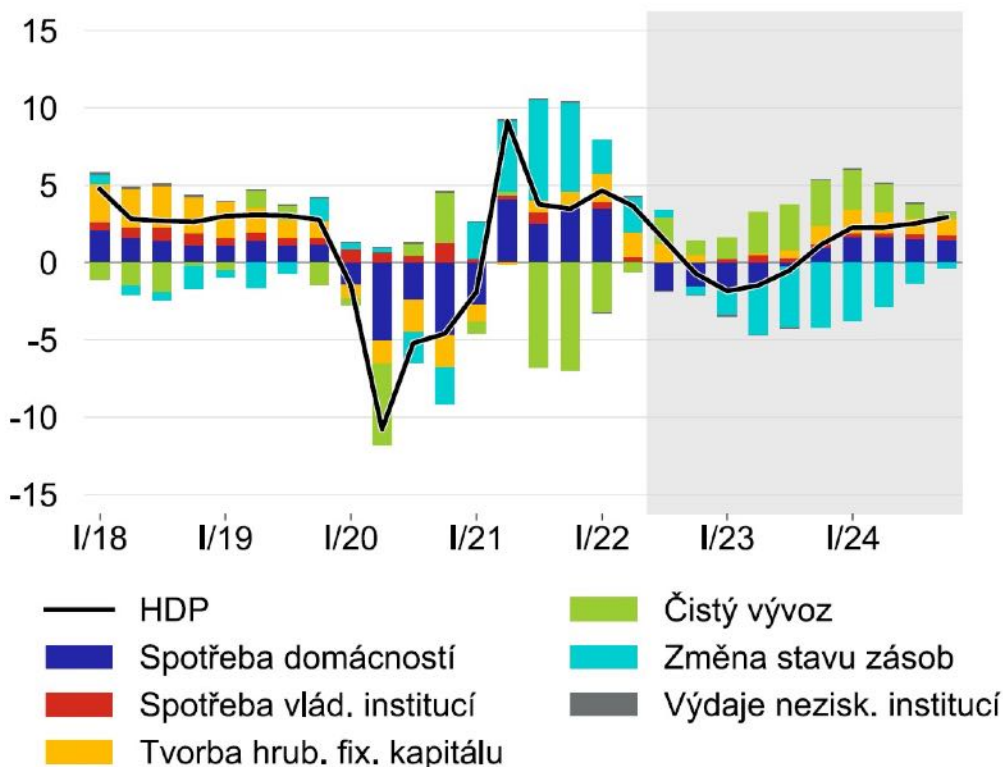


2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

2.2 Prognóza vývoje tuzemského HDP

- Základní scénář ČNB očekává růst HDP v roce 2022 na úrovni **2,2 %**, ale pouze vlivem lepšího výkonu ekonomiky v prvním pololetí roku 2022. Na výhledu ČNB očekává pokračování poklesu ekonomické aktivity (první odhad HDP za 3Q 2022 - 0,4 % q/q) ve čtvrtletním vyjádření až do prvního čtvrtletí roku 2023. Výkon ekonomiky by měl v roce 2023 poklesnout o **-0,7 %**.
- Hospodářský růst v posledním čtvrtletí letošního roku výrazně zpomalí. ČNB očekává především výrazný propad spotřeby domácností vlivem poklesu reálných příjmů. Podniky budou v podmínkách vysoké nejistoty omezovat investice, i vlivem zhoršené finanční situace a nízké domácí poptávky, tvorba zásob naopak zůstane zvýšená. Vývoz bude tlumen poklesem poptávky v eurozóně, což bude omezovat i kladný příspěvek čistého vývozu k růstu HDP.
- Přehřívání české ekonomiky rychle odeznívá 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

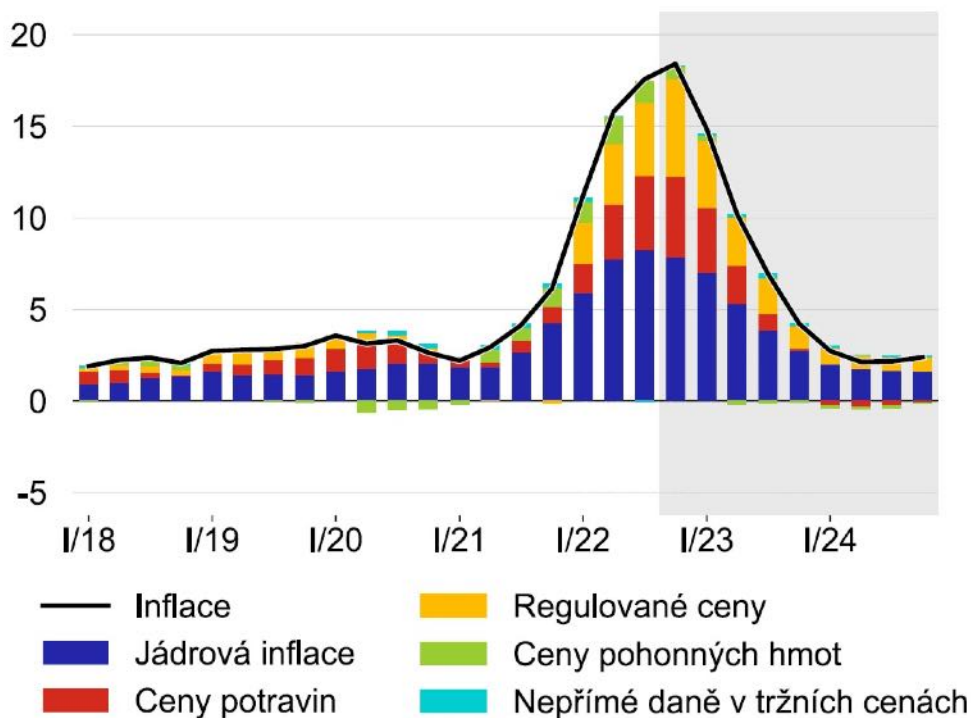
2.3 Prognóza vývoje inflace

- Meziroční inflace v říjnu 2022 poklesla na úroveň **15,1 %** (zveřejněno po vydání stávající prognózy ČNB) vlivem započítání státní podpory do cen energií ČSÚ v roce 2022. Bez započítání podpory by se inflace nacházela v souladu s prognózou ČNB a finančních institucí nad úrovní 18 %, výrazně nad horní úrovní inflačního tolerančního pásma ČNB (3 %).
- Základní predikce ČNB předpokládá průměr meziroční inflace v prvním čtvrtletí 2023 na úrovni **14,9 %**, **10,2 %** v druhém čtvrtletí 2023 a **4,2 %** v posledním čtvrtletí 2023. Do inflačního pásma ČNB by se inflace měla podle prognózy ČNB navrátit v prvním čtvrtletí roku 2024 (2,7 %)¹.
- Vliv působení vysokých dovozních cen bude v roce 2023 (díky statistickému efektu vysoké základny) postupně odeznívat a ve směru nižší inflace by měly působit i administrativní zásahy vlády (odpuštění poplatků za obnovitelné zdroje energie, cenové stropy). ČNB předpokládá, že k dosažení inflačního cíle přispěje působení monetární politiky (vyšší úrokové sazby) a zároveň i výrazný propad reálných mezd, který utlumí poptávkovou inflaci.

¹Nastavení modelu ČNB vždy na horizontu měnové politiky indikuje dosažení inflačního cíle.

Struktura inflace a její prognóza

v %, příspěvky v p. b.



Graf: ČNB

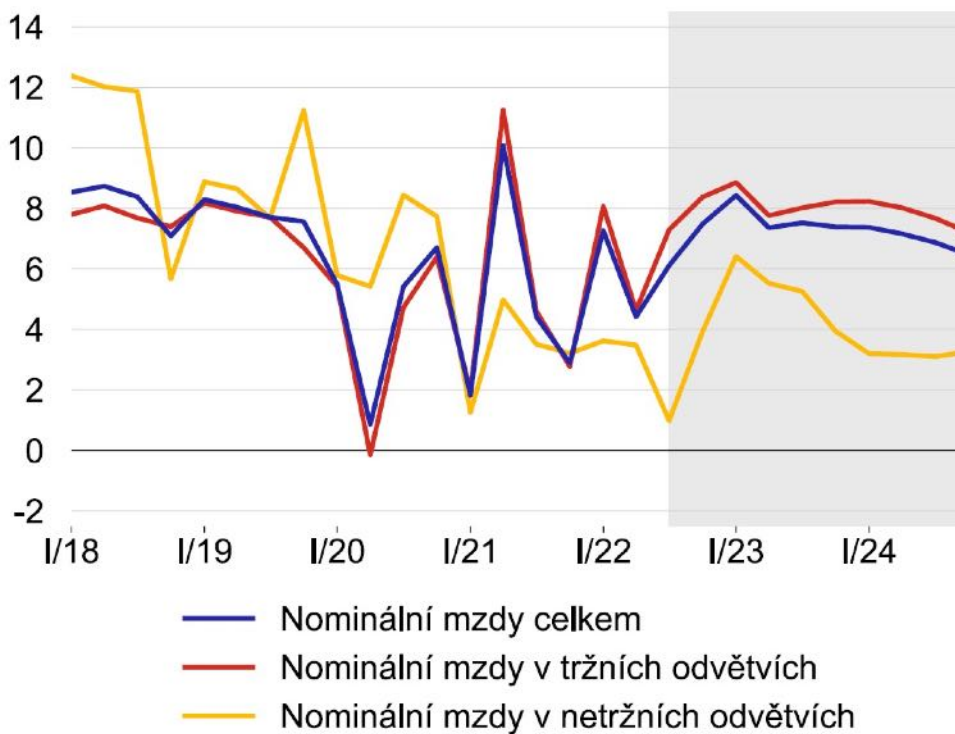
2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

2.4 Prognóza vývoje trhu práce a vývoje mezd

- Prognóza ČNB předpokládá, že zaměstnanost v letošním roce dosáhla svého vrcholu a následně bude pozvolna klesat v reakci na propad ekonomické aktivity. Propad reálných příjmů bude pokračovat i v roce 2023, neboť tempo růstu nominálních mezd bude i v dalších čtvrtletích zaostávat za inflací. Růst mezd v soukromém sektoru bude vyšší než v netržních odvětvích. ČNB očekává mzdovou dynamiku na úrovni 7 % v letošním i příštím roce, výraznější růst reálných mezd by měl nastat až v roce 2024.
- Mzdová statistika bude i v roce 2023 ovlivněna jednorázovými faktory jako je zvýšení minimální mzdy od ledna 2023. Odhad růstu průměrné nominální mzdy byl zvýšen na **6,3 %** pro rok 2022 a na **7,7 %** v roce 2023.

Prognóza mzdového vývoje

meziroční změny v %



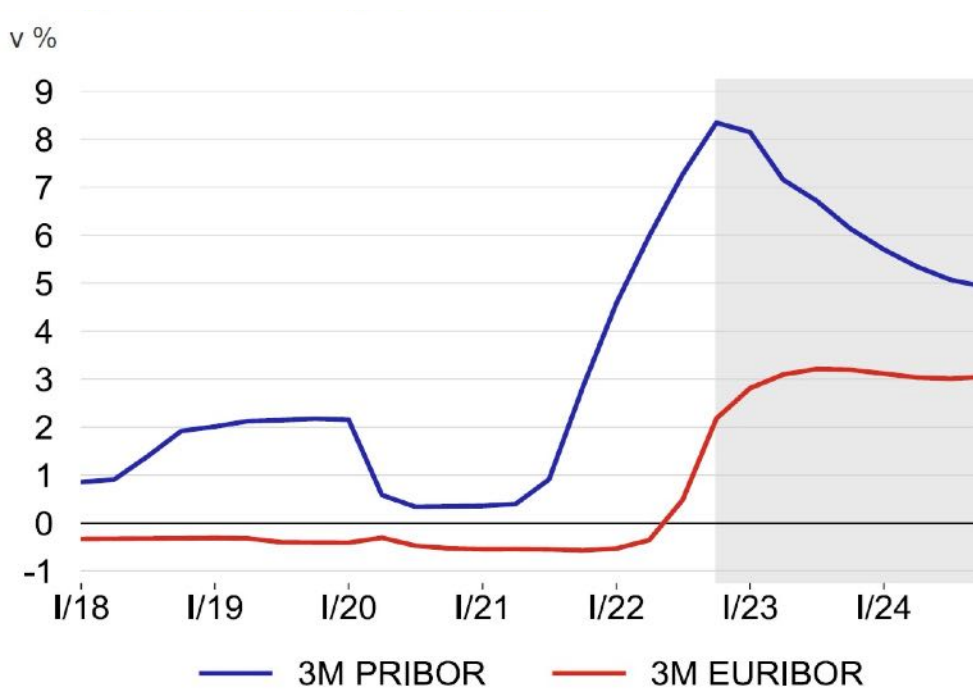
Graf: ČNB

2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

2.5 Vývoj a prognóza úrokových sazeb

- Bankovní rada ČNB na listopadovém měnově-politickém zasedání ponechala dvoutýdenní repo sazbu na úrovni **7,00 %**, přestože se základním scénářem podzimní prognózy je konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb následovaný jejich pozvolným poklesem (průměr repo sazby ČNB za 4Q 2023 na úrovni **5,80 %**).
- Finanční trh v současnosti očekává nižší úroveň úrokových sazeb než základní scénář prognózy ČNB do konce roku 2022 a v prvním čtvrtletí 2023, v delším období jsou rozdíly mezi prognózou a obchodovanými sazbami na finančním trhu nevýznamné.

Prognóza úrokových sazeb (základní scénář)



Graf: ČNB

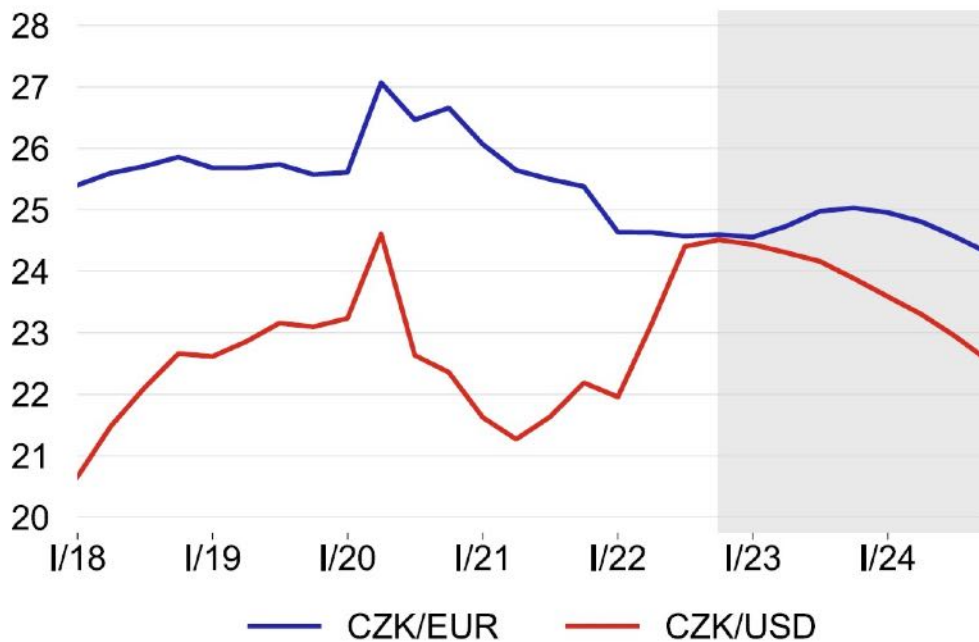
2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

2.6 Prognóza vývoje směnných kurzů

- Koruna by podle prognózy měla být poměrně stabilní a v druhé polovině roku 2023 pouze velmi mírně oslabovat vlivem nižšího úrokového diferenciálu mezi EUR a CZK. Směnný kurz EUR/CZK by měl v ročním horizontu oslabit na úroveň okolo 25,00, tj. pod úroveň **forwardových kurzů** obchodovaných na finančních trzích na stejné období.
- Stabilita směnného kurzu EUR/CZK v prognóze zřejmě předpokládá další působení intervencí ze strany ČNB, i když tyto intervence nepředstavují období kurzového závazku ČNB z let 2013-2017.

Prognóza měnového kurzu

nominální měnový kurz



Graf: ČNB



3. Základní makroekonomická data/svět

3.1 Aktuální vývoj světového HDP

USA – HDP za 3Q 2022 se nacházelo na úrovni **2,6 % q/q** (anualizovaně)

Eurozóna – HDP Eurozóny za 3Q 2022 se nacházelo na úrovni **+0,2 % q/q** (+2,1 % y/y)

	2023	2024
HDP – predikce FED¹	1,2 %	1,7 %
HDP – predikce ECB¹	0,9 %	1,9 %

¹ Predikce ze září 2022, další aktualizace v prosinci 2022, predikce na bázi y/y.

3.2 Aktuální vývoj inflace a nákupního chování spotřebitelů

USA – spotřebitelská inflace CPI se v říjnu 2022 nacházela na úrovni **7,7 % y/y**

Eurozóna – spotřebitelská inflace se v říjnu 2022 nacházela na úrovni **10,6 % y/y**

	2023	2024
PCE y/y – predikce FED	2,8 %	2,3 %
Inflace y/y – predikce ECB	5,5 %	2,3 %

3. Základní makroekonomická data/svět

S&P PMI – Purchase Manager Index

USA – S&P PMI indikátory postupně klesají a s výjimkou indexu S&P PMI Manufacturing jsou již na úrovni nižší než 50 bodů, která signalizuje kontrakci (obdobný index ISM za říjen 2022 kontrakci zatím neindikoval). Vývoj indexů S&P PMI naznačuje trend zpomalení americké ekonomiky.

Eurozóna – všechny indexy S&P PMI se v říjnu nacházely výrazně pod úrovní 50 bodů a signalizují nástup recese v Eurozóně. Negativní výhled průmyslu v Německu je podpořen statistikou IFO business expectations a ZEW business expectations, které ukazují velmi pesimistická očekávání v německého průmyslu (srovnatelná s úrovněmi roku 2008).

Růst cen průmyslových producentů (PPI) v České republice dosáhl svého vrcholu v červnu 2022 a nyní se nachází na úrovni 24,4 % ročně. V Eurozóně naopak v 3Q 2022 pokračoval růst cen průmyslových producentů, který se nachází se na hodnotě 41,9 %, téměř na dvojnásobku úrovně v České republice. Úroveň indexu S&P PMI Manufacturing v České republice potvrzuje předpoklady o probíhající recesi české ekonomiky.

S&P PMI – 10/2022

	S&P PMI Composite	S&P PMI Manufacturing	S&P PMI Services
USA	48,2	50,4	47,8
Eurozóna	47,3	46,4	48,6
ČR		41,7	

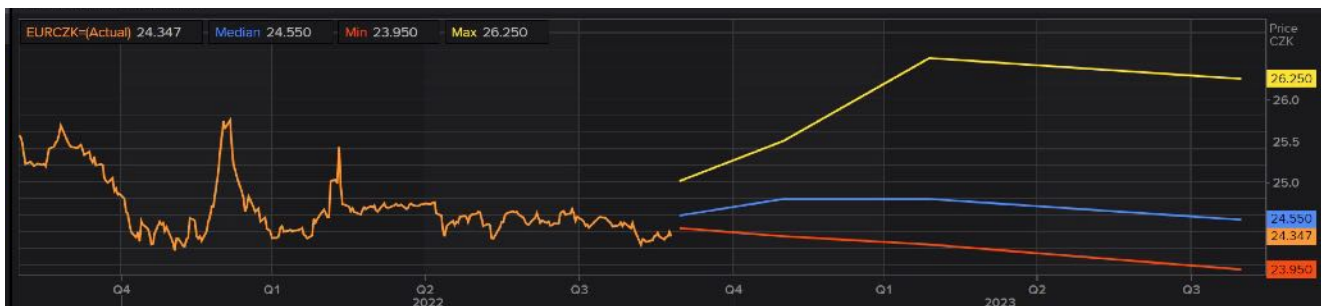
(hodnota indexu PMI nad 50 indikuje růst, hodnota indexu PMI pod 50 indikuje pokles)

4. Finanční trhy

4.1 Směnný kurz EUR/CZK

- Medián predikce finančních analytiků v anketě Reuters FX Poll z 02/11/2022 předpokládá v souladu se základním scénářem ČNB přibližnou stabilitu směnného kurzu EUR/CZK v průběhu letošního roku – medián odhadu EUR/CZK 24,55 na konci listopadu 2023 je nižší než hodnota kurzu v základním scénáři ČNB (průměrný kurz v 4Q 2023 v základním scénáři ČNB je 25,00).

Reuters FX Poll 02/11/2022



Data: Refinitiv

V dosavadním průběhu roku 2022 byla EUR/CZK poměrně stabilní s výjimkou dvou prudkých oslabení koruny v reakci na zahájení války na Ukrajině a jmenování nového guvernéra ČNB Aleše Michla. V květnu po oznámení jména nového guvernéra ČNB začala centrální banka intervenovat na devizovém trhu a tyto intervence s různou mírou intenzity trvají až do současnosti. Podle statistiky banky ČNB do září 2022 vynaložila na měnové intervence přibližně 25,5 miliardy EUR a podařilo se jí stabilizovat směnný kurz EUR/CZK na hodnotách blízké před intervencemi (úrovně okolo 24,25 – 24,80). V současnosti probíhající intervence pomáhají ČNB v boji s vysokou inflací (omezují růst dovozních cen a stahují koruny z peněžního oběhu) a snižují tlak na růst korunových úrokových sazeb a tím i náklady financování v českých korunách. Na druhé straně uměle udržovaný silný směnný kurz koruny k EUR má negativní vliv na obchodní bilanci ČR a konkurenceschopnost českého exportu.

4.2 Vývoj devizových rezerv ČNB v letech 2012-2022 (v miliardách EUR)



Data a graf: Refinitiv

4. Finanční trhy

Koruna je v současnosti podporována pouze intervencemi ČNB a snižujícím se nominálním úrokovým diferencíalem, ostatní faktory jsou pro korunu nepříznivé. Potenciálním problémem je omezenost devizových rezerv ČNB, v případě velmi rychlého poklesu devizových rezerv ČNB nelze vyloučit omezení intervencí ČNB na podporu koruny se všemi negativními důsledky.

4.3 Vývoj EUR/CZK v roce 2022



Data a graf: Refinitiv

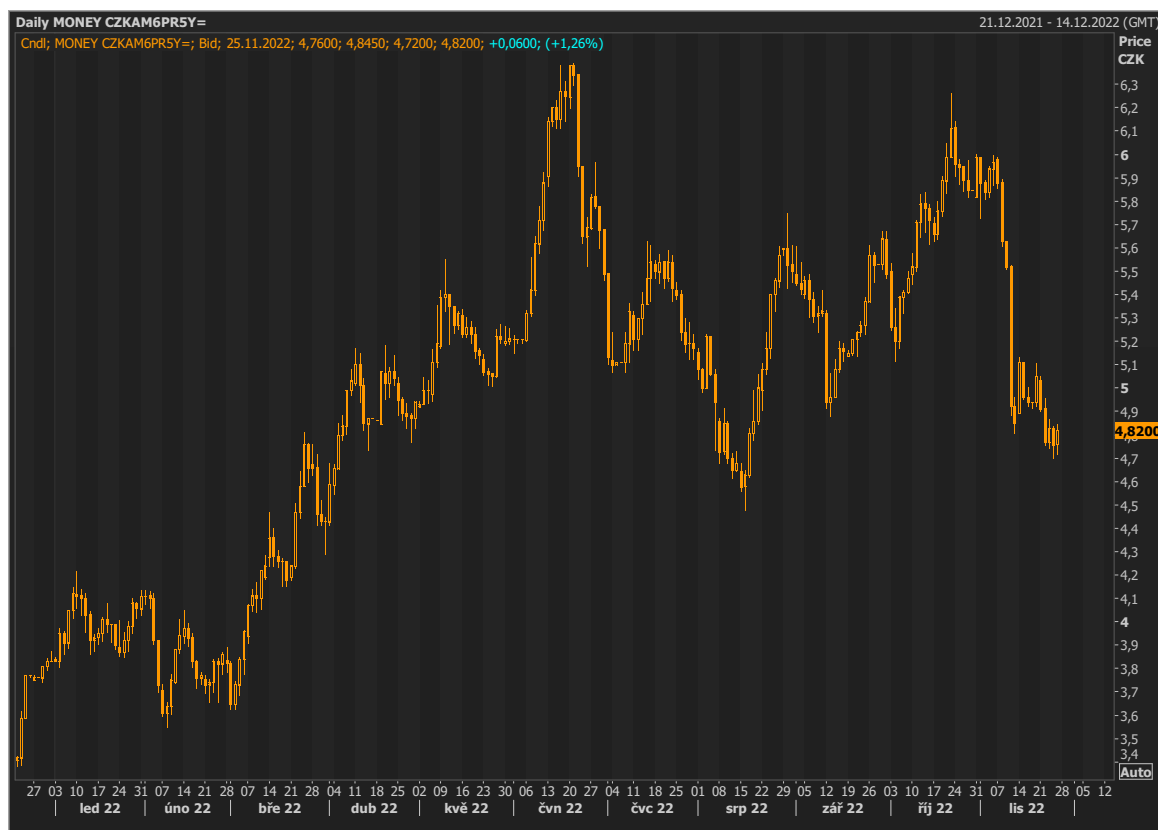


4. Finanční trhy

4.4 Úrokové sazby

- Základní sazba americké centrální banky FED byla na listopadovém zasedání opět zvýšena o 0,75 % na současnou hodnotu 3,75 % - 4,00 %, a medián predikcí členů FOMC indikuje jejich další zvýšení na úroveň 4,6 % v roce 2023. Zároveň FED pokračuje ve snižování své bilance odprodejem dříve nakoupených finančních aktiv, kterými dále zpřísňuje monetární politiku.
- Stejně tak ECB po jedenácti letech rychle zvyšuje depozitní úrokovou sazbu (naposledy v říjnu o 0,75 %) ze záporných úrovních na současnou úroveň 1,50 %. Trh předpokládá další růst depozitní sazby ECB až na úroveň okolo 3 %. Zároveň ECB ukončila v červenci program nákupu aktiv a úpravou podmínek programu půjček komerčním bankám TLTRO III se snaží snižovat svoji bilanci (zatím bez odprodeju aktiv nakoupených v rámci programu kvantitativního uvolňování).
- Zvýšení úrokových sazeb v červnu letošního roku předchází Bankovní radou ČNB je pravděpodobně posledním zvýšením úrokových sazeb. I když základní scénář makroekonomické prognózy ČNB ukazuje na potřebu dalšího zvýšení úrokových sazeb, stejně jako poslední měnově-politická zpráva Mezinárodního měnového fondu, v současné Bankovní radě zatím nemá zvyšování úrokových sazeb podporu. Zvýšení úrokových sazeb by přispělo k rychlejšímu plnění inflačního cíle ČNB (hlavního mandátu centrální banky) ovšem s negativním dopadem na hospodářský růst. Rizikem strategie současné Bankovní rady ČNB je dlouhodobější neplnění inflačního cíle, které by vyžadovalo vysoké úrokové sazby po delší dobu s negativním efektem na hospodářský růst (celkový negativní dopad může být i větší, než v případě krátkodobě vyšších úrokových sazeb). Hodnota sazby 3M Pribor pro data do konce roku se obchoduje na stabilních úrovních blízkých 7,20 % (konzistentních se stabilitou repo sazby ČNB 7,00 %). Výnosová křivka je výrazně invertovaná, dlouhodobé úrokové sazby jsou výrazně nižší v reakci na zpomalující ekonomiku a komunikaci ČNB.

Hodnota CZK úrokového swapu se splatností pět let



Data a graf: Refinitiv

