

Čtvrtletní zpráva

# Ekonomické výhledy

## Na cestě ze slzavého údolí



©iStock

- **Ekonomika čeká na vakcínu:** Česká ekonomika se letos za pomoci imunizace obyvatelstva a hospodářskopolitických stimulů vrátí k růstu. Dosažení předkrizové hodnoty HDP čekáme už v roce 2022.
- **Inflace zpomaluje:** V letošním roce by se průměrná míra inflace měla snížit pod dvě procenta díky levnějším potravinám a také vlivem oslabené poptávky a nižších dovozních cen.
- **ČNB zatím vyčkává:** Centrální banka bude ještě nějakou dobu držet úrokové sazby na současné nízké úrovni. K jejich prvnímu zvýšení podle nás dojde na listopadovém zasedání bankovní rady, které by zároveň mělo odstartovat postupný proces normalizace měnové politiky.
- **Oživení ekonomiky podpoří korunu na cestě zpět k silnějším hodnotám:** Spekulace na dřívější zvyšování úrokových sazeb ČNB v kombinaci s vakcinací a zlepšujícím se sentimentem finančních trhů podle nás povedou k rychlému posílení kurzu koruny. Ta by se v závěru letošního roku měla dostat téměř na předpandemické úrovni.
- **Měnová a fiskální politika potlačí výnosy a sazby nahoru:** Vidina úspěšné vakcinace a návratu ekonomiky k předchozím úrovním urychluje blížící se začátek normalizace měnové politiky. Ve spojení s expanzivní fiskální politikou a rekordní nabídkou státních dluhopisů očekáváme pokračující růst výnosů CZGB i tržních úrokových sazeb.



**Jan Vejmelek**  
(420) 222 008 568  
jan\_vejmelek@kb.cz



**Michal Brožka**  
(420) 222 008 569  
michal\_brozka@kb.cz



**František Táborský**  
(420) 222 008 598  
frantisek\_taborsky@kb.cz



**Martin Gurtler**  
(420) 222 008 509  
martin\_gurtler@kb.cz



**Jana Steckerová**  
(420) 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz



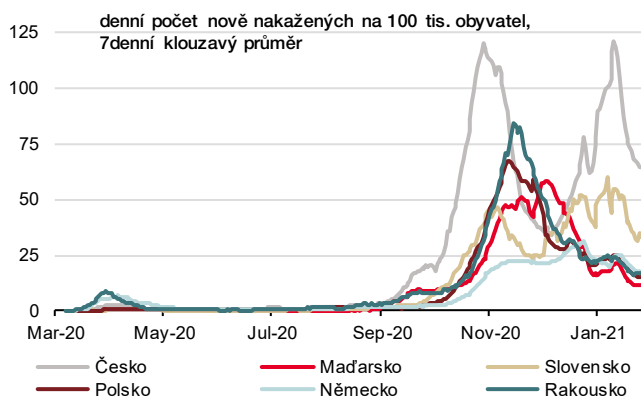
## Díky uvolněným politikám již letos ekonomika poroste



Jan Vejmelek  
(420) 222 008 568  
jan\_vejmelek@kb.cz

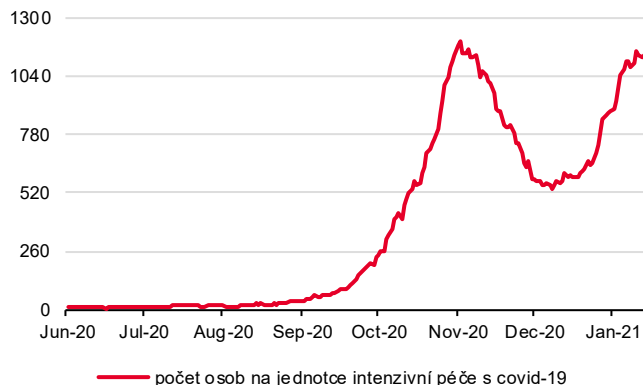
**Máme za sebou jeden z nejhorších roků novodobé české historie**, alespoň z národohospodářského pohledu. Celou globální ekonomiku zasáhla restriktivní opatření uvalená jednotlivými vládami s cílem zamezit pandemii nového typu koronaviru způsobující nemoc covid-19. Rok 2020 tak bude z ekonomického pohledu jednoznačně spojen s globální recesí způsobenou primárně neekonomickým faktorem.

**Zatímco jarní vlnu jsme zvládli skvěle, podzimní a zimní nás řadí k nehorším na světě**



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Macrobond

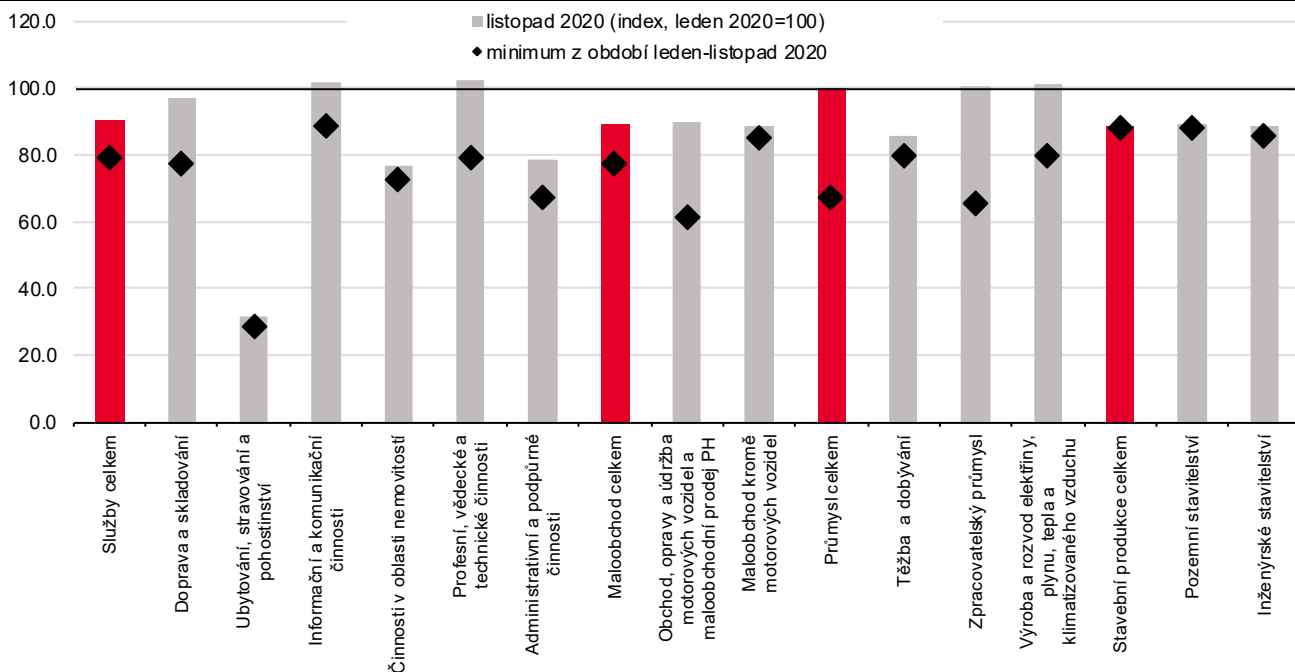
**Restriktivní opatření jsou tu hlavně kvůli obavám z kolapsu zdravotního systému**



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Macrobond

**Průběh loňského roku nicméně ukázal na vysokou míru flexibility a adaptace, zejména v soukromém sektoru.** I když pandemická situace v závěru roku u nás patřila k nejhorším na světě, tuzemské hospodářství nezkolabovalo. Naopak se ukázalo, že sektory, které vláda nechala dýchat, typicky průmysl, se již s koncem roku vracely na předpandemické úrovně. Český proexportně zaměřený průmysl jednoznačně profitoval ze silné zahraniční poptávky a na rozdíl od jara rovněž z otevřených hranic.

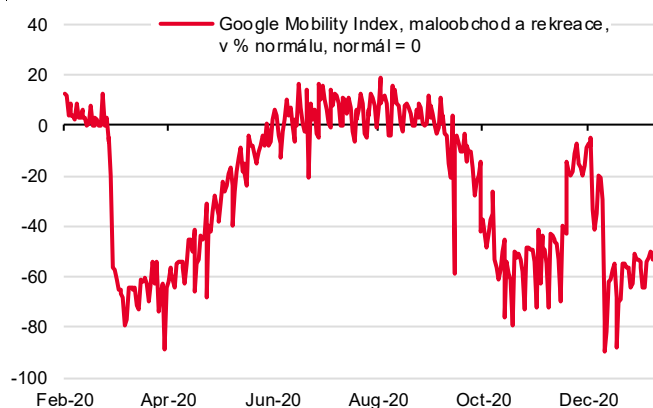
**Průmysl je zpět na svém, další sektory jsou na tom mnohem hůře (zejména ubytování, stravování a pohostinství)**



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

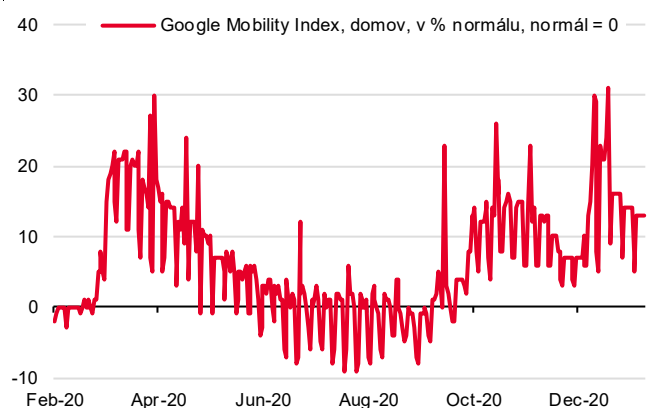
**Loňský propad české ekonomiky byl nejhlubší v historii**, když podle našeho odhadu čítal 6 %. Nenaplnily se tak médiu často prezentované katastrofické scénáře z přelomu jara a léta varující před dvouciferným poklesem. A to žádná z těchto prognóz nepředpokládala tak pandemicky nepříznivý konec loňského roku. Významnou roli sehrála aktivní hospodářská politika – výrazné uvolnění měnové politiky, včetně podpory na udržení finanční stability, na straně jedné a působení automatických stabilizátorů fiskální politiky na straně druhé, doplněné aktivními nástroji na podporu korporátního sektoru (jako například státní garance úvěrů prostřednictvím COVID programů) či domácností (primárně jednotlivé verze programu Antivirus, díky kterým se podařilo výrazně zpomalit nárůst nezaměstnanosti).

**Současná vlna restrikcí opět drtí turistický sektor a maloobchod**



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Macrobond

**Domácnosti se drží doma, stejně jako na jaře**



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Macrobond

**Do roku 2021 jsme vstoupili v situaci pokračujícího uzavření velké části české ekonomiky**, zahrnující primárně odvětví služeb a maloobchodu. V předkládané makroekonomické prognóze předpokládáme, že pandemická situace dovolí během prvního čtvrtletí pouze opatrné rozvolňování opatření; ta s námi v nějaké míře zůstanou dle našeho předpokladu do poloviny roku. Kvůli tomu bude mezičtvrtletní růstová dynamika nadále utlumená. Nicméně vzhledem k nízké srovnávací základně z loňského roku bude již první polovina roku letošního naopak ve znamení silného růstu HDP. Pokud nakonec bude vakcinace úspěšná, můžeme se pro druhou polovinu roku již těšit z mezičtvrtletního pohledu na znatelnější oživení tuzemské ekonomiky.

**Významnou roli bude i v letošním roce hrát hospodářská politika, především ta fiskální.**

Zrušení superhrubé mzdy doprovází od počátku letošního roku významné snížení daní z příjmu fyzických osob. V kombinaci s jednorázovým prosincovým zvýšením všech typů důchodů tak očekáváme znatelný pozitivní dopad do spotřeby domácností v letošním roce. Podrobněji se vyčíslení dopadů do růstu věnujeme v boxu 1. Odvrácenou stranou snížení daní z příjmu je ale drastický dopad do veřejných financí. Podzimní volby ukáží, zda bude snížení permanentní, jak čekáme my, či na proklamované dva roky. Již během tří let se podíl veřejného dluhu na HDP může vyšplhat na 45 %, ještě v roce 2019 byl přitom pod 30 %. Zejména ve druhé polovině letošního roku by se naopak na straně investic měl pozitivně projevit první efekt plánu obnovy a nástup nového programového období rozpočtových fondů Evropské unie. Více se této problematice a jejímu dopadu do ekonomiky věnujeme v boxu 3.

**Celkově by letos měla česká ekonomika růst, podle aktuální prognózy tempem 2,6 %.**

Jak ale mnohokrát v tomto vydání *Ekonomických výhledů* upozorňujeme, loňský šok vedl k narušení ustálených ekonomických vazeb, a tedy k mnohem větší nejistotě při tvorbě prognóz. Svou roli též sehrává rychle se měnící pandemická situace a následná reakce vlád stylem brzda-plyn směrem k uvalování restrikcí či jejich uvolňování. Roční čísla nejsou schopna tuto dynamiku plně postihnout. Kvartální data ale budou významně ovlivněna volatilní statistickou základnou.

## Obsah

Díky uvolněným politikám již letos ekonomika poroste .....	3
Obsah .....	5
<b>Vnější prostředí a předpoklady prognózy.....</b>	<b>6</b>
Globální ekonomika se s Covidem-19 naučila žít .....	6
USA: průmysl si vede velmi dobře, sektor služeb trpí .....	6
Eurozóna: z HDP si v prvním čtvrtletí vezme daň covid i brexit.....	7
Středoevropský region: průmysl se drží překvapivě dobře .....	9
<b>Makroekonomická prognóza ČR.....</b>	<b>11</b>
Výroba roste, služby čekají na konec pandemie .....	11
Box 1: Vyšší důchody a nižší daně podpoří spotřebu .....	12
Box 2: Produkce automobilů v ČR poroste .....	16
Box 3: Plán obnovy pomůže nastartovat investice .....	20
Fiskální politika: oživením ekonomiky k rekordnímu deficitu .....	22
Trh práce je až neuvěřitelně stabilní .....	24
Inflace by měla pokračovat ve zpomalování .....	26
Rizika: Covid-19 stále na prvním místě .....	28
<b>Klíčové makroekonomické ukazatele .....</b>	<b>29</b>
<b>ČNB Focus .....</b>	<b>30</b>
Začátek normalizace měnové politiky je na obzoru.....	30
<b>Korunový devizový trh.....</b>	<b>34</b>
Oživení ekonomiky potlačí korunu zpět k silnějším hodnotám.....	34
<b>Trh českých vládních dluhopisů a IRS.....</b>	<b>37</b>
Měnová a fiskální politika potlačí výnosy a sazby nahoru.....	37
<b>Bankovní sektor .....</b>	<b>43</b>
V očekávání zlepšení ekonomiky .....	43
<b>Klíčové ekonomické ukazatele.....</b>	<b>45</b>
<b>Upozornění.....</b>	<b>46</b>

## Vnější prostředí a předpoklady prognózy



**Jana Steckerová**  
(420) 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz

### Globální ekonomika se s Covidem-19 naučila žít

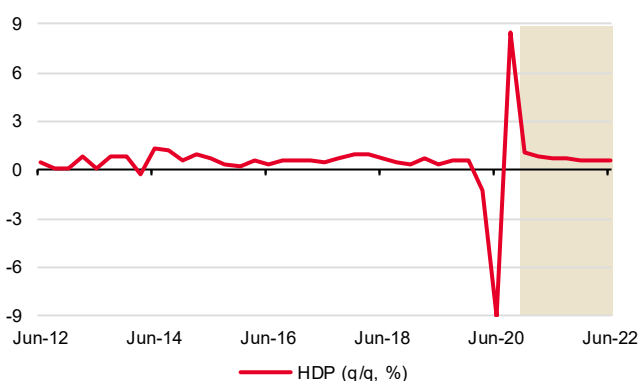
Spojené státy, eurozónu i celý středoevropský region zasáhla ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku další vlna pandemie. Ekonomiky si s ní ale poradily mnohem lépe, než s tou první. Především průmysl si vede velmi dobře, menší jsou i ztráty v oblasti služeb. HDP v eurozóně i zemích středoevropského regionu za závěrečné čtvrtletí loňského roku pravděpodobně vykáže pokles. Ten však bude ve srovnání s druhým čtvrtletím výrazně menší. I vstup do letošního roku bude kvůli pokračujícím ekonomickým omezením pravděpodobně spíše rozpačitý, svou roli sehraje brexit. V průběhu roku však očekáváme, že ekonomická aktivita nabere na tempu. K oživení bude přispívat jak uvolněná politika centrálních bank, tak fiskální politika i prostředky plynoucí z fondů EU. Návrat k normálnímu ekonomickému fungování by měla usnadnit vakcinace.

### USA: průmysl si vede velmi dobře, sektor služeb trpí

V ekonomice Spojených států je stále patrný vliv pandemické krize. Některé sektory sice překvapují velmi dobrými výsledky, výkonnost jiných ale naopak zaostává, což je dáno restriktivními opatřeními. Velmi dobře si vede americký průmysl. Jeho produkce v prosinci překvapila meziměsíčním růstem o 1,6 %, silné jsou i předstihové indikátory. ISM z oblasti průmyslu v prosinci vyskočil na nejvyšší hodnotu od roku 2018. Rychle rostly nové objednávky, objem výroby a dokonce i zaměstnanost. Vývoji v jednotlivých sektorech odpovídá i situace na trhu práce. Zatímco v průmyslu a stavebnictví tvorba nových pracovních míst zrychluje, v pohostinství je situace stále špatná. Jen za prosinec zde ubylo téměř půl milionu pracovníků. V souhrnu tak nezaměstnanost v prosinci stagnovala na 6,7 %. To je sice ve srovnání s dubnem, kdy dosáhla úrovně 14,8 %, významně níže, i tak ale na pracovním trhu ve srovnání s obdobím před pandemií stále chybí téměř deset miliónů pracovních pozic. Na úroveň před krizí se tak nezaměstnanost podle naší prognózy vrátí až v roce 2024. Letos by měla v průměru dosáhnout 5,2 %.

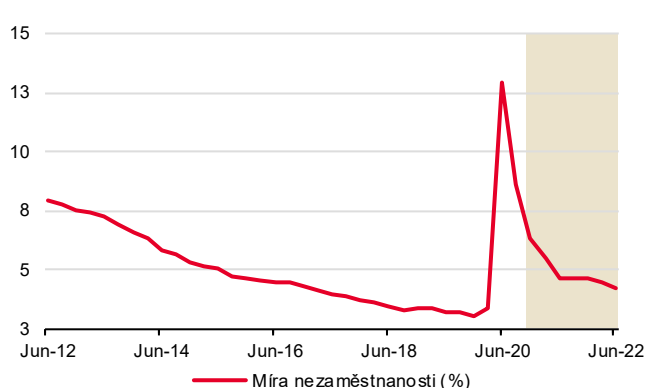
Vývoj v jednotlivých sektorech ekonomiky je odlišný.

Americká ekonomika zůstala v plusu i v Q4 20 (q/q, %)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Míra nezaměstnanosti bude dále klesat



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Vývoj na trhu práce je nerovnoměrný.

Navzdory komplikované situaci na trhu práce dosáhl mzdový růst v prosinci solidního tempa 5,1 % y/y, přičemž disponibilní příjmy domácností jsou dále vylepšovány fiskálními opatřeními a růstem akciových trhů. I tak ale spotřeba domácností na konci loňského roku zklamala. Maloobchodní tržby v prosinci meziměsíčně poklesly o 0,7 %, po očištění o prodeje aut a energií dokonce o 2,1 %. Náš odhad růstu HDP mezi 4-5 % mezikvartálně anualizovaně pro Q4 20 se tak přiblížil spíše jeho dolnímu konci. V prvním

čtvrtletí letošního roku očekáváme růst HDP 2,5 % q/q anualizovaně. Ten by se měl postupně zvyšovat ke 3 % v závěrečném čtvrtletí letošního roku. Za celý letošní rok by si tak ekonomika USA měla polepšit o 3,6 %.

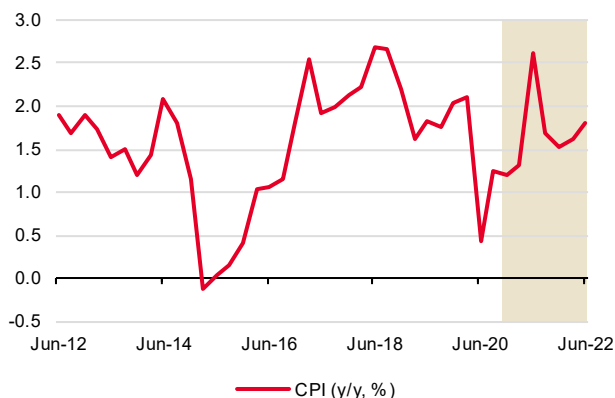
Zvýšení sazeb očekáváme ve druhé polovině roku 2023.

**Americká centrální banka na svém prosincovém zasedání ponechala úrokové sazby beze změny na stávající úrovni 0,00-0,25 %.** Zároveň oznámila, že v nákupech aktiv bude pokračovat minimálně současným tempem (120 mld. USD měsíčně) a to nejméně do té doby, než bude učiněn podstatný pokrok ve směru naplnění plné zaměstnanosti a inflačního cíle. Co přesně tento pokrok znamená nebylo řečeno. Jisté ale je, že si sazby na stávající úrovni zůstanou dlouho. 12 ze 17 guvernérů federálních bank vidělo v prosinci úrokové sazby beze změny až do konce roku 2023. Zbylých pět členů výboru by se v tomto horizontu přiklápělo k jejich zvýšení. Počet hlasů pozvolna roste, takže předpokládáme, že časem dokončuje k naší prognóze, tedy k očekávání růstu úroků ve druhé polovině roku 2023.

Inflace vyskočí nad 2,5 %, poté ale své tempo opět zpomalí.

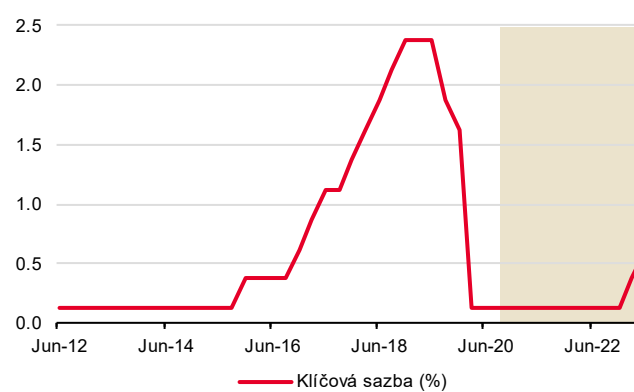
**S omezováním nákupů aktiv by Fed podle nás mohl začít ve druhé polovině letošního roku, až bude více rozšířená vakcinace a bude jisté, že se ekonomika z krize rychle zotavuje.** K tomu by měla dopomoci i masivní fiskální pomoc. Joe Biden již představil fiskální balíček v celkovém objemu 1,9 bln. dolarů. Jeden bilion by měl směřovat na přímou podporu domácnostem, 440 mld. USD na pomoc drobným podnikům zasaženým krizí a 415 mld. USD na intenzivnější boj s pandemickou krizí. Fiskální balíček přispívá i k růstu inflačních očekávání. Inflace se podle naší prognózy v první polovině letošního roku vyhoupne až nad 2,5 %, poté ale opět spadne a nad dvěma procenty se začne pohybovat až v závěru příštího roku. Vzhledem k průměrnému 2% inflačnímu cíli Fedu, zde navíc bude muset nějakou dobu vydržet, aby americká centrální banka k akci přistoupila.

Inflace se krátce dostane nad 2 % (%, y/y)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Sazby setrvají na stávající úrovni do roku 2023



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Průmyslu a stavebnictví se vede dobře navzdory pandemické krizi.

## Eurozóna: z HDP si v prvním čtvrtletí vezme daň covid i brexit

**Data přicházející z eurozóny ve čtvrtém čtvrtletí překvapovala spíše ve směru lepších výsledků.** Dobře se vedlo především průmyslu a stavebnictví. Průmyslový PMI se držel bezpečně nad 50-ti bodovou hranicí, restriktivní opatření totiž dopadala spíše na oblast služeb. Celkově bylo vidět, že evropské firmy i spotřebitelé se již s pandemií naučili žít a její druhou vlnu zvládají výrazně lépe než tu první. To bylo patrné i na výsledku německého HDP za Q4, který příznivě překvapil mezikvartální stagnaci. Ekonomika eurozóny jako celku by podle našeho odhadu měla vykázat za Q4 pokles o 2,7 %, rizika se ale nyní koncentrují ve směru lepšího výsledku.

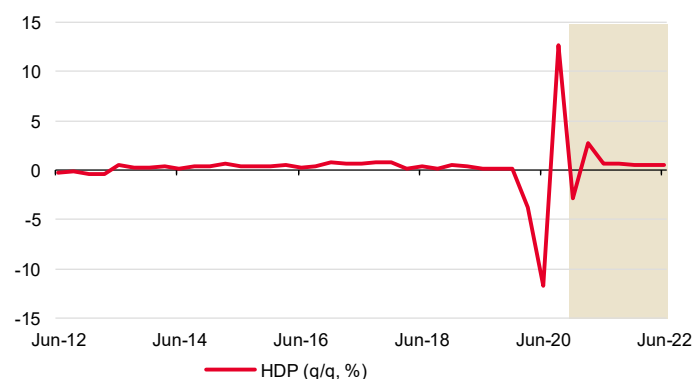
Na HDP v prvním čtvrtletí dopadnou restriktivní opatření i brexit.

**Nad dalším vývojem ekonomiky eurozóny se ale vznášejí otazníky.** Z důvodu pandemie zůstávají restriktivní opatření ve většině zemí zatím v platnosti. Vyloučit nelze ani další vlnu



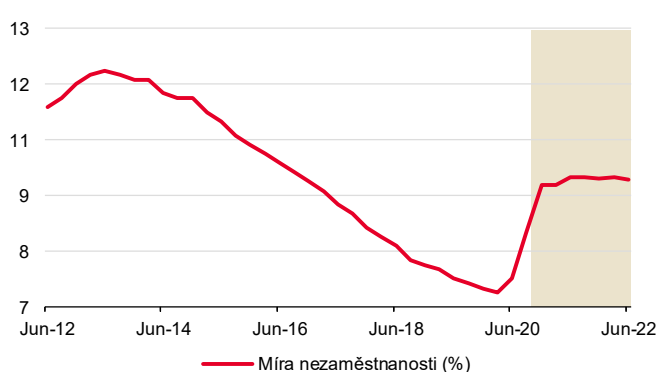
nákazy. Zdarma nebude ani odchod Velké Británie z EU. Ten bude podle odhadů Mezinárodního měnového fondu stát v letošním roce ekonomiku Británie 1-2 % HDP. Na eurozónu by pak měl být dopad zhruba čtvrtinový až pětinnový. Británie se navíc kvůli obavám z brexitu v Q4 20 zřejmě předzásobila, což se negativně odrazí na evropském průmyslu v Q1 21. Nižší bude zřejmě i úvěrová aktivita. Ta dosáhla vrcholu v květnu (7,3 % y/y) a od té doby pozvolna klesá. Horší bude i situace na trhu práce. Zatímco v posledních čtyřech měsících nezaměstnanost postupně klesala ze svého červencového vrcholu (8,7 %) na současných 8,3 %, v letošním roce podle naší prognózy vystoupá na 9,7 %. Celkově očekáváme růst evropské ekonomiky o 4,3 % v letošním roce po loňském propadu o 7,4 %. Vliv vakcinace se podle naší prognózy začne projevovat nejdříve v H2 21, přičemž na předkrizové úrovni se HDP dostane až v roce 2023.

Ekonomika eurozóny v závěru loňského roku opět klesla (q/q, %)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Nezaměstnanost dále mírně poroste (%)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

ECB se zaměří spíše na udržení příznivých podmínek pro financování než na dosažení inflačního cíle.

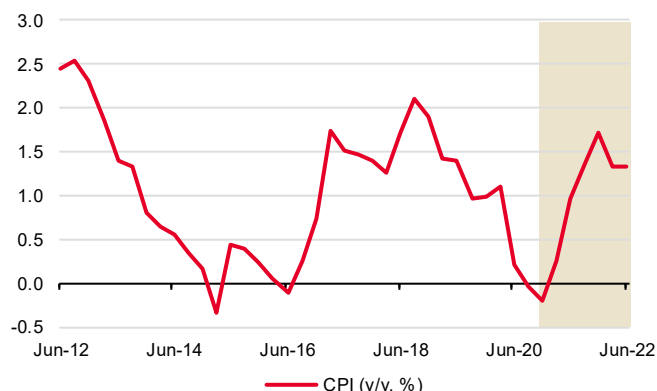
**Od Evropské centrální banky v letošním roce mnoho změn v nastavení měnové politiky neočekáváme.** Pozornost bude směřovat na revizi strategie její měnové politiky, která pravděpodobně vyústí ve změnu inflačního cíle na symetrický inflační cíl. Z pohledu trhu či vývoje inflačních očekávání to však žádná zásadní změna pravděpodobně nebude. S růstem inflačních očekávání by ECB mohla pomoci fiskální politika, jak jsme tomu byli svědky ve Spojených státech. V nejbližších dvou letech se bude ECB zaměřovat spíše na to, jak udržet na trhu příznivé podmínky pro financování než na dosažení inflačního cíle. Zajímavější bude, jak se ECB vypořádá s ukončením pandemického programu, aniž by zvýšila volatilitu na finančních trzích. K tomu by mělo dojít v březnu 2022. Centrální banka by na tento krok mohla trhy začít připravovat již ve druhé polovině letošního roku, a to postupným omezováním nákupů aktiv. První zvýšení úroků pak vidíme až v roce 2024.

Inflace se vrátí do kladného teritoria, jádrová složka může budít obavy z deflace.

**Příliš nízká inflace zůstane Achillovou patou eurozóny i nadále.** Její jádrová složka v prosinci stagnovala již čtvrtý měsíc v řadě na úrovni 0,2 % y/y, zatímco celková inflace zůstala nezměněna na -0,3 % y/y. Pod úrovní 0,5 % se jádrová inflace bude zřejmě pohybovat v průběhu celé první poloviny letošního roku. Na to, aby překročila úroveň 1,5 %, bude potřebovat několik let. Celková inflace by se měla vrátit do kladného teritoria z kraje letošního roku. I tak se ale obavy z deflace mohou v první polovině letošního roku objevit znovu na scéně.

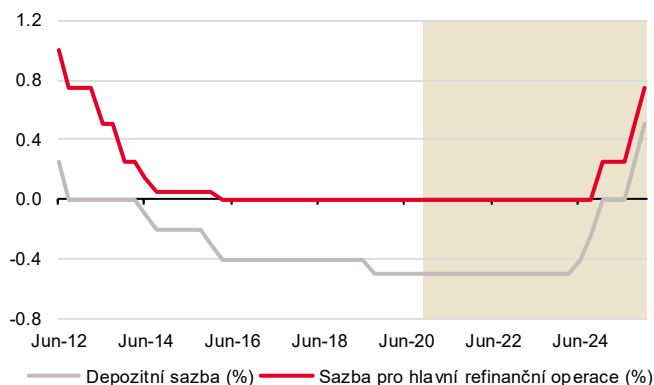


Inflační cíl ECB v nedohlednu



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Úrokové sazby ECB zůstanou na stávající úrovni do roku 2024

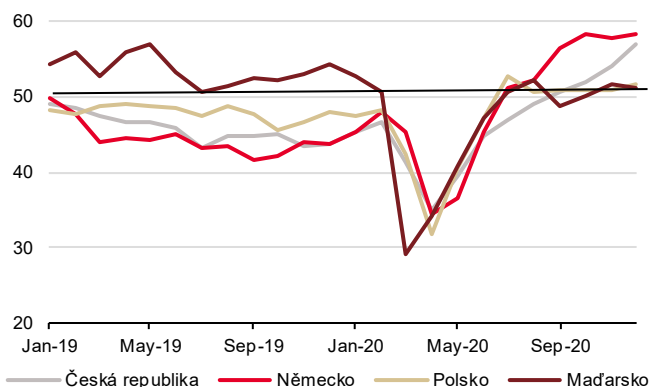


Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

## Středoevropský region: průmysl se drží překvapivě dobře

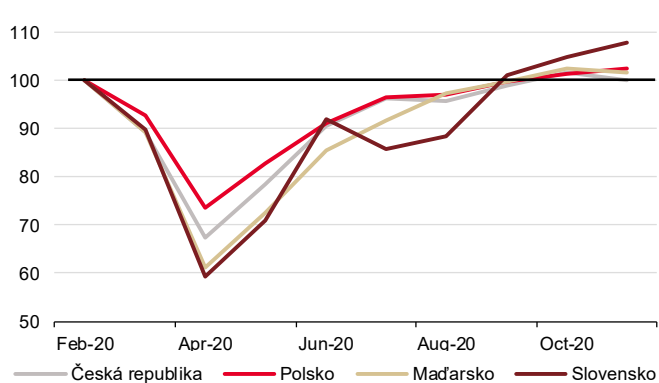
Ani středoevropský region se druhé vlně pandemie nevyhnul. Z dat je však patrné, že se s ní vypořádal poměrně dobře. Především průmysl překvapoval solidními výsledky, když těžil z relativně silné zahraniční poptávky i lepší kondice dodavatelských řetězců. Navzdory pandemické krizi se předstihový indikátor PMI udržel v Česku, Polsku i Maďarsku nad 50-ti bodovou hranicí i v prosinci. Výstup průmyslové produkce se nad předkrizové úrovně vyhoupl již v říjnu a zde se udržel i v listopadu. V prvním čtvrtletí se na výsledcích průmyslu mohou odrazit restriktivní opatření i brexit, celkově by však průmysl měl zůstat držákem regionu. K rychlému oživení by měla přispět uvolněná měnová politika regionálních centrálních bank, štedrá fiskální politika i čerpání EU fondů. Česká ekonomika by po loňském propadu o 6,0 % měla v letošním roce přidat 2,6 %. Maďarský HDP by podle tržního konsenzu měl vzrůst o 4,1 % po loňských -6,0 % a polská o 3,7 % po loňském poklesu o 3,4 %.

PMI v regionu se drží nad 50bodovou hranicí



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Průmysl ve střední Evropě (index, únor 2020 = 100)



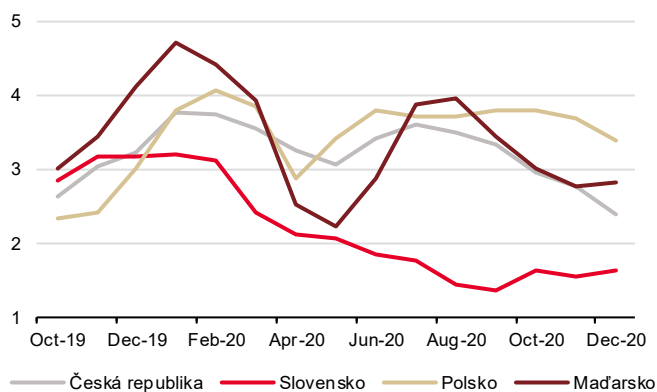
Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Inflace zvolnila, jádrová složka se ale drží vysoko.

**Inflace v regionu v prosinci výrazně ubrala na tempu.** V Česku poklesla z 2,7 % v listopadu na 2,3 % v prosinci, v Polsku z 3,0 % na 2,3 %, přičemž v Maďarsku si svůj pád z úrovně kolem 4 % odbyla již v minulých měsících a v prosinci druhý měsíc stagnovala na hladině 2,7 %. Příčinou regionálního propadu spotřebitelských cen byl výrazný pokles cen potravin. Jiný příběh ale vykresluje jádrová inflace. Ta se v celém regionu stále drží na vysokých úrovních. V Polsku to v prosinci bylo na 3,7 %, v Česku 3,6 %, v Maďarsku dokonce ještě stoupla až na 4 %. Rozpor mezi vývojem celkové inflace a její jádrové složky bude i tím, co bude politiku regionálních bank držet na uzdě. Polská centrální banka na druhou vlnu pandemie v prosinci zareagovala intervencí proti polskému zlotému. Snažila se tak podpořit

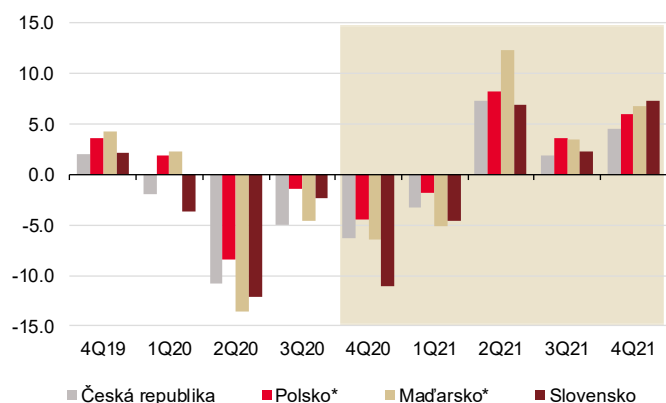
exportní aktivitu domácí ekonomiky a hospodářský růst. Na svém lednovém zasedání naznačila, že v takovýchto krocích může pokračovat. Domníváme se, že by to bylo v případě, pokud by polský zlotý posiloval významněji pod hladinu 4,50 PLN/EUR. Se sazbami podle našeho názoru hýbat nebude (0,1 %), samozřejmě pokud ekonomiku nezasáhne další výrazný šok. Změnu v úrokových sazbách nečekáme ani v Maďarsku. Inflace v posledních dvou měsících sice poklesla pod inflační cíl centrální banky, v první polovině letošního roku však podle její prognózy vystřelí zpět na 4 %. Mírně nad inflačním cílem se bude v průměru držet v průběhu letošního i příštího roku. První bankou, která tak přistoupí ke změně úrokových sazeb, bude ta česká. Více se tomuto tématu věnujeme v sekci *ČNB Focus*.

Inflace v regionu zpomaluje (% , y/y)



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

HDP v regionu (% , y/y)

Zdroj: Macrobond, Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka,  
\*Bloomberg konsensus

# Makroekonomická prognóza ČR



**Michal Brožka**  
(420) 222 008 569  
michal\_brozka@kb.cz

## Hlavní změny

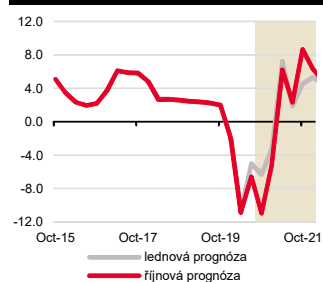
### HDP:

Pro rok 2020 jsme zvýšili odhad HDP na -6,0 % z předchozího odhadu -7,6 %. V roce 2021 čekáme růst ekonomiky o 2,6 %.

### Inflace:

Pro rok 2021 jsme snížili odhad inflace na 1,8 % z předchozích 2,3 %, především z důvodu nižších cen potravin.

## Změna v prognóze HDP (% y/y)



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

## Změna v prognóze inflace (% y/y)

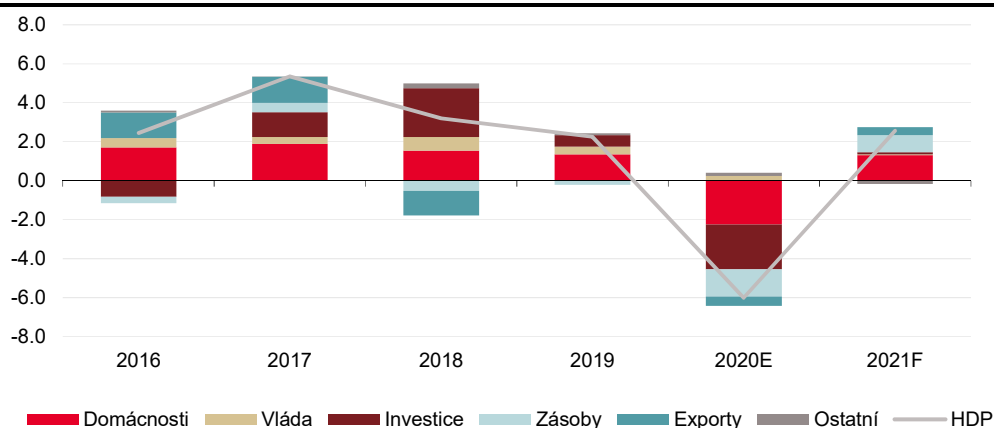


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Výroba roste, služby čekají na konec pandemie

Odhadujeme, že ekonomika na konci roku 2020 znovu poklesla a útlum pokračoval i na začátku roku 2021. Počítáme s tím, že během prvního čtvrtletí budou opatření proti šíření viru postupně zmírňována a ekonomika se vrátí k růstu. Ve druhé polovině roku by díky očkování už měla být omezení pro ekonomiku výrazně slabší a ta by tak měla svižněji růst. Ekonomiku bude výrazně podporovat uvolněná fiskální i měnová politika. Inflace bude letos mírně pod dvouprocentním inflačním cílem.

## Spotřeba domácností bude hlavním tahounem HDP v roce 2021 (y/y, %)

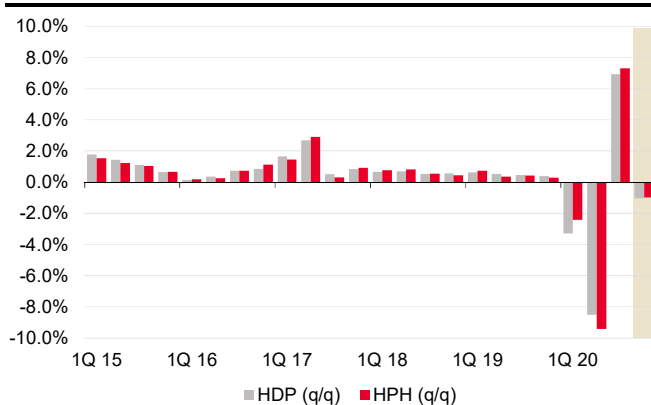


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Ekonomika zůstává v útlumu

Z důvodu špatné pandemické situace česká vláda koncem října přistoupila k „lock-downu“ velké části ekonomiky. Šlo zejména o významné omezení obchodu, služeb a kulturních akcí, kde dochází k sociálním kontaktům. Uzavřeny byly též školy. Po krátkém uvolnění na počátku prosince došlo opět ke zpřísnění, když bylo zjevné, že rostoucí počty nakažených zahlť zdravotní systém. V naší předchozí prognóze jsme správně odhadovali, že druhá vlna pandemie nebude mít tak drtivý dopad na hospodářství zejména z toho důvodu, že nedošlo k uzavření průmyslových podniků. Ty mohly pokračovat ve výrobě a exportu do zahraničí, neboť poptávka se vyvíjela solidně. Odhadujeme proto, že průmyslová výroba v posledním čtvrtletí loňského roku vzrostla o 2,3 % q/q. Sektor soukromých služeb, který tvoří necelou polovinu přidané hodnoty v ekonomice je naopak tím, co táhne po celou dobu pandemie HDP dolů. Zde čekáme za čtvrté čtvrtletí propad o 3,5 % q/q. Oproti druhému čtvrtletí, kdy služby propadly o více než 10 % je to však výrazně menší pokles. Ten je ovšem dáno především tím, že služby nyní klesají z nižší úrovně, neboť ani výrazné oživení služeb o 5,2 % ve třetím

## HDP ve čtvrtém čtvrtletí opět pravděpodobně mírně klesl



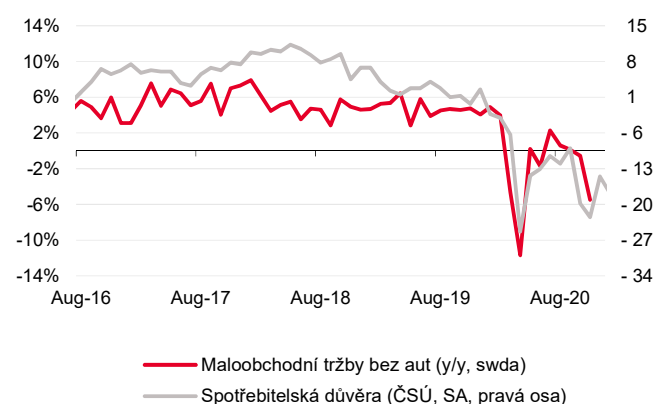
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ve třetím čtvrtletí loňského roku vykazala ekonomika silný růst, ve čtvrtém čtvrtletí čekáme menší pokles.

čtvrtletí nedokázalo kompenzovat předchozí propad. **K menšímu propadu také pravděpodobně přispěla ve srovnání s první vlnou nižší nejistota a také rychlejší reakce hospodářské politiky**, která se už nepohybovala ve zcela neznámých vodách. Připomeňme, že v první vlně pandemie trvalo několik dnů či spíše týdnů, než bylo zřejmé, že se hospodářská politika vydá cestou výraznější expanze. Tentokrát byl postup vlády přece jen čitelnější. Menší nejistotu můžeme pozorovat například na vývoji spotřebitelské důvěry. Ta se začala v říjnu snižovat, ale propad nedosáhl úrovně z první vlny, a již v prosinci došlo ke zvýšení na hodnoty srovnatelné s červnem. Lze usuzovat, že si lidé do určité míry na nastalou situaci zvykli. Náš odhad vývoje služeb ve čtvrtém čtvrtletí se opírá právě o vývoj měsíčních dat. Původně jsme se obávali při vstupu do druhé vlny většího propadu, a to i s ohledem na to, že tato situace již trvá dlouho a některé firmy tak budou bankrotovat. V této věci se zdá být situace stabilnější, než jsme se obávali.

**O příznivějším vývoji ekonomiky nasvědčují i předběžné výsledky HDP Německa za čtvrté čtvrtletí.** To vykazovalo mezikvartální stagnaci. V ČR nicméně čekáme o něco horší výsledek, neboť průběh druhé vlny měl v ČR pravděpodobně horší dopady. Přičemž druhé vlně předcházelo výraznější rozvolnění ve třetím čtvrtletí, takže v mezičtvrtletním srovnání pravděpodobně uvidíme ve srovnání s Německem spíše horší výsledek.

Spotřebitelská důvěra klesla ve druhé vlně méně než v první



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

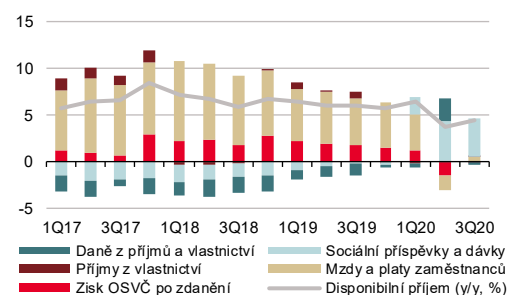
**V souhrnu očekáváme, že ekonomika klesla ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku o 1,0 % mezikvartálně, což by znamenalo prohloubení meziročního propadu HDP na 6,3 % z předchozího poklesu o 5,0 %.** Ačkoliv lze tento vývoj označit za stále velmi nepříznivý, je dobré připomenout, že odhady vývoje ekonomiky při vstupu do druhé vlny pandemie byly citelně pesimističtější. Oživení ekonomiky v průběhu třetího čtvrtletí bylo rovněž silnější, než se čekalo. **V souhrnu tak pro celý loňský rok čekáme pokles ekonomiky o 6,0 %**, což je významné zlepšení oproti našemu předchozímu odhadu, který hovořil o poklesu ekonomiky o 7,6 %. Lze říci, že pozitivně překvapil zejména segment výroby, ale též spotřeba domácností, na kterou příznivě působil stabilní trh práce.

#### Box 1: Vyšší důchody a nižší daně podpoří spotřebu

**Koronavirová pandemie a s ní spojené uzavírky ekonomiky s sebou přinesly významné negativní dopady do hospodaření domácností a firem.** Spolu s restriktivními opatřeními zavedla česká vláda řadu podpůrných programů s cílem tyto dopady zmírnit. Tato analýza se zaměřuje na ty, které působí na straně domácností. Významný vliv má v tomto ohledu zejména program Antivirus, v rámci něhož stát kompenzuje zasaženým firmám část, či v případě úplného uzavření provozu celý objem mzdových nákladů. **Ve výsledku tak prozatím nedošlo k výraznějšímu nárůstu nezaměstnanosti, ani k poklesu příjmů domácností.** To dokazuje vývoj hrubého disponibilního důchodu, který v sektoru domácností i přes hluboký propad ekonomiky pokračoval v prvních třech čtvrtletích loňského roku v meziročním růstu. Jak ukazuje níže uvedený graf, nižší dynamiku finančních prostředků plynoucích domácnostem z výplaty mezd více než vyvážily příspěvky od státu ve formě sociálních dávek. Ty přitom

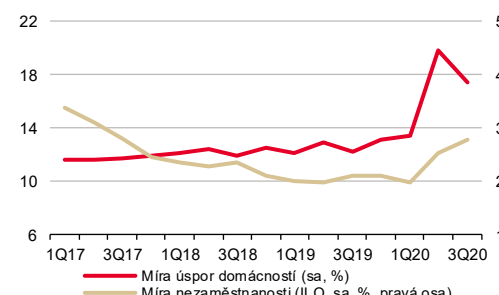
zahrnují, mimo jiné, jak výplaty ošetřovného a nemocenských dávek, tak i kompenzační bonusy živnostníkům, kteří jsou ze statistického hlediska také řazeni mezi domácnosti.

#### Výpadek mezd kompenzovaly příjmy ze sociálních dávek



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Oproti nezaměstnanosti vzrostla míra úspor výrazněji



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**S přelomem loňského a letošního roku vešla v platnost další dvě vládní opatření, jejichž cílem je podpořit spotřebu domácností.** Oproti výše uvedenému programu Antivirus se však nejedná pouze o podporu přímo zasažených subjektů, nýbrž o plošný nárůst příjmů většiny domácností. Řeč je o jednorázovém peněžním příspěvku všem osobám pobírajícím starobní, invalidní nebo pozůstalostní důchod a o zrušení superhrubé mzdy spolu s implicitním snížením sazby daně z příjmu fyzických osob a zvýšením základní daňové slevy na poplatníka (souhrnně označováno také jako daňový balíček). Všechna tato opatření vedla či povedou k výraznému nárůstu příjmů a z důvodu již zmíněného plošného působení mají potenciál významně ovlivnit další vývoj spotřeby domácností, potažmo celé ekonomiky.

**Jednorázový příspěvek ve výši 5 000 CZK byl v průběhu první poloviny prosince loňského roku vyplacen všem osobám pobírajícím jeden z výše uvedených typů důchodů.** Částka tohoto příspěvku byla stejná pro všechny důchodce bez ohledu na to, v jaké výši svůj důchod běžně pobírají. Při zohlednění vah jednotlivých skupin důchodců došlo v posledním čtvrtletí loňského roku ke zvýšení jejich čtvrtletního příjmu v průměru o 13 %. Objem vyplacených důchodů tak v tomto čtvrtletí vzrostl o bez mála 15 mld. CZK, což je zároveň i dopad toto opatření do státního rozpočtu v loňském roce. Domácnosti důchodců mají obecně vysoký sklon ke spotřebě a podle posledních dostupných údajů ČSÚ za rok 2018 vydaly na spotřebu 82 % svých příjmů. Mírně nad 80 % se tento sklon pohyboval také v přechodných letech. **Z celkového objemu 15 mld. CZK by tak důchodci měli na spotřebu podle našeho odhadu vydat o 12 mld. CZK více, což jsou necelá 2 % celkové spotřeby domácností ve třetím čtvrtletí loňského roku.** Vztáhneme-li tento objem k celkovému HDP v loňském roce (při předpokladu jeho celoročního poklesu o 6 %), tak těchto 12 mld. CZK činí zhruba 0,2 %.

**Zatímco jednorázový příspěvek představuje pouze dočasné navýšení důchodů, zrušení superhrubé mzdy a s tím spojených daňových úprav povede k déletrvajícimu zvýšení příjmů velké části českých domácností.** Podle záměru vlády by nižší daňová zátěž měla platit alespoň po dobu letošního a příštího roku. Při průměrném růstu čistých mezd a platů o 7,7 % od ledna by celkový disponibilní příjem domácností měl vzrůst z titulu zmíněných daňových úprav v každém čtvrtletí letošního roku meziročně o necelých 30 mld. CZK. Sklon ke spotřebě domácností zaměstnanců přitom podle posledních dostupných dat ČSÚ za rok 2018 je 77 %. **Zůstane-li průměrný sklon ke spotřebě ve výši 77 % stejný i v letošním roce, vládní daňové úpravy by měly vést ke zvýšení čtvrtletní spotřeby domácností o přibližně 23 mld. CZK.** Vztáhneme-li tuto částku k celkové spotřebě domácností ve třetím čtvrtletí loňského roku, nárůst činí výrazných 3,4 %. Při porovnání s očekávaným hrubým domácím produktem za celý letošní rok (za předpokladu poklesu ekonomiky

v loňském roce o 6 % a jejím růstu o zhruba 3 % letos), pak zvýšení celoroční spotřeby plynoucí z nižších daní z příjmu (za celý rok tedy cca 90 mld. CZK) dělá 1,6 % HDP. Ochotu domácností utrácet by měla podpořit i výše zmíněná skutečnost, že současná krize zatím nevedla k poklesu disponibilních příjmů.

**Současná situace je však stále spojena s vysokou mírou nejistoty ohledně dalšího vývoje ekonomiky, která se může na druhou stranu projevit v alespoň částečné preferenci úspor nad spotřebou.** Tohoto jsme byli svědky v průběhu loňského roku, kdy míra úspor českých domácností vystoupala v druhém čtvrtletí na rekordních skoro 20 %. Po uvolnění protiepidemických restrikcí sice došlo ve třetím čtvrtletí k mírnému poklesu, jak ukazuje graf výše, i tak však míra úspor zůstala nad obvyklými hodnotami. Tabulka 1 tudíž zahrnuje alternativní kalkulace dopadů daňových změn, které počítají s nižším sklonem ke spotřebě.

**I kdybychom však počítali se sklonem ve výši pouze 60 %, či dokonce 50 %, pak by i tak mělo dojít k nárůstu celkové spotřeby domácností o stále výrazných 2,6 %, resp. o 2,2 %.** Dopady do celoročního HDP (při použití stejných předpokladů o vývoji ekonomiky jako výše) shrnuje Tabulka 1. Samotnému přelití vyšších příjmů domácností do spotřeby může bránit také přetrvávající uzavírka ekonomiky a pozitivní efekt tak může nastat až se zpožděním (stejně platí i v případě jednorázového příspěvku důchodcům).

**Tabulka 1 – Dopady nižších daní do spotřeby domácností podle různých sklonů ke spotřebě**

<b>Sklon ke spotřebě</b>	<b>77 %</b>	<b>60 %</b>	<b>50 %</b>
Nárůst výdajů domácností na spotřebu – čtvrtletně	23 mld. CZK	18 mld. CZK	15 mld. CZK
Zvýšení celkové spotřeby domácností – čtvrtletně	3,4 %	2,6 %	2,2 %
Dopad do celoročního HDP v roce 2021	1,6 %	1,3 %	1,1 %

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

*Podrobněji o tomto tématu píšeme v našem speciálním reportu, který je k dispozici zde <http://bit.ly/FiscalJan21CZ>.*

**Martin Gurtler**  
+420 222 008 509  
[martin\\_gurtler@kb.cz](mailto:martin_gurtler@kb.cz)

Čekáme pozvolné zlepšení epidemické situace v tuzemsku od února.

## Návrat HDP zpět k předkrizové úrovni v roce 2022

**Počítáme s tím, že protiepidemická opatření budou od února postupně slábnout s tím, jak se bude zlepšovat epidemická situace.** Je možné, že růst ekonomiky ve druhém čtvrtletí letošního roku již bude relativně rychlý, nicméně s úplným zklidněním situace počítáme spíše až pro druhou polovinu roku, kdy by výrazná část populace mohla být proočkovaná a také bohužel takzvaně promořena. Očkování je významnou nadějí pro lepší zítřky, která se odráží v lepším výhledu vývoje ekonomiky a přispívá k nižší nejistotě odhadů. **Je ale třeba zdůraznit, že ta i přesto zůstává pro letošní rok i nadále vysoká, viz výčet rizik na konci kapitoly.** K lepšímu výhledu na domácí ekonomiku oproti předchozí prognóze přispívá také uvolněnější fiskální politika, zejména v prosinci přijaté a od počátku letošního roku platné snížení daní z příjmu fyzických osob.

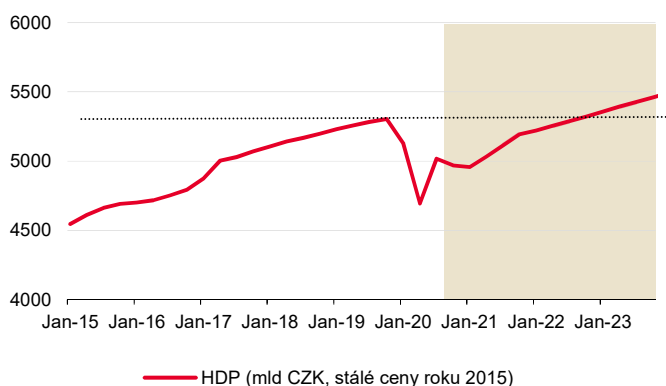
**I přes zmíněný zlepšený výhled na ekonomiku z důvodu očkování jsme pro letošní rok snížili odhadované tempo růstu HDP na 2,6 % z původních 3,0 %.** Za snížením stojí do určité míry třetí vlna pandemie, nicméně za odhadem nižšího růstu pro letošní rok je především předpoklad lepšího vývoje ekonomiky již ve druhé polovině loňského roku, a tedy

i vyšší srovnávací základna. Při poklesu ekonomiky o 6,0 % v roce 2020 a následném růstu o 2,6 % by se **úroveň reálného HDP vrátila zpět nad předkrizovou úroveň přibližně ve třetím čtvrtletí roku 2022**. V minulé prognóze jsme dosažení předkrizové úrovně čekali začátkem roku 2023.

#### Lepší vývoj ekonomiky představuje v naší prognóze i rychlejší uzavírání mezery výstupu.

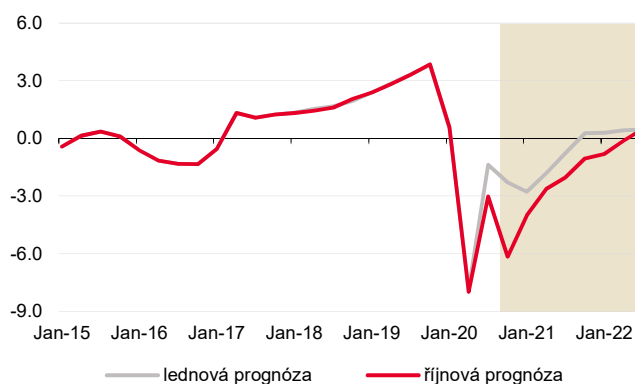
Z hlediska struktury bude hlavním tahounem ekonomiky spotřeba domácností (mezera spotřeby domácností se rychleji uzavírá). Od spotřeby čekáme pro letošní rok růst v průměru o 2,8 %, přičemž již od prvního čtvrtletí k němu postupně začne přispívat snížení daní z příjmu (počítáme konzervativně s mezním sklonem ke spotřebě ve výši 60 %) a jednorázově také příspěvek ke starobním důchodům (s předpokládaným mezním sklonem ke spotřebě 80 %). (Viz Box č. 1) **To v souhrnu představuje klesající riziko desinflačních tlaků**, což je podstatné i pro odhad vývoje inflace a potažmo očekávanou reakci měnové politiky.

Návrat HDP na předkrizovou úroveň již v roce 2022 (mld. CZK)



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

Mezera výstupu se uzavírá rychleji (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Průmysl bude trápit nedostatek pracovní síly.

#### Průmysl tahounem ekonomiky ve druhé vlně pandemie

**Jak jsme očekávali, průmysloví výrobci během druhé vlny pandemie nebyli okolnostmi nuceni zavírat své provozny. Poptávka po jejich produkci naopak rostla.** Obávali jsme se, že se výrobci kvůli pandemii budou setkávat s většími problémy z hlediska pracovní síly a dodávkami komponent pro výrobu a průmyslová produkce mírně klesne. Tyto obavy se naplnily jen z části. Průmyslová výroba od července do října rychle rostla, a to za výrazné podpory produkce aut. V meziročním vyjádření se průmyslové výrobě podařilo vrátit zpět do černých čísel, konkrétně v říjnu dosáhla tempa 1,4 %. V listopadu sice průmysl meziměsíčně klesl, ale stále se udržel v meziročním plusu.

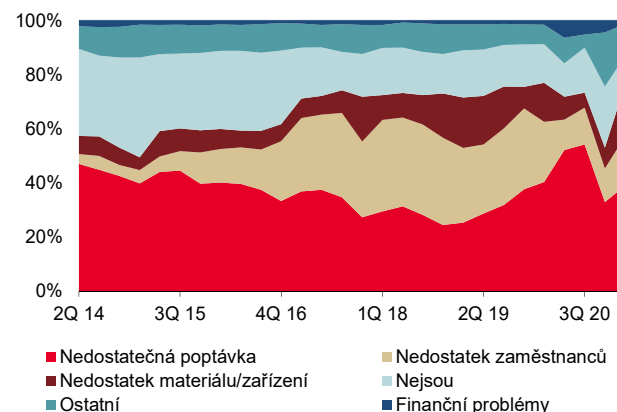
**Pro vývoj v nejbližších měsících je povzbudivý vývoj předstihových indikátorů, jako jsou indexy nákupních manažerů či indexy důvěry.** Dříve zmíněný PMI nepřestává pozitivně překvapovat, když se v prosinci zvýšil na hodnotu 57,0 bodu. Indikuje tak zrychlení růstu výroby v nejbližším období. Za růstem indexu stojí jak lepší hodnocení již zmíněné výroby, tak ale i zakázek a zaměstnanosti. Současně je však PMI uměle navyšován potížemi a prodávami v zásobování a dopravě, které však nesouvisí s tím, že by producenti nestihali vyrábět. Limity v případě dodávek jsou problémem nabídkové strany, které sice zvyšují index, ale naopak vedou k nižší úrovni produkce. V souhrnu počítáme s tím, že s ohledem na rostoucí poptávku, která je indikována i vývojem předstihových indikátorů v zahraničí by se výrobní sektor měl vyvíjet v průběhu letošního roku relativně příznivě.



Přesto se domníváme, že zejména v prvním čtvrtletí letošního roku dojde ke kumulaci několika faktorů, které způsobí v souhrnu slabší výkonost. Jednak se domníváme, že část vyšší produkce aut ve druhé polovině loňského roku souvisela se snahou o předzásobení a předregistraci z důvodu blížícího se brexitu (viz kapitola Vnějšího prostředí) a také kvůli navýšení emisních norem od

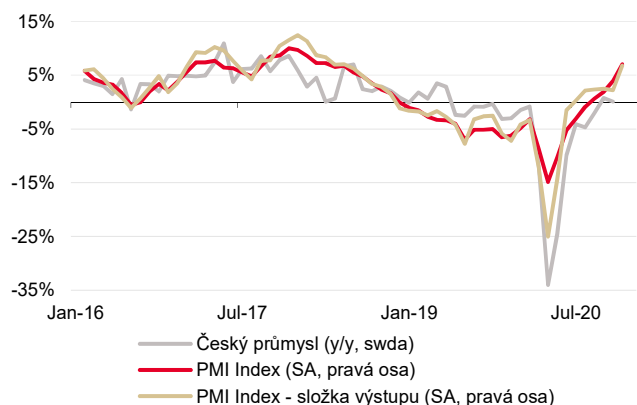
letošního roku (viz Box 2) To může snižovat produkci a export automobilového průmyslu v prvním čtvrtletí. Dále je tu narůstající problematika s dodávkami, kdy na některé díly automobilky z důvodu globální zhoršené pandemické situace čekají déle. **Další významnou bariérou růstu produkce je přetrvávající nedostatek volné pracovní síly.** Současný stav trhu práce je do značné míry konzervován vládními opatřeními, takže přesun pracovní síly z postižených odvětví je pomalý. Průmysl navíc nemůže tyto pracovníky zcela jednoduše vstřebat z důvodu odlišné kvalifikace. Navíc část zaměstnanců v průmyslu je omezena kvůli karanténě či nutnosti zůstat doma s dětmi. Z pohledu produkce aut počítáme s další expanzí, i když pomalým tempem, neboť automobilky se musejí vyrovnávat s regulací a technologickými změnami. Na samotném začátku letošního roku odhadujeme mezikvartální pokles průmyslu o 0,3 % a v dalších čtvrtletích pozvolný růst. Přesto z důvodu nízké srovnávací základny z minulého roku počítáme pro letošek s meziročním růstem průmyslové výroby o 9,8 %, poté co její pokles za minulý rok činil dle našeho odhadu 7,5 %.

Bariéry růstu průmyslu



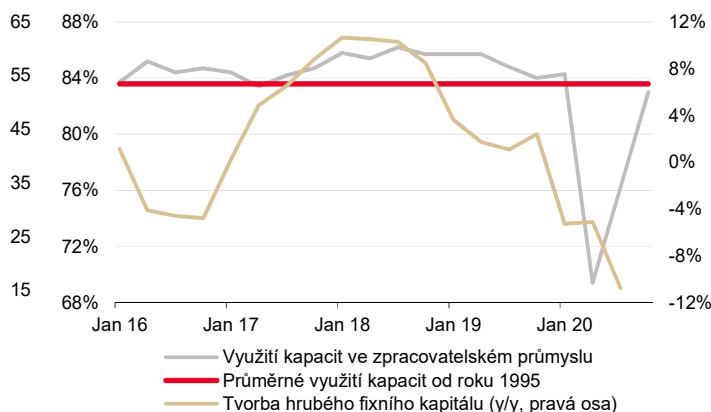
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Předstihové indikátory ukazují expanzi výrobního sektoru



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

Využití kapacit zpět na předkrizové úrovni



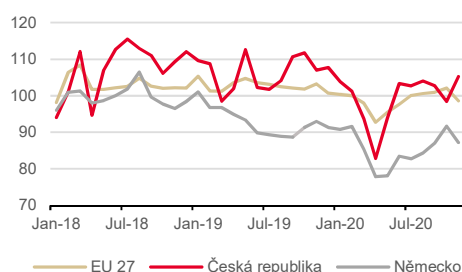
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Box 2: Produkce automobilů v ČR poroste

Je všeobecně známo, že Česká republika je významný producent automobilů. V produkci aut na hlavu je ČR druhá na světě za Slovenskem a v případě autobusů první na světě. Produkce automobilů v ČR tvoří přibližně 4,7 % HDP, ovšem dohromady se subdodavateli je podíl na HDP odhadován kolem 9 %. Na automobilový průmysl je navíc navázána řada služeb. A zatímco v letech 2005 – 2018 byl rostoucí výkon automobilového průmyslu významným tahounem ekonomiky s průměrným ročním růstem produkce blízko 9 %, od roku 2019 se

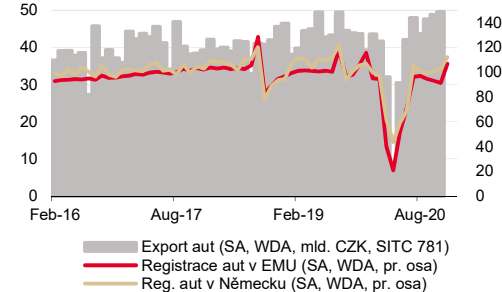
situace proměnila (roční produkce motorových vozidel klesla o cca 1 %). Je tedy relevantní otázkou, jak tomu bude v příštích letech? Aféra DieselGate, která vrcholila v letech 2015 – 2016 přinesla postupný odklon od dieslových aut a mohla přispět i k nově přijímaným regulacím v oblasti emisí. **Od září roku 2018 musí mít nově registrovaná auta novou homologaci týkající se spotřeby a emisí tzv. WLTP (nahradilo dřívější NEDC).** Zde proto docházelo k nárůstu registrací před tímto datem a následnému poklesu. V roce 2019 následně došlo v Evropě a zejména v Německu k útlumu produkce motorových vozidel. Na přiloženém grafu můžeme pozorovat, že českým výrobcům motorových vozidel se dařilo relativně lépe, ačkoliv i zde docházelo na přelomu let 2019 – 2020 k útlumu. V roce 2019 těžily české automobilky z vyšší poptávky po levnějších kvalitních vozech s konvenčním pohonem. Po propadu v průběhu března až května 2020, kdy automobilky uzavřely kvůli pandemii výrobu, došlo v letních měsících k jejímu rychlému oživení. **Produkce motorových vozidel za minulý rok dosáhla cca 1 159 tisíc. V roce 2019 to bylo 1 428 tisíc a rok před tím pak 1 437 tisíc.**

Výroba aut (2015 = 100, SA)



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Poptávka po autech v Evropě po jarním propadu opět narostla



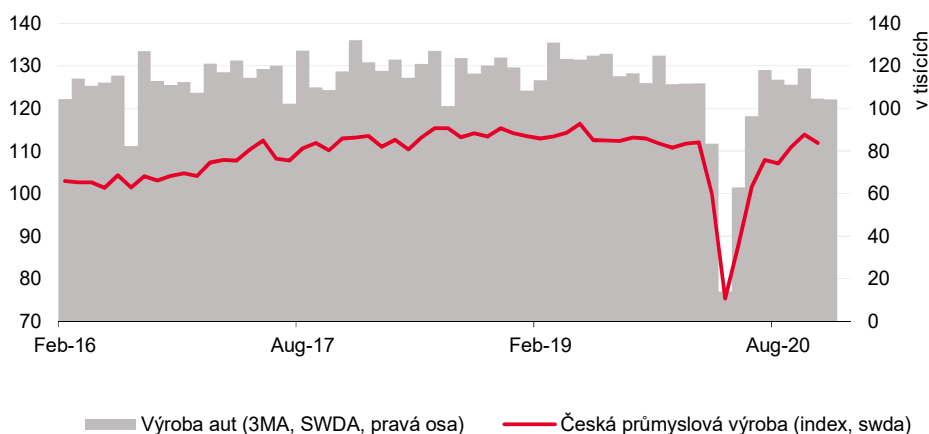
Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**V roce 2020 začaly platit limity pro CO<sub>2</sub> 95g/km pro auto o váze 1380 kg a to pro 95 % flotily osobních aut. Od roku 2021 již tyto limity platí pro 100 % flotily.** Auta s emisemi pod 50g se v roce 2020 počítala jako 2 auta, v roce 2021 jako 1,66 auta a v 2022 jako 1,33, čímž půjde mírně snižovat požadavky na celou flotilu. Z anekdotických zpráv o plánech automobilek je zřejmé, že se novým regulacím budou snažit vyhovět a investují do technologických změn souvisejících s alternativními a hybridními systémy pohonu. Tento vývoj bude negativně ovlivňovat ziskovost automobilek, ale dává stále prostor pro růst produkce ve středně dlouhém horizontu. **Pohled za rok 2025, od kterého by se emisní limity měly dále zpřísnovat je bohužel z pohledu automobilek značně nejistý a naše prognóza jej nezohledňuje. Z hlediska vývoje v nejbližších letech bude důležité, zda se produkce českých automobilek potká s poptávkou.**

Automobilka Škoda sice patří do koncernu Volkswagen, který v nástupu nových pohonů spíše zaostal, nicméně v uplynulých dvou letech bylo její portfolio poměrně konkurenceschopné. Poptávka po levnějších konvenčních vozech tohoto výrobce byla solidní, přičemž i v případě tradičních pohonů se jí daří významně snižovat emise. V současnosti automobilka uvádí vedle konvenčních modelů na trh i hybridní vozy a vozy s elektrickým pohonem. Je pravděpodobné, že onen opatrnostní motiv při nákupu aut nevymizí, neboť nejistota je přes vakcínu stále zvýšená. To by automobilce, jakou je Škoda, mohlo nadále relativně prospívat. Stále může sehrát určitou roli i snaha nakoupit „normální“ auta, dokud je čas. Automobilka Toyota, která patří k lídrům zejména v případě hybridů, převzala TPCA a vedle konvenčních malých aut chystá pro letošek spuštění výroby malého hybridního modelu. V důsledku toho tento výrobce chystá od února letošního roku třísměnný provoz a plánuje najímat nové pracovníky, což indikuje vyšší výrobu. Produkce domácí automobilky Hyundai dle našeho názoru rovněž nenaznačuje, že by mělo dojít k omezení výroby. V nejbližších letech spíše naopak zde dojde

k navýšení hybridních automobilů. Podíl nízkoemisních aut se bude v příštích letech v Evropě navyšovat za výrazné podpory ze strany států.

#### Měsíční produkce aut se po jarním propadu rychle vracela blízko předchozím úrovním



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

**Regulatorní požadavky jsou pro sektor skutečně významnou komplikací, ale zdá se, že se s tím automobilky alespoň do roku 2025 vypořádají.** Z pohledu produkce se ovšem automobiloví producenti potýkají jednak s problémy při dodávkách potřebných komponent (například Škoda hovoří o nedostatku čipů), a dále pak s nedostatkem pracovní síly, což bude nejenom letošní produkci limitovat. Klíčový ovšem bude vývoj poptávky. Po prudkém snížení poptávky po motorových vozidlech ve druhém čtvrtletí 2020 došlo ve druhé polovině loňského roku k jejich prudkému nárůstu a registrace aut v Evropě doháněly předchozí pokles. K tomu přispěly i programy na podporu „zelených“ aut v některých evropských ekonomikách. **Exporty do EU budou v narůstající míře zohledňovat rostoucí poptávku po nízkoemisních automobilech.** Pro letošek počítáme s postupným obnovením růstu ekonomiky. To by mělo znamenat i zvyšování poptávky po automobilech. Pro samotné první čtvrtletí nicméně očekáváme spíše mírný pokles produkce aut kvůli předchozímu nárůstu, a to z důvodu snahy předregistrovat vyrobená auta ještě v roce 2020 kvůli emisním limitům a snížit si tak pokutu. Dále v prvním čtvrtletí čekáme snížení vývozu do Velké Británie. Zde byla rovněž snaha o předzásobení v roce 2020 z důvodu nejistoty plynoucí z brexitu (viz kapitola Vnější prostředí a předpoklady prognózy). S ohledem na nízkou srovnávací základnu z minulého roku by mohla letošní celoroční produkce aut růst dvouciferným tempem. **I tak z pohledu celoroční produkce dosáhne na úroveň roku 2019 spíše až v roce 2022.**

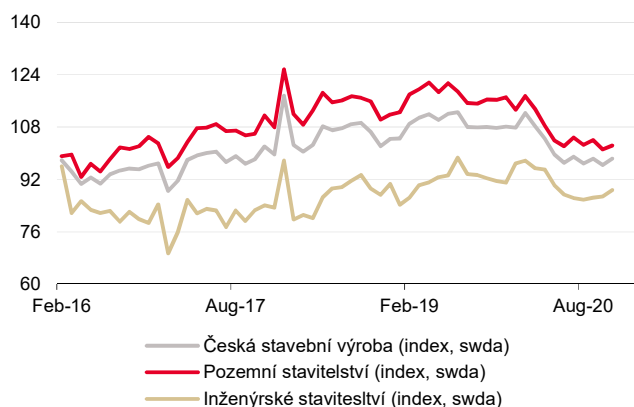
**Michal Brožka**  
+420 222 008 569  
michal\_brozka@kb.cz

Stavebnictví bude stále významně pociťovat nedostatek pracovníků.

**Stavebnictví vykázalo pokles především v první polovině loňského roku a od té doby se jeho výkon drží na přibližně stejné hodnotě.** Odhadujeme, že za celý rok 2020 dosáhl pokles stavební produkce 6,4 %. Vývoj ve stavebnictví obvykle reaguje se zpožděním za výrobním sektorem ekonomiky, jelikož projekty zde mají dlouhodobější charakter. **Z tohoto důvodu se domníváme, že předchozí propad ekonomiky se bude i v letošním roce skrze opatrné investiční chování firem promítat do slabého vývoje ve stavebnictví.** Kromě slabší poptávky se i nadále potýká s nedostatkem pracovní síly, přičemž tento problém pravděpodobně v nejbližším období nezmizí. Stavebnictví by mělo být naopak podporováno infrastrukturními investicemi, kde pozitivní roli sehraje plán obnovy EU (viz Box 3). V souhrnu tak pro letošek počítáme s poklesem stavebnictví o cca 4 %. Trvalé zlepšení pandemické

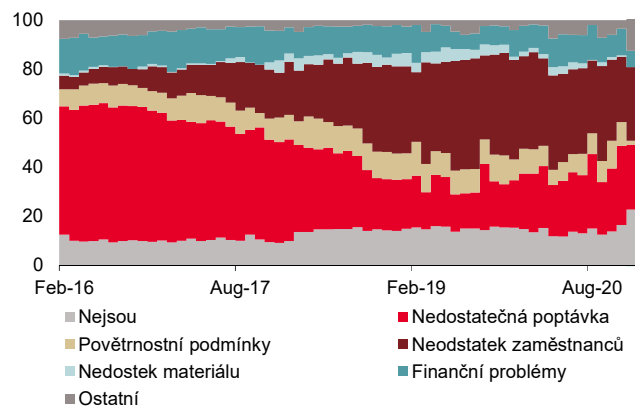
situace by mělo následně přinést i solidní nárůsty stavební výroby a v dalších letech tak počítáme s její expanzí kolem 6 % ročně.

#### Stavebnictví trendově klesá



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

#### Nedostatek zaměstnanců hlavním problémem stavebnictví



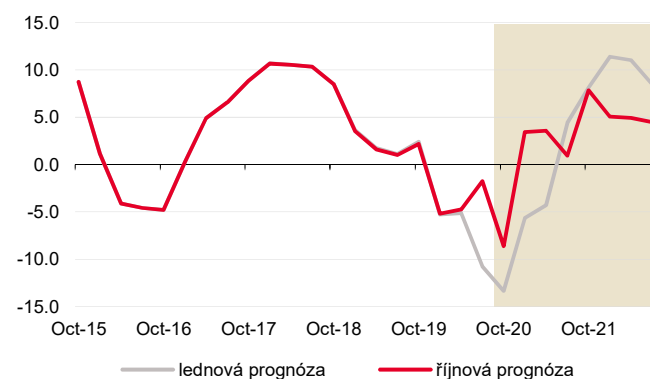
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Investiční aktivita by měla letos opatrně růst.

#### Investiční aktivita zůstane oslabena

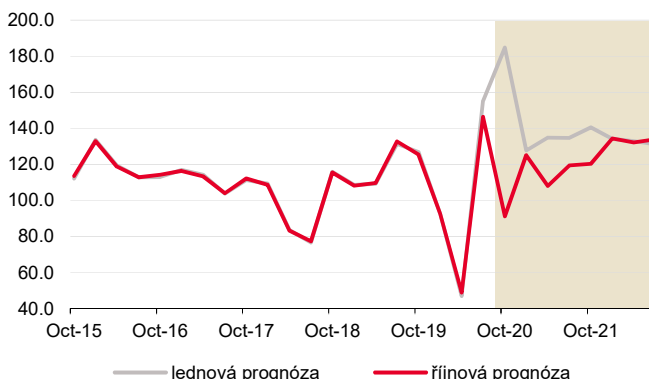
**Poté, co růst investic byl hlavním tahounem ekonomiky v roce 2018, došlo již v roce 2019 k jejímu výraznému zpomalení. V roce 2020 se pak propad investiční aktivity dohromady se spotřebou domácností stal hlavním zdrojem poklesu HDP.** Zatímco v průběhu první vlny pandemie nebyl ještě propad investic natolik silný (za celé první čtvrtletí dokonce o 0,6 % q/q vzrostly), pokles v letních měsících dosáhl výrazných 5,0 % q/q. Na vpředhledících indikátorech je od podzimu patrný nárůst optimismu díky vakcíně. Nicméně nejistota pro vývoj v blízkém období zůstává i přes tento pozitivní faktor vysoká. Přetrvávající obavy se odráží v rychlém nárůstu deposit nefinančních podniků. U investic do fixního kapitálu v posledním čtvrtletí loňského roku a na začátku roku letošního čekáme další mírný pokles. Od druhého čtvrtletí však již počítáme s jejich růstem, který koresponduje s lepší se důvěrou v ekonomiku a s rostoucí poptávkou po domácí průmyslové výrobě. **Za celý rok 2021 očekáváme mírný růst investic do fixního kapitálu o 0,6 %, a také pozitivní příspěvek investic do obnovy zásob.**

#### Propad investic v Q3 20 byl hlubší, než jsme čekali (% , y/y)



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

#### Čisté exporty rekordně vzrostly (mld. CZK)



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

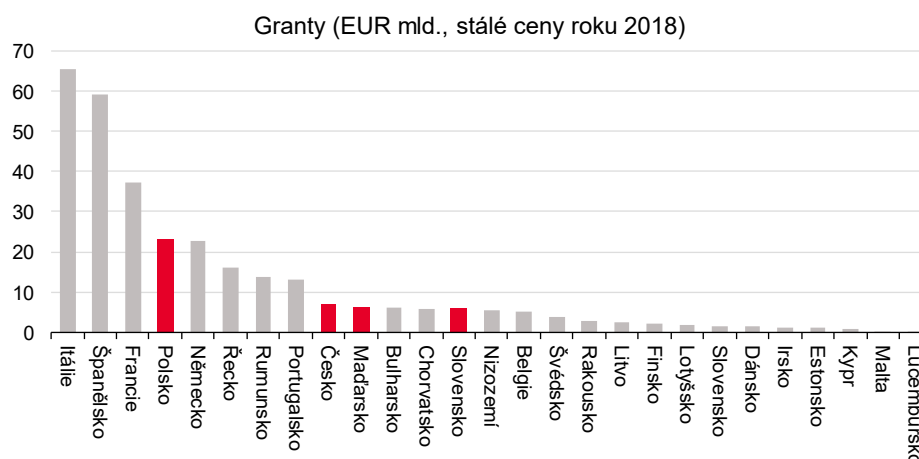
**Od zahraničního obchodu jsme očekávali vzepětí v roce 2021. Čistý export se měl stát hlavním tahounem ekonomiky. Ovšem k tomuto zlepšení došlo již ve druhé polovině roku 2020.** Obchodní bilance dosáhla rekordních přebytků, což bylo do značné míry způsobeno poklesem investiční aktivity, a tudíž slabšími dovozy, ale také růstem exportu po

jeho propadu v první vlně pandemie. Za celý rok 2020 odhadujeme přebytek obchodní bilance v národní metodice poblíž 180 mld. CZK, což by znamenalo meziroční zvýšení o cca 30 mld. V minulé prognóze jsme počítali s tím, že působení obchodní bilance na ekonomiku bude ve čtvrtém čtvrtletí zhruba neutrální. Namísto toho nyní čekáme významně kladné působení. Počítáme s tím, že se zahraničnímu obchodu bude i letos dařit, nicméně z důvodu obnovené investiční aktivity přebytek zahraničního obchodu letos pravděpodobně meziročně poklesne k 153 mld. CZK (národní metodika).

### Box 3: Plán obnovy pomůže nastartovat investice

**V reakci na pandemickou situaci přišla Evropská unie na pomoc členským státům s tzv. Plánem obnovy (Next Generation EU).** Z něho by země mohly čerpat až 750 mld. EUR. Jeho nejdůležitější součástí je tzv. *Facilita na podporu oživení a odolnosti* (Recovery and Resilience Facility, RRF), která tvoří 90 % plánu obnovy. Z něho mohou být peníze poskytovány ve formě grantů (312,5 mld. EUR) a úvěrů (360 mld. EUR). Součástí plánu obnovy je také program *REACT-EU* (47,5 mld. EUR) a *Fond pro spravedlivou transformaci* (10 mld. EUR). Zbývající prostředky ze 750 mld. EUR jsou pak rozděleny mezi fondy *Horizont Evropa*, *Rozvoj venkova*, *Resc EU* a *Invest EU* (celkem 20 mld. EUR).

#### Granty přidělené jednotlivým zemím v rámci Facility na podporu oživení a odolnosti



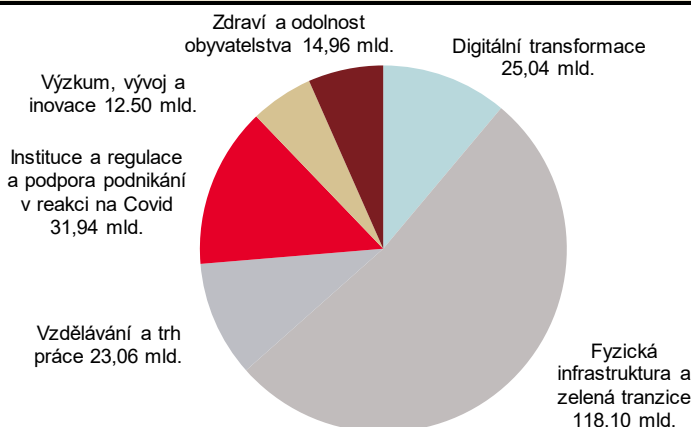
Zdroj: EK, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Program REACT-EU je zajímavý tím, že v jeho rámci ponechala EU členským zemím poměrně volnou ruku při jeho použití. V České republice byly tyto prostředky přiřazeny do Integrovaného regionálního operačního programu 2014-2020 (zhruba 30 mld. CZK).** Podle usnesení vlády by polovina prostředků měla směřovat do zdravotnictví, zbylé prostředky pak do integrovaného záchranného systému, výstavby domovů pro seniory či vybavení pro sportovce. Veškeré projekty spadající pod REACT-EU musí být zrealizovány a proplaceny do konce roku 2023.

**V rámci Facility na podporu oživení a odolnosti dostala Česká republika přidělených zhruba 172 mld. CZK ve formě grantů** (ve stálých cenách roku 2018), přičemž výše poskytnutých úvěrů by mohla dosáhnout až 405 mld. CZK. Úvěry musí být komplementární ke schváleným grantům. Z celkové přidělené částky grantů poskytne Evropská komise 10 % na předfinancování projektů již v letošním roce. Pokud jde o čas, jsou podmínky EU tentokrát poměrně přísné. 70 % grantů musí být závazkováno do konce roku 2022, zbylých 30 % do konce roku 2023. Žádost o platbu je možné podat nejpozději do srpna roku 2026. Zároveň je ale možné žádat o proplacení projektů zpětně, a to až do února 2020.

**Podmínkou čerpání prostředků z plánu obnovy je vytvoření a předložení Národního plánu obnovy Evropské komisi, a to nejpozději do konce dubna letošního roku.** Tyto plány musí být připraveny pro období 2021-2023, přičemž aktualizovány budou moci být v roce 2022, až bude oznámena přesná částka, kterou bude země moci čerpat v roce 2023. Vláda ČR již takovýto plán připravila. Obsahuje šest základních pilířů v rámci kterých budou prostředky čerpány. Při využívání prostředků musí ale Česká republika dodržet pravidla, která EK stanovila, tedy že 37 % výdajů bude směřovat na podporu klimatického přechodu a dalších 20 % na digitální transformaci.

**Česká republika: Plán obnovy, rozdělení prostředků do jednotlivých pilířů (CZK mld.)**



Zdroj: MFCR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Překvapivé je, že z celkového objemu prostředků v plánu obnovy, tedy 226 mld. CZK, by na kompenzace v sektorech postižených krizí mělo putovat pouze 27 mld. CZK.** Podpora je součástí pilíře Institute a regulace a podpora podnikání v reakci na Covid, kam bylo přiděleno celkových 31,9 mld. CZK (14 % z celkového balíku). Podpora by měla spočívat v zavedení institutu zpětného uplatnění daňové ztráty. Největší objem prostředků by měl být čerpán v rámci pilíře Fyzická infrastruktura a zelená tranzice (52 % z celkového objemu prostředků v plánu obnovy). Většina peněz je tedy určena spíše na strategické, dlouhodobější investice než na akutní pomoc firmám postiženým koronavirem.

**Plán obnovy přichází ve stejném období, kdy se rozjíždí nové programové období 2021-2027 pro čerpání prostředků z fondů EU.** V něm Česká republika dostala přidělených 21 mld. EUR, tedy o 3 mld. EUR méně, než v programovém období 2014-2020. Zároveň byla zvýšena míra národního spolufinancování (pro rozvinutější regiony z 50 % na 60 %, u přechodových na 30 %, u méně rozvinutých zůstává beze změny na 15 %). Změněno bylo i pravidlo pro čerpání z n+3 na n+2. Bez Plánu obnovy by tak na tom byla Česká republika ve srovnání s předchozím programovým obdobím hůře. Díky němu však bude moci naopak čerpat o 23 % prostředků více. Rizikem ale je, že zatímco se bude intenzivně věnovat přípravě projektů v rámci plánu obnovy, rozjezd nového programového období bude jen velmi pomalý, neboť čas na přípravu projektů bude chybět. Z pohledu investiční aktivity by pak mohl být velmi zajímavý rok 2023. Česko dotlačí k čerpání fondů z nového programového období 2021-2027 pravidlo n+2, zároveň budou muset být dle pravidla n+3 dočerpány všechny prostředky ze stávajícího programového období, vyčerpáno bude muset být i 30 mld. CZK z programu REACT-EU, přičemž čerpání prostředků v rámci plánu obnovy by již mělo být v plném proudu (70 % projektů musí být zazávazkováno do konce roku 2022). Pokud se tak Česko bude chtít vyhnout riziku ztráty finančních prostředků z EU, měla by investiční aktivita silně běžet již



v roce 2022. Letošní rok bude patřit spíše přípravě projektů, přičemž jejich rozjíždění očekáváme ve druhé polovině roku. V roce 2023 by se pak mohlo zopakovat mohutné dočerpávání prostředků z EU fondů, jako tomu bylo v roce 2015. Roční příspěvek prostředků z fondu obnovy k růstu investic by se měl podle našeho odhadu pohybovat v nejbližších třech letech kolem 0,4 pb. Podíl na HDP by měl dosáhnout nejvyšší úrovně v roce 2023 (1,1 %) a poté postupně klesat.

**Jana Steckerová**  
+420 222 008 524  
Jana\_Steckerova@kb.cz



**František Tábořský**  
(420) 222 008 598  
frantisek\_taborsky@kb.cz

## Fiskální politika: oživením ekonomiky k rekordnímu deficitu

Vláda v loňském roce hospodařila s historicky rekordním deficitem 367,5 mld. CZK. Ve srovnání s plánem Ministerstva financí je ale výsledek výrazně nižší. Za tím stojí jak nižší výdaje, tak zejména vyšší výběr daní. Pozitivním překvapením je i splnění ambiciózního plánu vládních investic. V relativním vyjádření však stále nedohánely historicky rekordní roky. Pro letošní rok byl schválen rozpočet se schodkem 320 mld. CZK. Ten však neobsahuje daňové změny schválené v samotném závěru loňského roku, které se negativně podepíší na příjmech státu. V následujících měsících tak vláda představí novelu zákona o státním rozpočtu. Předpokládáme, že navrhovaná úprava povede ke schodku převyšujícímu 400 mld. CZK. Podle nás by se ale výsledný deficit státního rozpočtu měl zastavit právě na této částce. Ostatní vládní instituce veřejných financí v loňském roce pozitivně překvapily svou odolností, které pomáhají i zvýšené transfery od centrální vlády. Stejně jako vloni by tak i v letošním roce měly působit ve směru nižšího deficitu veřejných financí. Ten podle našich odhadů skončil v loňském roce na historicky rekordní úrovni 6,1 % HDP. Pro letošek očekáváme ještě o čtyři desetiny vyšší hodnotu. Ke konci minulého roku vzrostl dluh veřejných financí na 38,2 % HDP, což je nejvyšší hodnota od roku 2015. Pro další tři roky očekáváme nárůst nad úroveň 46 % HDP.

Státní rozpočet v loňském roce skončil s historicky rekordním deficitem. K lepšímu výsledku oproti plánu dopomohly nižší výdaje, a hlavně vyšší daňové příjmy.

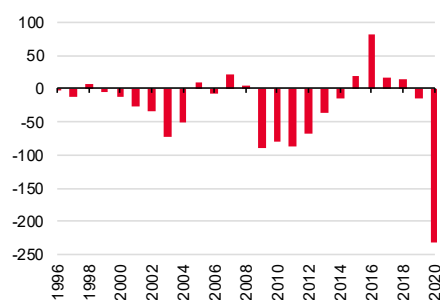
### Stát hospodařil s rekordním deficitem, výsledek ale zachránily vyšší daně

Hospodaření vlády skončilo v minulém roce s historicky rekordním deficitem 367,5 mld. CZK (6,5 % HDP). Dvakrát novelizovaný rozpočet však počítal s výrazně vyšším deficitem 500 mld. Kč. K lepšímu výsledku přispěly zejména vyšší příjmy. **Ministerstvo financí vybralo o 55,1 mld. CZK více**, než s čím počítal schválený plán. Za tím stál zejména lepší vývoj ekonomiky, resp. vyšší odolnost tuzemských firem vůči pandemii koronaviru a následným vládním opatřením. To pravděpodobně nejlépe reflektuje inkaso daně z příjmu právnických osob, které sice pokleslo jednoznačně nejvíce ze všech hlavních daňových položek (-12,2 % y/y), ale oproti předpokladům byl jeho výběr vyšší o 30,6 mld. CZK. Přitom vláda v průběhu minulého roku opakovaně schválila prominutí záloh na této dani.

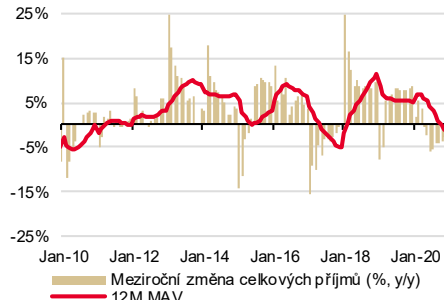
**Dalších 36,4 mld. CZK získalo ministerstvo na nedaňových příjmech**, zejména díky čerpání rozpočtových rezerv a mírně vyšším příjmům z Evropské unie. K příznivějšímu deficitu přispěly ale i nižší výdaje státu. **Vláda ušetřila oproti předpokladům 41,1 mld. CZK** hlavně díky nižším transferům podnikatelským subjektům, nižším nákladům spojených s obsluhou státního dluhu a mírně nižším kapitálovým výdajům. **Investice samotné však s 172,7 mld. CZK téměř naplnily ambiciózní plán vlády** a byly srovnatelné s doposud rekordním rokem 2015. Ten však byl ovlivněn dočerpáváním prostředků z fondů EU. V relativním vyjádření (3,1 % HDP) však investice státu stále dohánějí rekordní roky 2009 (3,4 % HDP).



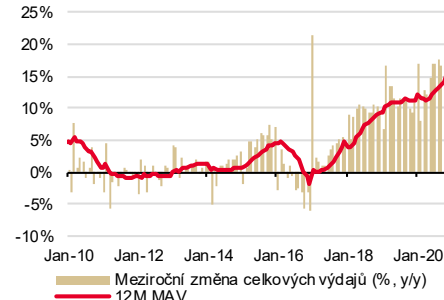
Vývoj státního rozpočtu v porovnání s předchozími roky (mld. CZK)



I přes meziroční pokles byl výběr daní pozitivním překvapením



Výdaje státu dále rostou, jsou ale nižší, než s čím počítal loňský rozpočet

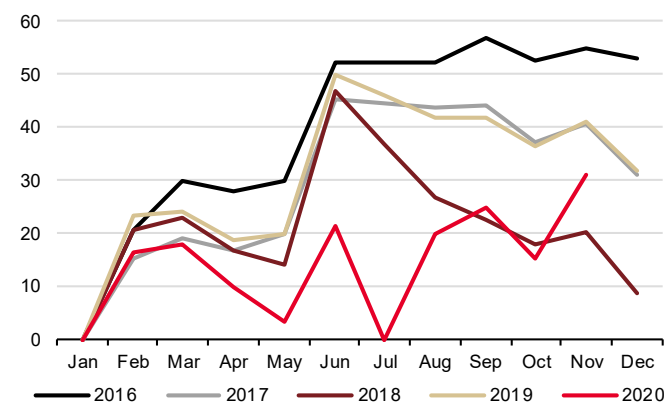


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, KB, MFČR

### Letošní deficit státního rozpočtu přesáhne ten loňský

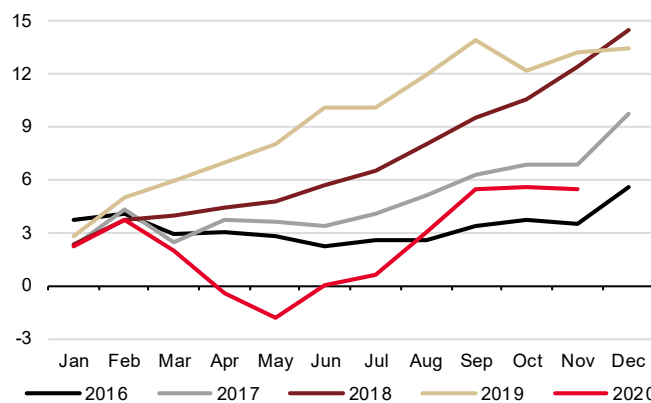
Pro letošní rok poslanecká sněmovna v prosinci schválila státní rozpočet se schodkem 320 mld. CZK. Ten však neobsahuje nedávno schválené daňové změny včetně snížení sazby daně z příjmu fyzických osob. To by podle odhadů Ministerstva financí mělo v hrubém vyjádření zvýšit deficit celých veřejných financí zhruba o 100 mld. CZK. Dopad na municipality skrze rozpočtové určení daní by podle politických prohlášení mělo být kompenzováno ze státního rozpočtu. Očekáváme tak, že plánovaná novela zákona přijde s deficitem přes 400 mld. CZK. **Ačkoli tento rok nabízí stále velké množství nejistot, předpokládáme, že nakonec skončí státní rozpočet právě na úrovni 400 mld. CZK.** Výpadek daňových příjmů by měl mírnit vyšší výběr DPH spojený s vyšší spotřebou domácností. Navíc počítáme i s tradičně konzervativním přístupem Ministerstva financí k odhadu daňových příjmů, z kterého se stala politická strategie. Již devět let v řadě skončil státní rozpočet s lepším výsledkem, oproti schválenému zákonu. Podle nás by tento rok neměl být výjimkou.

Hospodaření municipalit pozitivně překvapuje (mld. CZK)



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

Vyšší platby za státní pojištění udržely pojišťovny v přebytku



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

### Ostatní sektory snižují deficit celých veřejných financí

K uzavření loňského účtu veřejných financí nám stále schází prosincové hospodaření municipalit i zdravotních pojišťoven. V obou případech ale druhá polovina roku ukázala jejich sílu podpořenou mimořádnou subvencí státu a zvýšením plateb za státní pojištění. I přesto, že jsme očekávali zlepšení v druhé polovině roku, tak nás příznivý vývoj překvapil. **Mírně jsme tak vylepšili naši prognózu hospodaření municipalit i zdravotních pojišťoven na 15 mld., resp. 5 mld. CZK.** V roce letošním pak očekáváme opětovné zlepšení hospodaření obou zmíněných sektorů díky návratu ekonomiky k růstu a zachování vyšších transferů centrální vlády. Společně tak budou snižovat celkový deficit veřejných financí o 0,5 p.b. za loňský i letošní rok.

Veřejné finance skončily v loňském roce v historicky rekordním deficitu. Pro letošek očekáváme jeho další nárůst. Zadlužení veřejných financí dosáhlo nejvyšší úrovně od roku 2015 a dále poroste.

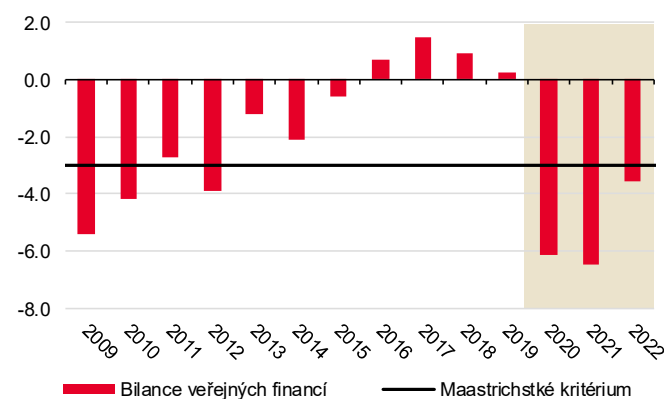
### Dynamika veřejných financí

	2019	2020f	2021f	2022f	2023f	2024f
Bilance veřejných financí (% HDP)	0,3	-6,1	-6,5	-3,6	-2,6	-1,0
Fiskální úsilí (pb HDP)	-0,8	-3,8	-1,5	3,0	0,9	1,6
Veřejný dluh (mld. CZK)	1738,7	2146,2	2546,2	2796,2	2996,2	3096,2
Veřejný dluh (% HDP)	30,2	38,2	43,5	45,1	46,3	45,8

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

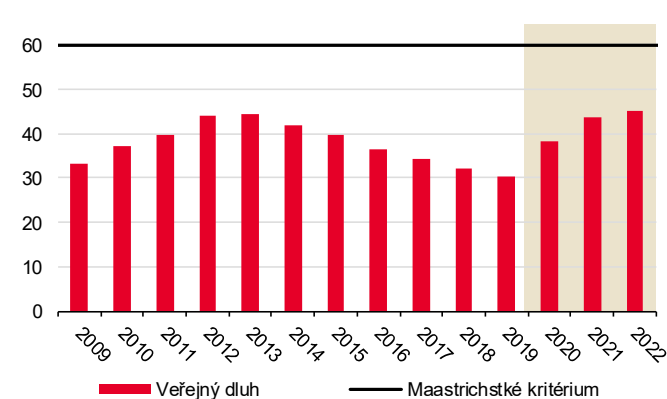
**Celé veřejné finance podle našich výpočtů skončily v roce 2020 podle metodiky ESA2010 s historicky rekordním deficitem 6,1 % HDP, což je o 6,4 p.b. více, než v roce 2019.** Oproti naší říjnové prognóze je však výsledek lepší o 1,1 p.b. zejména díky nižšímu propadu ekonomiky v loňském roce a lepšímu hospodaření municipalit a zdravotních pojišťoven. **Pro letošní rok očekáváme, že deficit veřejných financí dosáhne dokonce ještě vyšší hodnoty 6,5 % HDP.** Hlavním důvodem je námi očekávaný vyšší deficit státního rozpočtu oproti loňskému roku a obnovený růst ekonomiky. Pro rok následující předpokládáme návrat k nižšímu deficitu 3,6 % HDP. Dluh veřejných financí podle našich výpočtů vzrostl ke konci minulého roku na 38,2 % HDP, což je lehce méně, než jsme očekávali v naší říjnové prognóze. V meziročním vyjádření však zadlužení vzrostlo o 7,9 p.b. na nejvyšší úroveň od roku 2015. Růst zadlužení očekáváme i v následujících třech letech až na historicky rekordní úroveň 46,3 % HDP v roce 2023. Následně by měl dluh veřejného sektoru postupně začít klesat.

Bilance veřejných financí (% HDP)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Veřejný dluh (% HDP)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka



Michal Brožka  
(420) 222 008 569  
michal\_brozka@kb.cz

## Trh práce je až neuvěřitelně stabilní

**Míra nezaměstnanosti setrvává na nízkých úrovních a počet volných pracovních míst naopak zůstává vysoký. Vládní opatření a příznivé období před vstupem ekonomiky do recese vytvořily dostatečný polštář pro zamezení zhoršení na trhu práce. Počítáme s tím, že vládní podpora bude v pozměněné podobě fungovat i letos. Některé firmy s ohledem na délku trvání recese a stále ne zcela jistý výhled přistoupí k propouštění. Počítáme jen s mírným vzestupem nezaměstnanosti a jejím opětovným poklesem v roce 2022.**

Nezaměstnanost poroste, ale vládní programy a vysoký počet volných pracovních míst budou tento růst i nadále silně tlumit.

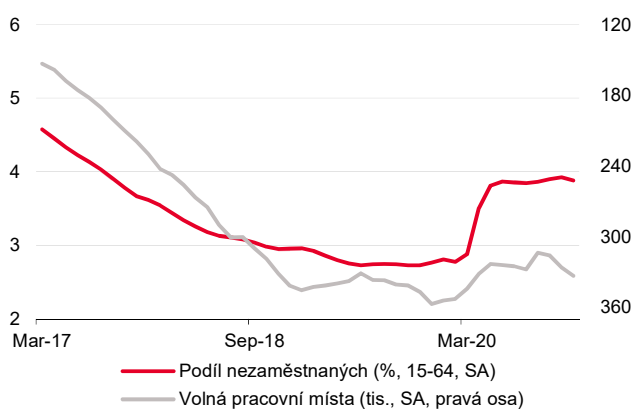
**Ke konci roku 2020 činil podíl počtu nezaměstnaných dle metodiky Ministerstva práce a sociálních věcí 4,0 %.** Oproti prosinci 2019 to znamená růst o pouhých 1,1 p.b. Ke zvýšení nezaměstnanosti po vyloučení sezónních vlivů došlo především v dubnu a v květnu. V dalších měsících už bylo zvýšení nezaměstnanosti prakticky zanedbatelné. V samotném prosinci dokonce pozorujeme mírný pokles sezónně očistěné nezaměstnanosti, ale o trendu nelze hovořit. **V absolutních číslech se za uplynulý rok zvýšil počet nezaměstnaných osob ve věku 15 – 64 let o 78 tisíc.** V této věkové skupině z trhu práce během roku odešlo zhruba 27 tisíc osob, což mírně opticky snižuje vykazovanou míru nezaměstnanosti o necelého půl

procentního bodu, ale zásadně celý příběh neproměňuje. Statistiky o vývoji zaměstnanosti v metodice ILO vykazují pokles mezi v prvním a třetím čtvrtletí zhruba o 64 tisíc (SA), čemuž by odpovídal pokles průměrné míry zaměstnanosti o necelý procentní bod na 58,2 %. Z hlediska vývoje statistik tedy dochází jen k mírnému zhoršování na trhu práce. **Firmy ve výrobním sektoru stále hovoří o nedostatku pracovní síly.** V průmyslu došlo v průběhu loňského roku k poklesu zaměstnanosti až o 4,1 % y/y, ale tento pokles se již v listopadu snížil na 3,8 % y/y. Počet volných pracovních míst evidovaných na úřadech práce činil ke konci prosince stále vysokých 318 tisíc. Je relevantní námitkou, že řada těchto míst fakticky nemusí již existovat. I tak se však jedná skutečně o vysoké číslo, které indikuje podobnou utáženost trhu práce, jaká zde byla v předchozím roce. Otázka dalšího vývoje ale není triviální.

**Týdenní data z MPSV z počátku letošního roku ukazují na mírný nárůst míry nezaměstnanosti na 4,36 % (k 22. lednu).** Firmy po první vlně pandemie v rámci existujících programů a nejistoty mohly s propouštěním vyčkávat. Příchod druhé vlny je mohl přece jen přimět ke snížení stavu zaměstnanců, které se snažily po první vlně ještě udržet v naději na budoucí oživení. Významnou roli v neochotě propouštět pravděpodobně kromě vládní podpory sehrál i fakt předchozího vývoje, kdy firmy měly problém najít zaměstnance. Česká ekonomika měla z tohoto pohledu velkou výhodu z hlediska pozice v rámci hospodářského cyklu. Vstřebání krátkodobého šoku bylo mnohem snazší, když mu předcházelo období prosperity. Příchod druhé vlny byl dalším šokem, na který už některé podniky musely reagovat úsporami. **Pokud rozhodnutí o propouštění padlo během druhé vlny pandemie, mohli bychom s ohledem na délku trvání výpovědních lhůt očekávat zvýšení nezaměstnanosti od počátku letošního roku.**

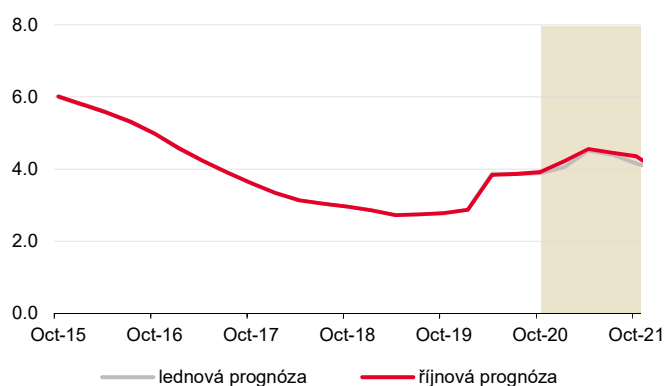
**Stávající program Antivirus byl prodloužen až do února.** Jeho další osud není v tuto chvíli zřejmý, nicméně s ohledem na stále nepříznivou pandemickou situaci a fakt blížících se voleb do parlamentu ČR na podzim letošního roku očekáváme, že vládní podpora trhu práce bude pokračovat v režimu tzv. Kurzarbeit. Část firem se rozhodne zaměstnance propouštět, ale stále utážený trh práce bude schopen část z nich absorbovat. V průměru proto stále čekáme růst míry nezaměstnanosti na 4,5 % (MPSV, bez sezónních vlivů) ve druhém čtvrtletí letošního roku a velmi pozvolný pokles od třetího čtvrtletí. Bez sezónního očištění by to znamenalo, že míra nezaměstnanosti by se v polovině roku nacházela na 4,3 %, což je meziroční růst o 0,6 pb. Trh práce reaguje se zpožděním za vývojem ekonomické aktivity. V příštím roce tak s ohledem na očekávanou hospodářskou expanzi čekáme postupné zlepšování trhu práce.

Počet volných pracovních míst se zatím snížil jen málo



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

Nezaměstnanost bude vrcholit v polovině letoška (%; SA)

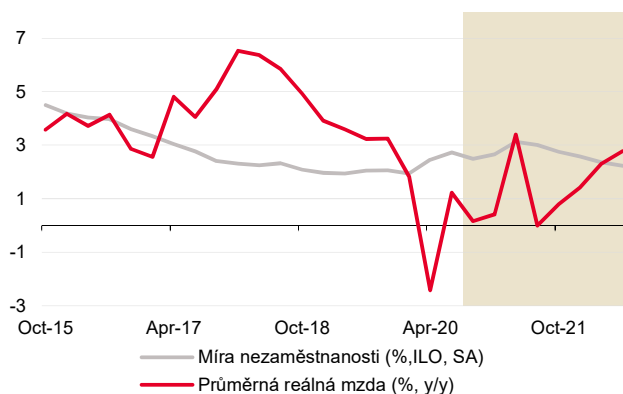


Zdroj: MPSV, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Po mezičtvrtletním propadu úrovně průměrné nominální mzdy o 3 % (SA) a zpomalení jejího růstu na 0,6 % y/y, ve druhém čtvrtletí nastal ve třetím kvartálu obrát.** Průměrná mzda vzrostla mezičtvrtletně o 5,8 % a meziroční růst akceleroval zpět na 5,1 % tedy na

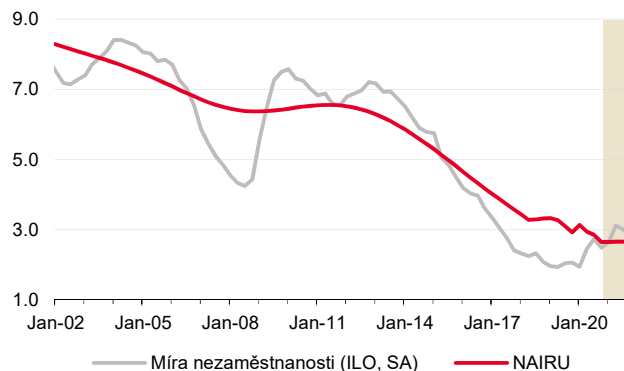
shodné tempo, jakého dosáhl v prvním čtvrtletí. Růst mezd tak do značné míry kompenzoval propad předchozího čtvrtletí. S příchodem druhé vlny pandemie počítáme s opětovným oslabením tempa růstu mezd. Nicméně vývoj bude velmi diferencovaný podle sektorů. V postižených službách mzdy v nejbližším období neporostou spíše vůbec. K navyšování by mohlo docházet v případě výroby či služeb nepostižených pandemií (např. IT). Utažený trh práce se v těchto sektorech stále projevuje. Například v případě průmyslových výrobců došlo sice v listopadu k poklesu zaměstnanosti o necelá 4 % y/y, ale meziroční tempo růstu průměrné mzdy tou dobou zrychlilo na 4,5 %. V případě stavebnictví činil meziroční pokles zaměstnanosti v listopadu 1,9 %, avšak růst průměrné nominální mzdy dosahoval 6,6 %. Pouze do určité míry se pravděpodobně jedná o efekt propouštění nižších příjmových skupin. Pro čtvrté čtvrtletí počítáme se snížením meziročního tempa růstu průměrné mzdy na 2,8 %, což v reálném vyjádření znamená téměř stagnaci. Stále nejisté výhledy soukromého sektoru indikují nízkou ochotu navyšovat mzdy s výjimkou sektorů, které se potýkají se silným nedostatkem míst, a které expandují. Ve veřejném sektoru počítáme s navýšením platů pro sociální pracovníky a pracovníky ve zdravotnictví o 10 %, a s přibližně 9% růstem platů učitelů. Dále počítáme se zvýšením minimální mzdy o 4 %. **Za rok 2020 odhadujeme růst průměrné mzdy o 3,4 % a v roce příštím tempo 3,0 %. Pokud inflace zpomalí tak jak očekáváme, znamenalo by to pro letošek zvýšení průměrné reálné mzdy o 1,1 % po loňském minimálním růstu o 0,2 %.**

Průměrná reálná mzda klesla (% y/y)



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

Tlak na růst mezd se snižuje (%)



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

## Inflace by měla pokračovat ve zpomalování

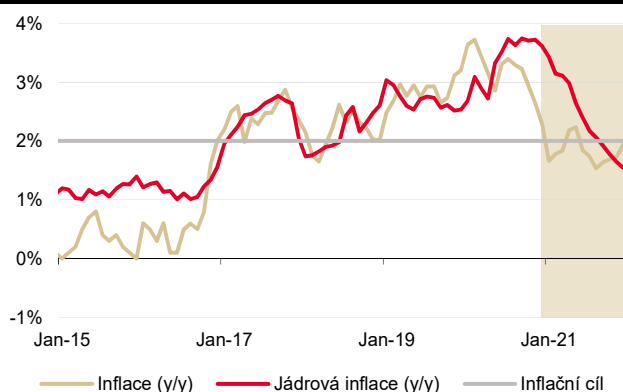
**Očekáváme, že inflace v roce 2021 zpomalí mírně pod dvouprocentní inflační cíl ČNB, a to hlavně díky levnějším potravinám, dále též oslabené domácí poptávce a nižším dovozním cenám. V dalších letech by se inflace měla držet blízko 2 %. Rizikem zůstává vývoj jádrové inflace, která doposud brzdila pomaleji, než by indikoval vývoj ekonomiky.**

Jádrová inflace by měla dosáhnout dna v polovině letošního roku.

**Růst spotřebitelských cen ve druhé polovině loňského roku výrazně zvolnil.** Meziroční míra inflace ke konci roku zpomalila na 2,3 % y/y, přičemž v červenci dosahovala vrcholu na úrovni 3,4 % y/y. Hlavním důvodem zpomalení inflace byl, po předchozím výrazném nárůstu, pokles cen potravin, který předčil naše očekávání. Naopak v případě jádrové inflace, která nezahrnuje ceny potravin, energií a změny daní a která tak lépe odráží působení ekonomiky na spotřebitelské ceny, bylo zpomalení slabší. V meziročním vyjádření činila jádrová inflace v polovině roku 3,7 % a v prosinci se stále nacházela na 3,6 % y/y. Z pohledu meziměsíčních klouzavých průměrů (3M) dosáhla jádrová inflace vrcholu v červenci na 4,6 % anualizovaně a od té doby zpomalila na 3,1 %. Což je ovšem pořád relativně vysoké tempo. **Domníváme se však, že ekonomika stále působí desinflačně a jádrová inflace bude v nejbližších měsících brzdit.** Z pohledu meziměsíčních změn v naší prognóze dosahuje jádrová složka

dna v polovině letošního roku a od té doby opět zvolna zrychluje. V meziročním srovnání by tak jádrová inflace klesla v polovině letošního roku na 2,4 % y/y a svého minima ve výši 1,6 % y/y by dosáhla koncem roku. Poté již čekáme její opětovné zvyšování. O vývoji inflace v daném roce, a to zejména její jádrové složky, obvykle mnoho napoví její hodnota na počátku roku, kdy řada firem provádí pravidelné přecenění svých produktů a služeb. Zde je ovšem tentokrát výrazné riziko překvapení, a to oběma směry, z důvodu uzavřené velké části ekonomiky kvůli pandemii. Především je možné, že řada firem bude přecenění odkládat na dobu, kdy bude výhled na ekonomiku jasnější. **Z výsledku inflace za leden nebude možné vyčíst, zda a jak velká část firem přecenění provedla, a zda tedy nečekat úpravy cen i v dalších měsících.**

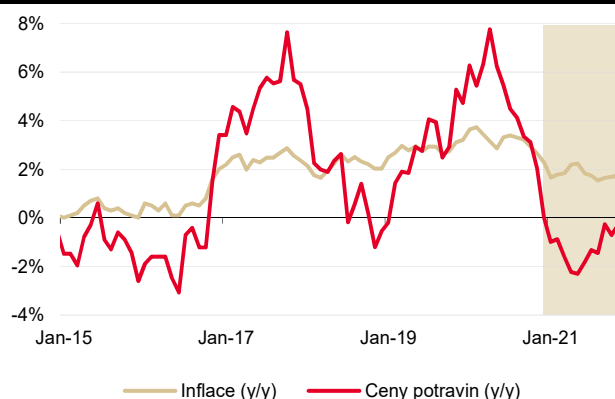
Inflace bude zpomalovat mírně pod 2 %



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

Ceny potravin se snížily, letos počítáme se zastavením klesajícího trendu.

Ceny potravin působí desinflačně



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

**Růst cen potravin vrcholil v první polovině loňského roku, kdy se k předchozímu zdražení vlivem vyšších dovozních cen a silné poptávky přidaly potíže s dodávkami sezónní zeleniny a ovoce. V meziročním srovnání činil růst cen potravin v dubnu vysokých 7,8 %.** Od června začaly jejich ceny klesat tak výrazně, že ke konci roku bylo jejich působení na meziroční růst spotřebitelských cen zcela nulové. V nejbližších měsících počítáme s ohledem na rostoucí ceny komodit na světových trzích s mírným růstem cen potravin. Domácí faktory jako příznivá loňská úroda a všeobecně oslabená poptávka by naopak měly působit proti zdražení. Vysoká srovnávací základna z minulého roku nicméně způsobí, že v meziročním srovnání budou ceny potravin klesat, a tedy působit desinflačně.

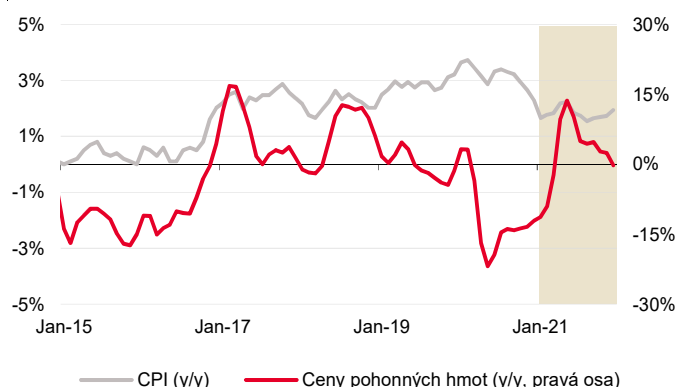
**Pokles cen ropy a potažmo nižší ceny pohonných hmot v loňském roce inflaci výrazně tlumily.** V polovině roku dosahoval meziroční pokles cen nafty a benzínu v průměru cca 20 %. Od té doby ceny u čerpacích stanic mírně rostou. V roce 2021 počítáme s mírným zvýšením cen ropy na stále relativně nízkou úroveň 49 USD/barel. Jedná se ovšem o zvýšení z nízké základny a ceny pohonných hmot tak budou působit proinflačně.

Zvýšení spotřební daně zvýší inflaci.

**V minulém roce došlo ke zvýšení spotřebních daní na tabák a alkohol, a naopak ke snížení sazeb DPH u některých položek spotřebního koše.** V souhrnu tak byl cenový dopad změny daní na celkovou inflaci přibližně nulový. Pro letošek počítáme s dalším zvýšením spotřební daně na tabák o 10 % a v dalších dvou po sobě jdoucích letech navyšování polovičním tempem. Od letošního ledna naopak došlo ke snížení spotřební daně z nafty, což má na celkovou inflaci minimální dopad. Souhrnné působení administrativních změn by tak mělo do inflace v letošním roce přidat cca 0,4 pb. Ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku došlo ke snížení cen elektřiny. Pro začátek letošního roku oznámil ERÚ snížení cen regulované části elektřiny. Proti tomu jdou rostoucí ceny elektřiny na burze. Je možné, že v průběhu letošního roku, pokud se bude ekonomice dařit, dojde opět ke zvýšení cen energie,

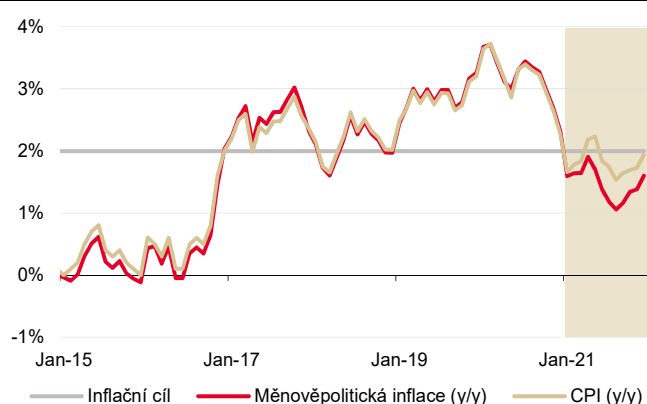
ale pro první polovinu roku počítáme se stabilními cenami. Za celý loňský rok se regulované ceny zvýšily o 3,2 % a pro letošek čekáme o poznání mírnější růst o 1,0 %.

Ceny u čerpacích stanic letos porostou



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

Měnověpolitická inflace míří pod 2 %



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

**V souhrnu čekáme, že inflace bude nyní zpomalovat a začátkem roku v meziročním srovnání dosáhne tempa 1,8 %. Za celý rok 2020 spotřebitelské ceny vzrostly o 3,2 %. V letošním roce očekáváme zpomalení inflace v průměru na 1,8 %, přičemž měnověpolitická inflace, která nezahrnuje primární dopady změn nepřímých daní, by se měla nacházet v průměru na 1,4 %.**

## Rizika: Covid-19 stále na prvním místě

Rizika spojená s vývojem pandemie stále považujeme z hlediska krátkodobé i střednědobé prognózy za nejvýznamnější. Hlavní rizika zahrnují:

- **Očkování nebude mít dostatečný efekt.** V našem základním scénáři počítáme s pozitivním dopadem očkování tak, že ekonomika bude ve druhé polovině letošního roku fungovat s minimálními omezeními sociálních kontaktů. Nenaplnění tohoto předpokladu by zásadním způsobem ovlivnilo naši prognózu vývoje ekonomiky.
- **Další vlny pandemie.** Počítáme s postupným otevíráním ekonomiky od února. Ve druhém čtvrtletí čekáme stále jistá omezení pro ekonomiku, ale nikoliv další pandemickou vlnu, a tudíž zpřísněná opatření. Nenaplnění tohoto předpokladu může opět významně ovlivnit prognózu vývoje směrem dolů.
- **Fiskální politika.** Při kalkulaci vlivu snížení daní z příjmu fyzických osob předpokládáme mezní sklon ke spotřebě 0,6 a u a jednorázového příspěvku všem důchodům 0,8. Celkový impuls může ale být v závislosti na chování obyvatel slabší či silnější či rozprostřen jinak v čase. Fakt, že rok 2021 je rokem volebním, navíc zvyšuje šanci na další fiskální „dárečky“ voličům.
- **Cenový vývoj během pandemie.** Je otázkou, jak firmy v současné situaci přistupují k tvorbě svých cen. Odhadnutý vývoj v uzavřených službách může být od reality odlišný. Inflace v lednu do značné míry nastaví úroveň na celý rok, ale v současné situaci nebude jasné, zda firmy úpravy cen neodsunuly na další měsíce.
- **Vnější prostředí.** Předpokládáme oživení vnější ekonomiky, které je ovšem také silně pod vlivem pandemie a nadějí na očkování. Opětovná recese v eurozóně by znamenala riziko dalšího poklesu i pro českou ekonomiku.



## Klíčové makroekonomické ukazatele

	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>HDP a jeho struktura</b>														
<b>HDP (reálně, y/y, %)</b>	-1,9	-10,8	-5,0	-6,3	-3,3	7,2	1,9	4,5	2,2	-6,0	2,6	3,9	2,6	2,6
<b>Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)</b>	-0,2	-8,3	-3,9	-6,7	-2,7	6,0	2,2	5,7	2,9	-4,8	2,8	3,5	2,8	2,5
<b>Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)</b>	4,6	1,6	0,1	-0,8	-2,0	-0,1	1,3	1,1	2,2	1,4	0,1	-0,4	1,1	1,8
<b>Fixní investice (reálně, y/y, %)</b>	-5,3	-5,1	-10,8	-13,3	-5,7	-4,3	4,4	8,1	2,2	-8,6	0,6	9,4	4,3	4,3
<b>Čisté exporty (příspěvek do y/y)</b>	-0,2	-5,7	1,3	2,7	0,7	4,5	-1,8	-1,8	0,0	-0,5	0,4	0,3	0,4	0,3
<b>Zásoby (příspěvek do y/y)</b>	-1,2	-0,7	-1,6	-2,1	-0,6	1,2	1,4	1,5	-0,2	-1,4	0,9	-0,1	-0,4	-0,3
<b>Měsíční data z reálné ekonomiky</b>														
<b>Zahraniční obchod (mld, CZK)</b>	39	10	59	72	51	40	34	28	146	180	153	154	146	138
<b>Vývozy (nominálně, y/y, %)</b>	-4,1	-22,5	-0,9	10,6	11,2	34,1	10,9	6,6	2,2	-4,3	15,7	7,4	6,0	5,9
<b>Dovozy (nominálně, y/y, %)</b>	-3,4	-18,7	-4,5	4,2	10,3	30,4	14,6	11,8	0,9	-5,6	16,8	8,4	6,8	6,4
<b>Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)</b>	-4,1	-23,5	-4,4	2,2	3,1	29,0	3,8	3,3	-0,1	-7,5	9,8	6,0	5,3	6,0
<b>Stavebnictví (reálně, y/y, %)</b>	2,7	-8,7	-9,7	-9,7	-12,3	-3,1	-2,1	0,7	0,9	-6,4	-4,2	5,9	6,6	7,1
<b>Malooobchod (reálně, y/y, %)</b>	1,8	-3,8	1,0	-2,7	-1,7	2,1	-1,0	5,4	4,9	-0,9	1,2	5,4	5,7	4,0
<b>Trh práce</b>														
<b>Mzdy (nominálně, y/y, %)</b>	5,1	0,6	5,1	2,8	2,2	5,5	1,6	2,7	6,4	3,4	3,0	4,5	6,4	5,3
<b>Mzdy (reálně, y/y, %)</b>	1,8	-2,4	1,2	0,2	0,4	3,4	0,0	0,8	3,5	0,2	1,1	2,6	4,3	3,2
<b>Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)</b>	3,0	3,7	3,8	4,0	4,2	4,3	4,3	4,3	2,8	3,6	4,3	3,7	3,4	3,4
<b>Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)</b>	2,0	2,4	2,9	2,4	2,7	3,0	3,1	2,7	2,0	2,4	2,9	2,3	2,0	2,0
<b>Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)</b>	-0,9	-1,3	-1,4	-1,5	-0,1	-0,1	0,3	1,0	0,2	-1,3	0,3	0,6	0,4	0,1
<b>Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu</b>														
<b>Inflace (y/y, %)</b>	3,6	3,1	3,3	2,6	1,8	2,1	1,6	1,9	2,8	3,2	1,8	1,9	2,1	2,0
<b>Daně (příspěvek do y/y CPI)</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,4	0,5	0,5	0,0	0,0	0,4	0,2	0,2	0,1
<b>Jádrová inflace (y/y, %) (*)</b>	2,9	3,2	3,7	3,7	3,2	2,6	2,0	1,7	2,7	3,4	2,3	1,9	2,0	2,0
<b>Ceny potravin (y/y, %) (*)</b>	6,0	6,5	4,0	1,7	-1,1	-2,2	-1,0	0,2	2,8	4,5	-1,0	1,6	1,4	1,9
<b>Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*)</b>	1,0	-19,4	-14,2	-13,1	-7,7	11,3	4,7	1,7	-0,4	-11,4	2,5	-1,8	3,3	1,4
<b>Regulované ceny (y/y, %) (*)</b>	4,2	3,4	3,4	1,8	0,4	0,4	0,6	2,4	4,5	3,2	1,0	2,3	2,0	2,0
<b>Ceny v průmyslu (y/y, %)</b>	1,4	-0,6	-0,3	0,1	0,4	1,5	1,7	1,7	2,6	0,1	1,3	1,6	2,2	1,9
<b>Finanční proměnné</b>														
<b>2W Repo (% , průměr)</b>	2,0	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,9	0,8	0,3	0,8	1,5	2,1
<b>3M PRIBOR (% , průměr)</b>	2,2	0,6	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	2,1	0,9	0,4	0,9	1,6	2,2
<b>CZK/EUR (průměr)</b>	25,6	27,1	26,5	26,7	26,0	25,7	25,5	25,3	25,7	26,5	25,6	25,0	24,4	24,0
<b>Vnější prostředí</b>														
<b>HDP v EMU (reálně, y/y, %)</b>	-3,2	-14,7	-4,3	-7,1	-0,8	13,1	1,2	4,7	1,3	-7,3	4,6	2,2	1,9	1,8
<b>HDP v Německu (reálně, y/y, %)</b>	-2,1	-11,3	-4,2	-5,8	-2,7	8,9	1,8	4,6	0,6	-5,9	3,1	3,4	2,0	1,6
<b>CPI v EMU (y/y, %)</b>	1,1	0,2	0,0	-0,2	0,3	0,9	1,4	1,7	1,2	0,3	1,1	1,2	1,2	1,5
<b>Ropa Brent (USD/brl, průměr)</b>	54,3	27,8	43,2	44,3	49,0	49,0	49,0	49,0	64,9	42,4	49,0	53,0	61,7	64,7
<b>Euribor 1Y (% , průměr)</b>	-0,3	-0,1	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4	-0,1	0,2	1,2
<b>USD/EUR (čtvrtletí eop, roky průměr)</b>	1,10	1,10	1,17	1,19	1,20	1,23	1,25	1,27	1,12	1,14	1,24	1,32	1,34	1,36

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

Poznámka: (\*) příspěvky inflace jsou očistěny o primární dopad daňových změn



## ČNB Focus



**Martin Gurtler**  
(420) 222 008 509  
martin.gurtler@kb.cz

### Začátek normalizace měnové politiky je na obzoru

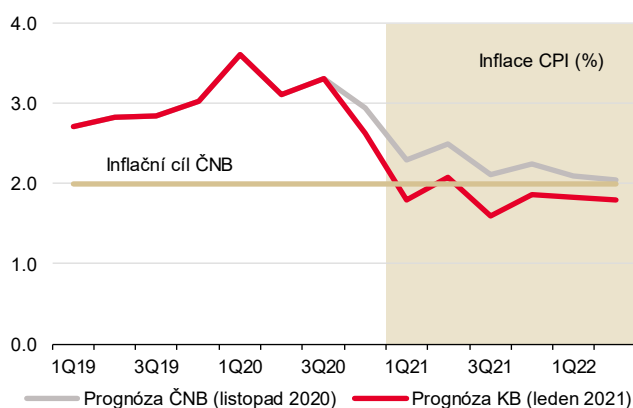
Česká národní banka bude ještě nějakou dobu držet úrokové sazby na současné nízké úrovni. Hlavními důvody jsou nejistota ohledně dalšího vývoje pandemie i spotřebitelských cen. Předčasné zvýšení sazeb by navíc mohlo ohrozit finanční stabilitu. Výrazně expanzivní působení fiskální politiky bude v nové prognóze ČNB více než kompenzováno silnějším kurzem koruny. Začátek letošního roku bude sice ještě ve znamení přetrvávajících restrikcí, probíhající proces očkování proti nemoci covid-19 však dává naději na lepší výkon ekonomiky v jeho druhé polovině. K prvnímu zvýšení základní repo sazby o 25 bb podle nás dojde na listopadovém zasedání bankovní rady. V té době by už měla být vyřešena většina nejistot. Listopadové zvýšení repo sazby tak podle nás zahájí postupný proces normalizace měnové politiky, který bude pokračovat i v průběhu příštího roku. Dvoutýdenní repo sazba se tak na jeho konci bude podle naší prognózy pohybovat poblíž 1 %. Zatímco lombardní sazba půjde vzhůru společně s repo sazbou, diskontní sazba setrvá na současné úrovni až do konce příštího roku.

### Pandemie i nadále určuje vývoj měnové politiky

Měnová politika České národní banky zůstala i v průběhu posledního čtvrtletí loňského roku podle očekávání beze změny. Základní repo sazba tak zůstává na 0,25 %, lombardní sazba na 1,00 % a diskontní sazba činí i nadále 0,05 %. Hlavním důvodem pro stabilitu úrokových sazeb byl přetrvávající vliv koronavirové pandemie, jejíž druhá vlna vedla na podzim k opětovnému uzavření velké části české ekonomiky a její výkonnost tak zřejmě znovu poklesla. Obdobný vývoj jsme mohli sledovat také v ostatních evropských státech. Restriktivní opatření navíc neskončila s koncem loňského roku a jejich působení se tak pravděpodobně promítne do slabých výsledků rovněž v prvním čtvrtletí letošního roku.

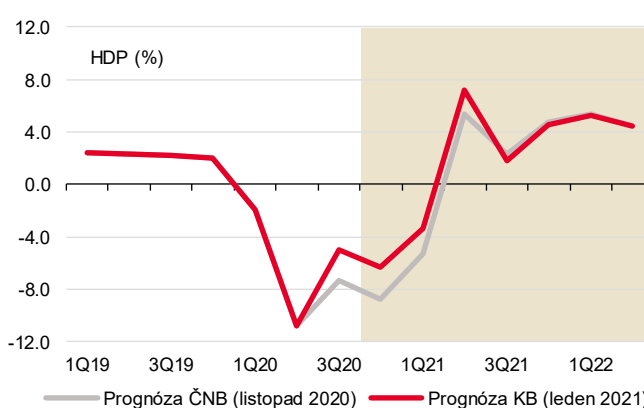
Po výrazném snížení dvoutýdenní repo sazby v souhrnné výši o 200 bb během první poloviny loňského roku, zůstala její hodnota v druhé půli beze změny.

#### Výhled inflace je vlivem pandemie neobvykle nejistý



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

#### Výraznější oživení ekonomiky přijde až v druhém pololetí



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

Spotřebitelská inflace výrazně zpomalila a na konci loňského roku se nacházela pod prognózou ČNB. Vliv na to však měly volatilní ceny potravin, zatímco jádrová inflace zůstává nad 3,5 %.

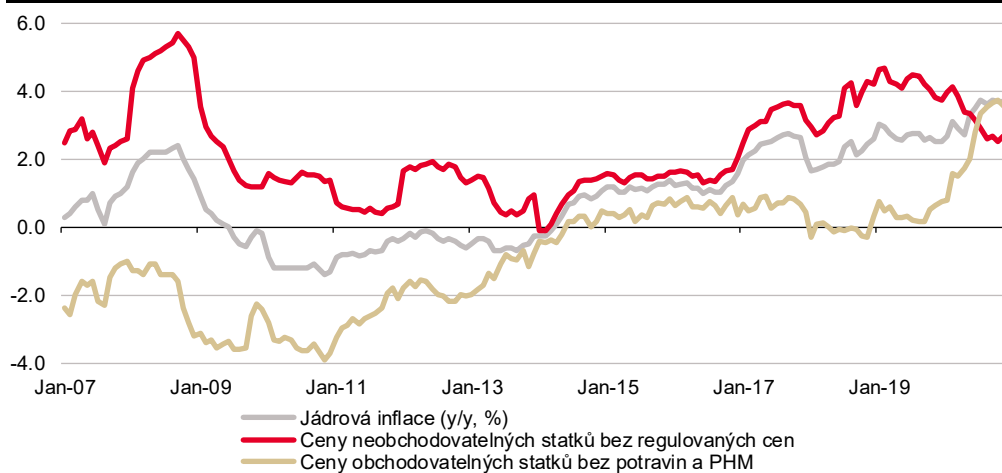
### Inflace pod prognózou ČNB, růst HDP naopak nad ní

Růst spotřebitelských cen byl ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku slabší, než centrální banka čekala. Zatímco ČNB předpokládala inflaci kolem 3 %, její průměr za poslední tři měsíce roku 2020 činil pouze 2,6 %. Výrazný pokles inflace zaznamenala především v prosinci, kdy se dostala až na 2,3 %. Příčinou byly zejména běžně volatilní ceny potravin, které překvapily o poznání nižší dynamikou. Jádrová inflace se vyvíjela zhruba v souladu s očekáváním prognózy ČNB, když po celé poslední čtvrtletí loňského roku setrvala nad 3,5 %. Jádrová složka inflace tak i nadále zůstává hlavním zdrojem růstu spotřebitelských cen.

a k její dynamice přispívají jak ceny obchodovatelného zboží, tak i neobchodovatelných služeb. Ceny zboží rostou tempy kolem 3,5 % a zřejmě odráží předchozí oslabení koruny. Růst cen služeb se po zpomalení ve třetím čtvrtletí pohyboval poblíž 2,5 %.

**Oživení ekonomiky ve třetím čtvrtletí loňského roku bylo oproti prognóze ČNB silnější.** Centrální banka očekávala mezičtvrtletní nárůst HDP o 4,4 %, zatímco ekonomika ve skutečnosti vzrostla o 6,9 %. Výrazně lépe si vedl zejména čistý vývoz a lepší byla i spotřeba domácností. Nižší dynamikou centrální banku naopak překvapily investice. Pro čtvrté čtvrtletí loňského roku počítá prognóza ČNB s mezičtvrtletním poklesem tuzemské ekonomiky o zhruba 1 %, tedy shodně s tím, co čeká naše prognóza. **Rychlejší růst HDP se ve třetím čtvrtletí loňského roku odrazil také ve vyšší dynamice průměrné nominální mzdy**, která vzrostla meziročně o 5,1 %, zatímco centrální banka čekala zvýšení o 4,5 %. Pro čtvrté čtvrtletí počítá aktuální prognóza ČNB s růstem průměrné mzdy 3,1 %.

**Jádrová inflace zůstává nad 3 % a k její dynamice přispívají jak ceny obchodovatelného zboží, tak i neobchodovatelných služeb**



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Silnější koruna versus expanzivní fiskální politika

**Kurz koruny vůči euru byl v posledním čtvrtletí loňského roku v průměru o zhruba 2 % silnější, než ČNB čekala.** K silnějším úrovním domácí měně pomohly jednak pozitivní zprávy o blížícím se počátku vakcinace proti nemoci covid-19, ale také samotná centrální banka, která ve své poslední prognóze ukázala trojí nárůst úrokových sazeb v letošním roce. Na to vzápětí reagovaly i tržní úrokové sazby, které se zvýšily v podstatě po celé délce výnosové křivky. Koruna zůstává silnější také na začátku letošního roku, když se obchoduje mírně nad 26 CZK/EUR. To je přitom úroveň, kterou ČNB očekávala až na přelomu letošního a příštího roku. Lze tak předpokládat, že **nová prognóza, kterou centrální banka zveřejní začátkem února, bude obsahovat silnější trajektorii kurzu po většinu prognostického horizontu.** To spolu s nižší pozorovanou inflací na konci loňského roku bude pravděpodobně tlačit na pomalejší růst spotřebitelských cen na horizontu prognózy.

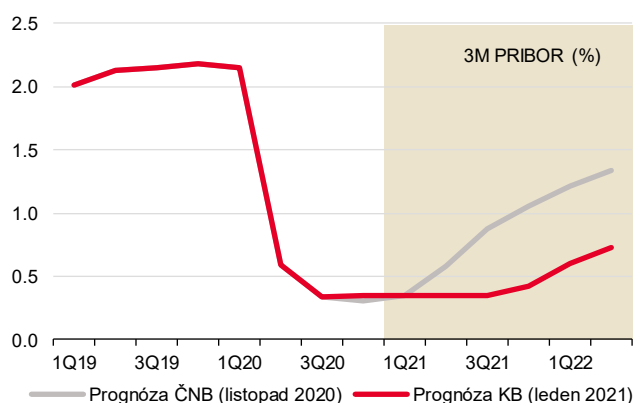
**Vývoj ekonomiky bude v letošním roce pravděpodobně lepší, než centrální banka předpovídá.** ČNB očekává růst tuzemského HDP za celý letošní rok o 1,7 % a patří tak na trhu k nejpesimističtějším. My pro srovnání čekáme nárůst o 2,6 %, a to i s významně nižším propadem ekonomiky v loňském roce. Nová prognóza ČNB však zřejmě přijde pro letošek s vyšším růstem, jak již naznačila vyjádření některých členů bankovní rady. Začátek roku sice bude ve znamení pokračujících restriktivních omezení, příslib postupně se zvyšujícího podílu proočkované populace však dává naději na to, že **především druhá půlka roku by už mohla přinést volné fungování ekonomiky a její rychlejší návrat k předkrizovému stavu.**

Současnou úroveň kurzu koruny čekala ČNB až na přelomu letošního a příštího roku.

Působení fiskální politiky bude letos zřejmě silnější, než ČNB ve svém základním scénáři čeká. Vliv bude mít prodloužení většiny podpůrných vládních programů i nižší daně z příjmu fyzických osob.

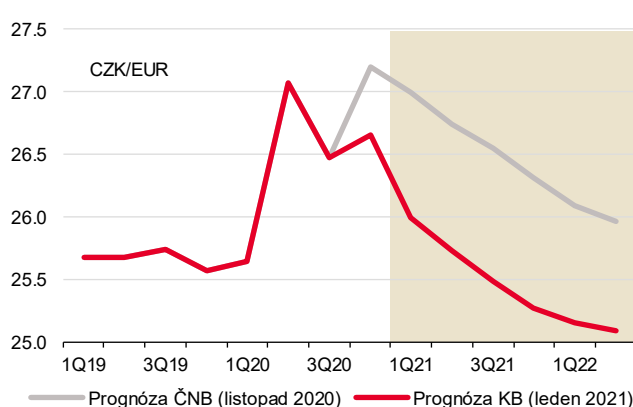
**Domácí poptávku v letošním roce významně podpoří expanzivní fiskální politika.** Nad rámec prodloužení platnosti většiny podpůrných programů totiž na přelomu loňského a letošního roku došlo k jednorázovému zvýšení všech typů důchodů a také k významnému snížení daní z příjmu fyzických osob. To by spolu s dosud příznivým vývojem disponibilních příjmů domácností mělo podpořit soukromou spotřebu a po uvolnění restrikcí poskytnout ekonomice silný impuls k rychlému oživení. **Základní scénář aktuálně platné prognózy ČNB očekává v letošním roce výrazně záporný fiskální impuls,** který je postaven na předpokladu, že většina podpůrných programů z minulého roku na začátku letošního roku skončí. Tento scénář obsahuje pouze vliv vyšších důchodů, působení nižších daní však nezahrnuje. To je obsaženo až v alternativním scénáři, který již počítá s neutrálním působením fiskální politiky (v porovnání s loňským rokem), a tedy i s mírně vyšší inflací a rychlejším růstem úrokových sazeb.

Ke zvýšení sazeb dojde až ke konci letošního roku



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Silnější koruna částečně zpřísnila měnové podmínky



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Počátek normalizace měnové politiky čekáme na konci letošního roku

**Bankovní rada ČNB bude nejspíše ještě nějakou dobu vyčkávat na uklidnění situace a úrokové sazby tak zůstanou na současné nízké úrovni po velkou část letošního roku.** Nejistota ohledně dalšího vývoje koronavirové pandemie je totiž stále vysoká, a to nejen v ČR, ale i v zahraničí. Vakcína proti nemoci covid-19 je sice na světě, její reálné dopady na zdraví a fungování společnosti však ještě vyžadují nějaký ten čas. Předčasné zvýšení úrokových sazeb by mohlo navíc ohrozit již tak zkoušenou finanční stabilitu. Expanzivní působení fiskální politiky v tomto roce se sice zřejmě odrazí ve vyšších poptávkových tlacích, ty však podle nás budou více než kompenzovány oproti prognóze ČNB silnějším kurzem koruny. **Ve výsledku tak výhled inflace v nové prognóze centrální banky může být mírně nižší. Další vývoj spotřebitelských cen je však spojen s neobvykle vysokou mírou nejistoty.** S ohledem na přetrvávající uzávěru ekonomiky je totiž otázkou, kdy prodejci zvyklí měnit své ceny pravidelně na začátku roku k tomuto přistoupí, případně v jakém směru nakonec ceny přizpůsobí. To je další nejistota, jejíž vyřešení se nejspíše dočkáme až v průběhu první poloviny letošního roku.

Měnově politické úrokové sazby zůstanou na současné nízké úrovni až do listopadu, kdy očekáváme zvýšení repo sazby o 25 bb. Normalizace měnové politiky pak bude pokračovat v roce 2022, na jehož konci by se repo sazba měla pohybovat poblíž 1 %.

**První zvýšení základní repo sazby o 25 bb očekáváme na listopadovém zasedání bankovní rady, jenž podle nás odstartuje postupný proces normalizace měnové politiky.** Druhá půle letošního roku by už měla nabídnout hmatatelné výsledky zlepšující se ekonomické situace. Na listopadovém jednání již centrální bankéři budou mít k dispozici novou prognózu vycházející z úplné sady dat o vývoji ekonomiky ve druhém čtvrtletí letošního roku. Vyřešeny by už měly být i výše zmíněné nejistoty a prognóza ČNB tak pro bankovní radu bude představovat jistější ukotvení jejich očekávání ohledně dalšího vývoje ekonomiky. Důležitým faktorem je také to, že **centrální bankéři podle nás zvýší úrokové sazby až ve chvíli, kdy si**

**budou jisti, že v tomto můžou pokračovat také v průběhu následujících zasedání.** To je i důvod, proč si myslíme, že listopadové zvýšení sazeb odstartuje proces postupné normalizace měnové politiky, který bude pokračovat po celý příští rok. Na jeho konci naše prognóza očekává dvoutýdenní repo sazbu poblíž 1 %. **Zatímco lombardní sazba bude podle nás růst společně se základní repo sazbou, tedy už od listopadu, diskontní sazba by měla zůstat na současné úrovni až do konce příštího roku.** Stejně jako v minulém cyklu zpřísňování měnové politiky (od dubna 2017 do loňského února) bude totiž centrální banka chtít obnovit standardní symetrické pásmo kolem základní repo sazby ve výši 1 %.

**Únorová prognóza centrální banky bude pravděpodobně obsahovat rychlejší nárůst sazeb, než jaký očekáváme my.** Týkat se to bude zřejmě i letošního roku, když už v dosud platné prognóze ČNB je první zvýšení úrokových sazeb plánováno na druhé čtvrtletí. Důvodem je silná „vpředhledícnost“ predikčního modelu ČNB, v rámci něhož letošní sazby reagují na ekonomickou situaci v příštím roce. Bankovní rada však bude podle nás i nadále zdrženlivá a stejně jako po minulém zasedání vyjádří svou preferenci ve směru stability úrokových sazeb po mírně delší dobu. **Samotná její komunikace by se však již mohla nést v mírně jestřábím tónu a naznačit možné obrysy očekávané normalizace měnové politiky.**

## Korunový devizový trh



**František Táborský**  
(420) 222 008 598  
frantisek\_taborsky@kb.cz

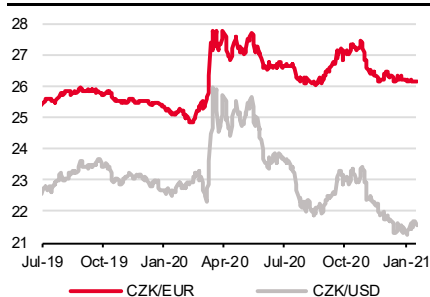
### Oživení ekonomiky potlačí korunu zpět k silnějším hodnotám

Koruně v závěru minulého roku významně pomohla překvapivě odvážná prognóza ČNB. Její chování podle nás bude klíčovým faktorem i v letošním roce. Rostoucí šance na první zvýšení úrokových sazeb centrální banky v závěru tohoto roku budou s předstihem podporovat korunu v dalším posunu k silnějším úrovním. Nejvýraznější posílení očekáváme v první polovině roku, kterou by koruna měla zakončit na úrovni 25,65 za euro. S letošním tempem posilování 4 % by se pak měla v závěru roku pohybovat na úrovni 25,20, což je výrazně silnější hodnota ve srovnání s očekáváním finančních trhů. Rizikem zůstává vývoj pandemie a s tím související vakcinace. S tím je spjatá i nejistota spojená s měnovou politikou ČNB. Růst úrokových sazeb na trhu se promítl i do vyšších forwardových bodů, které tak nabízejí plné pokrytí námi očekávaného posílení koruny.

### Šance na rychlejší růst sazeb ČNB podporuje korunu již nyní

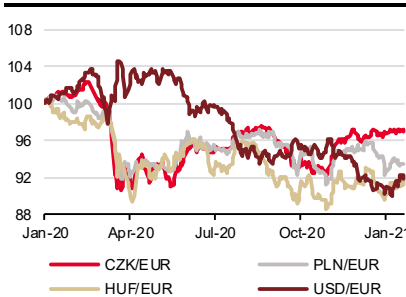
Koruna zakončila uplynulý rok poblíž úrovně 26,20 za euro, slabší o sedmdesát haléřů, než kde loňský rok začala. V rámci středoevropského regionu ale skončila s nejmenší ztrátou, čítající 3 %. Polský zlotý se po většinu roku vyvíjel obdobně, nicméně v posledních týdnech mu uškodila intervence tamní centrální banky. Stejněho viníka jsme loni mohli vidět i za slabším maďarským forintem. První týdny nového roku tak byly ve znamení částečného odmazávání předchozích ztrát regionálních konkurentů, zatímco koruna stagnovala. Nebýt však oslabené úrovně polského zlotého po zásahu centrální banky, koruna by byla s námi očekávaným ziskem 4 % hlavním koněm letošního roku. Tímto tempem se tak po dvou letech vrátí na zhruba stejné úrovně, na kterých v loňském roce začínala.

Vývoj kurzu koruny



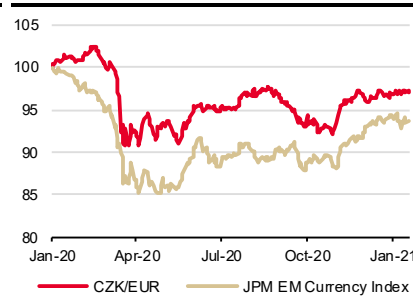
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, KB

Relativní vývoj středoevropských měn



1.1.2020 = 100

Náskok koruny oproti trhu se ztenčuje



Po překvapivém zpomalení spotřebitelské inflace o čtyři desetiny procentního bodu na prosincových 2,3 % y/y finanční trhy mírně korigovaly svá očekávání ohledně prvního zvýšení úrokových sazeb ČNB. To se podepsalo na krátkodobých úrokových sazbách na trhu a poklesu ochoty korunu dále posilovat. Z tohoto pohledu bude v nejbližších dnech zásadní nová prognóza centrální banky a její interpretace bankovní radou. Právě listopadová prognóza ČNB odstartovala skokové posílení koruny. I přes nedávnou korekci tak finanční trhy v současnosti počítají s prvním zvýšením úrokových sazeb již v tomto roce, což je v souladu s naší prognózou. To by podle našeho názoru měla potvrdit i rétorika bankovní rady, která tak odemkne letošní cestu koruny k silnějším hodnotám.

Ačkoli první zvýšení úrokových sazeb ČNB očekáváme až v listopadu (více k naší prognóze měnové politiky v kapitole ČNB Focus), očekávání trhu, resp. tržní úrokové sazby porostou již s předstihem a postupně budou zohledňovat i další utahování měnové politiky v příštím roce. V kombinaci s postupnou vakcinací obyvatel, otevíráním ekonomiky a zlepšujícím se sentimentem na globálních trzích tak předpokládáme nejrychlejší posílení v první polovině

roku, kterou by koruna měla zakončit na úrovni 25,65 za euro. V druhém pololetí by tempo posilování mělo mírně zpomalit a koruna by měla letošek zakončit na úrovni 25,20 CZK/EUR.

#### Koruna se vrátila do rovnováhy ...



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### ... s pohyby na finančních trzích



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

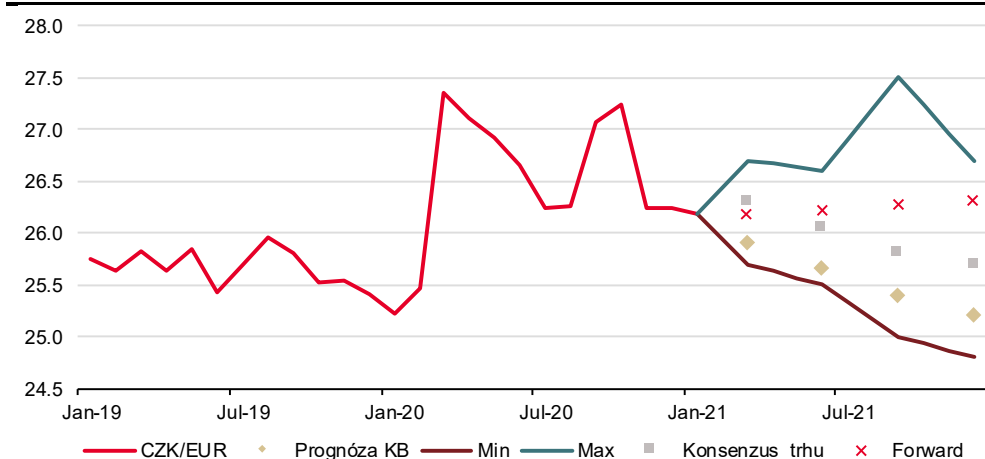
Oproti naší poslední prognóze (<https://bit.ly/3g76ObS>) jsme posunuli očekávanou trajektorii kurzu koruny o deset až třicet haléřů ve směru k silnějším úrovním. **Hlavními důvody změny je námi očekávané rychlejší oživení ekonomiky, dřívejší vakcinace proti koronaviru a odvážnější přístup centrální banky k utahování měnové politiky.** Finanční trhy v průměru v současnosti očekávají ke konci tohoto roku kurz koruny na úrovni 25,70 za euro, tedy o padesát haléřů slabší hodnotu oproti naší prognóze.

#### Prognóza kurzu koruny (konec období)

	Q1 21f	Q2 21f	Q3 21f	Q4 21f
CZK/EUR	25,90	25,65	25,40	25,20
CZK/USD	21,60	20,85	20,30	19,85
USD/EUR	1,20	1,23	1,25	1,27

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 27. 1. 2021)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Další vlny pandemie a pomalejší či neúčinná vakcinace zůstávají rizikem

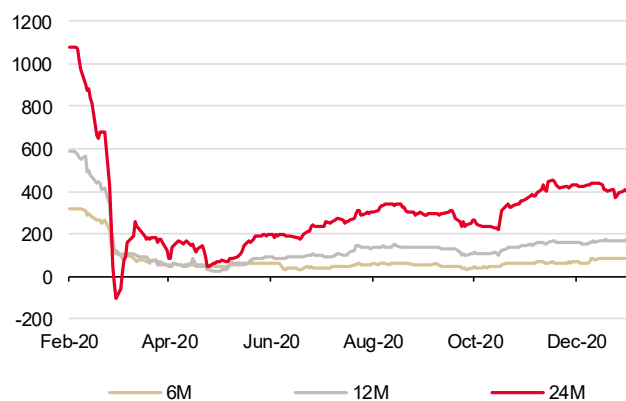
**Domácí vývoj pandemie koronaviru zůstává hlavním rizikem naší prognózy.** Vzhledem k aktuální situaci a vnímání trhu však toto riziko vidíme oproti naší prognóze asymetrické ve směru slabšího kurzu. Nově riziko vidíme v průběhu vakcinace, resp. jeho pomalý start případně v selhání vakcíny. Zatímco z pohledu samotné vakcinace mohou finanční trhy začít

rozlišovat úspěšné a neúspěšné státy, případné selhání vakcinace by pravděpodobně vedlo ke globálnímu stresu na finančních trzích. V obou případech by výsledkem byla slabší koruna oproti naší prognóze. Naopak **symetrickým rizikem zůstává měnová politika ČNB**. Rychlejší oživení ekonomiky a přetrvávající inflační tlaky by vedly k dřívějšímu zvyšování úrokových sazeb a s předstihem i k silnějšímu kurzu koruny. Naopak zpožděný efekt druhé a třetí vlny pandemie a vládních opatření by mohl odhalit skomírající ekonomiku včetně výraznějšího podstřelení inflačního cíle, které by vedlo k odložení utahování měnové politiky do příštího roku a slabšímu kurzu koruny oproti naší prognóze.

### Forwardový trh nabízí plné pokrytí námi očekávaného posílení koruny

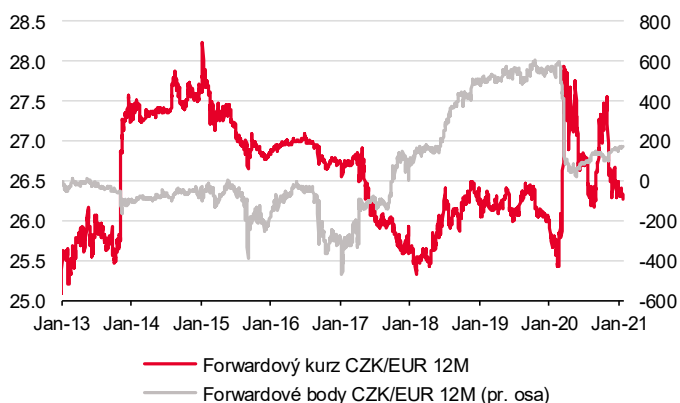
Naše nová prognóza počítá s letošním rychlým posílením koruny o 4 %. Ačkoli podmínky zajištění měnového rizika již nedovolují dosáhnout tak atraktivních úrovní jako v minulém roce, nedávný vývoj úrokových sazeb posunul forwardové body na nejvyšší úrovně od březnového propadu trhu. V ročním horizontu tak současné podmínky nabízí plné pokrytí námi očekávaného posílení koruny, resp. **rozdíl více než jedné koruny mezi forwardovým kurzem a naší prognózou**.

Růst úrokových sazeb zvyšuje atraktivitu forwardových bodů



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Silnější úroveň koruny však podmínky zajištění zhoršuje



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka



## Trh českých vládních dluhopisů a IRS



František Táborský  
(420) 222 008 598  
frantisek\_taborsky@kb.cz

### Měnová a fiskální politika potlačí výnosy a sazby nahoru

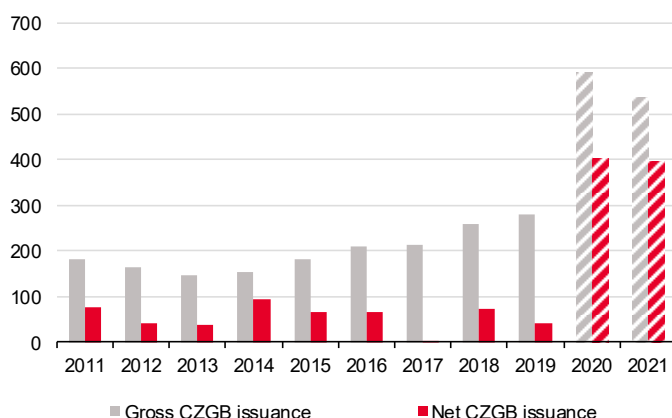
Vidina úspěšné postupné vakcinace a návratu ekonomiky k normálu urychluje blížící se počátek zpřísnování měnové politiky. Ve spojení s expanzivní fiskální politikou a rekordní nabídkou státních dluhopisů očekáváme pokračující růst výnosů CZGB i úrokových sazeb na trhu. Státní dluhopisy by tak měly v průběhu roku dále zlevňovat, a to jak nominálně, tak i v relativním vyjádření vůči IRS. Oproti loňsku čekáme větší nabídku eurových dluhopisů. Riziko snížení ratingu stále klesá, i nadále však není zanedbatelné. Česká republika by se v příštím roce mohla dočkat návratu mezi rozvinuté ekonomiky v metodice JPM. To by znamenalo výrazný odliv kapitálu. Finanční trhy v současnosti podceňují rychlost normalizace měnové politiky ČNB a s tím spojený růst úrokových sazeb v delším horizontu. Díky tomu podle nás zůstávají na trhu příležitosti k zajištění úrokového rizika. Loňské úrovně zajištění jsou však již nedosažitelné.

### Rekordní emise státních dluhopisů v první polovině roku

Lepší vývoj státního rozpočtu a vysoká aktivita Ministerstva financí na sekundárním trhu v minulém roce pomohly stáhnout letošní výpůjční potřeby pod kontrolu. Na druhou stranu oficiální strategie Ministerstva financí bude muset být v polovině roku výrazně revidována díky schváleným daňovým změnám ve státním rozpočtu (více v kapitole *Fiskální politika*). **Celkově se tak letošní výpůjční potřeby dostanou na 628,3 mld. CZK (10,7 % HDP), což je pouze o 2,8 % méně než v loňském roce. Čistá emise CZGB by se tak dostala na 395,7 mld. CZK.** Oproti minulému roku však očekáváme větší podíl eurového financování. K tomu podle nás vláda využije státní dluhopisy denominované v eurech pod domácím právním rámcem, které Ministerstvo financí představilo před dvěma lety. Ty by se letos měly nově stát uznatelnými jako možný kolaterál pro operace ECB, čímž by vzrostla jejich atraktivita pro zahraniční investory. Konkrétní forma však bude záležet na aktuálních podmínkách na trzích.

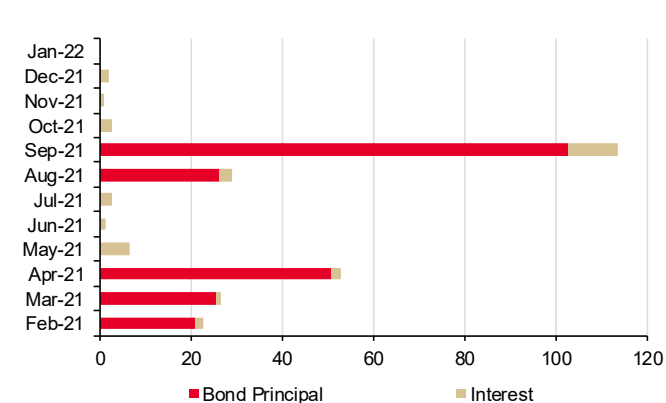
Nabídka státních dluhopisů bude letos obdobná jako v minulém roce. K tomu navíc očekáváme vyšší emise eurových dluhopisů.

Emise CZGB (v mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Splatnost CZGB a T-bills (v mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Díky bohatému splatnostnímu kalendáři v následujících měsících předpokládáme, že Ministerstvo financí bude soustředit drtivou většinu plánované emise do první poloviny roku. Střednědobý cíl průměrné splatnosti státních dluhopisů ponechává na úrovni šesti let (v současnosti 5,6y). V minulém roce ministerstvo emitovalo více dluhopisů s kratší splatností ve snaze zajistit si dostatečnou poptávku. Pro letošek tak předpokládáme, že se toto bude snažit kompenzovat a soustředit se na delší splatnosti, pokud to poptávka trhu dovolí. Podle našich výpočtů v segmentu šesti a více let zbývá prostor zhruba pro emisi 250 mld. CZK, což implikuje pro letošek potřebu několika nových emisí.

## Potřeba a zdroje financování (v mld. CZK)

	MinFin	KB
Saldo státního rozpočtu	320,0	400,0
Převod a další operace finančních aktiv státu	0,0	0,0
Splátky státních dluhopisů v domácí měně	141,4	141,2
Splátky státních dluhopisů v cizí měně	56,0	51,6
Splátky a předčasné splátky spořicí dluhopisů	0,0	0,0
Splátky instrument peněžního trhu	25,4	25,4
Splátky pokladničních poukázek		25,4
Splátky ostatních nástrojů peněžního trhu		0,0
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	3,5	3,5
<b>Potřeba financování celkem</b>	<b>546,3</b>	<b>647,1</b>
Nástroje peněžního trhu		20,0
Pokladniční poukázky		20,0
Ostatní nástroje peněžního trhu		0,0
Hrubá emise CZGB v domácí měně	Min. 400	536,9
Hrubá emise CZGB v cizí měně		51,4
Hrubá emise eurobondů		0,0
Hrubá emise spořicí dluhopisů		15,0
Přijaté zápůjčky a úvěry		5,0
Operace finančních aktiv a řízení likvidity		18,8
<b>Zdroje financování celkem</b>		<b>647,1</b>
<b>Hrubá výpůjční potřeba</b>		<b>628,3</b>
<b>Čistá emise CZGB</b>		<b>395,7</b>

Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Další růst výnosů státních dluhopisů a zlevňování v ASW

Očekáváme další růst výnosů CZGB zejména díky jejich vysoké nabídce a lepšímu výhledu ekonomiky. Emise bude koncentrována v první polovině roku a bude tak tlačit na zlevňování CZGB v ASW.

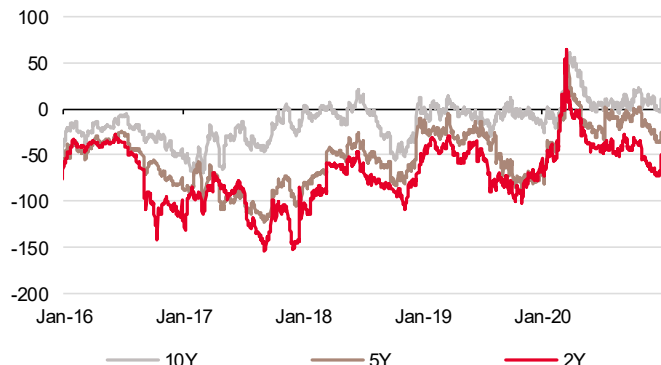
Pro letošek očekáváme pokračování trendu růstu výnosů státních dluhopisů podpořený zvyšujícími se šancemi na růst sazeb ČNB, vysokou nabídkou CZGB a tlaky na vyšší výnosy na rozvinutých trzích. Centrální banka ve své aktuální prognóze očekává pro letošek rychlý nárůst úrokových sazeb. Naše prognóza s takovým krokem počítá až v závěru roku (více v kapitole *ČNB Focus*) díky silnější koruně a nižší inflaci. Nicméně tržní očekávání budou podporovat růst výnosů již v první polovině tohoto roku.

## Výnosy českých státních dluhopisů (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

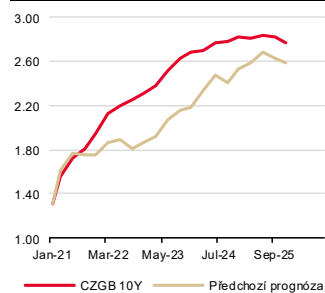
## ASW spready (bb)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ministerstvo financí již tradičně emituje většinu CZGB v první polovině roku, čímž vzniká sezónnost v pohybu asset spreadů (zkr. ASW) vůči úrokovým swapům. Zároveň pro letošek očekáváme rekordní emisi státních dluhopisů, která bude ještě více koncentrována do první poloviny roku díky nepříznivému splatnostnímu kalendáři, což ještě více umocní sezónní pohyb ASW. Navíc oproti minulému roku bude mít trh volné ruce díky absenci verbálních intervencí ČNB, které jsme viděli vloni v květnu. Toho času parlament schválil centrální bance nové nástroje včetně nákupu státních dluhopisů, která tento krok začala

## Změna prognózy výnosu CZGB



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Změna prognózy sklonu křivky



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

zvažovat ve snaze zmírnit dopad případného výprodeje na trhu. Nicméně letos jsou již nekonvenční nástroje mimo hru. I nadále tak doporučujeme *Sell CZGB 1.2% Mar-31 in ASW*.

**Oproti předchozí prognóze očekáváme výrazně rychlejší růst výnosů zejména v delším horizontu prognózy.** Hlavním důvodem je lepší výhled pro domácí ekonomiku a s tím související rychlejší tempo normalizace měnové politiky. Ve výsledku tak dojde k napřimování celé křivky, které dosáhne vrcholu na přelomu letošního roku a následně se začne opět zplošťovat.

## Prognóza výnosů CZGB (konec období)

	Q1 21f	Q2 21f	Q3 21f	Q4 21f	Q1 22f
Výnos 2Y CZGB (%)	0,35	0,45	0,45	0,70	0,85
Výnos 5Y CZGB (%)	1,00	1,10	1,10	1,25	1,40
Výnos 10Y CZGB (%)	1,55	1,75	1,80	1,95	2,15
10Y CZGB ASW (bb)	20	20	20	15	15

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

I přes relativně stabilní vývoj výnosů státních dluhopisů v posledních týdnech nejvíce zlevňují ty s kratší splatností. Ty zároveň i nejvíce zlevnily v ASW. Z tohoto pohledu naopak nejdražší zůstává střed křivky, který zároveň nabízí nejvyšší carry-roll.

## Struktura držitelů CZGB: domácí banky získávají zpět své pozice

Po prudkém nárůstu nabídky státních dluhopisů během loňského jara začal podíl zahraničních investorů postupně klesat na listopadových 32,7 %, tedy na nejnižší hodnotu od konce roku 2016. Přitom ještě na začátku minulého roku zahraniční investoři drželi 41,6 % všech CZGB. V absolutních hodnotách však objem v jejich vlastnictví roste. **Nicméně většinu nových dluhopisů poptávaly domácí subjekty v čele s bankami. Ty tak obnovují své pozice z let před kurzovým závazkem ČNB,** v nominálním i absolutním vyjádření. V následujících měsících očekáváme, že tento trend bude pokračovat díky vysoké nabídce CZGB v letošním roce, stále vysokému objemu volné likvidity domácího bankovního sektoru a nízkým úrokovým sazbám ČNB.

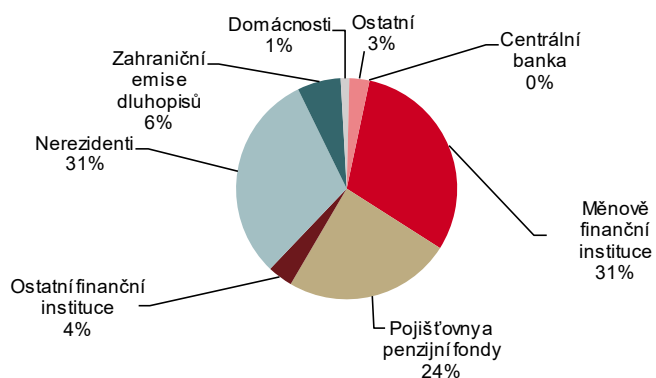
## Přehled českých státních dluhopisů

Government bond overview									Rich-cheap analysis										
Bond	Dur.	Issued last 90D	Issuance limit	Yield	Δ1W	Δ1M	FX hedged	ASW	Δ1W	Δ1M	Min	90D	Max	Z-Score	Rank	Spline spread	Rank	Carry Roll 90D	Rank
3.85 Sep-21	0.7	0.0	100%	-0.15	1	37	-0.77	-54	-8	33	-106	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div><div>&lt;/</div></div>							

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

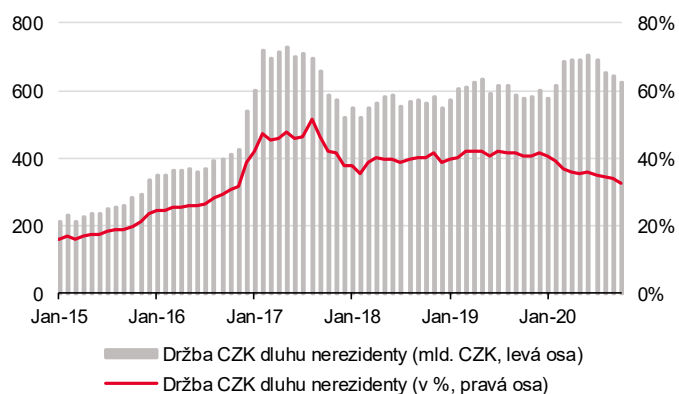
Pozn.: Detailní popis v aktuálním vydání CZGB Auction Alert

Držba státních dluhopisů podle typu držitele (listopad 2020)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podíl nerezidentů poklesl na 32,7 %



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Rating: riziko snížení postupně klesá

V minulém roce všechny hlavní ratingové agentury potvrdily České republice současný čtvrtý nejvyšší rating. V řadě případů vidíme v prognózách jednotlivých agentur prostor k revizím, které vytváří riziko zhoršení ratingu, resp. jeho výhledu na „negativní“. Navíc agentury Fitch a Moody's v závěru minulého roku vydaly negativní zprávu k přijatému snížení daní, které významně ovlivní příjmy státního rozpočtu. Na druhou stranu propad ekonomiky v loňském roce nebyl tak výrazný a veřejné finance skončily s nižším deficitem, než se původně očekávalo. Zadlužení veřejných financí by tak mělo zůstat pod mediánem srovnávaných zemí. V tomto hodnocení to budou i nadále právě veřejné finance, které České republice zajišťují tak vysoké hodnocení v rámci regionu i Evropské unii. Navíc před pár dní současný rating potvrdila agentura Fitch, kterou považujeme za nejpřísnější v reakci na koronavirovou krizi. **Od naší předchozí prognózy tak riziko snížení ratingu pokleslo, ale stále ho nelze vyloučit.**

### Přehled ratingu hlavních agentur pro Českou republiku

	Domácí závazky	Výhled	Zahraniční závazky	Výhled	Další hodnocení
S&P	AA	STABLE	AA-	STABLE	30. 4. 2021
Moody's	Aa3	STABLE	Aa3	STABLE	22. 2. 2021
Fitch	AA-	STABLE	AA-	STABLE	25. 6. 2021

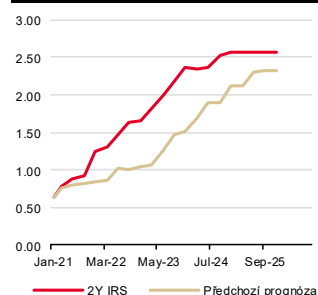
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Česká republika se vrací mezi vyspělé ekonomiky

V roce 2017 byla Česká republika přesunuta v rámci JPM indexů z vyspělých ekonomik mezi ty rozvíjející se poté, co úroveň hrubého domácího důchodu na hlavu v USD klesla pod určenou hranici kvůli intervencím ČNB. Česká republika se však opět vrátila nad tuto úroveň a je tak pouze otázkou času, kdy bude opět vyjmuta z GBI-EM a přidána do indexů vyspělých ekonomik. Podle nás tento krok bude spojen s výrazným odtokem kapitálu z CZGB kvůli významně nižší váze v tomto segmentu. **Očekáváme, že k oznámení tohoto kroku dojde na začátku roku 2022**, nicméně data dostupná k potvrzení tohoto kroku budou k dispozici již v polovině letošního roku.

Do té doby však očekáváme, že do indexu **GBI-EM budou doplněny některé CZGB** kvůli nedávné maturitě dříve zahrnutých dluhopisů. Česká republika má v současnosti výrazně méně zahrnutých dluhopisů oproti regionálním konkurentům. Rebalancing indexu bývá oznamován v polovině každého měsíce. Toto oznámení podle nás bude doprovázeno silným přílivem kapitálu. Potenciálními kandidáty na zařazení do indexu jsou podle nás **CZGB 1.25% Feb-25 nebo CZGB 0.5% Nov-29**.

Změna prognózy IRS



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Trh českých sazeb IRS: rychlý nárůst podpořený odvážnou měnovou politikou

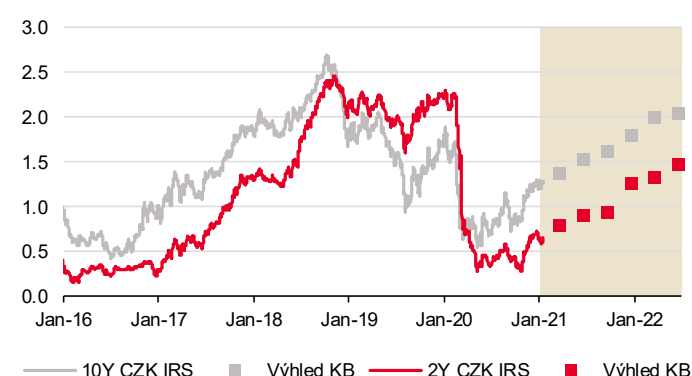
Odvážná listopadová prognóza centrální banky odstartovala návrat tržních úrokových sazeb zpět k vyšším úrovním. Finanční trhy od té doby s několika přestávkami navyšují své sázky na brzký začátek normalizace měnové politiky. Naposled ke korekci očekávání vedlo zveřejnění prosincové inflace, která překvapivě rychle zpomalila z 2,7 % na 2,3 %. Finančním trhům však stačilo deset dní na to, aby se tržní sazby dostaly zpět na původní úroveň. Obdobný vývoj očekáváme i pro následující měsíce, tj. **růst sazeb na trhu s přestávkami v závislosti na vývoji vakcinace, nejistého cenového vývoje a z toho vyplývající rétoriky ČNB**. Očekávání finančních trhů v ročním horizontu jsou v současnosti v souladu s naší prognózou. Pro další roky však stále nepředpokládají tak rychlé tempo zvyšování úrokových sazeb. Proto zde vidíme výrazný prostor pro růst IRS. Oproti předchozí prognóze nově očekáváme svižný růst sazeb i na krátkém konci křivky vzhledem k dřívějšímu zvyšování úrokových sazeb centrální banky. S tím souvisí i nižší sklon celé křivky. V této souvislosti doporučujeme *Pay CZK 10y IRS* a *Pay CZK 2y IRS vs Receive HUF 2y IRS*.

### Výhled pro CZK IRS (% , konec období)

	Q1 21f	Q2 21f	Q3 21f	Q4 21f	Q1 22f
2Y	0,80	0,90	0,95	1,25	1,35
5Y	1,20	1,30	1,35	1,60	1,75
10Y	1,35	1,50	1,60	1,80	2,00

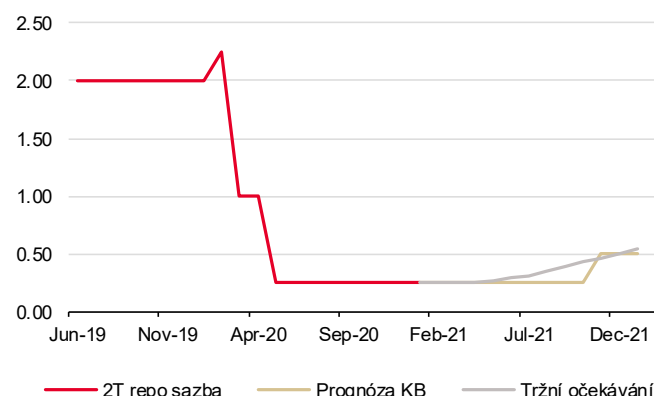
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prognóza IRS (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávání trhu jsou v souladu s naší prognózou



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Podmínky úrokového zajištění zůstávají výhodné zejména v delším horizontu

Začátek vakcinace a přizpůsobení ekonomik významně umazaly nejistotu spojenou s dalším vývojem. Na to reaguje i centrální banka, která signalizuje možnost zvyšování úrokových sazeb již v tomto roce. To reflektují i finanční trhy, IRS se bezpečně odlepily ode dna a podle nás je čeká letos svižný růst. V ročním horizontu trhy očekávají v souladu s naší prognózou první zvýšení sazeb ČNB. **Pro následující roky však normalizaci měnové politiky stále podceňují, což udržuje výhodné příležitosti pro zajištění úrokového rizika.** Nicméně podmínky na trhu se již několik měsíců zhoršují a neočekáváme, že by se na tomto trendu mělo něco měnit. Předchozí úrovně zajištění jsou tak již nedosažitelné.

### Podmínky úrokového zajištění se zhoršují



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

		Maturita						
		6M	1Y	18M	2Y	3Y	5Y	10Y
Forward	Spot	0.40	0.42	0.57	0.65	0.81	1.04	1.25
	3M	0.40	0.54	0.64	0.73	0.88	1.09	1.28
	6M	0.48	0.66	0.72	0.83	0.97	1.14	1.31
	9M	0.69	0.77	0.84	0.92	1.04	1.19	1.34
	1Y	0.84	0.84	0.94	0.99	1.11	1.24	1.37
	18M	0.84	0.99	1.04	1.12	1.21	1.29	1.41
	2Y	1.14	1.14	1.21	1.25	1.31	1.35	1.45
	3Y	1.35	1.36	1.38	1.40	1.41	1.43	1.53

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ke dni 25. 1. 2021

## Bankovní sektor



Michal Brožka  
(420) 222 008 569  
michal\_brozka@kb.cz

### V očekávání zlepšení ekonomiky

Vývoj ekonomiky je navzdory další vlně pandemie mírně příznivější, než jsme čekali. To by mělo mít pozitivní dopad i na vývoj bankovního sektoru. Úvěry na bydlení budou pokračovat v expanzi, i když pomalejším tempem. Úvěry korporacím se začnou zvedat až od druhého čtvrtletí s tím, jak podniky získají větší důvěru ohledně budoucnosti. Spotřebitelské úvěry by s odezněním pandemie měly také zrychlit. Vysoký růst cen deposit bude postupně zpomalovat. Počet úvěrů v selhání se vyvíjí s ohledem na propad ekonomiky velmi příznivě.

Investice do bydlení vedou k rychlejšímu růstu cen nemovitostí.

### Realitní trh roste

Náš odhad vývoje cen bytů za rok 2020 činí 7,2 %. Cenový růst byl podpořen chováním obyvatel, kteří v průběhu pandemie preferovali investice do nemovitostí. Zrušení daně z převodu nemovitostí, nízké úrokové sazby a také volnější podmínky pro poskytování hypoték byly dalším stimulem poptávky po rezidenčních realitách. V souvislosti s naším zlepšeným výhledem na ekonomiku, ke kterému přispějí i nižší daně z příjmu, očekáváme, že růst cen nemovitostí bude pokračovat i v letošním roce, i když mírně pomalejším tempem poblíž 6,6 %.

Vyšší výhled na ceny nemovitostí souvisí i se zlepšeným výhledem na úvěry na bytové potřeby. Jejich průměrný růst za rok 2020 se podle našich odhadů nacházel poblíž 7,4 %, což je prakticky shodné tempo jako v předchozím roce. Aktuální vyšší sklon k investicím do bydlení z důvodu pandemie v letošním roce bude mít pravděpodobně jistou setrvačnost. Úrokové sazby setrvávají většinu roku nízké, přičemž postupně bude očekáván jejich růst. Oslabená ekonomika by měla působit ve prospěch nižšího růstu hypoték. Pro letošek v souhrnu odhadujeme zpomalení tempa růstu hypotečních úvěrů na stále solidní tempo 6,7 %.

### Bankovní úvěry a depozita (y/y, %)

	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Bankovní úvěry</b>														
<b>Celkem</b>	6,9	5,4	4,5	4,2	2,3	3,2	3,7	4,8	4,9	5,2	3,5	5,3	5,5	5,6
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	7,1	7,2	7,5	7,7	7,5	7,0	6,5	5,7	7,3	7,4	6,7	4,8	4,8	5,4
Spotřebitelské úvěry domácnostem	7,0	4,7	2,7	1,0	2,1	3,3	3,8	5,6	6,7	3,8	3,7	6,5	6,9	6,5
Úvěry nefinančním podnikům	6,4	4,9	2,3	0,9	-2,0	-0,1	2,0	4,9	4,2	3,6	1,2	7,0	5,4	5,1
<b>Bankovní vklady</b>														
<b>Celkem</b>	10,9	9,3	10,4	12,6	10,5	12,3	7,5	7,0	9,6	10,8	9,3	3,9	5,2	5,3
Obyvatelstvo	8,0	10,0	10,5	11,4	11,2	9,2	7,3	5,6	7,2	10,0	8,3	3,6	5,3	5,6
Nefinanční podniky	11,7	9,3	14,6	12,9	8,7	10,9	7,4	8,1	5,1	12,1	8,8	5,0	4,4	4,5
Ostatní	15,5	8,1	7,5	14,8	10,7	18,5	8,1	9,0	17,9	11,5	11,6	3,5	5,7	5,6
<b>Podíly na HDP</b>														
Podíl úvěrů na HDP	62,1	63,1	63,9	63,9	65,5	64,5	65,1	64,3	60,7	63,3	64,8	64,5	65,0	65,7
Podíl vkladů na HDP	91,7	95,4	98,0	94,8	104,4	106,1	103,5	97,5	86,6	95,0	102,9	100,8	101,3	102,2
Podíl úvěrů na vkladech	67,7	66,2	65,2	67,4	62,7	60,8	62,9	66,0	70,2	66,6	63,1	64,0	64,2	64,3
<b>Úrokové sazby</b>														
Úvěry pro bytové potřeby	2,6	2,4	2,2	2,1	2,0	2,0	1,9	1,9	2,7	2,3	2,0	2,1	2,5	2,8
Spotřebitelské úvěry	8,2	8,0	8,0	7,9	6,8	7,1	7,1	7,0	8,4	8,0	7,0	7,0	7,4	7,8
Úvěry nefinančním podnikům	3,2	2,3	1,4	2,0	1,7	1,8	1,8	1,9	3,3	2,3	1,8	2,2	3,0	3,6
<b>Podíl úvěrů v selhání</b>														
Úvěry pro bytové potřeby	1,1	1,1	1,0	1,1	1,2	1,4	1,5	1,4	1,3	1,1	1,4	1,5	1,5	1,5
Spotřebitelské úvěry	4,1	4,3	4,1	4,9	5,5	5,8	6,3	6,6	4,2	4,3	6,0	7,0	7,6	7,8
Úvěry nefinančním podnikům	3,1	3,2	3,3	3,9	3,9	4,2	4,4	4,4	3,4	3,4	4,2	4,6	4,6	4,7

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



Korporace čelí zvýšené nejistotě.

### Růst spotřebitelských úvěrů v loňském roce zeslábl

**První i následné vlny pandemie vedly k poklesu spotřeby domácností i poptávky po spotřebitelských úvěrech.** V mezičtvrtletním srovnání tak úvěry klesaly ve druhém a pravděpodobně i ve čtvrtém čtvrtletí roku 2020. S tím, jak se v letošním roce ekonomika a spotřeba domácností za podpory nižších daní z příjmu vrátí k růstu, očekáváme také vyšší poptávku po spotřebitelských úvěrech. V průměru pro letošek čekáme jejich mírné zvýšení o 3,7 %, tedy podobně jako v minulém roce.

Korporace zatím s investicemi vyčkávají.

### Úvěry nefinančním korporacím vykážou v letošním prvním pololetí pokles

**Nízká investiční aktivita firem vedla již ve druhém čtvrtletí 2020 k propadu úvěrování a ten pokračoval i ve zbytku roku.** Začátkem loňského roku činil meziroční růst úvěrů nefinančním korporacím 6,4 % a dle našich odhadů se v jeho posledním čtvrtletí nacházel na 0,9 %. Lepší výhled na ekonomiku v naší prognóze vede k opětovnému růstu úvěrů na mezikvartální bázi od druhého čtvrtletí letošního roku a zejména pak v jeho druhé polovině roku. V meziročním srovnání ovšem první polovina roku ukáže záporná tempa. Za celý rok 2021 čekáme v průměru růst úvěrů nefinančním korporacím ve výši 1,2 %.

Objemy deposit silně vzrostly.

### Domácnosti stále hromadí deposita

**Zvýšená nejistota vedla v minulém roce k nárůstu deposit.** V případě firem jejich meziroční tempo v posledním čtvrtletí 2020 odhadujeme na 12,9 % a u fyzických osob na 11,4 %. Očekáváme, že tento vývoj v prvním čtvrtletí roku 2021 bude pokračovat. V dalších kvartálech čekáme zpomalování růstu vkladů s tím, jak se budou zlepšovat vyhlídky ekonomiky, ovšem při současné nízké úrovni ekonomické aktivity. Za celý rok 2021 čekáme zpomalení tempa růstu deposit u obyvatelstva a firem na stále vysokých 8-9 %.

Podíl úvěrů v selhání pravděpodobně poroste, ale zatím je jejich vývoj příznivý.

### Úvěry v selhání zatím významněji nerostou

**I nadále čekáme, že hospodářský pokles povede k růstu podílu úvěrů v selhání (NPL).**

Nicméně prozatím je tento nárůst relativně slabý, a to i poté, co skončilo šestiměsíční moratorium na splátky dluhu. Je sice stále pravděpodobné, že zde postupně k nárůstu NPL dojde, nicméně dosavadní vývoj a zlepšený výhled na ekonomiku dává naději, že by mělo jít spíše o mírnější nárůst. V případě NPL u spotřebitelských úvěrů čekáme letos postupný nárůst a v příštím roce další zvýšení podílu na 7,0 %. U NPL nefinančních podniků čekáme letos zvýšení na 4,4 % a v roce 2022 dále na 4,6 %. U hypoték pak prognózujeme v letošním roce NPL nárůst na 1,5 % a v dalších letech setrvání poblíž této úrovně.

## Klíčové ekonomické ukazatele

### Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
HDP	reálný, %	5,4	3,2	2,2	-6,0	2,6	3,9	2,6	2,6
Inflace	průměr období, %	2,5	2,1	2,8	3,2	1,8	1,9	2,1	2,0
Běžný účet platební bilance	% HDP	1,5	0,4	-0,3	3,3	3,3	2,1	2,0	2,0
3M PRIBOR	Průměr, %	0,4	1,3	2,1	0,9	0,4	0,9	1,6	2,2
CZK/EUR	průměr	26,3	25,6	25,7	26,5	25,6	25,0	24,4	24,0
CZK/USD	průměr	23,4	21,7	22,9	23,2	20,8	19,0	18,2	17,6

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

### Měna a úrokové sazby - výhled

		26.01.2021	Mar-21	Jun-21	Sep-21	Dec-21	Mar-22
CZK/EUR	konec období	26,0	25,9	25,7	25,4	25,2	25,1
USD/EUR	konec období	1,21	1,20	1,23	1,25	1,27	1,30
CZK/USD	konec období	21,4	21,6	20,9	20,3	19,8	19,3
3M PRIBOR	konec období, %	0,36	0,35	0,35	0,35	0,60	0,60
10Y IRS	konec období, %	1,25	1,35	1,50	1,60	1,80	2,00

Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Economic Research

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

### Měsíční makroekonomická data

		IV-20	V-20	VI-20	VII-20	VIII-20	IX-20	X-20	XI-20	XII-20
Inflace (CPI)	%, m/m	3,2	2,9	3,3	3,4	3,3	3,2	2,9	2,7	2,3
Inflace (CPI)	%, y/y	-0,2	0,4	0,6	0,4	0,0	-0,6	0,2	0,0	-0,2
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	-0,8	-0,9	-0,3	-0,1	-0,5	-0,4	0,3	-0,1	0,0
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	-0,5	0,4	-0,1	0,1	-0,3	0,2	0,4	-0,5	0,2
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	3,4	3,6	3,7	3,8	3,8	3,8	3,7	3,8	4,0
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	-35,2	-29,0	-5,6	-4,4	-7,3	-1,9	-1,3	-2,2	n.a.
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	-36,3	-29,2	-5,5	-3,6	-7,2	0,0	2,3	1,1	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	-4,6	-7,7	-11,5	-10,4	-9,7	-7,9	-10,5	-8,4	n.a.
Maloobchodní tržby	%, y/y, stálé ceny	-21,4	-12,5	-2,9	-0,9	-2,9	-2,5	-3,7	-9,2	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (národní met.)	-24,3	-0,5	34,4	15,2	8,4	35,1	32,2	32,2	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	-2,1	5,6	4,7	19,8	17,9	32,8	7,8	18,3	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	1,8	19,0	-15,1	15,2	24,1	66,5	-5,8	-6,9	n.a.
M2	%, y/y	9,3	9,0	9,5	10,1	9,8	11,2	10,8	10,7	n.a.
Státní rozpočet	mld. CZK (od zač. roku)	-93,8	-157,4	-195,2	-205,1	-230,3	-252,7	-274,0	-341,5	-367,4
3M PRIBOR	%, průměr	0,96	0,46	0,34	0,34	0,34	0,34	0,35	0,35	0,35
CZK/EUR	průměr	27,3	27,3	26,7	26,5	26,2	26,7	27,2	26,5	26,3
CZK/USD	průměr	25,1	25,0	23,7	23,1	22,1	22,7	23,1	22,3	21,6

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

## 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 nezkreslený 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 případech, kdy informace uvedené v tomto dokumentu představují 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 tohoto dokumentu a jiných 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 tohoto dokumentu, 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 tohoto dokumentu ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Informace uvedené v tomto dokumentu jsou určeny veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. nezasílá informace uvedené v tomto dokumentu 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>.

## KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

**Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu**  
**Jan Vejmelek, Ph.D., CFA**  
 (420) 222 008 568  
 jan\_vejmelek@kb.cz

**Ekonomové**  
**Michal Brožka**  
 (420) 222 008 569  
 michal\_brozka@kb.cz

**Jana Steckerová**  
 (420) 222 008 524  
 jana\_steckerova@kb.cz

**Martin Gürtler**  
 (420) 222 008 509  
 martin\_gurtler@kb.cz

**Finanční trhy**  
**František Táborský**  
 (420) 222 008 598  
 frantisek\_taborsky@kb.cz

**Akciový analytik**  
**Bohumil Trampota**  
 (420) 222 008 560  
 bohumil\_trampota@kb.cz

## SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE

**Hlavní ekonom Rosbank**  
**Evgeny Koshelev**  
 (7) 495 725 5637  
 evgeny.koshelev@rosbank.ru

**Ekonom Rosbank**  
**Yury Tulinov, CFA**  
 (7) 495 662 1300 (ext. 14-836)  
 yury.tulinov@rosbank.ru

**Ekonom Rosbank**  
**Anna Zaigrina**  
 (7) 495 662 1300  
 anna.zaigrina@rosbank.ru

**Ekonom Rosbank**  
**Evgeniy Vertiporokh**  
 (7) 495 662 1300 (ext. 14-263)  
 evgeniy.vertiporokh@rosbank.ru

**Ekonom BRD-GSG**  
**Ioan Mincu**  
 (40) 213 014 472  
 george.mincu-radulescu@brd.ro

## SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

**Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky**  
**Klaus Baader**  
 (44) 20 7762 4714  
 klaus.baader@sgcib.com

**Eurozóna**  
**Michel Martinez**  
 (33) 1 4213 3421  
 michel.martinez@sgcib.com

**Severní Amerika**  
**Stephen Gallagher**  
 (1) 212 278 4496  
 stephen.gallagher@sgcib.com

**Čína**  
**Wei Yao**  
 (33) 1 5729 6960  
 wei.yao@sgcib.com

**Japonsko**  
**Tomoya Narita**  
 (81) 3 6777 8065  
 tomoya.narita@sgcib.com

**Anatoli Annenkov**  
 (44) 20 7762 4676  
 anatoli.annenkov@sgcib.com

**Latinská Amerika**  
**Dev Ashish**  
 (91) 80 2802 4381  
 dev.ashish@socgen.com

**Čína a okolí**  
**Michelle Lam**  
 (85) 2 2166 5721  
 michelle.lam@sgcib.com

**Yvan Mamalet**  
 (44) 20 7762 5665  
 yvan.mamalet@sgcib.com

**Indie**  
**Kunal Kumar Kundu**  
 (91) 80 6716 8266  
 kunal.kundu@sgcib.cz

**Japonsko**  
**Takuji Aida**  
 (81) 3 6777 8063  
 takuji.aida@sgcib.com

**Velká Británie**  
**Brian Hilliard**  
 (44) 20 7676 7165  
 brian.hilliard@sgcib.com

**Korea**  
**Suktae Oh**  
 (82) 2195 7430  
 suktae.oh@sgcib.com

## SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV – DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu, cross-asset a kvantitativního výzkumu  
**Kokou Agbo Bloua**  
 +44 20 7762 5433  
 kokou.agbo-bloua@sgcib.com

**Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů**  
**Guy Stear**  
 (33) 1 4113 6399  
 guy.stear@sgcib.com

**Vedoucí strategie sazeb**  
**Adam Kurpiel**  
 (33) 1 4213 6342  
 adam.kurpiel@sgcib.com

**Jorge Garayo**  
 (44) 20 7676 7404  
 jorge.garayo@sgcib.com

**Kevin Ferret**  
 (44) 20 7676 7073  
 kevin.ferret@sgcib.com

**Dluhopisový trh a SSA**  
**Cristina Costa**  
 (33) 1 5898 5171  
 cristina.costa@sgcib.com

**Jean-David Ciotteau**  
 (33) 1 4213 7252  
 jean-david.ciotteau@sgcib.com

**Rohit Gaurav**  
 (91) 80 6731 8958  
 rohit.gaurav@sgcib.com

**Vedoucí strategie sazeb pro USA**  
**Subadra Rajappa**  
 (1) 212 278 5241  
 subadra.rajjappa@sgcib.com

**Shakeeb Hulikatti**  
 (91) 80 2802 4380  
 shakeeb.hulikatti@sgcib.com

**Vedoucí strategie pro měnové kurzy**  
**Kit Juckes**  
 (44) 20 7676 7972  
 kit.juckes@sgcib.com

**Měnové deriváty**  
**Olivier Korber**  
 (33) 1 42 13 32 88  
 olivier.korber@sgcib.com

**Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů**  
**Jason Daw**  
 (65) 6326 7890  
 jason.daw@sgcib.com

**Bertrand Delgado**  
 (1) 212 278 6918  
 bertrand.delgado-calderon@sgcib.com

**Vijay Kannan**  
 (91) 701 044 5705  
 vijay.kannan@sgcib.com

**Phoenix Kalen**  
 (44) 20 7676 7305  
 phoenix.kalen@sgcib.com

**Kiyong Seong**  
 (852) 2166 4658  
 kiyong.seong@sgcib.com

**Marek Dřimal**  
 (44) 20 7550 2395  
 marek.drimal@sgcib.com