



Makro Ranní restart



@Research_sporka

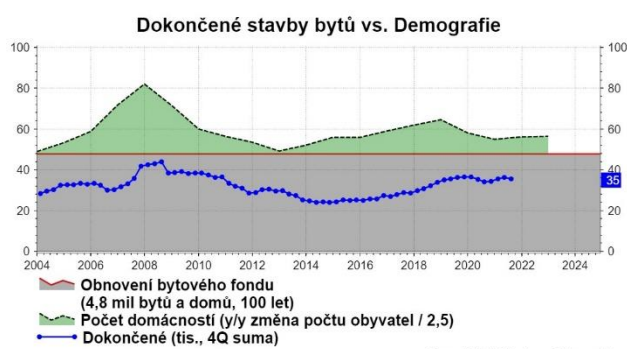
David Navrátil, research@csas.cz

Dnešní kalendář

Čas	Stát	Událost	Trh	Minule
		Dnes žádné důležitá makro data		

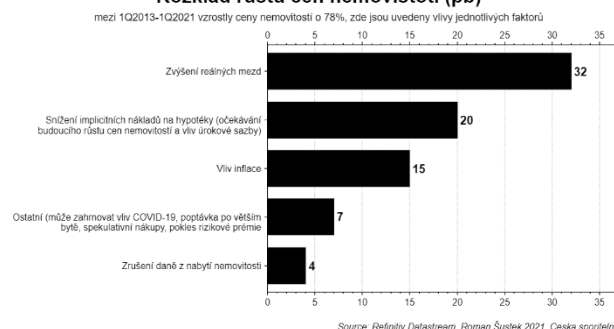
Zdroj: Thomson Reuters

Proč rostou ceny nemovitostí?



Co stálo za růstem cen nemovitostí v posledních sedmi letech? Málo se staví. A to tak, že dlouhodobě. Dlouhodobě počet dokončených bytů a domů nestačí ani na obnovu bytového fondu. OK, to už známe. Zkusme tedy na chvíli předpokládat, že nabídka bytů a domů je konstantní. Pak můžeme růst nemovitostí alokovat na jednotlivé faktory. Což nám pomůže identifikovat, zda tady není potenciál pro pokles cen.

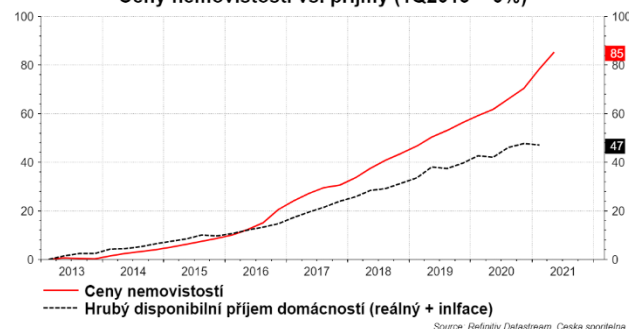
Rozklad růstu cen nemovitostí (pb)



Od začátku roku 2013 do začátku tohoto roku vzrostly ceny nemovitostí o +78 % (nová data k 2Q2021 +85 %). Analýza Romana Šustky [ukazuje](#), že za předpokladu konstantní

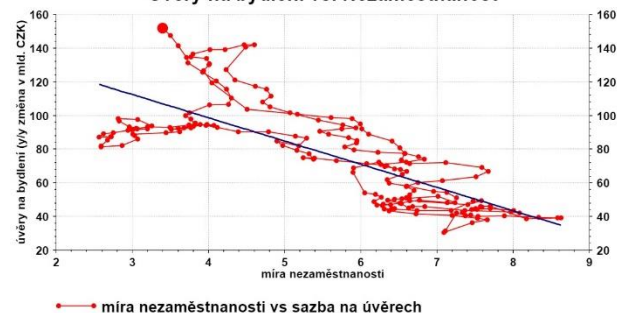
nabídky se vyšší příjmy domácností postaraly o zvýšení cen nemovitostí o třetinu 32 procentních bodů ze 78 % lze vysvětlit vyššími příjmy domácností. Inflace se postarala o dalších 12pb.

Ceny nemovitostí vs. příjmy (1Q2013 = 0%)



Zajímavé je, že o 20 % pak nižší implicitní náklady na hypotéku. Jde primárně o vliv optimističtějších očekávání ohledně budoucích příjmů (souvisí s trhem práce a důvěrou domácností), sekundárně pak vliv nižších sazeb na hypotéku.

Úvěry na bydlení vs. Nezaměstnanost

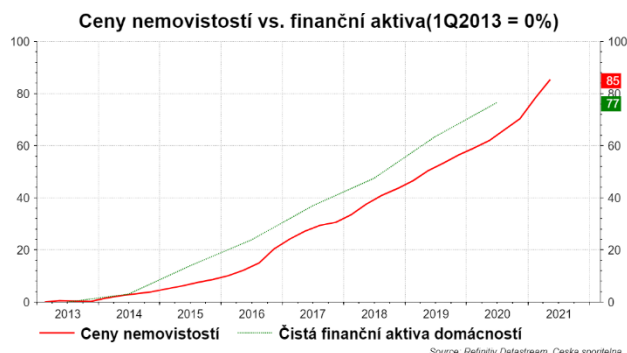


O další 4 % se postaralo zrušení daně z nabytí nemovitosti. Zbývá vysvětlit 7 % = ostatní faktory. Tam může být vliv covidu, nižší rizikové prémie, poptávka po větších bytech... a spekulativních nákupů. Připomínám, že jde o analýzu cen v celé ČR, takže nebere v potaz regionální specifika. Každopádně nelze říct, že za rychlé zvýšení cen nemovitostí můžou jen "spekulanti", tedy investiční nákupy. Nárůst souvisí především se skutečným a očekávaným zvýšením příjmů. Mimochodem, minimálně do roku 2020

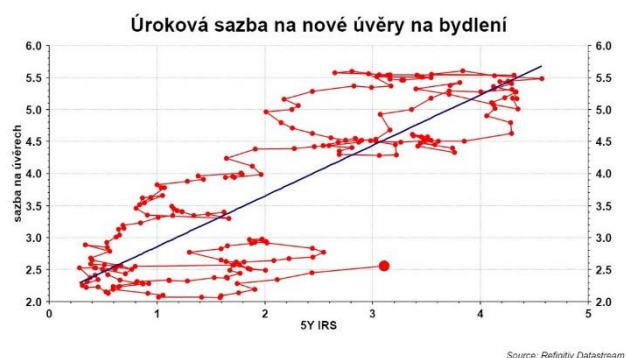
Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání 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/analizyupozorneni>. 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

rostla čistá finanční aktiva (finanční aktiva očištěná o dluh) domácností rychleji než ceny nemovitostí.



Může dojít ke korekci cen nemovitostí? Za prvé, sazby z nových hypoték jsou výrazně pod pětiletými swapy. Důvodem je konkurenční boj mezi bankami. Nicméně lze očekávat arbitráž = sazby na hypotékách se budou přibližovat k realitě na finančním trhu.



Dále, Češi jsou maniodepresivní národ. V roce 2012 jsme byli podle průzkumu Gallup druhý nejvíce pesimistický národ na světě. Pak přišel ale obrát a my jsme se dostali do manické fáze, která víceméně trvá dodnes. Vyšší sazby, snížení optimismu, zvýšení inflačních očekávání může vytvořit mix, který by mohl začít tláčit ceny nemovitostí dolů.



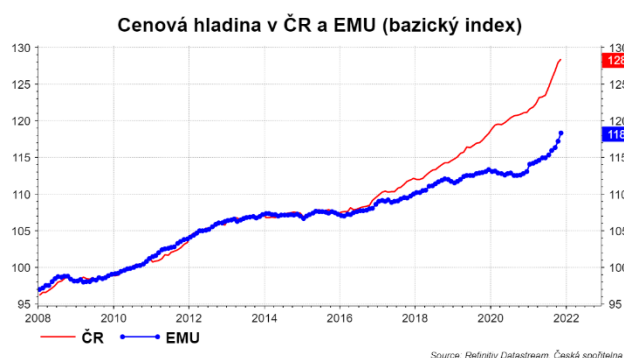
Po finanční krizi jsme si pokles cen nemovitostí zažili: ceny existujících bytů a domů poklesly o 8-9 procent. Mimo Prahu se pokles blížil 20 %.



Jak jsem psal na začátku: náš hlavní problém je, že se dlouhodobě málo staví. Takže případná korekce by byla spíše dočasná. Trvajíc možná pár let (jako po finanční krizi), ale dočasná.

Inflace a kam až ČNB zvýší sazby?

Kdysi dávno v jedné předaleké galaxii... Kdysi dávno růst cen v ČR kopíroval růst cen v EMU. Ale kurzový závazek vrací úder: koruna je tak překoupená, že už trendově neposiluje o 3-5 %. Takže nominální konvergence musí jít přes inflaci. A nyní jde fakt fest.



Celková inflace vzrostla v listopadu na 6 procent. Ceny služeb +7,5 % y/y a ceny zboží +5 % y/y. Ano, v roce 2008 byla inflace ještě o procentní chlup vyšší, ale tehdy šlo o důsledek zvýšení DPH, tedy o vědomé zvýšení cen.



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 strategií 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/analyzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

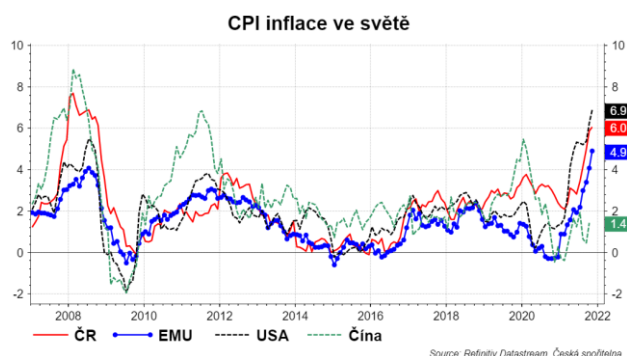
Prognóza ČNB předpokládala vrchol inflace na necelých sedmi procentech v prvním čtvrtletí příštího roku. Takže vše jede podle plánu? Ne: ČNB napsala, že „Listopadový růst spotřebitelských cen byl přibližně o jeden procentní bod vyšší, než očekávala podzimní prognóza ČNB. Za odchylkou pozorovaného cenového vývoje od prognózy stála především – stejně jako v říjnu – akcelerující jádrová inflace.“ Jádrová inflace je už téměř na osmi procentech.

ČNB správně poznamenává, že důležitou roli za akceleraci jádrové inflace sehrává imputované nájemné. Pak ještě zmiňuje, že je to dáno vyšší vahou imputovaného nájemného ve spotřebním koši. Ve srovnání s HICP, tedy metodologií Eurostatu, ano. Ale samotná ČNB v minulosti vedla diskuzi, zda by váha imputovaného nájemného, a tedy vlivu cen nemovitostí, neměla být vyšší. Což by nyní vedlo k vyšším číslům ohledně inflace.

Dále, kdyby nedošlo k poklesu DPH u elektřiny a plynu, tak by celková inflace byla vyšší o 1pb = 7 %. Dočasnost snížení DPH ukazuje, potenciál pro další zrychlení inflace.



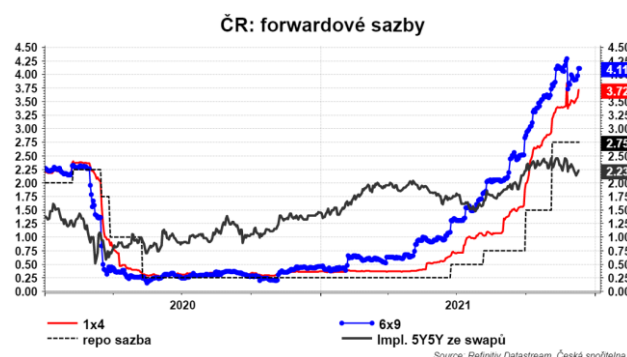
Dalším podezřelým jsou ceny potravin, jejichž růst stále zaostává za růstem cen zemědělských výrobců a světových cen potravin.



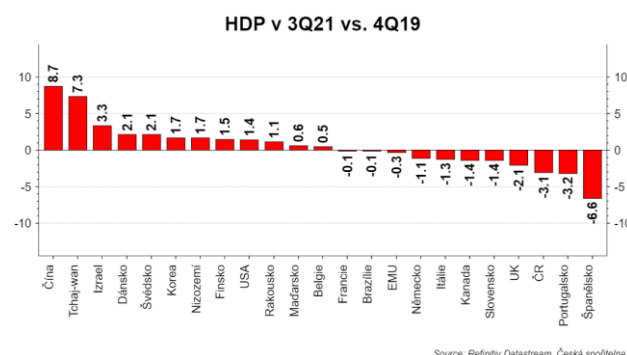
Jirka [píše](#), že inflace by mohla dosáhnout osmi procent na začátku roku a že „Od druhého čtvrtletí příštího roku by měla inflace zpomalovat, když z jejího meziročního vývoje budou postupně (po 12 měsících) vypadávat letošní silné nárůsty cen (vliv srovnávací základny). Ke zpomalení

cenového růstu budou přispívat i (očekávané) posílení koruny a vliv letošního prudkého růstu úrokových sazeb. Navíc domácí inflační tlaky spojené se spotřebním chováním domácností bude tlumit také vysoký růst cen energií“.

Co na to ČNB? Guvernér Rusnok se nechal slyšet, že v prosinci (příští středu, 22.12.) očekává diskuzi o zvýšení o 25 nebo 50 bodů. No, ale Tomáš Holub je jiného názoru. V Otázkách VM argumentoval, že kdyby se naplňovala jejich prognóza, tak by to skutečně znamenalo potřebu zvýšit v prosinci o 50 bodů. No, a protože je překvapuje víceméně vše (inflace, HDP, mzdy, kurz koruny), tak podle něj bude debata o vyšším zvýšení než o 50 bodů. A dále uvedl, že v únoru (zasedání 3.2.) se asi sazby nedostanou na 4 %, ale na jaře by se sazby na 4 % mohly dostat. Aktuálně můžeme očekávat zvýšení sazeb o 50-75 bodů příští středu.



Tomáš reagoval na očekávání finančního trhu, který aktuálně počítá se čtyřmi procenty do půl roku. Připomeňme, že základní scénář ČNB předpokládal sazby na 3,25 v 1Q22. A pak pokles ve druhé polovině roku. Simulace, předpokládající další problémy v dodavatelských řetězcích, očekávala vyšší inflaci, a především sazby na pěti procentech. Ale růst HDP víceméně blízko stagnaci. Čtyři procenta jsou někde mezi.



Já bych byl opatrnější. Ano, za velkou částí inflace ještě ve 3Q stála poptávka (podle odhadu ČNB cca 50% inflace vysvětlovala poptávka). Ceny energií ale působí jako

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 strategií 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/analyzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

výrazný nákladový šok, který se podepíše na ekonomickém výkonu. Oživení české ekonomiky už ve třetím čtvrtletí bylo třetí nejhorší v EU. Průměr EMU je už víceméně na úrovni před covidem, Dánsko 2 procenta nad. A vyšší ceny energií negativně ovlivní jak domácnosti, tak firmy. ČR díky vyššímu podílu průmyslu s vyšší energetickou náročností více než ostatní země.

No a koruna neposiluje sice podle představ ČNB, ale je ovlivněna jako ostatní měny globální nejistotou (omikron a dodavatelské řetězce). Až tato nejistota pomine, může velmi rychle posílit o 50 a více halířů. Pro připomenutí: 50 halířů odpovídá zvýšení sazeb o 50 bodů.

A ECB: Lagarde, v Německu „Paní inflace“, kudy chodí, tam říká, že ECB zvyšovat sazby nebude. Nicméně v Radě guvernérů roste tábor, že inflace dočasná není a je potřeba měnovou politikou zpřísnit. Případné rychlejší ukončení QE a nebo snad zvýšení sazeb se negativně podepíše na růstu EMU, a tím pádem i na českých vývozech.

Zvýšení sazeb na 4 procenta ekonomiku utlumí výrazně více než je potřeba. Samozřejmě, že ČNB to udělat může a argumentovat pořád dokola, že inflační cíl a basta. Musí ale být připravena rychle zvýšení vzít zpátky = sazby rychle snižovat na neutrální úroveň, až bude jasné, že bazické efekty budou inflaci snižovat, domácnosti omezí spotřebu a firmy omezují výrobu a své investice. Mimochodem, omezení spotřeby je už vidět: celkové kartové transakce zpomalily: minulý týden +6 % meziročně, v říjnu to bylo ještě 29 %.



„Neexistuje lepší terapie, než poslat do prdele všechno, co nám bere úsměv z tváře.“ Jack Nicholson

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 strategií 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.

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 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 Pícek	+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 Pela	+420/956 765 963	zpela@csas.cz
Akviziční financování	Petr Kalužík	+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