



Výhled české ekonomiky pro rok 2020 Nejistá sezóna

Economics & Statistics
Leden 2020

Základní charakteristiky

Česká republika představuje malou otevřenou tržní ekonomiku, která netrpí nadměrnými vnitřními, vnějšími či finančními nerovnováhami. Posledních šest let se českému hospodářství daří držet solidní růst HDP a výrobních statistik.

Životní úroveň dosahuje 92 % průměru EU měřeno HDP na obyvatele podle parity kupní síly (odhad Deloitte pro rok 2019). Průměrné tempo růstu HDP za poslední dvě dekády činí 2,8 %. Podle sektorového hlediska má na tvorbě hrubé přidané hodnoty dominantní podíl sektor služeb (62 %), podíl průmyslu činí 30 %, podíl stavebnictví 6 % a podíl zemědělství 2 %.

Klíčovou roli ve vývoji ekonomiky hraje zahraniční obchod. Podíl vývozu zboží a služeb na HDP dosahuje 78 % a dlouhodobě stoupá. Hlavními obchodními partnery jsou země EU: Německo, Slovensko, Polsko a Francie.

Stabilní makroekonomická situace a relativně nízké zadlužení vládního sektoru se odráží v příznivém ratingu. Standard & Poor's hodnotí dlouhodobé závazky České republiky v lokální měně známkou AA, Fitch Ratings známkou AA- a agentura Moody's známkou Aa3.

Následující části zahrnují detailnější analýzu české ekonomiky, zhodnocení současného stavu a stability ekonomiky České republiky a výhled na rok 2020.

Globální ekonomika

Stupňující se napětí v mezinárodním obchodě, Brexit a citelný pokles poptávky po automobilech jsou hlavními důvody zpomalení růstu globální ekonomiky v roce 2019. Krátkodobé indikátory sondující nálady a očekávání průmyslových firem se v případě některých zemí propadly na nejnižší hodnoty za posledních deset let. Klíčovým aspektem ekonomického vývoje v uplynulém roce je synchronizované zpomalení vyspělých i rozvíjejících se zemí.

Po celý rok se zástupci USA a Číny snažili o zmírnění tenzí ve vzájemných vztazích a o dosažení obchodní dohody. Se střídavými úspěchy, či spíše neúspěchy. V květnu USA zvýšily celní sazbu na dovoz zboží z Číny v objemu 200 miliard dolarů z 10 na 25 procent. Odpovědí bylo zvýšení cla ze strany Číny na dovoz zboží z USA v objemu 60 mld. dolarů, a to zejména na zemědělskou produkci a potraviny. Po tomto kroku následovalo další zvýšení cel na dovoz zboží do USA v objemu 75 mld. dolarů v srpnu. Od září začal platit dodatečný seznam zboží, na něž USA uvalují cla při dovozu z Číny, celkem by měl ovlivnit dovoz v objemu 125 mld. dolarů. Čína zareagovala podáním stížnosti na USA u Mezinárodní obchodní organizace (WTO). Po dvou letech obchodní přestřelky byla zavedena či zvýšena cla na dovoz zboží z Číny do USA v objemu 550 mld. dolarů, v opačném směru se cla týkají zboží v objemu 185 mld. dolarů. V závěru roku se objevila informace, že by obchodní dohoda mezi oběma zeměmi mohla být uzavřena až po příštích prezidentských volbách v USA, které se budou konat v listopadu 2020.

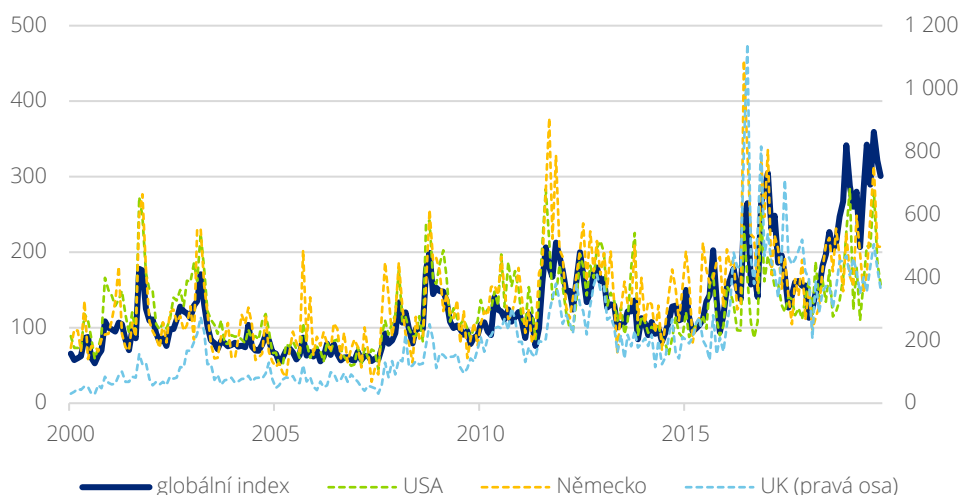
Na americko-evropské frontě byl po většinu roku relativně klid. Ten skončil s rozhodnutím WTO v dlouhotrvajícím sporu o podpoře pro výrobce letadel. WTO dal za pravdu USA a dovolil uvalit cla v objemu 7,5 mld. dolarů na dovoz z EU do USA. Na seznam se kromě letadel Airbus dostaly také sýry, vína či whisky. Další roznětkou vzájemných tenzí bylo schválení speciální daně na velké internetové firmy ve Francii. Daň je namířena zejména na Google, Amazon, Facebook a Apple, technologické firmy z USA. Odvetou ze strany USA je hrozba uvalení až 100procentních cel na dovoz francouzského zboží v objemu 2,4 mld. dolarů, přičemž na seznamu jsou šumivá vína, sýry či konfekce. Trumfem v ruce, který naštěstí

ještě ve hře nepadl, jsou případná cla na dovoz automobilů z EU do USA. Vzhledem k tomu, jakým potížím automobilový průmysl aktuálně čelí, by dopady cel na řadu evropských zemí byly citelné.

Samostatnou kapitolou je zvýšení tenze mezi Japonskem a Koreou, které odstartovalo rozhodnutí nejvyššího korejského soudu umožňující obětem nucených prací v druhé světové válce požádat o odškodnění od japonských firem, a to i přes válečné reparace, které již Japonsko zaplatilo. Japonsko následně odebralo Koreji status preferovaného obchodního partnera. V Koreji se začalo ve velkém měřítku bojkotovat japonské zboží.

Přísnější emisní limity, postupné rozšiřování nových taxi služeb typu Uber a sdílených automobilů i obavy z dalšího ekonomického vývoje sráží poptávku po osobních automobilech prakticky na každém kontinentu. Globální prodeje osobních a lehkých užitkových automobilů by letos měly klesnout zhruba o 3,1 milionů vozů (3,8 %)¹. To je největší propad od roku 2009. Nejvýraznější pokles registruje Čína, kde prodeje meziročně klesly o 11 %. Evropa a USA registrují pokles zhruba o 2 %. Právě v nižší poptávce po automobilech leží vysvětlení, proč je globálním zpomalením tak citelně zasažena právě německá ekonomika, kde se indexy hodnotící vývoj a očekávání v průmyslu (PMI, Ifo) propadly na úroveň, na níž se pohybovaly během finanční krize před deseti lety.

Graf 1: Index nejistoty v hospodářské politice



Zdroj: Economic Policy Uncertainty

Specifickým evropským problémem je Brexit, ale po posledních volbách v Británii se zdá, že je dobojováno. Tedy alespoň první kolo, odchod z EU. Nedořešenou otázkou je ovšem podoba nových ekonomických relací mezi EU a Velkou Británií. Původně bylo limitním datem pro dosažení dohody mezi Velkou Británií a EU 29. března 2019. Vzhledem k neschopnosti prosadit dohodu o Brexitu na půdě britského parlamentu byl termín posunut na konec října. Ani to ovšem nestačilo k nalezení kompromisu, proto byl opět finální termín posunut, tentokrát na 31. ledna 2020. K tomuto datu nejspíše Velká Británie opustí EU a začne platit přechodné období, během něhož se bude Velká Británie řídit pravidly EU, ale ztratí členství v jejích institucích. Zároveň se začne připravovat nová podoba vzájemných obchodních vztahů mezi EU a Velkou Británií.

Výsledkem uvedených vlivů je očekávané zpomalení růstu globální ekonomiky ze 4,0 % v roce 2018 na 3,4 % v roce 2019. Pohled napříč statistikami HDP pro jednotlivé země ukazuje na synchronizovaný vývoj. Růst ekonomiky USA by měl zvolnit z 2,9 % na 2,4 %. Čínská ekonomika zpomalí z 6,6 % na 6,4 %. Růst japonské ekonomiky se drží kolem 1 %. Indie nejspíše zvolní ze 7,3 % na 5,8 %. Eurozóna se v roce 2018 mohla těšit z růstu ve výši 1,9 %, v roce 2019 to patrně bude jen anemických 1,1 %. Důvodem je především zpomalení růstu HDP v Německu z 1,6 % na 0,5 %. Zpomalení neunikla ani Francie, kde se očekává zvýšení HDP o 1,2 % po předchozím růstu o 1,7 %. Itálii patrně čeká stagnace. Solidní růst o

¹ [Moody's: Auto manufacturing outlook is negative as geopolitical threats loom, August 2019](#)

2,2 % si tak z velkých zemí eurozóny drží jen Španělsko. V rámci zemí střední a východní Evropy zůstávají premianty Rumunsko, Polsko a pobaltské země s růstem HDP kolem 4 %.

Zpomalující hospodářský růst, narůstající tenze v mezinárodním obchodu a zhoršující se vyhlídky do dalších měsíců ovšem nesebraly vítr z plachet finančním trhům. Globální akciový index MSCI World v prvních 11 měsících roku 2019 stoupl o 20 %. Dařilo se zejména americkým burzám, index S&P 500 si připsal 25 %. Panevropský index STOXX Europa 600 nezůstal s 21 % příliš pozadu. O něco pomaleji rostly asijské indexy, čínský Shanghai Composite stoupl o 15 % a japonský Nikkei 225 o 16 %.

Zatímco na akciových trzích večírek nekončí, dluhopisy vnímají změnu ekonomické situace citlivěji. Výnos 10letého státního dluhopisu v USA za posledních 12 měsíců klesl o 120 bazických bodů na 2,9 %. Německý státní dluhopis se stejnou splatností klesl o 60 bazických bodů na -0,3 % a opět se ponořil do záporných hodnot.

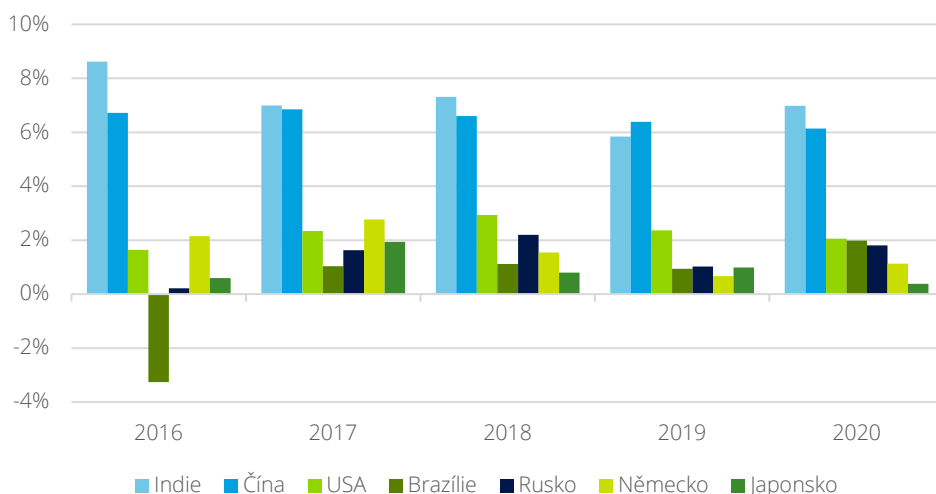
Hodnocení kreditního rizika, resp. možnosti selhání některého státu, se zlepšilo prakticky u všech zemí, jak ukazuje pokles CDS swapů na státní dluhopisy. Výjimkou je ovšem Argentina, která se opět začala vracet do své vlastní finanční a ekonomické krize.

Poměrně klidný byl poslední rok pro devizové trhy. Žádnou z klíčových měn nepostihly výraznější výkyvy. Kurz eura vůči dolaru za posledních 12 měsíců oslabil o 3,2 %. Vůči britské libře euro oslabilo o 5,1 %. Japonský jen posílil vůči americkému dolaru o 2,6 %. Čínský jüan naopak o 2,3 % oslabil.

Nárůst nejistoty se projevil na komoditních trzích zvýšeným zájmem o drahé kovy. Cena zlata za posledních 12 měsíců vzrostla o 15 %, cena stříbra o 12 %. Ceny ropy v prvních dvou třetinách roku klesaly, v srpnu dosáhl meziroční pokles až 20 %, nicméně ke konci roku své ztráty korigovaly a v prosinci se pohybovaly mírně nad hodnotami z předchozího roku. Změnu ekonomické situace reflektovaly ceny mědi a dalších průmyslových kovů citelným poklesem.

Co nás čeká v roce 2020? Tempo růstu globální ekonomiky by se mohlo mírně zvýšit na 3,6 %, a to především díky zlepšení situace v rozvíjejících se zemích, jako je Indie, Brazílie, Mexiko, Rusko nebo Turecko. Růst HDP v USA naopak dále zpomalí na 2,1 %. Čína by si měla připsat 6,1 %. Eurozóna si příliš nepolepší, aktuálně počítáme s růstem pouze o 1,3 %. U Německa očekáváme růst HDP o 1,2 %, v případě Francie 1,3 %. Ve střední a východní Evropě by si měla udržet solidní dynamiku růstu trojice pobaltských zemí.

Graf 2: Růst HDP ve vybraných zemích



Zdroj: ČSÚ. Odhady pro roky 2019 a 2020: MMF

Zásadním faktorem určujícím vývoj globální ekonomiky v roce 2020 bude situace v mezinárodním obchodě. Vzhledem k tomu, že jde primárně o politický faktor, je těžké předjímat, zda bude pokračovat eskalace ochranných opatření a odvetných kroků, nebo dojde k obratu, uvolnění vztahů a poklesu cel a netarifních bariér.

Evropa se musí poohlížet po vlastním specifickém faktoru – Brexitu. Stále není jasné, zda tento nekonečný příběh odcházení z EU příští rok skončí, případně jak. Nejistota varianty Brexitu nezatěžuje jen ekonomiku Velké Británie, ale i dalších zemí vyvážejících zboží do této země.

Jedním z faktorů podporujících udržení či zrychlení růstu by měla být uvolněná měnová politika. V průběhu roku 2019 celá řada centrálních bank snižovala úrokové sazby, což by se mělo projevit právě v roce 2020. Prostor pro další stimulaci uvolněním měnových podmínek je ovšem značně vyčerpaný, zejména v rozvinutých zemích.

S uvedenou prognózou ekonomického vývoje je konzistentní mírně uvolněná měnová politika v klíčových ekonomikách. Základní sazba Fedu by měla zůstat v intervalu 1,75–2,0 %. ECB prostor ke snižování úrokových sazeb již vyčerpala a vrátila se ke kvantitativnímu uvolňování. Pokud by vývoj v eurozóně nenaplňoval prognózovaný růst, ECB by patrně program nákupu dluhopisů navýšila. Pro politiku centrálních bank ve střední Evropě je nejpravděpodobnějším scénářem stabilita úrokových sazeb.

Důležitým milníkem budou v příštím roce prezidentské volby v USA, které se budou konat 3. listopadu. Výsledek voleb může zásadním způsobem ovlivnit další vývoj mezinárodního obchodu, a tedy i vývoj ekonomiky nejen v USA, ale i v mnoha dalších zemích.

Evropa nemá na příští rok příliš plný volební kalendář. Nový prezident se bude volit v Německu. Francii čekají volby do Senátu. Ve střední Evropě budou mezi důležité politické milníky jistě patřit parlamentní volby na Slovensku, v Litvě, Rumunsku a Chorvatsku a také prezidentské volby v Polsku.

Česká republika

HDP

Očekávání „měkkého přistání“ české ekonomiky se naplnila. Růst HDP se v první polovině roku 2019 držel na stejné úrovni jako na konci předchozího roku. V druhé půli přišlo mírné zpomalení. V loňské edici ekonomického výhledu jsme očekávali, že růst HDP v roce 2019 zpomalí na 2,2 %. Po třech čtvrtletích se odhad na rok 2019 posunul na 2,5 %.

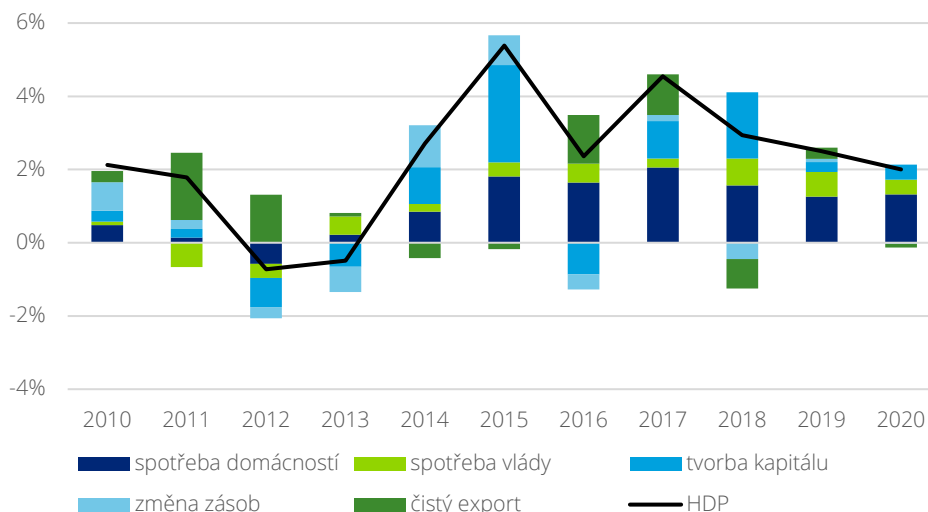
Prim hrála v roce 2019 především spotřeba. V prvních třech čtvrtletích se výdaje domácností na spotřebu meziročně zvýšily o 2,6 %, vládní spotřební výdaje dokonce o 3,3 %. Poptávka domácností čerpala z velmi nízké nezaměstnanosti a rychlého růstu mezd. Vládní výdaje se mohly opřít o vyšší inkaso daní a deficitní hospodaření centrální vlády.

Obavy ze zhoršování ekonomické situace v zahraničí ovšem dolehly na firemní investice. Hrubá tvorba fixního kapitálu klesala v každém čtvrtletí. Investice do výstavby budov a inženýrských staveb si ještě udržely svižné tempo růstu, investice do dopravních prostředků stagnovaly, ale investice do strojního vybavení a ICT ve srovnání s předchozím rokem klesly.

Poněkud překvapivě se při pokračování růstu domácí poptávky a zpomalení zahraniční poptávky udržel kladný příspěvek čistého exportu. Vývoz se v prvních třech čtvrtletích meziročně zvýšil o 1,9 %, zatímco dovoz rostl o 1,6 %.

Pohled na jednotlivá odvětví ekonomiky odhaluje, že k růstu celkové přidané hodnoty nejvíce přispěla odvětví ze sektoru služeb, konkrétně obchod, doprava, ubytování a pohostinství. Dále také zpracovatelský průmysl a ICT odvětví, které vykázalo nejrychlejší tempo růstu přidané hodnoty.

Graf 3: Růst HDP a příspěvky jednotlivých složek

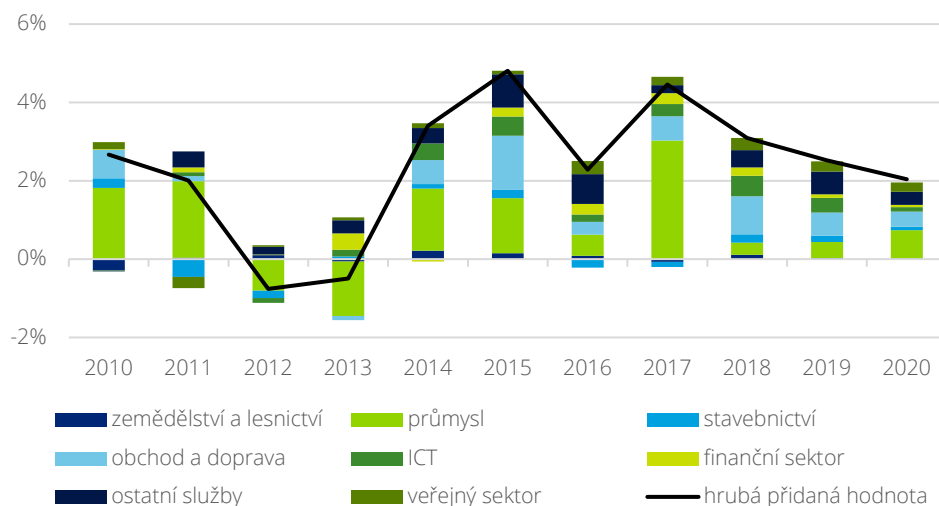


Zdroj: ČSÚ, Deloitte

V roce 2020 by měl růst HDP zpomalit na 2,0 %. Hlavním důvodem by měl být obrat ve vývoji čistého exportu. Na vývoz dolehne zpomalení růstu poptávky v zemích, které jsou hlavními obchodními partnery Česka. Dovoz se naopak může opřít o domácí poptávku, která ještě ochlazení příliš nevnímá. Příspěvek čistého exportu k růstu HDP by měl být v roce 2020 mírně negativní. Těžištěm růstu ekonomiky budou i nadále spotřební výdaje domácností a vlády. První těží ze situace na trhu práce, druhé z procyklické fiskální politiky. Firemní investice může negativně ovlivnit zhoršující se sentiment ve firemním sektoru, který vnímá změny v globální ekonomice citlivěji než domácnosti nebo vláda.

Na konci roku 2019 se česká ekonomika nachází v situaci s mírně kladnou mezerou výstupu, tj. aktuální výkon přesahuje dlouhodobě udržitelný potenciál. Jinými slovy využití výrobních kapacit je vyšší, než obvykle bývá. Mezera výstupu dosahuje 0,5–0,8 % (podle dvou různých metod výpočtu). Zpomalení růstu HDP by mělo mezeru výstupu přivřít, stále však zůstane mírně kladná.

Graf 4: Růst hrubé přidané hodnoty a příspěvky jednotlivých odvětví



Zdroj: ČSÚ, Deloitte

Česká ekonomika sice mírně zpomalila své tempo růstu a nejspíše bude zpomalovat i nadále, reálnou konvergenci k výkonnosti ostatních evropských zemí by to ovšem zastavit nemělo. Očekáváme, že HDP na obyvatele po přepočtu podle parity kupní síly se v roce 2019 zvýšilo na 92 % průměru EU, což je stejná úroveň jako HDP na obyvatele Španělska. V roce 2020 by tento ukazatel měl stagnovat. Další zemi EU, Itálii, bychom mohli dosáhnout zhruba v roce 2023.

Trh práce

Problémem číslo jedna na trhu práce byl v roce 2019 nedostatek volných pracovních sil. Zatímco počet volných míst v průměru v roce 2019 dosahoval 340 tisíc, počet dosažitelných uchazečů o práci evidovaných na úřadech práce v průměru činil jen 190 tisíc a počet nezaměstnaných, kteří skutečně aktivně hledali práci a byli ochotni do ní nastoupit, dosahoval dokonce jen asi 110 tisíc.

Míra nezaměstnanosti oscilovala kolem 2 % a tradičně byla o něco nižší u mužů než u žen. Z regionálního pohledu jsou rozdíly minimální, s výjimkou Moravskoslezského a Karlovarského kraje, kde míra nezaměstnanosti přesahuje 3 %, resp. 4 %. Nijak výrazněji se nezměnily ani další hlavní parametry trhu práce. Míra zaměstnanosti setrvává mírně nad 75 %, míra ekonomické aktivity se zastavila na 77 %.

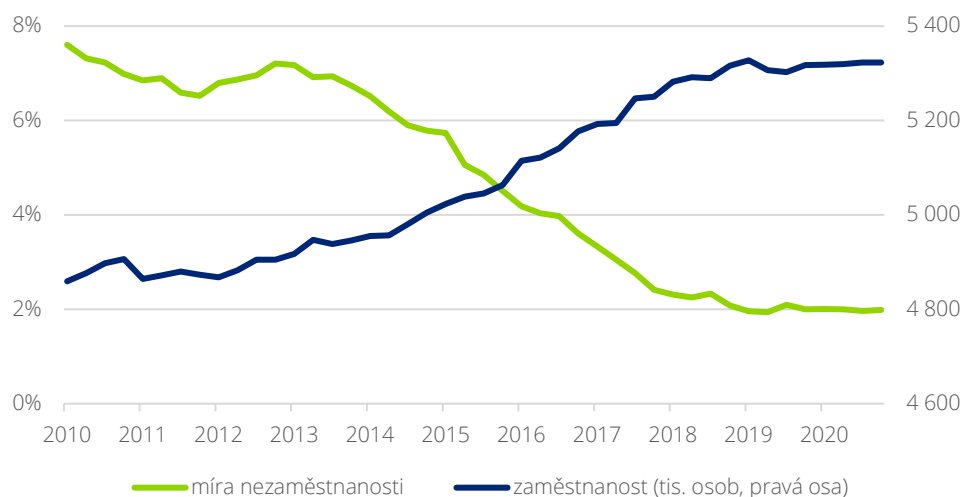
Nedostatek pracovních sil se projevil v tlaku na růst mezd. Ten sice nebyl tak silný jako v roce 2018, přesto vedl k meziročnímu růstu průměrné mzdy v prvních třech čtvrtletích o 7,2 %. Významnou měrou k růstu průměrné mzdy přispěl veřejný sektor, kdy ve školství platy stouply v průměru o 8,4 % a ve zdravotnictví o 7,5 %. Ve firemním sektoru rostly nejrychleji mzdy v oblasti administrativních a podpůrných činností a rovněž ve velkoobchodu a maloobchodu.

Již čtvrtým rokem předstihuje růst mezd vývoj produktivity práce. Jednotkové mzdové náklady, tedy ukazatel postihující růst mezd, zaměstnanosti a produktivity, se i nadále zvyšují. V prvních třech čtvrtletích 2019 meziročně stouply o dalších 0,7 %.

V roce 2020 se situace na trhu práce začne měnit. Firmy ve zpracovatelském průmyslu již v reakci na zpomalení růstu nových zakázek přestaly zvyšovat stavy zaměstnanců. Zpomalení růstu ekonomiky může omezit poptávku po práci ze strany firem, nicméně nejspíše to jen zmírní vysoký převis poptávky nad nabídkou. Proto by i při zpomalení růstu měla míra nezaměstnanosti setrvat na velmi nízké úrovni, konkrétně v blízkosti 2 %.

Namísto je jisté také větší opatrnost firem při vyjednávání o mzdách pro příští rok. Pomalejší růst ekonomiky, zvýšená nejistota vývoje v zahraničí a pokles ziskových marží omezují prostor pro další rychlý růst mezd. V roce 2020 očekáváme zvýšení průměrné mzdy o 5,7 %, tedy méně než v předchozích třech letech.

Graf 5: Zaměstnanost a míra nezaměstnanosti



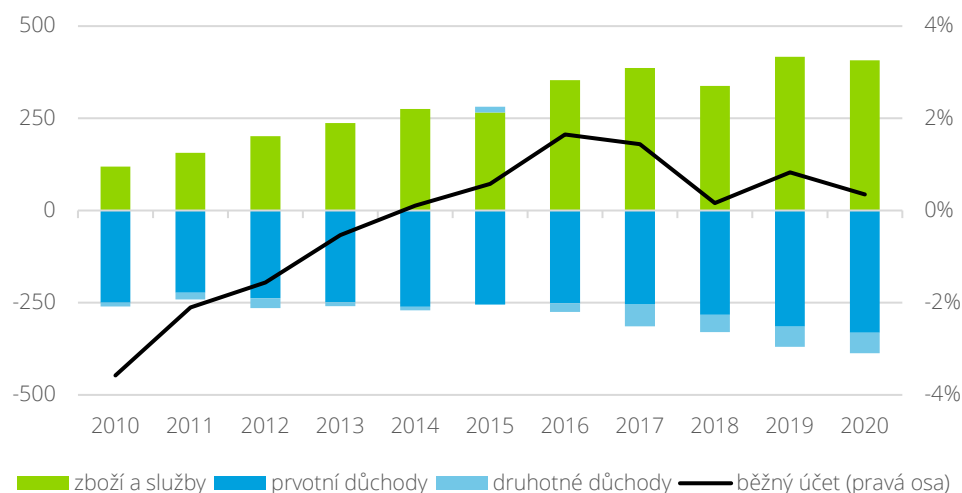
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

Vnější relace

Česko si drží již šest let mírný přebytek běžného účtu platební bilance. V roce 2019 se tento přebytek mírně zvýšil. Po třech čtvrtletích dosáhl 0,8 % HDP. V předchozím roce naopak klesl na 0,2 % HDP. Platební bilance, stejně jako vývoj zahraničního dluhu a investiční pozice řadí Česko mezi bezpečné ekonomiky z hlediska vnějších relací.

Ke zvýšení přebytku běžného účtu pomohla zejména lepší bilance v obchodu se zbožím a službami. Její přebytek se zvýšil z 6,3 % HDP v roce 2018 na 6,8 % HDP po třech čtvrtletích. Kladné saldo se zvýšilo v obou částech, v obchodu se zbožím i v bilanci služeb. V případě obchodní bilance došlo k reálnému zvýšení přebytku a kladný byl i vliv změny směnných relací. Po devíti měsících roku 2019 dosahuje přebytek obchodní bilance 153 mld. Kč, za celý loňský rok saldo činilo 98 mld. Kč.

Graf 6: Běžný účet platební bilance (v % HDP) a jeho složky (v mld. Kč)



Zdroj: ČSÚ, ČNB, Deloitte

V prvních třech čtvrtletích se objem vývozu meziročně zvýšil o 106,6 mld. Kč a přispělo k tomu především zvýšení vývozu strojů a dopravních prostředků o 74 mld. Kč. Dovoz ve stejném období stoupl o 52,1 mld.

Kč, přičemž i zde přinesly dominantní příspěvek stroje a dopravní prostředky (30,4 mld. Kč). Díky nižším cenám ropy se snížila hodnota dovážených minerálních paliv o 10,3 mld. Kč. Z teritoriálního pohledu se v absolutním měřítku nejvýrazněji zvýšil vývoz do Německa (27,5 mld. Kč) a na Slovensko (16 mld. Kč). Za zvýšením dovozu byla především Čína, dovoz z této země stoupl o 15,6 mld. Kč.

Druhou klíčovou složkou běžného účtu je bilance prvotních důchodů, kde jsou registrovány dividendy vyplácené do zahraničí a ze zahraničí. Odliv dividend byl v roce 2019 na podobné úrovni jako o rok dříve, přesto se bilance prvotních důchodů mírně zlepšila, neboť se zvýšily příjmy ze zahraničí.

Zahraniční dluh Česka v první polovině roku 2019 mírně klesl. V relaci k HDP dosáhl 79 %, což je nejnižší hodnota od konce roku 2016. Pokračující pokles zahraničního dluhu souvisí s pozvolnou likvidací spekulativních investic do české měny zahraničními investory z období kurzového závazku, kdy se zejména těsně před jeho koncem masivně sázelo na posílení kurzu české měny. Kvůli tomuto specifickému faktoru nejsou použitelné obvyklé ukazatele, podle nichž se posuzuje výše zahraničního dluhu. Čistá investiční pozice Česka pokračovala v trendu postupného zlepšování. Zatímco v polovině roku 2018 činilo saldo investiční pozice 26,9 % HDP, v polovině roku 2019 kleslo na 24,7 % HDP. V našem modelu investiční pozice vychází, že do konce nadcházející dekády by se z Česka mohl stát čistý věřitel.

V roce 2020 budou vývoj vnějších ekonomických relací Česka určovat dva hlavní faktory: zpomalení růstu zahraniční poptávky a pokračování solidního růstu domácí poptávky. Přebytek obchodní bilance by kvůli tomu měl klesnout na 137 mld. Kč ze 168 mld. Kč očekávaných v roce 2019. Na vývoji běžného účtu platební bilance to ovšem příliš znát nebude. V této části platební bilance očekáváme snížení přebytku z 0,5 % HDP v roce 2019 na 0,4 % HDP v roce 2020. Zahraniční dluh Česka by měl klesnout na 70 % HDP.

Inflace

Do vývoje cen v roce 2019 výrazněji promluvily ceny energií. V reakci na rychlý růst cen elektřiny na burzách v roce 2018 stoupla hned na začátku roku cena elektřiny o 5,3 %. Zdražování elektřiny pokračovalo i v dalších měsících.

Graf 7: Inflace



Zdroj: ČSÚ, ČNB, Deloitte

Ke zrychlení inflace přispěl také vývoj cen potravin. V roce 2018 ceny potravin klesly o 0,6 %, v průběhu roku 2019 meziroční inflace v cenách potravin akcelerovala až na 4,1 %. Nemalou měrou k tomu přispěly klimatické podmínky v roce 2018, které ovlivnily zemědělskou výrobu. Sklizeň obilovin byla v roce 2018 nejnižší za posledních 6 let. Klesla také sklizeň brambor, luskovin, píce i technické cukrovky. Zvýšila se pouze sklizeň řepky. Tyto výsledky vedly ke zrychlení meziroční inflace v cenách zemědělských výrobců až na 12,9 % v červnu 2019. Vyšší ceny zemědělské produkce a potravin se následně promítly také do vývoje cen ve stravování.

K akceleraci ovšem došlo také na úrovni jádrové inflace. Na konci roku 2018 se jádrová inflace pohybovala v blízkosti 2procentního inflačního cíle centrální banky, v průběhu roku 2019 však zrychlila na 3 %. Tyto inflační tlaky souvisí především s rychlým růstem mezd a přehříváním ekonomiky.

Výraznější drama se ovšem odehrávalo mimo spotřebitelský koš. Růst poptávky podporované příznivou ekonomickou situací a relativně nízkými úrokovými sazbami a limit na straně nabídky vedly k pokračování rychlého růstu cen nemovitostí a cen stavebních prací.

V roce 2020 do vývoje inflace zasáhnou administrativní faktory. V lednu budou zvýšeny sazby spotřebních daní u cigaret a alkoholu, což by mělo index spotřebitelských cen zvýšit zhruba o 0,7 %. V květnu bude spuštěna třetí a čtvrtá vlna elektronické evidence tržeb. S tím je svázáno snížení sazby DPH u vybraných výrobků a služeb. Odhadovaný dopad na index spotřebitelských cen činí -0,3 %. Jádrová inflace by měla reflektovat pozvolné uzavírání mezery výstupu a zpomalující růst mezd a měla by se začít zvolna vracet k hranici 2 %. Celková inflace by se většinu roku 2020 měla pohybovat v intervalu 2,5–3,0 %.

Měnová politika

Česká národní banka se nachází v poněkud schizofrenní situaci. Na jedné straně tu stále máme rychlý růst mezd a jádrovou inflaci nad hodnotou inflačního cíle, na straně druhé jsou patrné stále citelnější známky pronikání globálního ochlazení do české ekonomiky. V modelu reakční funkce centrální banky jde o to, jaká váha je přisouzena inflaci a jaká vývoji reálné ekonomiky. V případě jednotlivých členů bankovní rady jde o jejich osobní inklinaci k přísnější, či uvolněnější měnové politice. Výsledkem této schizofrenie bylo v roce 2019 jedno zvýšení úrokových sazeb o 25 bazických bodů, které posunulo základní repo sazbu na 2,0 %, a několik dalších nejednotných hlasování bankovní rady.

Do roku 2020 vstupuje ČNB s výsledky vlastního modelu, které říkají, že by se hned zkraje roku měly úrokové sazby zvýšit, aby je ČNB vzápětí zase snížila. Při zvýšené míře nejistoty ekonomického vývoje v zahraničí nejspíše převládne vyčkávací strategie s větší preferencí vyhlazování vývoje úrokových sazeb, což přeloženo do normálního jazyka znamená stabilitu úrokových sazeb. To by mělo podporovat také pozvolné snižování domácích inflačních tlaků.

Graf 8: Devizové kurzy



Zdroj: ČNB, Deloitte

Kurz koruny se v posledních měsících mění jen minimálně. Po ukončení intervencí centrální banky v dubnu 2017 se usadil v pásmu 25,50–26,00 CZK/EUR. Tato stabilita kurzu je výsledkem dvou protichůdných tlaků. Prvním z nich je reálný vývoj ekonomiky. Reálnou konvergencí zpravidla provází sbližování cenových hladin, tj. nominální konvergence. To se aktuálně částečně děje přes rychlejší růst jednotkových mzdových nákladů v Česku ve srovnání s eurozónou. Obvykle k tomu přispívalo také posilování nominálního kurzu koruny, k čemuž nyní nedochází. Výsledkem je rozevření nůžek mezi skutečným reálným kurzem koruny a modelovým výsledkem pro českou měnu. Jinými slovy, reálný kurz koruny je patrně podhodnocený. Prostor k posílení nominálního kurzu existuje. To se však neděje

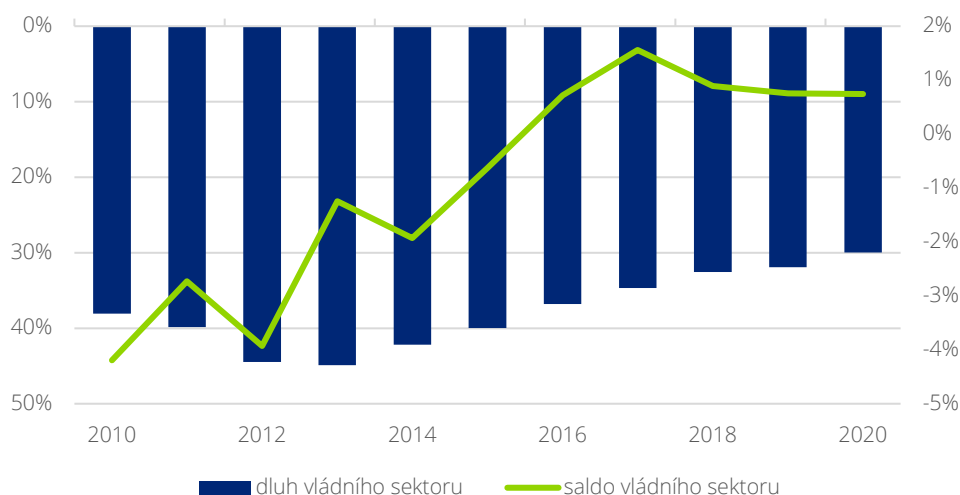
z důvodu druhého tlaku. Tím je stav „překoupenosti“ koruny na devizových trzích. Na účtech investorů zůstává velký objem korunových pozic, které byly původně zamýšleny jako krátkodobá spekulace na posílení české měny po ukončení intervenční politiky centrální banky. Postupně se z nich však staly střednědobé investice, jejichž postupné snižování znemožňuje posílení kurzu koruny. Situace protichůdného působení reálné konvergence a technické překoupenosti bude určovat vývoj kurzu koruny i v příštím roce.

Fiskální politika

V průběhu roku 2019 došlo k dalšímu mírnému zhoršení hospodaření vládního sektoru. V roce 2018 dosáhl přebytek vládního sektoru 47,4 mld. Kč (0,9 % HDP), v polovině roku 2019 činil na celoroční bázi 31,3 mld. Kč (0,6 %). Příjmy se meziročně zvýšily o 7,7 %, výdaje stouply o 9,2 %. Při pohledu na jednotlivé subsektory je patrné, že za zhoršením jsou výsledky centrální vlády hospodařící s deficitem. Naopak kraje, obce a zdravotní pojišťovny dokázaly hospodařit s mírným přebytkem. Jedním z důvodů rychlejšího růstu výdajů a zhoršení salda vládního sektoru je dopad slev v dopravě pro žáky, studenty a seniory a diskreční zvýšení důchodů nad rámec valorizačního vzorce. Údaje o vývoji státního rozpočtu naznačují, že ani v druhé polovině roku se hospodaření centrální vlády nezlepšilo. Ke konci listopadu dosahoval schodek státního rozpočtu 38,6 mld. Kč, což bylo o 17 mld. více než v listopadu předchozího roku.

Cyklicky očištěné primární saldo vládního sektoru činilo v roce 2018 70,4 mld. Kč (1,3 % HDP), v polovině roku 2019 ovšem jen 55,5 mld. Kč (1,0 % HDP). Fiskální impuls tedy zůstává kladný, přestože ekonomika dosahuje kladné mezery výstupu. Pozice fiskální politiky je tak i nadále procyklická.

Graf 9: Saldo a dluh vládního sektoru (v % HDP)



Zdroj: ČSÚ, ČNB

Celkový dluh vládního sektoru se zvýšil z 1,735 bil. Kč (32,6 % HDP) na konci roku 2018 na 1,817 bil. Kč (33,1 % HDP) v polovině roku 2019.

Daňové zatížení se v roce 2019 dále zvýšilo. Složená daňová kvóta stoupla z 35,8 % HDP na konci roku 2018 na 36,2 % HDP v polovině roku 2019.

V roce 2020 ovlivní vývoj salda vládního sektoru zpomalení hospodářského růstu a růstu mezd. Projev se také opatření schválená vládou a parlamentem v roce 2019. Mezi ně patří například zvýšení rodičovského příspěvku a opětovné zvýšení penzí nad rámec povinné valorizace na straně výdajů a zvýšení paušálů pro živnostníky na straně příjmů. Přebytek vládního sektoru by měl v roce 2020 dosáhnout 44 mld. Kč (0,7 % HDP). I tento přebytek by při nízkých nákladech na dluhové financování a pokračování mírného růstu ekonomiky měl stačit na snížení dluhu vládního sektoru na 29,9 % HDP na konci roku 2020.

Pokud by se neměnily základní parametry fiskální politiky, potom by při očekávaném vývoji HDP, inflace a úrokových sazeb měl zůstat dluh vládního sektoru na dlouhodobě udržitelné trajektorii (nepočítáme-li s dlouhodobými dopady stárnutí populace) a v relaci k HDP zvolna klesat.

Tuto skutečnost reflektuje příznivý vývoj ratingu. V roce 2019 agentura Moody's zlepšila hodnocení pro dlouhodobé závazky České republiky ze stupně A1 na Aa3, což je stejná známka, jako má například Belgie. Nicméně ve srovnání s ostatními ratingovými agenturami jde v podstatě jen o dorovnání známek, které již Česká republika měla od ostatních agentur dříve.

Shrnutí

Stupňující se napětí v mezinárodním obchodě, nevyřešený Brexit a citelný pokles poptávky po automobilech jsou hlavními důvody zpomalení růstu globální ekonomiky v roce 2019. Po celý rok se zástupci USA a Číny snažili o zmírnění tenzí ve vzájemných vztazích a dosažení obchodní dohody. Se střídavými úspěchy, či spíše neúspěchy. Navíc se v závěru roku objevila informace, že případná obchodní dohoda mezi oběma zeměmi by mohla být na pořadu dne až po prezidentských volbách v USA, které se budou konat příští rok na podzim. Klid nebyl ani ve vztazích mezi EU a USA, které rozjítřilo rozhodnutí WTO o podpoře výrobců letadel a uvalení daní na velké technologické společnosti z USA v některých evropských zemích. Specifickým evropským problémem je Brexit, ale po posledních volbách v Británii se zdá, že je dobojováno. Nedořešenou otázkou je ovšem podoba nových ekonomických relací mezi EU a Velkou Británií. Z ekonomických událostí představuje klíčový faktor pro vývoj globální ekonomiky nečekaně silný pokles poptávky po automobilech v USA, Evropě a Asii zároveň.

Politické faktory budou hrát zásadní roli i v roce 2020. Důležitým milníkem budou v příštím roce prezidentské volby v USA. Jejich výsledek může určit, jak se bude dále vyvíjet situace v mezinárodním obchodě. Pokud do té doby nedojde k další eskalaci cel a netarifních nákladů, je šance, že se situace v globální ekonomice může opět začít zlepšovat. Tempo růstu globální ekonomiky by se mohlo zvýšit na 3,6 %, a to především díky zlepšení situace v rozvíjejících se zemích, jako je Indie, Brazílie, Mexiko, Rusko nebo Turecko. Růst HDP v USA naopak dále zpomalí na 2,1 %. Čína by si měla připsat 6,1 %. Eurozóna si příliš nepolepší, aktuálně počítáme s růstem pouze o 1,3 %. U Německa očekáváme růst HDP o 1,2 %, v případě Francie o 1,3 %. Ve střední a východní Evropě by si měla udržet solidní dynamiku růstu trojice pobaltských zemí.

Růst české ekonomiky by měl v roce 2020 zpomalit na 2,0 %. Hlavním důvodem by měl být obrat ve vývoji čistého exportu. Na vývoz dolehne zpomalení růstu poptávky v zemích, které jsou hlavními obchodními partnery Česka. Těžištěm růstu ekonomiky budou i nadále spotřební výdaje domácností a vlády.

Zpomalení růstu ekonomiky může omezit poptávku po práci ze strany firem, nicméně nejspíše to jen zmírní vysoký převis poptávky nad nabídkou. Proto by i při zpomalení růstu měla míra nezaměstnanosti setrvat na velmi nízké úrovni, konkrétně v blízkosti 2 %.

Vývoj vnějších ekonomických relací Česka budou určovat dva hlavní faktory: zpomalení růstu zahraniční poptávky a pokračování solidního růstu domácí poptávky. Přebytek obchodní bilance by kvůli tomu měl klesnout na 137 mld. Kč ze 168 mld. Kč očekávaných v roce 2019. Na vývoji běžného účtu platební bilance to ovšem příliš znát nebude. Očekáváme snížení přebytku v této části platební bilance na 0,4 % HDP.

Inflaci ovlivní zvýšení sazeb spotřebních daní u cigaret a alkoholu a snížení DPH u vybraných výrobků a služeb v souvislosti se spuštěním třetí a čtvrté vlny EET. Jádrová inflace by měla zvolna zpomalovat v reakci na snížení mezery výstupu. Celková inflace by se většinu roku 2020 měla pohybovat v intervalu 2,5–3,0 %.

Snížení inflace a zvýšená míra nejistoty ekonomického vývoje v zahraničí podporují vyčkávací strategii centrální banky. Nejpravděpodobnějším scénářem měnové politiky v roce 2020 je stabilita úrokových sazeb.

Kurz koruny nadále zůstává v kleštích dvou protichůdných faktorů: reálné konvergence a technické „překoupenosti“. Proto ani v roce 2020 nebude důvod k razantním pohybům kurzu na jednu či druhou stranu ze současné úrovně.

Pomalejší růst ekonomiky ovlivní vývoj salda vládního sektoru. Projeví se také opatření schválená vládou a Parlamentem v předchozím roce. Přebytek vládního sektoru by měl v roce 2020 dosáhnout 44 mld. Kč (0,7 % HDP). I tento přebytek by při nízkých nákladech na dluhové financování a pokračování mírného růstu ekonomiky měl stačit na snížení dluhu vládního sektoru na 29,9 % HDP na konci roku 2020.

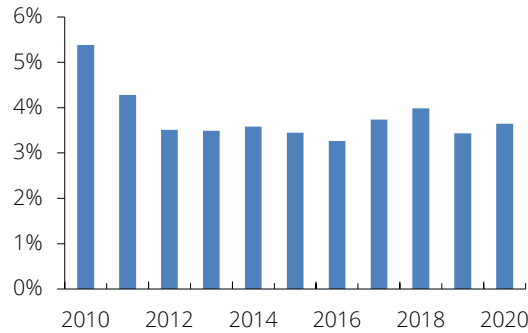
Základní data a prognózy

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
HDP, mld. Kč, běžné ceny	4 314	4 596	4 768	5 047	5 329	5 668	5 930
HDP, mld. EUR, běžné ceny	156,7	168,4	176,4	191,7	207,8	220,8	234,6
HDP, reálný růst, %	2,7%	5,4%	2,4%	4,5%	2,9%	2,5%	2,0%
Průmyslová výroba, reálný růst, %	5,0%	4,3%	3,6%	6,5%	3,2%	0,4%	1,9%
Stavební výroba, reálný růst, %	5,5%	6,1%	-5,4%	5,3%	8,8%	1,8%	1,6%
Maloobchodní tržby, reálný růst, %	2,8%	5,7%	5,3%	5,4%	5,0%	4,8%	3,0%
Míra nezaměstnanosti, průměr, %	6,1%	5,1%	4,0%	2,9%	2,2%	2,0%	2,0%
Spotřebitelské ceny, průměr, %	0,3%	0,3%	0,7%	2,5%	2,1%	2,9%	2,8%
Spotřebitelské ceny, konec období, %	0,1%	0,0%	2,0%	2,4%	2,0%	3,4%	2,5%
Ceny průmyslových výrobců, průměr, %	-0,7%	-3,2%	-3,2%	1,8%	2,0%	2,6%	1,8%
Ceny průmyslových výrobců, konec období, %	-3,7%	-2,9%	-0,3%	0,7%	2,4%	1,8%	1,8%
Růst průměrné mzdy, %	2,9%	3,2%	4,4%	6,7%	7,6%	6,9%	5,7%
Obchodní bilance, mld. Kč, národní pojetí	146,0	131,0	163,7	163,5	98,5	166,0	135,8
Běžný účet, mld. Kč	4,5	26,7	78,6	72,5	8,5	46,1	29,5
v % HDP	0,1%	0,6%	1,6%	1,4%	0,2%	0,8%	0,5%
Finanční účet, mld. Kč	-141,0	175,3	116,9	69,2	40,0	65,8	52,2
v % HDP	-3,3%	3,8%	2,5%	1,4%	0,8%	1,2%	0,9%
Přímé zahraniční investice v ČR, mld. Kč	85,5	91,3	78,6	218,0	95,7	170,6	177,3
v % HDP	2,0%	2,0%	1,6%	4,3%	1,8%	3,0%	3,0%
Zahraniční zadluženost, mld. USD	125,1	126,2	139,6	200,6	192,2	185,0	179,8
v % vývozu zboží a služeb	80,2%	83,7%	92,2%	108,6%	104,3%	99,1%	92,0%
v % HDP	66,2%	67,9%	73,4%	86,6%	81,7%	75,4%	70,0%
Devizové rezervy, mld. USD	54,5	64,5	85,7	148,0	142,5	149,2	161,5
v měsících dovozu zboží a služeb	4,5	5,6	7,7	10,4	10,0	10,5	11,5
Saldo vládního sektoru, mld. Kč	-83,1	-29,0	34,3	78,8	47,4	42,7	44,1
v % HDP	-1,9%	-0,6%	0,7%	1,6%	0,9%	0,8%	0,7%
Dluh sektoru vládních institucí, mld. Kč	1 819	1 836	1 755	1 750	1 735	1 809	1 779
v % HDP	42,2%	28,0%	36,8%	34,7%	32,6%	31,9%	29,9%
Růst peněžní zásoby (M3), %	5,9%	8,0%	6,5%	10,4%	6,3%	1,2%	6,5%
2týdenní repo sazba, konec období, %	0,05%	0,05%	0,05%	0,50%	1,75%	2,00%	2,00%
3M PRIBOR, průměr, %	0,36%	0,31%	0,29%	0,41%	1,27%	2,11%	2,14%
3M PRIBOR, konec období, %	0,34%	0,29%	0,29%	0,75%	2,01%	2,18%	2,14%
CZK/EUR, průměr	27,53	27,28	27,03	26,33	25,64	25,67	25,27
CZK/EUR, konec období	27,73	27,03	27,02	25,54	25,73	25,39	25,06
CZK/USD, průměr	20,76	24,60	24,44	23,37	21,73	22,94	23,64
CZK/USD, konec období	22,83	24,82	25,64	21,29	22,47	23,36	24,16

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

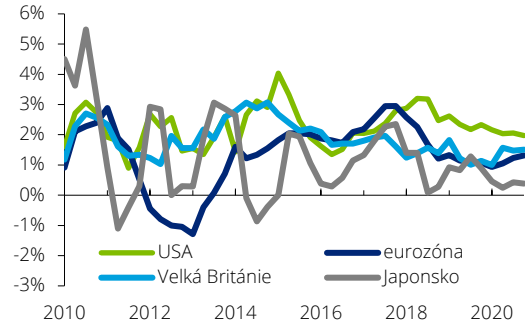
V obraze beze slov

Globální HDP (roční růst)



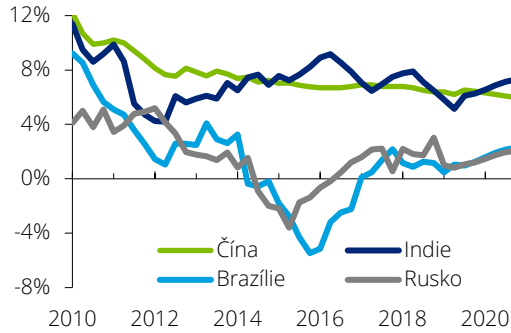
Zdroj: IMF, Deloitte

HDP: vyspělé země (roční růst)



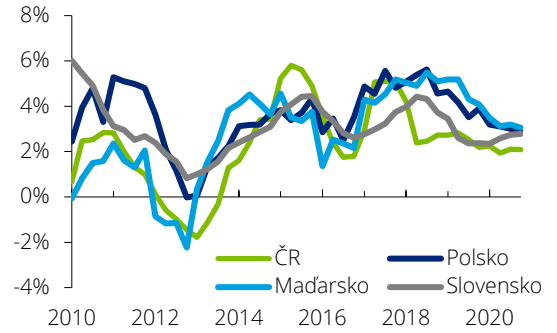
Zdroj: Eurostat, BEA, Deloitte

HDP: BRIC (roční růst)



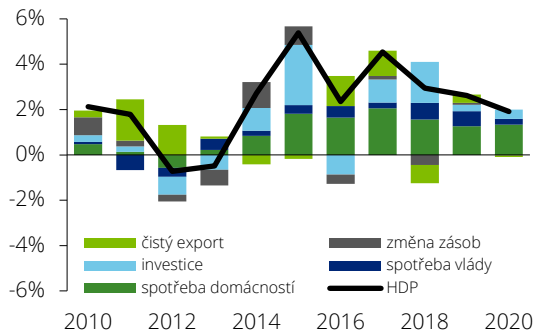
Zdroj: národní statistické úřady, Deloitte

HDP: CE (roční růst)



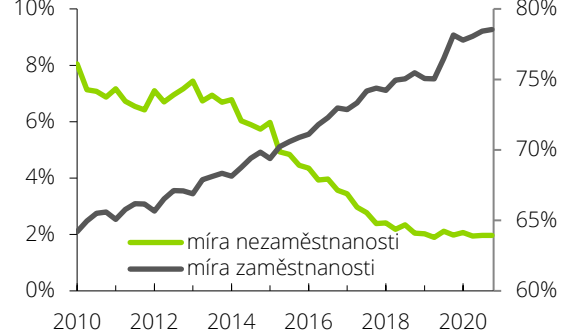
Zdroj: Eurostat, Deloitte

ČR: HDP (příspevky k meziroční změně)



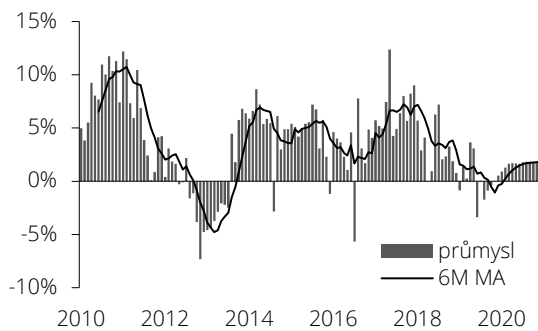
Zdroj: Deloitte

ČR: nezaměstnanost (%)



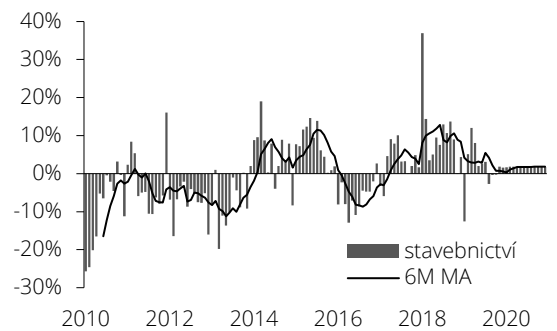
Zdroj: ČSÚ, MPSV, Deloitte

ČR: průmyslová výroba (meziroční změna)



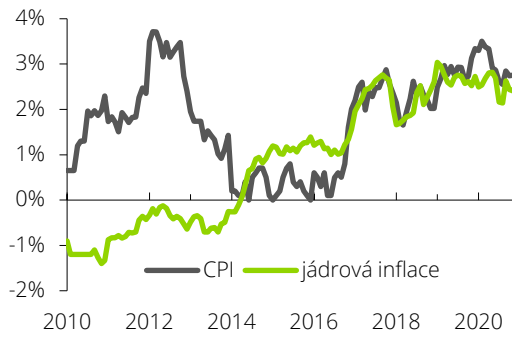
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

ČR: stavební výroba (meziroční změna)



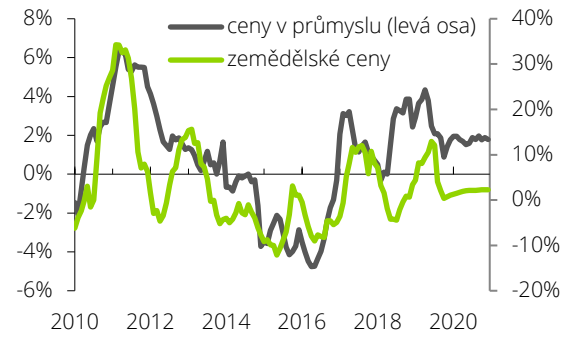
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

ČR: spotřebitelské ceny (meziroční změna)



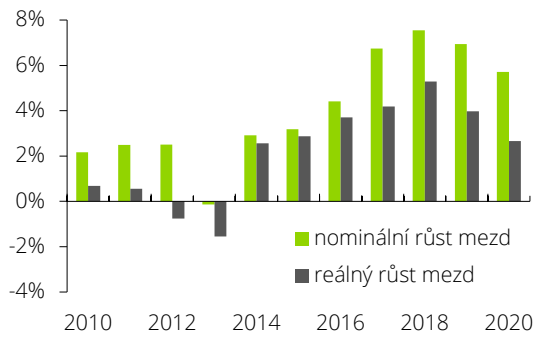
Zdroj: ČSÚ, ČNB, Deloitte

ČR: výrobní ceny (meziroční změna)



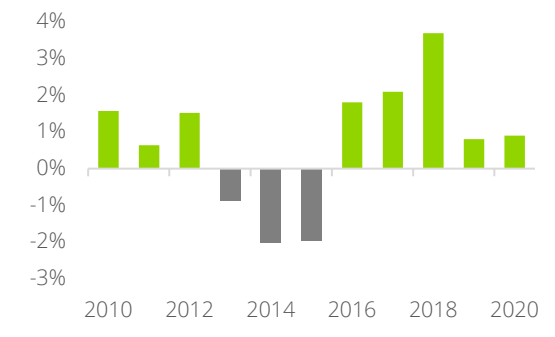
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

ČR: mzdy (meziroční růst)



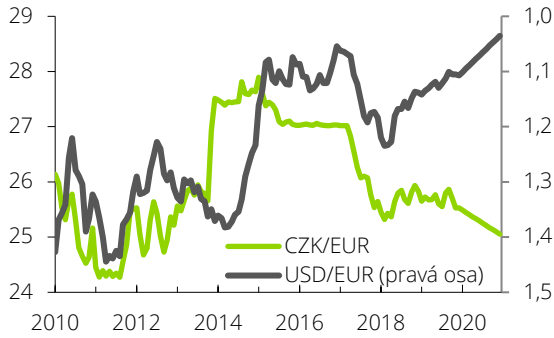
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

ČR: jednotkové mzdové náklady (meziroční změna)



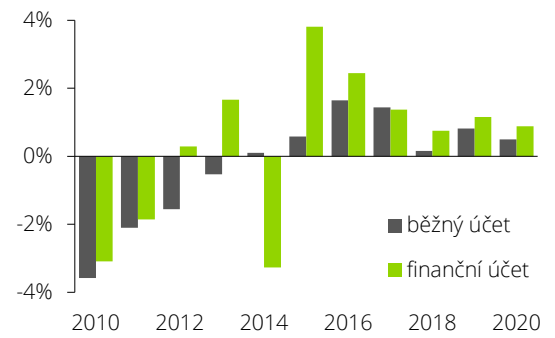
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

ČR: Devizové kurzy



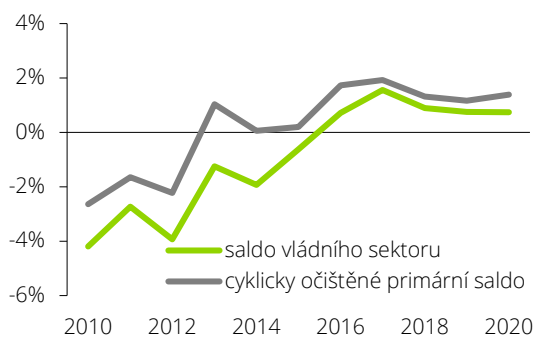
Zdroj: ČNB, Deloitte

ČR: platební bilance (% HDP)



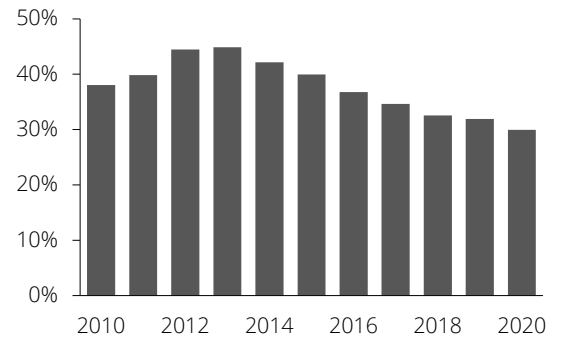
Zdroj: ČNB, Deloitte

ČR: saldo vládního sektoru (% HDP)



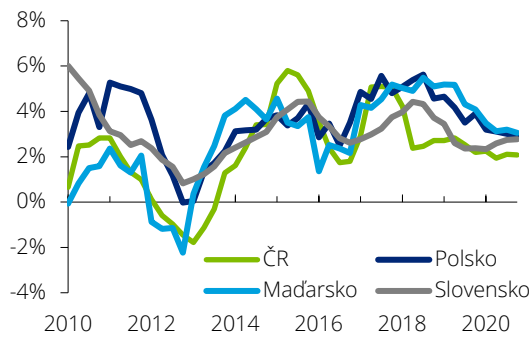
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

ČR: dluh vládního sektoru (% HDP)



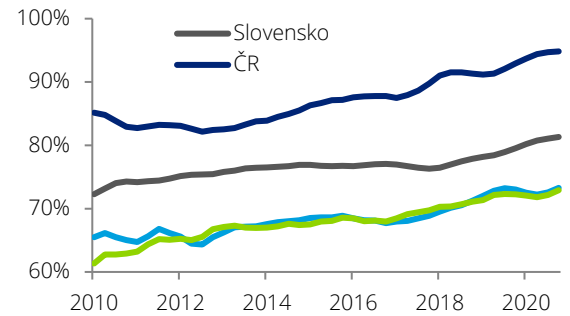
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

CE: HDP (roční růst)



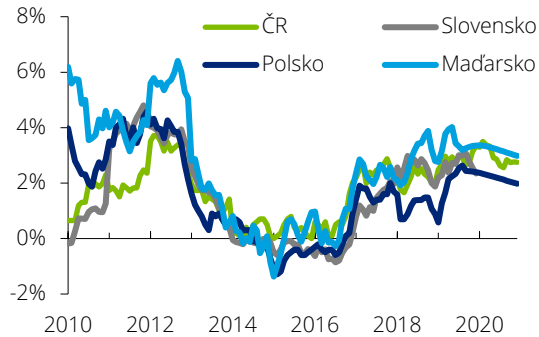
Zdroj: Eurostat, Deloitte

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



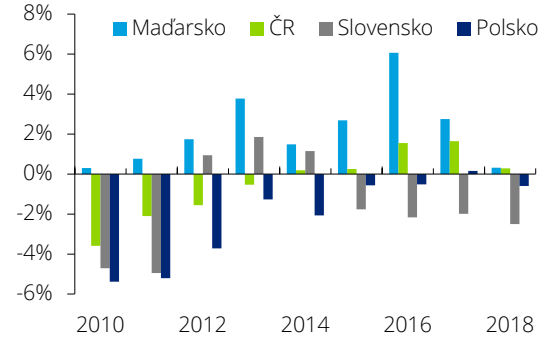
Zdroj: Eurostat, Deloitte

CE: Inflace (HICP)



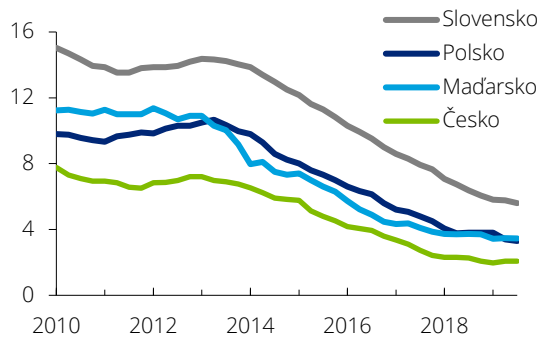
Zdroj: Eurostat

CE: Běžný účet platební bilance (% HDP)



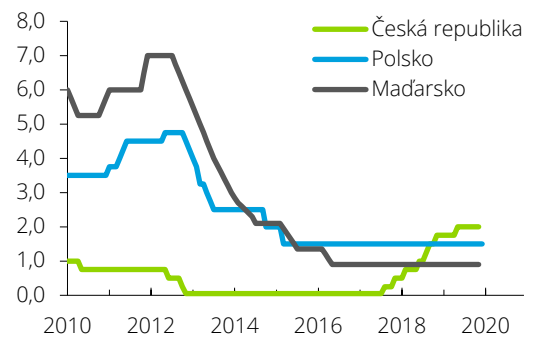
Zdroj: Eurostat, Deloitte

CE: Míra nezaměstnanosti: CEE (%)



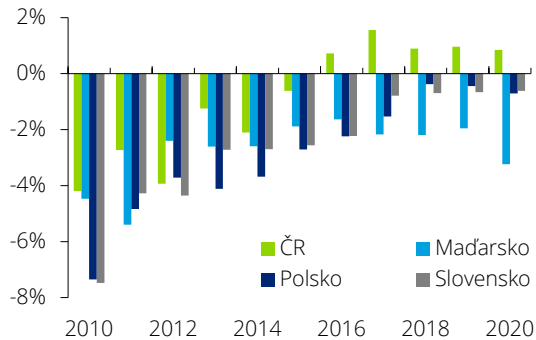
Zdroj: Eurostat

CE: Klíčové sazby centrálních bank (%)



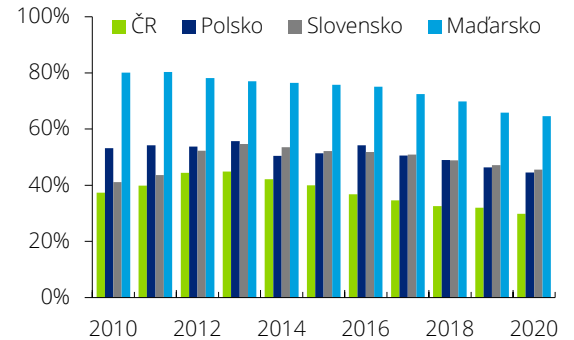
Zdroj: ČNB, NBP, MNB

CE: Saldo vládního sektoru (% HDP)



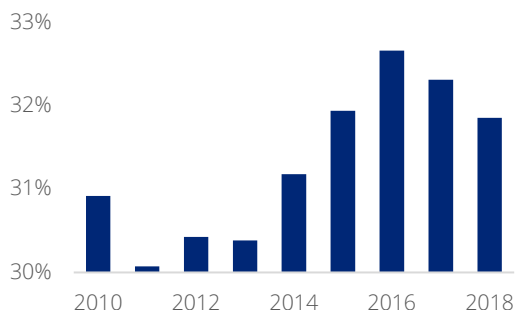
Zdroj: Eurostat, Deloitte

CE: Dluh vládního sektoru (% HDP)



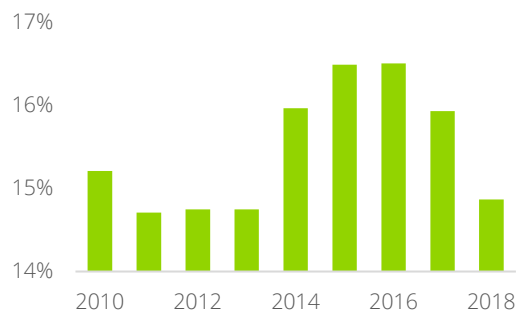
Zdroj: Eurostat, Deloitte

ČR – firemní sektor: hrubá marže



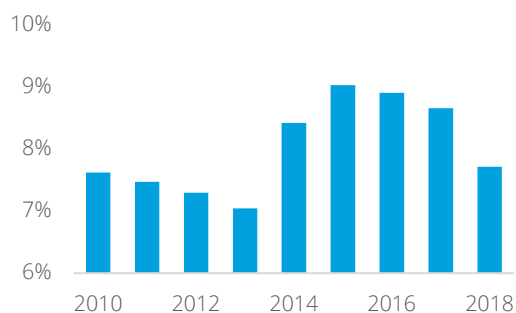
Zdroj: Deloitte

ČR – firemní sektor: EBITDA marže



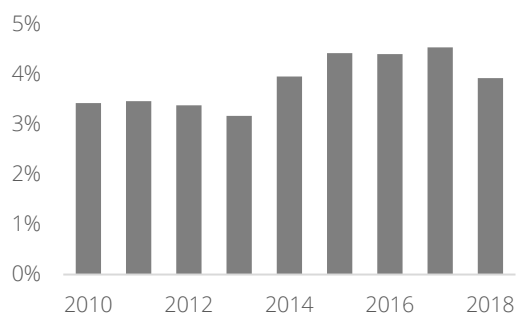
Zdroj: Deloitte

ČR – firemní sektor: EBIT marže



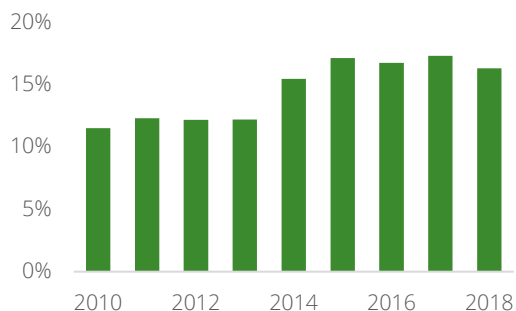
Zdroj: Deloitte

ČR – firemní sektor: rentabilita aktiv (ROA)



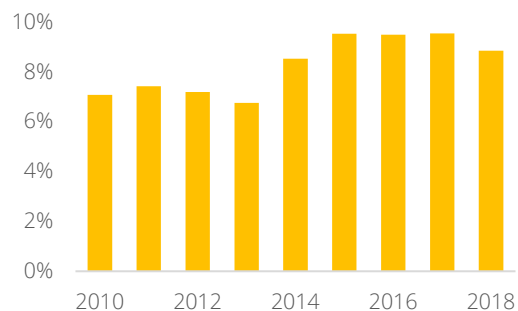
Zdroj: Deloitte

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



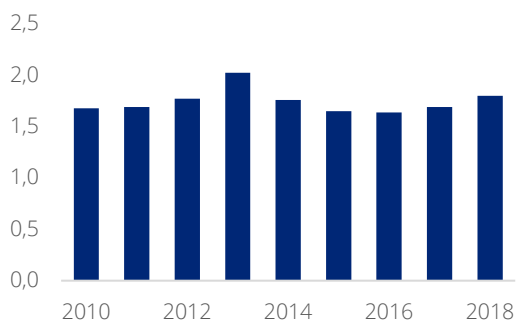
Zdroj: Deloitte

ČR – firemní sektor: rentabilita invest. kapitálu



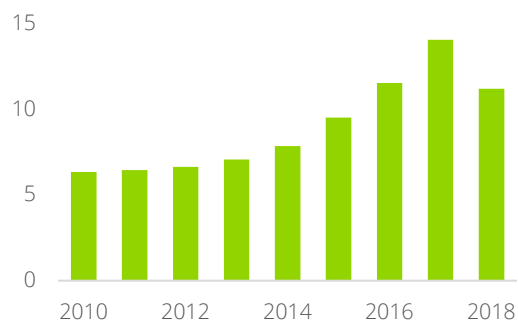
Zdroj: Deloitte

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

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.

© 2020 Pro více informací kontaktujte Deloitte Česká republika.