



Na obzoru mejdan

ČTVRTLETNÍK

Ekonomika pod lupou

Ekonomické a strategické analýzy

Prognóza ze dne 31. 3. 2021

ČESKÁ 
spořitelna

For the exclusive use of Michal SKOREPA (Erste Group)

Obsah

Shrnutí prognózy	3
Vývoj v zahraničí	6
Výhled české ekonomiky	10
Měnová politika	14
Důležitá upozornění a kontakty	16

EKONOMICKÉ A STRATEGICKÉ ANALÝZY

Jiří Polanský

analytik České spořitelny

jpolansky@csas.cz

+420 956 765 192

David Navrátil

hlavní ekonom České spořitelny

dnavratil@csas.cz

+420 224 995 439

research@csas.cz

www.csas.cz/eu

www.investicnicentrum.cz

Česká spořitelna, a.s.

Budějovická 1518/13b

140 00 Praha 4

Sledujte nás na Twitteru:



ReSearch
Česká spořitelna

[@Research_sporka](https://twitter.com/Research_sporka)

Shrnutí prognózy

Světová ekonomika se po krizovém loňském roce začíná oživovat. Z USA již přicházejí signály pevnějšího oživení, eurozóna je v tomto ohledu zhruba o dva měsíce pozadu a ke zlepšení jejího vývoje by mělo dojít v květnu. Růst světové ekonomiky pak zesílí ve druhé polovině letošního roku a slušný vývoj bude pokračovat i v následujících dvou letech.

Po loňském výrazném propadu se letos česká ekonomika vrátí k růstu, který bude tažen jak domácí, tak i zahraniční poptávkou. Nejvýrazněji se oživí spotřeba domácností, nicméně k růstu HDP budou přispívat všechny jeho hlavní složky. Příznivý vývoj ekonomiky čekáme i pro následující dva roky, kdy bude především investiční aktivita navíc podpořena EU fondy.

Situace na trhu práce zůstává i přes značný propad ekonomiky příznivá, když vládní podpora a slušná zahraniční poptávka udržely míru nezaměstnanosti nízkou. Od konce letošního roku se navíc do trhu práce začne promítat oživení ve světové ekonomice a míra nezaměstnanosti se začne opět velmi pozvolna snižovat. A s tím začne opět sílit i mzdový růst.

Inflace nedávno zpomalila k 2% inflačnímu cíli, jsem se v ní projevil loňský propad HDP. To bude ale pravděpodobně jen dočasný vývoj a od druhého čtvrtletí letošního roku by inflační tlaky spolu s oživením ekonomiky měly začít opět růst. Protinflační vývoj bude pokračovat i v letech 2022 a 2023, když ho bude táhnout nahoru především silná spotřeba domácností a kladný vývoj na trhu práce.

Pro letošní rok čekáme dvojí zvýšení sazeb (srpen a listopad), když hlavním důvodem bude nadcházející ekonomické oživení, které se bude přelévat i do vývoje inflace. ČNB bude vzhledem k příznivému vývoji, který se očekává i pro následující dva roky, pokračovat v postupném utahování měnové politiky tak, aby udržela inflaci blízko inflačního cíle.

Spolu se zlepšením epidemické situace by se koruna měla vrátit na silnější hladiny dosažené před vyhlášením lockdownu a v dalších čtvrtletích pak pozvolna posilovat. Hlavním faktorem za posilující korunou bude měnová politika ČNB (rostoucí sazby v ČR oproti uvolněné měnové politice ECB), nicméně vliv bude hrát i zlepšený sentiment na trzích a obnovení konvergence české ekonomiky k vyspělým zemím eurozóny.

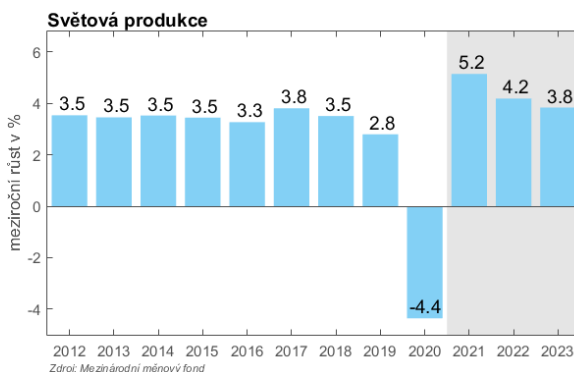
Rizika zůstávají výrazná a jsou vychýlena směrem dolů. Pokud by pandemie ani přes pokrok v očkování neodezněla, či by se na podzim vrátila v podobě nových mutací, růst české ekonomiky by byl podstatně nižší. V takové situaci by inflace zpomalila pod inflační cíl a ČNB by sazby buď ponechala stejné nebo je ještě snížila v závislosti na síle šoku. Zvyšovat by je pak začala až zhruba v polovině příštího roku. Koruna by zůstala během nepříznivého vývoje slabá.

Ekonomická aktivita a ceny	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Předpoklady zahraničního vývoje						
Eurozóna: HDP (stálé ceny, %)	1.9	1.3	-6.8	4.6	3.9	2.3
Eurozóna: Míra nezaměstnanosti (průměr, %)	8.2	7.6	8.0	8.0	7.5	7.0
Eurozóna: CPI inflace (%)	1.7	1.2	0.3	1.5	1.6	1.9
USA: HDP (stálé ceny, %)	3.0	2.2	-3.5	5.2	4.0	2.7
USA: Míra nezaměstnanosti (průměr, %)	3.9	3.7	8.1	5.2	3.7	3.6
USA: CPI inflace (%)	2.4	1.8	1.3	2.5	2.9	2.4
Prognóza pro ČR						
Nabídka a poptávka (stálé ceny, v %)						
HDP	3.2	2.2	-5.6	3.3	4.3	4.0
Spotřeba domácností	3.3	2.9	-5.2	2.3	3.3	3.0
Spotřeba vlády	3.8	2.2	2.9	2.3	2.0	1.6
Celkové investice	7.7	1.5	-12.6	4.5	7.1	6.7
Fixní investice	10.0	2.2	-8.5	4.1	5.8	6.7
Vývoz zboží a služeb	3.7	1.2	-6.0	9.2	7.0	7.9
Dovoz zboží a služeb	5.8	1.3	-6.1	9.4	7.1	7.8
Průmyslová produkce	3.1	-0.4	-0.8	6.1	6.4	4.2
Maloobchodní tržby	5.0	4.8	-0.6	5.3	4.9	4.4
Příspěvky k růstu reálného HDP (procentní body)						
Spotřeba domácností	1.5	1.3	-2.4	1.1	1.5	1.4
Spotřeba vlády	0.7	0.4	0.6	0.5	0.4	0.4
Fixní investice	2.5	0.6	-2.2	1.0	1.5	1.7
Změna stavu zásob	-0.5	-0.2	-1.1	0.1	0.3	0.0
Čistý export	-1.2	0.0	-0.3	0.6	0.5	0.7
Nominální HDP						
HDP (mld.)	5 416	5 751	5 652	5 924	6 280	6 653
HDP (%)	5.8	6.2	-1.7	4.8	6.0	6.0
Veřejné rozpočty						
Státní rozpočet (mld Kč)	3	-29	-367	450	250	120
Saldo veřejných rozpočtů (% HDP, ESA2010)	0.9	0.3	-6.1	-7.0	-2.7	-1.2
Dluh vládního sektoru (% HDP)	32.0	31.2	38.4	45.0	48.1	48.4
Trh práce						
Míra nezaměstnanosti (ČSÚ, %)	2.3	2.0	2.6	3.4	2.8	2.4
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV, %)	3.1	2.9	3.5	4.3	3.8	3.4
Nominální mzdy (%)	7.2	6.7	5.4	3.6	4.2	5.2
Reálné mzdy (%)	5.0	3.9	2.2	1.1	1.9	3.0
Vnější vztahy						
Obchodní bilance (národní pojetí, % HDP)	1.8	2.5	3.4	3.9	3.8	3.7
Běžný účet (% HDP)	0.5	-0.3	3.2	0.2	0.3	0.2
Ceny						
CPI inflace (%)	2.2	2.8	3.2	2.5	2.3	2.1
Jádrová inflace (%)	2.1	3.0	3.0	2.8	2.6	2.3

Finanční trhy	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Předpoklady zahraničního vývoje (roční průměry)						
ECB hlavní sazba (průměr, %)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ECB depozitní sazba (průměr, %)	-0.40	-0.43	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
3M EURIBOR (%)	-0.32	-0.36	-0.43	-0.53	-0.50	-0.47
Federal Funds Target Range (horní, %)	1.91	2.28	0.54	0.25	0.29	0.71
EUR/USD	1.18	1.12	1.14	1.20	1.21	1.22
EUR/GBP	0.88	0.88	0.89	0.86	0.84	0.84
Předpoklady zahraničního vývoje (konec období)						
ECB hlavní sazba (konec období, %)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ECB depozitní sazba konec období, %)	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
3M EURIBOR (%)	-0.31	-0.38	-0.55	-0.51	-0.49	-0.39
Federal Funds Target Range (horní, %)	2.50	1.75	0.25	0.25	0.50	1.00
EUR/USD	1.15	1.12	1.22	1.21	1.22	1.22
EUR/GBP	0.90	0.85	0.89	0.85	0.84	0.84
Peněžní a kapitálový trh (roční průměry, %)						
2W repo sazba	1.06	1.92	0.77	0.40	1.06	1.71
3M PRIBOR	1.27	2.12	0.86	0.54	1.20	1.82
6M PRIBOR	1.36	2.16	0.88	0.62	1.32	1.91
12M PRIBOR	1.48	2.25	0.93	0.77	1.52	2.08
Výnosy českých vládních dluhopisů (2Y)	1.06	1.57	0.59	0.96	1.53	2.00
Výnosy českých vládních dluhopisů (5Y)	1.48	1.42	0.87	1.41	1.81	2.12
Výnosy českých vládních dluhopisů (10Y)	2.02	1.61	1.18	1.74	2.03	2.28
Peněžní a kapitálový trh (konec období, %)						
2W repo sazba	1.75	2.00	0.25	0.75	1.50	2.00
3M PRIBOR	2.01	2.18	0.36	0.83	1.57	2.07
6M PRIBOR	2.07	2.22	0.40	0.89	1.64	2.14
12M PRIBOR	2.21	2.27	0.49	1.12	1.81	2.29
Výnosy českých vládních dluhopisů (2Y)	1.50	1.77	0.14	1.21	1.76	2.18
Výnosy českých vládních dluhopisů (5Y)	1.76	1.46	0.84	1.61	1.95	2.27
Výnosy českých vládních dluhopisů (10Y)	1.94	1.63	1.30	1.87	2.13	2.43
Měnové kurzy (roční průměry)						
EUR/CZK	25.65	25.67	26.46	25.70	24.95	24.45
USD/CZK	21.74	22.93	23.22	21.40	20.54	20.04
GBP/CZK	28.99	29.28	29.76	29.90	29.62	29.11
CHF/CZK	22.22	23.08	24.72	23.16	21.74	20.66
PLN/CZK	6.02	5.97	5.95	5.80	5.80	5.77
HUF/CZK	8.05	7.89	7.54	7.17	7.05	6.90
Měnové kurzy (konec období)						
EUR/CZK	25.72	25.42	26.24	25.36	24.71	24.24
USD/CZK	22.43	22.69	21.47	21.03	20.25	19.87
GBP/CZK	28.60	30.07	29.35	29.91	29.42	28.86
CHF/CZK	22.84	23.44	24.27	22.48	21.23	20.20
PLN/CZK	6.00	5.98	5.75	5.81	5.81	5.74
HUF/CZK	8.01	7.69	7.24	7.12	6.97	6.85

Světová ekonomika

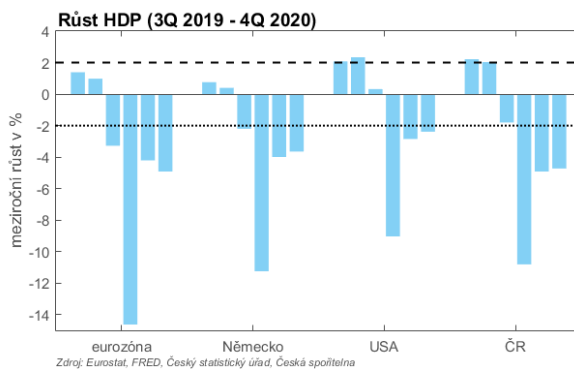
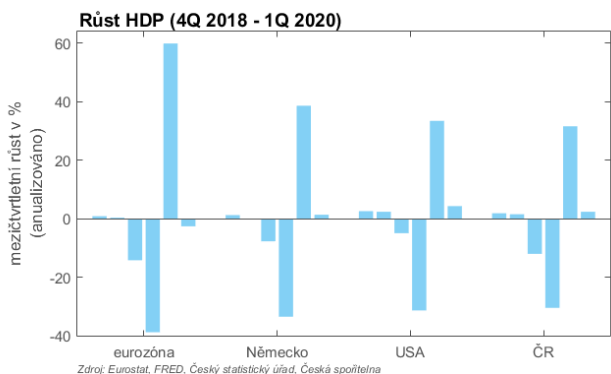
Vývoj ve světové ekonomice se zlepšuje, což bude pokračovat i v následujících čtvrtletích. Rizika ale zůstávají výrazná.



Vývoj ve světové ekonomice se postupně zlepšuje. Z USA již přicházejí známky pevnějšího oživení, ekonomický vývoj v Asii je příznivý již delší dobu a z Evropy zatím chodí příznivá data především z průmyslu s tím, že k oživení sektorů služeb či obchodu by mělo dojít na konci dubna či počátku května spolu se zlepšením pandemické situace. Vývoj ve světové ekonomice by se měl dále zlepšit ve druhé polovině letošního roku, když k tomu přispěje lepší sentiment domácností i firem v jednotlivých ekonomických centrech. K růstu bude přispívat i spotřeba domácností a investice, které jsou odložené z loňského roku, a domácnosti a firmy je realizují až v okamžiku poklesu nejistoty. To vše samozřejmě za předpokladu, že se opět nezhorší pandemická situace.

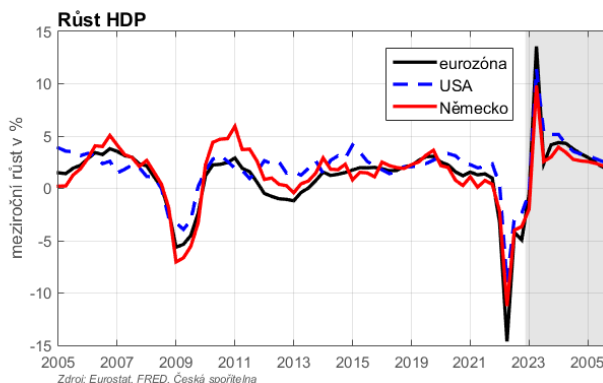
V příštích dvou letech by měl pokračovat příznivý makroekonomický vývoj a světová ekonomika růst relativně vysokými tempy. Oproti letošnímu roku by se růst měl nicméně pozvolna snižovat, což bude ale dáno tím, že v letošním roce se bude objem produkce srovnávat v rokem 2020, který byl značně ovlivněn pandemií. Celkově ale zůstane sentiment domácností i firem příznivý a navíc v USA či EU bude vývoj ekonomiky značně podpořen prostředky z fiskálních balíčků.

Rizika zůstávají výrazná a jsou vychýlena směrem dolů. Pokud by během podzimu pandemie opět zesílila (například v podobě nových mutací odolnějších proti očkování), růst světové ekonomiky by pro letošní rok mohl být zhruba poloviční a k trvalejšímu zlepšení by tak došlo nejdříve ve druhém čtvrtletí příštího roku.



	Podíl (%)	2020	2021	2022	2023
Svět. produkce	100	-4,4	5,2	4,2	3,8
- vyspělé ekonomiky	40,3	-5,8	3,9	2,9	2,2
- rozvíjející se ekonomiky	59,7	-3,3	6,0	5,1	4,9

Zdroj: Mezinárodní měnový fond (podíl na základě parity kupní síly v 2019; *uvádíme oficiální data. Skutečné růsty jsou pravděpodobně nižší)



Eurozóna

Ekonomický vývoj v eurozóně je oproti USA mírně opožděn, a proto by k oživení mělo dojít až během května. Ve druhé polovině roku pak růst HDP zesílí a solidní domácí i zahraniční poptávku čekáme i v příštích dvou letech, k čemuž přispějí i prostředky z fiskálního plánu na obnovu ekonomiky.

Prognóza ČS (v %)

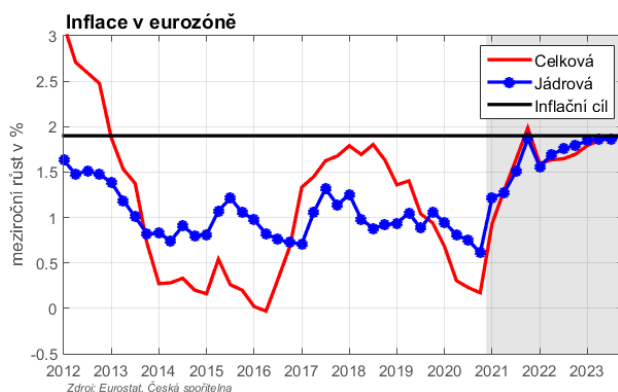
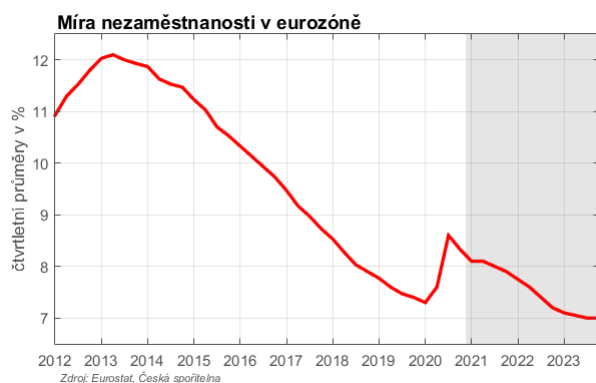
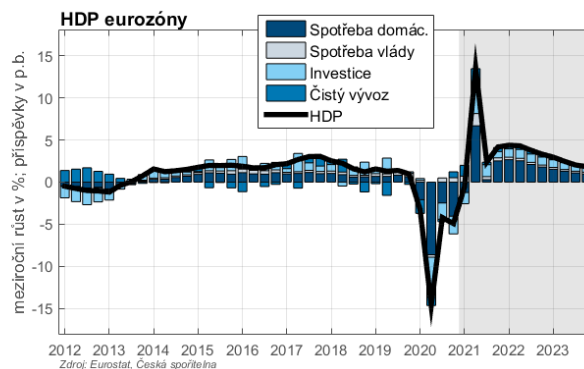
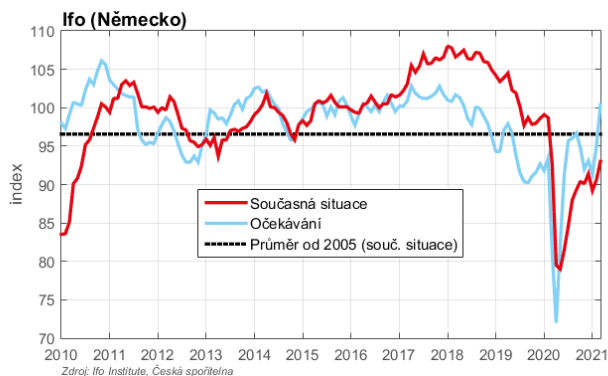
	2019	2020	2021	2022	2023
Eurozóna: HDP	1,3	-6,8	4,6	3,9	2,3
Eurozóna: Míra nezam.*	7,6	8,0	8,0	7,5	7,0
Eurozóna: Inflace	1,2	0,3	1,5	1,6	1,9
Německo: HDP	0,6	-5,3	3,2	3,2	2,3
Německo: Míra nezam.*	3,3	4,2	4,7	4,3	3,7
Německo: Inflace	1,3	0,6	1,9	2,2	1,9

Zdroj: Eurostat, Česká spořitelna (* roční průměry)

HDP: Ekonomický vývoj v eurozóně zůstává utlumený, když vzhledem k nepříznivému pandemickému vývoji zůstává v platnosti řada restrikcí ovlivňujících sektory služeb či obchodu. Na druhou stranu je (vzhledem k situaci) ve vcelku slušné kondici zpracovatelský průmysl, což se týká především Německa. Od druhého čtvrtletí by se pandemická situace měla začít zlepšovat a ekonomika přejde do fáze oživení, které bude během roku zesilovat. V tomto ohledu je eurozóna o zhruba dva měsíce pozadu oproti USA, a proto by známky pevnějšího oživení měly být v datech až v květnu. Solidní růst ekonomiky čekáme i pro příští dva roky, kdy příznivý vývoj domácí poptávky i zahraničního obchodu bude zesílen prostředky z fiskálního balíku na podporu evropské ekonomiky.

Trh práce: Fiskální podpora udržela míru nezaměstnanosti během loňského roku na uzdě a navíc na začátku letošního roku již došlo k jejímu mírnému snížení. To může být ovlivněno vyšší poptávkou firem počítající s brzkým ekonomickým oživením. Pro následující měsíce by míra nezaměstnanosti mohla zhruba stagnovat či se velmi lehce snižovat, ale od konce roku by měla začít pozvolna klesat, když se v ní projeví ekonomické oživení (trh práce se za vývojem HDP lehce zpožďuje).

Inflace: Inflace v eurozóně zůstává nízká, když jí směrem nahoru nepouští utlumená domácí poptávka. Spolu s ekonomickým oživením začnou ale pozvolna zesilovat inflační tlaky a inflace se tak začne pomalu zesepoda přibližovat k inflačnímu cíli. Celkově ale zůstane ještě nějakou dobu pod ním, když cenový růst především na jihu eurozóny zůstane až do výraznějšího obnovení cestovního ruchu a sektorů služeb a obchodu stále nízký. Naopak v zemích s nízkou mírou nezaměstnanosti (Německo apod.) se inflace pravděpodobně přiblíží 2 % podstatně rychleji, k čemuž přispěje i růst cen ve službách (kompenzace loňských ztrát).



USA

Z USA již přicházejí známky pevnějšího oživení, které dále zesílí ve druhém a třetím čtvrtletí. Příznivý makroekonomický vývoj bude pokračovat i v následujících dvou letech.

Prognóza ČS (v %)

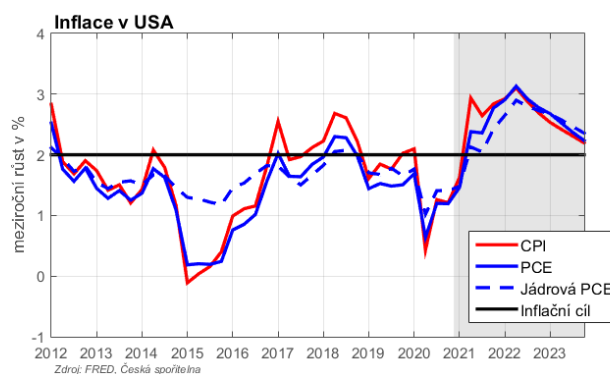
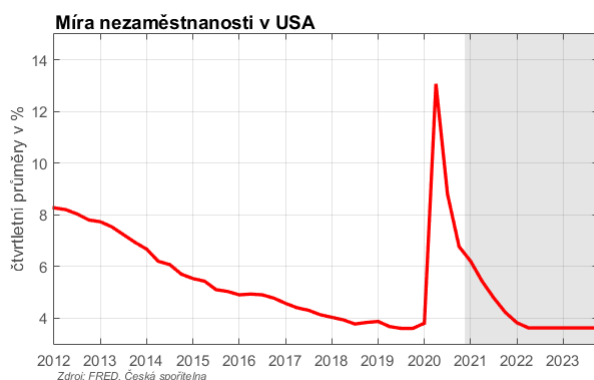
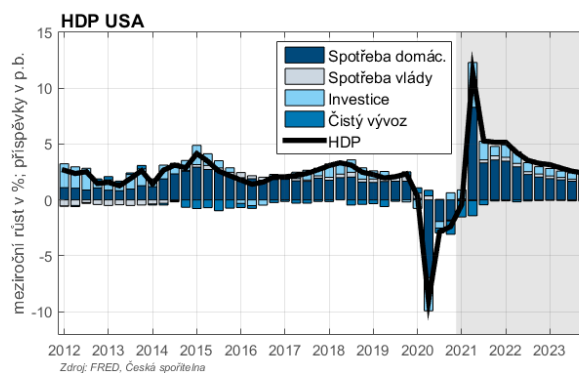
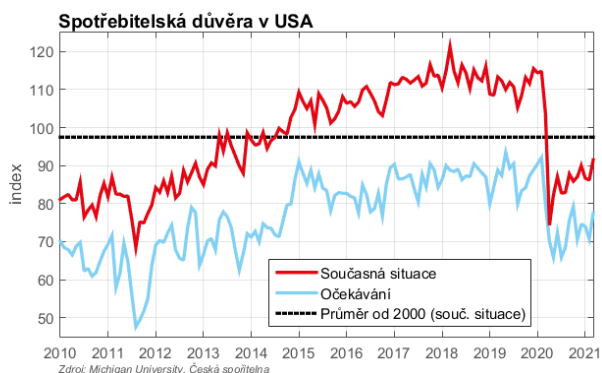
	2019	2020	2021	2022	2023
HDP	2,2	-3,5	5,2	4,0	2,7
Míra nezaměstnanosti*	3,7	8,1	3,7	3,6	3,6
Celková inflace (CPI)	1,8	1,3	2,5	2,9	2,4
Celková inflace (PCE)	1,5	1,2	2,2	2,9	2,4
Jádrová inflace (PCE)	2,0	1,7	1,4	2,0	2,8

Zdroj: FRED, Česká spořitelna (* roční průměry)

HDP: Vývoj v americké ekonomice se začal zlepšovat již během prvního čtvrtletí letošního roku, kdy již začínají přicházet známky pevnějšího oživení. Jedním z hlavních důvodů je relativně svižná rychlost očkování, se kterou pak souvisí postupné upouštění od restriktivních opatření. Ekonomické oživení dále zesílí během druhého a třetího čtvrtletí, když se oživí především spotřeba domácností, která tvoří necelých 70 % HDP, a také investice. Výhodou v tomto směru bude i flexibilní trh práce, kdy další pokles míry nezaměstnanosti bude působit ve směru silnější domácí poptávky. Slušný růst HDP si americká ekonomika zachová i v následujících dvou letech, kdy by mělo pokračovat pokrizové oživení ovlivněné příznivou náladou mezi spotřebiteli i firmami.

Trh práce: Situace na trhu práce se již zlepšuje, což významně přispívá k růstu důvěry v americkou ekonomiku mezi spotřebiteli a jejich následné chuti utrácet. Navíc trh práce v USA je značně flexibilní a po loňském extrémně rychlém zhoršení se dá pro letošní rok čekat naopak relativně rychlé zlepšení. Míra nezaměstnanosti již nyní klesá, což bude pokračovat i v následujícím roce, kdy by se měla vrátit zhruba na svou předkrizovou úroveň. Tam by mohla zůstat i v roce 2023, když proti jejímu dalšímu (proinflačnímu) poklesu budou působit zpříšňující se měnové podmínky v USA, za kterými budou stát rostoucí úrokové sazby FEDu.

Inflace: Míra inflace je v současné chvíli v USA téma, protože se zvýšily obavy z jejího možného významného zvýšení. Nadcházejí ekonomické oživení bude samo o sobě silně proinflační, protože půjde především přes zrychlení spotřeby domácností, což bude navíc ještě zesíleno Bidenovým balíčkem na podporu ekonomiky. Navíc FED nedávno přešel od cílování inflace k cílování průměrné inflace, a vzhledem k tomu, že v poslední době byla inflace pod cílem, tak jí nějakou dobu klidně ponechá nad cílem a nebude proti ní hned zvyšovat sazby. To pak ukotví inflační očekávání nad 2 %. Inflace by se mohla vrátit k inflačnímu cíli až v roce 2023, kdy již vyprchá prvotní proinflační šok plynoucí z pokrizového oživení a FED začne zpříšňovat měnovou politiku.



ECB, FED, EUR/USD

Vzhledem k očekávanému růstu inflace by FED mohl poprvé zvýšit sazby již na konci příštího roku. ECB pravděpodobně nechá sazby nízké do konce roku 2023. Kurz eura k dolaru by mohl velmi pozvolna posilovat směrem.

Prognóza ČS (konec roku)

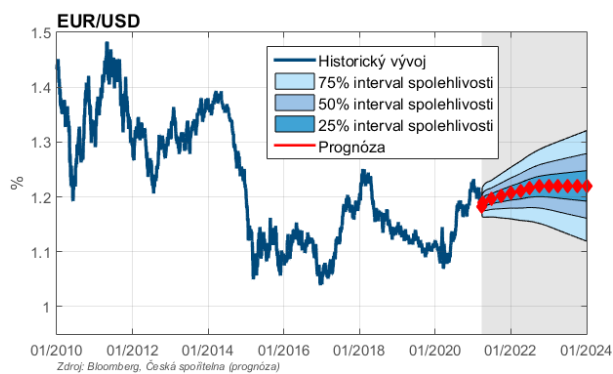
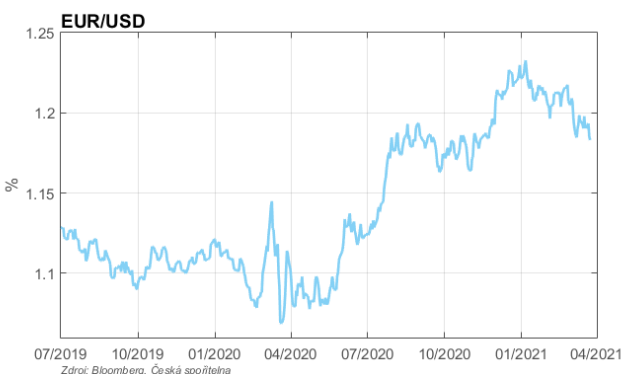
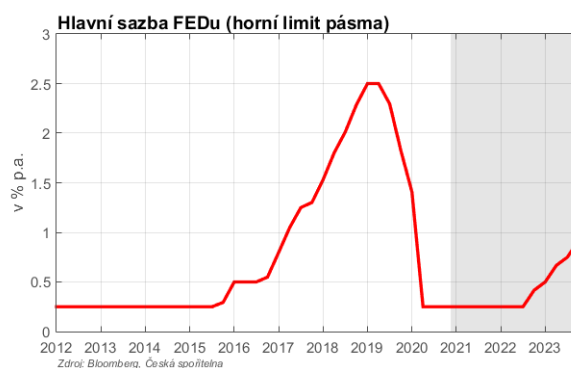
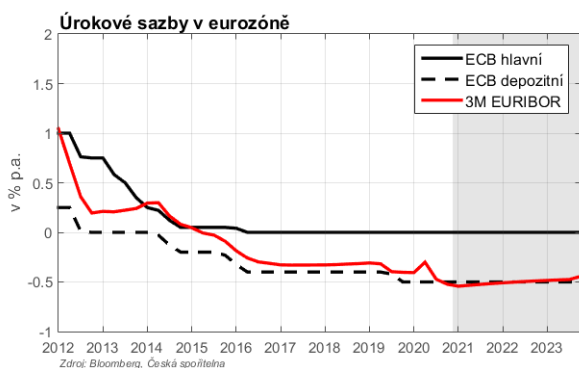
	2019	2020	2021	2022	2023
ECB: Hlavní	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ECB: Depozitní	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
3M EURIBOR	-0,38	-0,55	-0,51	-0,49	-0,39
FED: Horní limit pásma	1,75	0,25	0,25	0,50	1,00
3M LIBOR (USD)	1,91	0,24	0,28	0,61	1,16
EUR/USD	1,12	1,22	1,21	1,22	1,22

Zdroj: Bloomberg, Česká spořitelna

ECB: Evropská centrální banka drží v letošním roce měnovou politiku beze změny. V rámci stávajícího QE nicméně navýšila rychlost provádění nákupů s cílem zastavit růst výnosů dluhopisů. Ten je sice zcela přirozený z důvodu očekávaného proinflačního ekonomického oživení, z pohledu ECB mohou ale rostoucí italské či španělské výnosy představovat problém. V tomto ohledu navýšení QE v rámci základního scénáře naší prognózy nečekáme, nicméně při dalším růstu výnosů se tato možnost nedá vyloučit. I právě kvůli rostoucím výnosům se ale nedá v brzdě době čekat zpřísnování měnové politiky. ECB sice nechá doběhnout kvantitativní uvolňování, nicméně na růst sazeb pravděpodobně chvátat nebude. V tomto ohledu růst sazeb nečekáme ani do konce roku 2023.

FED: Představitelé FEDu stále komunikují, že k prvnímu zvýšení sazeb nedojde ani do konce roku 2023. Naše prognóza ale počítá s prvním růstem sazeb v USA již na konci roku 2022 a i finanční trhy v tuto chvíli FEDu příliš nevěří. V USA se pravděpodobně vzhledem k očekávanému silnému oživení spotřeby domácností a Bidenovu balíčku začnou rychle zvyšovat inflační tlaky. A i když skončí QE a navíc FED bude moci nějakou dobu komunikovat, že mu nevádí inflace nad cílem, protože byla dlouho dobu pod ním, tak stejně bude muset pravděpodobně na sazby sáhnout, aby inflaci zkontroloval. A dalšímu růstu sazeb pak může přistoupit v roce 2023.

EUR/USD: Dolar v nedávné době posílil až do rozmezí 1,18-1,19. To mělo dva důvody. Prvním je rozdílná epidemická situace, kdy v USA již začalo ekonomické oživení, nicméně část eurozóny zůstává v lockdownech. A to se pak zadruhé promítá do tržních očekávání na dřívější růst sazeb v USA. Tento vývoj by měl ještě po nějakou dobu pokračovat a dolar tak může ještě lehce posílit. S ekonomickým oživením v eurozóně by se ale tento vývoj měl zastavit a euro by mělo velmi pozvolna sílit zpět k hodnotám, kterých dosáhlo v nedávné době (zhruba 1,22). Proti ještě vyššímu posilování eura ze střednědobého pohledu bude ale působit FED, který začne zvyšovat sazby oproti ECB dříve. Nejistota ale zůstává vysoká, což je vidět i na značném rozpětí prognóz finančních institucí pro kurz EUR/USD (1,16-1,28) a jejich častým přehodnocováním.



Česká ekonomika: HDP

Česká ekonomika by se měla oživit již ve druhém čtvrtletí letošního roku. Příznivý vývoj domácí i zahraniční poptávky by měl pokračovat také v následujících dvou letech.

Prognóza ČS (HDP v %, složky v proc. bodech)

	2019	2020	2021	2022	2023
HDP	2,3	-5,6	3,3	4,3	4,0
- z toho					
Spotřeba domácností	1,3	-2,4	1,1	1,5	1,4
Spotřeba vlády	0,4	0,6	0,5	0,4	0,4
Celkové investice	0,4	-3,4	1,1	1,8	1,6
Čistý vývoz	0,0	-0,3	0,6	0,5	0,7

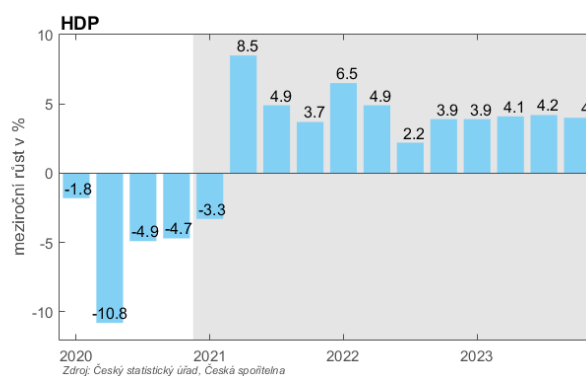
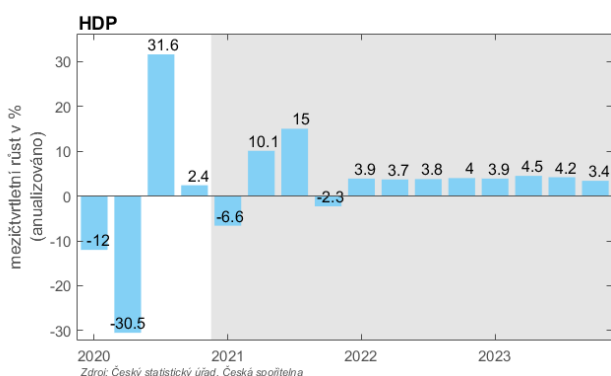
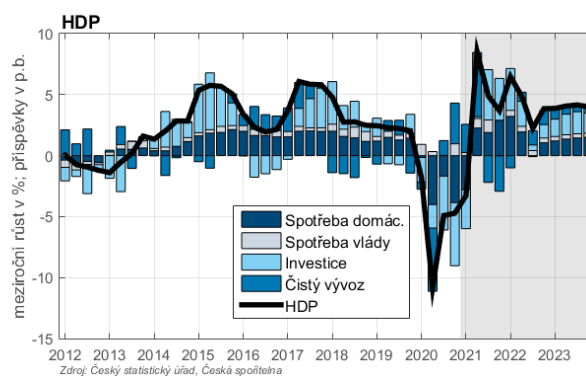
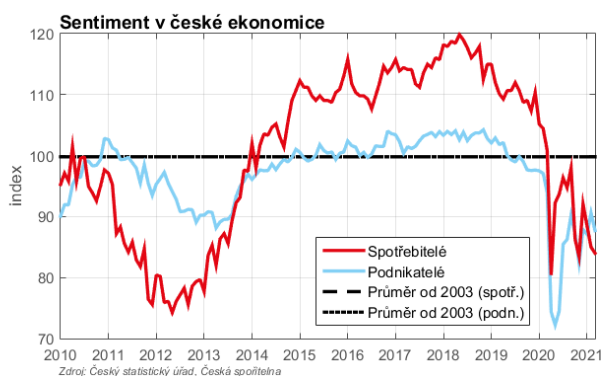
Zdroj: Český statistický úřad, Česká spořitelna

Aktuální vývoj: Vývoj české ekonomiky zůstává utlumený, když především domácí poptávka je i nadále ovlivněna restriktivními opatřeními. Navíc došlo i k mírnému zhoršení zahraniční poptávky, což bylo ale zčásti ovlivněno i velmi příznivým závěrem loňského roku, kdy poptávka po českých vývozech především z Německa značně překonala očekávání. A vedle toho aktuálně českou ekonomiku negativně ovlivňuje i nedostatek čipů v automobilovém průmyslu.

Prognóza pro letošní rok: Od druhého čtvrtletí by se měla česká ekonomika postupně oživat, když se zlepší jak domácí, tak i zahraniční poptávka. To bude souviset s příznivější epidemickou situací (lepší počasí, očkování) u nás i ve světě a celkovým zlepšením podnikatelské i spotřebitelské nálady. Data ale mohou zůstat během letošního roku více rozkolísaná, kdy mezi jednotlivými čtvrtletími mohou být relativně výrazné změny. To bude ovlivněno jednak časováním postupného upouštění od restriktivních omezení v sektorech služeb a obchodu a dále pak tím, kdy domácnosti a firmy realizují odloženou spotřebu a investice z loňského roku. Pokud například dojde k velké části odložených výdajů ve třetím čtvrtletí, HDP může ve 4Q mezičtvrtletně poklesnout.

Prognóza pro 2022-23: Slušný růst HDP bude pokračovat i v příštích dvou letech, kdy ho potáhne znovu jak domácí, tak i zahraniční poptávka. Trh práce by se měl začít opět zlepšovat a oživení by mělo nastat i v eurozóně, což pak následně ovlivní zahraniční poptávku a investice. Navíc bude vývoj české ekonomiky kladně ovlivněn EU fondy a to jednak potřebou dočerpát prostředky z minulého rozpočtového období a vedle toho také prostředky z nedávno schváleného fiskálního balíku na obnovu ekonomiky EU.

Poznámka: Mezičtvrtletní růst používáme v analýzovaných jednotkách podobně, jako je zvykem v USA. Hlavní výhodou totiž je, že analýza převádí mezičtvrtletní (či meziměsíční) vývoj veličiny na roční bázi a jednotlivé mezičtvrtletní (meziměsíční) hodnoty jsou pak ve stejném vyjádření, jako meziroční tempa. A tudíž jsou navzájem lépe porovnatelné.



Složky HDP

Již od druhého čtvrtletí se začne postupně ožívat spotřeba domácností a investice a ke zlepšení dojde i v zahraniční poptávce. Ve druhé polovině roku by pak již domácí i zahraniční poptávka měly výrazně zesílit.

Prognóza ČS (v %)

	2019	2020	2021	2022	2023
Spotřeba domácností	2,9	-5,2	2,3	3,3	3,0
Spotřeba vlády*	8,1	7,7	6,4	4,2	3,7
Fixní investice	2,2	-8,5	4,1	5,8	6,7
Vývoz zboží a služeb	1,2	-6,0	9,2	7,0	7,9
Dovoz zboží a služeb	1,3	-6,1	9,4	7,1	7,8

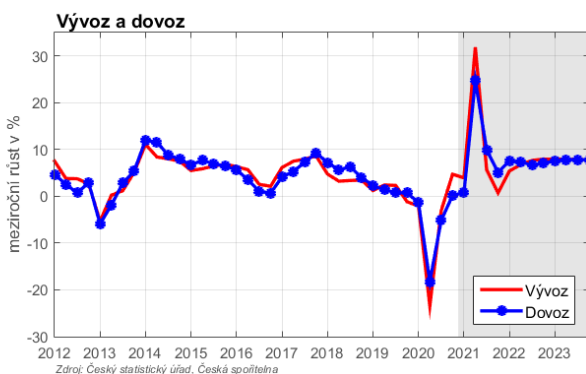
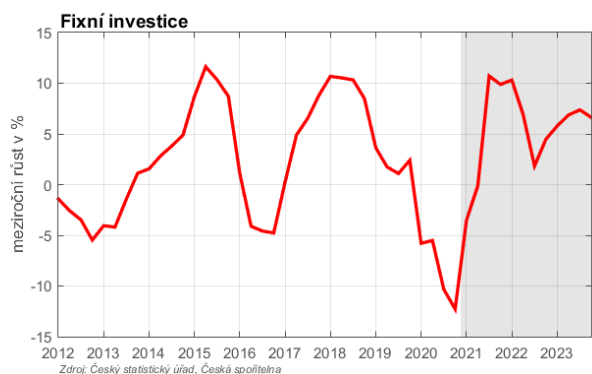
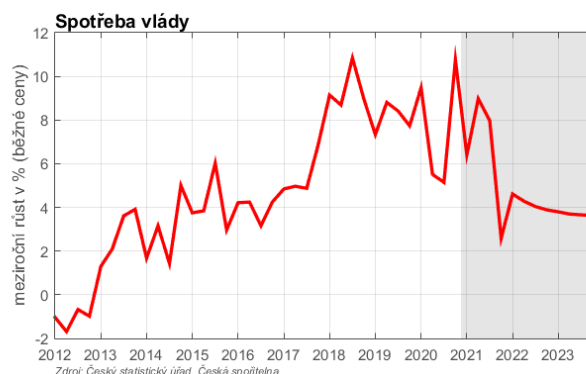
Zdroj: Český statistický úřad, Česká spořitelna (* narozdíl od ostatních složek uvádíme prognózu spotřeby vlády v běžných cenách)

Spotřeba domácností: Spotřeba domácností zůstává z důvodu silných restriktivních opatření značně utlumená, což by se ale mělo změnit se zlepšením pandemické situace a uvolněním sektorů služeb a obchodu. Od druhého čtvrtletí se začne zlepšovat spotřebitelská nálada, což se projeví v růstu výdajů domácností. Loňská krize se navíc výrazněji nepropsala do trhu práce, který zůstal relativně silný a navíc od konce letošního roku začne opět sílit. Jinými slovy mají domácnosti z loňského roku dodatečné úspory a ohledně příštích let by měly zůstat relativně optimistické. Ve vývoji spotřeby se navíc kladně promítne zrušení superhrubé mzdy a vliv odložené spotřeby, kdy domácnosti budou realizovat nákupy, které z důvodu vysoké nejistoty odložily z loňského roku. Celkově by tak spotřeba měla významně zesílit již během druhého a třetího čtvrtletí a její růst zůstat silný i v následujících dvou letech.

Vládní spotřeba: Růst vládní spotřeby zůstane letos výrazný, když ho i nadále budou ovlivňovat výdaje spojené s pandemií a pokračující fiskální expanze, která před volbami pravděpodobně neoslabí. K postupnému zpomalení růstu vládní spotřeby by tak mělo docházet především až od příštího roku, kdy po volbách se dá čekat určitá fiskální konsolidace.

Investice: Podobně jako v případě spotřeby domácností i u investic čekáme od druhého čtvrtletí letošního roku jejich oživení. K němu přispěje především zlepšený vývoj zahraniční poptávky a kladný sentiment (očekávání) mezi firmami. To by mělo platit minimálně do roku 2023. Navíc se ve vývoji investic významně projeví prostředky z EU fondů, když zaprvé půjde o dočerpání financí z minulého rozpočtového období (podobně jako v letech 2014-15) a zadruhé k růstu investic přispějí i prostředky z fiskálního plánu obnovy.

Zahraněční obchod: I přes utlumený vývoj zůstává zahraniční poptávka slušná, když jí podporuje především příznivý vývoj v německém zpracovatelském průmyslu. Spolu s ústupem pandemie a následným zlepšením vývoje v eurozóně by zahraniční poptávka po českých vývozech měla dále stoupat a i pro následující dva roky růst relativně silnými tempy. Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP se bude ale snižovat, k čemuž přispěje především silný růst dovozů pro spotřební a investiční účely.



Trh práce

Situace na trhu práce se během loňského roku sice zhoršila, celkově ale zůstala velmi příznivá. Spolu s nadcházejícím ekonomickým oživením od konce letošního roku začne trh práce opět sílit, což by mělo vydržet až do roku 2023.

Prognóza ČS (v %)

	2019	2020	2021	2022	2023
Míra nezaměstnanosti	2,1	2,6	3,4	2,9	2,4
Podíl nezam. osob	2,9	3,5	4,3	3,8	3,4
Nominální mzdy	6,7	5,4	3,6	4,2	5,2
Reálné mzdy	3,9	2,2	1,1	1,9	3,0

Zdroj: Český statistický úřad, Ministerstvo práce a soc. věcí, Česká spořitelna

Nabídka a poptávka: Situace na trhu práce se během loňského roku zhoršila podstatně méně, než se původně čekalo. Důvodem byla fiskální opatření na podporu zaměstnanosti (kurzarbeit atd.), nicméně nemalý vliv hrála i zahraniční poptávka, která se oživila ve třetím čtvrtletí a zůstala (vzhledem k situaci) slušná až do současné doby. Převis poptávky po volných dostupných pracovnících (volná pracovní místa) se tak sice zmenšil, celkově ale zůstal stále kladný. A navíc spolu s nadcházejícím ekonomickým oživením by se měla poptávka po pracovnících opět začít zvyšovat.

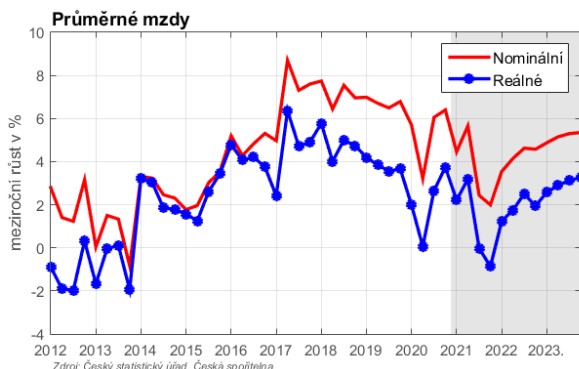
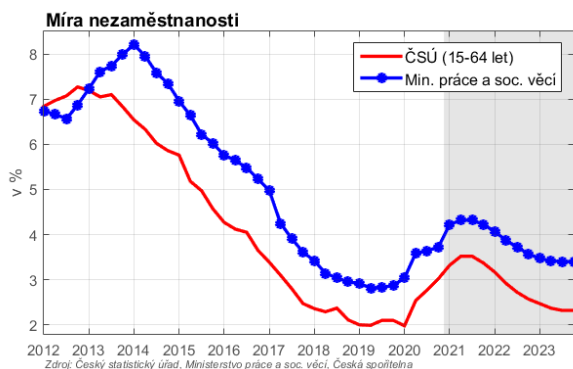
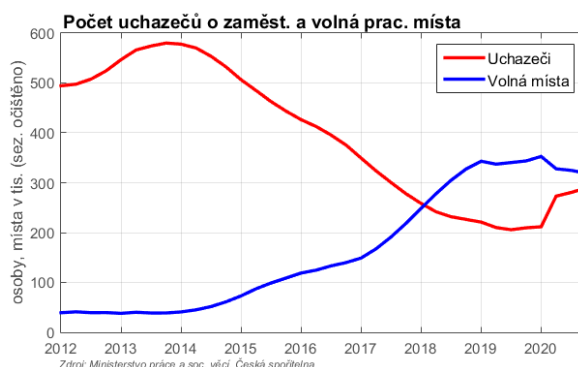
Nezaměstnanost: Míra nezaměstnanosti se pozvolna zvyšuje, což je odrazem utlumeného vývoje v české ekonomice. Na druhou stranu ale zůstává i nadále výrazně nízká, když v lednu dosáhla jen 3,3 %. V tomto ohledu je důležité, že zůstává stále pod svou rovnováhu, kterou odhadujeme na zhruba 4 %, což má následně proinflační dopady. Trh práce se za vývojem HDP lehce zpožďuje (o 1-2 čtvrtletí), a proto i přes očekávané ekonomické oživení by míra nezaměstnanosti měla ještě nějakou dobu růst. To ale pravděpodobně nebude výrazné, protože vzhledem k blížícím se volbám zůstane určitá forma fiskální podpory i nadále (byť se bude pravděpodobně zmírňovat). Od konce letošního roku by se do vývoje míry nezaměstnanosti mělo přenést oživení v domácí i zahraniční poptávce a ta by měla opět začít pozvolna klesat. Vzhledem k příznivému vývoji, který bude podpořen i prostředky z EU, by příznivý vývoj na trhu práce měl pokračovat i v roce 2023.

Mzdy: Růst mezd během loňského roku zpomalil, když se v něm, narozdíl od míry nezaměstnanosti, výrazněji projevil nepříznivý makroekonomický vývoj. Navíc inflace zůstala relativně vysoká, což se pak následně promítalo do nižšího růstu reálných mezd. V souladu s ekonomickým oživením se postupně začne obnovovat i mzdový růst, nicméně vzhledem k nepříznivému loňskému roku k tomu pravděpodobně dojde až v příštím roce, kdy začne opět sílit poptávka po volných pracovnících a s tím i klesat míra nezaměstnanosti. V roce 2023 se mzdový opět přehoupne přes 5 % a bude tak převyšovat svou rovnováhu, kterou odhadujeme na 4,5-4,8 %. Vzhledem k proinflačnímu charakteru nadcházejícího ekonomického oživení bude ale růst reálných mezd zřejmě nižší, když z nominálního růstu bude 2-3 % ukrajovat vysoká inflace.

Aktuální vývoj

	1q20	2q20	3q20	4q20
Míra nezaměstnanosti	2,0	2,5	2,8	3,0
Podíl nezam. osob	3,0	3,6	3,8	3,8
Nominální mzdy	5,0	0,5	5,1	6,5
Reálné mzdy	1,4	-2,5	1,7	3,8

Zdroj: Český statistický úřad, Min. práce a soc. věcí, Česká spořitelna (míra nezaměstnanosti v %, meziroční růsty u mezd v %)



Inflace

Inflace se pravděpodobně aktuálně pohybuje poblíž svého dna od druhého čtvrtletí by měla začít opět růst, když se v ní bude odrážet ekonomické oživení a silný trh práce. A nad 2% cílem by inflace měla zůstat i v následujících dvou letech.

Prognóza ČS (v %)

	2019	2020	2021	2022	2023
Celková inflace	2,8	3,2	2,5	2,3	2,1
Jádrová inflace	3,0	3,0	2,8	2,6	2,3

Zdroj: Český statistický úřad, Česká spořitelna

Aktuální vývoj: Na začátku letošního roku inflace dále zpomalila, když její únorová hodnota (2,1 %) byla již jen velmi těsně nad inflačním cílem. Celkově se ale pro začátek letošního roku čekal její ještě výraznější pohyb směrem dolů k 1,7-1,8 %. Vyšší než očekávaná inflace je odrazem relativně silného trhu práce, když růst míry nezaměstnanosti byl v loňském roce relativně mírný a nepřelil se tak výrazněji do protiinflačních tlaků. To je vidět především na vývoji jádrové inflace, která zůstala nad 3 %. Rostou také ceny potravin, ve kterých se vedle nabídkových vlivů ale také projevuje jen relativně mírné zhoršení na trhu práce. A proinflačním faktorem je i nedávný růst cen pohonných hmot. Navíc meziroční inflace cen pohonných hmot bude v následujících měsících ovlivněna jejich nízkými cenami z loňského března a dubna.

Prognóza: Inflace by se měla v tuto chvíli pohybovat poblíž svého dna a spolu s ekonomickým oživením začít silnit. Po skončení restriktivních omezení se totiž pravděpodobně relativně rychle obnoví domácí poptávka, což se začne rychle přenášet do cenového vývoje. Navíc vzhledem k utlumenému vývoji v sektoru služeb budou podnikatelé ve službách (ale i maloobchodě) pravděpodobně více inklinovat k růstu cen tak, aby si kompenzovali část loňských ztrát. A domácnosti budou mít dostatečné příjmy, mimojiné zesílené zrušením superhrubé mzdy, na to, aby byly vyšší ceny ochotny zaplatit. Stejným směrem bude působit také odložená spotřeba, když domácnosti mají z loňského roku vyšší úspory, jejichž část bude použita na realizaci nákupů, které by za normálního stavu byly uskutečněné v loňském roce. A meziroční inflaci také ovlivní výše zmíněný vývoj cen pohonných hmot, který z důvodu nízké srovnávací základny (nízkých loňských cen) bude dosahovat relativně silného růstu.

Podobné faktory, především silná spotřebitelská poptávka, by měly působit také v následujících dvou letech. Inflace ale bude pozvolna zpomalovat, když jí budou tlumit rostoucí úrokové sazby ČNB a posilující kurz koruny. I tak ale zůstane pravděpodobně nad 2% inflačním cílem s tím, že riziko je navíc vychýleno směrem k ještě vyšší inflaci, zvláště, pokud by ČNB začala zvyšovat sazby příliš pozdě, či tak činila příliš pomalu.

Aktuální vývoj

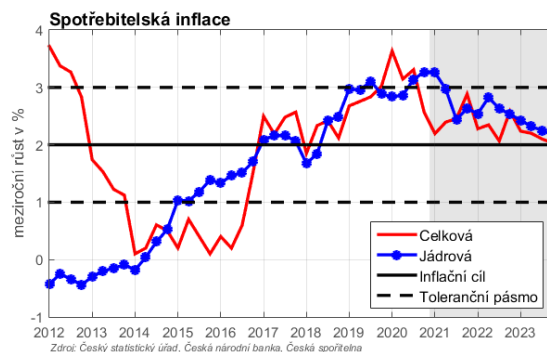
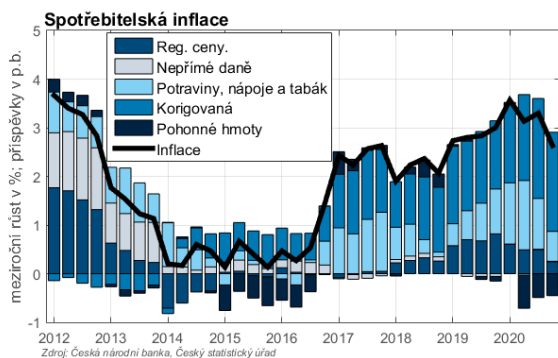
	2q20	3q20	4q20	1q21*
Celková inflace	3,1	3,3	2,6	2,1
Jádrová inflace	3,2	3,7	3,7	3,4
Ceny potravin	5,4	4,0	2,3	1,9
Ceny pohonných hmot	-19,4	-14,1	-13,2	-10,0

Zdroj: Český statistický úřad, Česká národní banka (meziroční růst v %, * jde o průměr ledna a února)

Aktuální vývoj

	2q20	3q20	4q20	1q21*
Ceny prům. výrobců	-0,6	-0,3	0,1	0,7
Ceny zeměděl. výrobců	-3,2	-3,2	-3,1	-2,2
Ceny staveb. prací	3,9	3,5	2,9	2,1
Ceny tržních služeb	2,1	2,0	2,0	1,6

Zdroj: Český statistický úřad (meziroční růst v %, * jde o průměr ledna a února)



Měnová politika ČNB a úrokové sazby

V letošním roce by mohla ČNB dodat dvojitý zvýšení sazeb, když první z nich by mohlo nastat v srpnu. K postupnému zvyšování sazeb bude docházet i v příštích dvou letech.

Prognóza ČS (% p.a., konec roku)

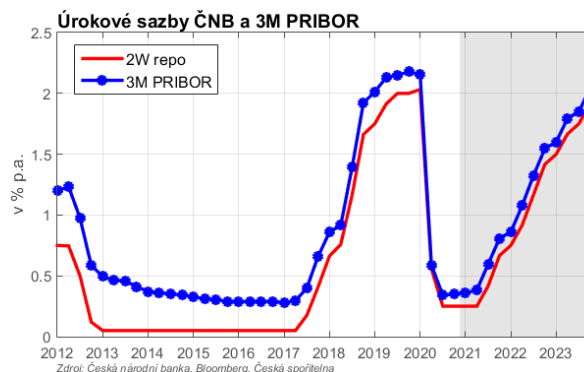
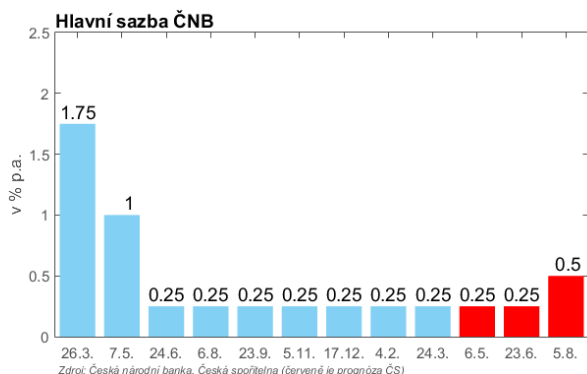
	2019	2020	2021	2022	2023
2W repo	2,00	0,25	0,75	1,50	2,00
3M PRIBOR	2,18	0,36	0,83	1,57	2,07
12M PRIBOR	2,27	0,49	1,12	1,81	2,29

Zdroj: Česká národní banka, Bloomberg, Česká spořitelna

Aktuální vývoj a krátkodobá predikce: ČNB drží sazby na stejné úrovni od loňského května, kdy je snížila na 0,25 % v souvislosti s výrazným propadem ekonomiky a obavami z nárůstu protiinflačních tlaků. Vývoj v české ekonomice je vzhledem k restriktivním opatřením vlády i nadále značně utlumený, a proto zvýšení sazeb není nyní na stole. ČNB v tomto směru komunikuje, že diskuzi nad zvýšením sazeb začne až se zlepšením pandemické situace. A zadruhé ČNB deklaruje, že riziko z pozdějšího zvýšení sazeb je z jejího pohledu menší, než kdyby sazby centrální bankéři zvýšili předčasně. Celkově tak ČNB zůstává ve „wait-and-see módu“, a to by mělo platit i pro druhé čtvrtletí letošního roku, kdy se začne česká ekonomika postupně ožívat.

Střednědobá prognóza ČS: Vzhledem k očekávanému růstu inflačních tlaků by ČNB mohla začít zvyšovat úrokové sazby ve druhé polovině letošního roku. Současná data a očekávaný makroekonomický vývoj pro nejbližší měsíce implikují dvojitý zvýšení sazeb, když první čekáme již v srpnu a druhé pak v listopadu. Vedle dat bude ale nicméně záležet i na rychlosti očkovaní a především rizicích pro podzimní a zimní období. Pokud by i přes léto panovaly značné obavy z příchodu dalších pandemických vln během podzimu či zimy s možnými významnými negativními makroekonomickými dopady, ČNB by mohla se zvýšením sazeb počkat až do konce roku.

Postupné zvyšování sazeb čekáme i pro roky 2022 a 2023, kdy by sazby mohly jít nahoru tempem 2-3 zvýšení ročně. Hlavním důvodem bude proinflační vývoj v české ekonomice. Pokud by ČNB nezvyšovala sazby dostatečně rychle, inflace by mohla, podobně jako v nedávné době, relativně významně přesáhnout horní hranici tolerančního pásma (3 %) kolem inflačního cíle. Pro konec roku 2023 čekáme repo sazbu na 2 %, což je ale stále pod její rovnovážnou hladinou, kterou odhadujeme na 2,25 %.



EUR/CZK, USD/CZK

Kurz koruny by měl ve druhém čtvrtletí po zlepšení pandemického vývoje posílit zpět na hladiny dosažené před vyhlášením lockdownu. Ve druhé polovině letošního roku a také v letech 2022-23 bude koruna postupně sílit, když hlavním důvodem budou rostoucí sazby ČNB.

Prognóza ČS (konec roku)

	2019	2020	2021	2022	2023
EUR/CZK	25,42	26,24	25,36	24,71	24,24
USD/CZK	22,69	21,47	21,03	20,25	19,87

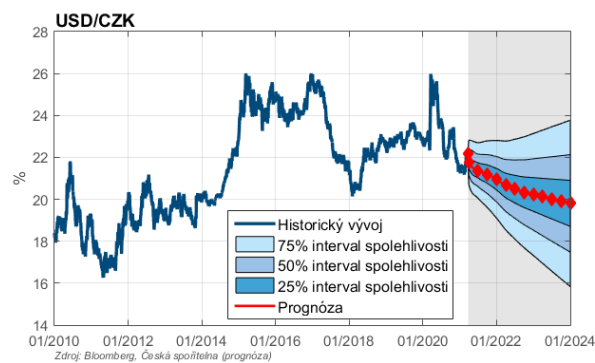
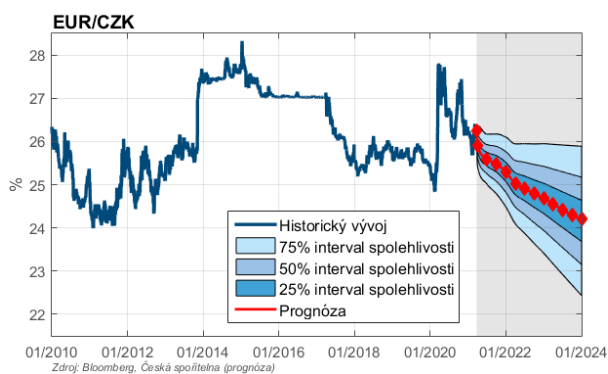
Zdroj: Česká národní banka, Bloomberg, Česká spořitelna

EUR/CZK: Koruna nedávno oslabila zpět nad hladinu 26 Kč/euro, když za tím stálo zavedení lockdownu, které trhy vnímají jako faktor, který může posunout první zvýšení sazeb ČNB dále do budoucna. K tomu jsme nicméně mírně skeptičtí, když dle nás toho z pohledu budoucího vývoje ekonomiky lockdown až tolik nezměnil, protože ČNB by i tak vzhledem k pandemickému vývoji pravděpodobně vyčkávala. Celkově tak vnímáme aktuální vývoj na koruně jen jako dočasný šok a po skončení nejpřísnějších restriktivních omezení by koruna měla posílit zpět k hladinám, kde se nacházela před vyhlášením lockdownu. Vzhledem k aktuálnímu vývoji se nedá vyloučit, že by to mohlo být až během dubna.

Ve zbytku letošního roku a následně i ve dvou příštích letech by koruna měla postupně posilovat. Prvním faktorem bude vyšší sentiment na trzích po zlepšení pandemického vývoje v Evropě během druhého čtvrtletí (vyšší rychlost očkování, příznivější počasí). Tento vliv již ale nemusí být tak silný, když ke zlepšení nálady na trzích docházelo od závěru loňského roku. Druhým a nejpodstatnějším vlivem bude postupné zpříšňování měnové politiky ČNB. A třetím faktorem pak bude obnovení ekonomické konvergence české ekonomiky směrem k vyspělým zemím eurozóny. Tento vliv bude působit spíše až v příštích letech a jeho dopady do kurzového vývoje budou mírnější z důvodu vyššího cenového růstu v ČR oproti eurozóně (růst inflačního diferenciálu).

USD/CZK: Koruna k dolaru v posledních týdnech oslabila, když k tomu přispělo jak oslabení koruny k euru, tak především i silící dolar k euru, za kterým stojí příznivější epidemická situace a makroekonomická data v USA.

Tento vývoj by se ale během druhého čtvrtletí měl zastavit a koruna se vrátit na posilující trend i k americkému dolaru. Vedle výše zmíněných důvodů posilující koruny k euru za tím bude stát i stagnace a následná korekce na kurzu EUR/USD, kdy by euro mělo začít velmi zvolna korigovat zpět k hladině 1,20 a pak v následujících letech dále k 1,22. Rizika a s nimi i možná volatilita mohou být ale na dolaru i nadále vyšší, když případný výraznější nárůst inflace v USA či pomalejší oživení v EMU by posunuly dolar oproti naší prognóze na silnější hladiny.



Kontakty

Odbor Ekonomické a strategické analýzy

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	Petr Bártek Jan Šafranek	+420/956 765 227 +420/956 765 218	pbartek@csas.cz jsafranek@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](https://www.instagram.com/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
Akviční 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.

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