

PŘEDSTAVENÍ PROGNÓZY

27. ČERVENCE 2023

# EKONOMICKÉ VÝHLEDY

SAZBY: LETOS NIC A PAK VÍC

**Jan Vejmělek**  
**Jana Steckerová**  
**Martin Gürtler**  
**Jaromír Gec**  
**Kevin Tran Nguyen**

**Ekonomický a strategický výzkum**

@researchKB  
research@kb.cz



SOCIETE  
GENERALE  
GROUP

## SAZBY: LETOS NIC A PAK VÍC

---



1

## VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

INFLACE SE NA CÍL HLAVNÍCH CENTRÁLNÍCH BANK LETOS NEVRÁTÍ

# AMERICKÁ DATA BĚHEM Q2 23 PŘÍJEMNĚ PŘEKVAPOVALA

**Ekonomické indikátory přicházející z eurozóny v posledních měsících zklamávají**

## Index ekonomického překvapení

Leading Indicators, Citi, Economic Surprise Index

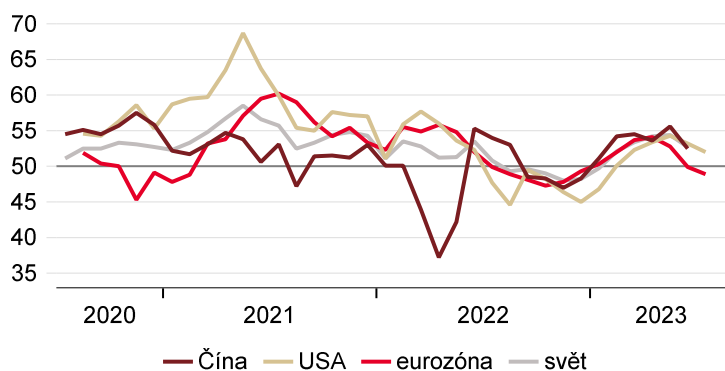


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Macrobond

# PŘEDSTIHOVÉ PMI UKAZATELE HLÁSÍ POKLES AKTIVITY

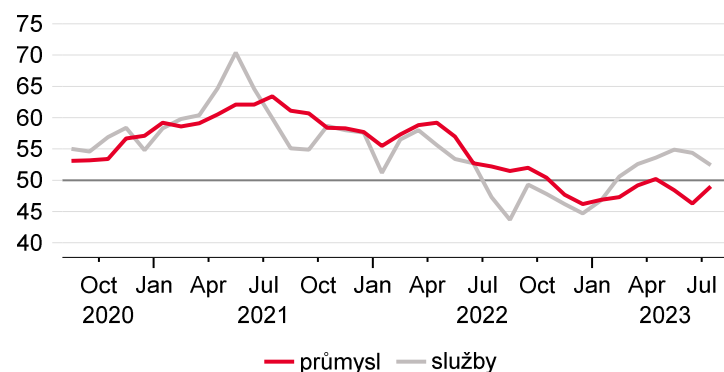
Zhoršení je patrné globálně

Kompozitní PMI



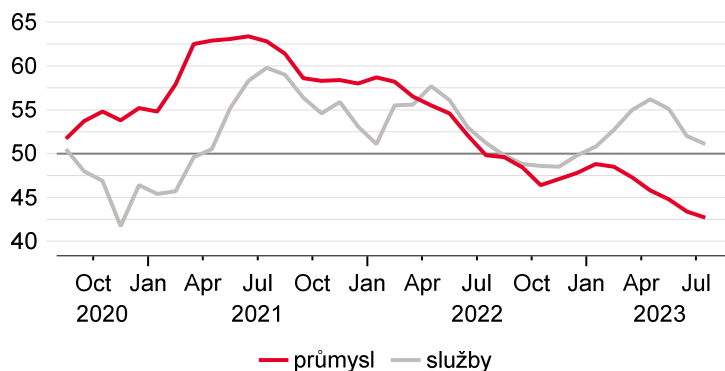
USA je ještě drží

PMI ve Spojených státech



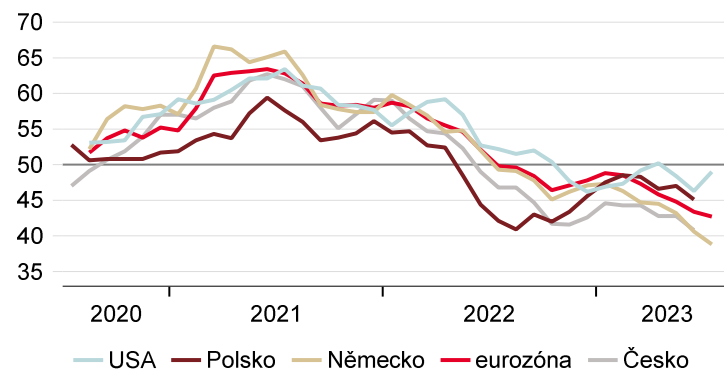
Eurozóně zatápí hlavně průmysl

PMI v eurozóně



Trpí hlavně průmyslníci v Německu a Česku

PMI v průmyslu



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Macrobond, S&P Global

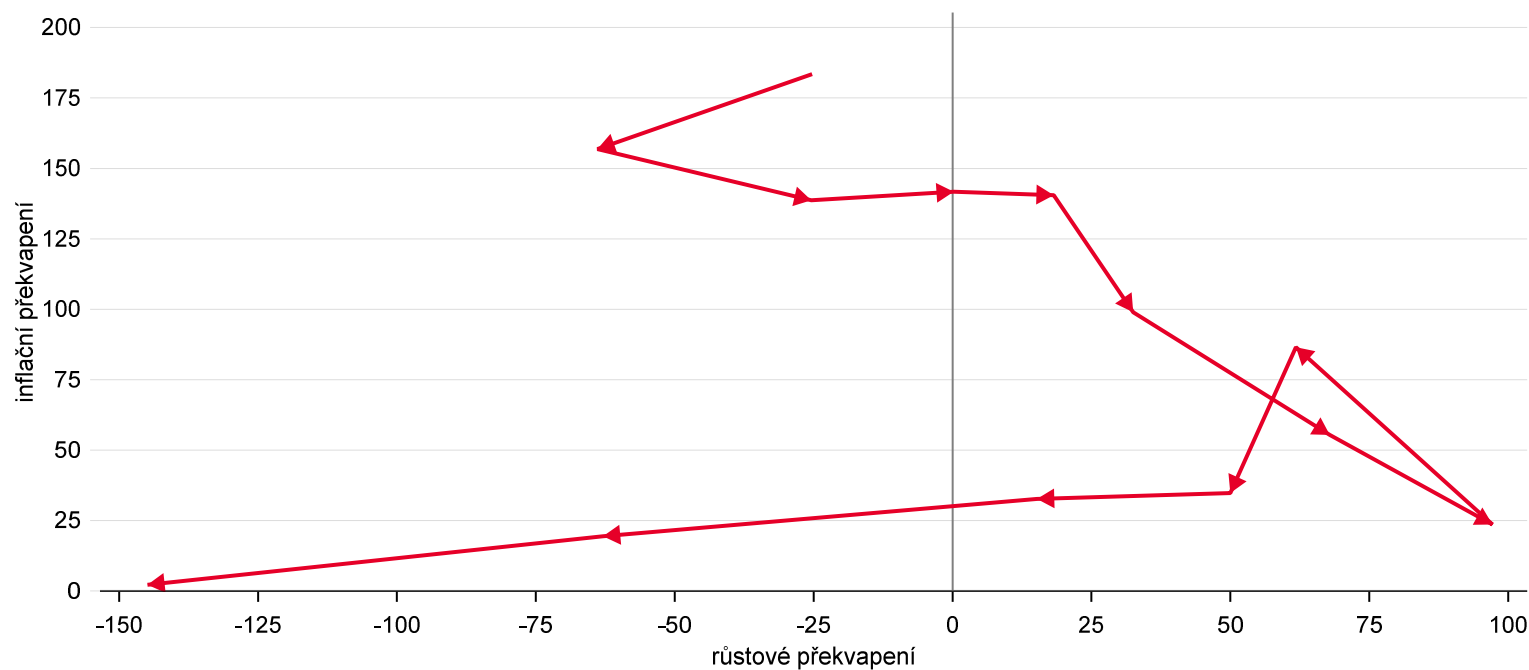
# RŮSTOVÁ OČEKÁVÁNÍ PRO EUROZÓNU SE V POSLEDNÍCH MĚSÍCÍCH NENAPLNILA

Období, kdy inflace v eurozóně svou výší překvapovala, je za námi

## Růstová a inflační překvapení v eurozóně

(posledních 12 měsíců, měsíční data)

Zdroj: Citi



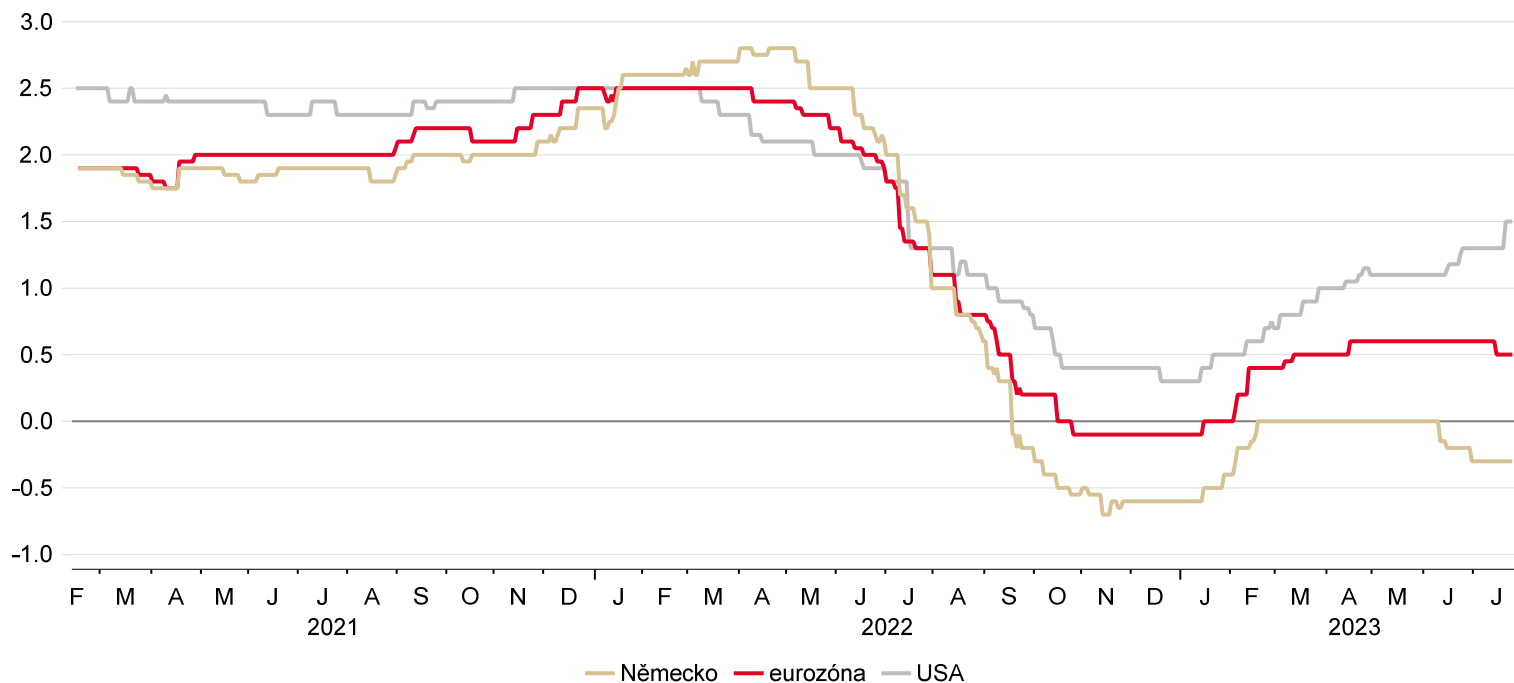
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Macrobond

# OČEKÁVÁNÍ RŮSTU PRO LETOŠNÍ ROK DIVERGUJÍ

Pro USA se růstová očekávání vylepšují, pro eurozónu zhoršují, pro Německo se čeká recese

## Očekávaná meziroční dynamika HDP v roce 2023

Zdroj: Bloomberg Consensus



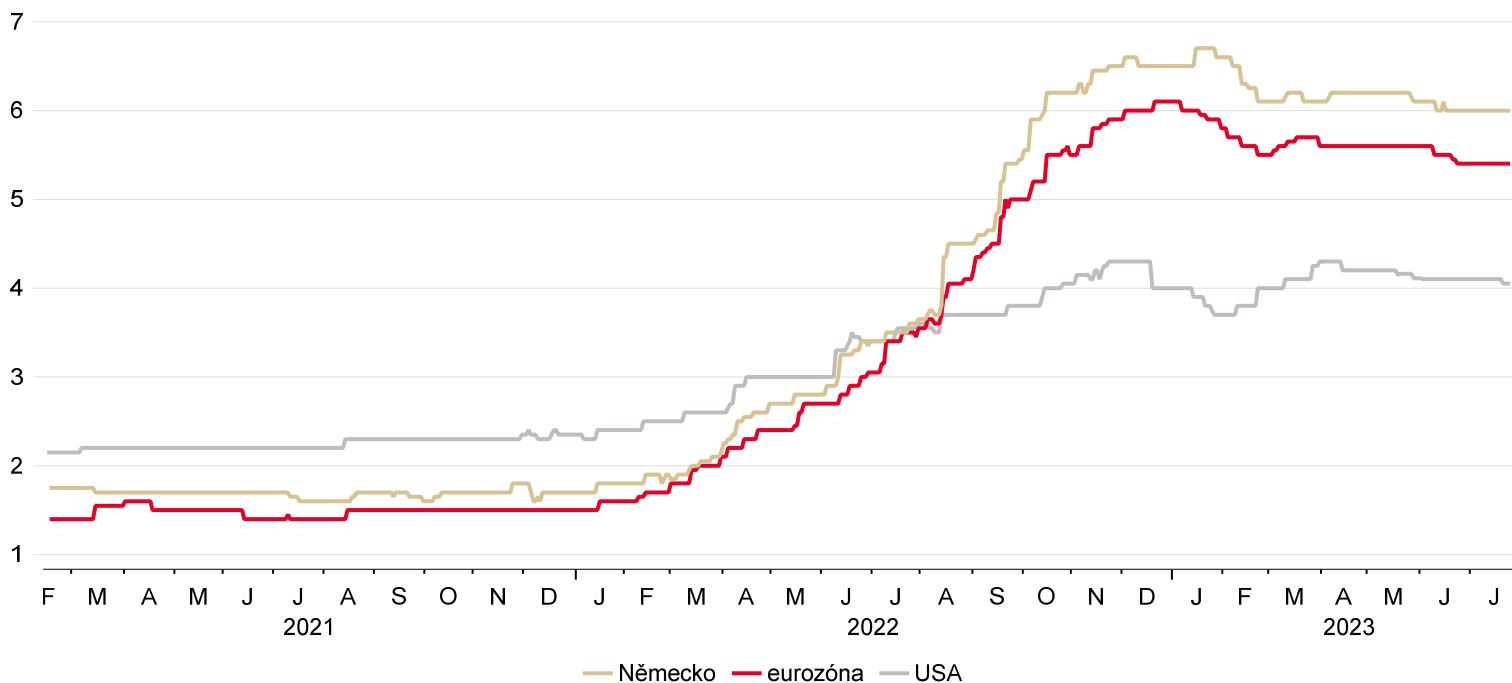
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

# INFLAČNÍ OČEKÁVÁNÍ PRO LETOŠNÍ ROK JIŽ NEROSTOU

K inflačním cílům bude letos stále daleko

## Inflační výhled pro rok 2023

Zdroj: Bloomberg Consensus

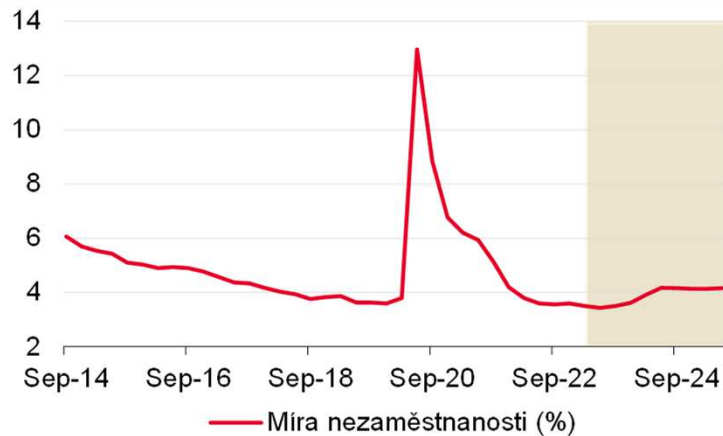


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

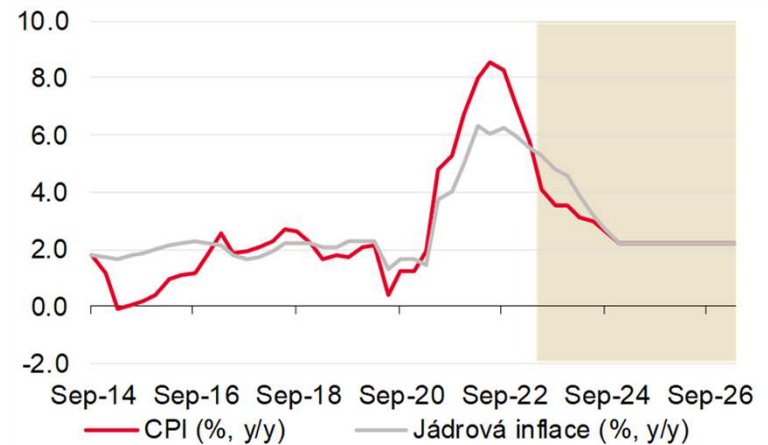


# USA: VE DRUHÉM POLOLETÍ ZAČNE EKONOMIKA UBÍRAT NA TEMPU

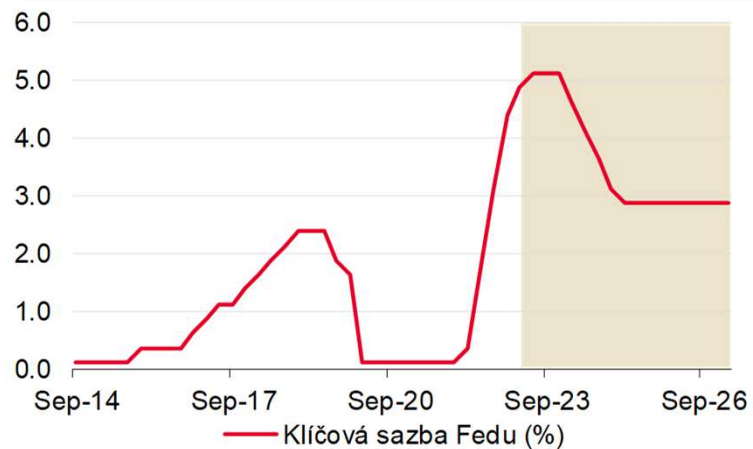
Trh práce zůstává utažený, ...



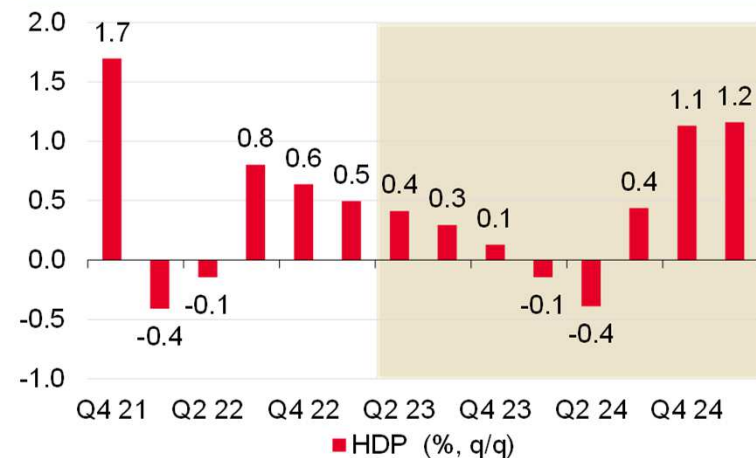
... jádrové inflaci se proto dolů nechce



Úrokové sazby na vrcholu



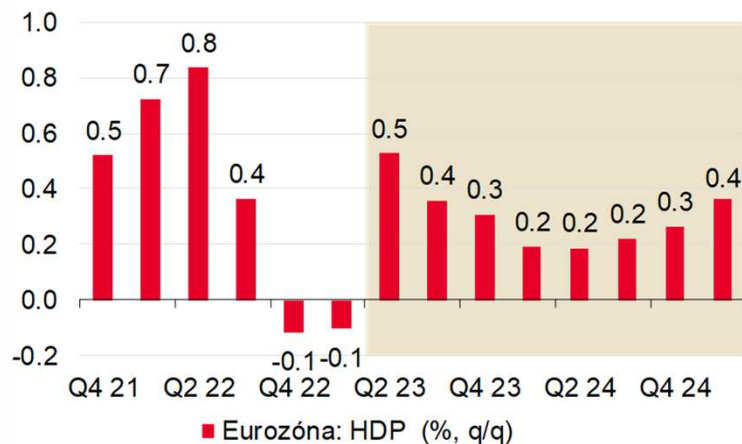
Počátkem roku 2024 čeká ekonomiku USA recese



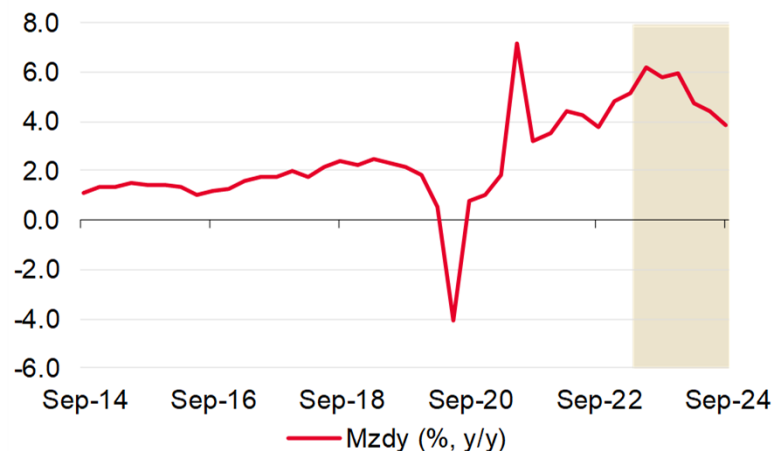
Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

# EUROZÓNA: VYSOKÁ INFLACE, NÍZKÝ HOSPODÁŘSKÝ RŮST

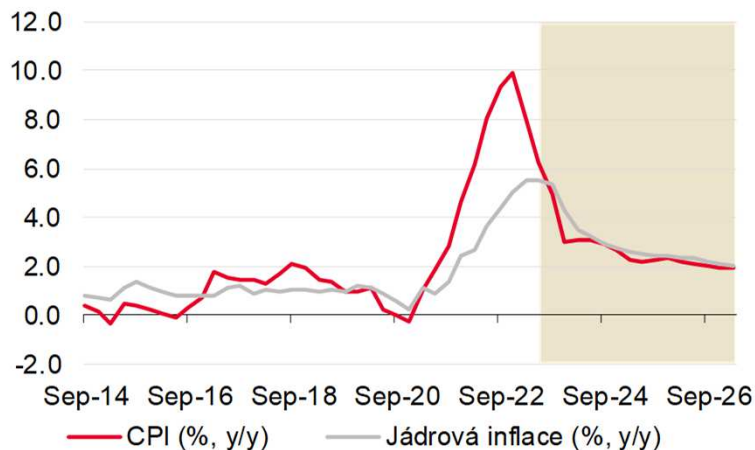
## HDP eurozóny mírně poroste



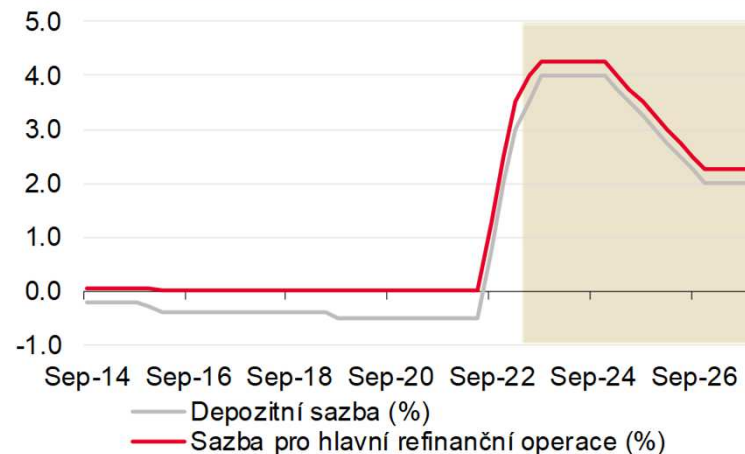
## Mzdová dynamika v Evropě ještě zrychlí



## Jádrová inflace zůstává vysoká



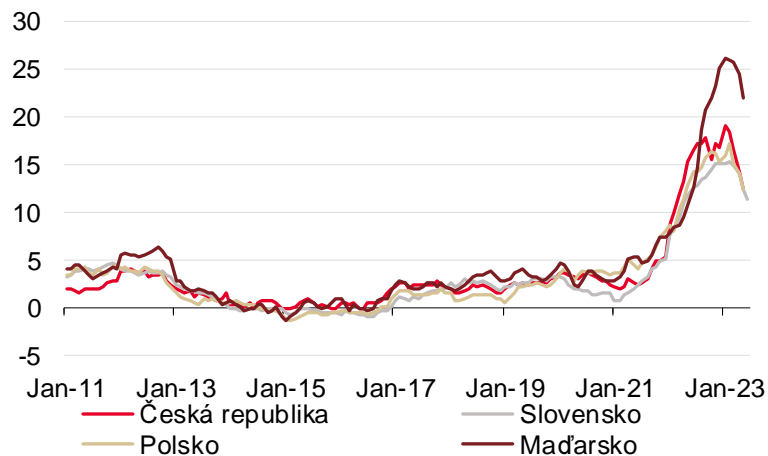
## ECB bude ve zvyšování sazeb pokračovat



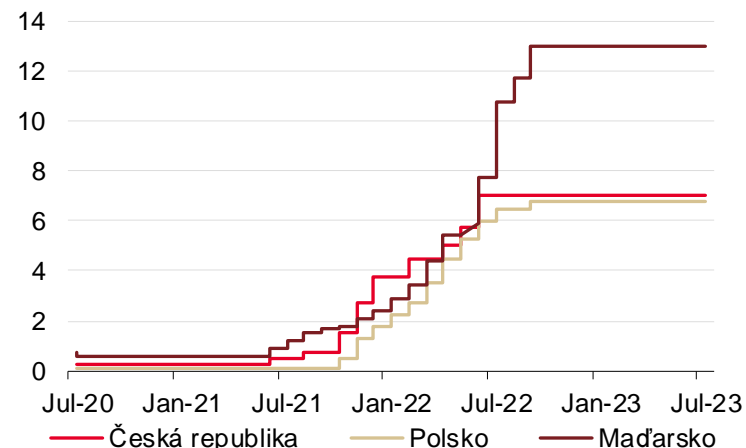
Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

# STŘEDOEVROPSKÝ REGION: INFLACE ZPOMALUJE, MĚNOVÁ POLITIKA BUDE UVOLNĚNĚJŠÍ

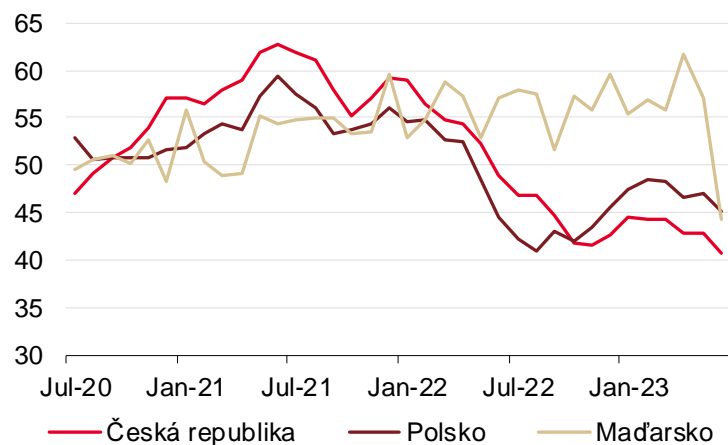
## Inflace v regionu (HICP, %, y/y)



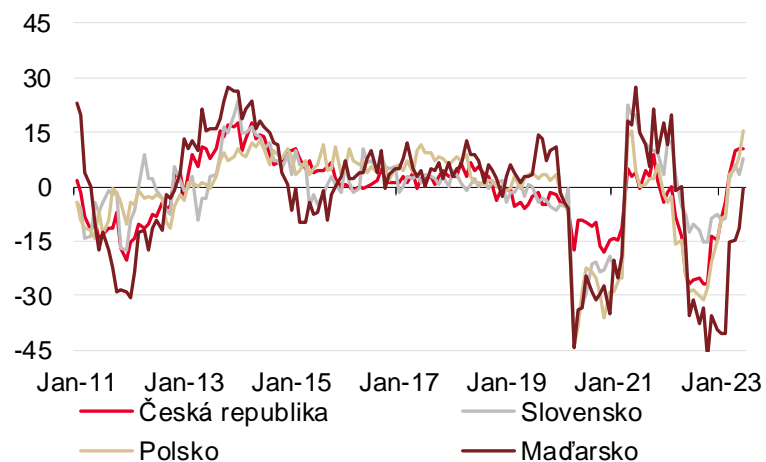
## Zvyšování úrokových sazeb je u konce (klíčové sazby, %)



## Průmyslové PMI varují



## Spotřebitelská důvěra roste



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

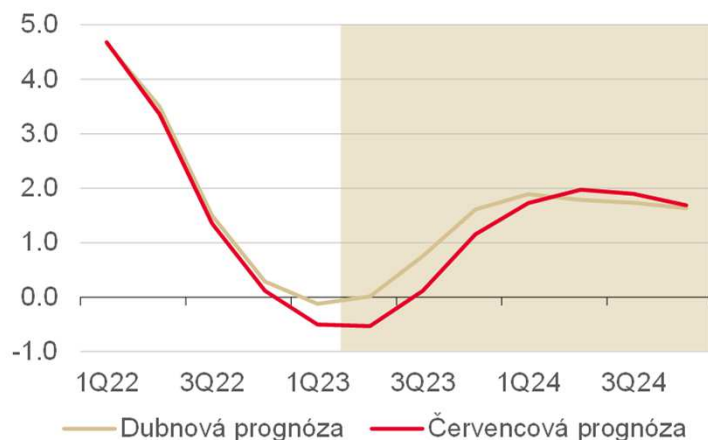
# 2

## MAKROEKONOMICKÁ PROGNÓZA ČR

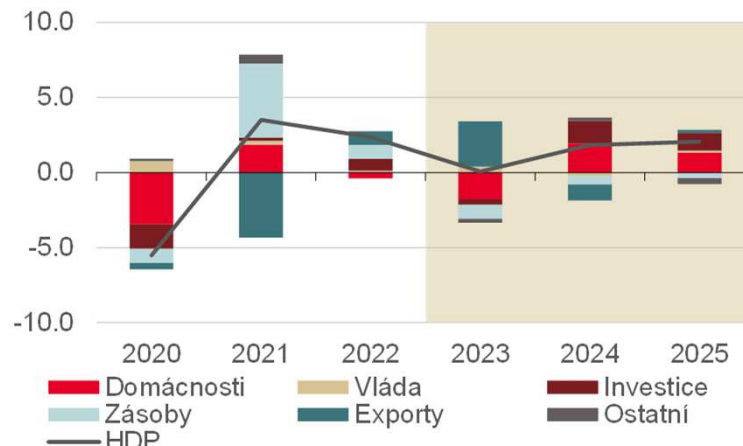
RYCHLÝ POKLES INFLACE POMŮŽE K OŽIVENÍ EKONOMIKY

# EKONOMIKA LETOS VZROSTE O 0,1 % A PŘÍŠTÍ ROK ZRYCHLÍ NA 1,8 %

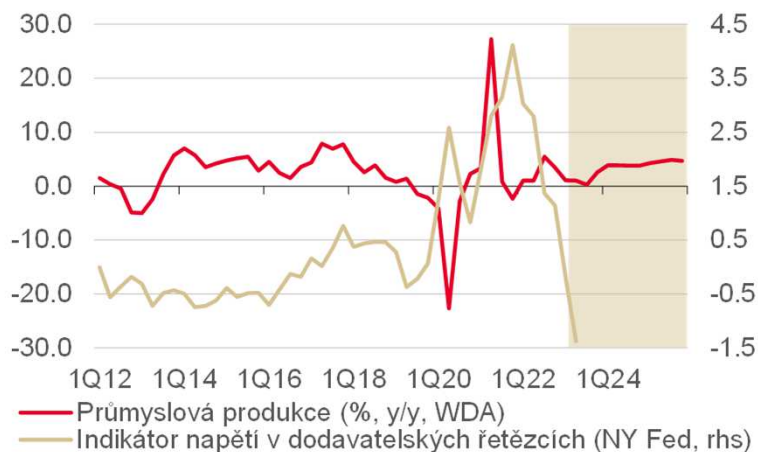
Odhad růstu HDP jsme pro letošní rok snížili, pro rok 2024 zůstává stejný (% , y/y)



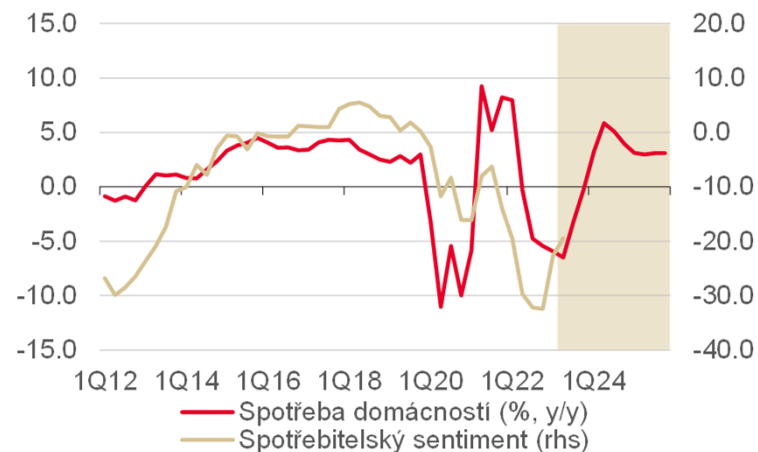
Letos ekonomiku potáhne čistý vývoz, příští rok spotřeba a investice (% , pp, y/y)



Hlavní překážkou růstu průmyslu už není nedostatek materiálu, ale slabá poptávka



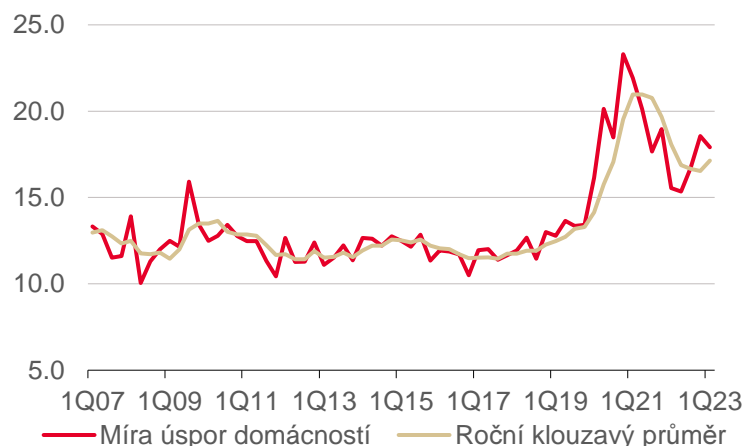
Od 2H23 očekáváme obnovení mezičtvrtletního růstu spotřeby domácností



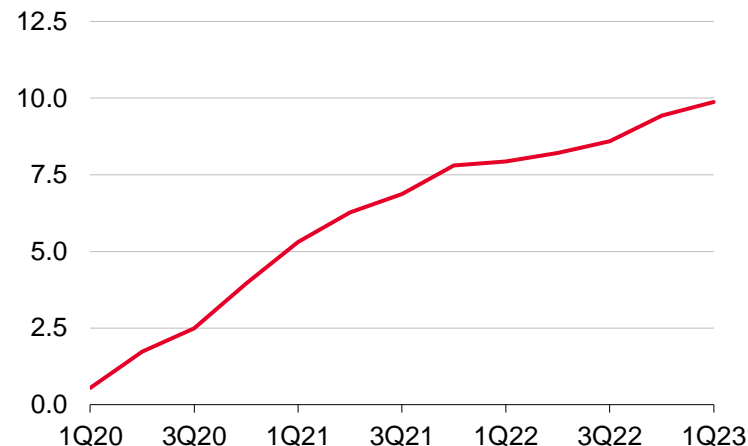
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Macrobond, ČSÚ

# EKONOMICE POMOHOU NAHROMADĚNÉ ÚSPORY I NEVYŘÍZENÉ ZAKÁZKY

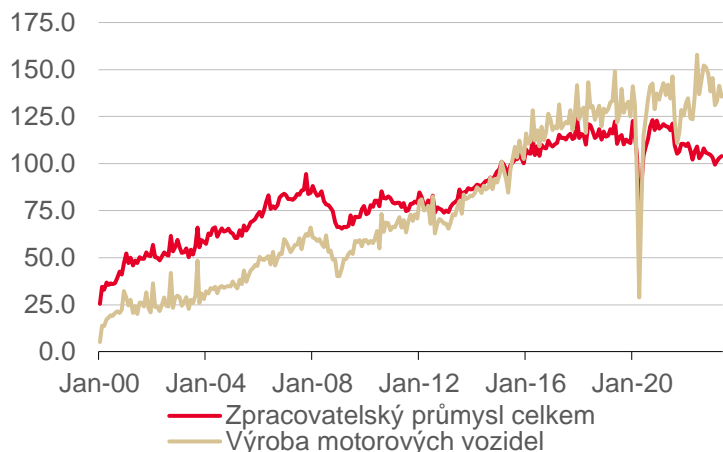
Míra úspor domácností se od pandemie pohybuje na zvýšených úrovních (%)



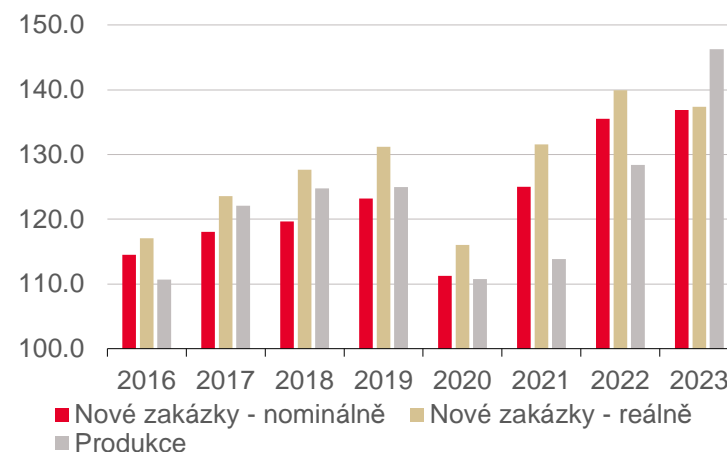
Nadměrné úspory domácností činí 10 % ročního nom. HDP, část je ale nelikvidní



Reálný objem nových průmyslových objednávek klesá (2015=100)



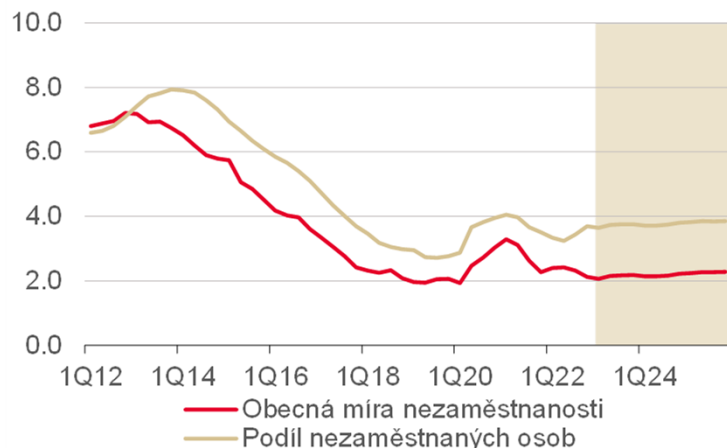
Automobilový průmysl má stále k dispozici část zakázek z předešlých let (2015=100)



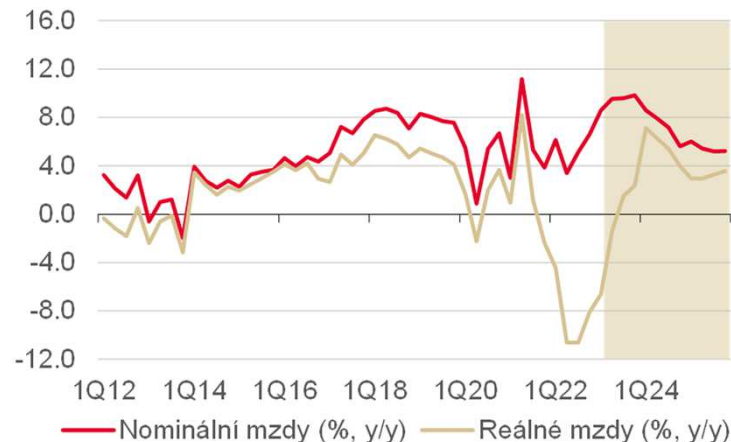
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

# RŮST NOMINÁLNÍCH MEZD LETOS DOSÁHNE 9,4 % A V ROCE 2024 7,3 %

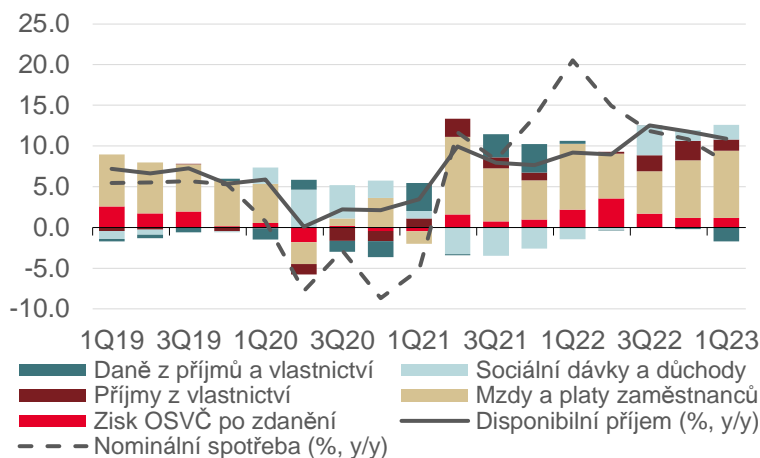
Významný nedostatek pracovních sil na tuzemském trhu práce přetrvává (%)



S ústupem inflace se od Q2 obnoví mzk. růst reálných mezd, který podpoří spotřebu



Disponibilní příjmy domácností rostou i díky zvyšování důchodů a soc. dávek



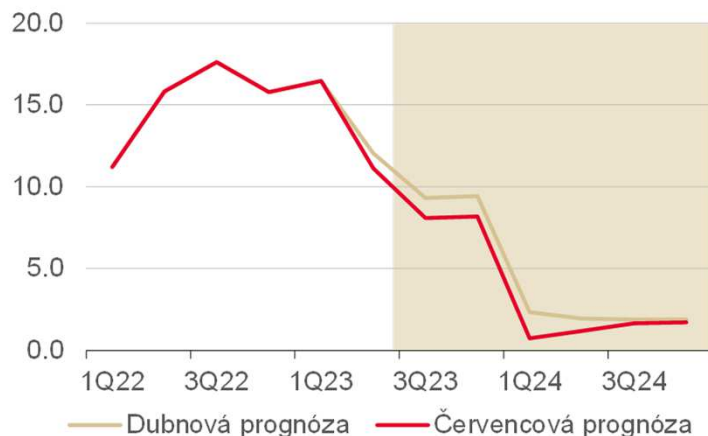
Dosavadní pokles spotřeby souvisí s propadem reálných mezd (2015 = 100)



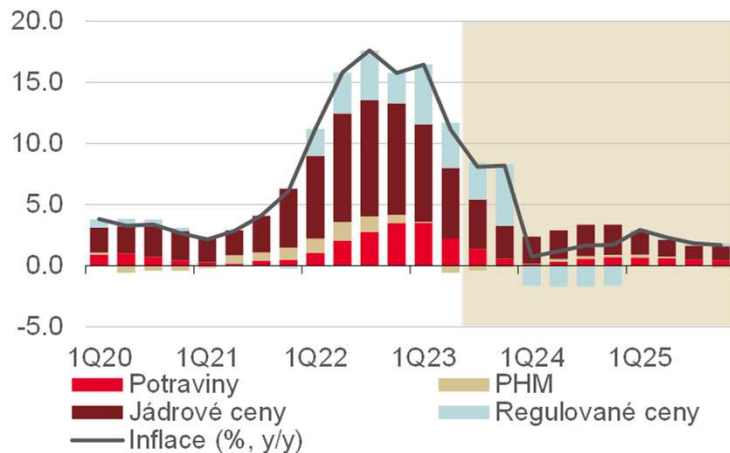
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ, MPSV

# LETOS INFLACE DOSÁHNE 11 % A PŘÍŠTÍ ROK VÝRAZNĚ KLESNE NA 1,3 %

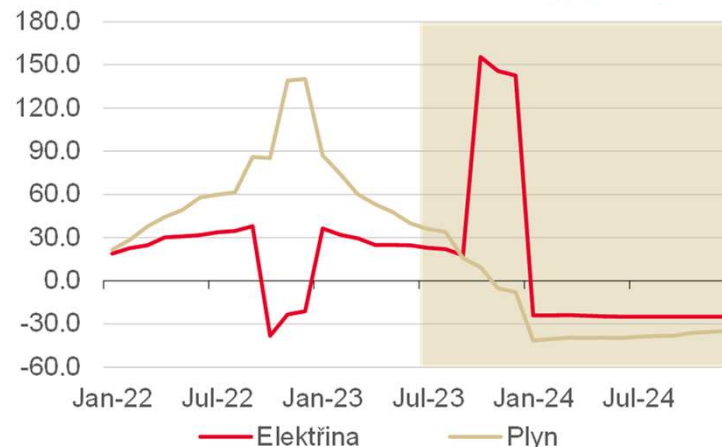
Výhled inflace jsme přehodnotili směrem dolů vlivem nižšího růstu cen v Q2 (y/y, %)



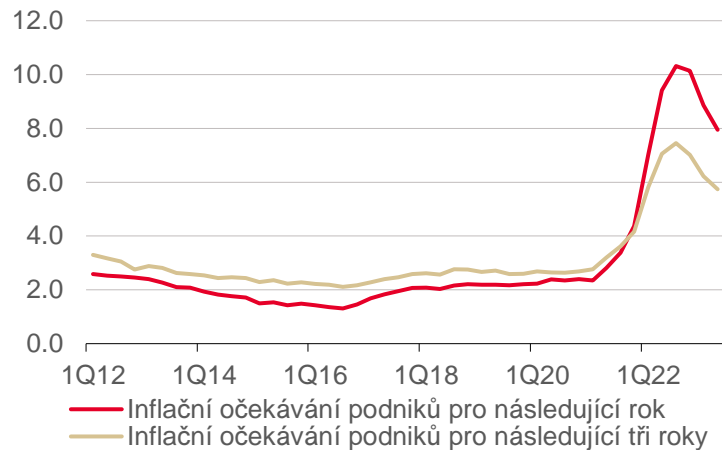
Ke snížení inflace pod 2 % v roce 2024 pomůže zlevnění energií a změny DPH



Očekáváme zlevnění elektřiny a plynu pro domácnosti o zhruba třetinu (y/y, %)



Inflační očekávání nefinančních podniků zatím zůstávají vysoko (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ, ČNB



3

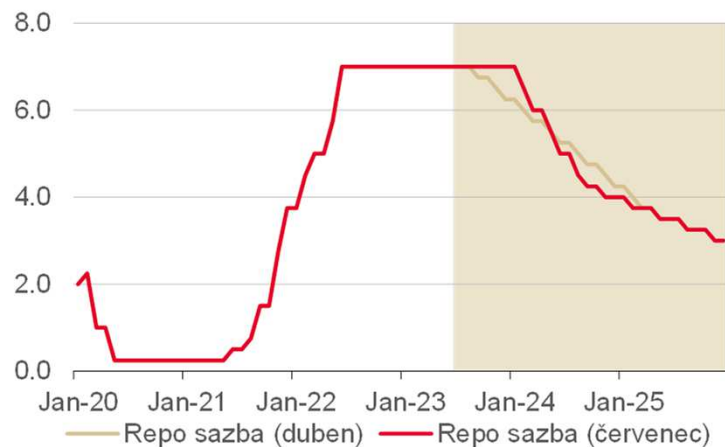
---

ČNB FOCUS

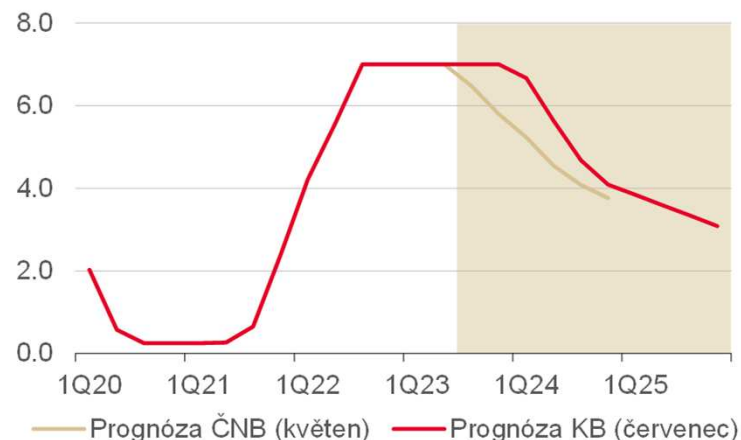
STABILITA ÚROKOVÝCH SAZEB DO KONCE ROKU  
A NÁSLEDNÝ RYCHLEJŠÍ POKLES

# PRVNÍ SNÍŽENÍ REPO SAZBY ČNB PŘIJDE V ÚNORU, V POLOVINĚ ROKU 2024 KLESNE NA 5 % A NA JEHO KONCI SE DOSTANE NA 4 %

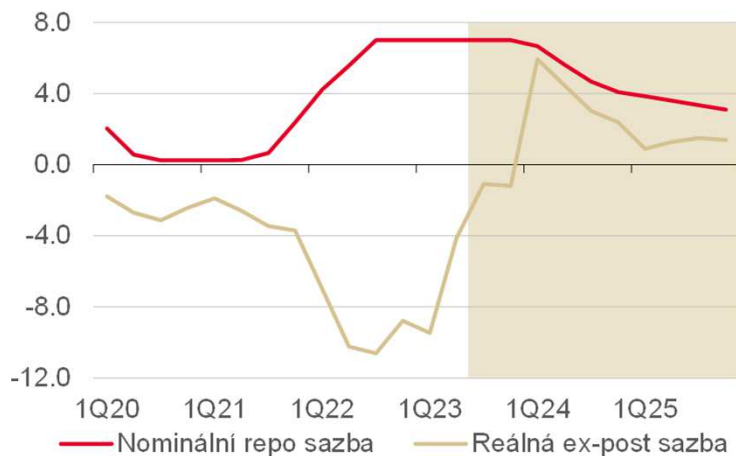
Repo sazba podle nás zůstane na 7 % déle, v roce 2024 ale klesne rychleji (%)



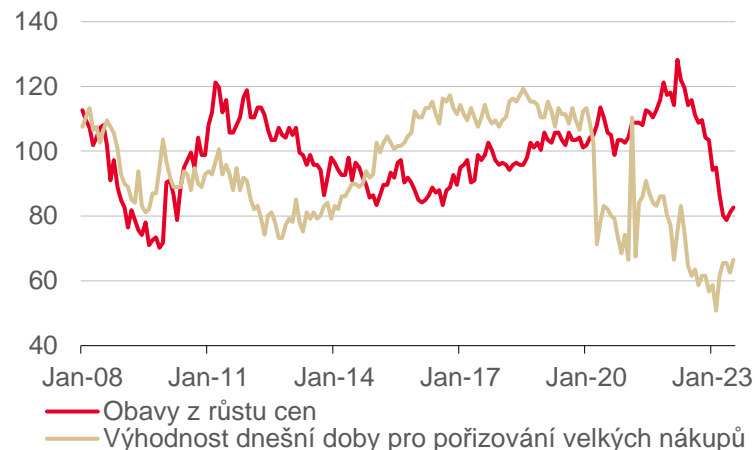
Prognóza ČNB indikuje rychlý pokles repo sazby již v H2 23 (%)



Reálná ex-post repo sazba zůstane do konce letošního roku záporná (%)



Obavy domácností z růstu cen výrazně klesly, ochota utrácet je ale stále nízká



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ, ČNB

# 4

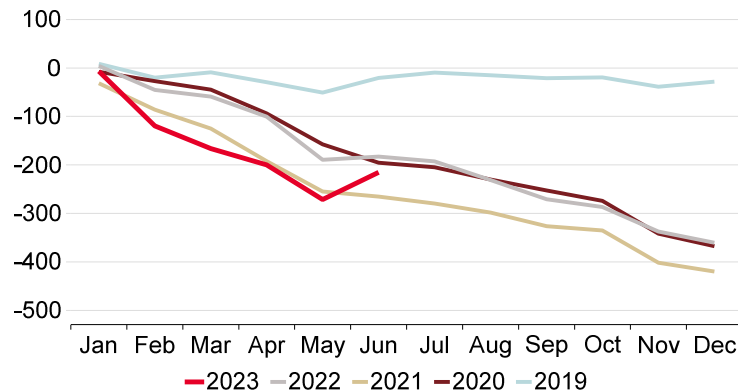


## FISKÁLNÍ POLITIKA

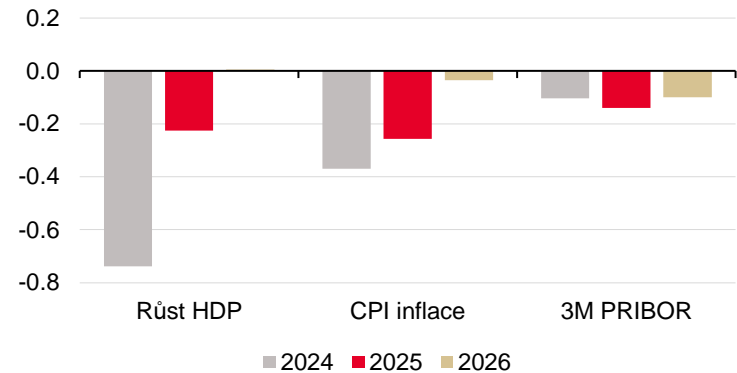
PRVNÍ KROK K NÁPRAVĚ VEŘEJNÝCH FINANCÍ

# PRVNÍ KROK K NÁPRAVĚ VEŘEJNÝCH FINANČÍ

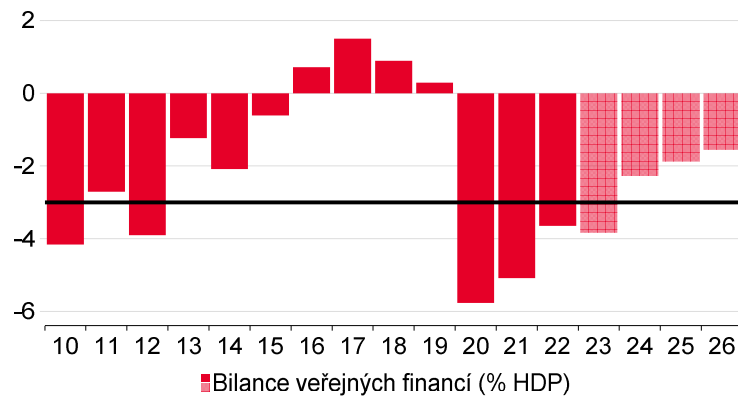
## Bilance veřejných financí (mld. CZK)



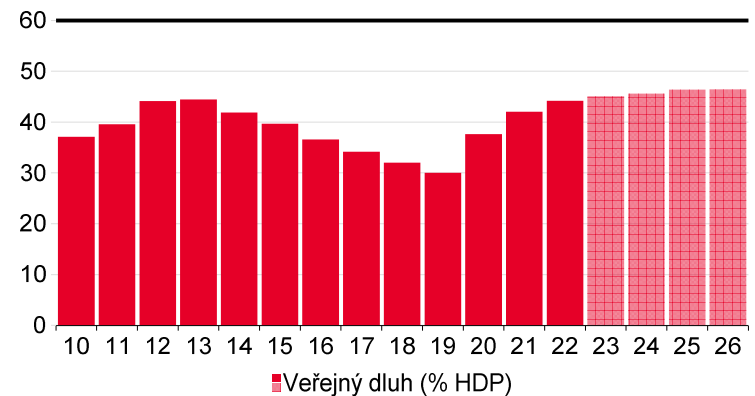
## Dopady konsolidačního balíčku na ekonomiku – odhad KB (pb)



## Bilance veřejných financí



## Veřejný dluh



# 5

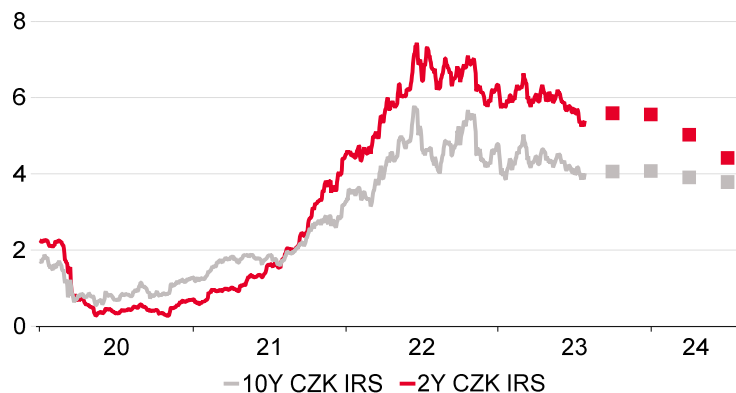
---

## TRH ÚROKOVÝCH SAZEB A DLUHOPISŮ

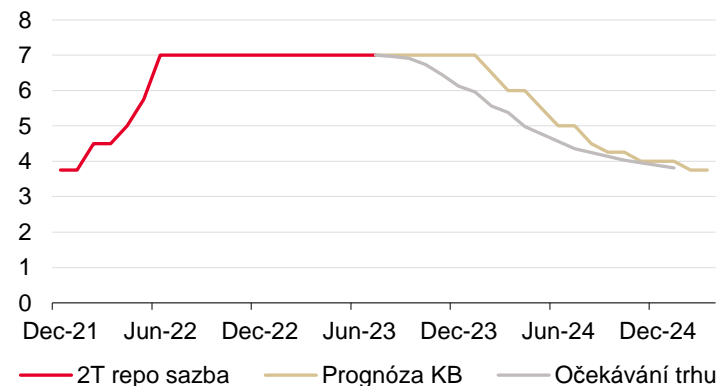
DOČASNÉ PŘERUŠENÍ TRENDOVÉHO POKLESU

# DOČASNÉ PŘERUŠENÍ TRENDOVÉHO POKLESU

Prognóza IRS (%)



Očekávaný vývoj  
základní úrokové sazby ČNB



Výhled pro CZK IRS (% , konec období)

	Q3 23f	Q4 23f	Q1 24f	Q2 24f
2Y	5,60	5,55	5,05	4,40
5Y	4,45	4,50	4,20	3,90
10Y	4,05	4,05	3,90	3,80

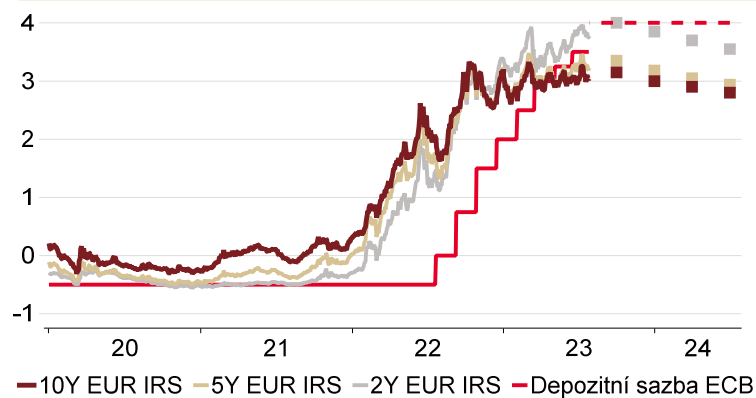
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg, Macrobond, očekávání trhu k 26. 7. 2023

# DOČASNÉ PŘERUŠENÍ TRENDOVÉHO POKLESU

## Kotace forwardů úrokových swapů (%, p.a., vs. 6M PRIBOR)

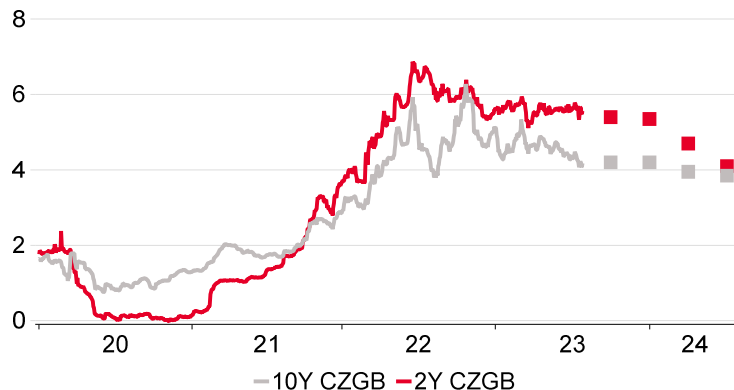
	Maturita				
	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y
Spot	6.42	5.40	4.80	4.28	4.02
Forward					
3M	5.95	4.94	4.46	4.06	3.92
6M	5.22	4.49	4.14	3.87	3.82
9M	4.76	4.18	3.93	3.75	3.77
1Y	4.20	3.87	3.72	3.62	3.71
2Y	3.52	3.47	3.43	3.49	3.67
3Y	3.41	3.39	3.45	3.53	3.71

## Eurové sazby (%)

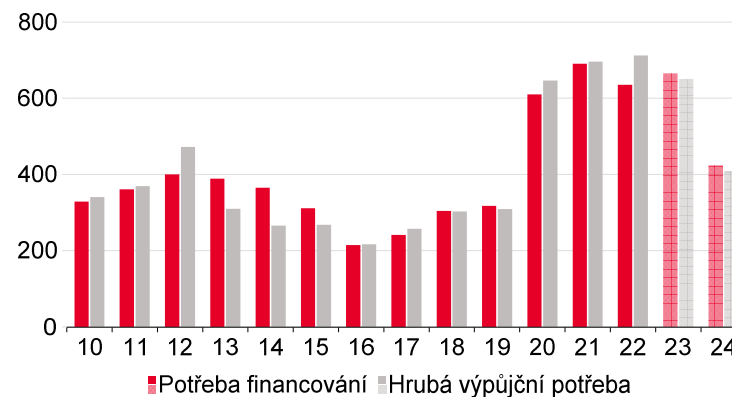


# DOČASNÉ PŘERUŠENÍ TRENDOVÉHO POKLESU

## Výnosy CZGB (%)



## Potřeba financování (mld. CZK)



## Prognóza výnosů CZGB (konec období)

	Q3 23f	Q4 23f	Q1 24f	Q2 24f
Výnos 2Y CZGB (%)	5,40	5,35	4,70	4,10
Výnos 4Y CZGB (%)	4,65	4,65	4,15	3,75
Výnos 10Y CZGB (%)	4,20	4,20	3,95	3,85
10Y CZGB ASW (bb)	15	10	5	5

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg, Macrobond



# 6

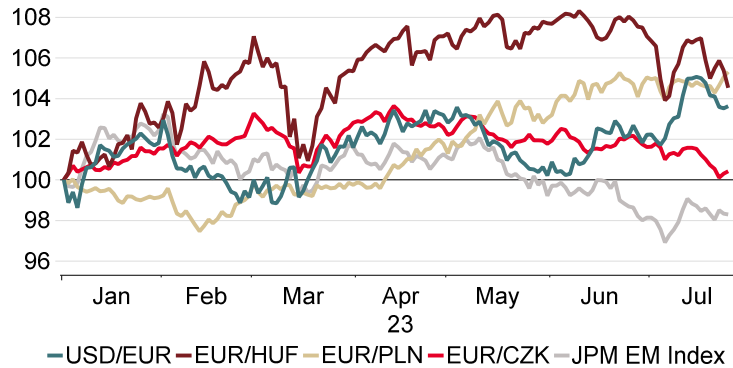
---

## KORUNOVÝ DEVIZOVÝ TRH

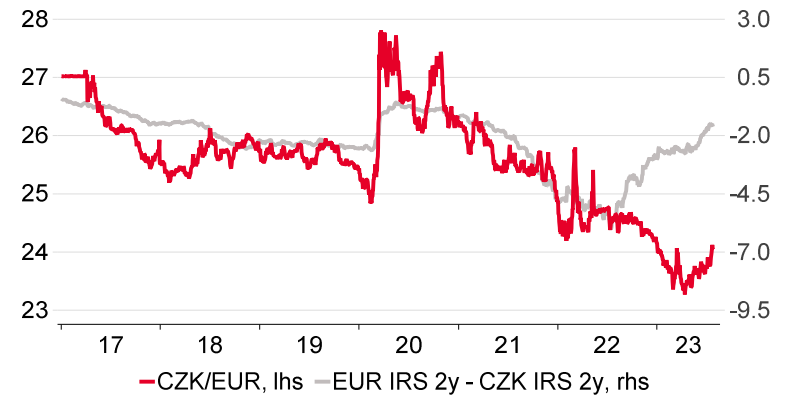
OSLABUJÍCÍ, AVŠAK STÁLE SILNÁ KORUNA

# OSLABUJÍCÍ, AVŠAK STÁLE SILNÁ KORUNA

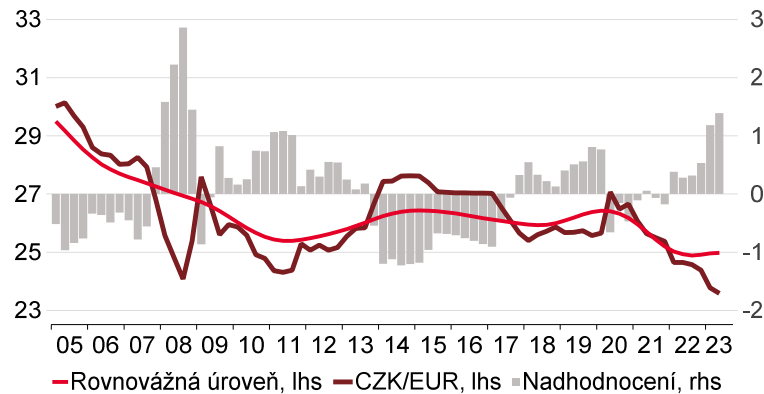
## Vývoj měn regionu (1.1.2023 = 100)



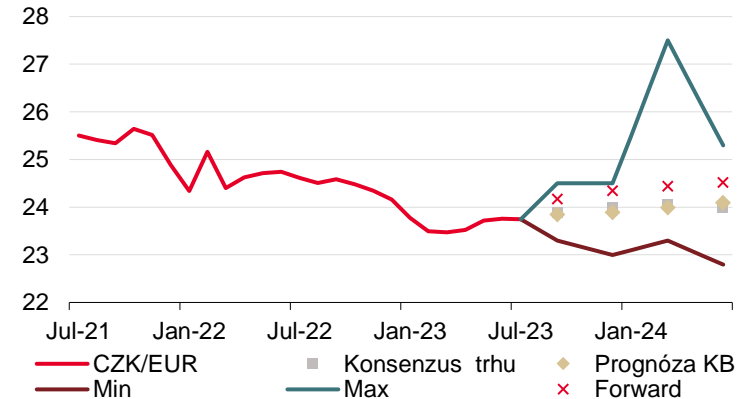
## CZK/EUR a úrokový diferenciál



## Rovnovážný kurz CZK/EUR



## Předpokládaný vývoj CZK/EUR

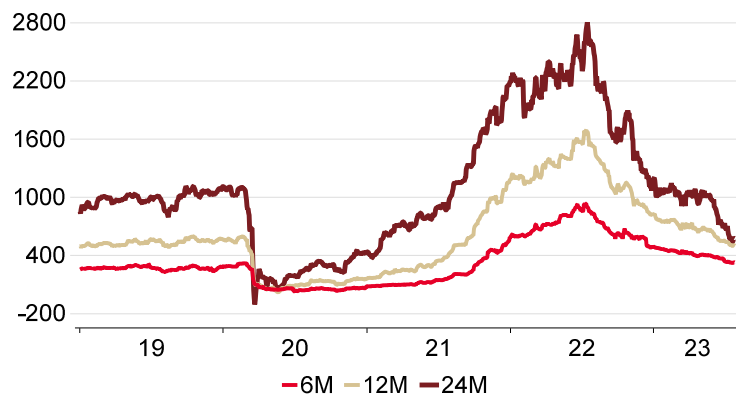


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg, Macrobond, ČNB; tržní konsenzus k 26. 7. 2023

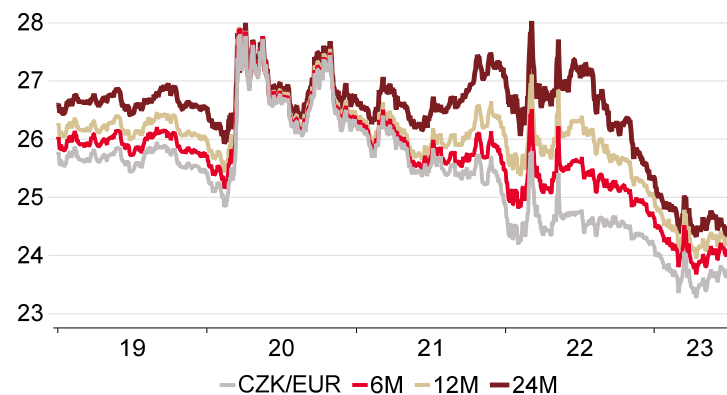
Pozn.: Hypotetická rovnovážná hodnota vychází z modelové filtrace reálného bilaterálního kurzu vůči euru, který je konzistentní s vnitřní a vnější rovnováhou ekonomiky.

# OSLABUJÍCÍ, AVŠAK STÁLE SILNÁ KORUNA

## Forwardové body



## Forwardový vs spotový kurz CZK/EUR



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČNB, ČSÚ, Bloomberg, Macrobond, k 26. 7. 2023

# 7

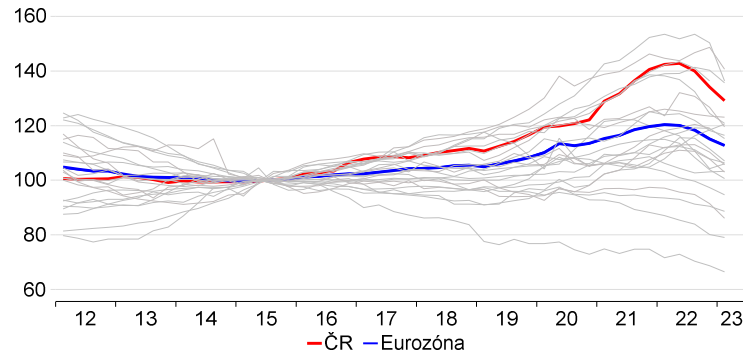
## BANKOVNÍ SEKTOR

KREDITNÍ IMPULS LETOS ZŮSTANE SLABÝ

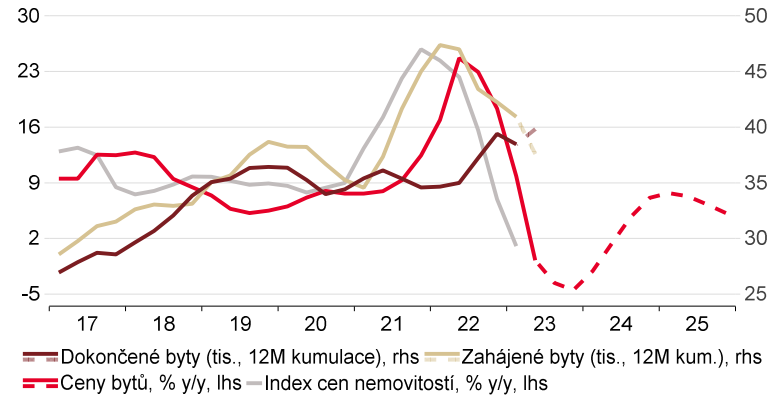
# KREDITNÍ IMPULS LETOS ZŮSTANE SLABÝ, OŽIVENÍ PŘIJDE AŽ PŘÍŠTÍ ROK

## Postupné zlepšování cenové dostupnosti bydlení v ČR

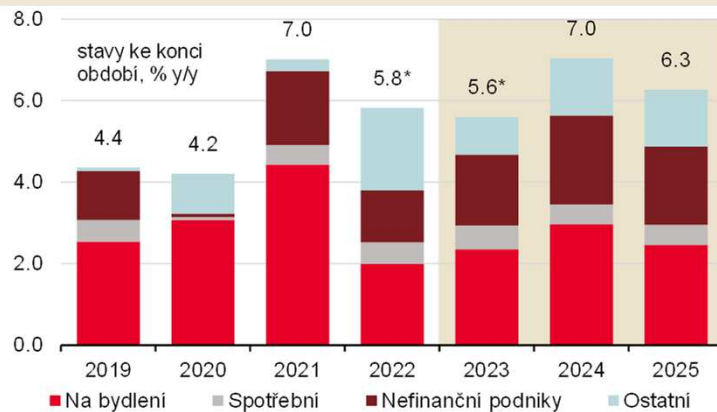
Index cen nemovitosti k příjmu (2015=100)



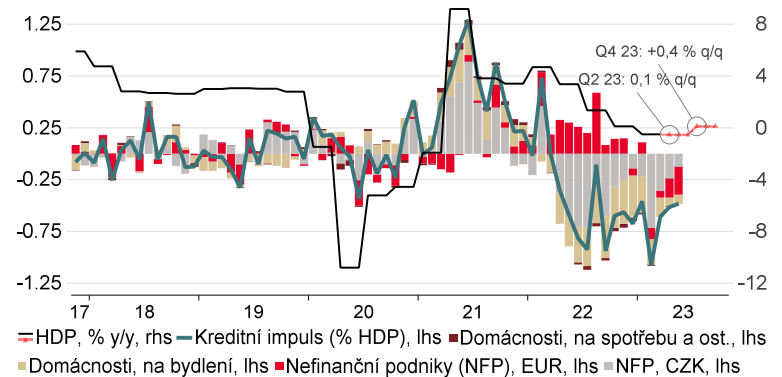
## Korekce cen nemovitostí bude pokračovat, k obnovení růstu dojde až v Q1 24



## Růst bankovních úvěrů (% y/y, pb.)



## Kreditní impuls výrazněji podpoří ekonomiku až v příštím roce



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČNB, ČSÚ, Macrobond, OECD

Pozn.: (\*) ovlivněno vyřazením (znovu-zařazením) portfolia Sberbank v dubnu 2022 (2023); kreditní impuls je definován jako meziroční změna objemu nových úvěrů v poměru k ročnímu HDP

8



SHRNUTÍ

# ČESKÁ REPUBLIKA: SHRNUÍ MAKROEKONOMICKÉ PROGNÓZY

## Hlavní ekonomické proměnné

	2022	2023	2024	2025
HDP (reálný růst, y/y v %)	2,4	0,1	1,8	2,1
Spotřeba domácností (reálný růst, y/y v %)	-0,8	-4,0	4,5	3,1
Fixní investice (reálný růst, y/y v %)	3,0	-1,5	5,8	4,3
Zahraniční obchod (mld CZK) (*)	-202,6	126,8	110,5	184,9
Průmyslová výroba (reálný růst, y/y)	2,6	1,0	4,2	4,4
Maloobchod bez aut (reálný růst, y/y v %)	-3,3	-4,0	4,8	1,5
Mzdy nominální růst, y/y v %)	5,3	9,4	7,3	5,5
Míra nezaměstnanosti (MPSV, v %)	3,4	3,6	3,6	3,7
Inflace (y/y, v %)	15,1	11,0	1,3	2,2
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,6	0,1	-0,4	0,0
Jádrová inflace (y/y, v %) (**)	13,1	7,6	3,9	2,1
Ceny potravin (y/y, v %) (**)	12,8	9,9	3,2	3,1
Ceny pohonných hmot (y/y, v %) (**)	34,2	-12,8	9,7	1,9
Regulované ceny (y/y, v %) (**)	20,9	28,2	-10,8	1,5
3M PRIBOR (průměr)	6,3	7,2	5,5	3,7
2W Repo (průměr)	5,9	7,0	5,3	3,5
EUR/CZK (průměr)	24,6	23,8	24,1	24,0

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Poznámka: (\*) zahraniční obchod dle národní metodiky (SA);

(\*\*) složky inflace jsou očištěny o primární dopad daňových změn

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, data k 25. červenci 2023

# PRÁVNÍ UPOZORNĚNÍ

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkrácený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případě, kdy investiční doporučení uvedené v tomto dokumentu představuje šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícimu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů investičních doporučení ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. nezasílá investiční doporučení jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Tento dokument ani jeho obsah není určen osobám trvale bydlícím či sídlícím ve Spojených státech amerických a osobám splňujícím statut „amerického subjektu“, jak je definován v nařízení S podle zákona Spojených států amerických o cenných papírech z roku 1933, ve znění pozdějších předpisů.

Tento dokument není investičním doporučením dle nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, o zneužívání trhu, ani nepředstavuje investiční poradenství dle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>.



# AKTUÁLNÍ OCENĚNÍ EKONOMICKÉHO A STRATEGICKÉHO VÝZKUMU KB



#2 OVERALL FORECASTER - CZECH REPUBLIC



#2 FISCAL BALANCE FORECASTER - CZECH REPUBLIC



#2 INTEREST RATE FORECASTER - CZECH REPUBLIC



#2 BEST OVERALL FORECASTER - CZECH REPUBLIC



#2 EXCHANGE RATE FORECASTER - CZECH REPUBLIC



#2 FISCAL BALANCE FORECASTER - SLOVAKIA

# HISTORICKÁ OCENĚNÍ EKONOMICKÉHO A STRATEGICKÉHO VÝZKUMU KB



#1 POLICY RATE FORECASTER - CZECH REPUBLIC



#2 INFLATION FORECASTER - CZECH REPUBLIC



#3 BEST INFLATION FORECASTER - SLOVAKIA



#1 GDP FORECASTER - CZECH REPUBLIC



#2 BEST OVERALL FORECASTER - SLOVAKIA



#3 BEST OVERALL FORECASTER - CZECH REPUBLIC

**Consensus Economics**  
**Forecast Accuracy**  
**Award Winner**

**2014 Slovakia**

**Consensus Economics**  
**Forecast Accuracy**  
**Award Winner**

**2013 Czech Republic**

# OCENĚNÍ PRO SG CROSS ASSET RESEARCH

**Institutional  
Investor** 2022

**All-Europe Research Team**

## Macro

- #1** Multi Asset Research
- #2** Quantitative Research
- #3** Derivatives Research

## Equity

**9** Sector Research Teams in the **Top 10:**

- #6** Oil Services,
- #7** Infrastructure, Construction,
- #9** Luxury Goods, Oils, Tobacco,
- #10** Media, Banks, HPC



Research house  
of the year  
Societe Generale



## **Institutional Investor** 2022

### **Economics, Cross-Asset & Quant Research**

- #1** Alain Bokobza (Multi Asset)
- #2** Andrew Lapthorne (Quant)
- #2** Vincent Cassot (Derivatives)
- #2** Yohan Le Jalle (Index)
- #3** Sebastien Lemaire (Index)
- #4** Jitesh Kumar (Derivatives)
- #5** Albert Edwards (Multi Asset)
- #6** Arthur Van Slooten (Multi Asset)
- #7** Manish Kabra (Equity Strategy)
- #7** Laure Genet (Index)

## **Institutional Investor** 2022

### **Equity Sector Research**

- #2** Guillaume Delaby (Oil Services)
- #2** Marie Line Fort (SMC Europe)
- #3** Patrick Jousseau (SMC Europe)
- #5** Victor Acitores (Construction)
- #8** Christophe Cherblanc (Media)
- #9** Yannick Ouaknine (ESG)
- #9** Jonathan Leinster (Beverage)
- #10** Ottavio Adorisio (Telecom)

**BUDOUCNOST  
JSTE VY  KB**