

Ekonomika a finanční trhy

09/2023

mazars

Úvod

Představujeme vám čtrnácté 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
- 06** 1.3 Inflace a úrokové sazby

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 srpna 2022
- 18** 4.3 Úrokové sazby

1. Přehled nejdůležitějších událostí v české ekonomice

1.1 Základní shrnutí

- Česká ekonomika podle předběžného odhadu v 2Q 2023 vykázala symbolický čtvrtletní přírůstek 0,1 %, v 1Q 2023 po revizi dat ekonomika mezikvartálně stagnovala. Výraznější růst HDP na čtvrtletní bázi ČNB očekává až od 3Q 2023, především pozitivním vlivem spotřeby domácností a čistých vývozů.
- Růst spotřebitelských cen se bude do konce roku 2023 pohybovat nad inflačním cílem ČNB (průměrná hodnota roční inflace 8,2 %), k cíli ČNB se inflace dostane až v 1Q 2024. Jádrová inflace, která nezahrnuje volatilní složky (například energie), však podle predikce ČNB bude nad horní hranici inflačního cíle (3 %) téměř po celý rok 2024.
- 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, nezaměstnanost se bude držet na současných nízkých úrovních, přehřívání trhu práce tedy bude pokračovat.
- Měsíční ceny zemního plynu v Evropě za poslední čtvrtletí oscilovaly v pásmu 25-40 EUR/MWh, roční fixace se obchodovaly na úrovních 45-55 EUR/MWh. Naplněnost zásobníků v Evropě je těsně pod 90% kapacity, vyšší než v předcházejících letech. Měsíční ceny elektrické energie v Evropě za poslední čtvrtletí oscilovaly v pásmu 80-120 EUR/MWh, roční fixace se obchodovaly na úrovních 120-150 EUR/MWh. Roční fixace se obchodují s výraznou premií nad krátkodobými cenami.
- Základní úroková sazba ČNB je na svém vrcholu a dá se předpokládat, že její první opatrné snížení by mohlo přijít na listopadovém nebo prosincovém zasedání Bankovní rady ČNB. Rychlost snižování úrokových sazeb nelze přesně určit, bude záviset na ekonomických datech, která budou přicházet jak z české ekonomiky, tak ze zahraničí (vývoj jádrové inflace v ČR, nastavení monetární politiky ECB a FEDu a další).
- Směnný kurz EUR/CZK začal postupně oslabovat a dá se předpokládat, že s klesajícím úrokovým diferencíalem bude atraktivita koruny pro zahraniční investory dále klesat. Zlepšení obchodní bilance ČR není srovnatelné s investičními finančními toky, zároveň přesun čerpání úvěrů z CZK do EUR snížil potřebu měnového zajištění nefinančních společností. Zásadní pro vývoj koruny (stejně jako v minulém období) bude měnová politika ČNB a (ne)realizace guvernérem Michlem často zmiňované politiky silné koruny.

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



Data a graf: Refinitiv

1. Přehled nejdůležitějších událostí v české ekonomice

1.3 Inflace a úrokové sazby

Roční spotřebitelská inflace v České republice v současnosti dosahuje velmi vysokých hodnot 8,8 %. Významná část této inflace pochází z přecenění energií, zboží a služeb v lednu 2023 (6,0 % m/m) a je zřejmé, že do nahrazení tohoto údaje novou hodnotou není možné, aby se roční inflace nacházela poblíž inflačního cíle ČNB. V současnosti je známa již polovina meziměsíčních dat potřebných pro stanovení roční inflace v lednu 2024 (součet měsíčních inflací za 02/23-07/23 je roven 1,60 %). Ceny průmyslových výrobců v meziročním vyjádření dosáhly v červenci úrovně 1,40 % (před rokem na úrovních okolo 25 %). Při zohlednění sezónnosti a vývoje cen komodit (především elektrické energie a zemního plynu) je pravděpodobné, že roční inflace se dostane na úroveň blízké hornímu pásmu inflačního cíle, pokud nedojde k výrazné změně současných trendů. Z dlouhodobého hlediska zůstává rizikem inflačního vývoje především stále vysoká jádrová inflace a situace na trhu práce.

Spotřebitelská inflace ČR 2023 (m/m)

Period	Original Release Date	Actual (First Release)
Jul 2023	10 Aug 2023 09:00	0.5%
Jun 2023	13 Jul 2023 09:00	0.3%
May 2023	12 Jun 2023 09:00	0.3%
Apr 2023	11 May 2023 09:00	-0.2%
Mar 2023	13 Apr 2023 09:00	0.1%
Feb 2023	10 Mar 2023 09:00	0.6%
Jan 2023	10 Feb 2023 09:00	6.0%

Data: Refinitiv

S poklesem inflace je konzistentní snižování úrokových sazeb, otázkou zůstává, jak rychle bude snižování probíhat a jaká bude terminální úroveň. Z výnosových křivek obchodovaných na finančních trzích je možné odvodit hodnoty aktuálně očekávané hodnoty úrokových sazeb.

Hodnoty 3M Pribor odvozené z finančního trhu (21/08/2023):

12 / 2023	6,80 %	06 / 2024	5,70 %
12 / 2024	4,45 %	06 / 2025	3,95 %

Finanční trh v současnosti nepředpokládá v dlouhém horizontu návrat úrokových sazeb na úroveň před vypuknutím pandemie Covid-19 (repo sazba ČNB 2,0 % - 2,25 %, 3M Pribor o přibližně 0,2 % nad repo sazbou ČNB), ale očekává hodnoty úrokových sazeb přibližně o 1,50 % vyšší. Obdobnou situaci vidíme i na USD a EUR úrokových sazbách. Reálné úrokové sazby v ČR od poslední velké finanční krize v roce 2008 byly většinou negativní. Ze současných hodnot obchodovaných na finančním trhu plyne, že finanční trh nepředpokládá další dlouhé období velmi nízké inflace a snížení korespondujících sazeb, pokud nedojde k další finanční krizi na světových finančních trzích (při současných hodnotách zadlužení ve světových ekonomikách rozhodně nelze vyloučit).

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. 2023), zveřejněna po zasedání Bankovní rady ČNB v srpnu 2023.
- Ve srovnání s předchozí prognózou analytický team ČNB snížil predikci růstu ekonomiky ČR na rok 2023 (snížení predikce o 0,4 %) a 2024 (snížení predikce růstu o 0,7 %), predikce celkové inflace a průměrné nominální mzdy nedoznaly podstatných změn.
- Směnný kurz EUR/CZK byl v prognóze upraven ve směru slabšího kurzu EUR/CZK, zároveň nová prognóza indikuje nižší úrokové sazby 3M Príbor v letošním roce i v roce 2024. Nižší výhled ekonomického růstu je tedy v predikci spojen s méně restriktivní monetární politikou.
- Scénář ČNB, který kombinuje déletrvající stabilitu úrokových sazeb na stávající úrovni se zvýšenými inflačními očekáváními, předpokládá splnění inflačního cíle na horizontu měnové politiky.
- Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy a nejistoty výhledu jako výrazné a jdoucí proinflačním směrem.

Základní predikce vývoje ČNB

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



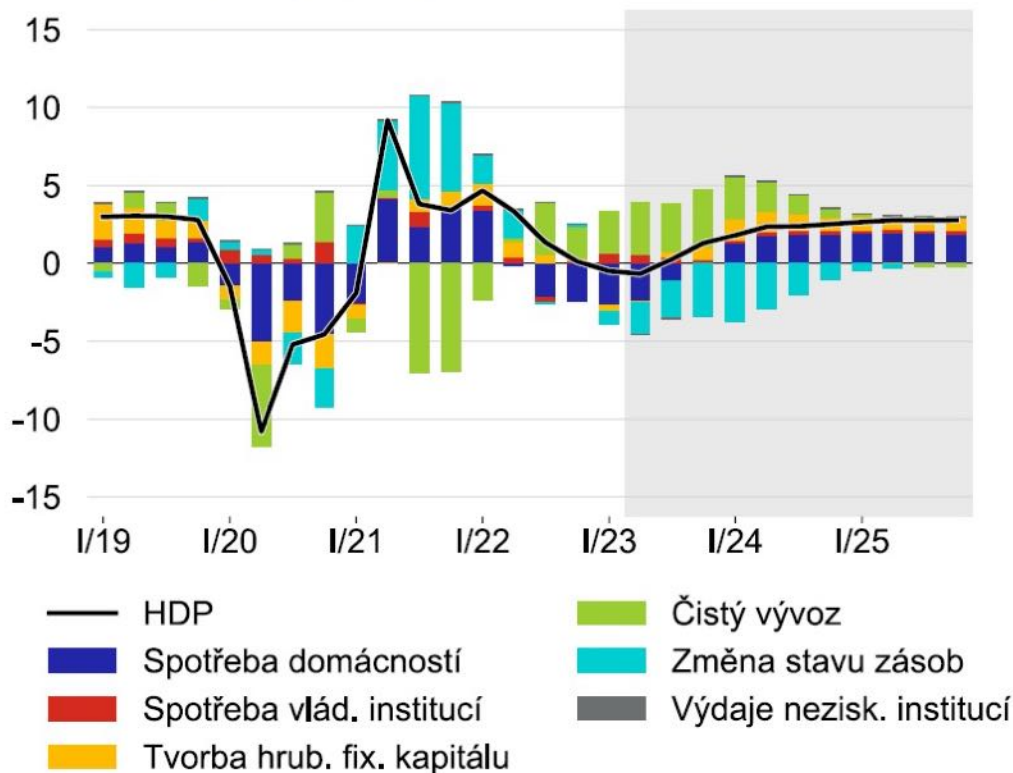
2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

2.2 Prognóza vývoje tuzemského HDP

- Základní scénář ČNB předpokládá růst HDP v roce 2023 na úrovni **0,1 %** vlivem velmi nízkého výkonu ekonomiky v první polovině roku 2023. Akceleraci tempa růstu HDP ČNB očekává v roce 2024 i přes negativní působení fiskálního konsolidačního balíčku, a to na úrovni **2,3 %**.
- Růst HDP bude tažen především oživením spotřeby domácností v návaznosti na obnovení růstu reálných příjmů a snížením nestandardně vysoké míry úspor domácností. Současně ČNB předpokládá pozitivní působení čistých vývozů, ke kterým přispěje finalizace dosud nedokončené výroby, snížení naakumulovaných zásob a pokles cen dovážených komodit. Investiční aktivita by se během letošního roku měla odrazit ode dna v podmínkách solidní ziskovosti firem.
- V celoročním úhrnu česká ekonomika letos bude stagnovat a nacházet se pod svým potenciálem bude i v následujícím roce.

Hrubý domácí produkt

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



Graf: ČNB

2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

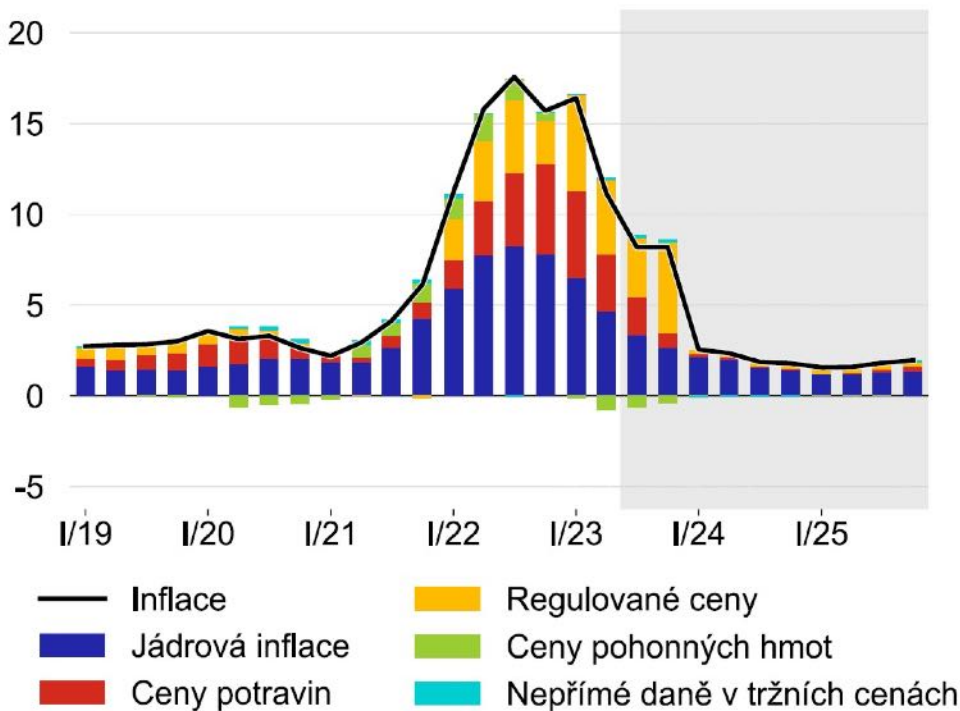
2.3 Prognóza vývoje inflace

- Meziroční inflace v červenci 2023 poklesla na úroveň **8,8 %** (zveřejněno po vydání stávající prognózy ČNB).
- Základní predikce ČNB předpokládá průměr meziroční inflace v druhé polovině roku 2023 na úrovni **8,2 %**. Do inflačního pásma ČNB by se inflace měla navrátit v prvním čtvrtletí roku 2024 (2,5 %) a dále zde setrvat na celém horizontu prognózy.
- Inflace v roce 2023 zvolňuje vlivem vysoké statistické základny, trend bude přerušen ve čtvrtém čtvrtletí vlivem započítání efektu úsporného tarifu vlády z konce roku 2022. Další výrazný pokles inflace lze očekávat v lednu 2024, kdy ČNB očekává standardní přecenění zboží a služeb ve srovnání s lednem 2023. ČNB předpokládá postupné snižování domácích nákladových tlaků, nadále však budou (vlivem napnutého trhu práce) setrvávat na zvýšené úrovni.

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

Struktura inflace a její prognóza

v %, příspěvky v p. b.



Graf: ČNB

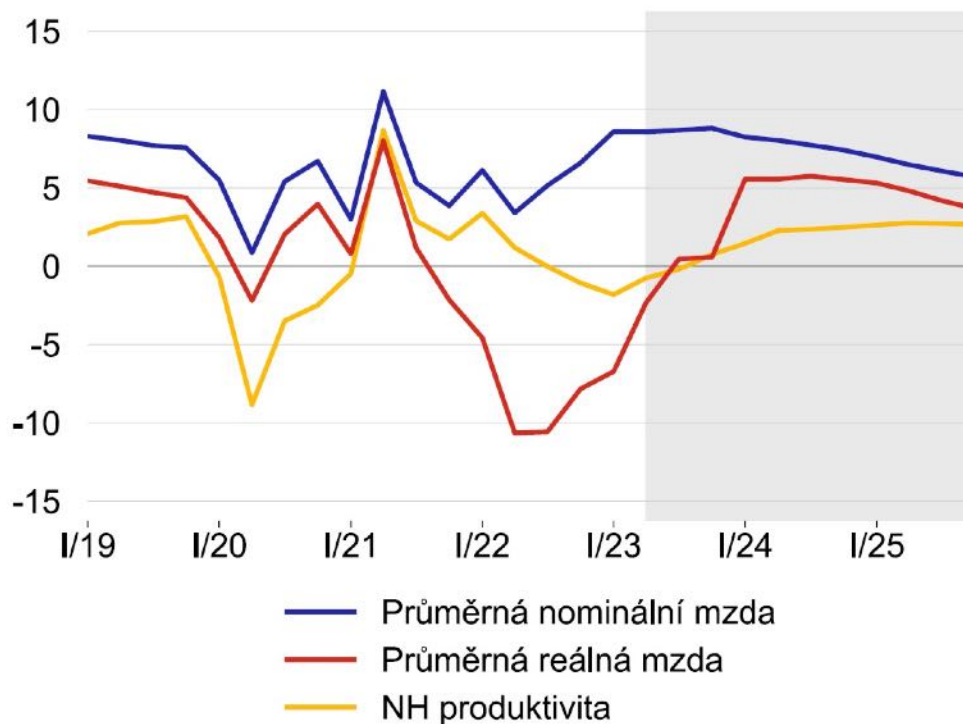
2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

2.4 Trh práce

- Odhad růstu průměrné nominální mzdy byl mírně snížen na **8,7 %** pro rok 2023 a **7,8 %** pro rok 2024. Reálné mzdy by se měly vrátit k růstu ve třetím čtvrtletí letošního roku a dále by jejich růst měl výrazně akcelarovat v roce 2024.
- Trend zchlazování trhu práce se na počátku letošního roku zastavil, celková zaměstnanost pokračovala v meziročním růstu a dostala se již na úroveň z počátku roku 2020. Oživení ekonomické aktivity bude podporovat opětovné přehřívání trhu práce.

Prognóza mzdového vývoje

meziroční změny v %, NH produktivita – sezonně očištěno



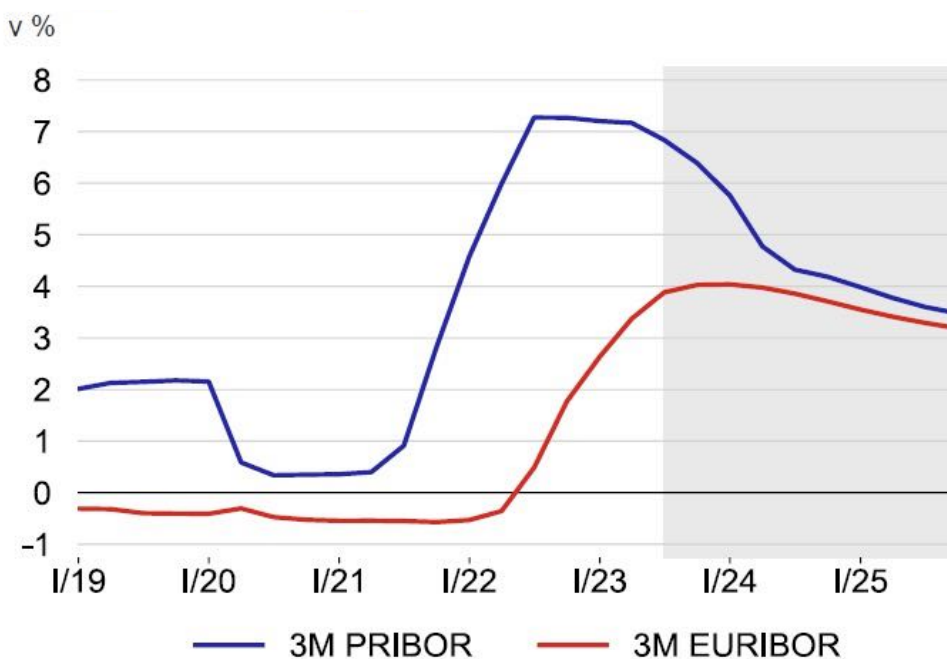
Graf: ČNB

2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

2.5 Úrokové sazby

- Bankovní rada ČNB na srpnovém měnově-politickém zasedání ponechala dvoutýdenní repo sazbu na úrovni **7,00 %**, rozhodnutí bylo poprvé za poslední rok jednomyslné.
- Se základním scénářem letní prognózy je konzistentní postupný pokles úrokových sazeb již od třetího čtvrtletí letošního roku (průměr repo sazby ve třetím čtvrtletí 2023 6,6 %). Pokles úrokových sazeb je setrvalý na celém horizontu prognózy.
- Finanční trh v současnosti očekává pozvolnější pokles úrokových sazeb než základní scénář ČNB v souladu s komunikací Bankovní rady ČNB, která avizuje záměr pomalejšího snižování úrokových sazeb, než je tomu v základním scénáři.

Prognóza úrokových sazeb (základní scénář)



Graf: ČNB

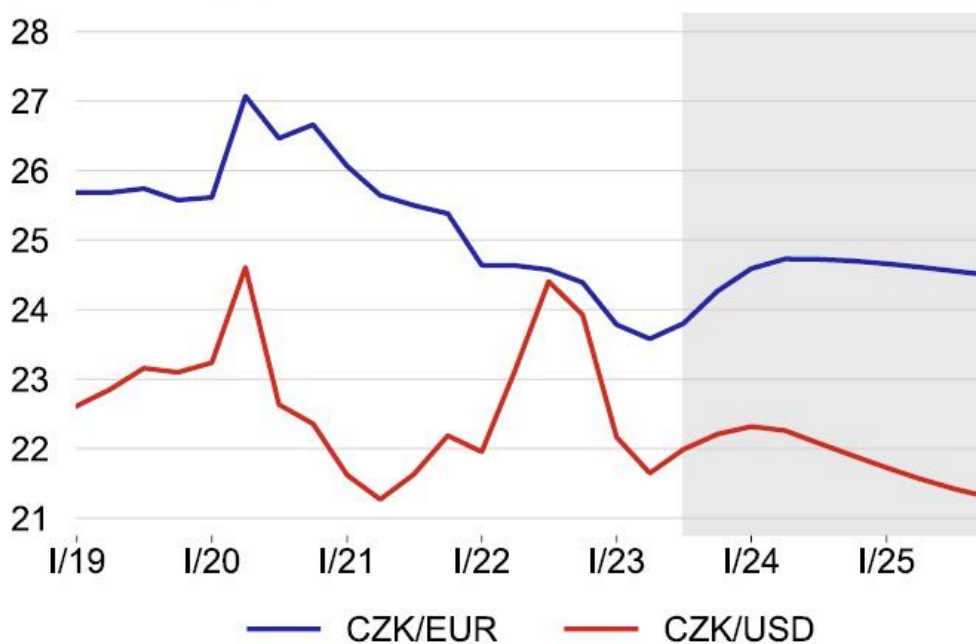
2. Česká republika – makroekonomická prognóza ČNB

2.6 Směnné kurzy

- Koruna by podle prognózy měla postupně oslabovat vlivem předpokládaného snížení úrokového diferenciálu oproti Eurozóně. V druhé polovině roku 2023 by se průměrný kurz měl nacházet na úrovních EUR/CZK 23,80 a 24,30.
- Oslabení směnného kurzu predikovaného centrální bankou je v současnosti v souladu s **forwardovými kurzy** obchodovanými na finančních trzích na stejné období.
- ČNB expertně snížila odhad oslabení české koruny ve své predikci, zároveň předpokládá podporu kurzu koruny ze strany výrazně zlepšené obchodní bilance.

Prognóza měnového kurzu

nominální měnový kurz



Graf: ČNB



3. Základní makroekonomická data/svět

3.1 Aktuální vývoj světového HDP

USA – HDP za 2Q 2023 se nacházelo na úrovni **2,4 % q/q** (anualizovaně)

Eurozóna – HDP Eurozóny za 2Q 2023 se nacházelo na úrovni **+0,3 % q/q** (+1,3 % y/y)

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

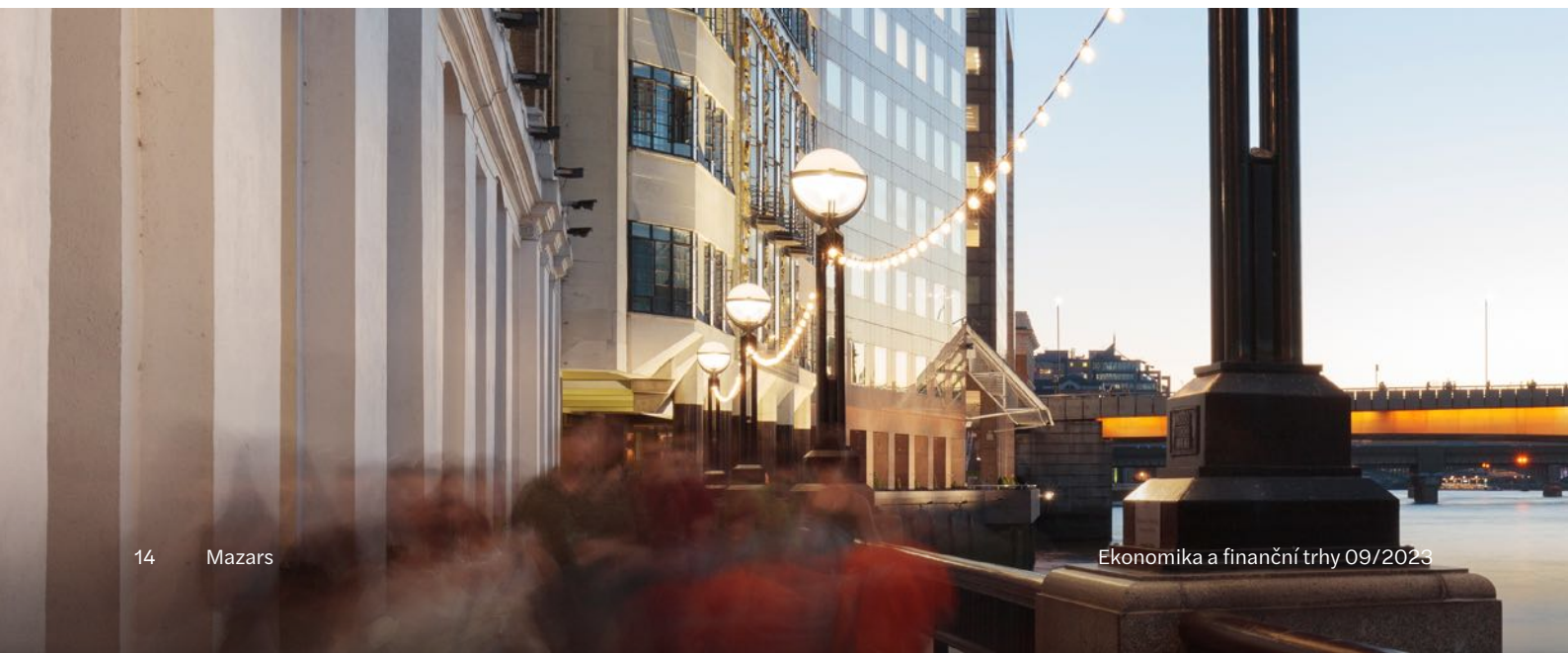
² Predikce z března 2023, další aktualizace v červnu 2023, predikce na bázi y/y.

3.2 Aktuální vývoj inflace a nákupního chování spotřebitelů

USA – spotřebitelská inflace CPI se v červenci 2023 nacházela na úrovni **3,2 % y/y**

Eurozóna – spotřebitelská inflace HICP se v červenci 2023 nacházela na úrovni **5,3 % y/y**

	2023	2024
PCE y/y – predikce FED	3,2 %	2,5 %
Inflace y/y – predikce ECB	5,4 %	3,0 %



3. Základní makroekonomická data/svět

S&P PMI – Purchase Manager Index

USA – indikátor S&P PMI Composite dosáhl svého lokálního maxima v květnu 2023 a dále pak začal postupně klesat, obdobným vývojem prošel i index S&P PMI Services. Oba indexy se nacházejí na úrovni vyšší než 50 bodů, která signalizuje expanzi. Kladné hodnoty růstu HDP zatím potvrzují tezi „hladkého přistání“ americké ekonomiky po výrazném zvýšení restriktive monetární politiky. Alternativní předstihové ukazatele ISM potvrzují expanzi v sektoru služeb a pokles v sektoru průmyslové výroby (ISM Non-Manufacturing 52,7 a ISM Manufacturing 46,4 v 04/2023).

Eurozóna – vývoj indexů S&P PMI v roce 2023 je obdobný vývoji indikátorů v USA s následujícími rozdíly. Index S&P PMI Manufacturing v průběhu roku 2023 klesal a posunul se na velmi nízké úrovni signalizující průmyslovou recesi a S&P PMI Composite v Eurozóně se již nachází pod úrovní 50 indikující kontrakci. Především poslední hodnota S&P PMI Manufacturing z německé ekonomiky na úrovni 38,8 (zároveň jsou publikovány vysoce podprůměrné hodnoty IFO nebo ZEW) ukazuje aktuálně velmi špatnou situaci v německém průmyslu.

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. Velmi nízké hodnoty S&P PMI Manufacturing v ČR i v Německu zatím nesignalizují zlepšení v sektoru průmyslové výroby v ČR.

S&P PMI – 07/2023

	S&P PMI Composite	S&P PMI Manufacturing	S&P PMI Services
USA	52,0	49,0	52,3
Eurozóna	48,6	42,7	50,9
ČR		41,4	

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

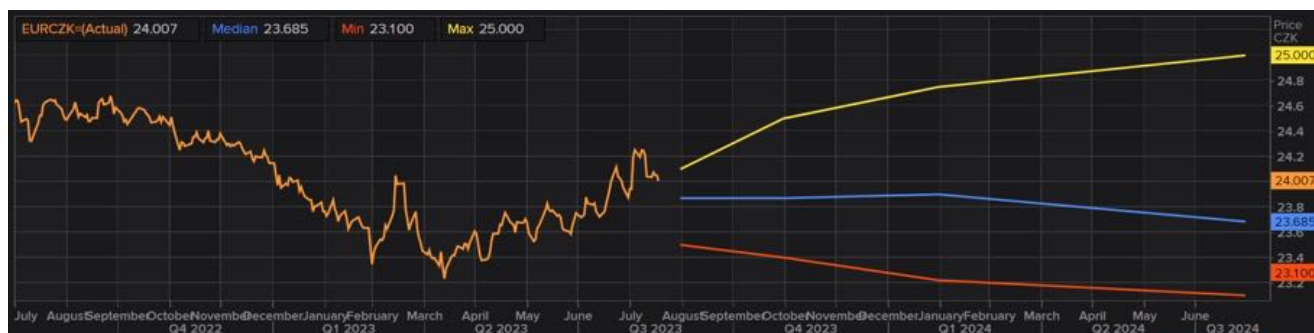


4. Finanční trhy

4.1 Směnný kurz EUR/CZK

- Medián predikce finančních analytiků v anketě Reuters FX Poll z 2. 8. 2023 předpokládá přibližnou stabilitu směnného kurzu EUR/CZK v průběhu predikovaného období, medián odhadu EUR/CZK 23,685 na konci července 2024 je výrazně nižší než hodnota kurzu v základním scénáři ČNB (průměrný kurz v 3Q 2024 v základním scénáři ČNB je 24,70).

Reuters FX Poll 02/08/2023



Data: Refinitiv

Česká koruna od dubna 2023 začala postupně oslabovat vůči EUR, oslabení souvisí se snížením úrokového diferenciálu vůči EUR na standardní úroveň (roční swapové body na úrovni pod 50 haléřů, na úrovni před vypuknutím Covid-19 na začátku roku 2020) a změnou komunikace ze strany centrální banky.

ČNB začala zvyšovat úrokové sazby za předcházející Bankovní rady ČNB již v červnu 2021, tedy o rok dříve, než se zvyšování úrokových sazeb začala ECB. Stejně tak s vysokou pravděpodobností ČNB přistoupí ke snížení úrokových sazeb dříve než ECB. Postupné snižování úrokového diferenciálu tak bude dále snižovat atraktivitu české koruny pro zahraniční investory, stejně tak bude snižovat atraktivitu úvěrů v EUR pro české podnikatele, kteří svojí konverzí CZK úvěrů do EUR významně přispívali k posílení koruny.

V prvním čtvrtletí 2023 ČNB vítala posílení české koruny jako způsobu boje s inflací a zpřísnění měnové politiky bez nutnosti zvýšení úrokových sazeb. V současnosti s klesající inflací mizí i důraz na silnou korunu z komunikace ČNB (například viceguvernerka ČNB E. Zamrazilová očekávala v červenci oslabení koruny k euru o jednu korunu v ročním horizontu).

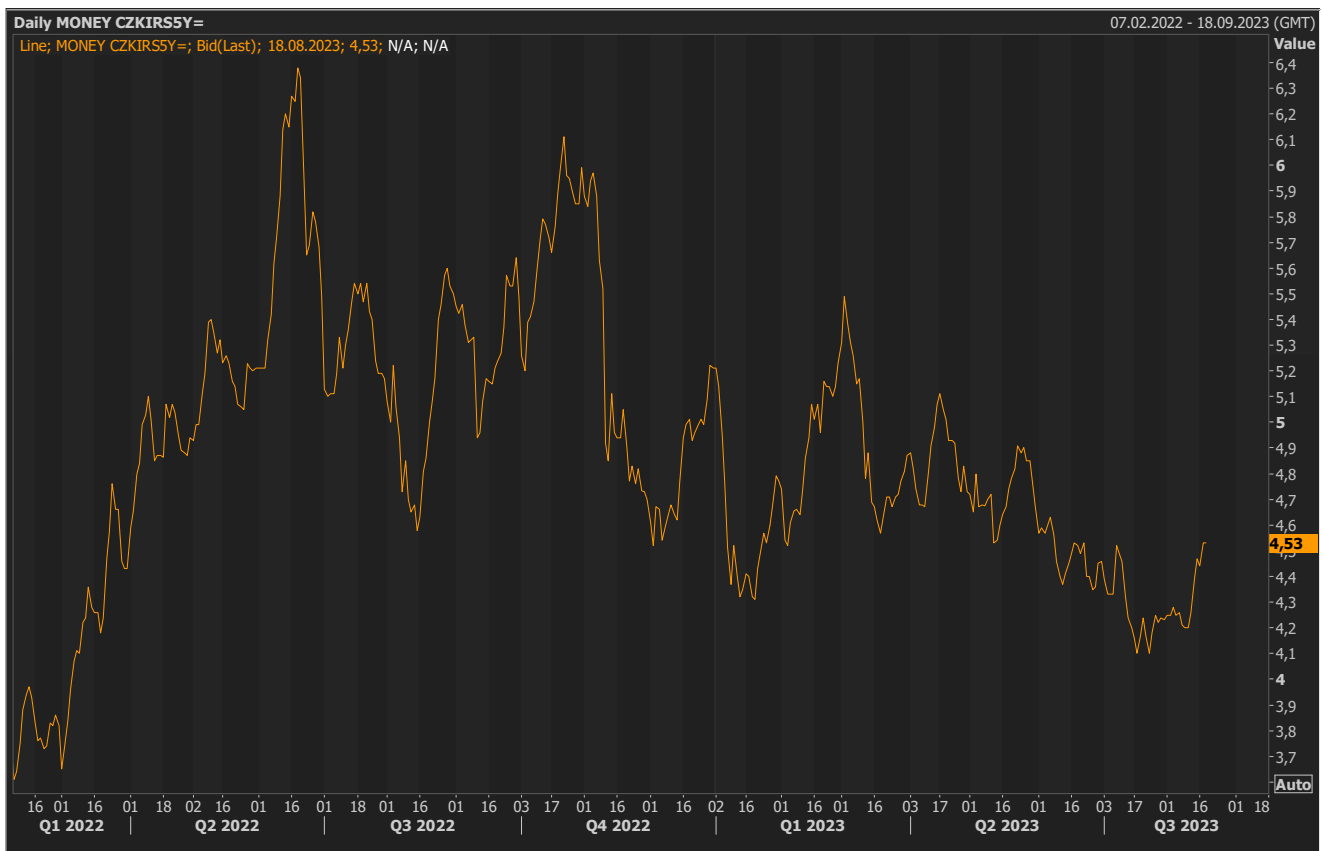
Na zasedání Bankovní rady v srpnu byl ukončen intervenční režim ČNB (který však nebyl od října 2022 využíván), zároveň ČNB oznámila zahájení prodeje výnosů z devizových rezerv. Není však zřejmé, jakým způsobem bude prodej devizových rezerv realizován (konstantní prodej stejné částky na denní bázi nebo jiná varianta, která by umožňoval zvýšit prodeje EUR při prudším oslabení koruny). Není zřejmé, zdali politika silné koruny vydrží i v dobách, kdy bude naopak potřeba měnovou politiku uvolňovat.

4. Finanční trhy

4.3 Úrokové sazby

- Základní sazba americké centrální banky FED byla na červencovém zasedání zvýšena o 0,25 % na současnou hodnotu 5,25 % - 5,50 %. Mediánu predikcí členů FOMC z července předpokládá na konci roku 2023 hodnotu 5,50 % - 5,75 %. FED je tedy již velmi blízko konce úrokového cyklu. FED pokračuje ve snižování své bilance odprodejem dříve nakoupených finančních aktiv. Velký objem státních dluhopisů, které bude třeba prodat do konce roku 2023 na finančních trzích na financování státního dluhu začíná zvyšovat výnosy dlouhodobých státních dluhopisů a tím zplošťovat výnosovou křivku (a současně zvyšovat úrokové náklady státního dluhu).
- Stejně tak ECB v červenci zvýšila depozitní úrokovou sazbu o 0,25 % na současnou úroveň 3,75 % a obdobně jako FED je tedy již velmi blízko konce úrokového cyklu. ECB se snaží dále zpřísnit svoji monetární politiku odprodejem aktiv nakoupených v rámci programu kvantitativního uvolňování.
- Na srpnovém zasedání Bankovní rada ČNB ponechala repo sazbu na úrovni 7,00 %. Finanční trh předpokládá, že repo sazba bude držena na stávající úrovni po delší dobu v souladu s komunikací Bankovní rady ČNB. Hodnota sazby 3M Príbor pro data na konci roku 2023 se obchoduje na úrovních blížících 6,80 %, trh tedy očekává v letošním roce jedno až dvě snížení repo sazby ČNB o 0,25 %.

Hodnota CZK úrokového swapu se splatností pět let



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

mazars