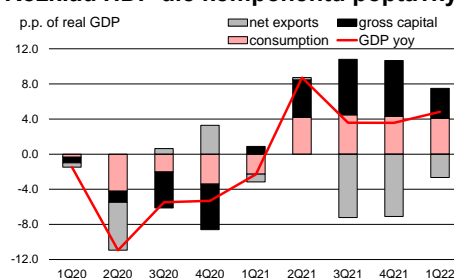


Překročení prahu bolesti

- V prvním kvartálu 2022 vzrostl HDP o (očistěných) 0,9% mezikvartálně a 4,8% meziročně. Soukromá spotřeba udržela svoji vysokou dynamiku (8,5% meziročně), zatímco vládní spotřeba vzrostla o 2,0%. Tvorba fixního kapitálu akcelerovala na 7,4% meziročně, přičemž rostly všechny skupiny investic. Pokračovala akumulace zásob, jež přidala k meziročnímu růstu HDP 1,5pb. Na druhou stranu čisté exporty z ní odebraly 2,7pb, když exporty klesly meziročně o 0,1% zatímco importy rostly o 3,7%.
- Druhý kvartál 2022 charakterizuje uvadající síla postpandemického oživení a ostrá reakce útrat domácností na inflační šok. Předpokládáme, že HDP klesl mezikvartálně o více než 1pb a meziroční dynamika zpomalila o polovinu na 2,1%.
- Ve druhém pololetí 2022 by měl růst HDP dále oslabit s tím, jak se budou domácnosti potýkat s výrazným poklesem reálných příjmů a investice firem budou zpomalovat. Export bude omezován jak z nabídkové, tak z poptávkové strany. Tahounem růstu přestane být i tvorba zásob.
- Zhoršení HDP v roce 2023, hlubší deficit běžného účtu platební bilance a zužující se úrokový spread mezi ČR a eurozónou budou pravděpodobně bránit koruně v posilování. Naše revize výhledu na korunu je v rozporu s předpoklady ČNB a vnáší otazníky ohledně načasování obratu v měnové politice. Aktuálně očekáváme první snížení úrokových sazeb ve 3. kvartálu 2023.

Rozklad HDP dle komponentů poptávky*



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

Struktura růstu HDP se v 1. kvartálu 2022 příliš nezměnila. Spotřeba a investice si udržely pozitivní příspěvek, zatímco čisté exporty z růstu ubíraly. Velikost všech příspěvků se ale oproti 4. kvartálu loňského roku snížila. Počínaje 2. kvartálem 2022 očekáváme ostré zpomalení spotřeby.

REÁLNÝ HDP (STÁLÉ CENY ROKU 2010, OČIŠTĚNO)

	1Q22		4Q21 revidováno	
	Meziroč. změna	Příspěvek k růstu (p.b.)	Meziroč. změna	Příspěvek k růstu (p.b.)
HDP celkem	4.8	4.8	3.6	3.6
Spotřeba domácností (%)	8.5	3.6	9.3	4.0
Spotřeba vlády (%)	2.0	0.4	1.0	0.2
Tvorba fixního kapitálu (%)	7.4	1.9	3.0	0.8
Změna stavu zásob	-	1.5	-	5.6
Čistý export	-	-2.7	-	-7.1

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

Authors:

Pavel Sobisek
Tel: +420 605236570
E-mail: pavel.sobisek@unicreditgroup.cz

Jiří Pour
Tel: +420 602937576
E-mail: jiri.pour@unicreditgroup.cz

UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia
Internet: www.unicreditbank.cz

1Q22: ZOTAVOVÁNÍ SE Z PANDEMIE

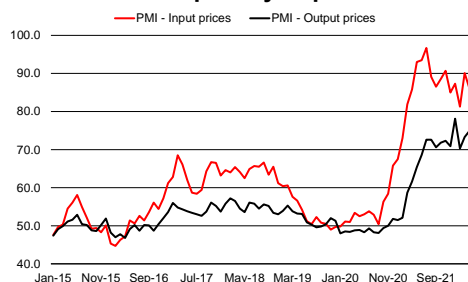
V prvním kvartálu 2022 vzrostl HDP o (očistěných) 0,9% mezikvartálně a 4,8% meziročně. Soukromá spotřeba udržela svoji vysokou dynamiku (8,5% meziročně), i když mezikvartálně klesla podruhé v řadě (o 1,0%). Vládní spotřeba vzrostla o 2,0%. Tvorba fixního kapitálu akcelerovala na 7,4% meziročně, přičemž rostly všechny skupiny investic, ale nejvíce investice do dopravních prostředků (31,1% meziročně). Pokračovala akumulace zásob, jež přidala k meziročnímu růstu HDP 1,5pb. Na druhou stranu čistý export z ní odebral 2,7pb, když export klesl meziročně o 0,1% (z toho export zboží o 2,6%), zatímco import vzrostl o 3,7% (z toho import zboží o 2,0%). Nominální HDP přidal 10,9% a deflátor HDP vzrostl o 5,8%. Pohledem z produkční strany rostla hrubá přidaná hodnota meziročně o 4,4% a růst zaznamenala většina hlavních odvětví kromě průmyslu, který meziročně stagnoval, a zemědělství (to ve stálých cenách kleslo, ovšem v běžných cenách rostlo dvojciferným tempem). Celková zaměstnanost přidala meziročně 1,5% a reálná produktivita na pracovníka vykazovala stále solidní růst 3,3%. Na druhou stranu produktivita na odpracovanou hodinu se snížila meziročně o 1,5%. Objem mezd a platů vzrostl z nízké základny o 11,6% meziročně, přičemž průměrná mzda přidala 7,1%.

Většina z pozorovaného meziročního růstu HDP v jednotlivých komponentách byla zřejmě tažena nízkou základnou pandemického období. Tento faktor nejspíš více než vyvážil rozladěnost spotřebitelů z rostoucích cen základního zboží. Rychle rostoucí inflace mohla rovněž mezi spotřebiteli vyvolat efekt předzásobení, a tím dočasně podpořit poptávku. Ruská válka proti Ukrajině, jež začala na konci února, vedla v březnu k meziročnímu propadu exportu ČR do Ruska o 76%, ale neovlivnila chování spotřebitelů v 1. kvartálu.

2Q22: VŠUDYPŘÍTOMNÉ ZNÁMKY ZPOMALOVÁNÍ

Druhý kvartál 2022 charakterizuje uvadající síla postpandemického oživení a ostrá reakce útrat domácností na inflační šok. Průmyslová produkce klesla v dubnu meziročně o 3,8% a prohloubila tak pokles oproti 1. kvartálu, kdy ubrala meziročně „jen“ 0,4%. Na vině byl zejména automobilový sektor. Předstihové indikátory v průmyslu dávají smíšené signály. Zatímco květnový index PMI klesl od února o 4,2 bodu na 52,3, indikátor důvěry dle Českého statistického úřadu vzrostl za stejné období o 8,6 bodu. Zahraniční obchod propadl do 28 miliardového deficitu z 19-ti miliardového přebytku v dubnu 2021 kvůli nižšímu vývozu aut a importu několikanásobně dražší ropy a plynu. Stavebnictví v dubnu přidalo 2,6% meziročně navzdory poklesu výstavby infrastruktury. Maloobchodní tržby přidaly v dubnu meziročně 5,0%, ale není jasné, do jaké míry byla srovnávací základna ovlivněna pandemií. Spotřebitelská důvěra v červnu propadla na nový historický rekord. Předpokládáme, že ve 2. kvartálu dosahovala průměrná meziroční inflace 15,5% a HDP kleslo mezikvartálně o více než 1pb, přičemž meziroční dynamika zpomalila o polovinu na 2,1%.

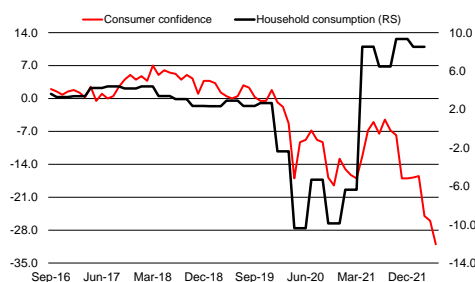
PMI ve zpracovatelském průmyslu: ceny vstupů a výstupů



Sources: CZSO, Markit, UniCredit Research.

V roce 2021 reportovalo růst cen vstupů 95% firem pokrytých šetřením v rámci PMI, zatímco aktuálně se podíl pohybuje okolo 85%. Většina firem je schopna dodatečné náklady promítat do výstupních cen při udržení cenové konkurenceschopnosti.

Spotřebitelská důvěra a spotřeba domácností



Sources: CZSO, UniCredit Research.

Dosud vysoká meziroční dynamika soukromé spotřeby byla způsobena jejím vynuceným omezením kvůli pandemii v srovnávacím období. Konec tohoto stimulu spolu s vysokou inflací předznamenává prudkou korekci směrem dolů.

2H22 A 2023: PŘEKROČENÍ PRAHU BOLESTI

Ve druhém pololetí by růst HDP měl dále zpomalit. Domácnosti budou nadále čelit podstatnému poklesu reálných příjmů s tím, jak se inflace stává dlouhodobější záležitostí, než se původně věřilo. Investice firem budou zpomalovat, neboť firmy se budou v prostředí slabší ekonomické aktivity zdráhat začínat nové projekty (možná s výjimkou výstavby residenčních budov a investic do úspor energií). Export bude omezen ze strany nabídky kvůli přetrvávajícím poruchám v dodavatelských řetězcích automobilového průmyslu a z poptávkové strany kvůli zhoršující se podnikatelské náladě v Evropě. Omezen nadále zůstane i český export do Ruska. Tahounem růstu HDP navíc přestane být akumulace zásob. Pokles zásob se zdá nevyhnutelný vzhledem k nárůstu nákladů úvěrového financování, ačkoliv rychlost tohoto poklesu zůstává nejistá.

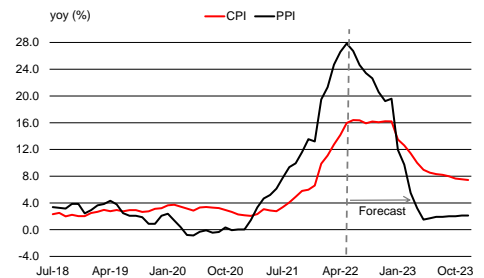
Inflaci vidíme jako zdaleka nejvýznamnější brzdou ekonomického růstu. Na straně produkce dominují cenové tlaky zejména v oblasti energií, ale dvojciferné růsty se odehrávají napříč kategoriemi. Kromě všeobecných inflačních tlaků, které pozorujeme v celé Evropě, existují i faktory specifické pro Česko. Jedná se především o skupiny odívání a obuv a restaurace a hotely, kde ceny rostou nejrychleji z celé EU. K inflaci dále přispívají relativně mírná protipatření vlády v porovnání se srovnatelnými ekonomikami. Vláda nicméně zvažuje zavedení úsporného tarifu na energie pro domácnosti, který má potenciál stát se viditelnější (a dražší) brzdou inflace.

Očekáváme, že meziroční inflace najde svůj vrchol v červnu, a to mezi 16%-17%. I když ve druhém pololetí začne proti meziroční inflaci působit efekt báze, jeho síla bude stačit spíše jen na její stabilizaci než na pokles. Věříme, že inflace zůstane vysoko nad cílovou hodnotou i v roce 2023 s tím, jak se budou projevovat sekundární efekty dřívějšího zdražování v kombinaci s čerstvými cenovými šoky. Podstatnou změnou však je, že inflace v roce 2023 už nebude tažena poptávkou.

Růst mezd bude reagovat na vysokou inflaci se zpožděním. Za prvé, určité zpoždění je přirozenou součástí politiky podniků. Za druhé, vláda podle všeho aktivně brzdí mzdové vyjednávání ve veřejném sektoru s poukazem na riziko roztáčení mzdové spirály. Tato politika, za kterou vláda zaplatí politickými body, bude mít efekt v letošním roce, kdy očekáváme pokles reálných mezd o 6,6%. V roce 2023 čekáme mírný pozitivní růst průměrné reálné mzdy, což bude výsledkem zrychlení nominálních mezd a zpomalení inflace.

Důsledkem poklesu reálných mezd bude ostré zpomalení soukromé spotřeby. Efekt zadržené poptávky vymizí do konce 3. kvartálu, přičemž růst útrat za zahraniční dovolené bude silnější než dynamika útrat za zboží. S poklesem spotřeby počítáme už od 2. kvartálu. Příliv uprchlíků z Ukrajiny, odpovídající zhruba 2% české populace, bude mít jen minimální dopad na celkové útraty (efekt bude ve statistikách zachycen jako export služeb). Na závěr je nutné zdůraznit, že naše předpovědi HDP pro roky 2022 a 2023 stojí na předpokladu, že plyn z Ruska bude nadále proudit. Omezené dodávky a zavedení přidělového systému by umazalo z hospodářského růstu několik procentních bodů.

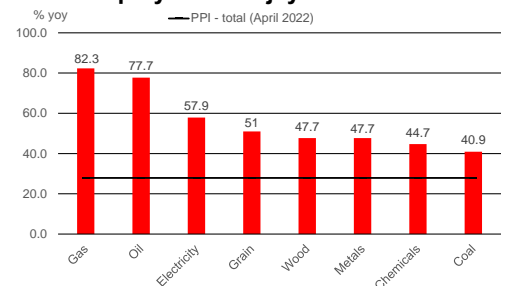
Ceny spotřebitelů a průmyslových výrobců



Sources: CZSO, UniCredit Research.

Ačkoliv dynamika cen průmyslových výrobců (PPI) už zřejmě vrcholí, kulminace šoků stěží dovolí dynamice spotřebitelských cen (CPI) polevit před začátkem roku 2023. Revidovali jsme směrem vzhůru jak předpokládaný vrchol dynamiky CPI (na 16,4% meziročně v červnu a červenci), tak průměr pro rok 2023 (na 9,3%).

Skupiny PPI s nejvyšším růstem



Sources: CZSO, UniCredit Research.

Hlavním tahounem meziročního růstu cen průmyslových výrobců jsou nadále energie. Kromě nich rostou nejrychleji ceny dřeva a chemie. Co se týče zemědělských komodit, oleje a tuky ze žebříčku v květnu vypadly, zatímco obilí se na něm posunulo vzhůru s meziročním růstem přes 50%.

MĚNOVÁ POLITIKA: SLABŠÍ KORUNA ODSUNE UVOLŇOVÁNÍ MĚNOVÉ POLITIKY

Zhoršení HDP v roce 2023 by i dle našeho základního scénáře zřejmě bránilo posilování koruny. Ta se bude muset navíc přizpůsobit hlubšímu deficitu běžného účtu platební bilance a zužujícímu se úrokovému spreadu mezi ČR a eurozónou v kontextu začátku utahování měnové politiky ECB. Naše revize výhledu na korunu je v rozporu s předpoklady ČNB a vnáší otazníky ohledně načasování obratu v měnové politice. Aktuálně očekáváme první snížení úrokových sazeb ve 3. kvartálu 2023. Rovněž není jisté, zda červnové zvýšení repo sazby ČNB na 7% představuje vrchol. ČNB bude zřejmě muset vyladit předpoklady své prognózy tak, aby přestaly generovat potřebu dalšího zvyšování úrokových sazeb. S devizovými intervencemi bude ČNB zřejmě nadále pokračovat v případě stresu na finančních trzích, ale nebude jich užívat jakožto běžného nástroje boje s inflací.

FOCUS: JAK INFLACE OVLIVNÍ SPOTŘEBU DOMÁCNOSTÍ

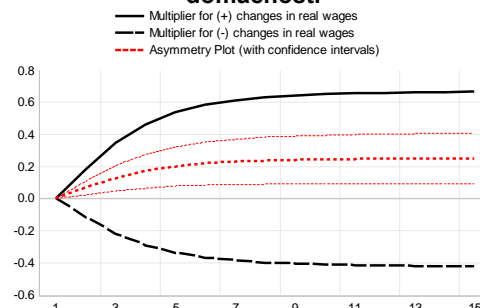
Inflace v ČR překonává dlouhodobé rekordy a výrazně snižuje reálné mzdy. To se musí nutně projevit v tempu růstu soukromé spotřeby. Otázkou zůstává, jak moc.

Zkoumali jsme efekt objemu reálných mezd na reálnou spotřebu domácností. Abychom věc pojali komplexněji, testovali jsme i hypotézu, že tento efekt je asymetrický, co se týče směru vývoje reálných mezd. Intuice napovídá, že když reálné mzdy rostou (resp. akcelerují svůj růst), domácnosti mají tendenci zvyšovat (akcelerovat) útraty více, než by v opačném směru reagovaly na pokles či zpomalování reálných mezd. Tato asymetrie má původ nejen v neochotě domácností redukovat spotřebu, ale též v existenci sociální záchrané sítě.

Vztahy jsme zkoumali pomocí nelineárního modelu rozložených zpoždění (NARDL) na kvartálních datech za ČR v letech 2000-2019. Ignorovali jsme roky 2020-2021, protože covidové období by výsledky nutně zkreslilo. Výsledky byly v souladu s naší intuicí. 10% růst objemu reálných mezd má tendenci vést ke zvýšení soukromé spotřeby zhruba o 4,6% během jednoho roku a o 6,6% během dvou let. Na druhou stranu 10% pokles reálných mezd by stlačil spotřebu „jen“ o 2,9% a 4,1% během jednoho, resp. dvou let. Jinými slovy, chuť domácností redukovat spotřebu při negativním mzdovém šoku je zhruba o 37% nižší, než je sklon spotřebu zvyšovat v případě příznivého mzdového vývoje.

Pokud ponecháme stranou různé problémy a nejistoty takovýchto modelů, můžeme výsledek aplikovat na dnešní situaci v ČR. Při předpokladu meziročního tempa růstu zaměstnanosti o 1,4% by očekávaný pokles objemu reálných mezd o 5,2% v letošním roce umazal ze soukromé spotřeby reálně 1,5% do jednoho roku a dalších 0,6% v roce následujícím. Tyto výsledky musí být ovšem brány s rezervou, protože do hry vstupují i další faktory.

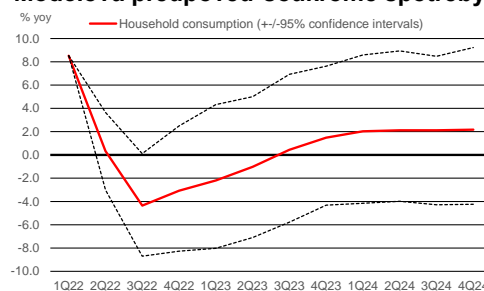
Asymetrický vliv mezd na spotřebu domácností



Sources: UniCredit Research, Macrobond

Vliv změny objemu reálných mezd na reálnou spotřebu domácností je rozložen přes 6 kvartálů a je asymetrický. 10% růst objemu mezd zvyšuje soukromou spotřebu odhadem o 4,6% do 1 roku a o 6,6% do 2 let. Na druhou stranu 10% pokles reálných mezd vede k redukcí spotřeby o 2,9% a 4,1% během jednoho, resp. dvou let.

Modelová předpověď soukromé spotřeby



Sources: UniCredit Research, Macrobond

Vývoj soukromé spotřeby lze predikovat pomocí modelu, jež bere v potaz změny objemu reálných mezd (které počítáme na základě našich odhadů vývoje průměrných nominálních mezd, inflace a zaměstnanosti). Tento model naznačuje 4% meziroční propad ve spotřebě domácností ve 3. kvartálu 2022, což je výraznější pokles, než předpokládáme v našem základním scénáři.

Makroekonomický výhled pro ČR

	2019	2020	2021	2022	2023
				předpověď	předpověď
Růst HDP (reálná meziroční změna, %)	3.0	-6.4	3.3	1.5	0.9
Spotřeba domácností (reálná meziroční změna, %)	2.6	-6.8	4.3	1.8	-0.5
Hrubá tvorba fixního kapitálu (reálná meziroční změna, %)	5.9	-7.5	0.6	3.6	2.5
Průmyslová výroba (reálná meziroční změna, %)	-0.2	-7.2	6.9	0.0	5.0
Podíl nezaměstnaných (průměr, %)	2.8	3.6	3.8	3.3	3.5
Inflace (CPI meziroční změna, průměr, %)	2.8	3.2	3.8	14.8	9.3
Průměrná mzda (nominální meziroční změna, %)	7.9	4.6	4.8	7.1	9.8
Úroková sazba (3-M PRIBOR, konec období, %)	2.18	0.35	3.50	7.15	5.65
Úroková sazba (3-M PRIBOR, průměr, %)	2.12	0.86	1.13	6.20	6.90
EUR-CZK směnný kurs (konec období)	25.41	26.25	24.86	24.90	25.00
EUR-CZK směnný kurs (průměr)	25.67	26.44	25.65	24.70	25.20
Běžný účet platební bilance (% HDP)	0.3	2.0	-0.8	-4.0	-3.3
Čistý příliv přímých investic (% HDP)	2.4	2.6	0.1	0.6	0.8
Bilance veřejných rozpočtů (% HDP)*	0.3	-5.8	-5.9	-5.0	-4.0
Veřejná zadluženost (% HDP)	30.1	37.7	41.9	43.3	44.1

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.