



# Ekonomika a finanční trhy

06/2023

mazars

# Úvod

Představujeme vám třinácté 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 Monetární politika ČNB

## 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 Trh práce
- 11** 2.5 Úrokové sazby
- 12** 2.6 Směnné kurzy

## 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

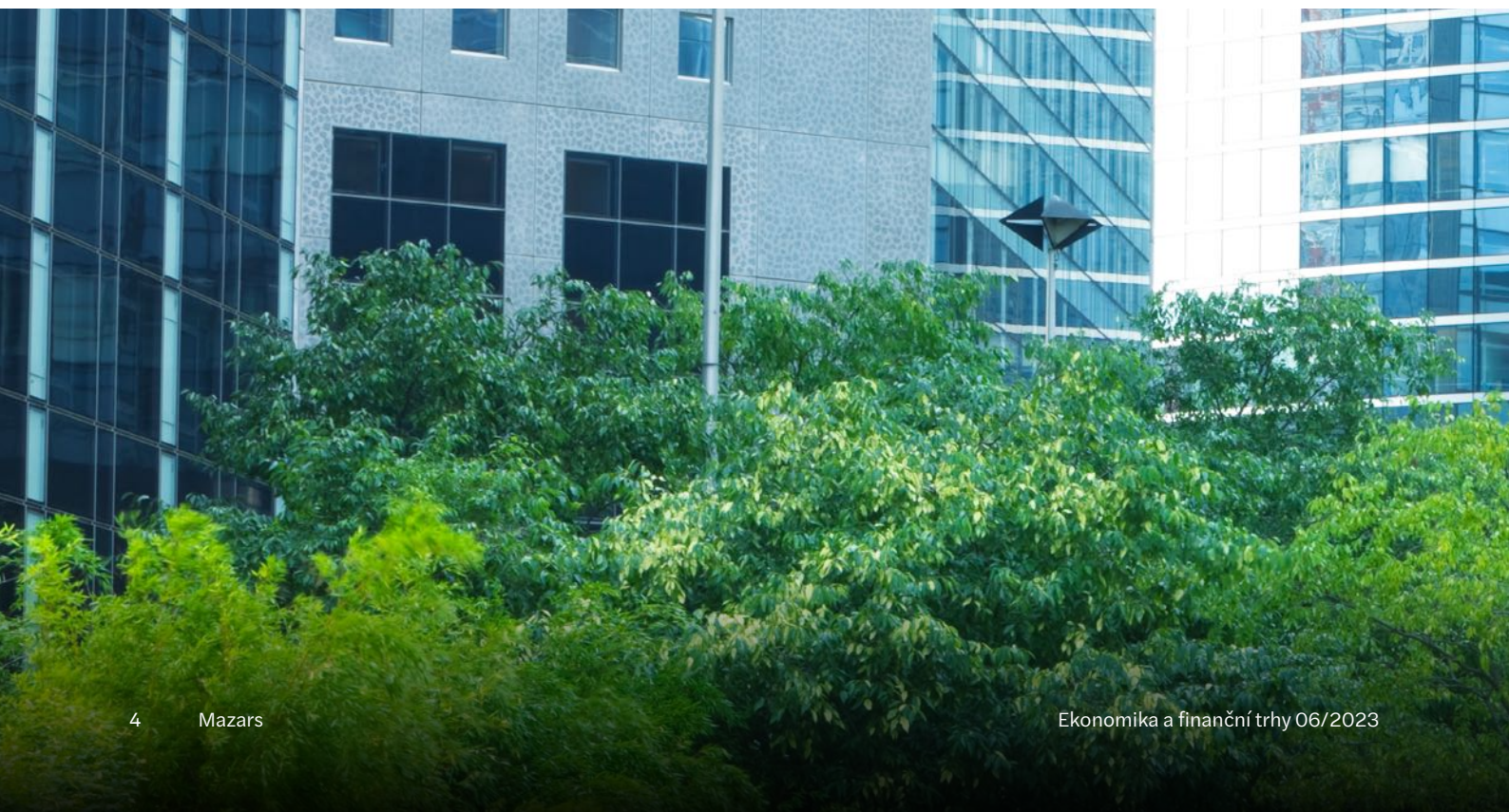
- 16** 4.1 Směnný kurz EUR/CZK
- 17** 4.2 Vývoj EUR/CZK od roku 2022
- 18** 4.3 Úrokové sazby

# 1. Přehled nejdůležitějších událostí v české ekonomice

## 1.1 Základní shrnutí

- Česká ekonomika, oproti předpokladu prognóz ČNB, se v 1Q 2023 již dostala z technické recese a vykázala symbolický čtvrtletní přírůstek 0,1 %. Ekonomika by měla dále zrychlovat v roce 2024 vlivem spotřeby domácností podporované rychlým růstem nominálních mezd.
- Růst spotřebitelských cen se bude i v roce 2023 pohybovat nad inflačním cílem ČNB (průměrná meziroční inflace v roce 2023 na úrovni 11,2 % - odhad ČNB). Na jednociferné úrovni by se měla roční inflace dostat již v červnu letošního roku. V druhém pololetí 2023 by se průměrná roční inflace měla pohybovat na úrovních okolo 8,00 %.
- Průměrná měsíční mzda v ČR by podle predikce ČNB v druhé polovině roku měla dosahovat úrovně těsně pod 9,00 %. Růst reálných mezd bude akcelarovat v roce 2024 a bude představovat riziko pro plnění inflačního cíle ČNB.
- Ceny elektrické energie a zemního plynu v Evropě dále poklesly, měsíční ceny se pohybují na úrovních z léta 2021 (elektrická energie 90 EUR/MWh, zemní plyn 30 EUR/MWh), roční fixace se obchodují s výraznou premií nad krátkodobými cenami.
- Korunové úrokové sazby budou po většinu roku 2023 stabilní, dále se předpokládá jejich velmi mírné snižování v druhé polovině roku 2023, pokud publikované hodnoty inflace budou dávat vysokou pravděpodobnost splnění inflačního cíle ČNB v prvním čtvrtletí roku 2024. V opačném případě ČNB indikuje setrvání repo sazby na současných úrovních po delší dobu.
- Hodnota české koruny je v současnosti silně závislá na investičních finančních tocích, a tedy na udržování její atraktivity pro zahraniční investory ze strany ČNB. Averse k riziku (risk-off) na finančních trzích nebo snížení úrokového diferenciálu vůči ostatním měnám mohou vytvořit tlak na její oslabení a testovat ochotu ČNB zasáhnout na její podporu na nižších úrovních, než v roce 2022 v zájmu dosažení inflačního cíle.

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

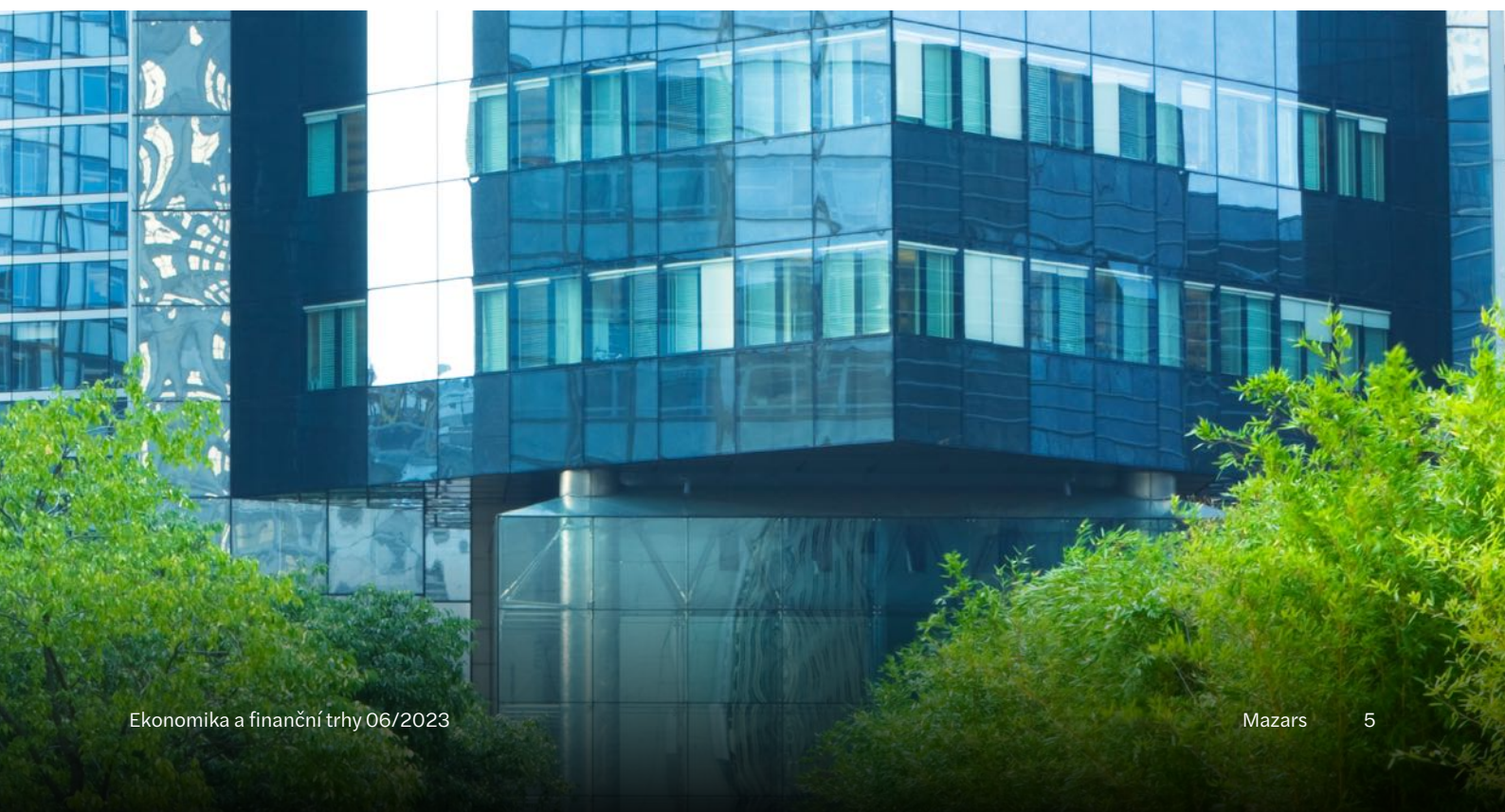


# 1. Přehled nejdůležitějších událostí v české ekonomice

## 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 Monetární politika ČNB

Po volbě nového guvernéra Michla a obměně Bankovní rady změnila ČNB (v souladu s názorem bývalého prezidenta Zemana) svoji monetární politiku. Většina v Bankovní radě ČNB vedená guvernérem Michlem se postavila proti zvyšování úrokových sazeb i přes doporučení odborného aparátu ČNB (Měnové sekce ČNB) v roce 2022 a na začátku roku 2023. Některé zmiňované důvody pro toto rozhodnutí byly následující:

- objem korunových úvěrů v podnikovém sektoru se výrazně snížil (i díky přesunu financování části podnikového sektoru do EUR, na jehož cenu nemá ČNB žádný vliv)
- výrazný propad objemu poskytovaných hypoték, jakožto nejvýznamnější části úvěrů obyvatelstvu
- znevýhodnění domácích (především malých a středních podniků) podniků a ztráta konkurenceschopnosti vůči zahraničním podnikům, které mají přístup k levnějšímu financování v EUR

Nevslovenými důvody mohly být i obavy z přestřelení monetární restrikce v podmínkách krize na evropských trzích s energiemi a uvrhnutí české ekonomiky do hluboké recese nebo náklady na realizaci monetární politiky pro ČNB.

ČNB má na rozdíl od FEDu nebo ECB jednosložkový mandát, a to udržování cenové stability v ČR. Za dosažení (svého) inflačního cíle je tedy jednoznačně ze zákona odpovědná ČNB. Ceny energií však začaly v září poměrně prudce klesat, česká ekonomika se oproti očekávání dostala z poměrně mělké technické recese již v prvním čtvrtletí letošního roku, na trhu práce nedošlo k tolik potřebnému zchlazení a hrozbu mzdově-inflační spirály zmiňuje i květnová Zpráva o měnové politice.

Aby na začátku roku 2024 inflace klesla k inflačnímu cíli ČNB (horní pásmo inflačního cíle 3,00 %), tak guvernéř avizuje ponechání současných úrokových sazeb po delší dobu. Na květnovém zasedání Bankovní rady však již tři členové, z obav o plnění inflačního cíle, hlasovali pro zvýšení úrokových sazeb o 0,25 %, tedy pro monetární politiku Bankovní rady před nástupem nového guvernéra. Zároveň i výrazné oslabení české koruny by pro splnění inflačního cíle bylo rizikem, proto ČNB ponechává v platnosti závazek „bránit nadměrným výkyvům kurzu koruny“ na nespécifikované úrovni. Guvernéř ČNB na tiskové konferenci dále uvedl, že cesta k nízké inflaci vede přes snižování deficitu veřejných financí. Fiskální politika může samozřejmě udržení cenové stability v dlouhodobějším horizontu napomáhat, komunikace s vládou přes tiskové konference však v českých podmínkách není standardní a ani přínosná. Dosažení nebo naopak přestřelení inflačního cíle ČNB na začátku roku 2024 tak bude mít v rozhodování ČNB nesrovnatelně vyšší význam než cílování inflace v minulých obdobích.



## 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 II. 2023), zveřejněna po zasedání Bankovní rady ČNB v květnu 2023.
- Ve srovnání s předchozí prognózou analytický tým ČNB předpokládá výrazně lepší růst ekonomiky ČR (růst HDP i v roce 2023, zatímco v únorovém predikci ČNB predikovala pokles), vyšší inflaci v roce 2023 a vyšší růst nominálních mezd v roce 2023 i v roce 2024.
- 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 letošním roce i v roce 2024.
- Jeden ze scénářů ČNB, který kombinuje déletrvající stabilitu úrokových sazeb na stávající úrovni se zvýšenými inflačními očekáváními avizuje riziko přestřelení inflačního cíle na horizontu měnové politiky.
- Bankovní rada ponechala hodnocení rizik prognózy na horizontu měnové politiky jako výrazné a jdoucí oběma směry.

### Základní predikce vývoje ČNB

	2023	2024
<b>Celková inflace (%)</b>	11,2	2,1
<b>HDP</b>	0,5	3,0
<b>Průměrná nominální mzda (%)</b>	8,8	7,9
<b>Měnový kurz (CZK/EUR)</b>	23,7	24,3
<b>Úroková sazba 3M PRIBOR (%)</b>	6,8	4,6

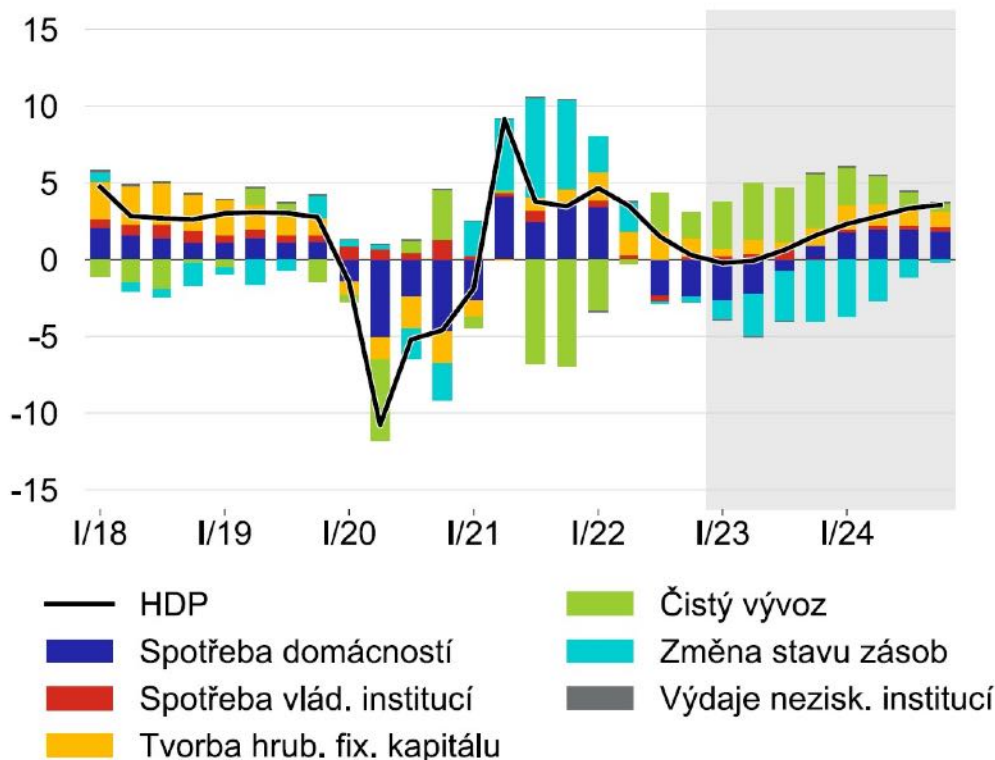
## 2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

### 2.2 Prognóza vývoje tuzemského HDP

- Základní scénář ČNB předpokládá růst HDP v roce 2023 na úrovni **0,5 %** po technické recesi v druhé polovině roku 2022 (dva kvartální poklesy HDP v řadě). Akceleraci tempa růstu HDP ČNB očekává v roce 2024 vlivem zvýšené spotřeby domácností, a to na úrovni **3,0 %**.
- Pozitivní domácí ekonomický vývoj bude podpořen v letošním roce čistými vývozy, které se zvýší oproti minulému roku díky poklesu cen dovážených komodit (především energií) a odezněním problémů v dodavatelských řetězcích. Spotřeba domácností se bude zvyšovat s obnovením reálného mzdového růstu vlivem poklesu míry inflace a snížením nestandardně vysoké míry úspor domácností. Fixní investice po mírném mezičtvrtletním poklesu z přelomu roku obnoví svůj růst vlivem stále dobré finanční situace podniků i oživení zahraniční poptávky.
- V celoročním úhrnu letos česká ekonomika mírně vzroste, stále se však bude nacházet pod svým potenciálem.

### Hrubý domácí produkt

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



Graf: ČNB



## 2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

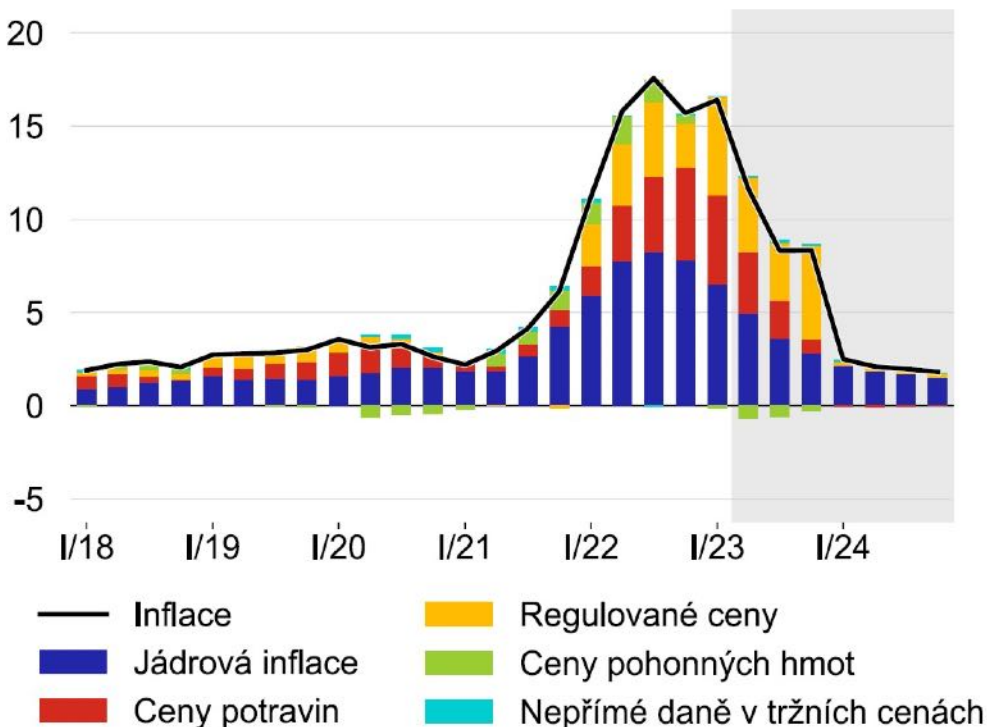
### 2.3 Prognóza vývoje inflace

- Meziroční inflace v dubnu 2023 poklesla na úroveň **12,7 %** (zveřejněno po vydání stávající prognózy ČNB), na jednociferné hodnoty by se měla dostat během června letošního roku.
- Základní predikce ČNB předpokládá průměr meziroční inflace v druhém čtvrtletí 2023 na úrovni **11,6 %** a **8,3 %** v třetím a čtvrtém čtvrtletí 2023. Do inflačního pásma ČNB by se inflace měla podle prognózy ČNB navrátit v prvním čtvrtletí roku 2024 (2,5 %)¹.
- Inflace v roce 2023 zvolní vlivem snižujících se nákladových tlaků ze zahraničí (pokles dovozních cen energií, silnější kurz koruny). Domácí nákladové tlaky v roce 2023 se mírně sníží, jejich hlavním tahounem bude vysoký nominální růst mezd. Současně ČNB předpokládá, dojde k postupné korekci vysokých ziskových marží domácích výrobců, obchodníků a poskytovatelů služeb.
- Významným rizikem pro prognózu inflace zůstává 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

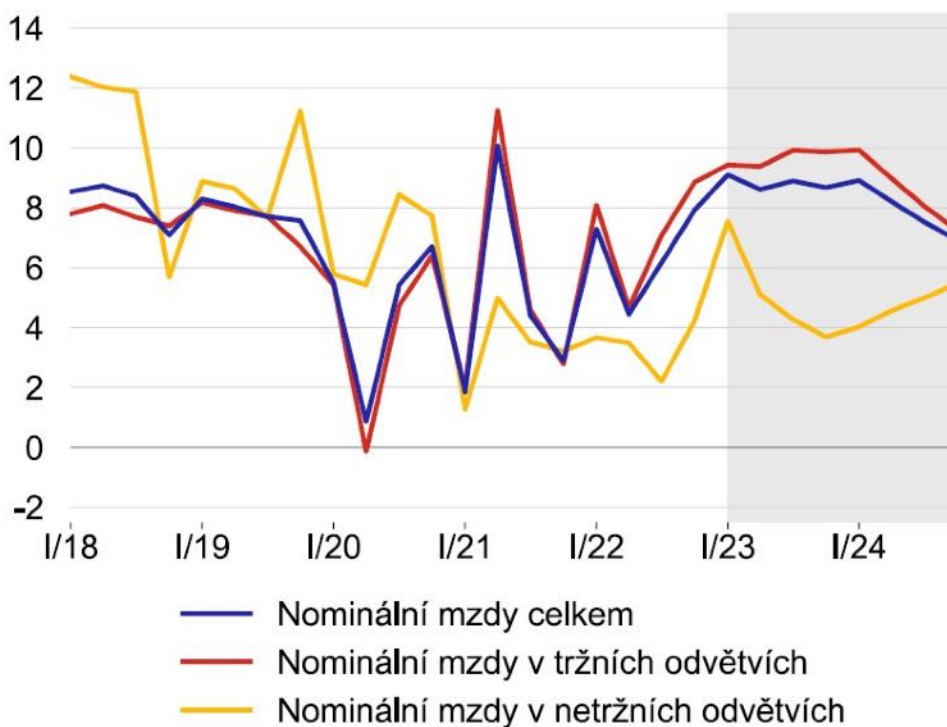
## 2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

### 2.4 Trh práce

- Odhad růstu průměrné nominální mzdy byl zvýšen na **8,8 %** pro rok 2023 a **7,9 %** pro rok 2024. Reálné mzdy by se měly vrátit k růstu ve třetím čtvrtletí letošního roku a dále, jejich růst by měl výrazně akcelerovat v roce 2024.
- ČNB předpokládá, že trh práce se již nebude dále zchlazovat, naopak se opět začne zvyšovat jeho přehřívání. Míra nezaměstnanosti se zvýší jen mírně při zhruba stabilní zaměstnanosti.
- Metodologie prezentovaná analytickým týmem ČNB v prognóze poukazuje na nezanedbatelné riziko vzniku mzdově-inflační spirály.

### Prognóza mzdového vývoje

meziroční změny v %



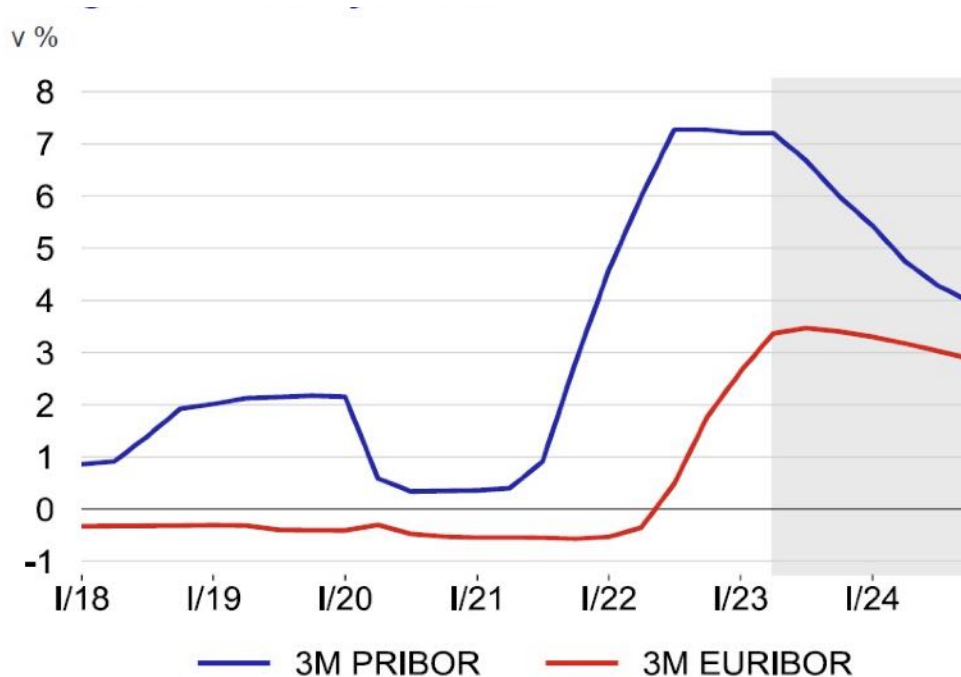
Graf: ČNB

## 2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

### 2.5 Úrokové sazby

- Bankovní rada ČNB na květnovém měnově-politickém zasedání ponechala dvoutýdenní repo sazbu na úrovni **7,00 %**. Ve prospěch zvýšení repo sazby o 0,25 % však poprvé od nástupu guvernéra Michla hlasovali tři ze sedmi členů Bankovní rady ČNB.
- Se základním scénářem jarní prognózy je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb následovaná jejich postupným poklesem od druhé poloviny letošního roku (průměr repo sazby ve čtvrtém čtvrtletí 2023 5,8 %).
- Finanční trh v současnosti očekává pozvolnější pokles úrokových sazeb než základní scénář ČNB.

### Prognóza úrokových sazeb (základní scénář)



Graf: ČNB

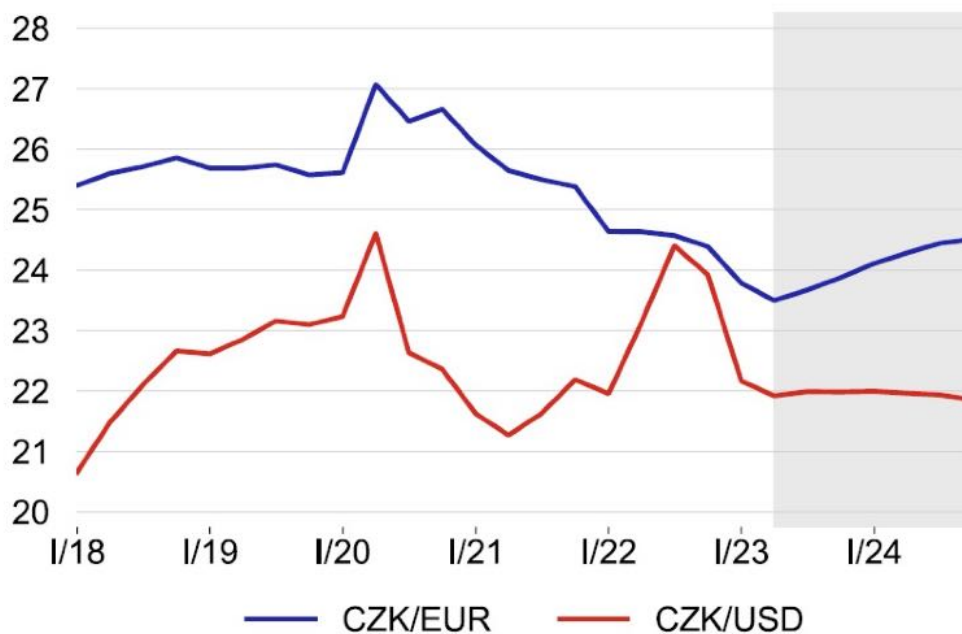
## 2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

### 2.6 Směnné kurzy

- Koruna by podle prognózy měla postupně oslabovat snížením přílivu zahraničního kapitálu do korunových aktiv souvisejícího s předpokládaným snížením úrokového diferenciálu oproti Eurozóně. V druhé polovině roku 2023 by se průměrný kurz měl nacházet na úrovních EUR/CZK 23,70 a 23,90.
- Oslabení směnného kurzu predikovaného centrální bankou je v současnosti nižší než **forwardové kurzy** obchodovaných na finančních trzích na stejné období.
- Výrazně silnější kurz EUR/CZK na začátku roku 2023 znamenal přísnější monetární politiku, než ČNB očekávala ve svých prognózách. Současné úrovně kurzu se však již nacházejí nad základním scénářem prognózy ČNB pro 2Q 2023 (23,50).

### Prognóza měnového kurzu

nominální měnový kurz



Graf: ČNB



## 3. Základní makroekonomická data/svět

### 3.1 Aktuální vývoj světového HDP

USA – HDP za 1Q 2023 se nacházelo na úrovni **1,1 % q/q** (anualizovaně)

Eurozóna – HDP Eurozóny za 1Q 2023 se nacházelo na úrovni **+0,1 % q/q** (+1,3 % y/y)

	2023	2024
<b>HDP – predikce FED<sup>2</sup></b>	0,4 %	1,2 %
<b>HDP – predikce ECB<sup>2</sup></b>	1,0 %	1,6 %

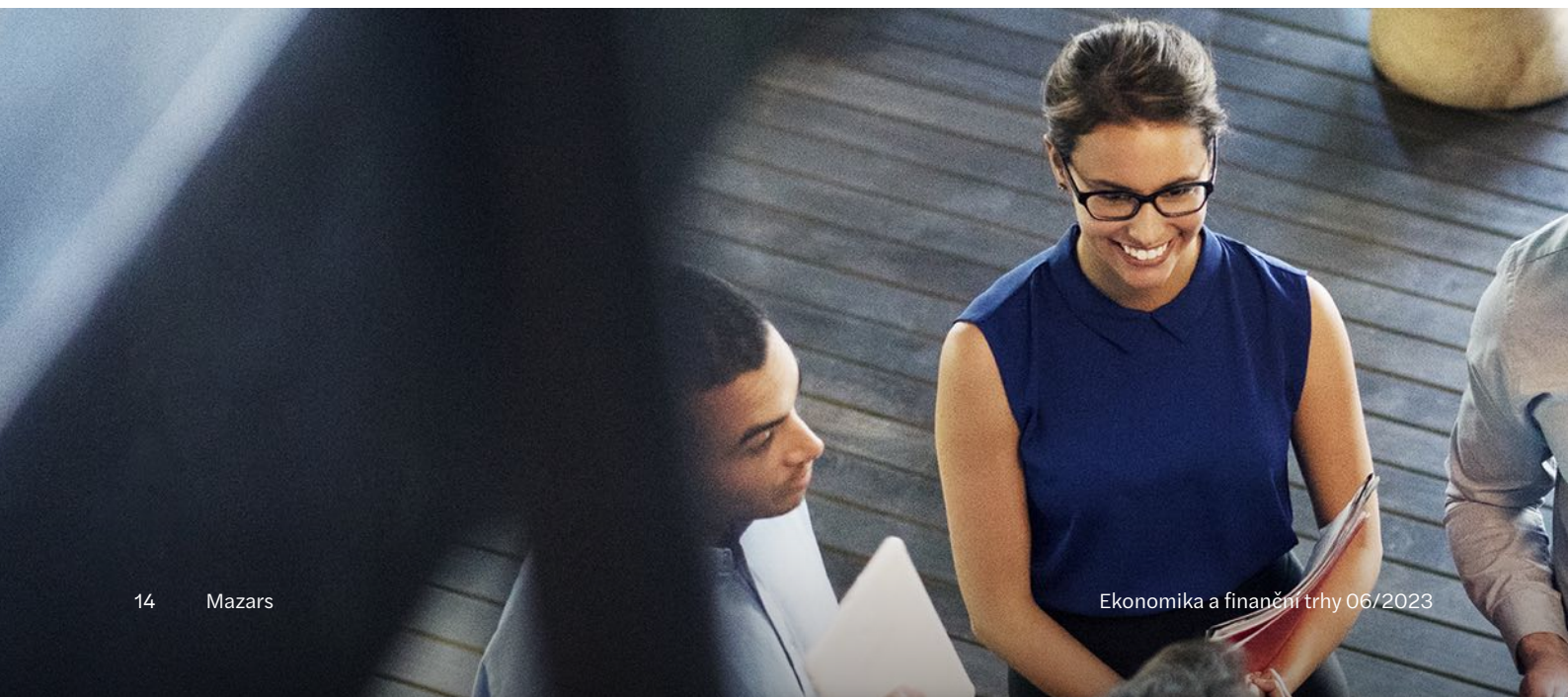
<sup>2</sup> Predikce z března 2023, další aktualizace v červnu 2023, predikce na bázi y/y.

### 3.2 Aktuální vývoj inflace a nákupního chování spotřebitelů

USA – spotřebitelská inflace CPI se v dubnu 2023 nacházela na úrovni **4,9 % y/y**

Eurozóna – spotřebitelská inflace HICP se v dubnu 2023 nacházela na úrovni **7,0 % y/y**

	2023	2024
<b>PCE y/y – predikce FED</b>	3,3 %	2,5 %
<b>Inflace y/y – predikce ECB</b>	5,3 %	2,9 %



### 3. Základní makroekonomická data/svět

#### S&P PMI – Purchase Manager Index

**USA** – S&P PMI indikátory v průběhu roku 2023 začaly opět růst a v dubnu 2023 se všechny nacházely na úrovni vyšší než 50 bodů, která signalizuje expanzi v sektorech výroby a služeb. Vývoj S&P PMI indikátorů nekoresponduje se zpomalujícím trendem americké ekonomiky. Alternativní předstihové ukazatele ISM ukazují růst pouze v sektoru služeb (ISM Non-Manufacturing 51,9 v 04/2023) a naopak pokles v sektoru výroby (ISM Manufacturing 47,1 v 04/2023) a jsou zřejmě blíže současnému vývoji.

**Eurozóna** – vývoj indexů S&P PMI v roce 2023 je divergentní. Zatímco index S&P PMI Services pokračoval v růstu nad hranicí 50 bodů index, S&P PMI Manufacturing v roce 2023 klesal stále níže pod hranici 50 bodů. Zatímco v období covidových restrikcí byl postižený výrazně více sektor služeb než výroby, v současnosti výhled sektoru služeb je výrazně lepší než u sektoru výroby. Obdobná situace je i ve většině významných světových ekonomik a důsledky je možné pozorovat i v hodnotách inflace (service inflation, core goods inflation).

Index S&P PMI Manufacturing v České republice v roce 2023 dále mírně klesal z již velmi nízkých úrovní. Průmyslová výroba v České republice je výrazně ovlivněna automobilovým průmyslem, který díky nižší statistické základně z roku 2022 a normalizaci dodavatelských řetězců (kompletace rozpracovaných výrobků) udržuje hodnoty růstu průmyslové výroby v kladných číslech i přes velmi nízké hodnoty indexu S&P PMI Manufacturing.

#### S&P PMI – 04/2023

	S&P PMI Composite	S&P PMI Manufacturing	S&P PMI Services
<b>USA</b>	53,4	50,2	53,6
<b>Eurozóna</b>	54,4	45,5	56,6
<b>ČR</b>		42,8	

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

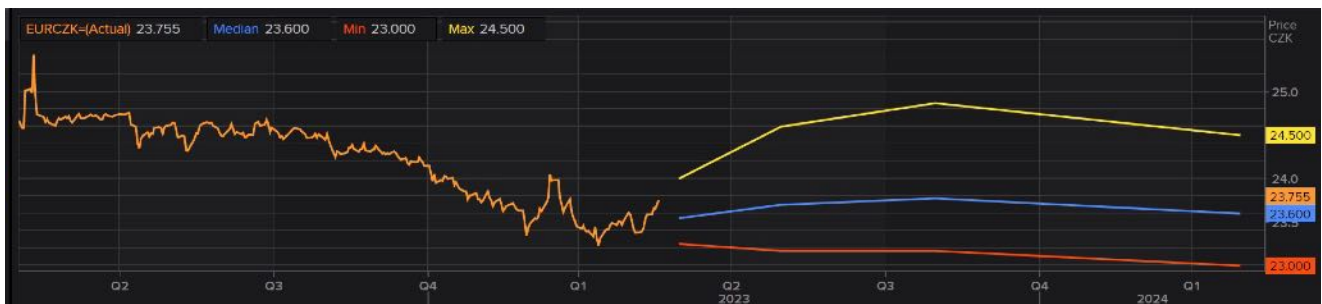


## 4. Finanční trhy

### 4.1 Směnný kurz EUR/CZK

- Medián predikce finančních analytiků v anketě Reuters FX Poll z 3. 5. 2023 předpokládá přibližnou stabilitu směnného kurzu EUR/CZK v průběhu predikovaného období, medián odhadu EUR/CZK 23,60 na konci dubna 2024 je výrazně nižší než hodnota kurzu v základním scénáři ČNB (průměrný kurz v 2Q 2024 v základním scénáři ČNB je 24,30).

#### Reuters FX Poll 03/05/2023



Data: Refinitiv

Česká koruna v průběhu roku 2023 posílila vůči EUR až na úroveň okolo 23,25. Vývoj směnného kurzu byl ovlivněn především investičními toky spojenými s odvrácením energetické krize v Evropě a souvisejícím oslabením USD k EUR. Od října 2022 americký dolar oslabil vůči EUR z úrovně okolo 0,96 až na hodnoty 1,10 (celkové oslabení  $\approx 15\%$ ) v souvislosti s výrazným poklesem cen energií na evropských komoditních trzích. Vývoj EUR/USD se propsal i do vývoje USD/CZK, kdy jsme se z úrovně okolo 25,00 v říjnu 2022 dostali až na úroveň blízké 21,00 v dubnu 2023. V této souvislosti není překvapivé, že devizové intervence ČNB byly ukončeny v říjnu 2022 a v dalších měsících již neprobíhaly. Obdobným vývojem prošly i ostatní středoevropské měny polský zlotý a maďarský forint, nejedná se tak o specifikum české koruny. Závislost české koruny na investičních tocích se projevila na začátku března 2023 v souvislosti s problémy amerického bankovního sektoru (pád Silicon Valley Bank), kdy koruna k euru velmi rychle oslabil až na úroveň 24,10. Posílení české koruny velmi pomáhá ČNB v boji s inflací, guvernér Michl ve svých vystoupeních avizuje politiku silné koruny a nová makroekonomická prognóza předpokládá velmi silné úrovně koruny po celý rok 2023. Otázkou zůstává, jak by ČNB reagovala na oslabení české koruny (v případě odlivu spekulativních finančních investic), které by jí naopak od plnění jejího inflačního cíle vzdalovalo.



## 4. Finanční trhy

### 4.2 Vývoj EUR/CZK od června 2022



Data a graf: Refinitiv



**Mazars s.r.o.**

International Business Center

Pobřežní 3

186 00 Praha 8

Tel.: +420 224 835 730

[www.mazars.cz](http://www.mazars.cz)

**mazars**