



# MAKRO

## Měsíční predikce



@Research\_sporka

Jiří Polanský, analytik, research@csas.cz

## Měsíční predikce – květen 2023

### Shrnutí

**Hrubý domácí produkt** se v prvním čtvrtletí letošního roku mírně zvýšil a ekonomika tak vyskočila z recese, kterou prošla ve druhé polovině loňského roku. Pro nejbližší čtvrtletí čekáme pozvolné zesilování růstu české ekonomiky, kdy tímto směrem bude působit především zahraniční obchod a postupně také spotřeba domácností. Oproti dubnu přehodnocujeme prognózu HDP mírně nahoru pro letošní rok a naopak mírně dolů pro rok příští. Důvodem je očekávaný vývoj HDP v eurozóně, kdy se letos čeká růst o zhruba 0,6 % (původně se čekalo méně), ale příští rok jen okolo 1-1,5 %.

Březnová **inflace** překvapila směrem nahoru, když za tím stál především růst cen potravin (ačkoliv některé indikátory naznačovaly naopak jejich možný pokles). A ceny potravin pravděpodobně rostly i v dubnu, když se v jejich vývoji zatím výrazněji neprojevuje útlum spotřeby domácností. Stejným směrem působí i aktuální růst cen pohonných hmot z důvodu oznámeného omezení těžby ropy ze strany OPEC+. Prognózu inflace tak posouváme pro letošní rok mírně nahoru směrem k pozvolnějšímu zpomalování.

**Míra nezaměstnanosti** zůstane nízká. Pro příští dva roky ale posouváme její očekávanou hodnotu na mírně vyšší hladinu, když vliv bude mít především očekávaný nižší růst HDP v eurozóně a ve stejném směru, byť mírně, bude působit také očekávaná konsolidace veřejných financí. Rovnovážnou hodnotu míry nezaměstnanosti odhadujeme na zhruba 4 %.

Růst **nominálních mezd** v letošním roce významně zrychlí. Důvodem je především velmi vysoká inflace a z (ex-post pohledu) až příliš nízký mzdový růst v loňském roce vzhledem k makro vývoji. V reálném vyjádření se mzdy vrátí k růstu ve druhé polovině letošního roku, kdy by již inflace měla být jednociferná.

Česká národní banka ponechala v květnu **úrokové sazby** v souladu s očekáváním na stávající úrovni, nicméně poměr hlasů byl 4:3. To může signalizovat rostoucí obavy z budoucího inflačního vývoje. Podle naší stávající prognózy čekáme pro nejbližší měsíce stabilitu sazeb a jejich první pokles v září. Aktuálně se ale výrazně zvyšuje riziko, že by k prvnímu poklesu sazeb mohlo dojít až v listopadu či dokonce únoru.

Kurz **koruny** k euru zůstává i nadále silný, když je ovlivněn příznivým tržním sentimentem a aktuálním postojem ČNB. Právě za jestřábí komunikací ČNB může být snaha o podporu silné koruny, která může být z pohledu ČNB nyní klíčová. To je dáno tím, že část firem přešla na úvěry v eurech a dopady vysokých (korunových) úrokových sazeb na vývoj v ekonomice jsou tak nyní nižší (nižší efektivita úrokového transmisního kanálu).

V dubnu se nálada v české ekonomice významně zlepšila, data PMI se ale naopak zhoršila, a to především z důvodu poklesu nových zakázek. Celkově tak data **předstihových indikátorů** naznačují, že pro druhé čtvrtletí by se vývoj v české ekonomice mohl zlepšit, nejistota ale pro druhou polovinu roku zůstává vyšší, a to oboustranně.

Prognóza ČS (duben)

	2021	2022	2023	2024	2025
HDP	3,5	2,5	0,2	3,2	3,0
Inflace	3,8	15,1	10,3	2,6	2,1
Míra nezaměst.	2,9	2,4	2,9	3,0	2,8
Nominální mzdy	4,8	6,5	8,8	6,6	5,1
Reálné mzdy	0,9	-7,5	-1,4	3,9	2,9
EUR/CZK	25,6	24,6	24,0	23,8	23,5
2W repo sazba	0,88	5,94	6,85	4,55	2,76

Zdroj: ČSÚ, ČNB, Česká spořitelna (kurz a repo jsou roční průměry)

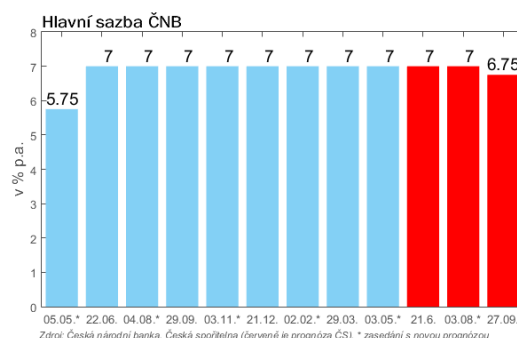
Prognóza ČS (květen)

	2021	2022	2023	2024	2025
HDP	3,5	2,5	0,4	2,8	3,0
Inflace	3,8	15,1	10,7	2,6	2,1
Míra nezaměst.	2,9	2,4	2,9	3,4	3,8
Nominální mzdy	4,8	6,5	8,8	6,6	5,1
Reálné mzdy	0,9	-7,5	-1,8	3,9	2,9
EUR/CZK	25,6	24,6	23,9	23,8	23,5
2W repo sazba	0,88	5,94	6,85	4,55	2,76

Zdroj: ČSÚ, ČNB, Česká spořitelna (kurz a repo jsou roční průměry)

## Česká národní banka

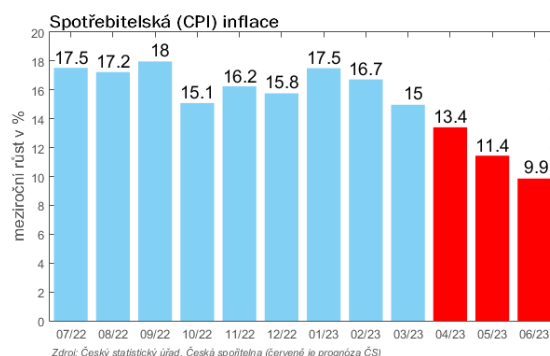
První snížení sazeb čekáme na zářijovém zasedání, aktuálně se ale výrazně zvyšuje riziko, že by to mohlo být až v listopadu či únoru



Česká národní banka ponechala v květnu úrokové sazby dle očekávání na stávající úrovni, nicméně poměr hlasů byl 4:3. To může signalizovat rostoucí obavy z budoucího inflačního vývoje. ČNB tak zůstává v lehce jestřábi pozici, když zaprvé nevylučuje možnost dodatečného zvýšení sazeb, a zadruhé pak říká, že začne snižovat sazby později, než nyní čeká trh. Jedním z důvodů může být vývoj mezd, který na začátku letošního roku mohl být kolem 10 %, což pro ČNB představuje proinflační riziko. Druhým důvodem za současnou komunikací ČNB může být snaha udržet korunu na silné hladině. Navíc ČNB čeká na podobu fiskální konsolidace, která by měla ochladit expanzivní nastavení veřejných financí, a která by měla být zveřejněna během května. **Podle naší stávající prognózy čekáme první snížení sazeb v září, aktuálně se ale významně zvyšuje riziko, že by to mohlo být až v listopadu či dokonce únoru.** Přesné načasování bude záležet na nově přichozích datech, která budou zveřejňována v příštích měsících.

## Spotřebitelská inflace

Inflace bude dále postupně zpomalovat, když hlavním důvodem bude vliv srovnávací základny



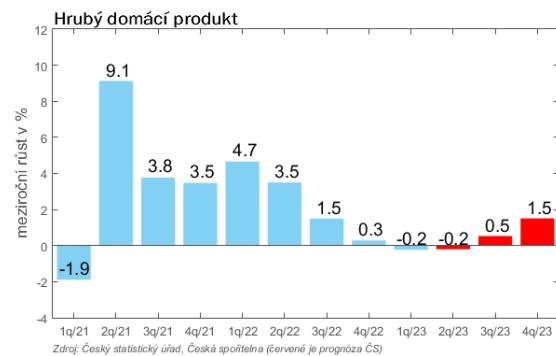
Inflace by měla pokračovat v postupném sestupu. Ten je primárně ovlivněn vlivem srovnávací základny, když z meziročního srovnání vypadávají po dvanácti měsících silná loňská zvýšení cen. V meziměsíčním vyjádření čekáme v dubnu mírné zvýšení cenové hladiny, a to především z důvodu rozhodnutí OPEC+ o poklesu objemu těžby ropy, které se přeneslo do růstu cen pohonných hmot, a dále pak kvůli vyšším cenám potravin. U cen potravin ale zůstává nejistota zvýšená, a to obousměrně, když celkově i nadále čekáme jejich budoucí korekci z důvodu nižší poptávky domácností. V protiinflačním směru působí utlumená poptávka domácností, silná koruna, pokles cen energií a nemovitostí.

	Krátkodobá prognóza ČS					Střednědobá prognóza ČS (4. 5. 2023)				
	datum	období	prognóza	předtím*	2023**	2021	2022	2023	2024	2025
Repo sazba (avg)	3.5.	květen	7,00	7,00	7,00	0,88	5,94	6,85	4,55	2,76
Repo sazba (eop)						3,75	7,00	6,00	3,25	2,50
CPI inflace (m/m)	11.5.	duben	0,4	0,1	2,3					
CPI inflace (r/r)	11.5.	duben	13,4	15,0	16,4	3,8	15,1	10,7	2,6	2,1

Zdroj: Česká národní banka, Český statistický úřad, Česká spořitelna; \* předchozí měsíc, \*\* dosavadní průměr (bez prognózy); Pozn.: U hlavní sazbě ČNB je avg roční průměr a eop konec roku, m/m je meziměsíční růst, r/r je meziroční růst

## Hrubý domácí produkt

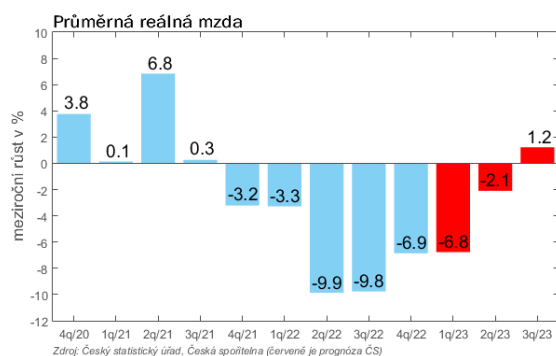
Česká ekonomika v prvním čtvrtletí trochu překvapivě rostla, a to především kvůli vývoji zahraniční poptávky. V příštích čtvrtletích by se měl její vývoj dále zlepšit



V prvním čtvrtletí letošního roku česká ekonomika trochu překvapivě mírně mezičtvrtletně rostla (čekal se naopak mírný pokles HDP) a vyskočila tak z recese, ve které se pohybovala ve druhé polovině loňského roku. Směrem dolů i nadále působí především spotřeba domácností negativně ovlivněná vysokou inflací. Opačným směrem působí růst zahraniční poptávky, který odráží zlepšený makro vývoj v eurozóně. Pro nejbližší čtvrtletí čekáme pozvolné zesilování růstu české ekonomiky, kdy tímto směrem bude působit především zahraniční obchod a postupně se slábnoucí inflací se k němu přidá také spotřeba domácností. Oproti dubnu přehodnocujeme prognózu HDP mírně nahoru pro letošní rok a naopak mírně dolů pro rok příští. Důvodem je očekávaný vývoj HDP v eurozóně, kdy se letos čeká růst o zhruba 0,6 %, ale příští rok jen okolo 1-1,5 %.

## Reálné mzdy

Růst nominálních mezd v letošním roce zesílí. V reálném vyjádření se mzdy vrátí k růstu ve třetím čtvrtletí.



Růst nominálních mezd v letošním roce významně zrychlí. Důvodem je především velmi vysoká inflace, která ovlivňuje mzdová vyjednávání pro letošní rok, a také stále silná poptávka po práci (počet volných pracovních míst). Stejným směrem ale navíc výrazně působí (z ex-post pohledu) až příliš nízký mzdový růst v loňském roce vzhledem k makro vývoji. To mohlo být ovlivněno obavami zaměstnanců ze zhoršení ekonomického vývoje (nižší mzdové požadavky při vyjednávání) a neustálým překvapováním inflace směrem nahoru. Pokud by letošní růst mezd byl značně ovlivněn loňským rokem, k čemuž se kloníme, v příštích dvou letech se růst mezd vrátí k normálním hodnotám (vysoký letošní růst mezd by byl jednorázový). V reálném vyjádření se mzdy vrátí k růstu ve druhé polovině letošního roku, kdy by již inflace měla být jednociferná.

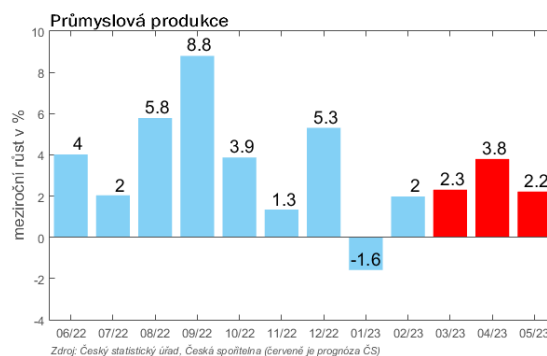
	Krátkodobá prognóza ČS					Střednědobá prognóza ČS (4. 5. 2023)				
	datum	období	prognóza	předtím*	2023**	2021	2022	2023	2024	2025
<b>HDP (q/q)</b>	31.7.	2Q	0,3	0,1	0,1					
<b>HDP (r/r)</b>	31.7.	2Q	-0,2	-0,2	-0,2	3,5	2,5	0,4	2,8	3,0
<b>Nom. mzdy (r/r)</b>	5.6.	1Q	8,5	7,8	-	4,8	6,5	8,8	6,6	5,1
<b>Reálné mzdy (r/r)</b>	5.6.	1Q	-6,8	-6,9	-	0,9	-7,5	-1,8	3,9	2,9

Zdroj: Český statistický úřad, Česká spořitelna; \* předchozí čtvrtletí, \*\* dosavadní průměr (bez prognózy);

Pozn.: q/q je mezičtvrtletní růst, r/r je meziroční růst

## Průmyslová produkce

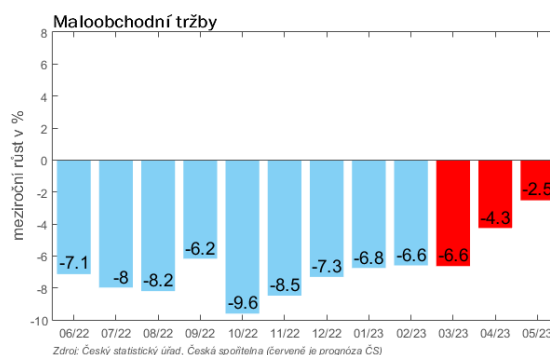
V březnu průmyslová produkce pravděpodobně zesílila svůj meziroční růst, data ale zůstanou rozkolísaná



V březnu došlo k významnému zlepšení nálady v průmyslu, která odrážela vyšší zahraniční poptávku, pokles cen energií a nižší ceny některých dalších vstupů (komodit). Vedle toho výrazně rostla produkce automobilů, což bylo ovlivněno obnovením dodávek některých komponent po únorových nucených odstávkách. Opačným směrem ale působila nízká domácí poptávka a v některých sektorech i ochlazení zahraniční poptávky. Celkově tak čekáme, že průmyslová produkce mírně zesílila svůj růst, nicméně data mohou zůstat na měsíční bázi rozkolísaná.

## Maloobchodní tržby

Slábnutí inflace, zlepšení sentimentu domácností a zesílení mzdového růstu budou stát za postupným oživením vývoje maloobchodních tržeb



Meziroční vývoj maloobchodních tržeb pokračuje v hlubokém záporu, který je ovlivněn především vysokou inflací a útlumem ekonomické aktivity. To se ale bude postupně měnit, když slábnoucí inflace spolu se zlepšením nálady domácností a zesílením mzdového růstu přispějí k oživení vývoje maloobchodních tržeb. Ty by tak měly přejít k meziměsíčnímu růstu. V meziročním vyjádření zůstanou tržby záporné ještě během druhého čtvrtletí, ve třetím by se již ale měly vrátit k růstu.

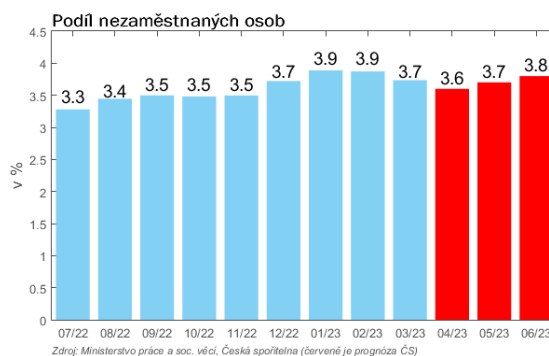
	datum	období	Krátkodobá prognóza ČS			Střednědobá prognóza ČS (4. 5. 2023)				
			prognóza	předtím*	2023**	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Průmysl (r/r)</b>	9.5.	březen	2,3	2,0	0,2	6,2	1,9	1,0	2,6	3,1
<b>Maloobchod (r/r)</b>	5.5.	březen	-6,6	-6,6	-6,7	4,1	-3,2	-1,8	2,4	3,3
<b>Zahr. obchod (mld)</b>	9.5.	březen	16,4	14,3	23,5	-6,7	-187,4	85	180	150
<b>Běžný účet (mld)</b>	12.5.	březen	15,5	13,3	26,0	-51,1	-380,1	10	75	40

Zdroj: Český statistický úřad, Česká národní banka, Česká spořitelna; \* předchozí měsíc, \*\* dosavadní průměr (bez prognózy), u zahraničního obchodu a běžného účtu jde o součet v mld;

Pozn.: m/m je meziměsíční růst, r/r je meziroční růst

## Nezaměstnanost

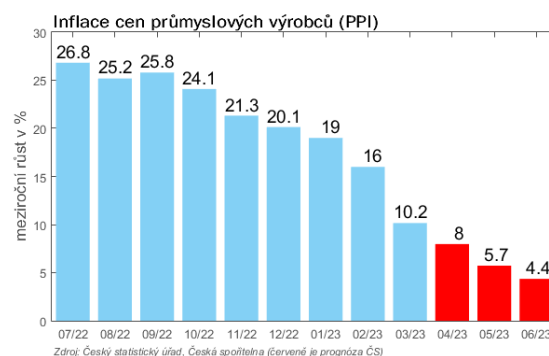
Nezaměstnanost zůstává i nadále nízká. Ačkoliv by se v příštích čtvrtletích měla mírně zvýšit, celkově by mělo jít jen o relativně malé změny



Nezaměstnanost zůstává i nadále velmi nízká, což je vidět na obou hlavních ukazatelích, když míra nezaměstnanosti (ČSÚ) je pod 3 % a podíl nezaměstnaných osob (MPSV) pod 4 %. V následujících čtvrtletích by se nezaměstnanost měla mírně zvyšovat. Tímto směrem bude působit ochlazení domácí i zahraniční poptávky (do nezaměstnanosti se přenesla mírná recese, kterou česká ekonomika prošla, a stejným směrem pak bude působit i relativně nízký růst HDP v eurozóně během letošního roku). Celkově ale i tak zůstane nezaměstnanost příznivá. Očekávané snížení podílu nezaměstnaných osob během dubna je dáno sezónním vlivem (data MPSV nejsou narozdíl od dat ČSÚ sezónně očištěná).

## Ceny průmyslových výrobců

Inflace cen průmyslových výrobců postupně slábne, když tímto směrem působí vliv srovnávací základny a pokles cen energií



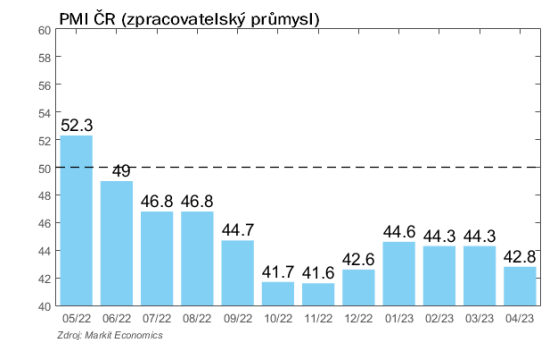
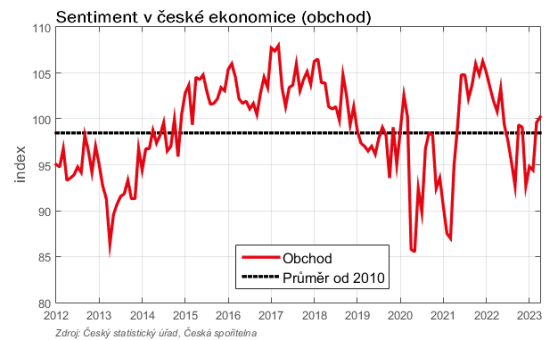
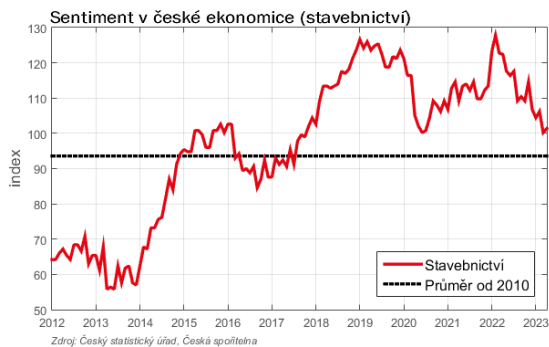
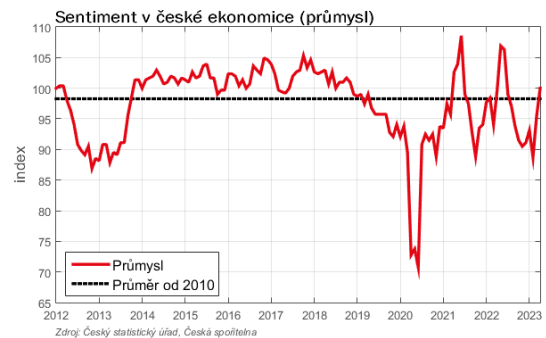
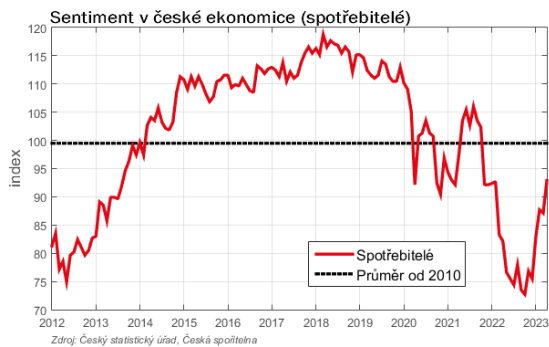
Inflace cen průmyslových výrobců (PPI) postupně slábne, když hlavním důvodem je vliv srovnávací základny. Stejným směrem působí pokles cen energií. Na začátku roku také klesala cena ropy, což se ale v dubnu otočilo z důvodu oznámeného omezení těžby ropy ze strany OPEC+. Cena ropy se tak v dubnu zvýšila, což pravděpodobně způsobí dočasný růst cen v meziměsíčním vyjádření (v květnu by ale mohly ceny ropy znovu mírně poklesnout, když vliv bude mít očekávané zhoršení makro vývoje v USA).

	datum	období	Krátkodobá prognóza ČS			Střednědobá prognóza ČS (4. 5. 2023)				
			prognóza	předtím*	2023**	2021	2022	2023	2024	2025
Míra nezaměst.	1.6.	duben	2,6	2,5	2,6	2,9	2,4	2,9	3,4	3,8
Podíl nezam. osob	10.5.	duben	3,6	3,7	3,8	3,8	3,4	4,0	4,6	4,8
PPI inflace (m/m)	18.5.	duben	0,3	-1,0	1,5					
PPI inflace (r/r)	18.5.	duben	8,0	10,2	15,1	7,1	24,3	6,8	1,2	2,2

Zdroj: Český statistický úřad, Ministerstvo práce a soc. věcí, Česká spořitelna; \* předchozí měsíc, \*\* dosavadní průměr (bez prognózy); Pozn.: m/m je meziměsíční růst, r/r je meziroční růst

## Předstihové indikátory

Vývoj předstihových indikátorů zůstává nejednoznačný, když na jedné straně stojí výrazné dubnové zlepšení sentimentu jak u domácností, tak i podnikatelů. To je ovlivněno skončením zimního období, zlevněním cen energií a komodit a lepší než očekávanou zahraniční poptávkou. Na druhé straně pak stojí PMI, které se v dubnu významně zhoršilo, když za tím stál pokles nových zakázek, především ze zahraničí. Celkově tak data naznačují, že pro druhé čtvrtletí by se vývoj v české ekonomice mohl zlepšit, nejistota ale pro druhou polovinu roku zůstává vyšší, a to oboustranně.





## Kontakty

### Odbor Ekonomické a strategické analýzy

[investicnicentrum.cz](http://investicnicentrum.cz)

Hlavní ekonom	David Navrátil	+420/956 765 439	dnavratil@csas.cz
Makroekonomický tým: ČR, makroekonomická prognóza ČR a bankovní sektor	Jiří Polanský Michal Skořepa	+420/956 765 192 +420/956 765 172	jpolansky@csas.cz mskorepa@csas.cz
Akciový tým: Head, Utilities, F&B, O2 CR Světové trhy, Philip Morris ČR Světové trhy	Petr Bártek Jan Šafránek David Vantruba	+420/956 765 227 +420/956 765 218 +420/956 765 343	pbartek@csas.cz jsafranek@csas.cz dvantruba@csas.cz
EU Office a sektorové analýzy:	Tomáš Kozelský Tereza Hrtúsová Radek Novák	+420/956 718 013 +420/956 718 012 +420/956 718 015	tkozelsky@csas.cz thrtusova@csas.cz radeknovak@csas.cz
Poradenství a strukturální analýzy	Petr Zahradník	+420/956 765 213	pzahradnik@csas.cz



@Research\_sporka

### Financial Markets - Wholesale & Trading and Financial Institutions

Director Group Positioning Markets Strategist	Petr Valenta Robert Novotný Miroslav Plojhar	+420/956 765 821 +420/956 765 817 +420/956 765 520	petrvalenta@csas.cz rnovotny@csas.cz mplojhar@csas.cz
Corporate Treasury Sales & Structuring	Tomáš Píček	+420/956 765 511	tpicek@csas.cz
Institutional Fixed Income Sales Institutional Equity Sales Institutional Asset Management Trading Financial Institutions & Correspondent Banking Debt Capital Markets	Ondřej Čech Michal Řízek Petr Holeček Robert Novotný Stanislav Šnajdr Tomáš Černý	+420/956 765 577 +420/956 765 537 +420/956 765 453 +420/956 765 817 +420/956 765 105 +420/956 765 205	ocech@csas.cz mrizek@csas.cz pholecek@csas.cz rnovotny@csas.cz ssnajdr@csas.cz tcerny@csas.cz

### Financování a poradenství

Ředitel	Jan Seger	+420/956 714 130	jseger@csas.cz
Syndikované a klubové financování	Zbyněk Pěla	+420/956 765 963	zpela@csas.cz
Akviziční financování	Petr Kalužik	+420/956 765 280	pkaluzik@csas.cz
Corporate finance Projektové a exportní financování	Antonín Piskáček Lenka Tomanová	+420/956 765 810 +420/956 714 020	apiskacek@csas.cz ltomanova@csas.cz

### Erste Group Research

Head of Group Research	Friedrich Mostböck	+43 501 00 119 02	friedrich.mostboeck@erstegroup.com
Head of CEE Equities	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	henning.esskuchen@erstegroup.com
akcie – realitní sektor	Christoph Schultes	+43 501 00 115 23	christoph.schultes@erstegroup.com
akcie – sektor telekomunikace	Nora Nagy	+43 501 00 17 416	nora.nagy@erstegroup.com
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+43 501 00 17 343	vladimira.urbankova@erstegroup.com
akcie – sektor IT, průmysl	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	daniel.lion@erstegroup.com
akcie – sektor pojišťovnictví a bankovníctví	Thomas Unger	+43 501 00 173 44	thomas.unger@erstegroup.com
Head of Major Markets & Credit	Gudrun Egger	+43 501 00 119 09	gudrun.egger@erstegroup.com
Head of CEE Macro / Fixed Income Research	Juraj Kotian	+43 501 00 173 57	juraj.kotian@erstegroup.com

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete zde: <http://www.investicnicentrum.cz/analzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: [www.investicnicentrum.cz](http://www.investicnicentrum.cz).

Tvůrcem dokumentu je Česká Spořitelna, Sídlo: Praha 4, Olbrachtova 1929/62, 140 00

**ČESKÁ**  
spořitelna

For the exclusive use of Petr KARBAN (COT group)