



Ekonomika a finanční trhy

03/2023

mazars

Úvod

Představujeme vám dvanácté 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 Inflace

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
- 17** 4.2 Vývoj EUR/CZK od roku 2022
- 18** 4.3 Úrokové sazby

1. Přehled nejdůležitějších událostí v české ekonomice

1.1 Základní shrnutí

- Česká ekonomika se v současnosti nachází v technické recesi, která podle ČNB bude pokračovat ještě v prvním čtvrtletí letošního roku. Míra poklesu bude výrazně nižší, než předpokládala makroekonomická prognóza ČNB z listopadu 2022.
- Růst spotřebitelských cen se bude i v roce 2023 pohybovat nad inflačním cílem ČNB (průměrná meziroční inflace v roce 2023 na úrovni 10,8 % – odhad ČNB). Od února 2024 i vlivem statistického efektu by se hodnota inflace měla výrazně snížit.
- Reálné příjmy i v příštím roce budou podle predikce ČNB klesat, neboť předpokládané tempo růstu nominálních mezd (přibližně 8,50 %) bude zaostávat za inflací.
- Ceny elektrické energie a zemního plynu v ČR vlivem mírné zimy a dalších faktorů výrazně poklesly, roční fixace dodávek se pohybují na úrovních z podzimu 2022 (elektrická energie 150 EUR/MWh, zemní plyn 55 EUR/MWh).
- Korunové úrokové sazby budou v první polovině roku pravděpodobně stabilní, dále se předpokládá jejich velmi mírné snižování ve druhé polovině roku 2023. Centrální banky ECB a FED budou pokračovat ve zvyšování EUR a USD úrokových sazeb i v první polovině roku 2023.
- Pozitivní úrokový diferenciál oproti EUR a závazek ČNB bránit „nadměrným výkyvům“ kurzu koruny vedly k posílení směnného kurzu EUR/CZK. Vývoj koruny však není podpořen lepšími výsledky české ekonomiky a je tedy citlivý na udržování stávajících podmínek ze strany 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 Inflace

Inflace v posledních letech nepředstavovala v České republice i ve vyspělých ekonomikách velký problém (naopak v minulém desetiletí se centrální bankéři obávali opačného jevu – deflace). Současná inflace vychází z kombinace několika faktorů, část z nich souvisejících s pandemií Covid-19:

- Silně expanzivní fiskální politika v reakci na Covid-19 (před vypuknutím Covid-19 těžko představitelné schodky veřejných rozpočtů, sociální transfery bez odpovídající ekonomické produkce).
- Uvolněná monetární politika v reakci na Covid-19 (nízké úrokové sazby, politika kvantitativního uvolňování).
- Pokles hrubého domácího produktu (pokles průmyslové produkce, omezení dostupnosti služeb) v souvislosti s Covid-19.

Efekt Covidu-19 je nejlépe vidět v USA, kde počáteční fáze inflace bylo možné pozorovat v sektoru zboží („core goods“). Po otevření ekonomiky v roce 2022 se tahounem inflace stal sektor služeb („core services“) a s ním související situace na přehřátém trhu práce (nezaměstnanost na historicky nízké úrovni 3,4 %). S Covidem-19 také souvisí proces zkrácení dodavatelských řetězců, který k minimalizaci výrobních nákladů přidal hledisko bezpečnosti.

Růst cen energetických surovin související s válkou na Ukrajině potom v ČR i v Evropě odstartoval za poslední dvě desetiletí nepoznanou míru inflace (časté porovnávání hodnoty inflace v jednotlivých zemích EU nedává smysl vzhledem k rozdílným vládním zásahům a regulacím v jednotlivých zemích - viz skokové snížení říjnové inflace vlivem vládního úsporného tarifu). Je naprosto zřejmé, že pokles cen zemního plynu, elektrické energie, pohonných hmot a zastavení růstu cen nemovitostí (zastavení růstu imputovaného nájemného) povede k výraznému poklesu míry inflace v ČR, není však zaručené, že se inflace dostane v první polovině roku 2024 na úroveň obvyklé před vypuknutím Covid-19. Rizika jsou především:

- Pozitivní ekonomický vývoj v zahraničí a nižší zpomalení zahraniční poptávky ve srovnání s předpoklady (znovuotevření čínské ekonomiky, lepší výkon ekonomiky USA a Eurozóny v 4Q 2022).
- Dovoz inflace z Eurozóny, ECB v makroekonomické predikci předpokládá plnění inflačního svého inflačního cíle až v roce 2025.
- Situace na trhu práce v ČR, relativně nízká nezaměstnanost a nominálně vysoký růst platů (společně se současným znehodnocením reálné kupní síly) nevytváří vhodné podmínky pro snížení tempa růstu platů na úroveň konzistentní s nízkou inflací.



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 I. 2023), zveřejněna po zasedání bankovní rady ČNB v únoru 2023.
- Horizont měnové politiky byl stejně jako v předchozích dvou případech změněn a nyní se nachází zpět na hodnotách 12 - 18 měsíců používaných Bankovní radou pod vedením Jiřího Rusnoka. Změna horizontu měnové politiky má vliv na výstupy prognózy ČNB.
- Ve srovnání s předchozí prognózou analytický team ČNB předpokládá vyšší hodnoty HDP, inflace i nominálních mezd v roce 2023, naopak v roce 2024 je predikce těchto hodnot pesimističtější oproti prognóze z listopadu 2022.
- Směnný kurz EUR/CZK byl v celém predikovaném období upraven ve směru silnějšího kurzu EUR/CZK, zároveň nová prognóza indikuje nižší úrokové sazby 3M Pribor v roce 2024 (respektive rychlejší pokles repo sazby ČNB v roce 2024).
- Bankovní rada ponechala hodnocení rizik prognózy na horizontu měnové politiky jako výrazné a jdoucí oběma směry.

Základní predikce vývoje ČNB

	2023	2024
Celková inflace (%)	10,8	2,1
HDP	-0,3	2,2
Průměrná nominální mzda (%)	8,5	6,9
Měnový kurz (CZK/EUR)	24,5	24,6
Úroková sazba 3M PRIBOR (%)	7,0	4,8

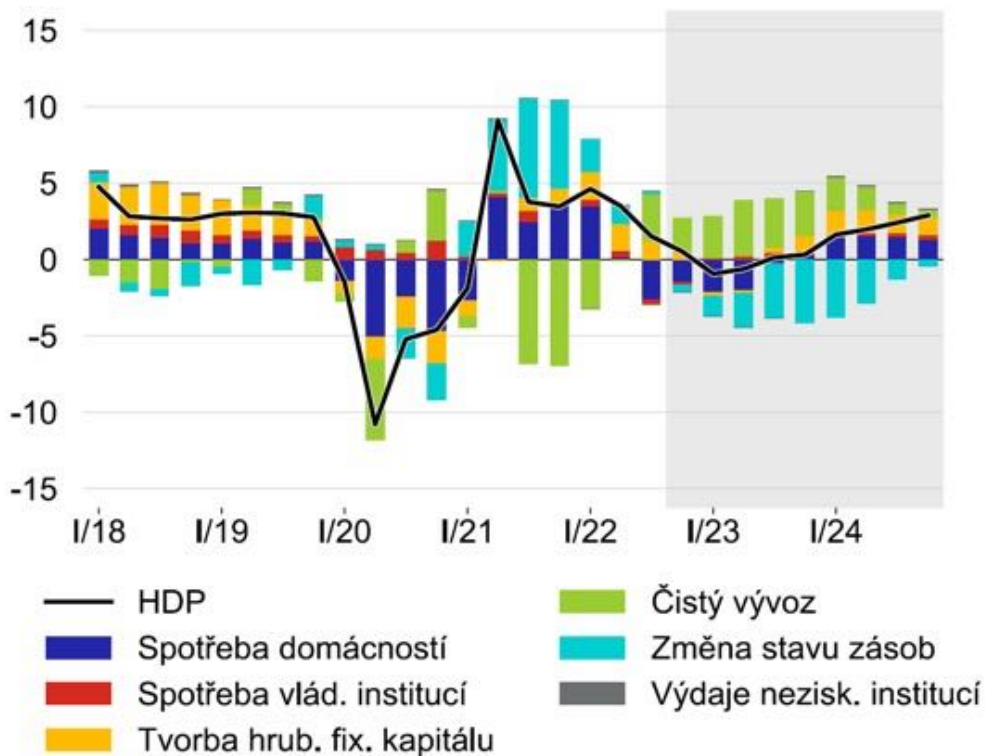
2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

2.2 Prognóza vývoje tuzemského HDP

- Základní scénář ČNB očekává pokles HDP v roce 2023 na úroveň -0,3 % po odhadovaném růstu v roce 2022 na úroveň 2,5 %. Ve výhledu ČNB očekává pokračování poklesu ekonomické aktivity (první odhad HDP za 4Q 2022 – 0,3 % q/q) i v prvním čtvrtletí roku 2023. Od druhého čtvrtletí 2023 předpokládá ukončení recese a návrat k růstu HDP na čtvrtletní bázi.
- Domácí ekonomický vývoj je tlumen zhoršující se finanční situací domácností. Předpokládaný pokles inflace povede k obnovení reálného mzdového růstu a nastartuje i oživení soukromé spotřeby, v celoročním úhrnu se tak spotřeba v roce 2023 po téměř dvou letech útlumu zvýší. Zpomalení růstu zahraniční poptávky se při přetrvávajícím nedostatku součástek a materiálů projeví zvolněním růstu vývozu a stále vysokou tvorbou zásob. Fixní investice vlivem zhoršené situace podniků budou klesat.
- Česká ekonomika se koncem loňského roku dostala pod svůj potenciál, kde setrvá po většinu prognózovaného horizontu.

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

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



Graf: ČNB

2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

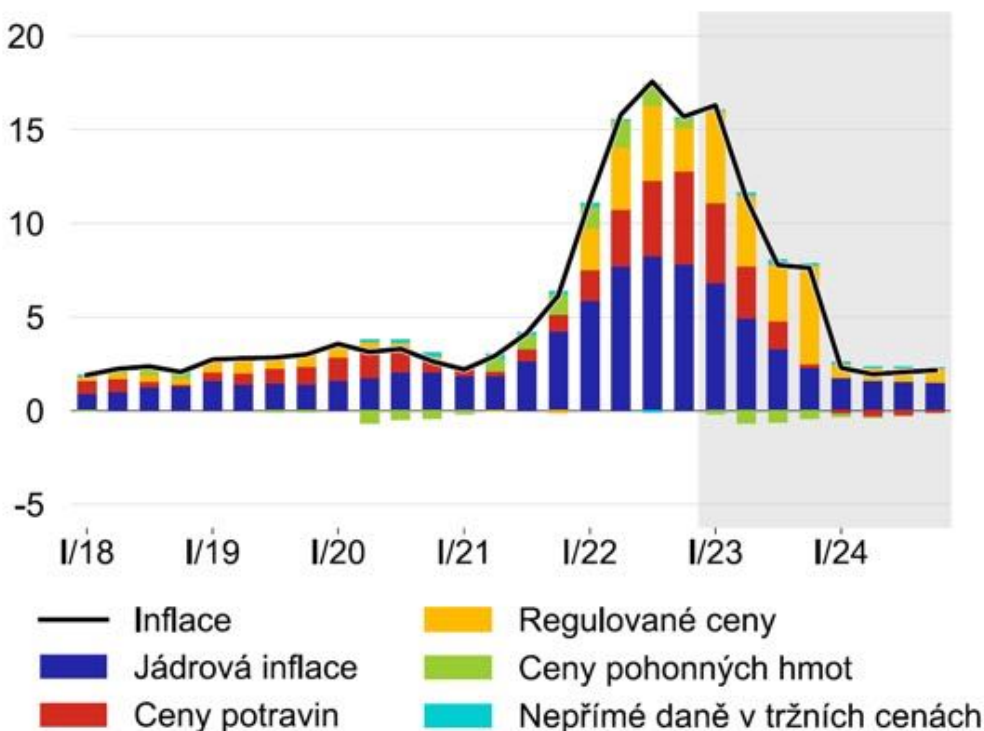
2.3 Prognóza vývoje inflace

- Meziroční inflace v lednu 2023 vzrostla na úroveň **17,5 %** (zveřejněno po vydání stávající prognózy ČNB) vlivem ukončení vládního úsporného tarifu.
- Základní predikce ČNB předpokládá průměr meziroční inflace v prvním čtvrtletí 2023 na úrovni **16,3 %**, **11,3 %** v druhém čtvrtletí 2023 a **7,6 %** v posledním čtvrtletí 2023. Do inflačního pásma ČNB by se inflace měla podle prognózy ČNB navrátit v prvním čtvrtletí roku 2024 (2,3 %)¹.
- Inflace v roce 2023 zvolní vlivem snižujících se nákladových tlaků ze zahraničí (pokles dovozních cen energií, silnější kurz koruny). Domácí nákladové tlaky letos lehce zmírní, nadále však zůstanou na zvýšené úrovni, jejich hlavním tahounem bude vysoký nominální růst mezd. Současně dojde k postupné korekci aktuálně kulminujících ziskových marží domácích výrobců, obchodníků a poskytovatelů služeb.
- Proinflačním rizikem je expanzivnější fiskální politika. Významným rizikem ve stejném směru zůstává i hrozba ztráty ukotvenosti inflačních očekávání a související riziko mzdově-inflační spirály.

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

Struktura inflace a její prognóza

v %, příspěvky v p. b.



Graf: ČNB

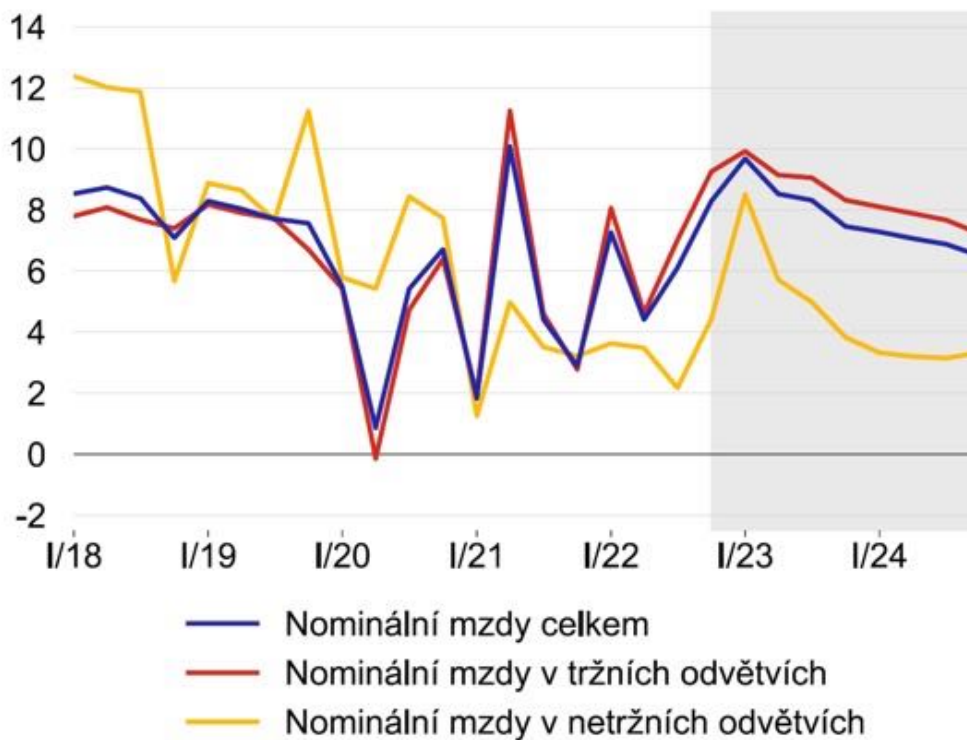
2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

2.4 Prognóza vývoje trhu práce a vývoje mezd

- ČNB předpokládá, že utlumená domácí ekonomická aktivita povede ke zmírnění napětí na trhu práce a míra nezaměstnanosti se začne pozvolna zvyšovat.
- Růst mezd v roce 2023 zrychlí, ale bude i po několik dalších čtvrtletí stále zaostávat za inflací. Výrazný propad reálných příjmů v loňském roce, se bude v menší míře opakovat i v roce letošním. Růst mezd v soukromém sektoru bude i v letošním roce vyšší než v netržních odvětvích, 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 **8,5 %** pro rok 2023, odhad pro rok 2024 zůstal na růstu **6,9 %**.

Prognóza mzdového vývoje

meziroční změny v %



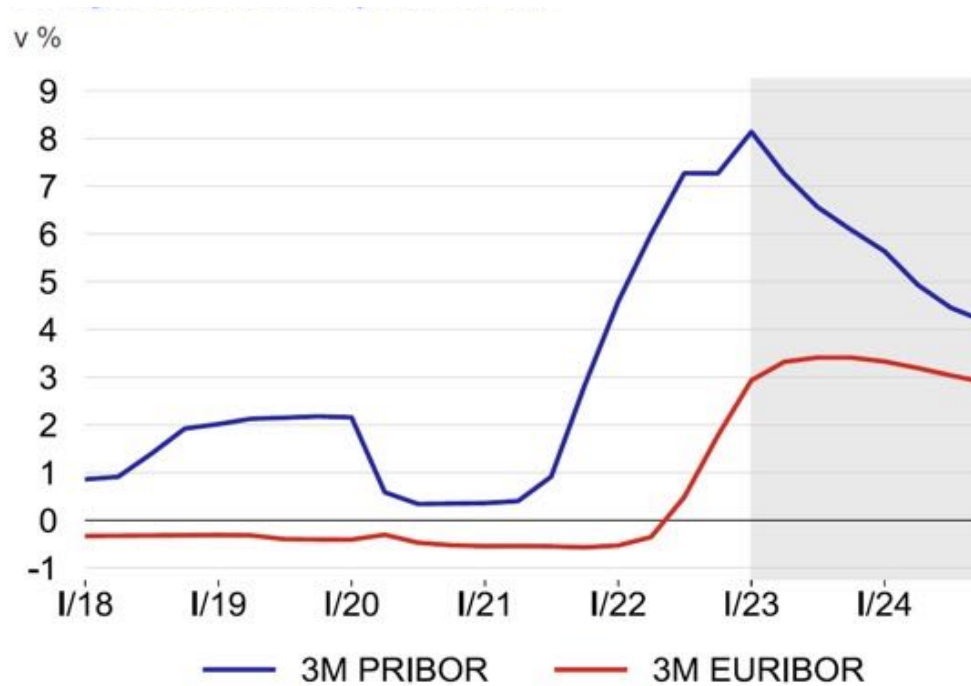
Graf: ČNB

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 (průměr repo sazby ČNB za 1Q 2023 v základním scénáři **7,8 %**) následovaný jejich pozvolným poklesem (průměr repo sazby ČNB za 4Q 2023 zůstal na úrovni **5,80 %**).
- Finanční trh v současnosti očekává (s výjimkou prvního čtvrtletí 2023) obdobné úrovně úrokových sazeb jako základní scénář prognózy ČNB.

Prognóza úrokových sazeb (základní scénář)



Graf: ČNB

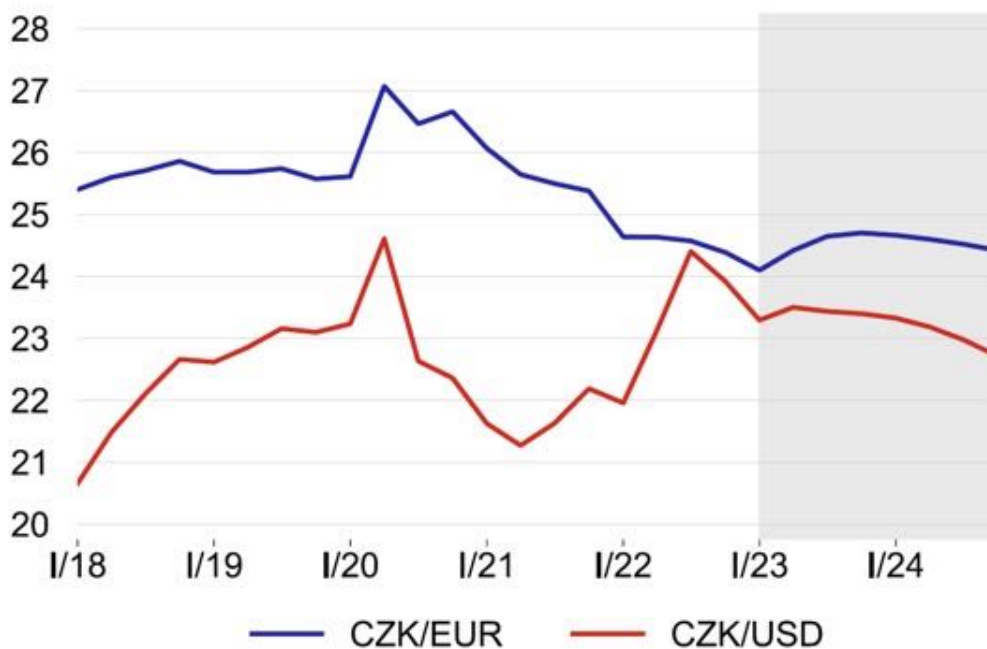
2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

2.6 Prognóza vývoje směnných kurzů

- Koruna by podle prognózy měla být postupně oslabovat i vlivem předpokládaného snížení úrokového diferenciálu oproti Eurozóně a v druhé polovině roku 2023 by se průměrný kurz měl nacházet na úrovních EUR/CZK 24,60 až 24,70. Oslabení směnného kurzu predikovaného centrální bankou je v současnosti vyšší než forwardové kurzy obchodovaných na finančních trzích na stejné.
- Po odeznění negativních dopadů narušených globálních řetězců i bezprostředních ekonomických dopadů válečného konfliktu na Ukrajině by mělo podle predikce dojít k obnovení kladného salda obchodní bilance a ke zlepšení globálního sentimentu. To se následně projeví v predikovaném pozvolném posilování kurzu koruny během roku 2024.

Prognóza měnového kurzu

nominální měnový kurz



Graf: ČNB



3. Základní makroekonomická data/svět

3.1 Aktuální vývoj světového HDP

USA – HDP za 4Q 2022 se nacházelo na úrovni **2,9 % q/q** (anualizovaně)

Eurozóna – HDP Eurozóny za 4Q 2022 se nacházelo na úrovni **+0,1 % q/q** (+1,9 % y/y)

	2023	2024
HDP – predikce FED²	0,5 %	1,6 %
HDP – predikce ECB²	0,5 %	1,9 %

² Predikce z prosince 2022, další aktualizace v březnu 2023, predikce na bázi y/y.

3.2 Aktuální vývoj inflace a nákupního chování spotřebitelů

USA – spotřebitelská inflace CPI se v lednu 2023 nacházela na úrovni **6,4 % y/y**

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

	2023	2024
PCE y/y – predikce FED	3,1 %	2,5 %
Inflace y/y – predikce ECB	6,3 %	3,4 %



3. Základní makroekonomická data/svět

S&P PMI – Purchase Manager Index

USA – S&P PMI indikátory se v průběhu 4Q 2022 nacházely na úrovni nižší než 50 bodů, která signalizuje kontrakci. HDP za 4Q 2022 však rostlo poměrně solidním tempem a jindy poměrně spolehlivé hodnocení S&P nákupních manažerů se tentokrát nepotvrdilo v reálném výkonu ekonomiky. Jedním z možných vysvětlení může být více pesimistická očekávání nákupních manažerů vlivem značné ekonomické nejistoty (válka na Ukrajině, volatilita cen energií, nestandardně rychlé zpříšňování monetární politiky ze strany centrální banky FED) než odpovídá skutečnosti.

Eurozóna – všechny indexy S&P PMI v říjnu dosáhly svého lokálního minima a následně začaly růst, v sektoru služeb dokonce nad úroveň 50 bodů. Za pozitivním vývojem předstihových ukazatelů stojí především vyloučení scénáře nedostatku energie v Evropě v letošní zimě se všemi negativy pro průmysl i služby. Stejně jako v USA se tedy pesimistická očekávání nákupních manažerů (zvláště v německém průmyslu) nenaplnila.

Indexu S&P PMI Manufacturing v České republice prošel obdobným vývojem jako index S&P PMI Manufacturing v Eurozóně, ovšem na výrazně nižších úrovních. První odhad HDP v České republice, tak potvrdil předpoklady o probíhající recesi české ekonomiky.

S&P PMI – 02/2023

	S&P PMI Composite	S&P PMI Manufacturing	S&P PMI Services
USA	50,2	47,8	50,5
Eurozóna	52,3	48,5	53,0
ČR		44,6	

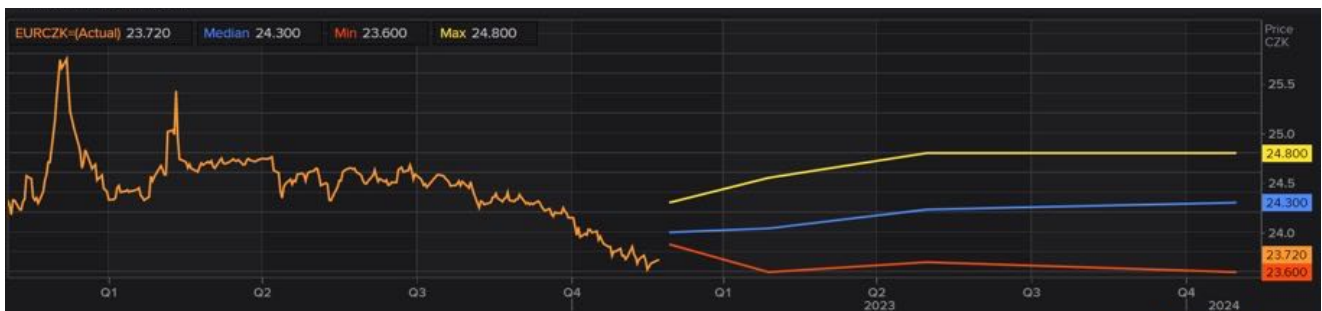
(hodnota indexu PMI nad 50 indikuje růst, hodnota indexu PMI pod 50 indikuje pokles)

4. Finanční trhy

4.1 Směnný kurz EUR/CZK

- Medián predikce finančních analytiků v anketě Reuters FX Poll z 8. 2. 2023 předpokládá v souladu se základním scénářem ČNB pomalé oslabování směnného kurzu EUR/CZK v průběhu roku – medián odhadu EUR/CZK 24,30 na konci února 2024 je nižší než hodnota kurzu v základním scénáři ČNB (průměrný kurz v 1Q 2024 v základním scénáři ČNB je 24,60).

Reuters FX Poll 08/02/2023

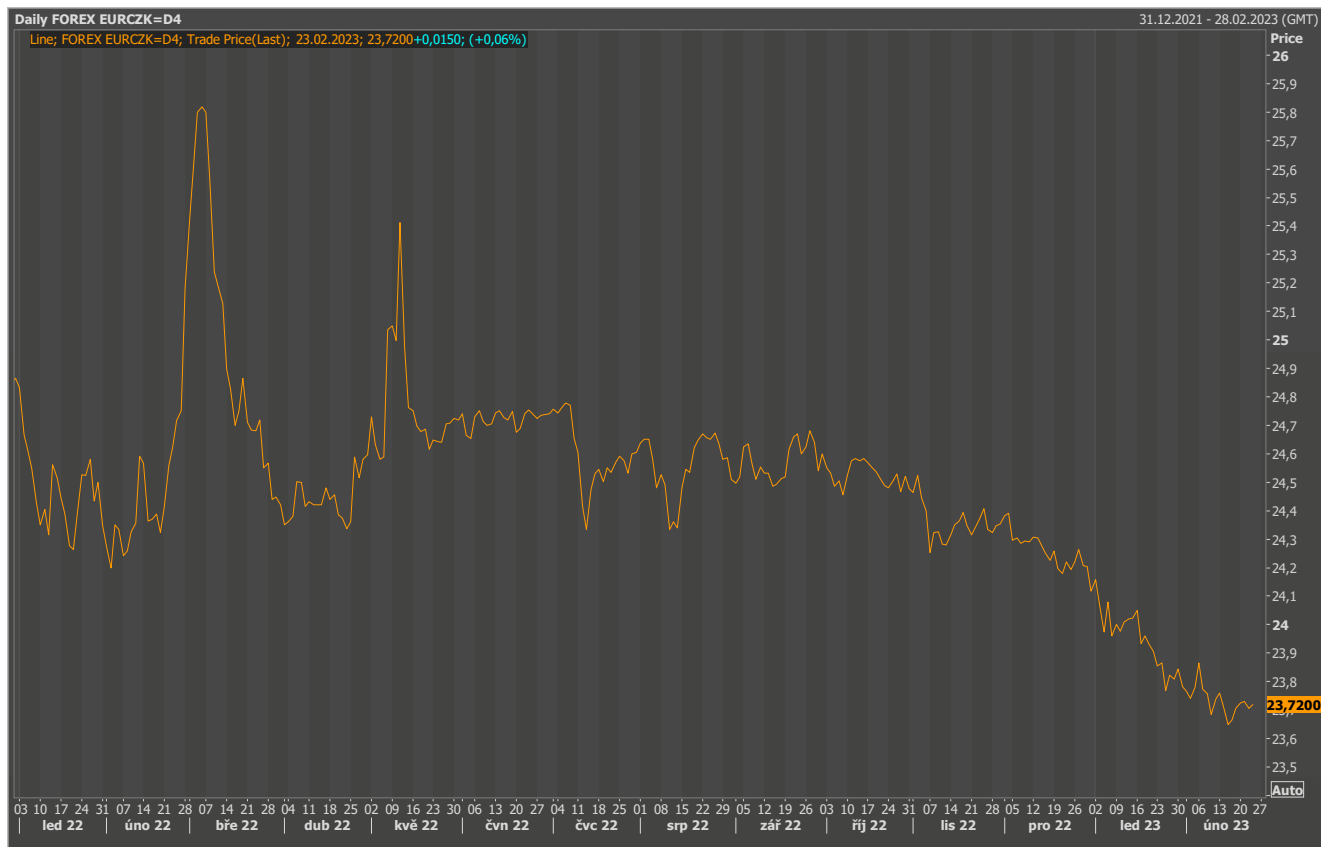


Data: Refinitiv

Česká koruna na konci roku 2022 a na začátku roku posílila vůči EUR na úroveň okolo 23,70. Za posílením směnného kurzu stojí nepřímo kroky centrální banky. ČNB dlouhodobě potvrzuje své odhodlání bránit „nadměrným výkyvům“ kurzu koruny. ČNB použila devizové intervence při oslabení kurzu EUR/CZK, na finanční trh se tak dostalo více než 25 miliard EUR z devizových rezerv ČNB (objem výrazně vyšší než roční deficit obchodní bilance ČR, který ani nedosahuje ekvivalentu 5 miliard EUR). V listopadu a prosinci 2022 již devizové intervence podle statistiky ČNB neprobíhaly. Guvernér Michl naopak vyjádřil spokojenost s posílením kurzu EUR/CZK, který pomáhá centrální bance v boji s inflací, která je vysoce nad inflačním cílem. Závazek ČNB se tedy jeví jako pouze jednostranný, pro případ oslabování CZK. Při významném úrokovém diferenciálu mezi EUR a CZK, který zvýhodňuje držení CZK a zároveň jednostrannému závazku ČNB bránit oslabení české koruny, se prodej EUR a CZK z krátkodobého obchodního hlediska jeví jako výnosná investice s limitovaným rizikem. Tradiční makroekonomické charakteristiky české ekonomiky nejsou schopny poskytnout vysvětlení pro posílení české koruny, jedinou významnou pozitivní zprávou je značný pokles cen energetických surovin na světových trzích, který by se měl projevit zlepšením v současnosti velmi nepříznivé obchodní bilance české ekonomiky.

4. Finanční trhy

4.2 Vývoj EUR/CZK od roku 2022



Data a graf: Refinitiv

4. Finanční trhy

4.3 Úrokové sazby

- Základní sazba americké centrální banky FED byla na únorovém zasedání zvýšena o 0,25 % na současnou hodnotu 4,50 % – 4,75 %, a medián predikcí členů FOMC indikuje jejich další zvýšení na úroveň 5,00 – 5,25 % v roce 2023. Zároveň FED pokračuje ve snižování své bilance odprodejem dříve nakoupených finančních aktiv, kterými dále zpřísňuje monetární politiku.
- Stejně tak ECB historicky rychlým tempem zvyšuje depozitní úrokovou sazbu, naposledy v únoru o 0,50 % na současnou úroveň 2,50 %. Na tiskové konferenci po zasedání GC ECB prezidentka ECB Christina Lagarde indikovala další zvýšení depozitní sazby na březnovém zasedání ECB o 0,50 %. Trh předpokládá další růst depozitní sazby ECB až na úroveň okolo 3,50 %. ECB se snaží dále zpřísnit svoji monetární politiku odprodejem aktiv nakoupených v rámci programu kvantitativního uvolňování, který by měl začít v březnu tempem 15 miliard EUR měsíčně.
- Zvýšení úrokových sazeb v červnu minulého roku předchozí Bankovní radou ČNB bylo s vysokou pravděpodobností posledním zvýšením úrokových sazeb. I když základní scénář makroekonomické prognózy ČNB z února 2023 ukazuje na potřebu dalšího zvýšení úrokových sazeb, i v obměněné Bankovní radě zvyšování úrokových sazeb pravděpodobně nebude mít podporu. Zpřísnění monetární politiky jak tak realizováno přes směnný kurz EUR/CZK, které je z hlediska působení na inflaci rychlejší. Na druhé straně stejně jako zvýšení úrokových sazeb, tak i posílení směnného kurzu má negativní dopady do ekonomiky – v tomto případě na konkurenceschopnost českého exportu. Hodnota sazby 3M Pribor pro data na konci roku 2023 se obchoduje na úrovních blízkých 6,50 %, trh tedy očekává v letošním roce snížení repo sazby ČNB minimálně o 0,50 %.

Hodnota CZK úrokového swapu se splatností pět let

