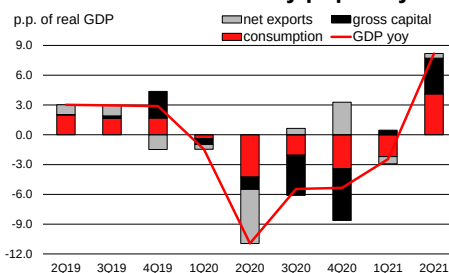


Pachut' ekonomiky nedostatku

- Ve druhém čtvrtletí 2021 vrostl reálný HDP o (očistěné) 1,0%, což zvýšilo meziroční dynamiku na historický rekord 8,2%. Soukromá spotřeba přidala meziročně rovněž rekordních 7,4%, zatímco vládní spotřeba vzrostla o 3,0% a tvorba fixního kapitálu o 1,5%. Tvorba zásob pokračovala v růstu s pozitivním příspěvkem 3,2 p.b. k růstu HDP a čistý export přidal pouhých 0,5 p.b.
- Třetí kvartál charakterizuje silná poptávka, která není plně pokryta z nabídkové strany. Nicméně věříme, že optimismus spotřebitelů spolu s obnovením investičního apetitu firem by měl vést k akceleraci HDP na 2,0% mezikvartálně, což povede k růstu o 3,5% meziročně.
- Spotřebitelský optimismus domácností a globální omezení na straně nabídky nás vedly k přehodnocení prognózy v porovnání s verzí zveřejněnou před třemi měsíci. Predikovaný růst HDP měníme jen mírně na 3,2% pro rok 2021 a 4,1% pro 2022, avšak průměrnou spotřebitelskou inflaci revidujeme citelně vzhůru na 3,3%, resp. 3,6%.
- Pokud ČNB nechce rezignovat na svůj zákonný mandát, měla by rychle zvyšovat úrokové sazby a snažit se tak bránit v rozvinutí sekundárních inflačních tlaků. Očekáváme tak růst základní úrokové sazby o 50 b.b. v září a o dalších 50 b.b. během čtvrtého kvartálu. V prvním pololetí 2022 čekáme další dvě zvýšení po 25 b.b., což by mělo vynést repo sazbu na 2,25%.

Rozklad HDP ze strany poptávky*



*/ Příspěvky k reálnému růstu HDP v procentních bodech
Zdroje: ČSÚ, UniCredit Research

Růst HDP ve druhém kvartálu 2021 byl tažen spotřebou a tvorbou kapitálu. Zatímco na růstu spotřeby se podílely domácnosti i vláda, růst tvorby kapitálu byl převážně tažen tvorbou zásob.

RÁLNÝ GDP (STÁLÉ CENY ROKU 2010, OČIŠTĚNO)

	2Q21		1Q21 revidováno	
	Meziroč. změna	Příspěvek k růstu (p.b.)	Meziroč. změna	Příspěvek k růstu (p.b.)
GDP celkem	8.2	8.2	-2.5	-2.5
Spotřeba domácností (%)	7.4	3.4	-6.6	-3.0
Spotřeba vlády (%)	3.0	0.7	3.6	0.7
Tvorba fixního kapitálu (%)	1.5	0.4	-4.2	-1.1
Změna stavu zásob	-	3.2	-	1.6
Čistý export	-	0.5	-	-0.7

Zdroje: Český statistický úřad. Výpočty: UCB CZ+SK.

*/ Reálný HDP ve stejném období předchozího roku

Poznámka: Národní účty vycházejí z řetězených dat, což vede k nesrovnalostem mezi HDP a složkami skutečné poptávky.

Autor:

Pavel Sobisek

Tel: +420 955 960 716

E-mail: pavel.sobisek@unicreditgroup.cz

UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia

2Q21: OBRÁZEK ZAMLŽEN SILNÝM EFEKTEM BÁZE

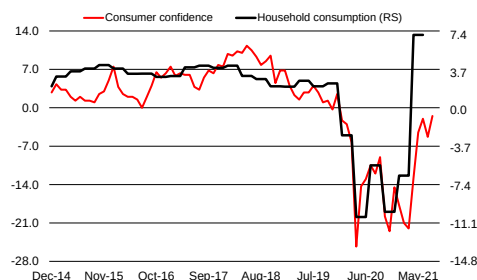
Ve druhém čtvrtletí 2021 vrostl reálný HDP o (očistěné) 1,0%, což zvýšilo meziroční dynamiku na historický rekord 8,2%. Soukromá spotřeba přidala meziročně rovněž rekordních 7,4%, zatímco vládní spotřeba vzrostla o 3,0%. Tvorba fixního kapitálu vykázala první meziroční růst od propuknutí pandemie ve výši 1,5%. Tvorba zásob pokračovala v růstu s pozitivním příspěvkem 3,2 p.b. k růstu HDP a čistý export přidal pouhých 0,5 p.b. při meziročních tempech růstu exportu a importu ve výši 30,6% a 31,3%. Nominální HDP vzrostl o 12,8% za přispění deflátoru, který akceleroval na 4,3% meziročně. Na straně produkce byla dynamika HDP tažena především zpracovatelským průmyslem s meziročním růstem hrubé přidané hodnoty 23,2%, což bylo ovšem ovlivněno nízkou bází. Stavebnictví, činnosti v oblasti nemovitostí a podnikové služby vykázaly změnu přidané hodnoty téměř na úrovni stagnace a ostatní sektory rostly jednociferným tempem. Zaměstnanost stoupla o 0,3% meziročně při růstu odpracovaných hodin o 6,6%. To znamená růst produktivity na pracovníka o 7,9% a o 2,0% v hodinovém vyjádření. Mzdy a platy byly meziročně vyšší o 17,7%, avšak sociální příspěvky zaměstnavatelů vzrostly pouze o 5,5%.

Silné fluktuace na straně poptávky i nabídky během pandemie, způsobené uzávěrkami ekonomik doma i v zahraničí, snižují relevanci meziročních srovnání. Za předpokladu, že ke skutečnému zotavování ekonomiky dochází od druhého kvartálu 2021, má smysl srovnávat ekonomické veličiny ke čtvrtému kvartálu 2019, kdy ekonomická aktivita vrcholila před úderem pandemie. V tomto srovnání HDP ve druhém kvartálu nadále zaostával o 4,8%, soukromá spotřeba o 4,0% a tvorba fixního kapitálu o 5,8%. Na druhou stranu tvorba zásob byla vyšší o 1,0% ročního HDP. Odpracované hodiny byly nižší o 3,9% a zaměstnanost o 1,2%. Nominální HDP překonal poslední kvartál 2019 o 2,4% stejně jako provozní přebytek, zatímco náhrady zaměstnanců byly vyšší o 7,5%. Z toho usuzujeme, že pandemie nezpůsobila fatální narušení na makroekonomické úrovni, ale že pro udržení konkurenceschopnosti bude do budoucna třeba, aby hodinová produktivita dohonila výpadky a aby produkt rostl rychleji než mzdy a platy.

3Q21: CYKLICKÝ VRCHOL KVARTÁLNÍHO RŮSTU

Situace je charakteristická silnou poptávkou, která není plně kryta z nabídkové strany. V červenci rostly (očistěné) maloobchodní tržby meziročně o 5,5%, což naznačuje částečnou realizaci dříve zadržené poptávky domácností. Očekáváme, že tento proces získá v dalších měsících na dalších obrátkách, ačkoliv v srpnu zřejmě trávilo dovolenou v zahraničí více domácností než loni a inflace ukrojila ve třetím kvartálu větší část příjmů oproti kvartálu druhému. Meziroční CPI dosáhla v srpnu 4,1%, 13-leté maximum, což značí, že se inflační prostředí rozpíná. Se zvyšující se chutí domácností cestovat do zahraničí kontrastuje nadále utlumený zahraniční turismus v ČR. Průmysl a stavebnictví hlásí plné objednávkové knihy a extrémně dlouhé dodací lhůty kvůli poruchám v dodávkách materiálů a nedostatku pracovní síly. V červenci rostla průmyslová produkce meziročně o (očistěných) 7,0%, tažena odvětvími

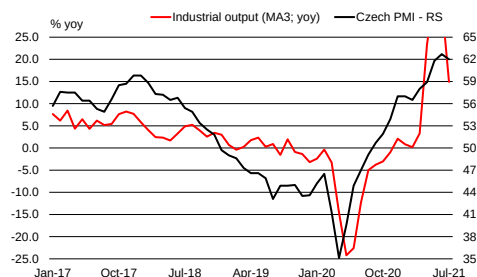
Spotřebitelská důvěra a spotřeba domácností



Sources: CZSO, UniCredit Research.

Ve druhém kvartálu 2021 rostla soukromá spotřeba mnohem rychleji, než indikovala spotřebitelská důvěra. To může naznačovat, že domácnosti realizují poptávku potlačenou v době pandemie.

PMI ve zpracovatelském průmyslu a průmyslová výroba



Sources: IHS Markit, CZSO, UniCredit Research.

Setrvalé vysoké hodnoty indikátoru PMI ve zpracovatelském průmyslu jsou v posledních měsících dány mimo jiné dlouhými časy dodávek. Tato konstrukční vlastnost indikátoru snižuje jeho predikční schopnost v době omezení na straně nabídky.

zpracování kovů a elektrických zařízení, zatímco automobilový průmysl propadl. V srpnu a září očekáváme průmyslovou aktivitu mnohem slabší, neboť automobilky zasažené nedostatkem klíčových součástek prodlužovaly celozávodní dovolené. Nicméně věříme, že optimismus spotřebitelů spolu s obnovením investičního apetitu firem by měl vést k akceleraci HDP na 2,0% mezikvartálně, což povede k růstu o 3,5% meziročně.

4Q21 a 2022: PACHUŤ EKONOMIKY NEDOSTATKU

Změny v naší prognóze oproti té z doby před třemi měsíci jsou dány dvěma základními faktory: **optimismem spotřebitelů** a **globálními poruchami na straně nabídky**. Jejich dopad se může vzájemně vyrušit co se týče růstu HDP, ale znásobí se v inflaci a obchodní bilanci.

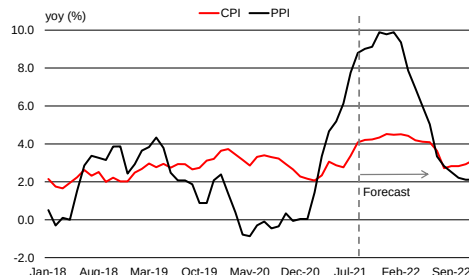
Od propuknutí pandemie kumulovaly domácnosti zvýšené úspory. Když se podíváme čistě na pracovní příjmy po zdanění (bez sociálních dávek) proti výdajům domácností, představovaly jen tyto kumulované úspory 10,5% útrat z roku 2019. To vytváří do budoucna značný potenciál pro dohánění poptávky. **Nezaměstnanost** (3,6% v srpnu) očekáváme oproti minulé prognóze nižší a **růst mezd** (11,3% meziročně v 2Q21) predikujeme vyšší. Pro rok 2022 proběhla na vládě (zatím bez výsledku) jednání o zvýšení minimální mzdy o 18%, přičemž navržené tempo překvapilo dokonce i odboráře.

S tím kontrastují omezení na straně globální nabídky, která trvají déle než se původně předpokládalo. Ta se do české produkce promítají zejména dvěma kanály: nedostatek polovodičů a raketově rostoucí ceny námořní nákladní dopravy. Nedostatek polovodičů způsobuje opožďování produkce omezeného okruhu klíčových výrobků, zejména automobilů. Drahá a (zpožďující se) námořní doprava vede k omezení nabídky širokého spektra meziproduktů i finálních výrobků a tlačí jejich ceny vzhůru (viz. též Fokus na str. 4). Je důležité podotknout, že žádný z těchto dvou faktorů není způsoben pouze pandemií, což znamená, že i po odeznění pandemie je malá šance na rychlý návrat do normálu.

Pouze v dlouhodobějším horizontu se mohou objevit nové strategie na zkrácení globálních **výrobních řetězců**, které by vytvořily nové příležitosti pro místní výrobce. V roce 2022 budou ale neefektivnosti výrobních procesů zřejmě přetrvávat a budou zátěží pro **dynamiku produkce i růst produktivity**. Další překážkou budování nových výrobních kapacit je nedostatek pracovních sil. To je případ zejména Česka, jakožto země s jednou z nejnižších nezaměstnaností v EU. Možnost nahradit tento nedostatek zvýšenou imigrací je (politicky) omezená, protože už dnes tvoří imigranti přes 13% celkové pracovní síly. Za těchto okolností pochybujeme, že by EU dotace z balíku pro obnovu (NGEU) s první platbou 24mld Kč mohly hmatatelně podpořit růst HDP v roce 2022.

Při zvážení všech faktorů zvyšujeme výhled na růst HDP jen nepatrně na 3,2% v roce 2021 a 4,1% v roce 2022, zatímco výhled na průměrnou inflaci zvedáme podstatně na 3,3%, resp. 3,6%. Meziroční CPI by měl dosáhnout vrcholu na přelomu 2021-2022, kdy většina z nákladových šoků bude už zřejmě absorbována.

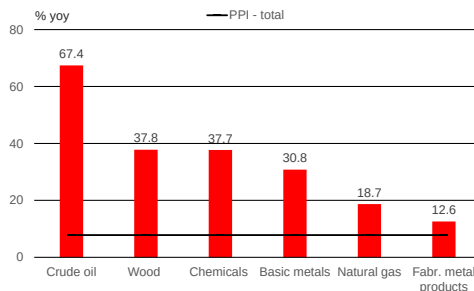
Ceny spotřebitelů a výrobců v Česku



Sources: CZSO, UniCredit Research.

Meziroční dynamika PPI dosáhne zřejmě vrcholu na přelomu roku poblíž 10%, tedy mnohem výše, než se dříve očekávalo. Na to naváže CPI jen s malým zpožděním a vrcholem okolo 4,5% meziročního růstu.

Skupiny PPI s nejvyšším růstem v srpnu 2021



Sources: Macrobond, UniCredit Research.

Stále větší počet skupin v rámci indexu PPI dosahuje meziročně dvouciferného růstu cen. To se může postupně přelévat napříč produkcí a vlnu zvýšené dynamiky PPI prodlužovat.

MĚNOVÁ POLITIKA: UTAHOVÁNÍ SE ZRYCHLÍ

ČNB má všechny důvody pokračovat v měnovém utahování. Pokud chce dostát svému mandátu, měla by se snažit zabránit sekundárním inflačním tlakům a rychle zvyšovat sazby. Očekáváme tak růst základní úrokové sazby o 50 b.b. v září a o dalších 50 b.b. během čtvrtého kvartálu. V prvním pololetí 2022 čekáme další dvě zvýšení po 25 b.b., což by mělo vynést repo sazbu na 2,25%. Poté si vezme ČNB zřejmě pauzu pro posouzení dopadů své politiky. Zda tehdy nastane konec cyklu utahování měnové politiky, zůstává otevřenou otázkou.

FOKUS: CENY NÁMOŘNÍ DOPRAVY JSOU DŮLEŽITÝM FAKTOREM V PRODUKCI ČESKÉ EKONOMIKY

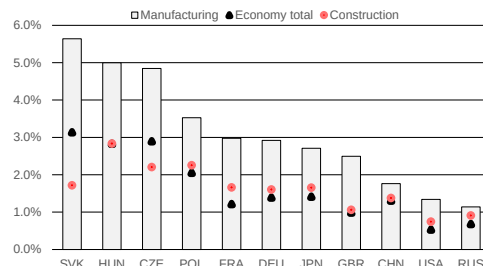
Vícero cenových indexů dosahuje mnohaletých maxim, mezi nimi však vyniká globální námořní doprava. Zatímco povrchová doprava zdražila ve druhém kvartálu 2021 dle údajů Transport Intelligence „jen“ o 3,2%, pro globální námořní nákladní dopravu ukazují ve stejném období dva různé indexy zdražení o 83% resp. 260%. V případě dopravy z Číny do Evropy uvádějí zdroje až šestnásobné zdražení.

Dražší nákladní doprava musí nevyhnutelně tlačit na ceny produkce v průmyslových zemích. Jak moc? Podíl ceny globální dopravy (včetně marží velkoobchodníků a pojištění) na průmyslové produkci nelze přímo měřit, ale odhadujeme jej ze světových input-output tabulek (WIOD 2016). V ČR má mezinárodní doprava pátý nejvyšší podíl (4,8%) v produkci zpracovatelského průmyslu mezi 43 zahrnutými zeměmi. ČR v tomto překonávají už jen Slovensko, Taiwan, Litva a Maďarsko. Pro větší země jsou odhady nižší: Polsko 3,5%, Německo 2,9%, Británie 2,5%, Čína 1,8%, USA 1,3% a Rusko 1,1%. Produkce celé české ekonomiky (včetně služeb) má podíl globální dopravy 2,9% a zaujímá tak třetí místo na světě.

Co si z těchto čísel odnést? Hypotetické zdvojnásobení cen mezinárodní nákladní dopravy by za jinak neměnných okolností zrychlilo PPI meziročně téměř o 5 p.b. a vyvolalo by zrychlení CPI zhruba o 1,3 p.b.. Ze všech importů do zemí EU (vč. jejich vzájemného obchodu) se přitom v roce 2019 přepravilo z okolního světa po moři 22,5% (ve finančním vyjádření), resp. 39% (měřeno v tunách). Za předpokladu 20% podílu marží obchodníků a pojištění v celkových dopravních nákladech můžeme odhadnout, že růst cen námořní dopravy o 260% vyvolá zrychlení PPI o 2,3 p.b. a přidá 0,6 p.b. do dynamiky CPI.

Dojde k tomu skutečně nebo jsme toho svědky už nyní? Budou mít efekty dočasný či dlouhodobý charakter? Vliv samotné pandemie na ceny lodní dopravy bude dočasný, avšak vývoj může mít i hlubší příčiny a navíc se vynořují nová rizika v podobě chystaného rozšíření systému emisních povolenek mimo jiné i na nákladní dopravu. Vyšší ceny dopravy se tak zřejmě stávají novou normou.

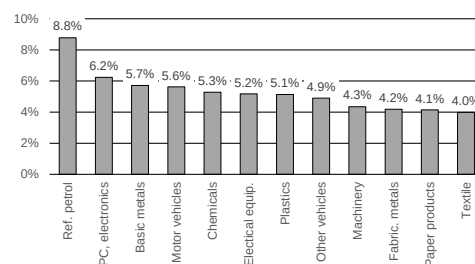
Podíl nákladů na mezinárodní dopravu v celkové produkci a vybraných odvětvích



Sources: WIOD, UniCredit Research

Malé otevřené ekonomiky se vyznačují vyšším podílem nákladů na mezinárodní dopravu ve své produkci. Ze všech 43 zkoumaných zemí se Česko řadí na třetí místo co se týče celkové produkce a na páté místo v produkci zpracovatelského průmyslu

Podíl nákladů na mezinárodní dopravu v produkci vybraných odvětví Česka



Sources: WIOD, UniCredit Research.

Nejcitlivějším odvětvím na ceny mezinárodní dopravy jsou rafinérie s podílem 8,8%. Pro většinu dalších odvětví se podíl pohybuje mezi 4% a 6%.

Makroekonomický výhled pro Česko

	2018	2019	2020	2021 forecast	2022 forecast
Růst HDP (reálná meziroční změna, %)	3.2	3.0	-6.4	3.2	4.1
Spotřeba domácností (reálná meziroční změna, %)	3.5	2.6	-6.8	2.8	4.2
Hrubá tvorba fixního kapitálu (reálná meziroční změna, %)	10.0	5.9	-7.2	1.4	7.0
Průmyslová výroba (reálná meziroční změna, %)	3.0	-0.2	-7.2	9.5	5.0
Podíl nezaměstnaných (průměr, %)	3.2	2.8	3.6	3.9	3.6
Inflace (CPI meziroční změna, průměr, %)	2.1	2.8	3.2	3.3	3.6
Průměrná mzda (nominální meziroční změna, %)	8.1	6.4	4.4	6.5	6.0
Úroková sazba (3-M PRIBOR, konec období, %)	2.01	2.18	0.35	1.90	2.35
Úroková sazba (3-M PRIBOR, průměr, %)	1.27	2.12	0.86	0.82	2.25
EUR-CZK směnný kurs (konec období)	25.73	25.41	26.25	25.40	25.00
EUR-CZK směnný kurs (průměr)	25.64	25.67	26.44	25.65	25.20
Běžný účet platební bilance (% HDP)	0.4	0.3	3.6	2.2	1.0
Čistý příliv přímých investic (% HDP)	0.9	2.4	1.3	1.0	1.1
Bilance veřejných rozpočtů (% HDP)*	0.9	0.3	-6.2	-7.3	-5.6
Veřejná zadluženost (% HDP)	32.1	30.3	38.1	42.9	45.8

Poznámky:

*/ ESA 2010 definice

Zdroje: ČNB, ČSÚ

Predikce: UniCredit Bank CZ+SK.

Disclaimer:

UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s. within developing relationships with its clients and generally informing the public creates and publishes analytical outputs, mostly outputs related to financial markets, currencies and interest rates and stock or investment analyses.

These analytical outputs are meant for informational purposes only, do not represent any offer, or suggestion to buy or sell any investment instrument, they focus only on own and independent investment decision and do not substitute professional investment advice. If not stated otherwise, analytical outputs represent an opinion as of the date of their publishing, whilst can be changed without previous notice.

All information and views used to produce or found in the text of analytical outputs originate or are based on several sources, which UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s. considers to be trustworthy. Despite devoting all care to content and verification of these information and views, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s. cannot guarantee their correctness, accuracy and completeness.

Rates, prices, yields, appreciations, performances or other parameters achieved by individual investment instruments in the past cannot in any case serve as an indicator or guarantee of future rates, prices, yields, appreciations, performances or other parameters of these or similar financial instruments. Each investment is always connected to the risk of value fluctuation and the return on invested funds is not guaranteed. Financial instruments denominated in foreign currencies are also exposed to fluctuations following the changes in exchange rates, which can have both positive and negative influence particularly on their rates, prices, appreciations or yields. Change in circumstances affecting the derivation of recommendation can result in loss of validity of the respective recommendation.

UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s., is not responsible in any way for potential damages arising from using information in the analytical outputs. UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s., is not responsible for any losses resulting from investment established following any recommendation, forecast or other information contained in the analytical outputs.

Securities, financial instruments or strategies mentioned in analytical outputs do not have to be suitable for every investor. UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s. recommends to all investors to seek professional advice for their investment intentions and decisions prior to their realisation.