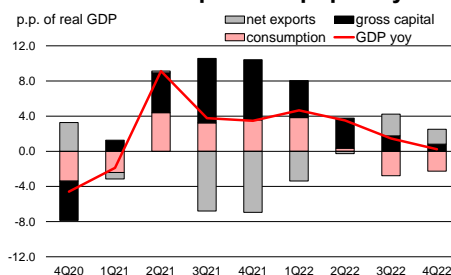


Jaro přichází pomalu

- HDP ve 4. kvartálu 2022 klesl mezikvartálně o 0,4% (sezónně očištěno) a meziroční růst zpomalil na minimálních 0,2%. Spotřeba domácností propadla o 5,5% meziročně a spotřeba vlády naopak 0,9% přidala. Tvorba fixního kapitálu vykázala určitou odolnost a vzrostla meziročně o 4,6%. Tvorba zásob přispěla k nominálnímu meziročnímu tempu růstu HDP výrazných 6,0pb, avšak v reálném vyjádření z něj naopak ukrojila 0,4pb. Příspěvek čistého exportu byl pozitivních 1,7pb.
- Lednová vysokofrekvenční data nevyzněla ani pozitivně ani katastroficky. Maloobchodní tržby klesly meziročně o 7,7% (po očištění) podobně jako v prosinci. Letošní 1. kvartál bude zřejmě posledním kvartálem recese, přičemž mezikvartální pokles HDP odhadujeme na 1,0% (-1,4% meziročně).
- Pro celý letošní rok očekáváme pokles HDP o 0,4%. Negativní vliv bude mít cyklické rozpouštění zásob. Co se týče spotřeby domácností, tak tam situace v 1. pololetí 2023 nevypadá o moc lépe než v roce 2022. Očekáváme však oživení útrat za zboží dlouhodobé spotřeby během 2. pololetí. Ohledně investic do fixního kapitálu jsme se pro rok 2023 lehce posunuli k většímu optimismu.
- Inflace bude ubírat na síle počínaje březnem a ostře zpomalí v lednu 2024. Do tolerančního pásma ČNB 1-3% se ale pravděpodobně nedostane. Polevování inflace může dovolit ČNB začít s opatrným snižováním úrokových sazeb od 4. kvartálu 2023. Ohledně kurzu koruny nadále očekáváme, že letos zůstane převážně nad úrovní 24 EUR-CZK.

HDP dle komponentů poptávky*



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

Meziroční propad spotřeby byl ve 4. kvartálu brzdou HDP již druhé období v řadě. Ostatní složky poptávky – tvorba hrubého kapitálu a čistý export – přispěly oproti 3. kvartálu méně. Celkové meziroční tempo růstu HDP se tak dostalo na hranu stagnace.

REÁLNÝ HDP (STÁLÉ CENY ROKU 2015, OČIŠTĚNO)

	4Q22		3Q22 revidováno	
	Meziroč. změna	Příspěvek k růstu (p.b.)	Meziroč. změna	Příspěvek k růstu (p.b.)
HDP celkem	0.2	0.2	1.5	1.5
Spotřeba domácností (%)	-5.5	-2.4	-5.2	-2.4
Spotřeba vlády (%)	0.9	0.2	-1.9	-0.4
Tvorba fixního kapitálu (%)	4.6	1.2	7.2	1.9
Změna stavu zásob	-	-0.4	-	-0.1
Čistý export	-	1.7	-	2.5

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

Authors:

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

4Q22: ZMĚNA ZÁSOb HÝBE EKONOMIKOU

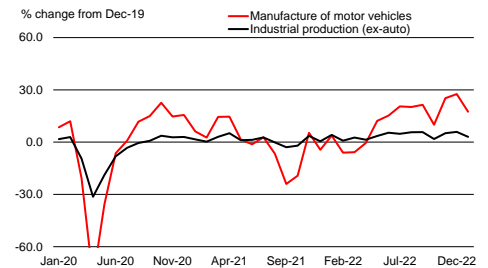
HDP ve 4. kvartálu 2022 klesl mezikvartálně o 0,4% (sezónně očištěno) a meziroční růst zpomalil na minimálních 0,2%. Svým druhým poklesem v řadě tak ekonomika naplnila definici technické recese. Spotřeba domácností propadla o 5,5% meziročně a spotřeba vlády naopak 0,9% přidala. Tvorba fixního kapitálu vykázala určitou odolnost a vzrostla meziročně o 4,6%, a to podobně jako v předchozím kvartálu díky růstu všech typů investic s výjimkou budov. Tvorba zásob přispěla k nominálnímu meziročnímu tempu růstu HDP výrazných 6,0pb, avšak v reálném vyjádření z něj naopak ukrojila 0,4pb kvůli citelné akumulaci zásob již v základním období. Příspěvek čistého exportu byl pozitivních 1,7pb s tím, jak reálný export rostl meziročně rychleji oproti reálnému importu (9,7%, resp. 7,6%). Nominální HDP přidal meziročně 11,1%, a udržel si tak dvojciferný růst ve všech kvartálech roku 2022. Deflátor HDP zrychlil růst na 10,8% meziročně, podobné dynamiky jsme viděli naposled v roce 1998. Na straně produkce pozitivně vyčníval zpracovatelský průmysl s meziročním růstem 6,0%, přičemž 7 z 11 hlavních odvětví svůj růst zpomalilo. Je důležité zmínit, že energetická krize podstatně zvýšila dotace na produkty, což způsobilo značný rozdíl v meziročních dynamikách HDP (0,2%) a HPH (1,0%). Celková zaměstnanost vzrostla meziročně o 1,3%, nicméně v absolutních číslech ustoupila ze svých historických maxim ve 2. kvartálu 2022. Odpracovaných hodin přibýlo meziročně o 1,9% a produktivita klesla jak v přepočtu na pracovníka, tak na odpracované hodiny. Náhrady zaměstnancům rostly meziročním tempem 6,2% (mnohem pomaleji než nominální HDP), naopak hrubý provozní přebytek přidal 18,8%, nejvíce od roku 1998.

Tři roky od začátku pandemie zůstává ČR jednou z mála evropských zemí, kde HDP nepřekonal úroveň posledního kvartálu 2019. Po dvou kvartálech poklesu ekonomiky se tento rozdíl ve 4Q22 prohloubil na 1,0%. Vidíme nejméně jeden pozitivní důsledek této nepříznivé situace: v ekonomice se dějí strukturální změny, odvětví s největším poklesem hrubé přidané hodnoty od roku 2019 zahrnují průmysl, stavebnictví, obchod a dopravu, zatímco IT a podnikové služby pokračovaly v expanzi. To lze chápat jako vítaný posun od energeticky a surovinově náročných odvětví směrem k méně náročným službám. Je však ještě příliš brzy na vyhodnocení, zda jsou tyto posuny trvalé.

1Q23: RECESE SE UKÁŽE NAPOSLEDY

Lednová data nevyzněla ani pozitivně ani katastroficky. Nejlépe dopadlo počasím ovlivněné stavebnictví s růstem 5,4% meziročně, avšak to je pro ekonomiku méně významné. Průmysl klesl o 1,4% meziročně, přičemž automobilový segment přidal 12,7% a ostatní odvětví odepsala 5%. Z nízké srovnávací základny bude automobilové odvětví těžit i v příštích dvou měsících. PMI ve zpracovatelském průmyslu nadále signalizuje pokles produkce a nejpesimističtější vypadají nové zakázky. Maloobchodní tržby klesly meziročně o 7,7% podobně jako v prosinci. Registrace nových aut přidaly v lednu-únoru meziročně 10%, a v případě ojetin naopak 10% ubraly. Letošní 1Q bude zřejmě posledním kvartálem recese, přičemž mezikvartální pokles HDP odhadujeme na 1,0% (-1,4% meziročně).

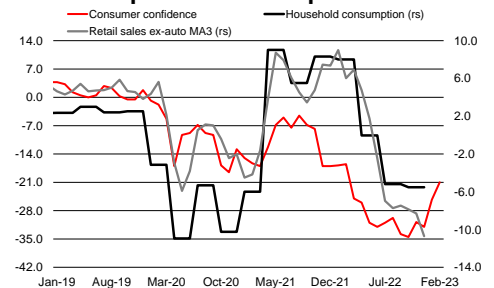
Výroba aut vs. ostatní zpracovatelský průmysl



Sources: CZSO, UniCredit Research.

Ve 2. pololetí byla produkce automobilového průmyslu o čtvrtinu vyšší oproti prosinci 2019, což se může zdát překvapující ve světle poklesu počtu vyrobených vozidel. Nabízí se dvě vzájemně se nevylučující vysvětlení: Odvětví buď nebylo v nejlepší kondici už v roce 2019, nebo se mu podařilo zvýšit jednotkovou přidanou hodnotu. První měsíce roku 2023 budou každopádně výzvou pro celý průmysl.

Consumer confidence, retail sales and private consumption



Sources: CZSO, UniCredit Research.

Spotřebitelská důvěra se odrazila od historického dna z prosince loňského roku, což naznačuje, že maloobchodní tržby, resp. spotřeba domácností by mohly brzy začít brzdit svůj pokles. Další zlepšování spotřebitelské důvěry je ovšem nutnou podmínkou pro to, aby šlo tyto signály považovat za dostatečně silné.

ZBYTEK ROKU 2023: POMALÝ NÁVRAT K NORMÁLU

Ekonomické prostředí se oproti polovině roku 2022 částečně normalizovalo a neočekáváme, že by na tom něco změnilo nedávné problémy Credit Suisse a některých bank v USA. Napětí v dodavatelských řetězcích polevilo a ceny energií jsou pod úrovní, která by vyvolala protiakci vlády. Výrobci už jako hlavní brzdu produkce reportují opět poptávku, nikoliv nabídku. Přesto není důvod k přílišnému optimismu. Zaprvé, lednové PPI ukázalo meziměsíční zdražení elektřiny o 19% a plynu o 115%, navzdory klesajícím cenám na evropském trhu. To potvrzuje, že na konci roku 2022 skončila mnoha firmám fixace cen energií a dopady energetické krize tak pociťují až nyní. Pokud spotové ceny energií v polovině roku opět vzrostou (jak naznačují forwardy), situace bude pro firmy ještě horší. Zadruhé, uklidnění problémů v dodavatelských řetězcích se úplně netýká automobilového průmyslu, kde nedostatek čipů zastavil výrobu v závodech Toyoty na celý únor a postiženy byly i závody Škody Auto.

Náš výhled na rok 2023 je nepříznivě ovlivněn cyklickým rozpouštěním zásob. V roce 2022 se akumulovalo obrovské množství zásob (v běžných cenách za 392mld Kč, tedy 5,8% HDP), z čehož podstatná část může být rozpuštěna v roce 2023 na úkor nové produkce. Vysoký stav zásob se totiž ukáže nejen jako zbytečný, ale ve světle vysokých úrokových sazeb (a rostoucích EUR sazeb) i drahý.

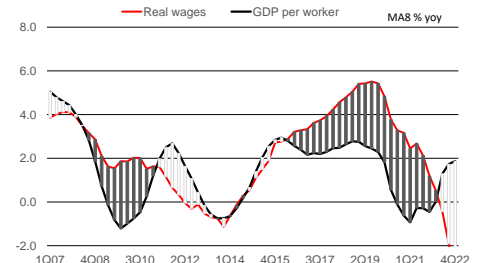
Soukromá spotřeba byla největší brzdou růstu HDP v loňském roce a pro letošní 1. pololetí situace nevypadá o moc lépe. Nominální mzdy rostly ve 4Q22 jen o 7,9% a za celý loňský rok o 6,5%, ačkoliv inflace vrcholila blízko 20%. Firmy (zatím úspěšně) odůvodňují šetření mzdových nákladů snahou chránit pracovní místa a vláda limituje růst platů ve veřejném sektoru. Očekáváme, že mzdy porostou letos jednociferným tempem (8,3%), a budou tak dále snižovat reálnou kupní sílu domácností. To bude tížit soukromou spotřebu zejména v letošním prvním pololetí. Poté by se mohly oživit útraty za zboží dlouhodobé spotřeby, pokud bohatší domácnosti sáhnou do svých (stále nadměrných) úspor. V roce 2024 by se soukromá spotřeba mohla opět stát tahounem ekonomiky.

Oproti dřívější prognóze jsme trochu optimističtější ohledně fixních investic v letošním roce. Zaprvé, projekty výstavby infrastruktury vykazují odolnost s tím, jak jejich financování drží krok s rostoucími náklady. Zadruhé, finanční situace podniků zůstane ve většině případů dobrá, což umožní financovat investice minimálně do ekologických a energeticky úsporných projektů. Zaostávat ovšem mohou investice do zlepšování produktivity, což může být ve střednědobém horizontu problém pro konkurenceschopnost ekonomiky. Pokles očekáváme ve výstavbě rezidenčních budov, a to jako důsledek utažených měnových podmínek. V roce 2023 očekáváme růst tvorby fixního kapitálu o 1%, v roce 2024 pak zrychlení na 3%.

MĚNOVÁ POLITIKA: DALŠÍ KROK BUDE UVOLNĚNÍ

Inflace bude ubírat na síle počínaje březnem a ostře zpomalí v lednu 2024. Do tolerančního pásma ČNB 1-3% se ale pravděpodobně nedostane. Polevování inflace může dovolit ČNB začít s opatrným snižováním úrokových sazeb od 4. kvartálu 2023. Repo sazbu očekáváme

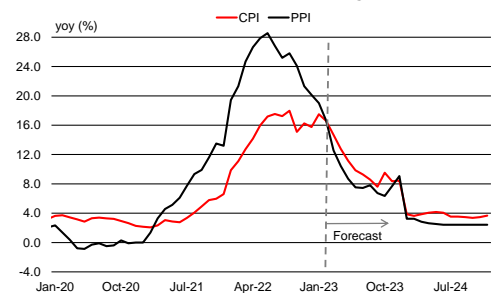
Produktivita a reálné mzdy v ČR



Sources: CZSO, UniCredit Research.

Propad reálných mezd od poloviny roku 2022 následoval po jejich nadměrném růstu v období 2015-2021 (kdy převyšoval růst produktivity). Věříme, že propad není náhodný a souvisí se snahou firem udržet cenovou konkurenceschopnost.

CPI a PPI – historie a výhled



Sources: CZSO, UniCredit Research.

Zpomalování růstu PPI, ke kterému dochází od poloviny roku 2022, pomůže citelně krotit spotřebitelskou inflaci až do začátku roku 2024. Dostat inflaci do cílového pásma ČNB 1-3% bude ovšem velká výzva.

ve výši 6,5% a 4,5% pro konce roků 2023 a 2024, tedy o něco výše oproti původní prognóze. Ohledně kurzu koruny nadále očekáváme, že letos zůstane převážně nad úrovní EUR-CZK 24,0.

FOCUS: JAKÝ JE VLIV NAPĚTÍ V GLOBÁLNÍCH VÝROBNÍCH ŘETĚZCÍCH NA INFLACI V ČR?

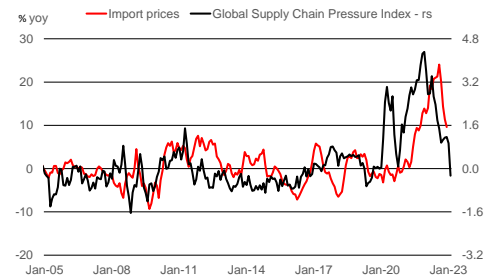
Problémy v dodavatelských řetězcích byly horkým tématem především v letech 2021-2022, kdy neuspokojená poptávka a kumulované úspory domácností z doby covidu narazily na limity oslabené globální výrobní kapacity. To vyústilo v nečekaně silnou inflaci po celém světě, jež byla dále umocněna ruskou válkou na Ukrajině. Zaměřili jsme se na vztah mezi indexem napětí v globálních řetězcích (GSCPI), jenž konstruuje New York Fed, a inflací v ČR.

Napětí v dodavatelských řetězcích ovlivňuje inflaci v ČR prostřednictvím cen importu, což lze ilustrovat i jednoduchým grafem ukazujícím volnější, ale stále zřetelnou korelaci mezi GSCPI a meziročními změnami cen importu (pokud ceny importu uvažujeme se zpožděním 7 měsíců, je korelace od roku 2000 72% a do roku 2019 korelace činí 41%). V posledních měsících pozorujeme prudký pokles GSCPI a v únoru se index dostal pod svůj dlouhodobý (nulový) průměr. To naznačuje, že se situace v globálních dodavatelských řetězcích vrátila do normálu. Únorový pokles byl napříč komponentami indexu, nejvíce se projevilo zkrácení dodacích lhůt v eurozóně.

Vztahy mezi GSCPI, cenami importu a spotřebitelskými cenami (HICP očištěný o daňové vlivy a sezónnost) jsme zkoumali pomocí jednoduchého modelu VAR. Výsledky naznačují, že ceny importu reagují na jednotkový růst v GSCPI s 8-měsíčním zpožděním a jejich meziroční dynamika vrcholí se zpožděním 18-ti měsíců na hodnotě 3,6%. Odpověď spotřebitelských cen je pozvolnější s vrcholem 1,9% za 19 měsíců.

Jakou část z post-covidové inflace lze vysvětlit napětím v dodavatelských řetězcích? S odpovědí nám pomůže komplexnější model VECM založený na panelových datech pro 23 zemí EU. Model zahrnuje další důležité exogenní nabídkové faktory (kromě GSCPI jde o světové ceny ropy, potravin a kovů a měnový kurz) a endogenní proměnné (HICP, PPI, spotřebitelská důvěra a nezaměstnanost). Druhý graf ukazuje alternativní scénář pro roky 2020-2022, kde exogenní proměnné nabývají svých skutečných hodnot, avšak GSCPI je nastaven na nulovou hodnotu (kde se nacházel v prosinci před-covidového roku 2019). Dle tohoto scénáře by byla meziroční dynamika HICP v prosinci 2022 o 4,8pb nižší, a to lze interpretovat jako odhad izolovaného vlivu GSCPI na inflaci. Realizovaný HICP akceleroval v roce 2022 mnohem více oproti tomu, co model dokáže vysvětlit. Například inflace 15,4% v prosinci 2022 může být rozložena na zmíněný příspěvek 4,8pb problémů v dodavatelských řetězcích, 7,1pb ostatních faktorů zachycených modelem a 3,5pb zůstává nevysvětleno. Tato nevysvětlená část byla zřejmě z velké části zapříčiněna válkou na Ukrajině.

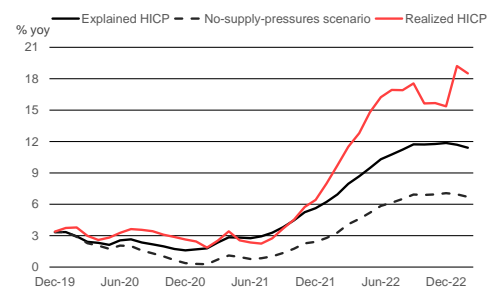
Napětí v globálních dodavatelských řetězcích a ceny importu



Sources: UniCredit Research, Macrobond.

Index napětí v globálních dodavatelských řetězcích (GSCPI) v posledních měsících významně propadl a v únoru klesl pod dlouhodobý průměr. To naznačuje, že situace v globálních dodavatelských řetězcích se vrátila do normálu. Na to by měly v příštích měsících reagovat ceny importu a pomoci tak ochlazovat spotřebitelskou inflaci.

Inflace v ČR – model vs. realita



Sources: UniCredit Research, Eurostat.

Rozdíl mezi dynamikou HICP vysvětlenou modelem a alternativním scénářem, jenž abstrahuje od napětí v dodavatelských řetězcích, naznačuje, že problémy v dodavatelských řetězcích přispěly 4,8pb k meziroční spotřebitelské inflaci v prosinci 2022. 7,1pb pak přidaly ostatní faktory zachycené v modelu a 3,5pb zůstalo nevysvětleno. V prosinci 2021 činily tyto příspěvky 3,2pb, resp. 2,4pb a nevysvětleno zůstalo 0,8pb.

Makroekonomický výhled ČR

	2020	2021	2022	2023	2024
				předpověď	předpověď
Růst HDP (reálná meziroční změna, %)	-6.4	3.5	2.4	-0.4	2.8
Spotřeba domácností (reálná meziroční změna, %)	-7.2	4.1	-0.9	0.4	2.8
Hrubá tvorba fixního kapitálu (reálná meziroční změna, %)	-6.0	0.8	6.2	1.3	2.8
Průmyslová výroba (reálná meziroční změna, %)	-7.2	6.9	2.5	-2.0	4.0
Podíl nezaměstnaných (průměr, %)	3.6	3.8	3.4	3.8	3.9
Inflace (CPI meziroční změna, průměr, %)	3.2	3.8	15.1	11.4	3.7
Průměrná mzda (nominální meziroční změna, %)	4.6	4.8	6.5	8.4	7.5
Úroková sazba (3-M PRIBOR, konec období, %)	0.35	3.50	7.26	6.60	4.60
Úroková sazba (3-M PRIBOR, průměr, %)	0.86	1.13	6.28	7.10	5.60
EUR-CZK směnný kurs (konec období)	26.25	24.86	24.12	24.20	24.70
EUR-CZK směnný kurs (průměr)	26.44	25.65	24.57	23.80	24.40
Běžný účet platební bilance (% HDP)	2.0	-2.8	-6.1	-1.6	-0.5
Čistý příliv přímých investic (% HDP)	2.6	0.5	2.5	1.4	1.4
Bilance veřejných rozpočtů (% HDP)*	-5.8	-5.1	-4.5	-5.0	-3.5
Veřejná zadluženost (% HDP)	37.7	42.0	42.4	44.2	44.4

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.