

PŘEDSTAVENÍ PROGNÓZY

25. ČERVENCE 2024

# EKONOMICKÉ VÝHLEDY

PLÍŽENÍM VPŘED!

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

**Ekonomický a strategický výzkum**

@researchKB  
research@kb.cz

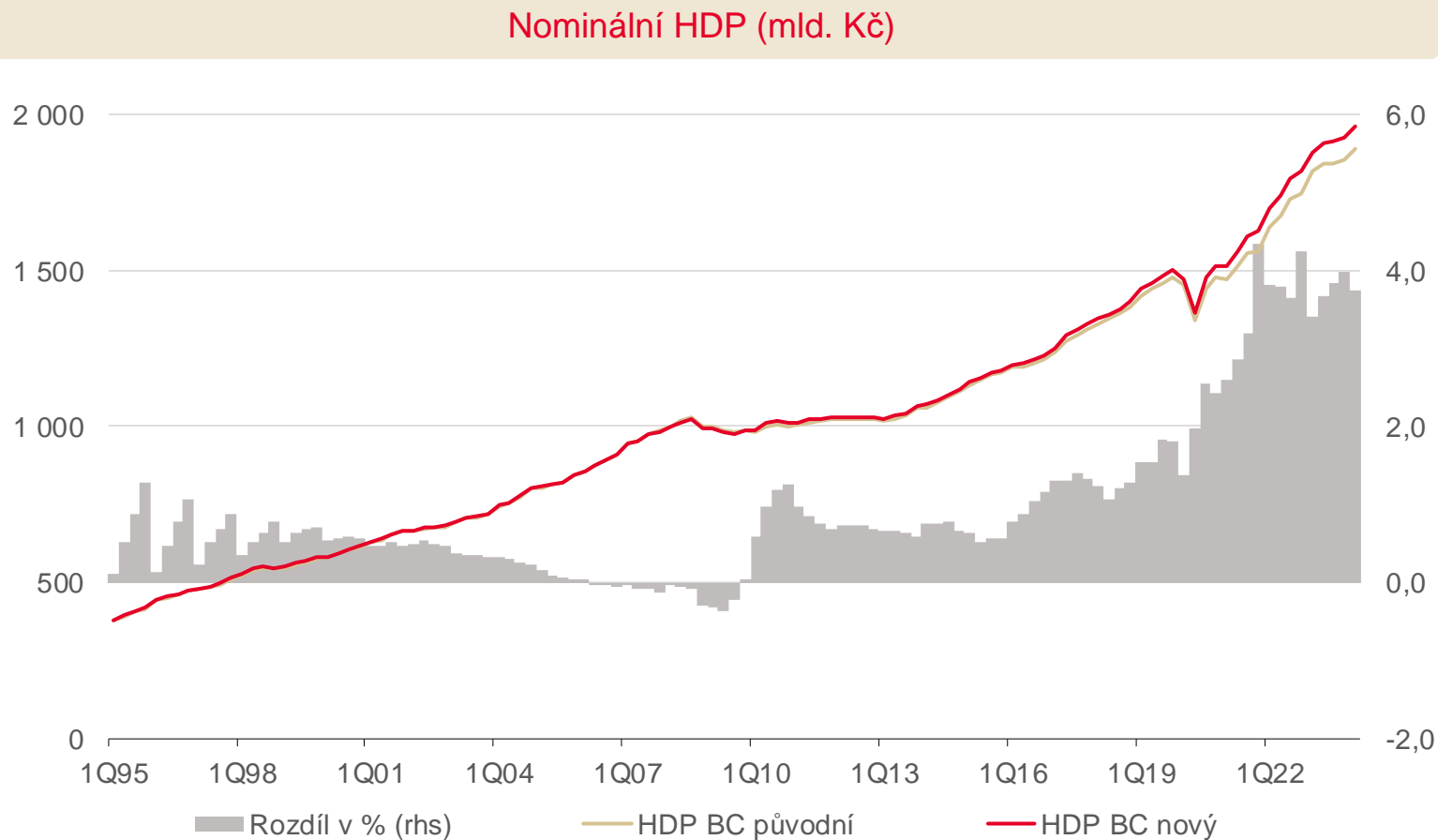


SOCIETE  
GENERALE  
GROUP

PLÍŽENÍM VPŘED!



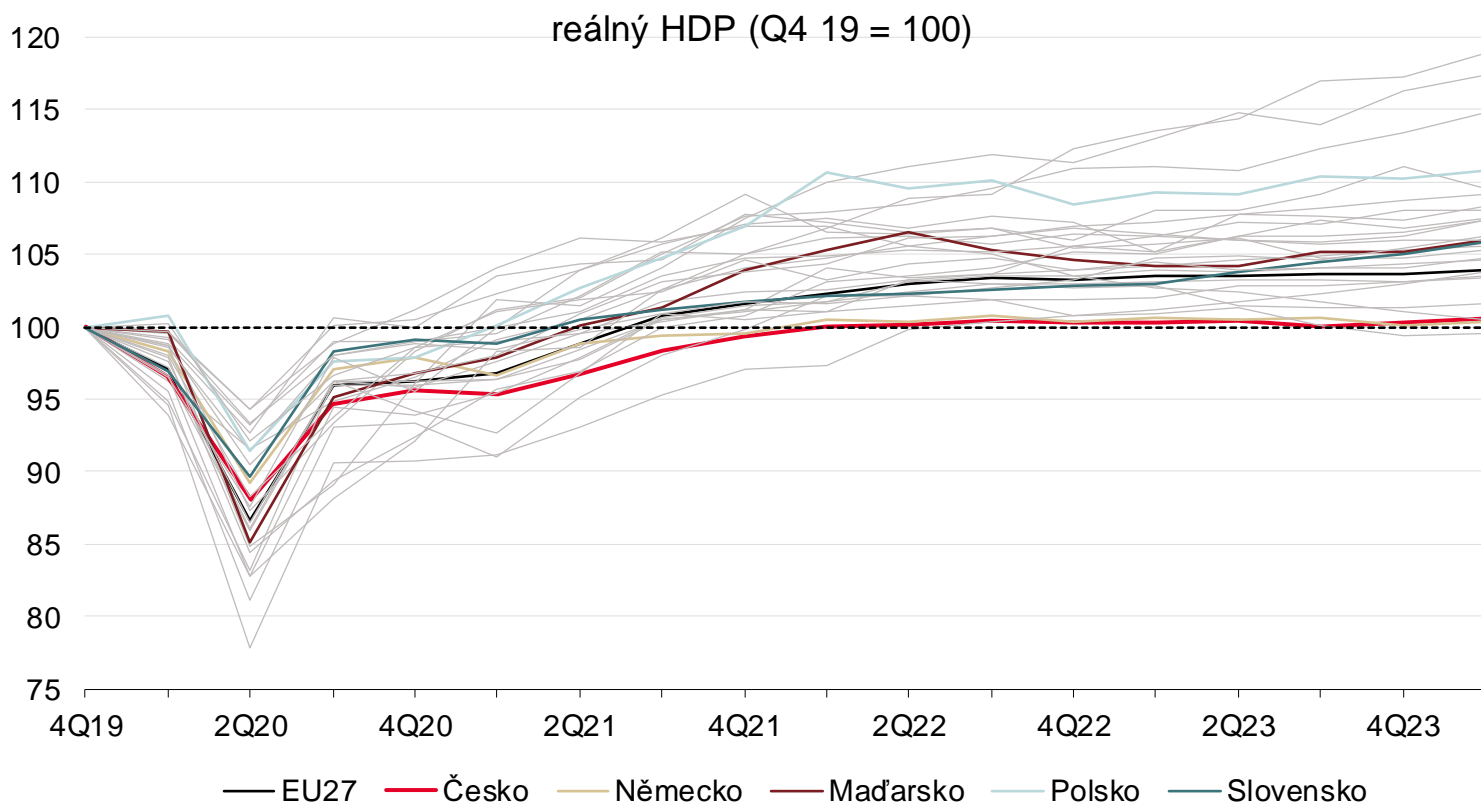
# REVIZE NÁRODNÍCH ÚČTŮ ZVEDLA NOMINÁLNÍ HDP



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

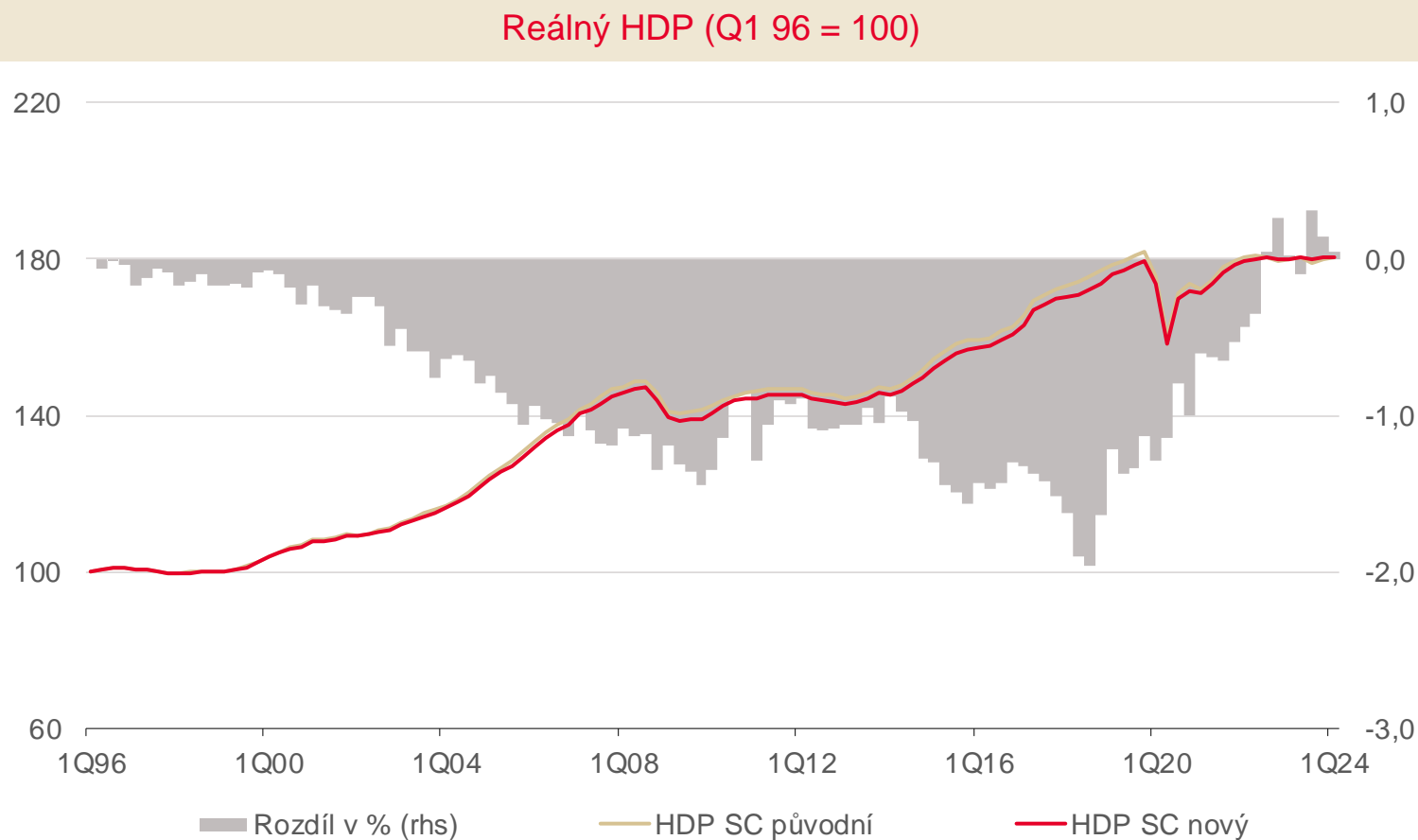
# ČESKO JIŽ VÍCE NEŽ DVA ROKY NAD PŘEDPANDEPICKOU ÚROVNÍ

V posledních dvou letech Česká ekonomika v podstatě stagnuje



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

# REVIDOVANÁ REÁLNÁ DATA VEDLA KE SNÍŽENÍ ÚROVNĚ KONCE ROKU 2019



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

1

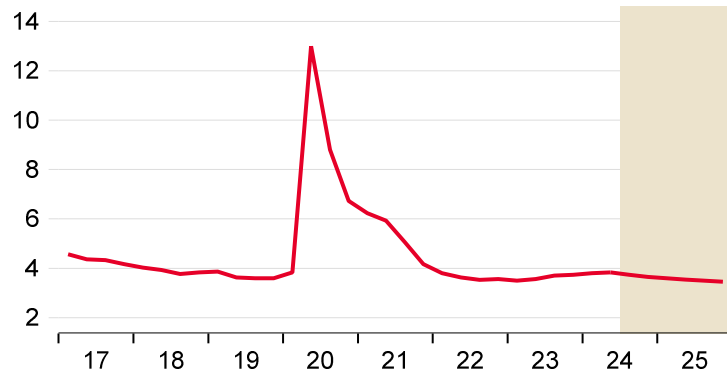


## VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

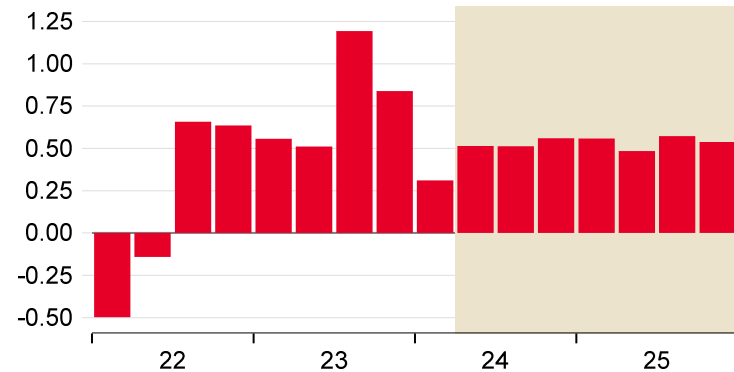
INFLACE NA ÚSTUPU NA OBOU STRANÁCH ATLANTIKU

# USA: INFLACE ZPOMALUJE, POKLES SAZEB FEDU SE BLÍŽÍ

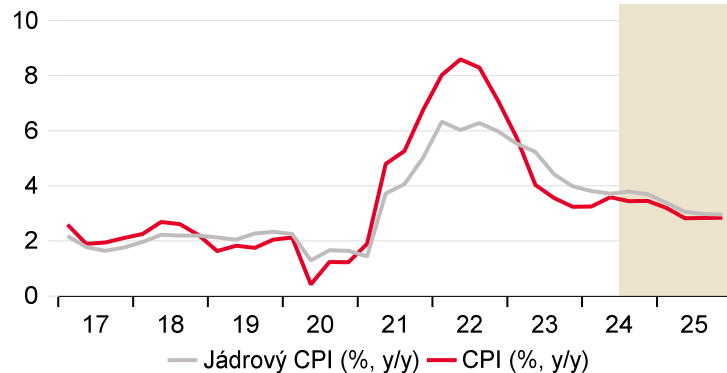
Trh práce je utažený (nezaměstnanost, %)



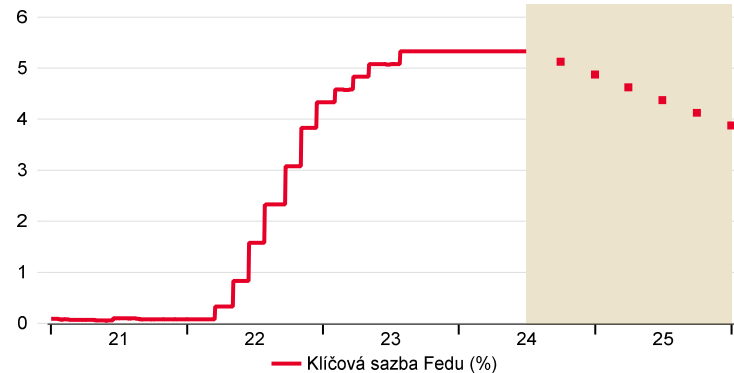
Recese se nekoná (HDP, q/q, %)



Inflační tlaky slábnou

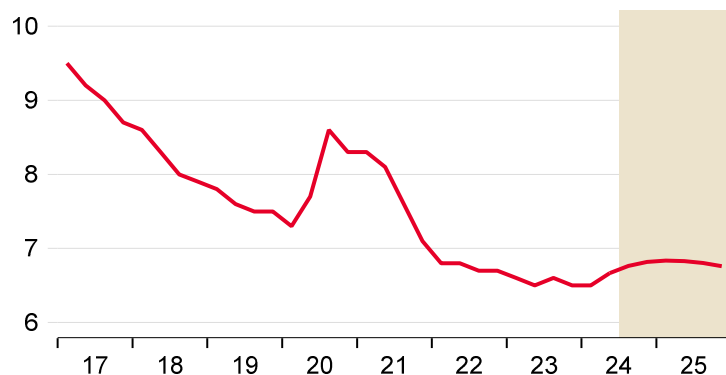


Snížení sazeb už na podzim

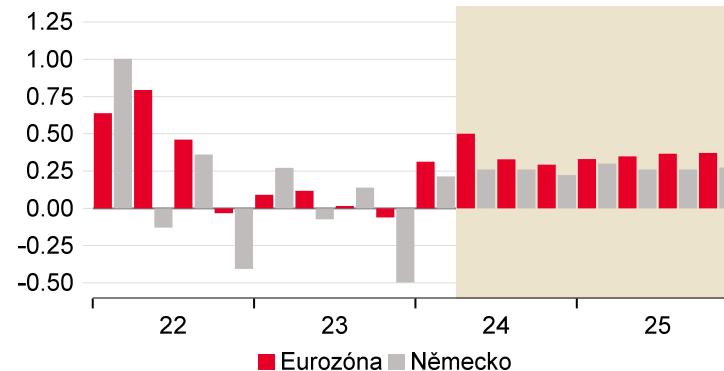


# EUROZÓNA: DALŠÍ SNÍŽENÍ SAZEB V ZÁŘÍ LETOŠNÍHO ROKU

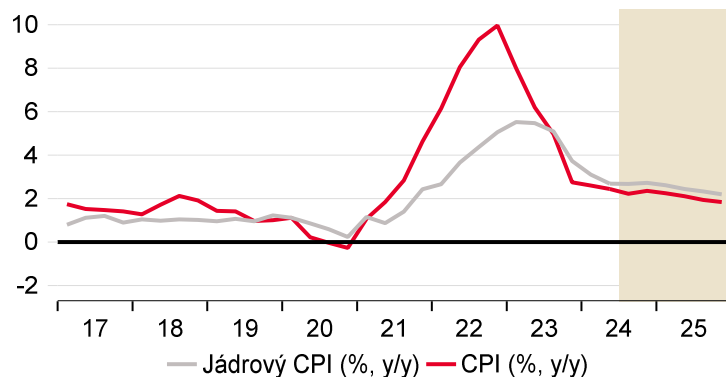
Trh práce je utažený (nezaměstnanost, %)



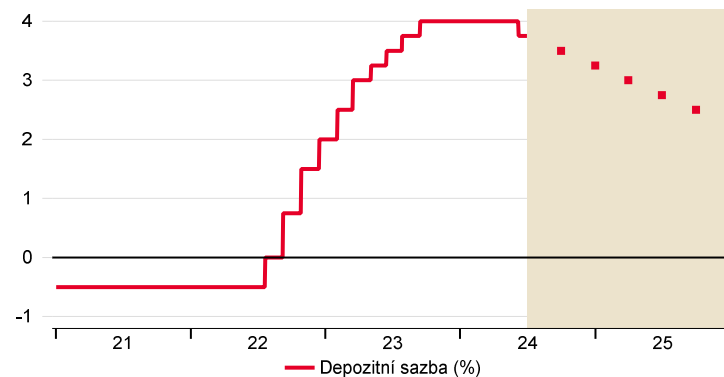
Hospodářský růst potáhne spotřeba domácností (HDP. %, a/a)



Inflace pod 2 %



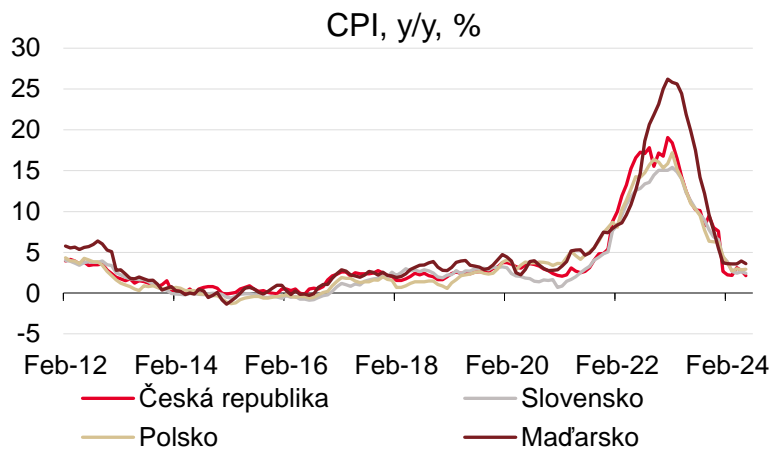
ECB sníží sazby opět v září



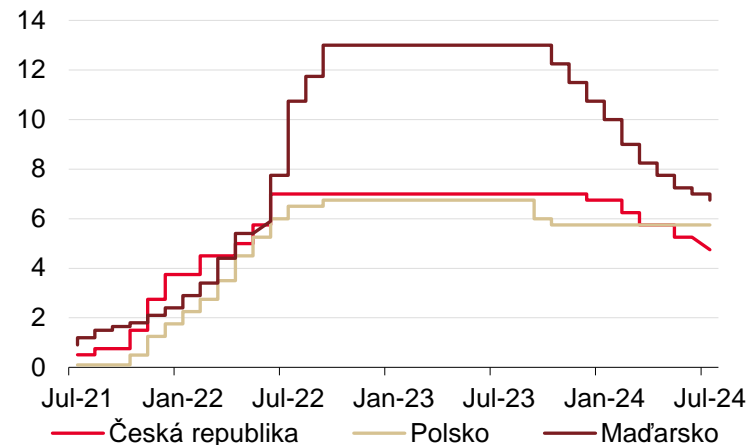


# STŘEDOEVROPSKÝ REGION: PAUZA SE SNIŽOVÁNÍM SAZEB

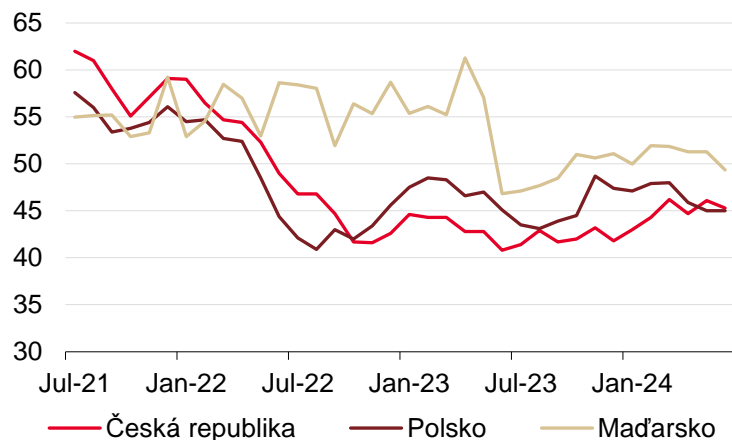
## Inflace v regionu výrazně klesla (% , y/y)



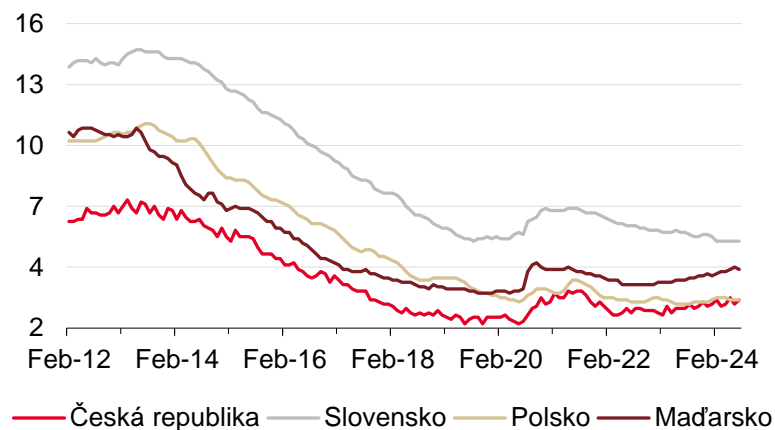
## Centrální banky snižují úrokové sazby (%)



## Průmyslové PMI ožívají pomalu (b.)



## Nezaměstnanost zůstává nízká (%)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

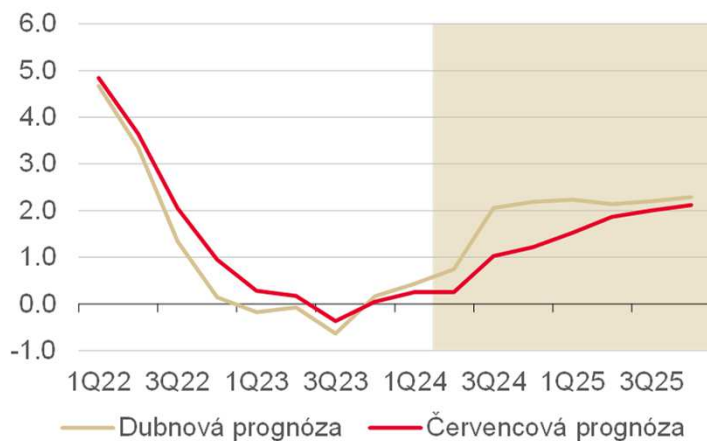
# 2

## MAKROEKONOMICKÁ PROGNÓZA ČR

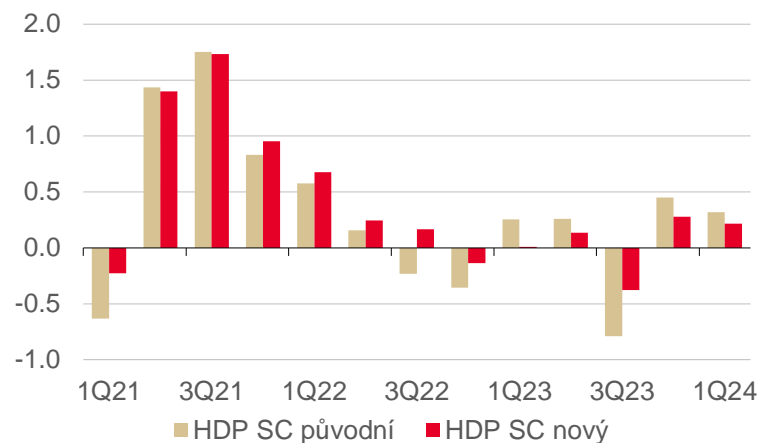
POMALÉ OŽIVENÍ EKONOMIKY A INFLACE POD CÍLEM

# LETOS OČEKÁVÁME RŮST EKONOMIKY POUZE O 0,7 %, V PŘÍŠTÍM ROCE PAK ZRYCHLENÍ NA 1,9 % → HORŠÍ VÝHLED OPROTI MINULÉ PROGNÓZE

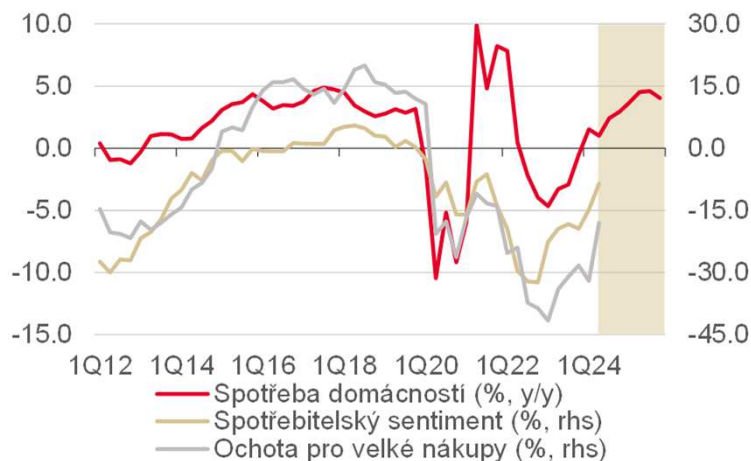
Minule jsme pro rok 2024 čekali růst HDP o 1,4 % a pro rok 2025 o 2,2 % (%, y/y)



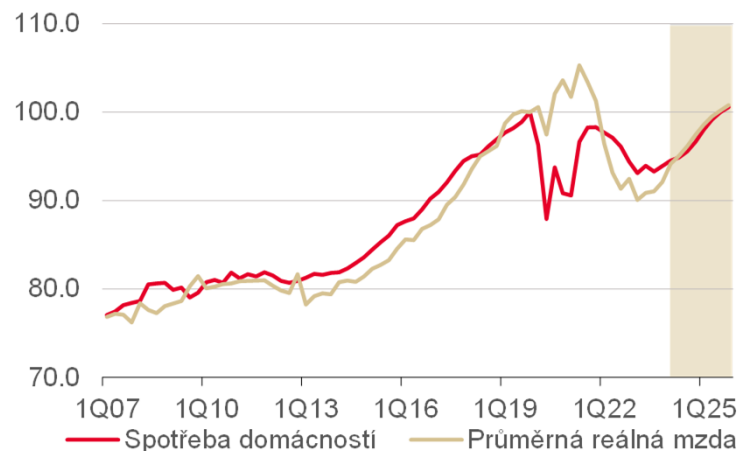
Zhoršení výhledu ekonomiky souvisí zejména se slabší výchozí pozicí (%, q/q)



Oživující spotřeba domácností bude hlavním zdrojem růstu ekonomiky



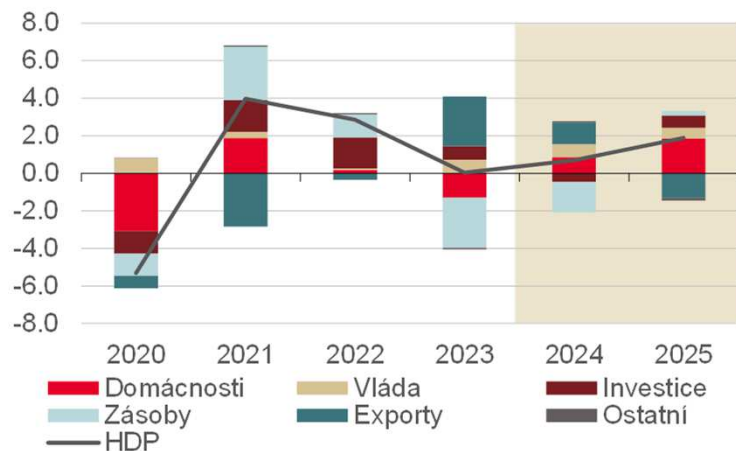
K vyšším útratám domácností přispěje obnovený růst reálných mezd (4Q19=100)



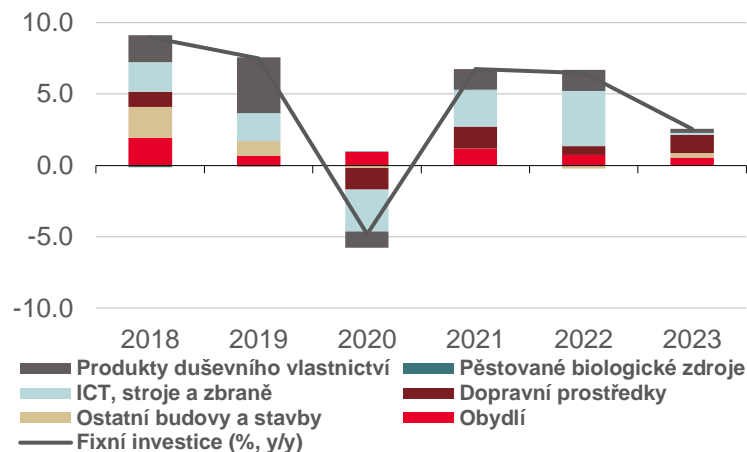
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

# RŮST EKONOMIKY POTÁHNE OŽIVUJÍCÍ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ, INVESTICE ALE LETOS KLESNOU, A TO I VLIVEM SLABÉHO PRŮMYSLU

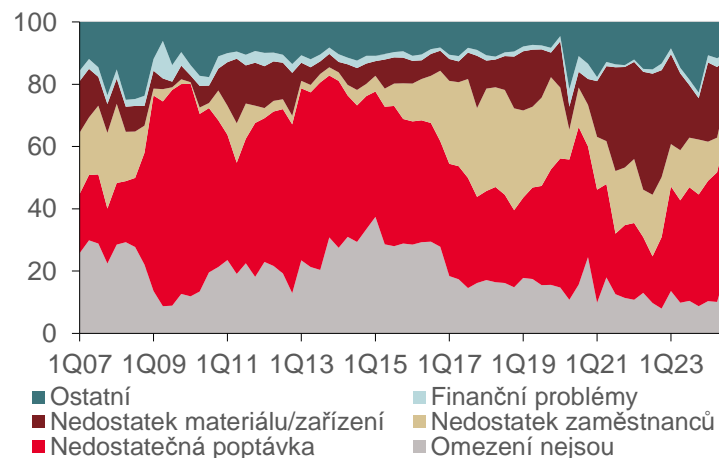
Vyskladňování dříve rozpracovaného zboží se letos pozitivně odrazí v exportech (%)



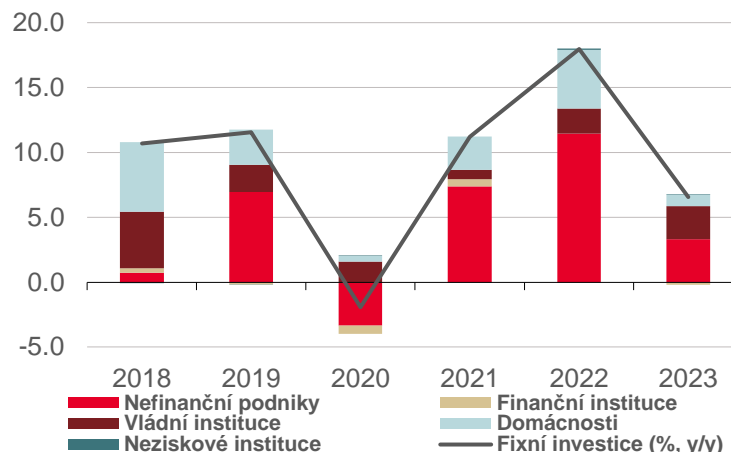
Fixní investice v posledních letech rychle rostly, a to hlavně v případě strojů (%)



Nedostatečná poptávka je hlavní bariérou pro 44 % průmyslových podniků (%)



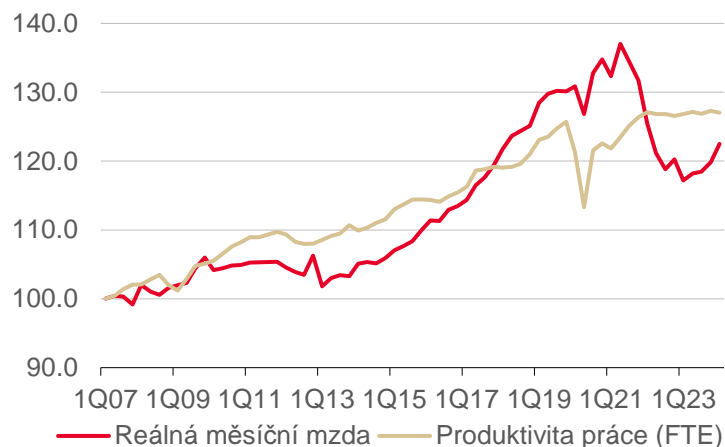
Investovaly zejména nefinanční podniky, růstový potenciál ale zřejmě vyprchal (%)



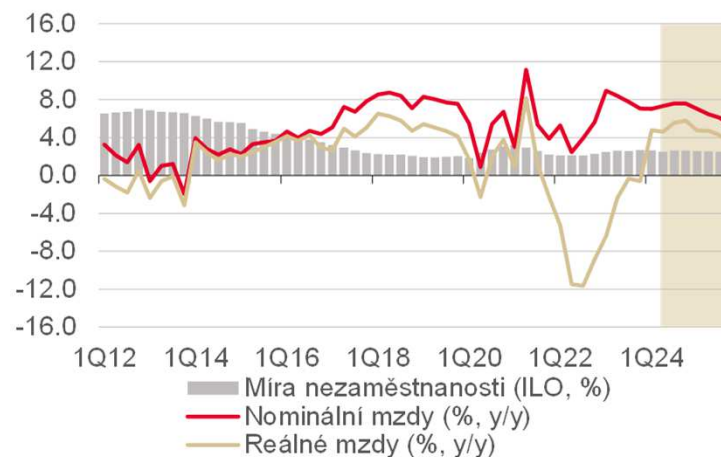
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

# RŮST MEZD BUDE PRAVDĚPODOBNĚ RYCHLEJŠÍ, NEŽ JSME ČEKALI – LETOS PODLE NÁS DOSÁHNE 7,4 % A V ROCE 2025 6,2 %

Kvůli výraznému poklesu se reálné mzdy nacházejí pod produktivitou práce (1Q07=100)

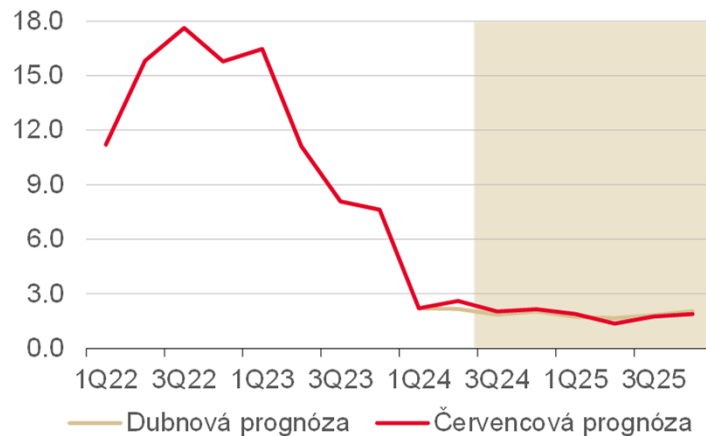


Letos reálné mzdy vzrostou o 5,2 % po zhruba -12 % během let 2022 a 2023

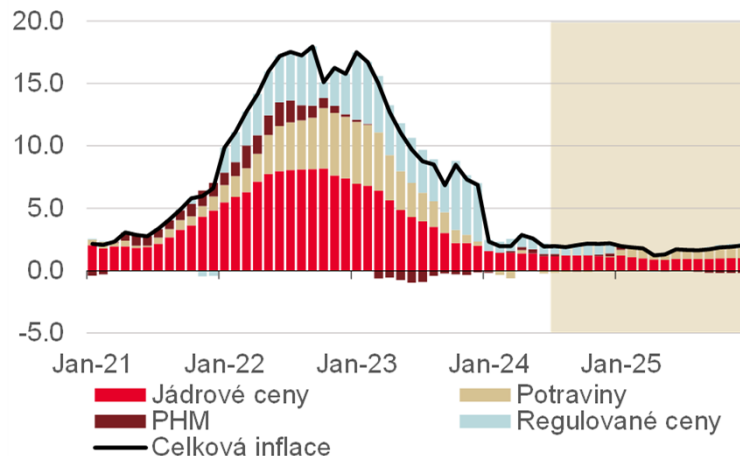


# LETOŠNÍ INFLACI OČEKÁVÁME NA 2,3 % A PŘÍŠTÍ ROK JEJÍ POKLES NA 1,7 %

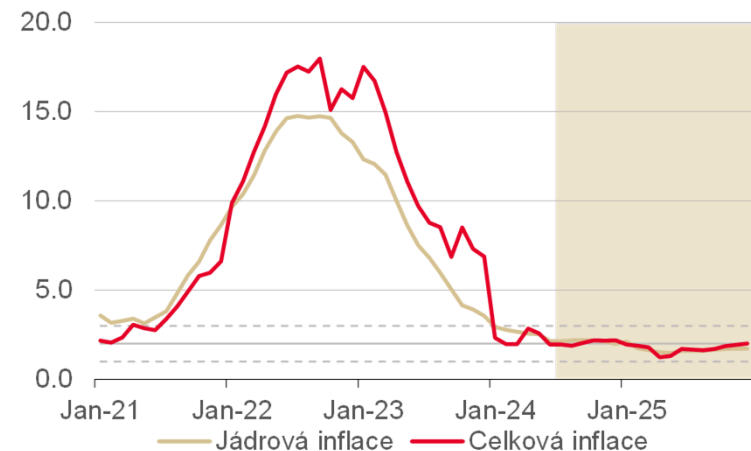
V minulé prognóze jsme pro rok 2024 čekali 2,1 % a pro rok 2025 1,8 % (%, y/y)



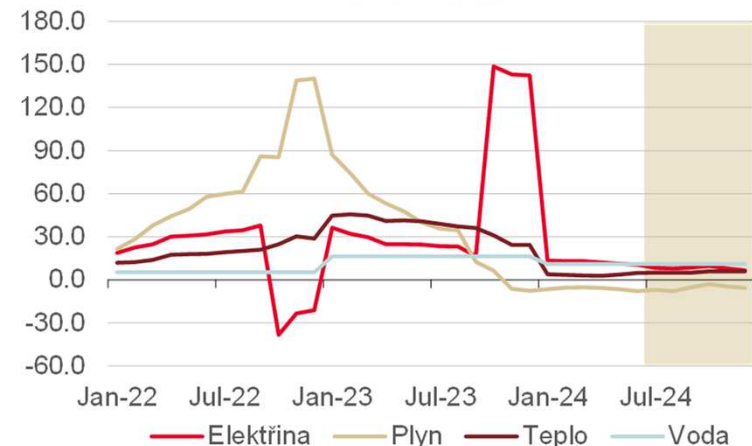
Nižší růst jádrových a regulovaných cen pomůže inflaci v roce 2025 pod cíl (%, y/y)



Celková a jádrová inflace zůstanou v tolerančním pásmu ČNB (%, y/y)



Ceny energií pro domácnosti postupně klesají (%, y/y)



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

3

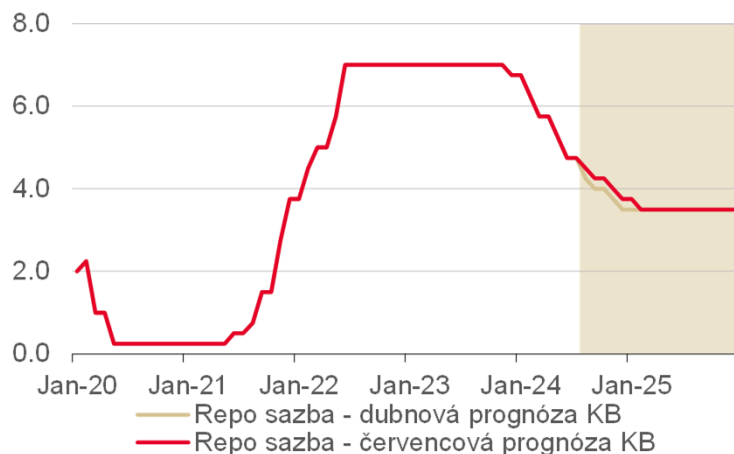
---

## ČNB FOCUS

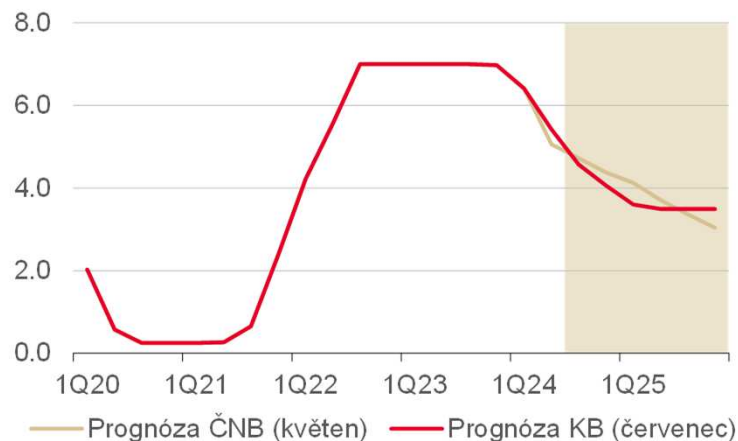
POKLES SAZEB BY MĚL PODLE ČNB ZPOMALIT,  
DATA JSOU ALE PROTI

# TEMPO UVOLŇOVÁNÍ MĚNOVÉ POLITIKY BY MĚLO ZPOMALIT

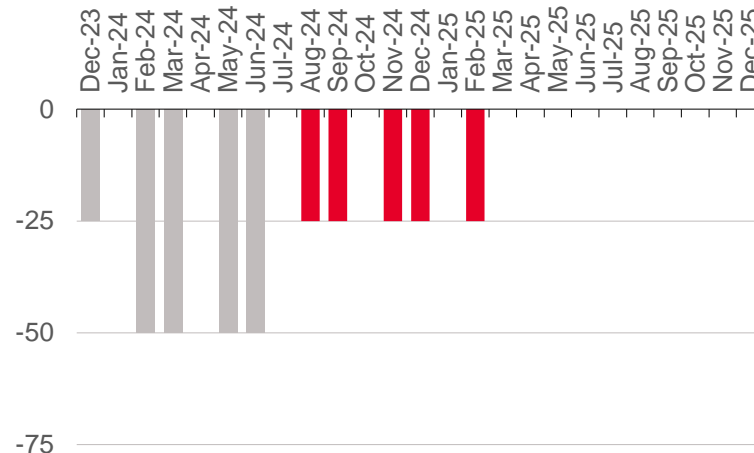
Na konci roku odhadujeme repo sazbu na 3,75 %, terminální úroveň zůstává na 3,5 %



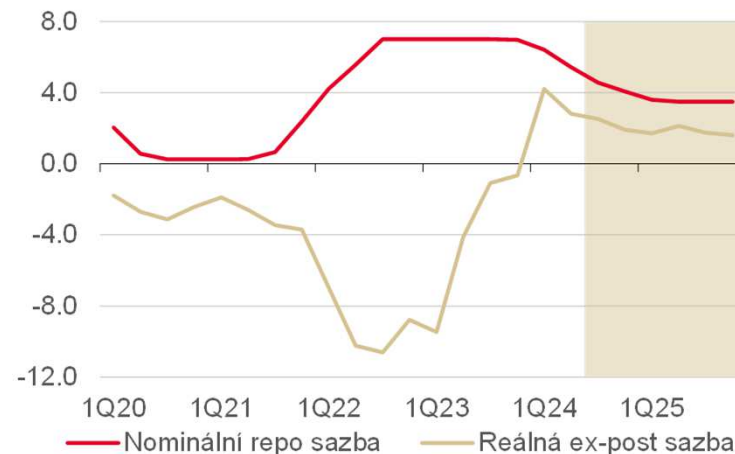
Slabá ekonomika a inflace na cíli budou vytvářet tlak na další pokles sazeb (%)



V srpnu čekáme snížení repo sazby o 25 bb, rizika jsou ale vychýlena ve směru -50 bb



Měnová politika bude letos pravděpodobně nadměrně utažená (%)





4

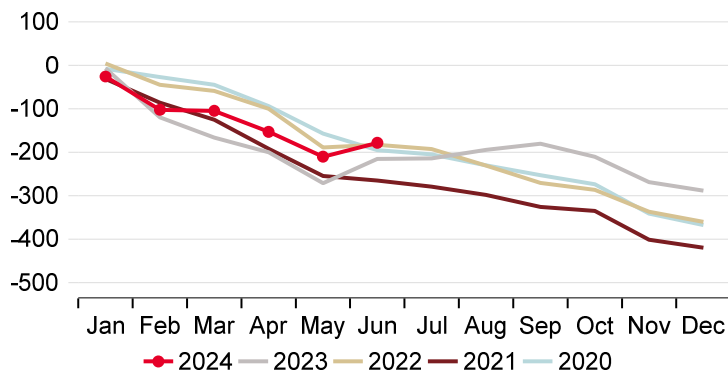


## FISKÁLNÍ POLITIKA

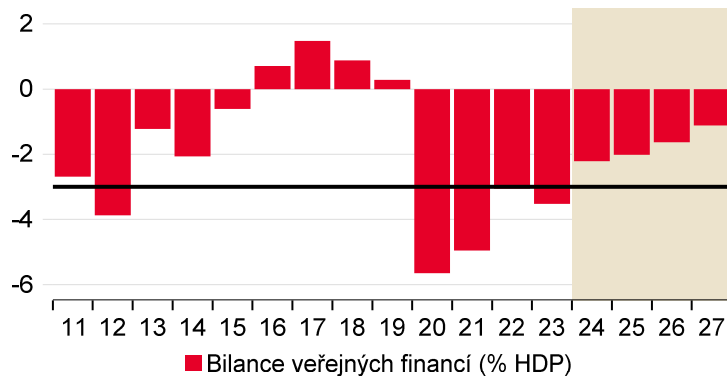
POSTUPNÝMI KROKY KE KONSOLIDACI

# POSTUPNÝMI KROKY KE KONSOLIDACI

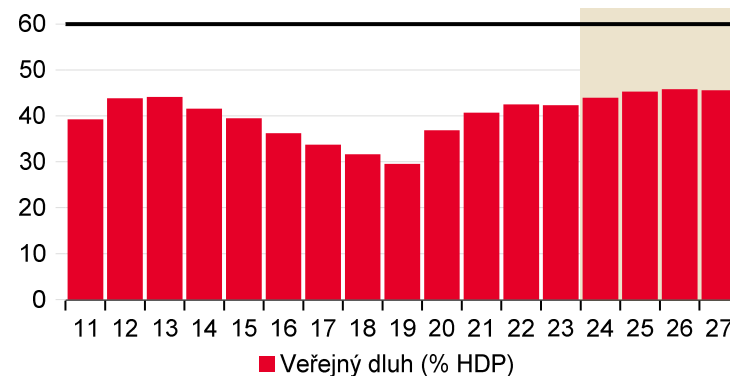
Bilance státního rozpočtu od začátku roku  
(mld. CZK)



Bilance veřejných financí



Veřejný dluh



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

# 5

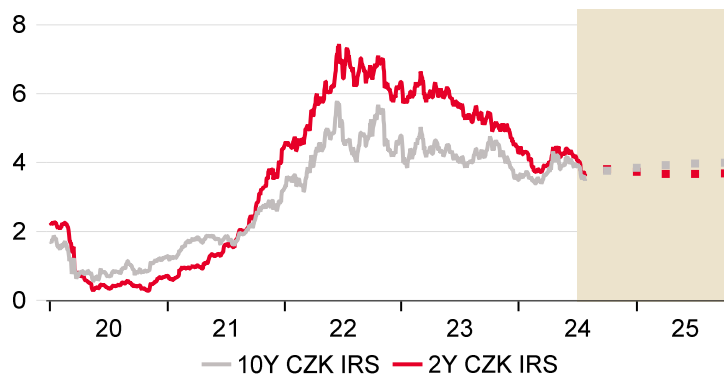
---

## TRH ÚROKOVÝCH SAZEB A DLUHOPISŮ

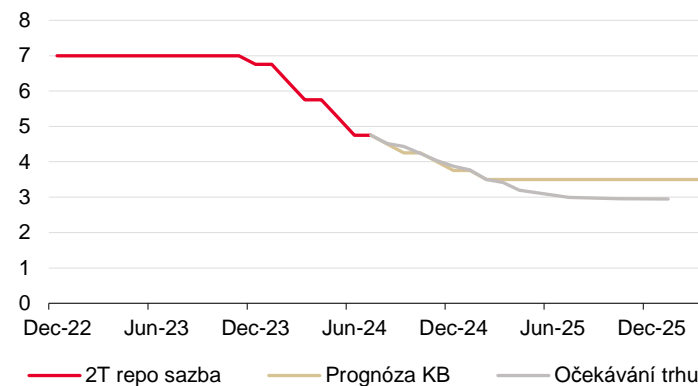
POKLES TRŽNÍCH SAZEB BY MOHL BÝT U KONCE

# POKLES TRŽNÍCH SAZEB BY MOHL BÝT U KONCE

Prognóza IRS (%)



Očekávaný vývoj  
základní úrokové sazby ČNB



Výhled pro CZK IRS (% , konec období)

	Q3 24f	Q4 24f	Q1 25f	Q2 25f
2Y	3,80	3,75	3,65	3,65
5Y	3,65	3,70	3,80	3,85
10Y	3,75	3,85	3,90	3,95

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

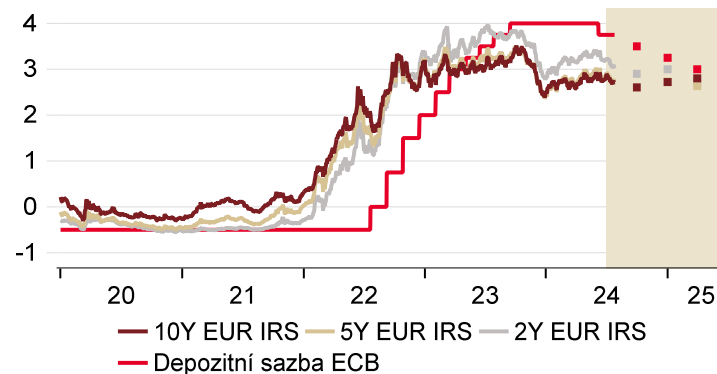
Zdroj: Bloomberg, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; očekávání trhu k 24. 7. 2024

# POKLES TRŽNÍCH SAZEB BY MOHL BÝT U KONCE

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

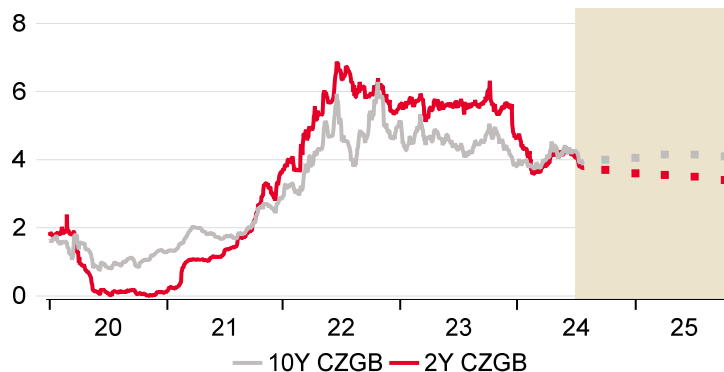
	Maturita				
	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y
Spot	4.01	3.67	3.52	3.42	3.52
Forward					
3M	3.70	3.49	3.40	3.36	3.48
6M	3.43	3.34	3.29	3.31	3.46
1Y	3.23	3.22	3.22	3.29	3.45
2Y	3.21	3.21	3.25	3.36	3.50
3Y	3.21	3.27	3.33	3.45	3.56

## Eurové sazby (%)

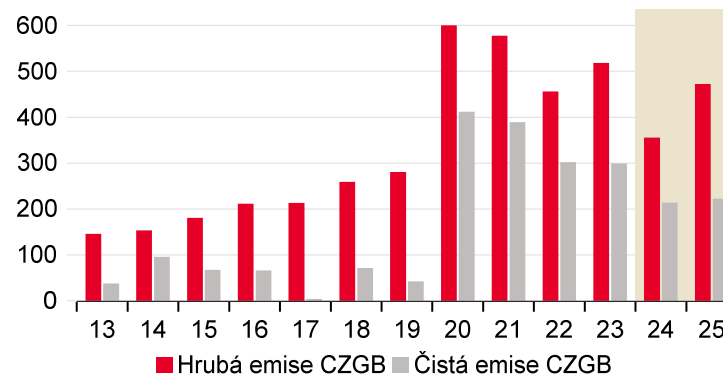


# POKLES TRŽNÍCH SAZEB BY MOHL BÝT U KONCE

## Výnosy CZGB (%)



## Emise CZGB (mld. CZK)



## Prognóza výnosů CZGB (konec období)

	Q3 24f	Q4 24f	Q1 25f	Q2 25f
Výnos 2Y CZGB (%)	3,70	3,60	3,55	3,50
Výnos 5Y CZGB (%)	3,85	3,85	3,85	3,85
Výnos 10Y CZGB (%)	4,00	4,05	4,15	4,15
10Y CZGB ASW (bb)	25	20	20	20

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

6

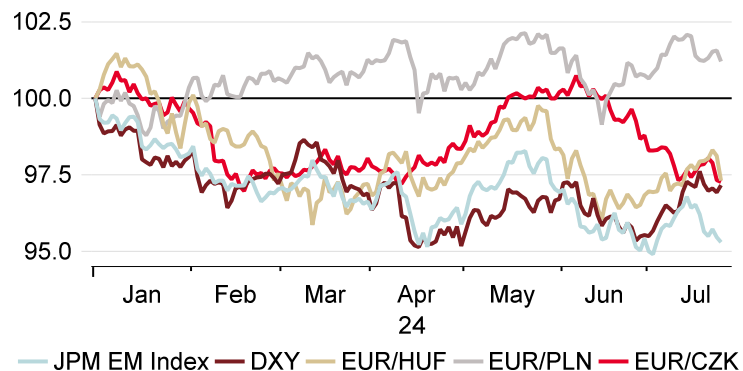
---

## KORUNOVÝ DEVIZOVÝ TRH

KORUNĚ SE BLÝSKÁ NA LEPŠÍ ČASY

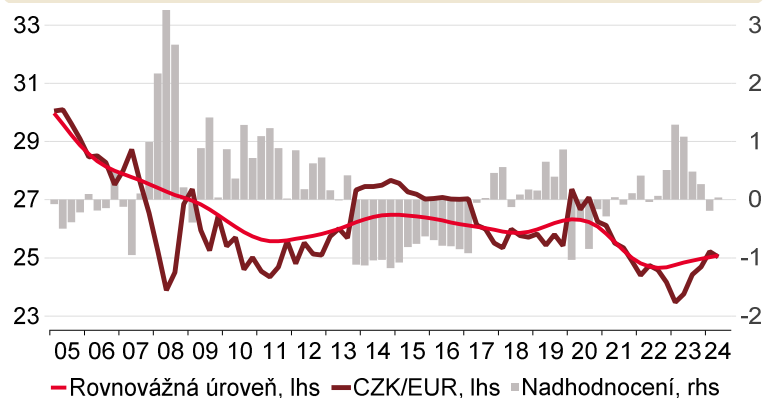
# KORUNĚ SE BLÝSKÁ NA LEPŠÍ ČASY

## Vývoj měn regionu (1.1.2024 = 100)



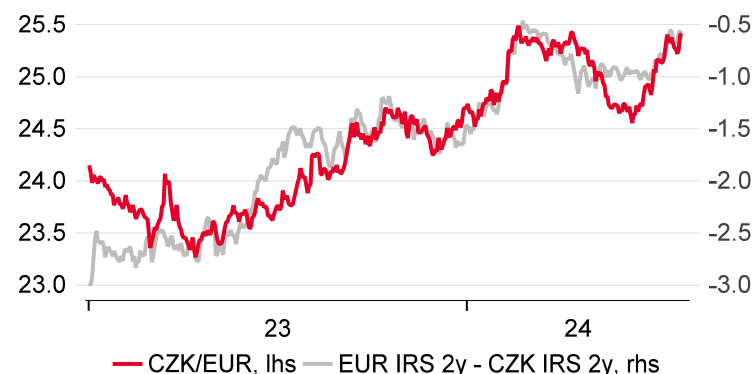
Pozn.: Hodnota nad 100 značí posílení CZK, PLN nebo HUF vůči EUR nebo indexu měn rozvíjejících se trhů (JPM-EM), respektive oslabení dolarového indexu (DXY) od 1. 1. 2024.

## Rovnovážný kurz CZK/EUR

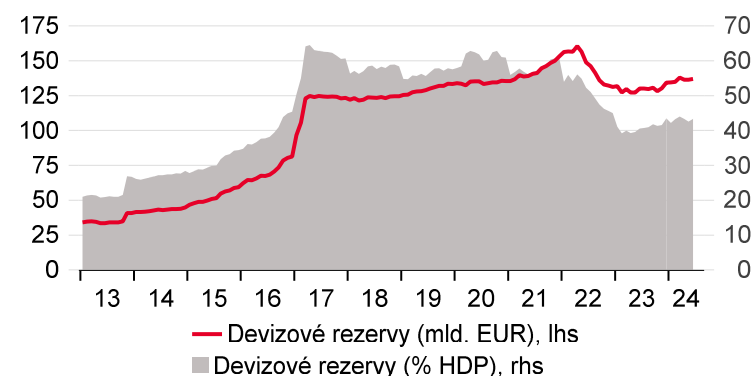


Pozn.: Hypotetická rovnovážná hodnota vychází z modelové filtrace reálného bilaterálního kurzu vůči euru, který je konzistentní s vnitřní a vnější rovnováhou ekonomiky.

## CZK/EUR a úrokový diferenciál



## Devizové rezervy ČNB

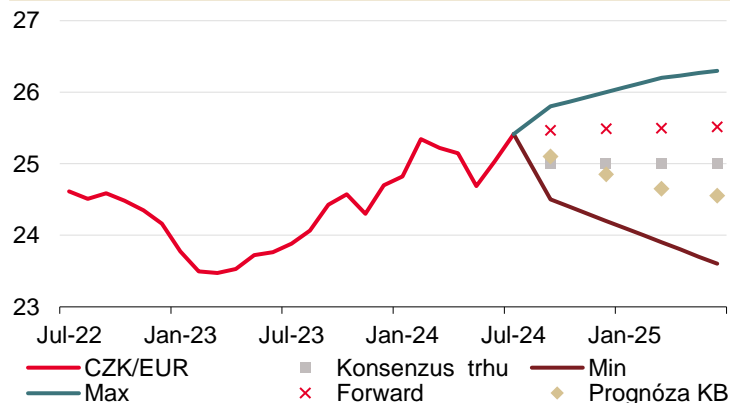


Zdroj: Bloomberg, Macrobond, CNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; tržní konsenzus k 24. 7. 2024

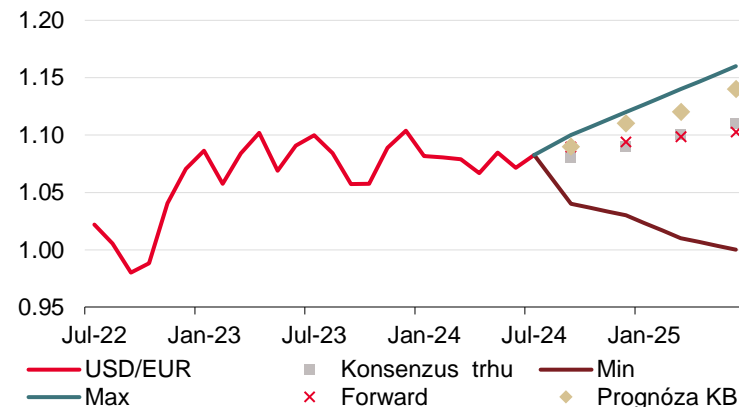


# KORUNĚ SE BLÝSKÁ NA LEPŠÍ ČASY

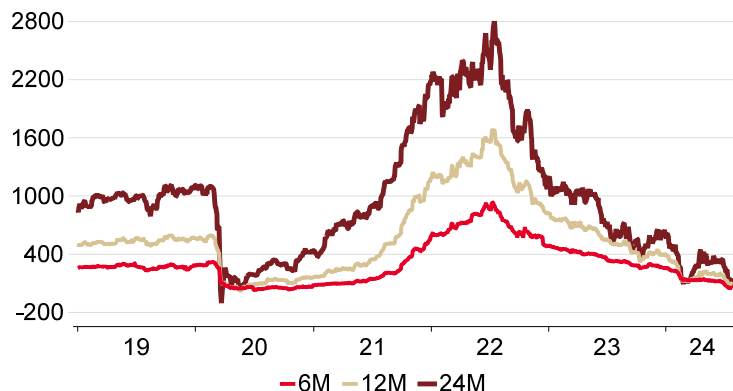
## Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR



## Předpokládaný vývoj kurzu USD/EUR

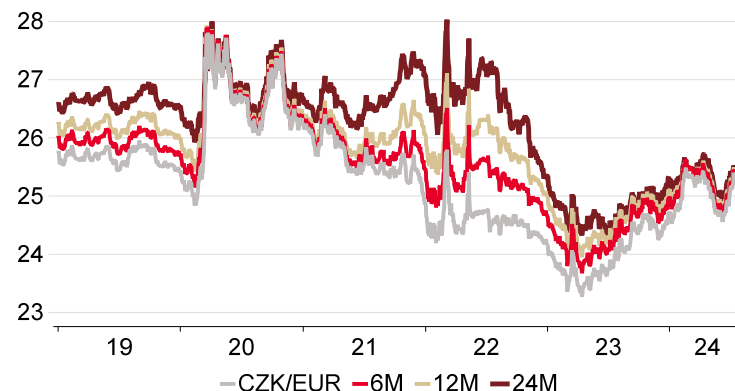


## Forwardové body



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

## Forwardový vs spotový kurz CZK/EUR



Zdroj: Bloomberg, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; tržní konsenzus k 24. 7. 2024

# 7

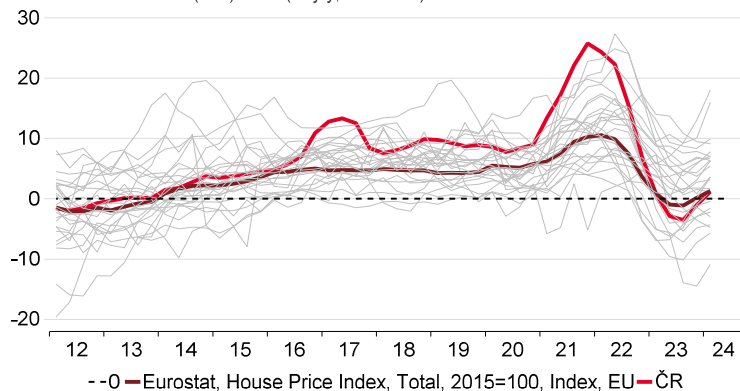
## BANKOVNÍ SEKTOR

MÍRNÉ ÚVĚROVÉ POVZBUZENÍ PRO SLABOU EKONOMIKU

# NEMOVITOSTNÍ TRH MÁ NAŠLÁPNUTO K RYCHLÉMU RŮSTU

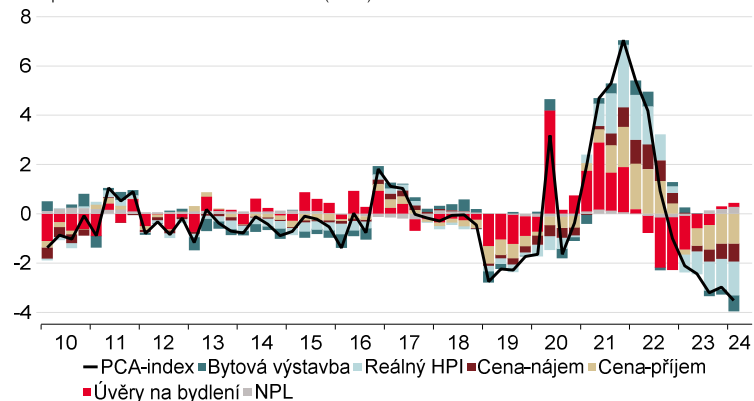
## Obnovený růst cen rezidenčních nemovitostí

Index cen nemovitostí (HPI) v EU (% y/y, ke Q4 23)

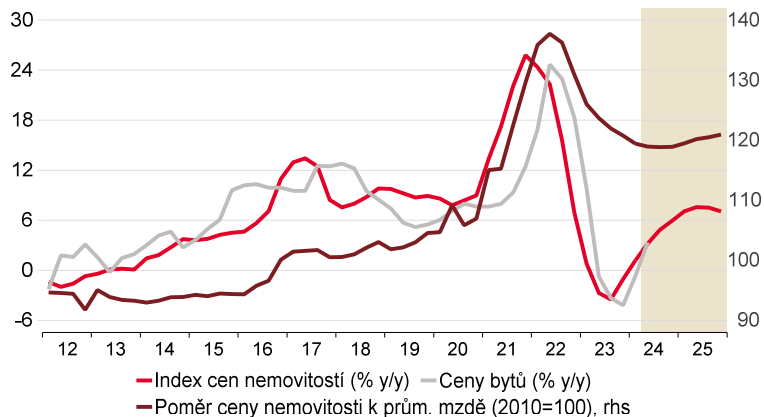


## Oživení nemovitostního trhu ale stále drhne

Kompozitní index nemovitostního trhu (PCA)

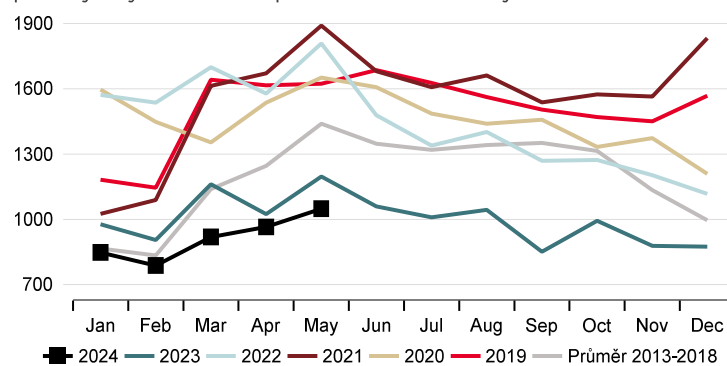


## Růst cen nemovitostí zrychlí k 6 % y/y



## Omezená výstavba může tlačit ceny nahoru

počet vydaných stavebních povolení na rezidenční výstavbu

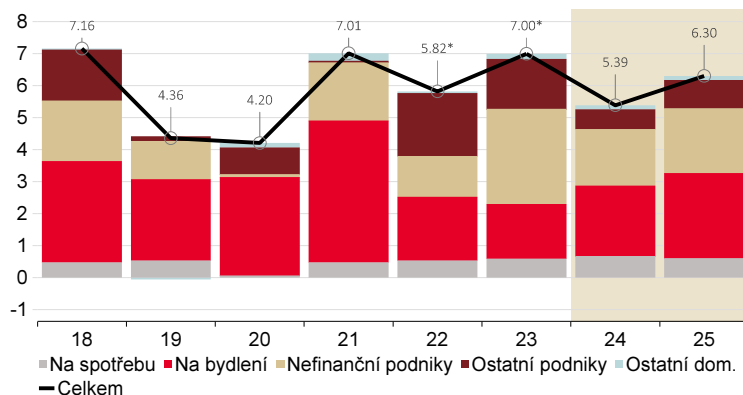


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČNB, ČSÚ, Macrobond, OECD

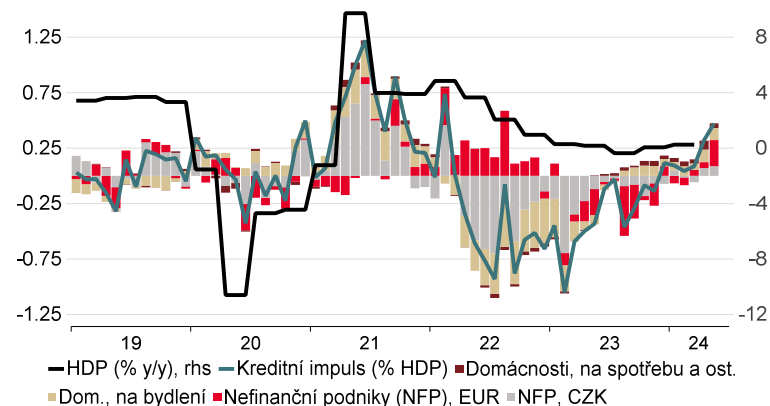
# ÚVĚROVÉ POVZBUZENÍ PRO SLABOU EKONOMIKU

## Růst bankovních úvěrů (% y/y, pb)

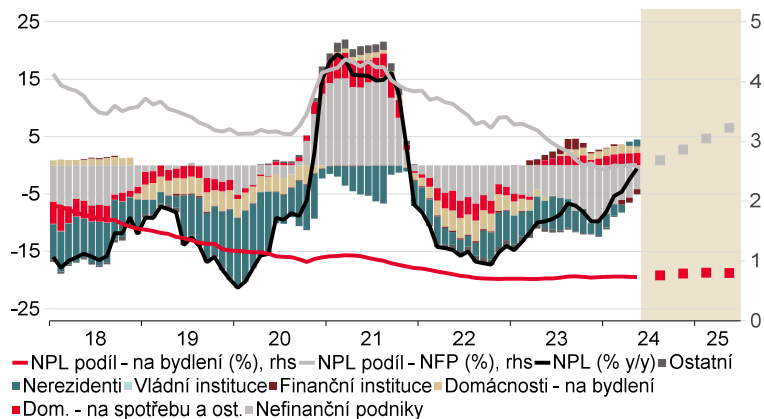
stavy ke konci období, % y/y



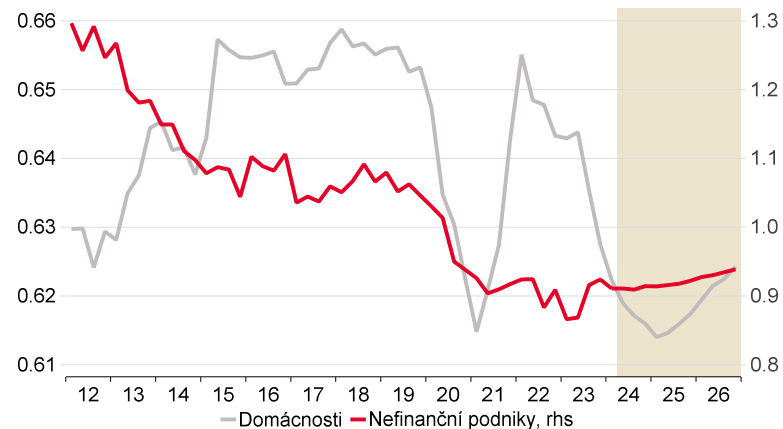
## Kreditní impuls povzbudí skromný růst



## Nízká míra selhání úvěrů svědčí o dobré finanční situaci domácností a firem



## Poměr úvěrů a vkladů postupně naroste



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

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 nominálnímu HDP

8



SHRNUTÍ

# ČESKÁ REPUBLIKA: SHRUTÍ MAKROEKONOMICKÉ PROGNOZY

## Hlavní ekonomické proměnné

	2023	2024	2025	2026
HDP (reálný růst, y/y v %)	0,0	0,7	1,9	2,3
Spotřeba domácností (reálný růst, y/y v %)	-2,9	2,0	4,2	2,7
Fixní investice (reálný růst, y/y v %)	2,7	-1,7	2,4	3,0
Zahraniční obchod (mld CZK) (*)	123,4	182,9	122,1	143,2
Průmyslová výroba (reálný růst, y/y)	-0,8	-0,7	1,8	2,7
Maloobchod bez aut (reálný růst, y/y v %)	-4,4	4,4	3,7	2,5
Mzdy nominální růst, y/y v %)	8,0	7,4	6,2	4,7
Míra nezaměstnanosti (MPSV, v %)	3,6	3,8	3,8	3,8
Inflace (y/y, v %)	10,8	2,3	1,7	2,0
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,1	0,1	0,1	0,1
Jádrová inflace (y/y, v %) (**)	7,6	2,4	1,7	2,0
Ceny potravin (y/y, v %) (**)	10,0	-0,6	2,4	2,0
Ceny pohonných hmot (y/y, v %) (**)	-12,4	3,8	-1,3	-2,1
Regulované ceny (y/y, v %) (**)	27,8	5,8	0,6	2,2
3M PRIBOR (průměr)	7,1	5,2	3,8	3,8
2W Repo (průměr)	7,0	5,1	3,5	3,5
CZK/EUR (průměr)	24,0	25,1	24,6	24,3

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

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

# 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** 2023

## All-Europe Research Team

### Macro

- #1** Multi Asset Research
- #1** Quantitative Research
  - #2 Index Research
- #2** Derivatives Research
- #2** Investment Grade Strategy – Europe\*
- #5** ESG Research

### Equity

Sectors ranked in the **Top 10:**

- #4** Oil Services
- #6** Infrastructure
- #7** Construction
- #9** Telecom
- #10** Luxury Goods, Oils, Media



Research house  
of the year  
Societe Generale



- #1 Cross-commodity research
- #1 Research in base metals
- #2 Research in oil
- #2 Research in gas

\* From Institutional Investor Global Fixed Income Survey 2022

## Institutional Investor 2023

### Economics, Cross-Asset & Quant Research

- #1 Andrew Lapthorne (*Quant*)
- #2 Alain Bokobza (*Multi-Asset*), Vincent Cassot (*Derivatives*)
- #2 Juan Valencia (*Investment Grade Strategy*)\*
- #3 Guy Stear (*Investment Grade Strategy*)\*
- #3 Jitesh Kumar (*Derivatives*), Yohan Le Jalle (*Index*)
- #4 Sandrine Ungari (*Quant*)
- #5 Albert Edwards (*Multi-Asset*), Sebastien Lemaire (*Index*)
- #6 Arthur Van Slooten (*Multi-Asset*)
- #7 Abdelali Miftah (*Derivatives*), Manish Kabra (*Multi-Asset*), Laure Genet (*Index*)
- #8 Yii Yih Luu (*Index*)
- #9 Laura Tossan (*Index*)

## Institutional Investor 2023

### Equity Sector Research

- #2 Guillaume Delaby (*Oil Services*),
- #4 Victor Acitores (*Infrastructure*),
- #5 Patrick Jousseume (*Small-Mid-Cap France*),
- #7 Yannick Ouaknine (*ESG*),
- #8 Marie-Line Fort (*Small-Mid-Cap France*),
- #9 Yves Bromehead (*Building & Construction*), Richard-Maxime Beaudoux (*Small-Mid-Cap France*)
- #10 Christophe Cherblanc (*Media*), Thierry Cota (*Luxury Goods*).
- #11 Ottavio Adorisio (*Telecoms*), Jonathan Leinster (*Tobacco*)
- #13 Anne Critchlow (*Retailing General*)

\* From Institutional Investor Global Fixed Income Survey 2022

**BUDOUCNOST  
JSTE VY  KB**