

Výhled české ekonomiky na rok 2023

Příliš drahá recese

Pár slov na úvod

Měl to být klidný rok ve znamení návratu ekonomiky do normálních kolejí po dvou letech, kdy ji vykojila pandemie. Rusko ovšem rozpoutalo válku. Ukrajinu napadlo tanky a raketami, zbytek Evropy nedostatkem zemního plynu, což vedlo k dramatickému růstu cen energií, resp. vysoké inflaci obecně. Vláda musela svádět boj s časem při hledání zdrojů k naplnění zásobníků zemního plynu a nových dodavatelů průběžných dodávek této suroviny, aby vše stačila před začátkem zimy. Podařilo se. Příští zima bude obtížnější. Letos ještě přitékal plyn z Ruska, byť omezeně, příští rok se s ním počítat nedá.

Další důležitý faktor ovlivňujícím vývoj ekonomiky představovaly rozsáhlé problémy v dodavatelských řetězcích. Některé souvisely s problémy v mezinárodní nákladní dopravě způsobenými rozsáhlými uzávěrami čínských měst a přístavů při politice nulové tolerance pandemie. Jiné vyplývaly z technologických příčin. Příkladem je přetrvávající nedostatek polovodičových čipů. Bohužel, česká ekonomika patří mezi země nejvíce náchylné na problémy v dodavatelských řetězcích kvůli své struktuře a umístění v globálních výrobních řetězcích.

Třetím zásadním momentem byla inflace. Ta je velmi spojena s oběma již zmíněnými problémy. Pokud je něčeho nedostatek, jeho cena stoupá. Zejména přidá-li silné oživení poptávky po pandemii. Ještě v polovině roku 2022 byla síla poptávky cítit v řadě segmentů ekonomiky, včetně trhu práce věčně hladovějícího po pracovních silách. Dlouhá léta jsme byli zvyklí na nízkou jednocifernou inflaci, kterou občas rozvlnily změny sazeb daní nebo horší úroda zemědělských plodin. Téměř 20procentní inflace je šok. Výrazný negativní šok. Kvůli němu se reálně průměrná mzda propadla o 10 procent. Tak výrazný propad životní úrovně novodobá historie české ekonomiky nepamatuje.

Souhra uvedených faktorů přivedla českou ekonomiku po krátkém oživení po pandemii zpět do recese. S jejím pokračováním počítáme v našem výhledu i v první polovině roku 2023. Odezdnívání inflačního šoku a opatření přijatá vládou na podporu domácností a firem by měla pomoci oživení ekonomiky v druhé polovině roku.

Pandemie a válka na Ukrajině ovšem zanechají výrazné jizvy. Jednou z nich je velmi špatný stav veřejných financí. Strukturální schodek v současnosti dosahuje asi 220 mld. Kč (3 % HDP). Dluh vládního sektoru nabobtnal na 44 % HDP, zatímco před pandemií dosahoval pouze 30 % HDP. Bez výrazného zásahu zůstanou veřejné finance na neudržitelné dráze. Příklady, jak to končí, už bylo ve světě opravdu dost.

Druhou jizvou jsou pokračující problémy v dodavatelských řetězcích. Snaha o co nejvyšší ekonomickou efektivitu změnila globální ekonomiku, od jednoduchého zahraničního obchodu se přešlo k velmi komplexním dodavatelským řetězcům. Negativní stránkou věci je jejich zranitelnost. Nyní se budou muset oba aspekty, ekonomická efektivita a stabilita, vyvážit. Výkonnost portfolia se také nehodnotí jen podle zhodnocení, nýbrž i podle volatility hodnoty.

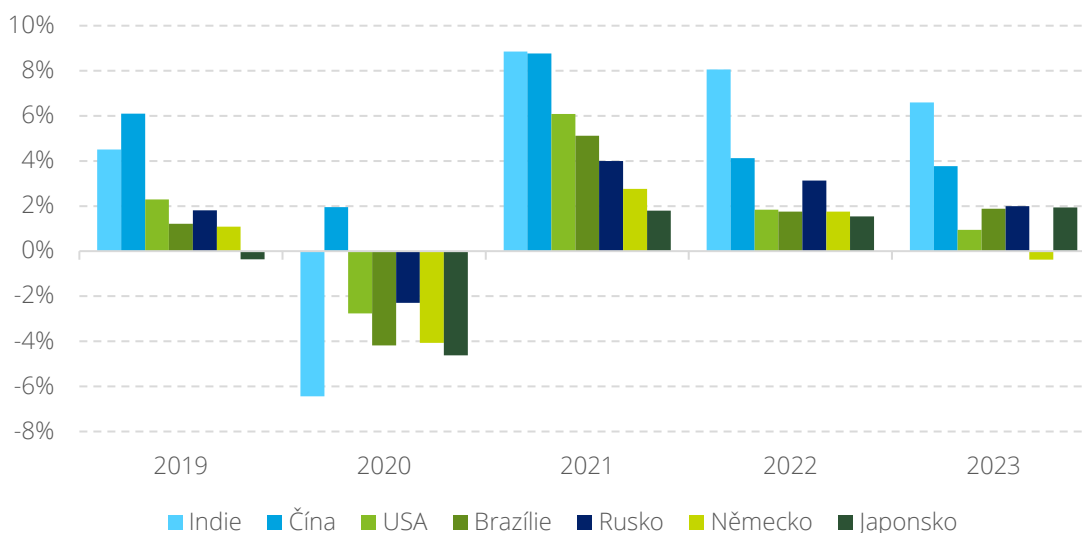
Pandemie a válka na Ukrajině zkrátily náš horizont uvažování a donutily nás řešit akutní problémy. Dlouhodobé problémy ovšem nezmizely. Čekají nás výrazné ekonomické dopady stárnutí populace. Model ekonomiky těžící z levné pracovní síly a levných energií si říká o modernizaci. Své řeknou nové technologie, automatizace, robotizace, digitalizace, elektromobilita. Tou jsou ovšem témata překračující horizont této zprávy.

Následující části zahrnují detailnější analýzu globální ekonomiky, české ekonomiky, zhodnocení současného stavu a stability ekonomiky České republiky a výhled na rok 2023.

Globální ekonomika

V letech 2020 a 2021 byla hlavním ekonomickým tématem pandemie koronaviru a její dopady na ekonomiku. V roce 2022 byla pandemie zastíněna dvěma jinými tématy – válkou mezi Ruskem a Ukrajinou, která začala v únoru invazí Ruska na Ukrajinu, a eskalací energetické krize, která má epicentrum v Evropě. Tyto události spolu souvisí. Hlavní příčinou energetické krize jsou snížené dodávky zemního plynu z Ruska do Evropy. Rusko dodávky plynu snižovalo již před válkou, ale po vypuknutí války je téměř zastavilo. V důsledku toho došlo k prudkému nárůstu cen energií a akceleraci inflace po celém světě. Jedná se o ekonomický šok srovnatelný s první ropnou krizí, kdy státy Perského zálivu vyhlásily embargo na vývoz ropy do zemí, které podporovaly Izrael během Jomkipurské války. Ropný šok vedl na Západě ke stagflaci – souběhu vysoké inflace, pomalého růstu a vysoké nezaměstnanosti. Tento scénář nyní také hrozí. Válka na Ukrajině rovněž způsobila nárůst cen potravin. Ukrajina je významným vývozcem obilovin a dalších zemědělských plodin a kvůli válce byl po několik měsíců blokován vývoz zemědělských komodit přes Černé moře.

Graf 1: Růst HDP: vybrané země (v %)



Zdroj: MMF.

Válka na Ukrajině představuje bezprecedentní bezpečnostní hrozbu. Jedná se o první konflikt vysoké intenzity v Evropě od konce druhé světové války. EU, USA a Velká Británie reagovaly na invazi uvalením bezprecedentních sankcí vůči ruské ekonomice. Ruské centrální bance byly zmrazeny devizové rezervy, ruský finanční systém byl odpojen od mezinárodního finančního systému SWIFT (s výjimkou banky Gazprombank), došlo také k bojkotu ruských fosilních paliv – uhlí a ropy. S výjimkou Severní Korey a Iránu aktuálně není žádná jiná země více ekonomicky izolovaná než Rusko.

Rusko reagovalo drastickým omezením dodávek plynu do Evropy. Tím se ceny plynu v Evropě zvýšily o stovky procent, v obdobné míře se zvýšily i ceny elektřiny. Existuje dokonce riziko, že by plyn v Evropě byl fyzicky nedostupný, byť pro aktuální topnou sezónu je toto riziko nízké. V příští topné sezóně by však podle Mezinárodní energetické agentury mohlo Evropě chybět až 30 mld. m³ plynu, tj. necelých 10 % spotřeby. V reakci na energetickou krizi přijala EU a její členské státy různé formy zastropování cen, které jsou fiskálně velmi nákladné a energetickou krizi spíše zhoršují. Odstrašujícím příkladem je Maďarsko, jež zavedlo strop na ceny pohonných hmot, což vedlo k jejich nedostatku a Maďarsko bylo nakonec nuceno stropy zrušit. Státy EU také uvalily daně na „nadměrné zisky“ energetických firem, aby financovaly zastropování cen. Krátkodobě takovýto krok může pomoci zmírnit fiskální náklady boje proti energetické krizi, zdanění však bude omezovat investice do energetiky a dlouhodobě situaci zhoršovat.

Pandemie koronaviru stále pokračuje, ale téměř ve všech zemích již nepůsobí výrazné ekonomické škody. Jediná velká výjimka je Čína, která až do prosince prosazovala striktní politiku nulového covidu. Tato politika způsobovala přetrvávající problémy v odběratelských řetězcích. Ke konci roku, po velkých protestech, Čína politiku nulového covidu zmírnila, což by mělo přetíženým řetězcům ulevit. Na druhou stranu to zvýší spotřebu energií.

Důsledkem energetické krize byla akcelerující inflace. Centrální banky se snažily s inflací bojovat, ale vesměs dosti liknavě. Fed začal cyklus zvyšování sazeb v březnu. Nejprve zvolna, ale poté zrychlil tempo na 75 bazických bodů na každém zasedání. Ke konci roku zpomalil na 50 bazických bodů za zasedání. Aktuálně se hlavní sazba Fedu nachází v rozmezí 4,25 % a 4,50 %. Fed je již blízko konci cyklu zvyšování sazeb. V tomto roce by ještě mělo dojít k zvýšení hlavní sazby nad 5,0 %, kde by měla sazba po nějaký čas zůstat. První snížení je možné očekávat ke konci roku, spíše však až v příštím roce. V průměru by tento rok měla sazba činit 5,10 %.

Reakce ECB byla o poznání vlažnější. První zvýšení sazeb přišlo až v červenci, konkrétně o 50 bazických bodů. Následovaly dvě zvýšení o 75 bazických bodů a ke konci roku ECB zpomalila tempo zvýšením o 50 bazických bodů. Hlavní refinanční sazba aktuálně činí 2,50 %. ECB bude v utahování měnové politiky pokračovat i v tomto roce, pravděpodobně tempem 50 bazických bodů na zasedání. I tak se ale jeví úsilí ECB jako nedostatečné, vzhledem k tomu, že inflace v eurozóně dosahuje 10 % a je vyšší než v USA. Podle poslední predikce se ECB povede snížit inflaci k inflačnímu cíli až v roce 2025. Ještě v příštím roce by inflace měla činit 3,4 %. ECB se stále nevzdala kvantitativního uvolňování, když nakupuje dluhopisy zejména vysoce zadlužených zemí eurozóny, aby zabránila nárůstu nákladů na financování vládního dluhu.

Poslední rok byly finanční trhy poměrně nervózní. Na dluhopisových trzích chybí centrální banky jakožto významní kupci vládních dluhopisů a chyby ve fiskálních politikách se projevují prudkým nárůstem dluhopisových výnosů. Takto finanční trhy ztratily trpělivost s Velkou Británií, když nová premiérka Liz Trussová prosadila drastické snížení daní. Následný výprodej dluhopisů málem položil britské penzijní fondy a také položil její vládu. Premiérem se stal Rishi Sunak a Velká Británie musela daně opětovně zvýšit.

Administrativa prezidenta Joea Bidena prosadila v Kongresu další fiskální balíček, který tentokrát ale nenavýšuje deficit, nýbrž je snižuje. Balíček má objem 738 mld. USD a investuje 391 mld. USD do energetiky a opatřeními proti změnám klimatu. Jelikož je balíček financován omezením daňových úniků velkých korporací, tak snižuje deficit o 238 mld. USD. Tento fiskální balíček by mohl vyvolat obchodní konflikt mezi EU a USA, jelikož obsahuje podporu pro výrobce elektromobilů, ale jen pro firmy vyrábějící v USA. Kanada a Mexiko si již vyjednaly výjimku a na dobré cestě je i výjimka pro EU.

Globální ekonomika v roce 2022 podle odhadu Mezinárodního měnového fondu vzrostla o 3,2 % a zpomalila svůj růst z 6,0 % v roce 2021. V roce 2023 by měla růst o 2,7 %. Hlavní brzdou růstu je pochopitelně energetická krize, která nejvíce dopadá na Evropu. Z velkých ekonomik by nejrychleji měla růst Indie (6,1 %), následovaná Čínou (4,4 %). Růst by měla i ekonomika USA (1,0 %). Evropa je aktuálně v recesi a měla by v ní být i v první polovině tohoto roku. Například německá ekonomika by měla letos poklesnout o 0,3 %.

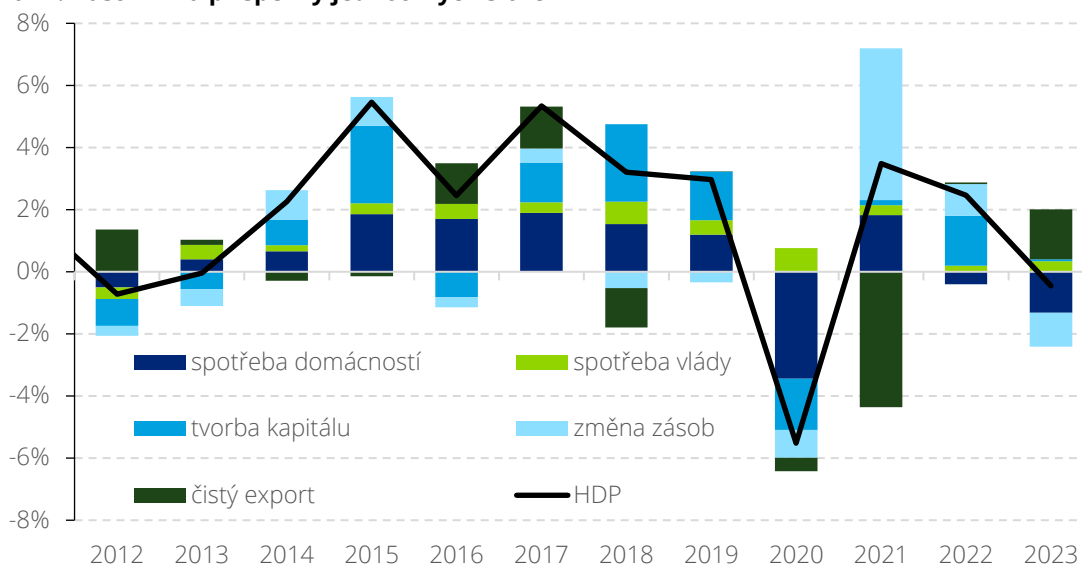
Česko

HDP

Loňský rok měl být pokračováním obnovy po dvou letech negativních ekonomických dopadů pandemie. Dnes již víme, že se pandemie dostala mimo hlavní pozornost společnosti a světem hýbe energetická krize, která se také výrazně projevuje v makroekonomických datech. Pokud k tomu přičteme problémy v dodavatelských řetězcích, se kterými se firmy potýkají již druhým rokem, či probíhající válku na Ukrajině se všemi ekonomickými i geopolitickými konsekvencemi, dostáváme se do situace, kterou tato země nepamatuje. Při zkoumání HDP je třeba rok rozdělit na dvě poloviny. V první byla ekonomika podporována postpandemickou obnovou. V druhé se již výrazně projevuje vliv vysoké inflace na reálnou hodnotu příjmů a úspor domácností a následně i jejich spotřebu, resp. celý hrubý domácí produkt

V 1. čtvrtletí rostl HDP mezičtvrtletně o 0,6 %, meziročně potom o 4,6 %. Meziroční srovnání bylo ovlivněno nízkou srovnávací základnou z minulého roku, která byla způsobena častým omezením chodu ekonomiky vlivem pandemie. V mezičtvrtletním srovnání byl zaznamenán pokles spotřeby domácností o 0,3 % a spotřeby vlády o 0,9 %. Výrazněji rostla tvorba hrubého kapitálu o 2,7 % a dopad zahraničního obchodu byl prakticky nulový. Ve 2. čtvrtletí rostl HDP mezičtvrtletně o 0,4 %, meziročně rostl o 3,6 %. Opět došlo v mezičtvrtletním srovnání k propadu spotřeby domácností a vlády o 0,1 %, resp. o 0,4 %, tvorba hrubého kapitálu rostla o 1,1 % a vliv zahraničního obchodu byl téměř nulový. Ve 3. čtvrtletí se již ekonomika dostává plynule do recese, neboť mezičtvrtletně klesl HDP o 0,2 %, v meziročním srovnání vykázal růst o 1,7 %. Nedá se očekávat, že by ve 4. čtvrtletí došlo ke zlepšení, naopak očekáváme mezičtvrtletní pokles o 0,8 % (meziroční stagnace). Pokles bude způsoben zejména pokračujícím poklesem spotřeby domácností, na které stále více dopadá energetická krize, a proto omezují výdaje za zbytečné zboží. Celkově za rok 2022 očekáváme meziroční růst HDP o 2,5 %, čímž by došlo k překonání předpandemického roku 2019.

Graf 2: Růst HDP a příspěvky jednotlivých složek



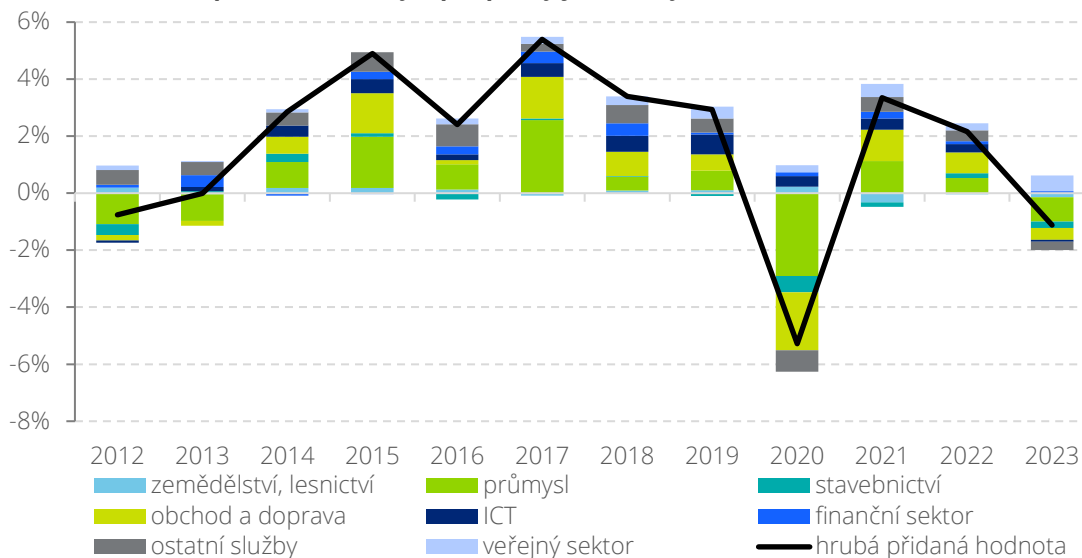
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

Z hlediska příspěvků k celkovému HDP očekáváme pro rok 2022 největší příspěvek od hrubé tvorby fixního kapitálu (1,6 procentního bodu) a tvorby zásob (1 procentního bodu). Výdaje na spotřebu domácností podle předpovědi přispějí jako jediné negativně o 0,4 procentního bodu. Vláda přispěje svými výdaji ve výši 0,2 procentního bodu. Saldo zahraničního obchodu přispěje nulově. Příspěvek vývozu vlivem obnovy zahraniční poptávky bude ve výši 4,3 procentního bodu, avšak stejně vysoký bude negativní příspěvek dovozu.

Z pohledu tvorby HDP bude v roce 2022 k hrubé přidané hodnotě nejvíce přispívat obchod, doprava, ubytování a pohostinství (0,7 procentního bodu). Toto odvětví bylo nejvíce zasaženo v době pandemie a vlivem zrušení překážek v letecké i pozemní dopravě a obnově turistického ruchu dochází k pozvolné obnově. Navíc poprvé za dobu pandemie nebyly nikterak zasaženy tradičně silné předvánoční prodeje na trzích a stáncích. Průmyslová výroba by měla přispět 0,5 procentního bodu. I přes všechny problémy zmíněné výše se firmy dokáží přizpůsobovat současným podmínkám. Veliký otazník ovšem visí nad energeticky náročnými odvětvími (např. výroba kovů, skla, keramiky, stavebních hmot či chemických látek), které vlivem vysokých cen elektřiny a zemního plynu mohou přestat být rentabilní a zvažovat ukončení výroby. Mezi další odvětví s pozitivními příspěvky je možné zařadit informačních a komunikačních činnosti (0,3 procentního bodu), stavebnictví (0,2 procentního bodu), finanční sektor (0,1 procentního bodu), veřejnou správu, obranu, vzdělávání a zdravotní a sociální péči (0,2 procentního bodu). Žádné z odvětví nepřispělo v roce 2022 k hrubé přidané hodnotě negativně.

Naše prognóza předpokládá pokles HDP v roce 2023 o 1,1 %. Jednalo by se o další pokles od začátku pandemie v roce 2020, kdy se HDP snížil o 5,5 %. Hlavní příčinou poklesu bude pokračující snižování spotřeby domácností (-3,0 %) zejména vlivem vysoké inflace snižující reálné příjmy domácností. Klesnout má také hrubá tvorba kapitálu o 3,1 %. Firmy vlivem růstu nákladů a snižování ziskovosti musí snižovat investice a rozpracované projekty odkládají do budoucna. Spotřeba vlády má růst o 1,8 %, výdaje budou růst zejména pro zmírnění tlaku vysokých cen energií pro domácnosti i firmy, avšak pod tlakem začátku konsolidace veřejných financí se může tato pomoc začít omezovat. Zahraniční obchod má vykázat pozitivní příspěvek, zejména kvůli obnově zahraniční poptávky a zlepšení průchodnosti dodavatelských řetězců. Ovšem nejistota ohledně dalšího vývoje restrikcí proti pandemii v Číně a dopadu reflexí cen energií na začátku roku je značná.

Graf 3: Růst hrubé přidané hodnoty a příspěvky jednotlivých odvětví



Zdroj: ČSÚ, Deloitte

Na konci roku 2022 se česká ekonomika nacházela pod svým potenciálem s mezerou výstupu 3,5 % (podle produkční funkce), to znamená, že využití výrobních kapacit je nižší, než obvykle bývá. I přes očekávaný pokles HDP v příštím roce by se měla mezera výstupu postupně snižovat (kvůli poklesu potenciálního výstupu). Nad potenciál by se ekonomika měla dostat nejdříve v roce 2024.

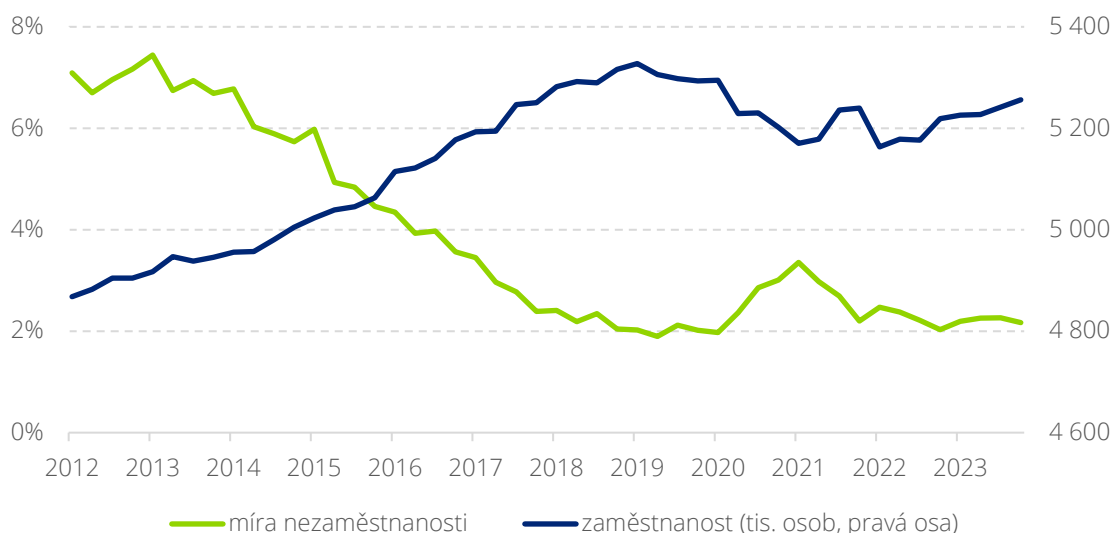
Česká ekonomika si mírně pohoršila v reálné ekonomické konvergenci k vyspělejším zemím. V roce 2022 se HDP na obyvatele po přepočtu podle parity kupní síly snížil z 93 % na 91 % průměru EU, což je ovšem stále vyšší hodnota než například v případě Španělska (86 %). Pokud nedojde v následujících letech v postupném přechodu na ekonomiku s vyšší přidanou hodnotou a zrychlení růstu HDP, může divergence od průměru EU pokračovat i v následujících letech.

Trh práce

Trendem minulých deseti let byla stále se zvyšující zaměstnanost a klesající míra nezaměstnanosti, která se v roce 2019 nacházela na dvouprocentní úrovni. Tuto úroveň bylo možné označit za příliš nízkou, neboť se trh práce začal přehřívat. Nedostatek pracovní síly způsoboval výrazný růst nominálních mezd, který překonával produktivitu práce. Dopad pandemie na trh práce byl očekáván výrazný, při pohledu do zpětného zrcátka toto ovšem potvrdit nemůžeme. Míra nezaměstnanosti činila v roce 2020 2,6 %, v roce 2021 2,9 %. To byly stále nejnižší hodnoty z celé EU. Nárůst nezaměstnanosti by byl mnohem vyšší, nebýt vládního programu dotací na udržení pracovních míst.

V roce 2022 pokračoval trend snižování míry nezaměstnanosti v souvislosti s obnovou ekonomiky. Poslední naměřená hodnota z října činí 2,3 %. Za celý rok 2022 očekáváme míru nezaměstnanosti ve výši 2,4 %. Je patrné, že se trh práce vrátil téměř na předpandemické hodnoty. Potenciální problém nastává v podhoubí, tzn. počet volných pracovních míst evidovaných na úřadech práce se za poslední rok snížil přibližně o 60 tis. na 290 tis. míst. Na druhé straně počet evidovaných uchazečů o zaměstnání zůstává stále okolo 250 tis. osob. Pokud by tento trend pokračoval i nadále, mohl by se postupně dostat trh práce z přebytku pracovních míst na nedostatek, což by implikovalo také růst nezaměstnanosti. V tuto chvíli ovšem stále platí, že je na trhu práce přebytek volných míst (větší poptávka než nabídka). Podle regionálních statistik byla ve 2. čtvrtletí 2022 míra nezaměstnanosti nejnižší ve Středočeském kraji (1,1 %), naopak nejhůře na tom byl Moravskoslezský kraj (4,3 %), resp. Karlovarský (4,2 %).

Graf 4: Zaměstnanost a míra nezaměstnanosti



Zdroj: ČSÚ, Deloitte

Dlouhodobý nedostatek pracovních sil přispívá k tlaku na růst mezd. Průměrná mzda by se měla v letošním roce zvýšit asi o 5,7 %, ovšem ani tento růst nedokáže kompenzovat vysokou inflaci. I proto dojde k propadu reálných mezd o 8,2 %. Jedná se o největší propad životní úrovně od transformace ekonomiky na začátku 90. let minulého století. Nejvýrazněji se průměrná mzda zvýšila v administrativních a podpůrných činnostech (10,6 %), ubytování, stravování a pohostinství (10,0 %) a ostatních činnostech (8,5 %). Pouze zdravotnictví a sociální péče vykazuje pokles o 5,8 %, zde ovšem hraje roli vysoká srovnávací základna z minulého roku, kdy lékaři a zdravotní sestry dostávali bonusy za zvládnutí pandemie. Z regionálního pohledu rostly mzdy nejrychleji v Moravskoslezském kraji (7,1 %), naopak nejméně rostly v kraji Vysočina (5,2 %).

Stejně jako v roce 2021, i v roce 2022 přestal růst mezd předstihovat vývoj produktivity práce. Jednotkové mzdové náklady (zahrnující růst mezd, zaměstnanost a produktivitu) klesly o 3,3 %.

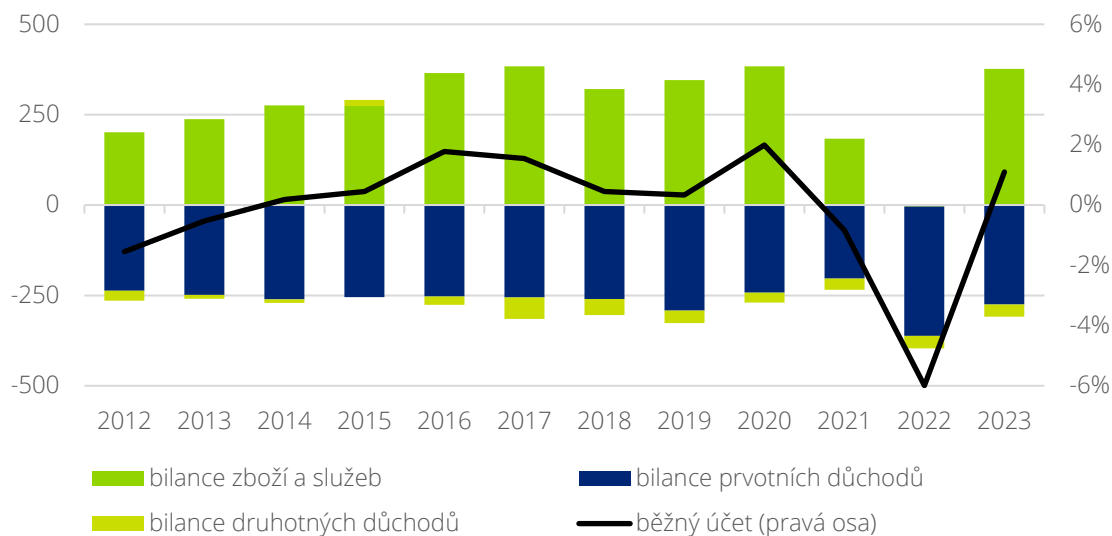
Pro rok 2023 naše prognóza počítá se stagnací, tzn. míra nezaměstnanosti by měla oscilovat okolo 2,3 %, zaměstnanost by měla mírně růst. Výrazným rizikem zůstává vývoj firem v souvislosti s vysokými cenami energií. Pokud by začalo mnoho firem ukončovat svou činnost, nezaměstnanost by mohla začít stoupat.

Naopak v delším horizontu budou silné ročníky odcházet z trhu práce do důchodu a nové pracovní síly je nejspíše nedokážou nahradit. Dá se očekávat, že stále více firem bude spoléhat na robotizaci a automatizaci, aby tento nedostatek dokázaly nahradit. Pro rok 2023 počítáme s růstem průměrné mzdy o 4,6 %, avšak z důvodu vyšší inflace, která bude stále vysoko nad inflačním cílem centrální banky, by reálná mzda měla klesat o 3,7 %.

Vnější relace

V roce 2020 dosáhl běžný účet platební bilance nejvyššího přebytku v historii (2,0 % HDP). Ten byl způsoben zejména výrazným snížením odlivu dividend v kombinaci se snižováním HDP jako srovnávací základny. V roce 2021 došlo k opačné situaci. Odliv dividend do zahraničí se obnovil, čímž se dostala bilance prvotních důchodů (mzdy, zisky, dividendy a úroky) do vyššího deficitu, a zároveň se začal snižovat přebytek v obchodu se zbožím a službami. Pro rok 2022 očekáváme nevídanou situaci pro malou otevřenou ekonomiku, a to sice schodek bilance zboží a služeb, který naposledy česká ekonomika zažila před vstupem do EU v roce 2003. Důvodem jsou vysoké ceny energií a dalších komodit, které musí Česko přebírat z globálního trhu a které výrazně navyšují dovozní ceny a tím i hodnotu dovozu zboží a služeb v absolutních jednotkách. Konkrétně za rok 2022 by měl vývoz zboží a služeb meziročně vzrůst o 447 mld. Kč na 5 077 mld. Kč a dovoz zboží a služeb o 647 mld. Kč na 5 082 mld. Kč. Celková bilance obchodu se zbožím a službami by tedy skončila se schodkem 5 mld. Kč. Schodek bilance prvotních důchodů by měl oproti roku 2021 stoupnout přibližně o 154 mld. Kč na 357 mld. Kč a schodek bilance druhotných důchodů (daně, sociální dávky, převody mezi domácnostmi) klesne o 4 mld. Kč na 34 mld. Kč. Běžný účet platební bilance by měl vykazovat schodek přibližně 6,0 % HDP, což je největší deficit od roku 1996. V roce 2022 byla česká ekonomika ve výrazné vnitřní i vnější nerovnováze. V podobné situaci byla v roce 1997 před měnovou krizí. Kromě těchto podobností je zde i řada rozdílů, zejména příčiny vnější nerovnováhy a pozice centrální banky. Nicméně současné problémy české ekonomiky nelze bez komentáře přehlížet.

Graf 5: Běžný účet platební bilance (v % HDP) a jeho složky (v mld. Kč)



Zdroj: ČSÚ, ČNB, Deloitte

Zahraniční dluh Česka se ve 3. čtvrtletí roku 2022 meziročně snížil o 6,8 procentního bodu na 65,7 % HDP. Při detailnějším rozboru struktury dluhu se snižovalo převážně dlouhodobé zadlužení. Dluh vládního sektoru se z důvodu snížení objemu dluhopisů v držbě nerezidentů a bankovního sektoru (včetně závazků ČNB) snížil přibližně o 110 mld. Kč. Výrazně vzrostla zahraniční zadluženost centrální banky o 315 mld. Kč z důvodu růstu krátkodobých úrokových sazeb ČNB nad úroveň eurozóny a přilákání zahraničního kapitálu. V příštích letech se předpokládá pokračující sestupná trajektorie vývoje zahraničního dluhu.

Čistá investiční pozice Česka přerušila trend postupného zlepšování, které trvalo od roku 2010. Zatímco na začátku roku 2021 činilo negativní saldo investiční pozice 14,6 % HDP (733 mld. Kč), ve 3. čtvrtletí roku 2022 vzrostlo na 26,2 % HDP (1 442 mld. Kč).

V rok 2023 bude pro vývoj vnějších ekonomických relací Česka určující vývoj cen energií a zprůchodnění dodavatelských řetězců. Pokud se situace na energetickém trhu ustálí a dojde ke zlepšení v dodavatelských řetězcích (zde bude klíčový vývoj v Číně), mělo by dojít k návratu k přebytku v obchodu se zbožím a službami na předpandemické hodnoty. V našem modelu očekáváme přebytek obchodní bilance ve výši 377 mld. Kč. Schodek bilance prvotních důchodů by se měl snížit na 274 mld. Kč. Celkově by se vrátil běžný účet do mírného přebytku ve výši 68 mld. Kč (1,1 % HDP).

Inflace

Velmi rychlý růst cen, který jsme mohli sledovat v roce 2022, nemá v historii Česka obdoby. Za vysokou inflací stojí souhra řady faktorů. K silné postpandemické obnově ekonomiky v roce 2021 se přidaly další problémy v dodavatelských řetězcích zvyšující ceny dopravy, materiálů a komodit.

Na jaře 2022 začala válka na Ukrajině a Rusko postupně omezilo dodávky zemního plynu do Evropy na minimum, což vedlo k růstu ceny této komodity, ale také vyhnalo navázanou cenu elektřiny do nebývalých výšin. Pro připomenutí, cena kontraktu na další čtvrtletí ve virtuálním uzlu TTF se řadu let obchodovala okolo 15 EUR/MWh. V září 2022 cena kontraktu překonala 300 EUR/MWh, což je 20násobné zvýšení. Navíc se cena elektřiny vypočítává ze závěrné elektrárny, kterou je třeba zapnout k uspokojení poptávky a tou byla právě ta plynová. Postupně se tento nákladový šok prolнул do maloobchodních cen energií pro koncové zákazníky a začal tvrdě dopadat na domácnosti a firmy.

Graf 6: Inflace



Zdroj: ČSÚ, ČNB, Deloitte

Na rozdíl od řady jiných zemí se do české inflace začaly propisovat také poptávkové tlaky z přehřátého trhu práce. Ten byl napjatý již před pandemií a nedostatek pracovních sil zvyšuje tlak na růst mezd. Poslední faktor, který může způsobit déle trvající inflaci, jsou rostoucí inflační očekávání. Ta mohou mít známky sebenaplnujícího se proroctví. Firmám rostou náklady, které se snaží přesunout do koncových cen svých výrobků a služeb. Zaměstnanci chtějí zachovat růst nominálních mezd o výši inflaci, což zvyšuje firmám náklady. Tento proces může vyvolat mzdově-inflační spirálu, která končí inflací v řádu desítek procent. Jako aktuální příklad je možné uvést Turecko s inflací přesahující 80 %.

Index spotřebitelských cen vzrostl v lednu 2022 meziročně o 9,9 %. Od té doby inflace nabývala dvojciferných hodnot. V září dosáhla nejvyšších hodnot, když stoupla na 18,0 %. Růst byl tažen zejména cenami energií, dopravy a potravin. Podle posledních dat z listopadu inflace mírně zpomalila na 16,2 %. Zde je ovšem zahrnut efekt úsporného tarifu připraveného vládou a také odpuštění poplatku za obnovitelné zdroje energií. Bez této změny by inflace dále zrychlila na 19,8 %. Za celý rok 2022 očekáváme průměrnou inflaci 15,1 %, což je nejvyšší hodnota od roku 1993.

Ostatní cenové indexy zaznamenávají obdobný bezprecedentní růst. Index cen průmyslových výrobců, ve kterém se naplno projevují uvedené nabídkové faktory, má v roce 2022 růst meziročně o 24,3 %. Index cen zemědělských výrobců má meziročně růst dokonce o 32,1 %. Světové ceny potravin rostou nejvíce od roku 2008. Důležitou roli hraje válka na Ukrajině, protože právě Ukrajina je klíčový vývozcem potravinářských komodit do světa. Inlace v cenách stavebních prací akceleruje v tomto roce na 12,2 %. Ceny nových i starých bytů rostly v polovině roku 2022 meziročně o bezmála 25 %. Domácnosti se snažily žádat o hypotéky, dokud nebyly vlivem zvyšování úrokových sazeb ČNB sazby příliš vysoko. Útlum v objemu nových hypoték je patrný až na konci roku 2022.

Pro rok 2023 je očekáván pozvolný pokles inflace k nižším hodnotám, nicméně nelze počítat s poklesem až k inflačnímu cíli. Inlace klesne do pásma okolo 2 % nejdříve v roce 2024. Na začátku roku dojde k další vlně refixací cen energií u domácností i firem, růst ceníků u dodavatelů ovšem nebude vyšší, než je aktuální cenový strop schválený vládou. Dále bude probíhat sezónní změna cen potravin, popř. změna regulovaných cen. V průběhu roku budou pravděpodobně klesat ceny dopravy díky poklesu ceny ropy na světových trzích. Největším rizikem zůstávají zvýšená inflační očekávání, která mohou dále tlačit vzhůru ceny určitých kategorií ve spotřebním koši, například ceny v oblasti rekreace a kultury, ceny potravin či ceny stravování a ubytování. Na tuto situaci by následně musela reagovat ČNB přísnější měnovou politikou. V našem modelu očekáváme průměrnou inflaci za rok 2023 ve výši 8,5 %. Rizikem prognózy zůstává vývoj války na Ukrajině a pokračující energetická krize.

Měnová politika

Pro měnovou politiku byl minulý rok velmi turbulentní, došlo totiž k výrazné obměně bankovní rady. S účinností od 1. července byl novým guvernérem jmenován Aleš Michl, dosavadní člen bankovní rady, Eva Zamrazilová získala viceguvernéřský post a novými členy bankovní rady se stali Karina Kubelková a Jan Frait, který se v únoru 2023 stane viceguvernérem. Tito noví členové nahradili guvernéra Jiřího Rusnoka, viceguvernéra Tomáše Niedeckého a člena bankovní rady Vojtěcha Bendu. Navíc, na konci roku 2022 byli s účinností od února tohoto roku jmenováni novými členy bankovní rady Jan Procházka a Jan Kubiček, kteří nahradí viceguvernéra Marka Moru a člena bankovní rady Oldřicha Dědka. Z původní bankovní rady tak zůstal pouze Tomáš Holub. Noví členové bankovní rady mají výrazně odlišný názor na směřování měnové politiky než původní bankovní rada, což se také projevilo na jejím rozhodování.

V 1. polovině roku zvyšovala ČNB agresivně úrokové sazby, aby ztlumila akcelerující inflaci. Hlavní repo sazba v lednu činila 3,75 %. Ve čtyřech krocích ji ČNB zvýšila až na 7,00 %, což je nejvyšší úroveň od roku 1999. Kdyby nedošlo k personálním změnám, ČNB by ve zvyšování sazeb nejspíše pokračovala, pravděpodobně až na dvojciferné hodnoty. Nová bankovní rada má však odlišný, nekonvenční názor na měnovou politiku. Rychlému snížení inflace nepřikládá takovou důležitost. Proto prodloužila horizont měnové politiky, který standardně činí 4–6 čtvrtletí, na 6–8 čtvrtletí. S takto upraveným horizontem vycházela podle interního modelu banky jako vhodná reakce ponechání hlavní sazby na 7,00 %.

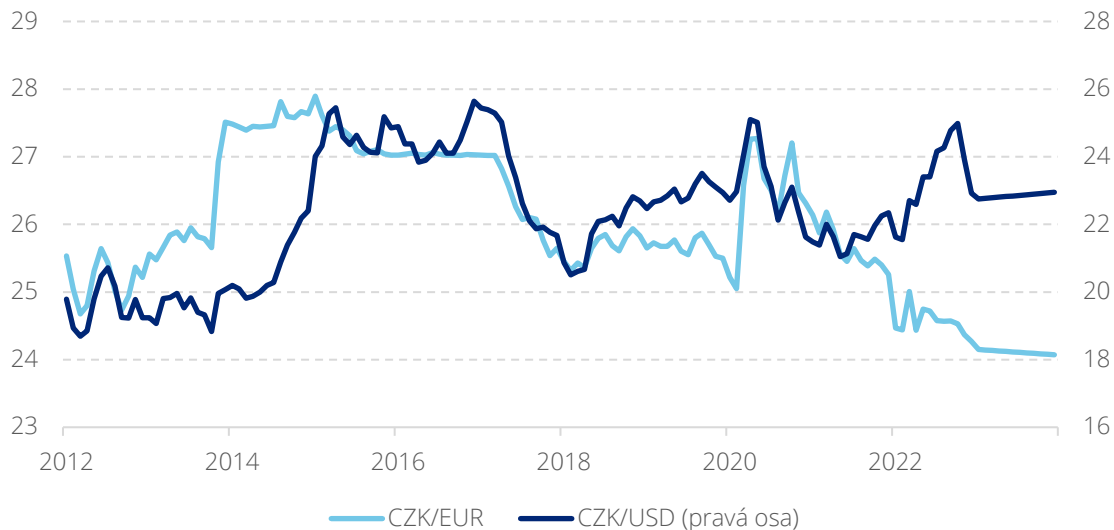
Změna kurzu měnové politiky vedla k tlaku na oslabování kurzu koruny, protože ČNB od června sazby nezvyšuje, zatímco ostatní centrální banky (ECB, Fed) pokračují ve zpřísnění své politiky. Tím dochází k poklesu úrokového diferenciálu, odlivu spekulativního kapitálu a tlaku na oslabení kurzu koruny. ČNB se rozhodla bránit oslabování devizovými intervencemi, ostatně devizových rezerv má dost ještě z let 2013–2017, kdy intervenovala na oslabení koruny. ČNB tak de facto přešla na režim fixního směnného kurzu. Nicméně i v režimu fixního směnného kurzu je vhodné zvyšovat sazby, aby se nesnižoval úrokový diferenciál vůči měně, ke které kurz fixujete.

Úrokové sazby nejspíše zůstanou na současné úrovni až do poloviny tohoto roku. Ve 2. polovině roku by ČNB mohla začít sazby postupně snižovat, pokud to inflační výhled umožní. V tomto roce by ČNB mohla snížit sazby celkem o 100 bazických bodů a na konci tohoto roku by tak základní sazba měla činit 6,00 %.

Loňský rok byl pro korunu jízda na horské dráze. Na začátku března, po vypuknutí války na Ukrajině, koruna oslabila až na 25,70 CZK/EUR z úrovně okolo 24,50 CZK/EUR před invazí. Nicméně zasáhla ČNB a devizovými intervencemi vrátila kurz na úroveň před začátkem války.

Další zlom nastal po jmenování nového guvernéra, což znamenalo konec cyklu zvyšování sazeb. Kurz koruny v reakci oslabil na 25,40 CZK/EUR. Nicméně ČNB se ještě pod vedením původní bankovní rady rozhodla opět intervenovat na posílení kurzu. ČNB je od té doby velmi často aktivní na devizovém trhu. Tlaky na oslabování koruny byly v některých měsících značné a ČNB vzhledem k neochotě zvyšovat sazby musela vynaložit značné úsilí na obranu měny. Na konci roku ale tlaky na oslabování poněkud polevily a česká koruna zakončila rok 2022 okolo hladiny 24,20 CZK/EUR.

Graf 7: Devizové kurzy



Zdroj: ČNB, Deloitte

Od února se snížil objem devizových rezerv ČNB ze 157 mld. EUR na 130 mld. EUR, v poměru k HDP z 63 % na 47 %. Poměr devizových rezerv a importu na konci loňského roku činil 8, což je stále dostačující hodnota, ale ještě na začátku roku tento poměr činil přes 10.

Loni se dostalo české koruně jednoho nelichotivého hodnocení. Česko se spolu s Maďarskem a Rumunskem dostalo na seznam zemí, kterým podle japonské investiční banky Nomura hrozí měnová krize. Varování se zakládá na analýze osmi indikátorů, včetně poměru devizových rezerv k dovozu, krátkodobých úrokových sazeb a rozpočtových a obchodních ukazatelů. Měnová krize nejspíše akutně nehrozí. Česká ekonomika ale vykazuje rizikové symptomy, které zvyšují pravděpodobnost podobných negativních analytických zpráv o Česku, pokud se nebudou řešit. Zmíněnými rizikovými symptomy jsou schodky veřejných financí a běžného účtu platební bilance spolu s prakticky fixním směnným kurzem české koruny a neochotou ČNB zvedat úrokové sazby.

Před měnovou krizí v roce 1997 česká ekonomika vykazovala podobné symptomy jako dnes. I tehdy byla česká koruna na seznamu rizikových měn. Aby se historie neopakovala, bylo by vhodné s pomocí adekvátní fiskální a měnové politiky ekonomiku makroekonomicky stabilizovat, tj. snížit rozpočtový schodek, omezit schodek běžného účtu platební bilance a vrátit na nízkou a stabilní úroveň inflaci. Ideálně co nejdříve.

Za předpokladu, že se situace na finančních trzích bude dále uklidňovat a ČNB bude odhodlána pokračovat v devizových intervencích, očekáváme, že by kurz koruny k euru mohl být v letošním roce stabilní.

Fiskální politika

Na konci roku 2021 byla jmenována nová vláda v čele s premiérem Petrem Fialou, která uvedla rozpočtovou zodpovědnost jako svou prioritu. Na stavu českých veřejných financí se toho ovšem k lepšímu mnoho nezměnilo. Nová vláda, ačkoliv byla jmenována až v prosinci, se rozhodla přepracovat rozpočet na rok 2022, přestože již by v legislativním procesu. Do roku 2022 tak Česko vstupovalo v rozpočtovém provizoriu. Rozpočet byl přepracován a schválen s plánovaným schodkem 280 mld. Kč.

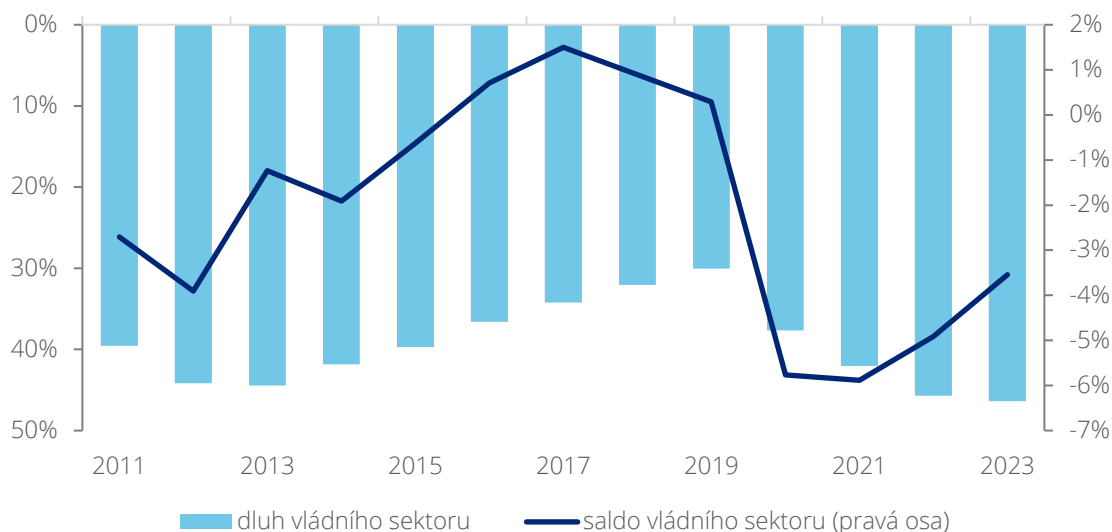
Nicméně válka na Ukrajině plány změnila. Došlo k růstu cen energií, což znamenalo náklady navíc (viz níže). Další náklady si vyžádala uprchlické krize. Rozpočet na rok 2022 se tak musel dvakrát novelizovat. Poprvé se zvýšil plánovaný schodek na 330 mld. Kč, podruhé na 375 mld. Kč. Nakonec rozpočet skončil se schodkem 360 mld. Kč. Na letošní rok je schválen rozpočet s plánovaným schodkem 295 mld. Kč.

Energetickou krizi se vláda nejprve rozhodla řešit tzv. úsporným tarifem (tj. dotacemi), posléze přišla se stropy na ceny plynu a elektřiny. Přičemž stropy budou platit jak pro spotřebitele, tak pro malé i velké firmy. Rozdíl cen mezi tržní cenou a stanoveným stropem doplatí prodejci energií vláda. Zdrojem příjmů pro tento mechanismus jsou mimořádné daně z „nadměrných zisků“, které budou uvalené na banky, energetické firmy a rafinerie. Nicméně je zde riziko, že výběr z těchto daní bude nižší, než vláda očekává, a tedy výsledný schodek může být vyšší než plánovaných 295 mld. Kč. Otázkou je také soulad daně na energetické firmy s legislativou EU.

Vláda dále zhoršuje situaci veřejných financí opatřeními, které snižují daňový výběr, např. zrušením EET nebo navýšením limitu pro neplátce DPH na 2 mil. Kč a rozšířením uplatnění paušální daně pro OSVČ. Nepomáhá ani systém valorizace důchodů, kdy při poklesu reálných mezd se důchody valorizují o celou inflaci bez ohledu na vývoj mezd, což při současné míře inflace znamená dvouciferný růst důchodů a nárůst poměru průměrného důchodu vůči průměrné mzdě na 45 %. Na této úrovni byl tento poměr v roce 2001.

Ještě větší otázník se vznáší nad středně a dlouhodobou konsolidací veřejných financí, které se nacházejí jednoznačně na dlouhodobě neudržitelné trajektorii. Vláda plánuje snižovat strukturální schodek tempem 70 mld. Kč (cca 1 % HDP) ročně. V roce 2022 podle našeho odhadu činilo cyklicky očištěné primární saldo 280 mld. Kč (tj. 4,2 % HDP). Nicméně není jasné, jak tohoto cíle vláda dosáhne. Kromě mimořádných daní na specifická odvětví není vůle zvyšovat daně a zkonsolidovat veřejné finance pouze snižováním výdajů je velmi obtížné.

Graf 8: Saldo a dluh vládního sektoru (v % HDP)



Zdroj: ČSÚ, Deloitte

Dluh vládního sektoru by se měl v roce 2022 zvýšit na 3,1 bil. Kč, tj. 46,7 % HDP. Pro srovnání, před pandemií na konci roku 2019 dosahovalo vládní zadlužení 1,7 bil. Kč, tj. 30,0 % HDP. Nepříjemně rostou náklady na obsluhu státního dluhu, a to jednak kvůli rostoucímu objemu dluhu, a také kvůli růstu výnosů vládních dluhopisů. V roce 2021 činily náklady na obsluhu státního dluhu 42 mld. Kč. V roce 2022 již dosáhly 50 mld. Kč a v budoucnu budou dále rychle stoupat. Navíc, jak už bylo napsáno v kapitole Globální ekonomika, dluhopisové trhy jsou aktuálně nervózní a není dobré jim dávat záminku chybami ve fiskální politice.

Daňové zatížení se v roce 2022 mírně zvýšilo. Složená daňová kvóta vzrostla z 34,9 % HDP v roce 2021 na 35,4 % HDP v polovině roku 2022. Sazby daní zůstaly v roce 2022 víceméně stabilní. Ke zvýšení složené daňové kvóty nejspíše přispěla vysoká inflace.

Pokud má zůstat dluh na dlouhodobě udržitelné trajektorii, bude muset vláda začít hledat úspory na výdajové straně a je možné, že se nevyhne ani zvýšení některých daní. V loňském roce se rating Česka nezměnil a zůstává i nadále na velmi dobrých hodnotách. Ratingová agentura Standard & Poor's drží rating Česka (dlouhodobý rating v cizí měně) na stupni AA- se stabilním výhledem, což je shodná hodnota se zeměmi jako Irsko, Slovinsko či Estonsko. Na druhou stranu agentura Moody's snížila výhled ratingu na negativní, stejně jako agentura Fitch Ratings, a jako důvody uvedla vysokou závislost na ruském plynu a vysokou inflaci.

Shrnutí

Globální ekonomika v roce 2022 podle odhadu Mezinárodního měnového fondu vzrostla o 3,2 % a zpomalila svůj růst z 6,0 % v roce 2021. V roce 2023 by měla růst o 2,7 %. Hlavní brzdou růstu je pochopitelně energetická krize, která nejvíce dopadá na Evropu.

Mezi nejzranitelnější ekonomiky patří Česko. Právě kvůli vysokým cenám energií a inflaci očekáváme v roce 2023 pokles HDP o 1,1 %. Jednalo by se o další pokles od začátku pandemie v roce 2020, kdy se HDP snížil o 5,5 %. Hlavní zdroj poklesu bude pokračující snižování spotřeby domácností zejména vlivem vysoké inflace snižující reálné příjmy domácností. Klesnout má také hrubá tvorba kapitálu.

Trh práce by ovšem toto zakolísání ekonomiky nemělo příliš poznamenat. V roce 2023 počítáme s kolísáním míry nezaměstnanosti kolem úrovně 2,3 % při pokračujícím ubýváním neobsazených volných pracovních míst. Problémy trhu práce jsou spíše strukturálního charakteru a budou se prohlubovat s pokračujícím demografickým vývojem.

Pro vývoj vnějších ekonomických relací Česka bude klíčový vývoj cen energií a fungování dodavatelských řetězců. Za optimistických předpokladů vývoje u obou aspektů by mohlo dojít k návratu k přebytku v obchodu se zbožím a službami. V našem modelu očekáváme přebytek obchodní bilance ve výši 377 mld. Kč. Schodek bilance prvotních důchodů by se měl snížit na 274 mld. Kč. Celkově by se vrátil běžný účet do mírného přebytku ve výši 68 mld. Kč (1,1 % HDP).

Inflace by měla v roce 2023 pozvolna klesat, nicméně nelze očekávat snížení až k inflačnímu cíli. Inflace klesne do pásma okolo 2 % nejdříve v roce 2024. Na začátku roku 2023 dojde k další vlně refixací cen energií u domácností i firem, růst ceníků u dodavatelů ovšem nebude vyšší, než je aktuální cenový strop schválený vládou. Největším rizikem zůstávají zvýšená inflační očekávání. Pokud by nadále setrvala příliš vysoká, musela by na ně reagovat ČNB přísnější měnovou politikou. V roce 2023 očekáváme průměrnou inflaci ve výši 8,5 %. Rizikem prognózy zůstává vývoj války na Ukrajině a pokračující energetická krize.

Měnová politika se výrazně zpřísnila v 1. polovině roku 2022. Od té doby nechává bankovní rada ČNB sazby stabilní s hlavní repo sazbou na 7,0 %. Úrokové sazby nejspíše zůstanou na této úrovni až do poloviny letošního roku. Ve 2. polovině roku by ČNB mohla začít sazby postupně snižovat, pokud to inflační výhled umožní. Letos by ČNB mohla snížit sazby celkem o 100 bazických bodů a na konci tohoto roku by tak základní sazba měla činit 6,00 %.

Vláda na letošní rok připravila státní rozpočet s plánovaným schodkem 295 mld. Kč. Nicméně převažují spíše rizika směrem k vyšším hodnotám schodku. Vývoj ekonomiky bude patrně o něco horší než předpoklady, podle nichž byl sestaven návrh rozpočtu. Výběr mimořádných daní bude spíše nižší, než vláda předpokládá. Finance vládního sektoru jsou nyní výrazně mimo dlouhodobě udržitelnou trajektorii. Vláda sice oznámila záměr snižovat strukturální schodek tempem 70 mld. Kč, nicméně není jasné, jak tohoto cíle dosáhne.

Základní data a prognózy

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
HDP, mld. Kč, běžné ceny	5 411	5 791	5 709	6 108	6 616	6 175
HDP, mld. EUR, běžné ceny	211,0	225,6	215,8	238,2	269,3	259,3
HDP, reálný růst, %	3,2%	3,0%	-5,5%	3,5%	2,5%	-1,1%
Průmyslová výroba, reálný růst, %	3,2%	-0,1%	-6,9%	8,8%	2,2%	0,4%
Stavební výroba, reálný růst, %	10,6%	2,9%	-5,1%	2,0%	2,5%	-4,1%
Maloobchodní tržby, reálný růst, %	5,0%	4,8%	-0,9%	4,2%	-2,0%	-1,2%
Míra nezaměstnanosti, průměr, %	2,2%	2,0%	2,4%	2,8%	2,3%	2,2%
Spotřebitelské ceny, průměr, %	2,1%	2,8%	3,2%	3,8%	15,1%	8,5%
Spotřebitelské ceny, konec období, %	2,0%	3,2%	2,3%	6,6%	16,3%	4,5%
Ceny průmyslových výrobců, průměr, %	2,1%	2,6%	0,1%	7,1%	24,3%	-1,3%
Ceny průmyslových výrobců, konec období, %	2,4%	2,1%	0,0%	13,2%	19,9%	-5,5%
Růst průměrné mzdy, %	8,2%	7,9%	1,8%	7,6%	5,6%	4,6%
Obchodní bilance, mld. Kč, národní pojetí	98,5	145,7	179,9	-9,0	-212,2	94,4
Běžný účet, mld. Kč	24,1	19,2	113,7	-51,1	-396,6	67,8
v % HDP	0,4%	0,3%	2,0%	-0,8%	-6,0%	1,1%
Finanční účet, mld. Kč	60,8	8,4	163,3	10,9	-432,1	138,0
v % HDP	1,1%	0,1%	2,9%	0,2%	-6,5%	2,2%
Přímé zahraniční investice v ČR, mld. Kč	132,3	109,0	44,2	160,8	68,7	122,5
v % HDP	2,4%	1,9%	0,8%	2,6%	1,0%	2,0%
Zahraniční zadluženost, mld. USD	194,7	189,8	193,2	201,5	199,2	195,7
v % vývozu zboží a služeb	106,0%	102,5%	108,2%	100,6%	94,9%	88,6%
v % HDP	81,6%	75,7%	75,7%	73,2%	63,5%	64,2%
Devizové rezervy, mld. USD	142,5	149,9	166,1	173,6	149,3	171,2
v měsících dovozu zboží a služeb	10,0	10,3	11,8	10,7	8,2	9,9
Saldo vládního sektoru, mld. Kč	48,3	16,7	-329,2	-359,4	-334,0	-259,8
v % HDP	0,9%	0,3%	-5,8%	-5,9%	-4,9%	-3,5%
Dlůh sektoru vládních institucí, mld. Kč	1 735	1 740	2 150	2 567	3 087	3 440
v % HDP	32,1%	30,0%	37,7%	42,0%	46,7%	55,7%
Růst peněžní zásoby (M3), %	6,3%	6,4%	10,0%	6,8%	7,2%	-3,5%
2-týdenní repo sazba, konec období, %	1,75%	2,00%	0,25%	3,75%	7,00%	6,00%
3M PRIBOR, průměr, %	1,13%	2,12%	0,86%	1,13%	6,28%	6,91%
3M PRIBOR, konec období, %	2,01%	2,18%	0,35%	3,50%	7,26%	6,14%
CZK/EUR, průměr	25,64	25,67	26,45	25,65	24,56	24,11
CZK/EUR, konec období	25,83	25,50	26,31	25,26	24,27	24,07
CZK/USD, průměr	21,73	22,93	23,21	21,68	23,36	22,27
CZK/USD, konec období	22,69	22,94	21,63	22,35	22,92	22,95

Zdroj: ČSÚ, ČNB, MF ČR. Předpověď: Deloitte

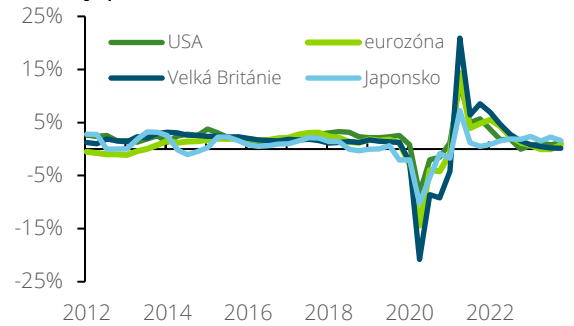
V obraze beze slov

Globální HDP (roční růst)



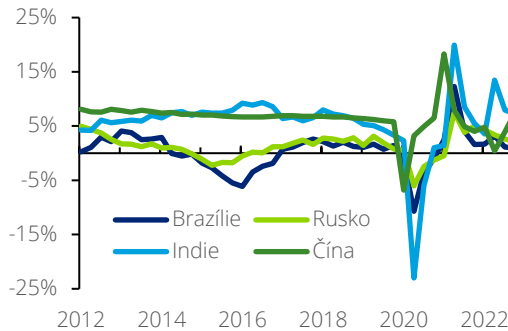
Zdroj: IMF, Deloitte

HDP: Vyspělé země (roční růst)



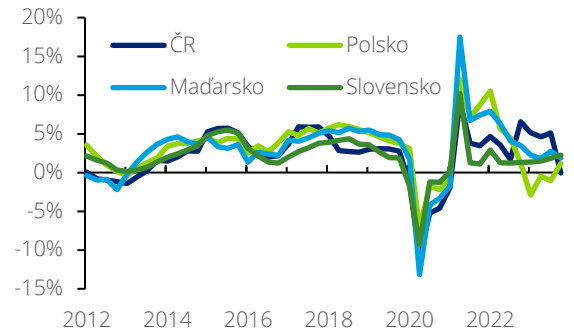
Zdroj: Eurostat, BEA, Deloitte

HDP: BRIC (roční růst)



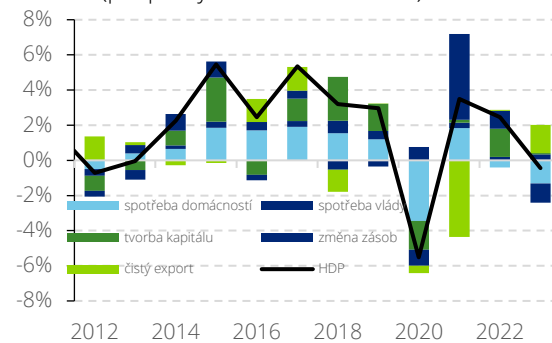
Zdroj: národní statistické úřady, Deloitte

HDP: CE (roční růst)



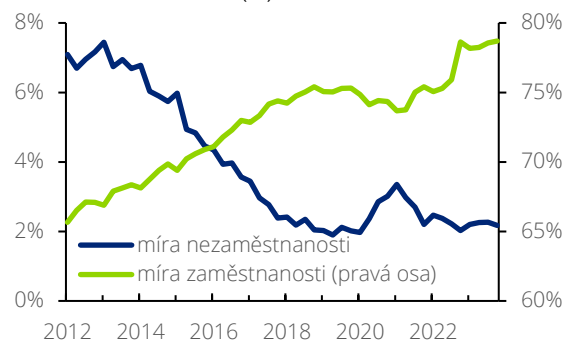
Zdroj: Eurostat, Deloitte

ČR: HDP (příspěvky k meziroční změně)



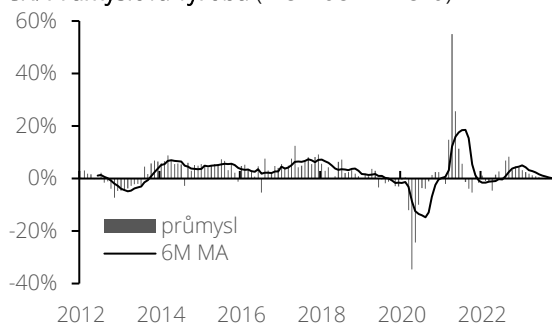
Zdroj: Deloitte

ČR: Nezaměstnanost (%)



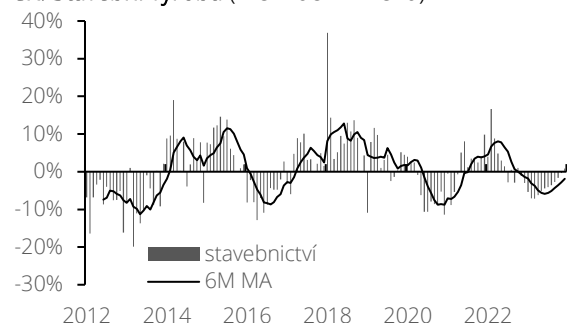
Zdroj: ČSÚ, MPSV, Deloitte

ČR: Průmyslová výroba (meziroční změna)



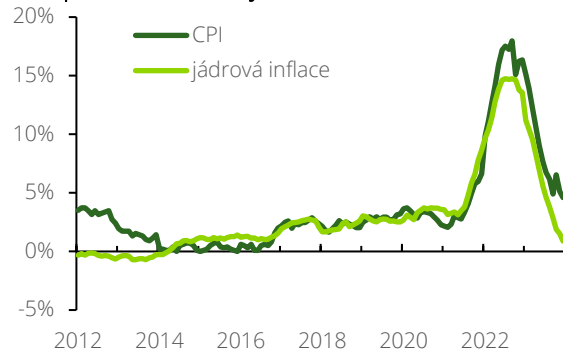
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

ČR: Stavební výroba (meziroční změna)



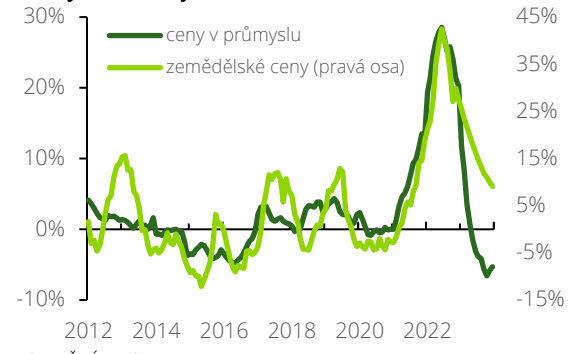
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

ČR: Spotřebitelské ceny (meziroční změna)



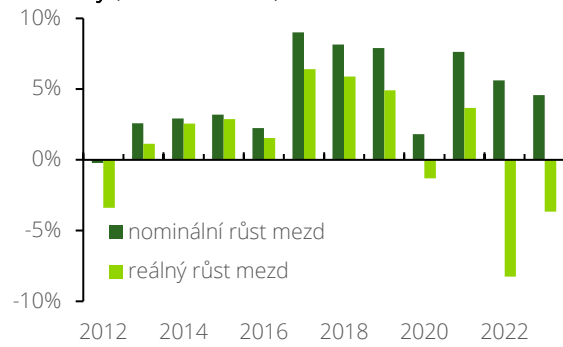
Zdroj: ČSÚ, ČNB, Deloitte

ČR: Výrobní ceny (meziroční změna)



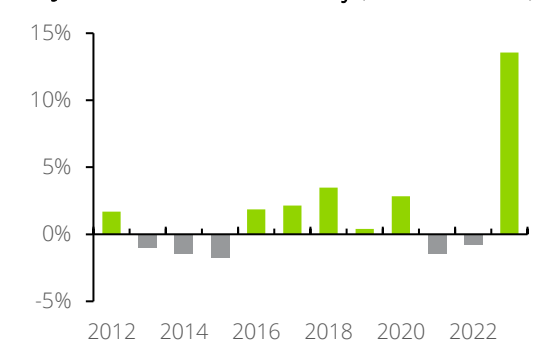
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

ČR: Mzdy (meziroční růst)



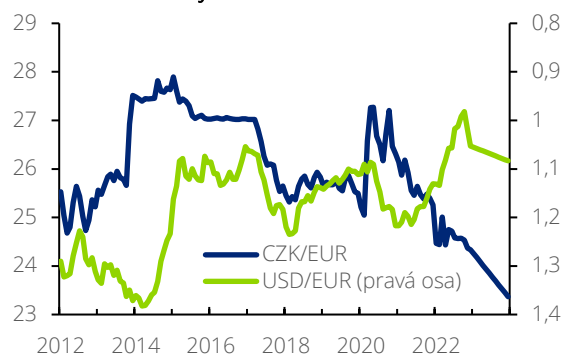
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

ČR: Jednotkové mzdové náklady (meziroční změna)



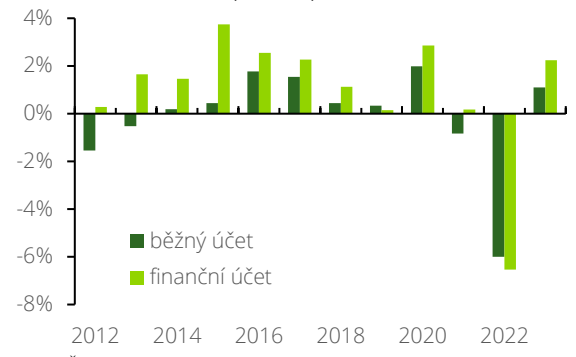
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

ČR: Devizové kurzy



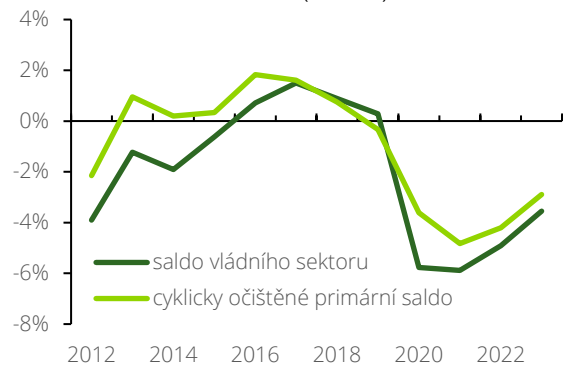
Zdroj: ČNB, Deloitte

ČR: Platební bilance (% HDP)



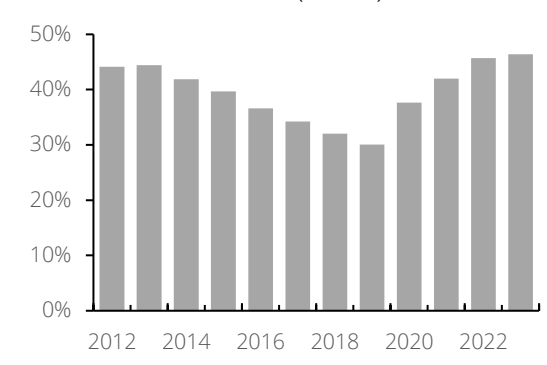
Zdroj: ČNB, Deloitte

ČR: Saldo vládního sektoru (% HDP)



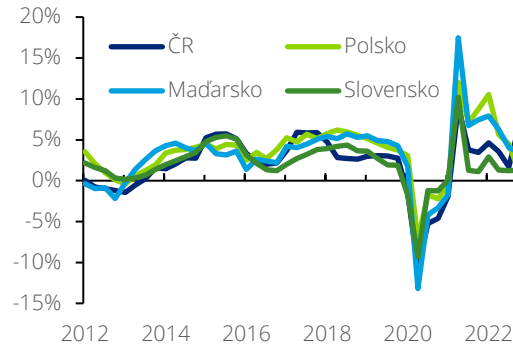
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

ČR: Dluh vládního sektoru (% HDP)



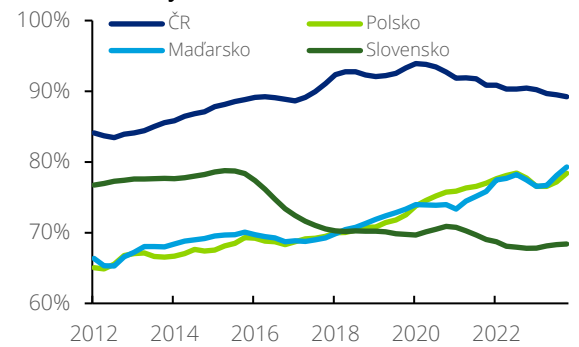
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

CE: HDP (roční růst)



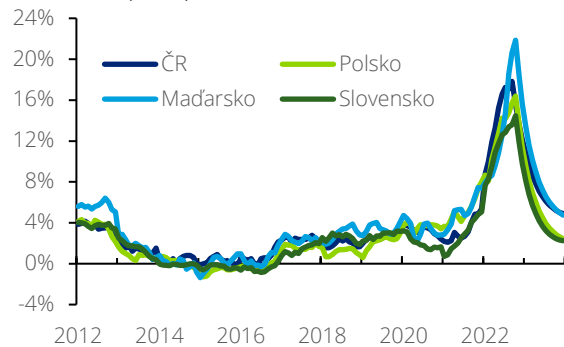
Zdroj: Eurostat, Deloitte

CE: HDP na obyvatele v PPS (EU28 = 100)



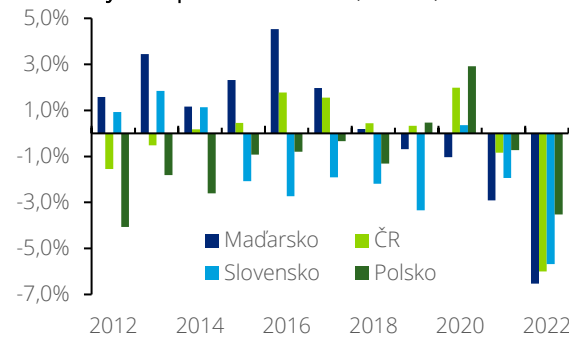
Zdroj: Eurostat, Deloitte

CE: Inflace (HICP)



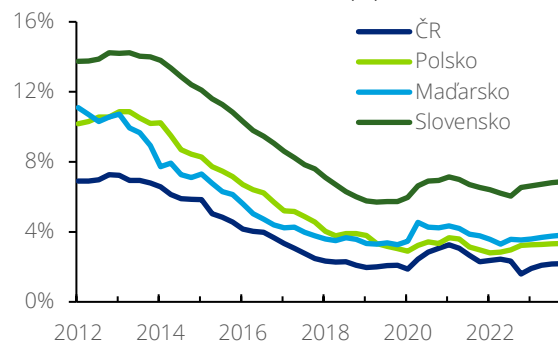
Zdroj: Eurostat

CE: Běžný účet platební bilance (% HDP)



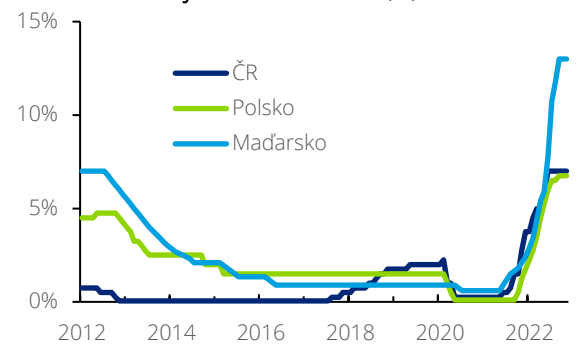
Zdroj: Eurostat, Deloitte

CE: Míra nezaměstnanosti: CEE (%)



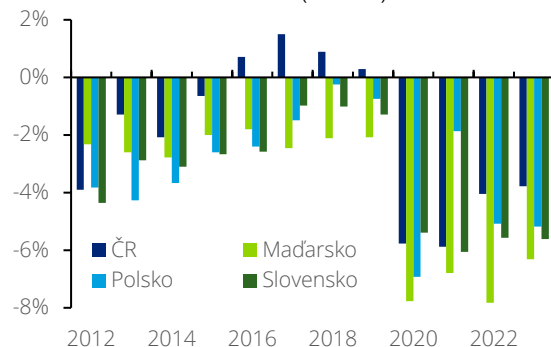
Zdroj: Eurostat

CE: Klíčové sazby centrálních bank (%)



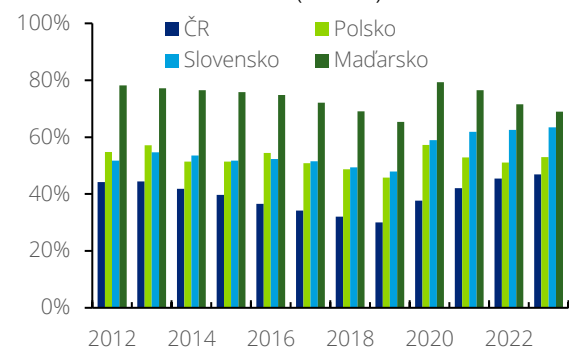
Zdroj: ČNB, NBP, MNB

CE: Saldo vládního sektoru (% HDP)



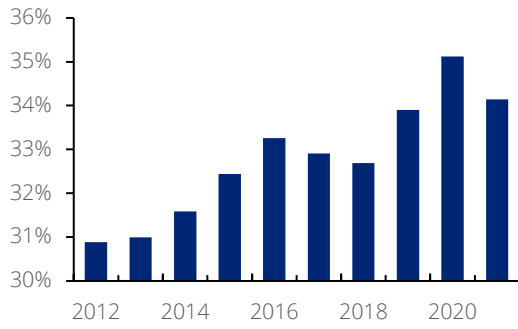
Zdroj: Eurostat, Deloitte

CE: Dluh vládního sektoru (% HDP)



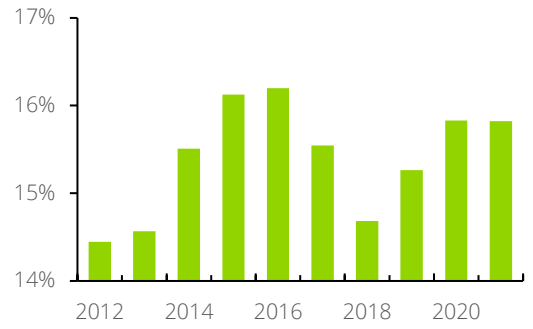
Zdroj: Eurostat, Deloitte

ČR – firemní sektor: Hrubá marže



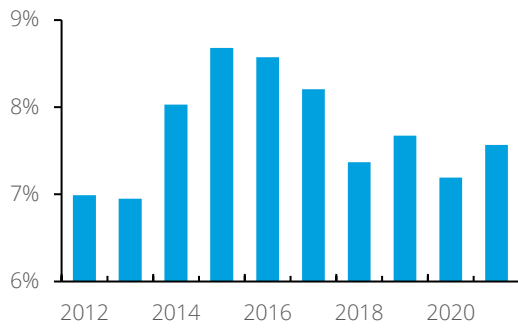
Zdroj: Deloitte

ČR – firemní sektor: EBITDA marže



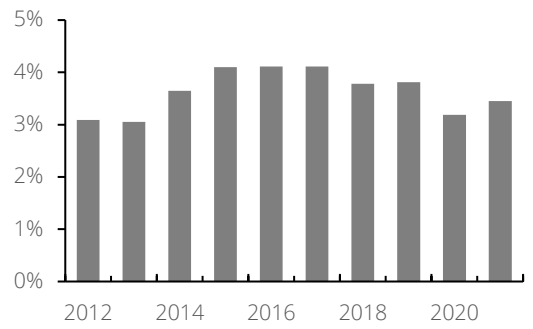
Zdroj: Deloitte

ČR – firemní sektor: EBIT marže



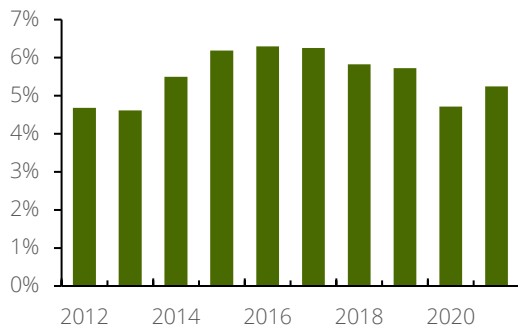
Zdroj: Deloitte

ČR – firemní sektor: Rentabilita aktiv (ROA)



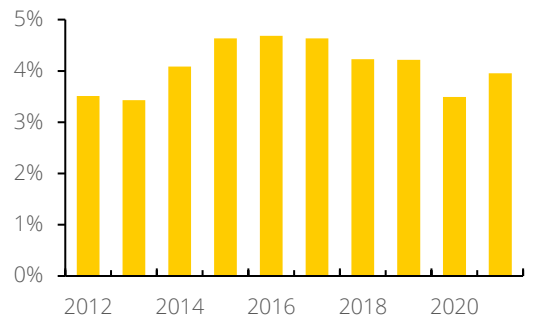
Zdroj: Deloitte

ČR – firemní sektor: Rentabilita vl. jmění (ROE)



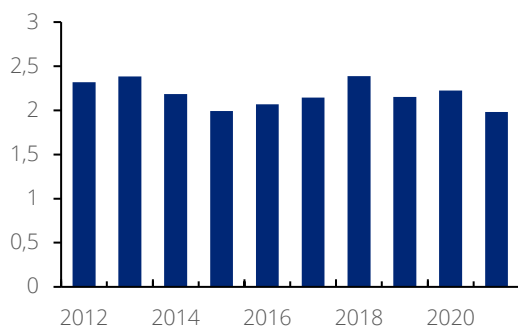
Zdroj: Deloitte

ČR – firemní sektor: Rentabilita invest. kapitálu



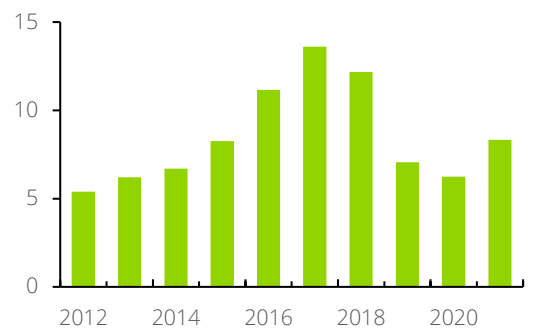
Zdroj: Deloitte

ČR – firemní sektor: Dluh/EBITDA



Zdroj: Deloitte

ČR – firemní sektor: Úrokové krytí (EBIT/úroky)



Zdroj: Deloitte

Autoři analýzy



David Marek
dmarek@deloittece.com
+420 606 656 599



Václav Franče
vfrance@deloittece.com
+420 608 233 624



Filip Pastucha
fpastucha@deloittece.com
+420 732 492 557

Deloitte.

Deloitte označuje jednu či více společností Deloitte Touche Tohmatsu Limited, britské privátní společnosti s ručením omezeným zárukou („DTTL“), síť jejich členských firem a jejich spřízněných subjektů. Společnost DTTL a každá z jejich členských firem představuje samostatný a nezávislý právní subjekt. Společnost DTTL (rovněž označovaná jako „Deloitte Global“) služby klientům neposkytuje. Více informací o naší globální síti členských firem je uvedeno na adrese www.deloitte.com/cz/onas.

Společnost Deloitte poskytuje služby v oblasti auditu, poradenství, právního a finančního poradenství, poradenství v oblasti rizik a daní a související služby klientům v celé řadě odvětví veřejného a soukromého sektoru. Díky globálně propojené síti členských firem ve více než 150 zemích a teritoriích má společnost Deloitte světové možnosti a poznatky a poskytuje svým klientům, mezi něž patří čtyři z pěti společností figurujících v žebříčku Fortune Global 500®, vysoce kvalitní služby v oblastech, ve kterých klienti řeší své nejkompexnější podnikatelské výzvy. Chcete-li se dozvědět více o způsobu, jakým zhruba 245 000 odborníků dělá to, co má pro klienty smysl, kontaktujte nás prostřednictvím sociálních sítí Facebook, LinkedIn či Twitter.

Společnost Deloitte ve střední Evropě je regionální organizací subjektů sdružených ve společnosti Deloitte Central Europe Holdings Limited, která je členskou firmou sdružení Deloitte Touche Tohmatsu Limited ve střední Evropě. Odborné služby poskytují dceřiné a přidružené podniky společnosti Deloitte Central Europe Holdings Limited, které jsou samostatnými a nezávislými právními subjekty. Dceřiné a přidružené podniky společnosti Deloitte Central Europe Holdings Limited patří ve středoevropském regionu k předním firmám poskytujícím služby prostřednictvím více než 6 000 zaměstnanců ze 44 pracovišť v 18 zemích.