



# Makro Speciál



@Research\_sporka

David Navrátil, Jiří Polanský, Michal Skořepa, research@csas.cz

## Makro update: COVID-19

COVID-19 ochromil globální ekonomiku: vedl k náporu na zdravotní systém, karanténním opatřením a omezením zahraničního obchodu (omezení subdodávek v rámci výrobních řetězců). Pozitivní je, že jednotlivé vlády a centrální banky se nezvykle rychle snaží rychlými kroky zmírnit negativní dopady na ekonomiky.

I přesto však českou ekonomiku čeká v letošním roce pokles. Aktuálně lze jen obtížně předpovědět, jak dlouho budou omezení trvat, jak moc zasáhnou jednotlivé sektory. Délku problémů bude ovlivňovat mimo jiné navýšení zdravotní kapacity a případně přechod na tzv. smart karanténu. Hloubku pak zase opatření vlád, centrálních bank, ale i bank, které mohou omezit dopady na podniky (aby likvidní problémy nepřerostly v úpadek), na zaměstnanost, na příjmy domácností (odklady splátek bank, Antivirus/kurzarbeit) a důvěru.

Aktuálně jsme v prostředí, kdy na denní bázi se výrazně mění makroekonomické prostředí. Proto tentokrát nevycházíme z tradičního ekonomického čtvrtletníku (Ekonomika pod lupou) s obvyklou detailní makro prognózou. Chceme Vám, našim klientům, nicméně poskytnout představu o možném vývoji české ekonomiky. Uvádíme proto tři možné scénáře jejího vývoje. Liší se v předpokladech délky karantény a problémů v dodavatelských řetězcích a předpokládají různou schopnost a rychlost ekonomiky se restartovat.

Tento text je kratší než obvykle, protože v nynějším extrémně dynamickém období nemá rozepisování detailního ekonomického příběhu s desítkami makroekonomických veličin valný smysl. Proto se soustředíme pouze na hlavní makroekonomické údaje.

Nejistota ohledně dalšího vývoje české ekonomiky se dá podle našeho názoru zachytit následujícími třemi scénáři:

1. Scénář „**Oživení za 3M**“ vychází z předpokladu, že omezení ekonomiky díky karanténě a dodavatelským problémům bude pokračovat po většinu druhého čtvrtletí. Zároveň díky poklesu důvěry firem a podniků poklesnou investice a budou více postižená procyklická odvětví.

2. Scénář „**Oživení za 6M**“ vychází z předpokladu, že omezení ekonomiky by trvalo déle, až v průběhu podzimu by se ekonomika začala postupně normalizovat. Takový vývoj by logicky znamenal větší propad ekonomiky a část negativních efektů bychom viděli ještě v roce 2021.
3. Scénář „**Rychlé oživení**“ optimisticky předpokládá rychlý nástup „smart karantény“, zvýšení vládních opatření pro podporu ekonomiky a především jejich rychlé nasazení a velmi dobré zvládnutí situace v EU. Restart ekonomiky tak bude snazší a důvěra nebude tolik ochromená, což se projeví především v roce 2021.

*A než se pustíme do bližšího komentáře, důležitá poznámka: Děkuje všem, kteří čelí koronaviru v první linii!*

## HDP

Růst HDP (%)	2020	2021
Oživení za 3M	-6,7	3,0
Oživení za 6M	-9,9	0,4
Rychlé oživení	-4,2	3,8

Zdroj: Česká spořitelna

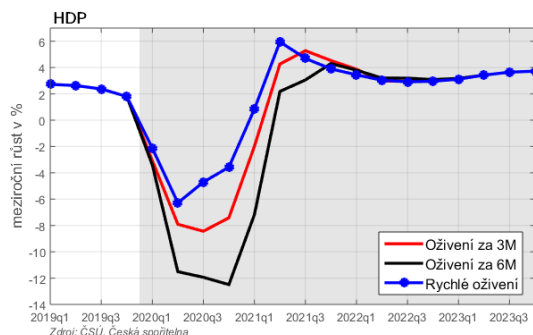
Česká ekonomika v letošním roce spadne do recese. Výrazně poklesnou investice a vývozy, mimo jiné i v důsledku poklesu německé ekonomiky, který předpokládáme v pásmu od -3 až -5 procent. Do záporných čísel se dostane také spotřeba domácností, což se projeví především v první polovině roku (omezení aktivity ve službách i v maloobchodu). Domácnosti i firmy také z opatrnostních důvodů odloží část nákupů zboží dlouhodobé spotřeby a investic více do budoucna.

Hloubka recese bude záviset na tom, jak dlouho bude aktuální stav trvat. Pokud by se začala ekonomika ještě během druhého čtvrtletí navracet zpět směrem ke standardnějšímu fungování, může dojít k rychlejšímu oživení domácí poptávky. Stát totiž toto období překlene výrazným zvýšením svých výdajů a trh práce (především míra nezaměstnanosti) tak nemusí být tolik dotčená. Čím déle ale budou výrazná omezení ekonomiky trvat, tím více

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete zde: <http://www.investicnicentrum.cz/analzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: [www.investicnicentrum.cz](http://www.investicnicentrum.cz).

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

se budou opatření přenášet na trh práce i do vývoje zahraničního obchodu.



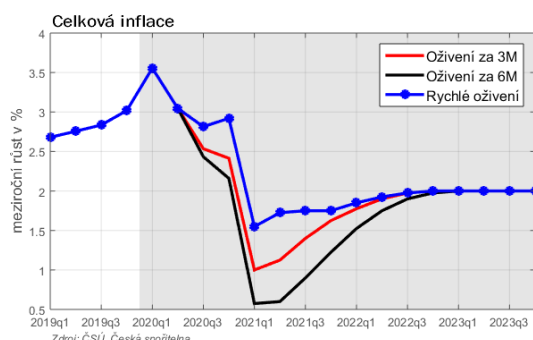
Na rozdíl od finanční krize čekáme, že ekonomické oživení bude relativně rychlé a po nastartování se ekonomika vrátí relativně rychle k slušnému růstu. Vyšší růst HDP pro rok 2023 je dán nutností dočerpát prostředky z EU, kdy růst HDP půjde postupně opět nahoru, ačkoliv méně, než tomu bylo v roce 2015. V tuto chvíli nepředpokládáme, že by následkem nynějšího ekonomického propadu došlo ke změnám v objemu prostředků, které jsou jednotlivým zemím EU alokovány v programovém období 2014-2020.

## Inflace

Míra inflace (%)	2020	2021
Oživení za 3M	2,9	1,3
Oživení za 6M	2,8	0,8
Rychlé oživení	3,1	1,7

Zdroj: Česká spořitelna

Inflace se aktuálně v české ekonomice pohybuje mírně pod 4 % (3,7 % v únoru), a výrazně tak převyšuje 2% inflační cíl ČNB. Výrazné utlumení vývoje světové ekonomiky a značný pokles cen ropy se budou postupně do vývoje inflace promítat. Z počátku ale bude tyto vlivy tlumit oslabení kurzu koruny a vliv vyšších nepřímých daní.



Následně bude na ceny působit pokles příjmů domácností, jednak díky zvýšení nezaměstnanosti, snížení tempa růstu mezd a v důsledku jen částečné kompenzaci příjmů v rámci ošetřovného nebo programu Antivirus/kurzarbeit. Inflace

tak bude postupně klesat z aktuálních vysokých čísel. Na rozdíl od „běžných“ recesí nicméně pokles inflace nemusí být tak hluboký. Jednak dojde k omezení i nabídky (nižší objem výroby), ale také po oživení může dojít ke snaze realizovat odložené nákupy, což poptávkové tlaky opět trochu oživí.

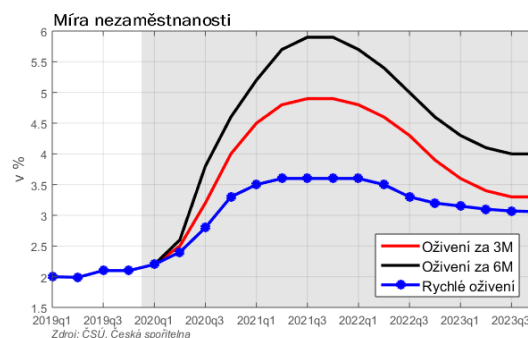
## Trh práce

Míra nezaměstnanosti	2020	2021
Oživení za 3M	3,0	4,8
Oživení za 6M	3,3	5,7
Rychlé oživení	2,7	3,6

Zdroj: Česká spořitelna

Vlády schvalují masivní fiskální balíčky, jejichž klíčovým účelem je zachování zaměstnanosti. Pozitivním rysem je, že reakce jak vlád, tak centrálních bank je rychlá. V USA už nicméně začalo docházet k výraznému propouštění: masivní nárůst nových týdenních žádostí o podporu v nezaměstnanosti o více než 3 miliony naznačuje, že během týdne ztratilo práci dvě procenta pracovní síly. Pozvolnější propouštění lze očekávat v Evropě, jejíž některé státy vykazují značnou strnulost trhu práce a jiné sázejí na ochranu zaměstnanosti proplácením části mzdových nákladů postižených firem státem (kurzarbeit).

Posledně zmíněný přístup zvolila i česká vláda programem Antivirus/Kurzarbeit. Umožní to rychlejší restart ekonomiky po odeznění karanténních opatření, respektive po přechodu na „smart karanténu“. Míra nezaměstnanosti sice i tak velmi pravděpodobně vzroste, rozsah tohoto nárůstu však bude záviset na tom, kdy se ekonomika začne oživovat a na plošnosti a délce programů na ochranu zaměstnanosti.



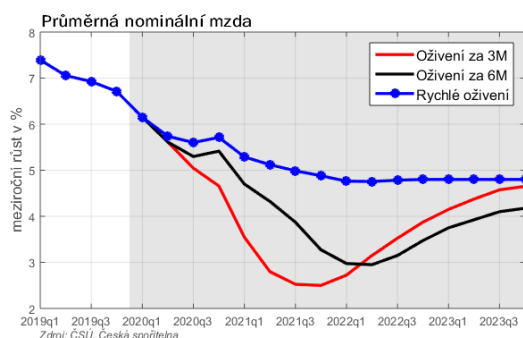
K opětovnému poklesu míry nezaměstnanosti v letech 2022-23 pod rovnovážnou úroveň (kterou vnímáme někde kolem 4 %) nebude přispívat jen oživení ekonomického vývoje, ale podobně jako v letech 2014-15 nutnost dočerpát prostředky z EU fondů ze stávajícího programového období.

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz Česká spořitelna. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete zde: <http://www.investicnicentrum.cz/analyzuupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: [www.investicnicentrum.cz](http://www.investicnicentrum.cz).

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

Spolu s poklesem HDP v nejbližších měsících a nárůstem nezaměstnanosti se sníží tlak na růst mezd. Dále bude průměrnou mzdu snižovat omezení netarifních částí pracovních příjmů (bonusy, výkonnostní příplatky). Proti tomu bude působit poněkud neintuitivně fakt, že v recesích jsou obvykle nejdříve propouštěni zaměstnanci s nižšími mzdami. V zaměstnání tak zůstanou lidé s vyššími mzdami, což statisticky naopak bude průměrnou mzdu zvyšovat.

Tento vliv je vidět i na následujícím obrázku, kdy hluboká recese by implikovala vyšší růst průměrné mzdy, protože míra propouštění nízkopříjmových zaměstnanců by byla nejvyšší. Naopak scénář rychlého oživení předpokládá rychlejší návrat ekonomiky zpět ke standardnějšímu fungování, a proto by zpomalení růstu mezd nebylo výrazné. Navíc i v tomto scénáři ale roste míra nezaměstnanosti a tak tento statistický vliv působí i zde.



## Měnová politika

Repo sazba	2020	2021
Oživení za 3M	0,75	1,25
Oživení za 6M	0,25	0,50
Rychlé oživení	1,00	1,50

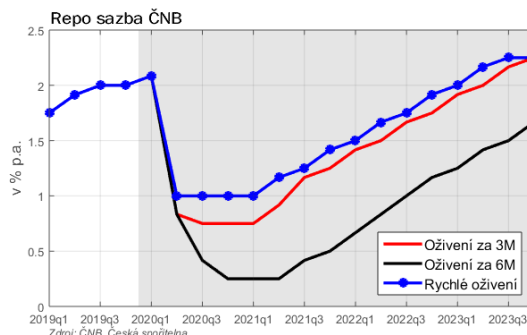
Zdroj: Česká spořitelna

Během března snížila ČNB ve dvou krocích hlavní sazbu o 125 bazických bodů a ta je tak nyní na 1 %. V závislosti na vývoji ekonomiky může ČNB ještě dále snižovat sazby, ale může také aktivovat i další své nástroje. Jednak devizové intervence, ale také nákupy cenných papírů po vzoru Fedu nebo ECB.

Ve scénáři „Oživení za 3M“ předpokládáme ještě jedno snížení sazeb (na úroveň 0,75 %). V tomto scénáři nelze vyloučit ještě větší brzké snížení sazeb, protože aktuálně jsou rizika plynoucí z dalšího snižování sazeb pro ČNB velmi nízká. Ale je také možné očekávat, že v závislosti na rychlosti oživení může ČNB případné výraznější snížení sazeb následně rychle vzít zpět. V případě výraznějšího poklesu ekonomiky (scénář „Oživení za 6M“ nebo ještě nepříznivější) by ČNB snížila sazby do blízkosti nuly.

Vedle toho by ČNB mohla spustit program nákupů státních dluhopisů. A to především v situaci, kdy by stát výrazněji

navýšil deficit, respektive vydání dluhopisů by bylo koncentrované do krátkého období a poptávka by zůstala omezená (v důsledku problémů s likviditou nebo nízkou důvěrou zahraničních investorů), což by vedlo i ke zvýšení nákladů na obsluhu dluhu. Vstup ČNB na trh dluhopisů by pak přispěl k poklesu výnosů na delším konci křivky.



## Kurz koruny

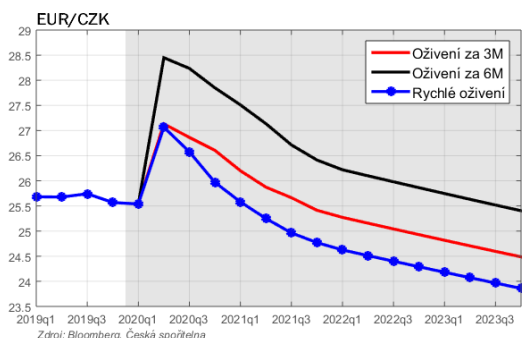
EUR/CZK (konec roku)	2020	2021
Oživení za 3M	26,45	25,35
Oživení za 6M	27,71	26,30
Rychlé oživení	25,80	24,70

Zdroj: Česká spořitelna

Koruna k euru v únoru posílila po nečekaném zvýšení sazeb ČNB až na hladinu 24,80. S nástupem krize ale začala strmě padat a v jednom okamžiku dosáhla téměř až hladiny 28 Kč/euro. Negativní sentiment vedl k masivnímu a především nadstandardně rychlému odlivu prostředků z rozvíjejících se ekonomik včetně ČR do bezpečných přístavů (USA, Německo, Švýcarsko). Oslabení koruny bylo navíc zesíleno překoupeností koruny, což je důsledek někdejších intervencí ČNB v souvislosti s jejím kurzovým závazkem. Koruna proto v posledních týdnech oslabovala více než například polský zlotý nebo maďarský forint.

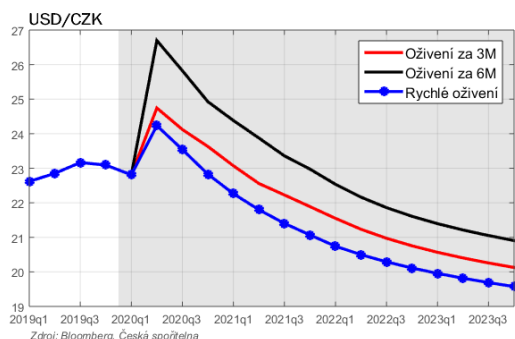
Kurz koruny je nyní výrazně podhodnocen. Spolu s odeznáním krize se proto koruna bude vracet zpět na silnější hladiny a trendově posilovat. Tempo návratu k posílení bude ovlivňovat silně důvěra globálních finančních trhů, podobně jako jsme to viděli například v minulém roce.

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete zde: <http://www.investicnicentrum.cz/analzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: [www.investicnicentrum.cz](http://www.investicnicentrum.cz).



Poznámka: Graf obsahuje čtvrtletní průměry, které mohou zkreslit aktuální turbulentní vývoj. Například silné posílení koruny v únoru bylo kompenzováno oslabením v březnu, a v rámci 1Q jako celku se tak tyto dva měsíce kompenzují.

Koruna bude posilovat také k americkému dolaru, a to mírně rychleji než proti euru. V rámci křížového kurzu EUR/USD totiž čekáme pozvolné posilování eura.



Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhuje investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete zde: <http://www.investicnicentrum.cz/analzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: [www.investicnicentrum.cz](http://www.investicnicentrum.cz).



## Kontakty

### Odbor Ekonomické a strategické analýzy

[investicnicentrum.cz](http://investicnicentrum.cz)

Hlavní ekonom	David Navrátil	+420/956 765 439	dnavratil@csas.cz
Makroekonomický tým:			
CR, makroekonomická prognóza	Jiří Polanský	+420/956 765 192	jpolansky@csas.cz
CR a bankovní sektor	Michal Skořepa	+420/956 765 172	miskorepa@csas.cz
CR, makroekonomická analýza	Nicole Gawlasová	+420/956 765 456	ngawlasova@csas.cz
Akciový tým:			
Head, Utilities, F&B, O2 CR	Petr Bártek	+420/956 765 227	pbartek@csas.cz
Světové trhy, Philip Morris CR	Jan Safránek	+420/956 765 218	jsafranek@csas.cz
Světové trhy, Stock Spirits	Marek Dongres	+420/956 765 343	mdongres@csas.cz
EU Office a sektorové analýzy:			
	Tomáš Kozelský	+420/956 718 013	tkozelsky@csas.cz
	Tereza Hrtúsová	+420/956 718 012	thrtusova@csas.cz
	Radek Novák	+420/956 718 015	radeknovak@csas.cz
Poradenství a strukturální analýzy	Petr Zahradník	+420/956 765 213	pzahradnik@csas.cz



@Research\_sporka

### Financial Markets - Wholesale & Trading and Financial Institutions

Director	Petr Valenta	+420/956 765 821	petrvalenta@csas.cz
Group Positioning	Robert Novotný	+420/956 765 817	rnovotny@csas.cz
Markets Strategist	Miroslav Plojhar	+420/956 765 520	mplojhar@csas.cz
Corporate Treasury Sales & Structuring	Tomáš Píček	+420/956 765 511	tpicek@csas.cz
Institutional Fixed Income Sales	Ondřej Čech	+420/956 765 577	ocech@csas.cz
Institutional Equity Sales	Michal Rízek	+420/956 765 537	mrizek@csas.cz
Institutional Asset Management	Petr Holeček	+420/956 765 453	pholecek@csas.cz
Trading	Robert Novotný	+420/956 765 817	rnovotny@csas.cz
Financial Institutions & Correspondent Banking	Stanislav Snajdr	+420/956 765 105	ssnajdr@csas.cz
Debt Capital Markets	Tomáš Černý	+420/956 765 205	tcerny@csas.cz

### Financování a poradenství

Ředitel	Jan Seger	+420/956 714 130	jseger@csas.cz
Syndikované a klubové financování	Zbyněk Pela	+420/956 765 963	zpela@csas.cz
Akviziční financování	Petr Kalužik	+420/956 765 280	pkaluzik@csas.cz
Corporate finance	Antonín Piskáček	+420/956 765 810	apiskacek@csas.cz
Projektové a exportní financování	Lenka Tomanová	+420/956 714 020	ltomanova@csas.cz

### Erste Group Research

Head of Group Research	Friedrich Mostböck	+43 501 00 119 02	friedrich.mostboeck@erstegroup.com
Head of CEE Equities	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	henning.esskuchen@erstegroup.com
akcie – realitní sektor	Christoph Schultes	+43 501 00 115 23	christoph.schultes@erstegroup.com
akcie – sektor telekomunikace	Nora Nagy	+43 501 00 17 416	Nora.nagy@erstegroup.com
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+43 501 00 17 343	vladimira.urbankova@erstegroup.com
akcie – sektor IT, průmysl	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	daniel.lion@erstegroup.com
akcie – sektor pojišťovnictví a bankovníctví	Thomas Unger	+43 501 00 173 44	thomas.unger@erstegroup.com
Head of Major Markets & Credit	Gudrun Egger	+43 501 00 119 09	gudrun.egger@erstegroup.com
Head of CEE Macro / Fixed Income Research	Juraj Kotian	+43 501 00 173 57	juraj.kotian@erstegroup.com

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategií a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete zde: <http://www.investicnicentrum.cz/analzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: [www.investicnicentrum.cz](http://www.investicnicentrum.cz).

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