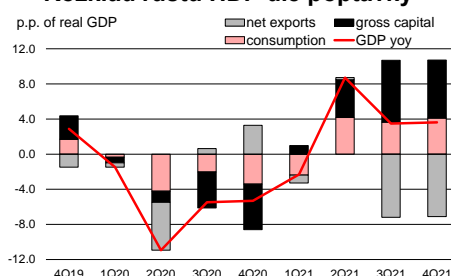


Protivítr ze tří směrů

- Ve 4. kvartálu 2021 vzrostl reálný HDP po očištění o 0,8% mezikvartálně a meziroční dynamika 3,6% tak byla stejná jako v období předešlém. Soukromá spotřeba vystřelila na 9,3% meziročně, zatímco spotřeba vlády vzrostla o 1,0%. Tvorba fixního kapitálu mírně vzrostla (o 3,0%) a v rámci ní vyčnívaly do plusu investice do budov a dopravních prostředků. Kumulace zásob byla opět výrazná a přidala k meziroční dynamice HDP 5,6pb. Čisté exporty ubraly z meziročního růstu HDP výrazných 7,1pb. V celém roce 2021 rostl HDP o 3,3%, čímž dohnal o trochu více než polovinu výpadku z roku předešlého (-5,8%).
- Ruská invaze na Ukrajinu a uvalení ekonomických sankcí zastavila rychlou post-covidovou normalizaci útrat českých domácností, jakou jsme pozorovali do února. Růst HDP v 1. kvartálu nicméně zůstane blízko 3% meziročně, tažen právě soukromou spotřebou.
- Ve zbytku roku 2022 se ekonomika dostane na pokraj stagnace, a to kvůli propadu poptávky z Ruska a Ukrajiny, narušení dodavatelských řetězců a novému inflačnímu šoku. Celoroční HDP může vzrůst o 1,2% díky solidnímu 1. kvartálu.
- Posun ekonomického prostředí směrem ke stagflaci vytváří nezáviděníhodnou situaci pro měnovou politiku. Po 50bb zvýšení sazeb v březnu už trajektorie utahování měnové politiky nemusí držet krok se skokem v očekávané inflaci, ale zřejmě se zpozdí její opětovné uvolňování v roce 2023.

Rozklad růstu HDP dle poptávky*



*/ Contributions to real GDP growth in percentage points
Sources: CZSO, UniCredit Research.

Struktura růstu HDP ve 4. kvartálu zůstala překvapivě stabilní v porovnání s kvartálem předchozím, co se týče základních tří poptávkových komponent. Téměř identický negativní příspěvek 7pb pocházel v obou obdobích z propadu čistého exportu, což mělo vazbu na prudký růst zásob. Příspěvek celkové spotřeby byl též stabilní, přičemž útraty domácností akcelerovaly a vládní spotřeba výrazně zpomalila.

REÁLNÝ HDP (STÁLÉ CENY ROKU 2010, OČIŠTĚNO)

	4Q21		3Q21 revidováno	
	Meziroč. změna	Příspěvek k růstu (p.b.)	Meziroč. změna	Příspěvek k růstu (p.b.)
HDP celkem	3.6	3.6	3.6	3.6
Spotřeba domácností (%)	9.3	4.0	6.5	2.9
Spotřeba vlády (%)	1.0	0.2	7.0	1.5
Tvorba fixního kapitálu (%)	3.0	0.8	2.0	0.5
Změna stavu zásob	-	5.6	-	5.8
Čistý export	-	-7.1	-	-7.2

Source: Czech Statistical Office. Calculations: UCB CZ.

*/ Real GDP in the same period of previous year

Remark: The national accounts are based on chain-linked data, which introduces a discrepancy

Autor:

Pavel Sobisek
Tel: +420 955 960 716
E-mail: pavel.sobisek@unicreditgroup.cz

UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia
Internet:

4Q21: RŮST DOMÁCÍ POPTÁVKY, ÚPADEK EXPORTU

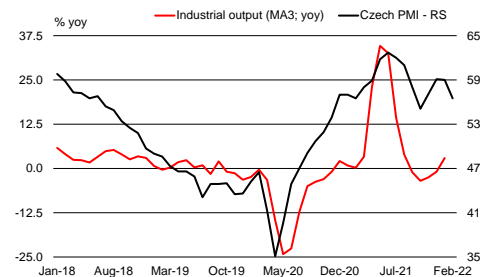
Ve 4. kvartálu 2021 vzrostl reálný HDP po očištění o 0,8% mezikvartálně a meziroční dynamika 3,6% tak byla stejná jako v období předešlém. Soukromá spotřeba vystřelila na 9,3% meziročně, zatímco spotřeba vlády zpomalila na 1,0% meziročně. Tvorba fixního kapitálu mírně vzrostla (o 3,0%) a v rámci ní vyčnívaly do plusu investice do budov a dopravních prostředků. Kumulace zásob byla opět výrazná a přidala k meziroční dynamice HDP 5,6pb. Čisté exporty naopak propadly a ubraly z meziroční dynamiky HDP výrazných 7,1pb s tím, jak export klesl meziročně o 5,7% (z toho export zboží o 8,9%) a import vzrostl o 4,0% (z toho import zboží o 3,5%). Nominální HDP přidal 6,5% a jeho deflátor zpomalil na 2,8% meziročně, nejpomalejší tempo od roku 2018, a to kvůli negativním směnným relacím. Hrubá přidaná hodnota rostla pomaleji než HDP (3,1% meziročně) s tím, jak se výběr nepřímých daní vrátil do normálu po předchozím pandemickém roce. Velký sektor obchodu, dopravy, ubytování a stravování byl jediný, jenž zaznamenal dvouciferný růst (11,2%), zatímco hrubá přidaná hodnota ve zpracovatelském průmyslu klesla meziročně o 3,3%. Reálná produktivita vzrostla o 1,9% v přepočtu na pracovníka a klesla o 3,8% v hodinovém vyjádření. Nominální mzdy a platy byly vyšší o 6,8% a hrubý provozní přebytek a smíšených důchodů přidal meziročně 4,8%.

V celém roce 2021 rostl HDP o 3,3%, čímž dohnal o trochu více než polovinu výpadku z roku předešlého (-5,8%). S tím, jak se podnikatelské prostředí prudce měnilo z kvartálu na kvartál, soukromá spotřeba a tvorba fixního kapitálu zůstaly citelně pod úrovní z doby před pandemií, zatímco spotřeba vlády posílila. Nejvíce ovšem během roku 2021 ohromil růst zásob, jež přidal 4,3% HDP v běžných cenách. Takto vysoký přírůstek zásob bude mít jistě důsledky pro podnikání v budoucnu s ohledem na trade-off mezi zajištěním se proti problémům v dodavatelských řetězcích a finanční zátěží z udržování vysokých zásob.

1Q22: VÁLKA ZPŮSOBÍ PRUDKÝ OBRAT

Ruský útok na Ukrajinu a související ekonomické sankce zastavily post-covidovou normalizaci útrat domácností, jakou jsme až do února pozorovali. Silné lednové maloobchodní tržby (9,6% meziroční růst) a známky vysoké vytiženosti lyžařských areálů v únoru naznačují, že domácnosti byly připraveny otevřít peněženky navzdory inflaci dosahující dvacetiletého maxima (11,1% meziročně v únoru). Břežnové útraty byly zřejmě stimulovány předzásobováním se pohonnými hmotami před tím, než o třetinu zdražily. Průmyslová produkce trochu zklamala meziročním růstem 1,0% v lednu a s podobnou dynamikou předpokládanou pro únor. Pro březen naznačují předstihové indikátory pokles průmyslu. Tyto skutečnosti nás vedou k názoru, že HDP v 1. kvartálu se přiblíží meziročnímu růstu 3%. Růst bude tažen soukromou spotřebou, která by měla přidat více než 8% ve srovnání se stejným obdobím loňského roku, které bylo ovlivněno pandemií.

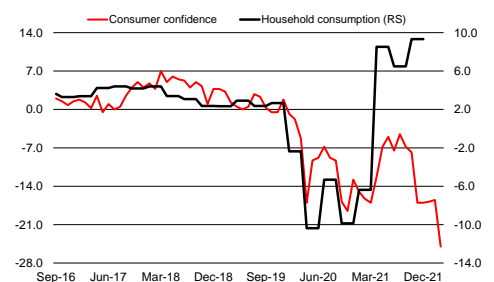
Průmyslová produkce a PMI



Sources: CZSO, Markit, UniCredit Research.

PMI ve zpracovatelském průmyslu ukazoval donedávna určitý optimismus, ale válka na Ukrajině toto mění. Situace v dodavatelských řetězcích se už zhoršila, a to především v automobilovém průmyslu. I kdyby březnové PMI nevypadalo příliš špatně, bylo by to z velké části kvůli nikoliv pozitivnímu efektu dodacích lhůt, které se znovu začínají prodlužovat.

Spotřeba domácností a důvěra spotřebitelů



Sources: CZSO, UniCredit Research.

Růst soukromé spotřeby zůstal mnohem rychlejší, než indikovaly průzkumy spotřebitelské důvěry v posledních kvartálech, což není udržitelné. Krize na Ukrajině a související inflační šok nakonec negativně ovlivní obě veličiny, ale nůžky mezi nimi ještě nějakou dobu zřejmě zůstanou rozevřené.

ZBYTEK ROKU 2022: ČELÍME SILNÉMU PROTIVĚTRU

Protivětry v současnosti foukají ze tří směrů. Zaprvé, válečný konflikt omezí poptávku z Ruska a Ukrajiny, čímž ovlivní český export. Světové input output tabulky (OECD TiVA) ukazují, že poptávka z Ruska se podílí na českém HDP přibližně z 1,2%, což je zhruba dvojnásobný vliv, než má ruská poptávka na ekonomiku eurozóny, a poptávka z Ukrajiny tvoří odhadem asi 0,3% HDP ČR. Náš nový scénář předpokládá, že export do Ruska a Ukrajiny klesne o 70% ve zbytku letošního roku, což může ukrojit z celoročního HDP asi 0,8pb.

Zadruhé, Ukrajina je součástí evropských výrobních řetězců, především v rámci automobilového průmyslu. Aktuálně je problém v dodávkách kabelových svazků, jejichž nedostatek nemusí trvat tak dlouho, jako tomu je v případě čipů, ale i tak může brzdit produkci v řádu týdnů až měsíců. Protože toto není jediný případ nedostatku komponentů, je realistické pro letošní rok očekávat pokles evropské produkce aut. Vzhledem k důležitosti tohoto odvětví pro českou ekonomiku by 10%-ní pokles produkce (což znamená o 36% méně vyrobených aut oproti roku 2019) snížil český HDP o dalších 0,8pb.

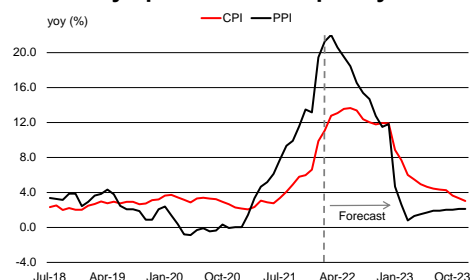
Třetí protivítr pramení z nového inflačního šoku. Zaprvé, růsty cen elektřiny a plynu od roku 2021 mohou umazat tu část průmyslové produkce, která je nejvíce energeticky náročná. Zadruhé, drahé energie se promítnou do inflace. Očekáváme, že inflace dosáhne vrcholu v polovině roku 2022, později, než se původně čekalo a rovněž na vyšší úrovni 13-14%. To vynese průměrnou inflaci za letošní rok nad 12%, téměř 4pb výše oproti naší prognóze před třemi měsíci. Růst inflace nebude v letošním roce adekvátně kompenzován růstem nominálních mezd, který očekáváme jen 6,6% s tím, jak se firmy budou muset potýkat s růstem cen vstupů. Připouštíme, že určité zdroje pro meziroční růst příjmů domácností mohou stále představovat vyšší zaměstnanost a vyšší počet odpracovaných hodin v sektoru služeb díky nízké srovnávací základně z doby covidu. Na druhou stranu ztrátu kupní síly domácností už zřejmě nebude kompenzovat rozpouštění úspor v takové míře, jako v roce 2021. Celkem vzato počítáme se stagnací až mírným meziročním poklesem soukromé spotřeby počínaje 2. kvartálem 2022.

Co se týče předpovědí dalších klíčových veličin pro rok 2022, běžný účet platební bilance očekáváme v deficitu 3,3% HDP (jen podruhé od roku 2013). Deficit by měl pramenit z importu drahých energií, jenž zhorší obchodní bilanci o 200mld korun oproti roku 2021. Protože náklady budou jen částečně přenášeny na konečné spotřebitele, očekáváme zpomalení růstu tvorby fixního kapitálu. HDP může být trochu povzbuzen spotřebou ukrajinských uprchlíků, vykázané ve statistikách zřejmě jako export služeb, a vyšší spotřebou vlády financovanou zhoršením veřejných financí a přílivem EU fondů. Celkem vzato snižujeme výhled růstu HDP v roce 2022 z 3% na 1,2%. Celoroční číslo odpovídá stagnaci ve 2.-4. kvartálu, takže nevyklučujeme ani mírnou technickou recesi.

MĚNOVÁ POLITIKA: STAGFLAČNÍ DILEMA

Ekonomické prostředí směřující ke stagflaci vytváří obtížné podmínky pro

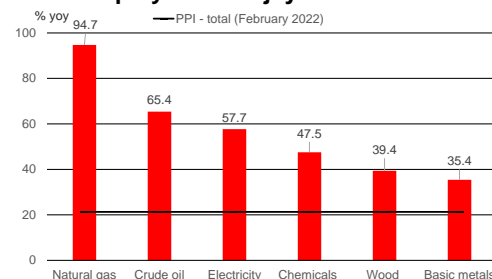
Ceny spotřebitelů a v průmyslu



Sources: CZSO, UniCredit Research.

Nový inflační šok pramení z cen energií. Vrchol spotřebitelské inflace očekáváme v polovině roku 2022, později, než jsme původně čekali, a na vyšší úrovni 13-14%. To vynese průměrnou inflaci za letošní rok nad 12%, téměř 4pb výše oproti naší prognóze před třemi měsíci.

Skupiny PPI s nejvyšším růstem



Sources: CZSO, UniCredit Research.

V únoru 2022 vzrostly ceny průmyslových výrobců (PPI) o 21,3%, taženy zejména cenami energií. Krize na Ukrajině způsobí další inflační tlaky, které uvidíme v číslech za březen.

měnovou politiku. Po 50bb zvýšení sazeb v březnu už trajektorie utahování měnové politiky nemusí držet krok se skokem v očekávané inflaci, protože prostředí je nyní méně náchylné k vytváření sekundárních inflačních tlaků, než tomu bylo dříve. Aktuální inflační šok ale zřejmě zpozdí opětovné uvolňování měnové politiky v roce 2023, takže repo sazba zůstane nad neutrální úrovní, kterou ČNB odhaduje na 3%.

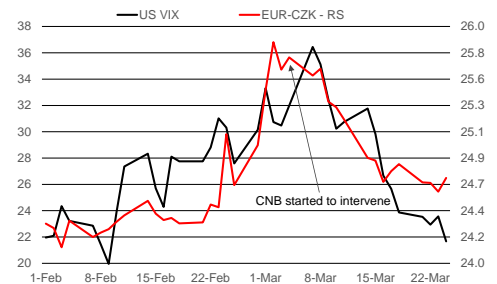
FOKUS: MOHOU EKONOMICKÉ SANKCE ZVRÁTIT RUSKOU AGRESI?

Na ruský útok na Ukrajinu odpověděl Západ válkou ekonomickou. Z poptávkové strany problému má navrch Západ, ačkoliv Rusko je relativně uzavřená ekonomika, jejíž HDP závisí na zahraniční poptávce „jen“ asi z 25% (včetně nepřímých globálních vazeb). Nejvýznamnějším obchodním partnerem Ruska je blok EU+Británie, kde končí asi 9,7% ruského HDP, zatímco konečná poptávka Ruska tvoří jen 0,6% HDP EU. Pro srovnání, poptávka Číny se podílí na ruském HDP odhadem z 5,8%, navzdory pokračujícím snahám o hlubší ekonomické propojení těchto zemí. Co se týče USA, tak tam končí 2,4% ruského HDP, zatímco v opačném směru je závislost prakticky nulová. Přerušování obchodních vazeb by bylo bezpochyby velmi bolestivé pro Rusko, zatímco na straně Západu by byly dopady výrazně nižší a pocítily by je především země regionu střední a východní Evropy: Pobaltí (2,2% HDP), Bulharsko (1,8%), Slovinsko (1,5%), Slovensko (1,3%) a Česko (1,2%).

Na straně nabídky je ale situace jiná. Opouštění Ruska západními firmami bude významným zásahem do ruské ekonomiky a zaměstnanosti. Oficiální embargo na vývoz západních technologií do Ruska se projeví spíše v dlouhodobém potenciálu ruské ekonomiky, i když bezprostřední dopady pozorujeme rovněž. Některé technologie mohou být postupně nahrazovány dovozem z Číny. Na straně nabídky má Rusko mnohem vyšší páku v podobě evropské závislosti na ruském plynu (38%) a ropě (27%). Dle studie think tanku Bruegel činí přímý či nepřímý podíl ruského plynu na celkové spotřebě energií 25% v Maďarsku, 21,5% na Slovensku, 17,2% v Německu, 11,8% v Česku, 10,4% v Itálii, ale jen 1,6% ve Francii a v Británii je podíl nulový. Zastavení toku ruského plynu a ropy by vedlo k energetické krizi v nejvíce exponovaných zemích EU. Pro samotné Rusko by taková situace znamenala přerušování devizových příjmů, jaké si může jen těžko dovolit.

A nakonec nad rámec čistě makroekonomických úvah musíme brát v potaz odpojení Ruska od mezinárodního finančního systému. To je opatření čistě jednostranné, na které má Rusko stěžít jak reagovat a bude tím více bolestivé, čím déle bude trvat. Jedná se nepochybně o silný nástroj, ale zřejmě nikoliv tak silný, aby sám o sobě změnil pravidla hry.

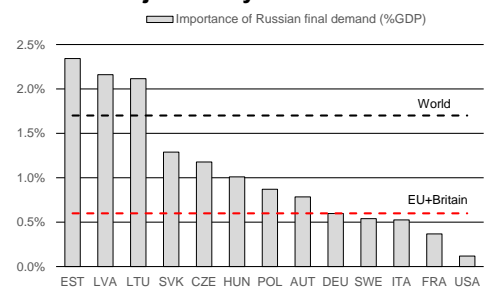
EUR-CZK a index VIX od února



Sources: Macrobond, UniCredit Research

Kurs koruny je korelovan s indikátorem vnímaného rizika na světových trzích (VIX). Zatímco nedávný pokles VIX může být jen dočasným uvolněním, hodnota koruny může být podporována devizovými intervencemi. ČNB ukázala záměr udržet EUR-CZK pod úrovní 26,0 v prvních dnech ukrajinské krize a my věříme, že tento záměr trhům kdykoliv připomene, pokud bude třeba.

Význam poptávky Ruska v HDP jednotlivých zemí



Sources: OECD's TIVA, UniCredit Research.

Ruská konečná poptávka tvoří 0,6% HDP bloku zemí EU+Británie. Východní země bloku budou trpět výpadkem exportu do Ruska více. Na druhou stranu pro Rusko je tento blok největším obchodním partnerem a jeho poptávka generuje okolo 10% HDP Ruska.

Czechia Macroeconomic Outlook

	2019	2020	2021	2022	2023
				forecast	forecast
Růst HDP (reálná meziroční změna, %)	3.0	-6.4	3.3	1.2	3.0
Spotřeba domácností (reálná meziroční změna, %)	2.6	-6.8	4.3	1.8	2.2
Hrubá tvorba fixního kapitálu (reálná meziroční změna, %)	5.9	-7.5	0.9	6.5	5.0
Průmyslová výroba (reálná meziroční změna, %)	-0.2	-7.2	6.9	2.0	5.0
Podíl nezaměstnaných (průměr, %)	2.8	3.6	3.8	3.2	3.0
Inflace (CPI meziroční změna, průměr, %)	2.8	3.2	3.8	12.3	5.0
Průměrná mzda (nominální meziroční změna, %)	7.9	3.1	6.1	6.6	7.8
Úroková sazba (3-M PRIBOR, konec období, %)	2.18	0.35	3.50	4.80	4.05
Úroková sazba (3-M PRIBOR, průměr, %)	2.12	0.86	1.13	4.75	4.50
EUR-CZK směnný kurs (konec období)	25.41	26.25	24.86	24.90	24.60
EUR-CZK směnný kurs (průměr)	25.67	26.44	25.65	25.00	24.70
Běžný účet platební bilance (% HDP)	0.3	2.0	-0.8	-3.3	-1.6
Čistý příliv přímých investic (% HDP)	2.4	2.6	0.1	0.6	0.8
Bilance veřejných rozpočtů (% HDP)*	0.3	-5.6	-7.0	-5.0	-4.0
Veřejná zadluženost (% HDP)	30.0	37.7	42.1	44.4	44.7

Remarks:

*/ ESA 2010 definition.

Sources: Czech National Bank, Czech Statistical Office.

Forecasts: UniCredit Bank CZ.

Disclaimer:

UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s. within developing relationships with its clients and generally informing the public creates and publishes analytical outputs, mostly outputs related to financial markets, currencies and interest rates and stock or investment analyses.

These analytical outputs are meant for informational purposes only, do not represent any offer, or suggestion to buy or sell any investment instrument, they focus only on own and independent investment decision and do not substitute professional investment advice. If not stated otherwise, analytical outputs represent an opinion as of the date of their publishing, whilst can be changed without previous notice.

All information and views used to produce or found in the text of analytical outputs originate or are based on several sources, which UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s. considers to be trustworthy. Despite devoting all care to content and verification of these information and views, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s. cannot guarantee their correctness, accuracy and completeness.

Rates, prices, yields, appreciations, performances or other parameters achieved by individual investment instruments in the past cannot in any case serve as an indicator or guarantee of future rates, prices, yields, appreciations, performances or other parameters of these or similar financial instruments. Each investment is always connected to the risk of value fluctuation and the return on invested funds is not guaranteed. Financial instruments denominated in foreign currencies are also exposed to fluctuations following the changes in exchange rates, which can have both positive and negative influence particularly on their rates, prices, appreciations or yields. Change in circumstances affecting the derivation of recommendation can result in loss of validity of the respective recommendation.

UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s., is not responsible in any way for potential damages arising from using information in the analytical outputs. UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s., is not responsible for any losses resulting from investment established following any recommendation, forecast or other information contained in the analytical outputs.

Securities, financial instruments or strategies mentioned in analytical outputs do not have to be suitable for every investor. UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s. recommends to all investors to seek professional advice for their investment intentions and decisions prior to their realisation.