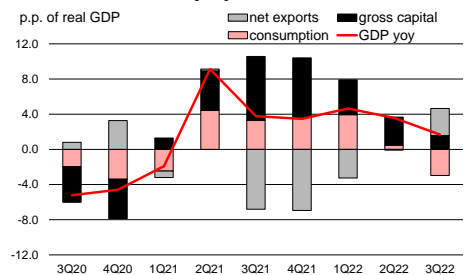


Zima plná protivětrů

- Ve 3. kvartálu 2022 klesl reálný očištěný HDP o 0,2% mezikvartálně a meziroční růstu zpomalil na 1,7%. Spotřeba domácností se meziročně snížila o 5,9% a spotřeba vlády klesla o 1,2%. Naopak tvorba fixního kapitálu přidala 4,6% meziročně a pokračovala i akumulace zásob, jež přidala k růstu HDP 0,4pb. Čistý export přidal k růstu ekonomiky 3,1pb při zvýšení meziročního tempa exportu na 10,5% a importu na 6,2%.
- Obrat ekonomiky směrem k růstu je ve 4. kvartálu nepravděpodobný. Nejnovější indikátor PMI ve zpracovatelském průmyslu ukázal hluboký pesimismus (41,6) a ani šetření mezi domácnostmi ohledně vánočních nákupů nebylo pozitivní. Předpokládáme, že ve 4. kvartálu HDP klesl mezikvartálně o 0,8% a meziroční růst zpomalil na 0,1%.
- V 1. kvartálu 2023 ekonomika dle našeho očekávání dosáhne dna, avšak i za celý rok 2023 vykáže pokles, a to o 0,6%. Soukromá spotřeba bude zatížena očekávaným propadem reálných příjmů ve výši 3%. Recese dále ochromí investice. Trochu optimismu lze spatřit v tom, že potlačená spotřeba domácností sníží v roce 2023 poptávkové inflační tlaky. Inflation se ovšem i tak udrží do konce roku poblíž meziročních 10% z důvodu postupného promítání cen energií a volatility z titulu legislativních změn.
- Další růst sazeb ČNB je nepravděpodobný. Vzhledem k vytrvalosti inflace si jsme ovšem méně jisti ohledně jejich snižování během roku 2023. Nadále věříme, že proces uvolňování měnové politiky započne v poslední části roku 2023, ale repo sazba se do konce roku ještě nemusí podívat pod 6%.

Rozklad HDP v poptávkovém členění *



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

Ve 3. kvartálu 2022 pokračovaly změny ve struktuře HDP, které započaly už v kvartálu předchozím. Spotřeba byla brzdou ekonomiky s tím, jak propadly soukromé i vládní útraty. Tvorba hrubého kapitálu si vedla lépe, její příspěvek do růstu HDP byl ovšem proti předchozímu kvartálu poloviční. Čistý export vykázal naopak první pozitivní příspěvek od 4. kvartálu 2020.

REÁLNÝ HDP (STÁLÉ CENY ROKU 2010, OČIŠTĚNO)

	3Q22		2Q22 revidováno	
	Meziroč. změna	Příspěvek k růstu (p.b.)	Meziroč. změna	Příspěvek k růstu (p.b.)
HDP celkem	1.7	1.7	3.6	3.6
Spotřeba domácností (%)	-5.9	-2.7	8.2	0.1
Spotřeba vlády (%)	-1.2	-0.2	2.2	0.4
Tvorba fixního kapitálu (%)	4.6	1.2	6.9	1.7
Změna stavu zásob	-	0.4	-	1.5
Čistý export	-	3.1	-	-0.1

Autoři:

Pavel Sobisek
Tel: +420 605 236 570
E-mail: pavel.sobisek@unicreditgroup.cz

Jiří Pour
Tel: +420 602 937 576
E-mail: jiri.pour@unicreditgroup.cz

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

Source: Czech Statistical Office. Calculations: UCB CZ.
*/ Real GDP in the same period of previous year

3Q22: PROPAD SPOTŘEBY

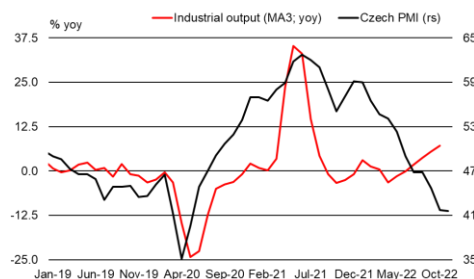
Ve 3. kvartálu 2022 klesl reálný očištěný HDP o 0,2% mezikvartálně a meziroční růst zpomalil na 1,7%. Spotřeba se propadla s tím, jak soukromé útraty klesly meziročně o 5,9% a spotřeba vlády o 1,2%. Naopak tvorba fixního kapitálu přidala 4,6% meziročně díky růstu investic ve všech skupinách s výjimkou budov a jednalo se jen o mírné zpomalení oproti 6,7% růstu v kvartálu předchozím. Pokračovala i akumulace zásob již 7. kvartál v řadě, ta k růstu HDP přidala 0,4pb. Export se vzchopil díky automobilovému průmyslu a rostl meziročním tempem 10,5%, zatímco dynamika importu zůstala nižší (6,2%). Čistý export tak přidal k růstu ekonomiky 3,1pb, což byl nejvyšší příspěvek od 4. kvartálu 2020. Nominální HDP akceleroval na 11,6% meziročně při růstu deflátoru o 9,8%, což byl nový rekord od roku 1998. Na straně produkce ukázaly nejrychlejší meziroční růst hrubé přidané hodnoty odvětví informatiky a komunikací (4,6%) a zpracovatelského průmyslu (3,2%), zatímco doprava a skladování a stavebnictví zaznamenaly pokles o 1,7% resp. 0,7%. Celková zaměstnanost stoupla o 1,8% meziročně a odpracované hodiny o 2,0%, oba indikátory zřejmě podpořeny přílivem uprchlíků z Ukrajiny. Produktivita práce mírně klesla (v přepočtu na pracovníka i na hodinu). Před ztrátou konkurenceschopnosti zachránil ekonomiku pomalejší růst náhrad zaměstnancům (6,4% meziročně) oproti nominálnímu růstu HDP. To se projevilo v 9,8% poklesu reálných mezd již druhý kvartál v řadě, což byl bezprecedentní zásah do kupní síly domácností.

Česko zůstává jednou z mála zemí EU, kde se HDP ještě nevrátil na předcovidovou úroveň (proti 4. kvartálu 2019 zaostával o 0,5%). Jedním z důvodů je potlačený turismus. I když došlo k určitému zlepšení proti letům 2020-2021, byly ve 3. kvartálu 2022 útraty zahraničních návštěvníků očištěné o útraty Čechů v zahraničí stále o třetinu nižší oproti předcovidovým letům. A co hůř, bilance byla tažena vzhůru nejnižšími útratami Čechů v zahraničí od roku 2005 (číslo srovnatelné jen s covidovým létem 2020). Tato chybějící třetina, pokud by byla anualizována, by představovala 1,2% HDP. Implodující spotřeba domácností naznačuje, že Češi nenahrazovali nižší útraty v zahraničí spotřebou doma.

4Q22: RECESE SE PROHLUBUJE

Obrat ekonomiky do plusu je ve 4. kvartálu nepravděpodobný. Říjnový průmysl klesl po očištění o 3,1% meziročně. Automobilový segment, který táhl celkovou průmyslovou produkci do nedávna nejvíce, ztrácí na síle, což naznačuje pokles počtu vyrobených aut v listopadu. Indikátor PMI ve zpracovatelském průmyslu ukázal ve stejném měsíci hluboký pesimismus (41,6). Některé firmy ovšem před koncem roku 2022 naháněly výrobu ve snaze maximálně využít nižší ceny energií před koncem fixace. Maloobchodní tržby bez aut v říjnu po očištění propadly meziročně o 9,4% s tím, jak se inflace zakusovala do kupní síly domácností. Pro listopad očekáváme pokles tržeb o 7%, tržby v restauracích ale zřejmě rostly. Šetření mezi domácnostmi ohledně vánočních nákupů nic pozitivního neukázalo. Očekáváme, že ve 4. kvartálu HDP klesl mezikvartálně o 0,8% a meziroční růst zpomalil na 0,1%.

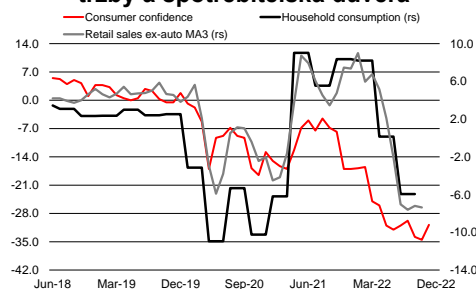
Průmyslová produkce a PMI ve zpracovatelském průmyslu



Sources: CZSO, Markit, UniCredit Research.

Problémy na straně nabídky během období Covid-19 rozostřily vztah mezi indikátorem PMI a růstem průmyslové produkce. S tím, jak hlavní roli začíná hrát opět poptávka, může brzy dojít k normalizaci globálních dodavatelských řetězců, jež byly v době pandemie poškozeny. Hluboký pesimismus zachycený v PMI se dle našeho očekávání promítne do poklesu produkce už zkraje roku 2023.

Spotřeba domácností, maloobchodní tržby a spotřebitelská důvěra



Sources: CZSO, UniCredit Research.

Spotřebitelská důvěra klesla nedávno na historické dno, což bylo doprovázeno propadem spotřeby domácností. Na rozdíl od roku 2020, kdy byl pokles soukromých útrat ještě hlubší, byl nedávný propad zapříčiněn omezením útrat za zboží spíše než za služby.

2023: HDP DOSÁHNE DNA V 1. KVARTÁLU

Ceny energií jsou nadále klíčovým faktorem potápějícím českou ekonomiku. Důležité ovšem je, že vláda schválila cenové stropy na energie i pro velké firmy (viz Focus na str. 4), což významně snížilo pravděpodobnost černého scénáře v podobě hlubokého propadu zpracovatelského průmyslu v roce 2023, který by se promítl i do zbytku ekonomiky. Riziko silného nákladového šoku na přelomu roku ale nadále zůstává, neboť firmy budou uzavírat nové energetické kontrakty.

Co se týče sektoru domácností, očekáváme, že reálné mzdy klesnou meziročně za celý rok 2023 o 3% a v 1. kvartálu dokonce o 8%. Teoreticky by mohly domácnosti financovat svou spotřebu z úspor akumulovaných během pandemie Covid-19, z nichž je část ještě stále nedotčena. Avšak poměr deposit domácností ku spotřebě se ve 2. kvartálu vrátil na dlouhodobě rostoucí trendovou trajektorii, což naznačuje, že ochota domácností vyplývat další úspory je už omezená. Míra nezaměstnanosti bude dle našeho názoru růst jen mírně, takže dopad na spotřebu bude z tohoto titulu minimální. Celkem vzato očekáváme pokles soukromé spotřeby v roce 2023 o 2,2%.

Recese zasáhne rovněž investice, které už nyní nesou tíhu vysokých úrokových sazeb. Pro rok 2023 očekáváme pokles tvorby fixního kapitálu o 0,5%. Investice do projektů energetických úspor mohou mít určitý pozitivní efekt, ale zpomalený příliv nových stavebních zakázek si vybere svou daň. Obrovská kumulace zásob se v roce 2023 otočí do mínusu, protože financování nadbytečných zásob bude příliš drahé. Jejich rozpouštění se ovšem stane pro ekonomiku přítěží. Celkem vzato očekáváme, že tvorba hrubého kapitálu v roce 2023 propadne o 8,8%.

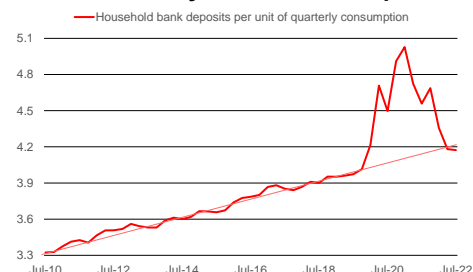
Čistý export se v roce 2023 může naopak projevit pozitivně. Zprv, předpokládáný obrát v tvorbě zásob a nižší spotřeba redukuje import. Z druhé očekáváme pokračující odolnost automobilového průmyslu díky nadále dlouhým čekacím lhůtám na některé modely. Rizikem jsou zde ovšem nadále problémy v dodavatelských řetězcích a slabší zahraniční poptávka. Kvůli té bude zřejmě pozitivní příspěvek zahraničního obchodu k růstu HDP v 1. kvartálu 2023 jen mírný, postupně bude ale nabírat na síle a za celý rok by mohl dosáhnout odhadem 2,8pb.

Recese bude redukovat poptávkové inflační tlaky a nižší ceny komodit by měly postupně ulevit i cenám na straně nabídky (výroby). Strmý růst v cenách nájmu zřejmě dosáhl svého vrcholu s potenciálem zpomalovat během roku 2023. Všechny tyto faktory by měly vést ke zpomalování inflace od začátku roku 2023, avšak postupné promítání vysokých cen energií a volatilita z titulu legislativních změn může držet inflaci v blízkosti 10% i na jeho konci.

MĚNOVÁ POLITIKA: UVOLŇOVÁNÍ ZAČNE KONCEM 2023

Polevování inflace od počátku roku 2023 posílí holubičí hlasy uvnitř vedení ČNB, což snižuje šanci na další zvyšování úrokových sazeb. Kvůli vytrvalosti inflace jsme si ale méně jisti ohledně rozsahu jejich snižování. Nadále věříme, že k prvnímu poklesu sazeb dojde v poslední části roku 2023, nicméně repo sazba nemusí do konce roku klesnout pod 6%.

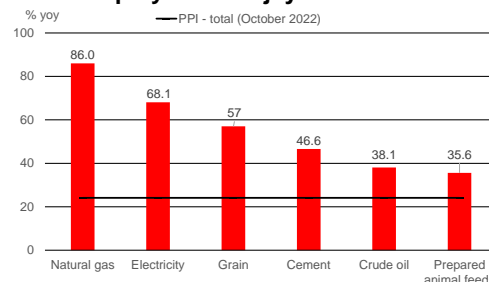
Bankovní vklady domácností a spotřeba



Sources: ČNB, Macrobond, UniCredit Research.

Úspory domácností v podobě bankovních vkladů rostly mnoho let rychleji než spotřeba, a to navzdory nízkým úrokovým sazbám. Extrémní přírůstky úspor zaznamenané v roce 2020 byly zřejmě fakticky vyčerpány v polovině roku 2022, kdy se poměr deposit ku spotřebě domácností vrátil na dlouhodobě rostoucí trendovou linii. To naznačuje, že polštář úspor použitelný pro podporu spotřeby je už omezený.

Skupiny PPI s nejvyšším růstem



Sources: CZSO, UniCredit Research.

Na říjnovém seznamu tahounů cen výrobců (PPI) ceny ropy částečně ustoupily a uvolnily prostor pro zemní plyn a elektřinu. V rámci položek potravin se do popředí dostalo obilí, které se projevilo i v cenách zvířecích krmiv. Ceny cementu jakožto energeticky náročného produktu vzrostly meziročně téměř o polovinu.

Ohledně kurzu koruny už nevěříme, že by ČNB formálně vyhlásila konec politiky devizových intervencí. Místo toho může ČNB dovolit určité kontrolované oslabení koruny, a utrácet tak méně devizových rezerv. Do konce roku 2023 očekáváme oslabení EUR-CZK na 25,20.

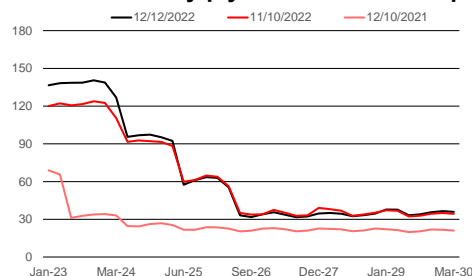
FOCUS: JAK DRAHÉ BUDOU STROPY NA CENY ENERGIÍ PRO ČESKOU VLÁDU?

Vláda schválila letos v říjnu pomoc s vysokými cenami energií domácnostem, veřejnému sektoru a malým a středním podnikům. Od začátku roku 2023 pro ně budou v platnosti cenové stropy, a to na elektřinu 5000 Kč/MWh a na plyn 2500 Kč/MWh bez DPH. Podnikům bude zároveň omezeno stropované množství energií na 80% jejich maximální spotřeby za posledních 5 let. V prosinci vláda oznámila stejné schéma pomoci také pro velké firmy, čemuž předcházela nutná notifikace této politiky Evropskou komisí. Podmínkou zůstává, že celková výše pomoci žádně firmě nepřevyšší 4 milióny eur.

Jak nákladná bude tato politika v roce 2023 pro státní rozpočet? Abychom mohli udělat přibližný výhled, musíme odhadnout tři parametry: spotřebu plynu a elektřiny; pro každou z těchto energií stropovaný podíl spotřeby; a pro každou z těchto energií průměrnou tržní cenu. Z uvedených tří parametrů je první nejméně náchylný na chybu. V Česku dosáhne čistá spotřeba plynu (bez množství na výrobu elektřiny) 70 terawatthodin (TWh) a elektřiny 60 TWh. Pokud jde o druhý parametr, odvozujeme z dat roku 2020, že asi 43% plynu spotřebují firmy, což pokládáme za podíl, u nějž se bude uplatňovat objemový strop. Pro elektřinu vidíme z dat 2020, že se 50% distribuovalo přes sítě vysokého napětí, takže předpokládáme, že právě tento podíl bude mít objemový strop. Ohledně třetího parametru – průměrných cen – nám napoví forwardové kontrakty. Ty momentálně ukazují pro rok 2023 průměrnou cenu plynu na 140 eur/MWh a elektřiny na 350 eur/MWh.

Složením všech tří parametrů dohromady tedy vychází, že plyn bude vláda dotovat (při průměrném kursu EUR-CZK 25,0) miliardou korun za každou TWh spotřeby. Bez stropovaného množství by celkový náklad na plyn činil 70 miliard korun a po uplatnění stropu tedy asi 64 miliard. Pro elektřinu může činit náklad státu za spotřebu 1 TWh asi 3,75 miliard. To by vytvořilo náklad za celou spotřebu 225 miliard, který po zohlednění stropovaného množství klesne asi na 202 miliardy. Podstatné je, že náš odhad v součtu za plyn i elektřinu (CZK 266 miliard) citelně převyšuje částku 170 miliard, kterou zmínila vláda jako svůj horní odhad. Je zřejmé, že naše (jakož i vládní) predikce zatěžuje řada nejistot. Forwardové ceny se kupříkladu mění každý den a nejsou spolehlivým vodítkem budoucích cen na trhu. Také je podstatné, že se zabýváme ve státním rozpočtu jen výdajovou stranou. Vláda hodlá získat zdroje daněmi z nadměrných zisků a zdaněním výroby elektřiny, jejichž výši nejsme schopni věrohodně vyčíslit. Zdá se nám však nepravděpodobné, že by tyto příjmy dosáhly takové výše, aby plně vyrovnaly celkové náklady politiky cenových stropů.

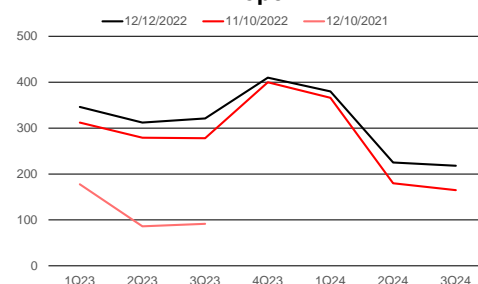
Forwardové ceny plynu ve střední Evropě



Sources: UniCredit Research, Macrobond.

Aktuální forwardová křivka pro zemní plyn naznačuje, že ceny zůstanou zvýšené až do roku 2026, i když budou postupně klesat. Před rokem ukazovala stejná křivka mnohem větší uvolnění napětí už v roce 2023 a cenu pro další roky na celkově nižší úrovni. Nadějí je, že forwardové ceny nejsou přesným ukazatelem cen budoucích a mnoho se může do té doby změnit.

Forwardové ceny elektřiny ve střední Evropě



Sources: UniCredit Research, Macrobond.

Forwardové ceny silové elektřiny vrcholí příští zimu (koncem roku 2023), a poté začínají klesat. Vrchol cen se zdá být vyšší, než pokud bychom jej odvodili z forwardových cen plynu, což značí přítomnost nemalé rizikové premie. Podobně jako v případě plynu zůstává naděje, že forwardové ceny nejsou dokonalým ukazatelem cen budoucích.

Makroekonomický výhled ČR

	2020	2021	2022	2023	2024
			předpověď	předpověď	předpověď
Růst HDP (reálná meziroční změna, %)	-6.4	3.5	2.5	-0.6	2.7
Spotřeba domácností (reálná meziroční změna, %)	-7.2	4.0	-0.8	-2.2	3.0
Hrubá tvorba fixního kapitálu (reálná meziroční změna, %)	-6.0	0.6	5.2	-0.5	2.5
Průmyslová výroba (reálná meziroční změna, %)	-7.2	6.9	1.6	-2.0	4.0
Podíl nezaměstnaných (průměr, %)	3.6	3.8	3.4	4.3	3.9
Inflace (CPI meziroční změna, průměr, %)	3.2	3.8	15.0	11.3	4.6
Průměrná mzda (nominální meziroční změna, %)	4.6	4.8	6.5	8.0	7.5
Úroková sazba (3-M PRIBOR, konec období, %)	0.35	3.50	7.25	6.15	4.40
Úroková sazba (3-M PRIBOR, průměr, %)	0.86	1.13	6.28	6.95	5.25
EUR-CZK směnný kurs (konec období)	26.25	24.86	24.40	25.20	25.20
EUR-CZK směnný kurs (průměr)	26.44	25.65	24.58	24.80	25.20
Běžný účet platební bilance (% HDP)	2.0	-0.8	-5.6	-3.1	-1.7
Čistý příliv přímých investic (% HDP)	2.6	0.1	1.0	0.8	1.0
Bilance veřejných rozpočtů (% HDP)*	-5.8	-5.1	-5.0	-5.0	-3.5
Veřejná zadluženost (% HDP)	37.7	42.0	43.0	44.8	45.1

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.