

Čtvrtletní zpráva

Ekonomické výhledy

Jestřábi se vrací



©iStock

■ **Ekonomika na prahu rychlé expanze:** Česká ekonomika se pravděpodobně v letošním druhém čtvrtletí odrazí k růstu. Ten bude v dalších čtvrtletích zrychlovat.

■ **Inflace zůstává zvýšená:** V letošním roce inflaci navyšuje zdražení ropy. Jádrová inflace brzdí jen velmi neochotně. V příštím roce čekáme zpomalení inflace ke 2 %, přičemž ceny dovozu budou působit desinflačně.

■ **Úrokové sazby ČNB setrvají na současné úrovni až do listopadu, kdy čekáme jejich první zvýšení:** To by mělo odstartovat postupnou normalizaci měnové politiky a na konci příštího roku tak repo sazba podle nás dosáhne 1,25 %.

■ **Vrchol úrokových sazeb a výnosů státních dluhopisů prozatím v nedohlednu:** Úrokové sazby a výnosy státních dluhopisů zažily v prvním čtvrtletí masivní nárůst. Jejich vzestup bude i nadále pokračovat ačkoli již pomalejším tempem. Finanční trhy zvyšují sázky na růst úrokových sazeb ČNB. Z pohledu státních dluhopisů čeká trh překvapivě nízká nabídka.

■ **Blížící se zvyšování sazeb posouvá korunu k silnějším úrovním:** Koruna se během března zbavila své covidové prémie a vrací se na původní posilující trajektorii. Znovunastartování růstu tržních sazeb v kombinaci se silnějším eurem vůči americkému dolaru a globálním optimismem potáhne korunu k silnějším hodnotám.



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

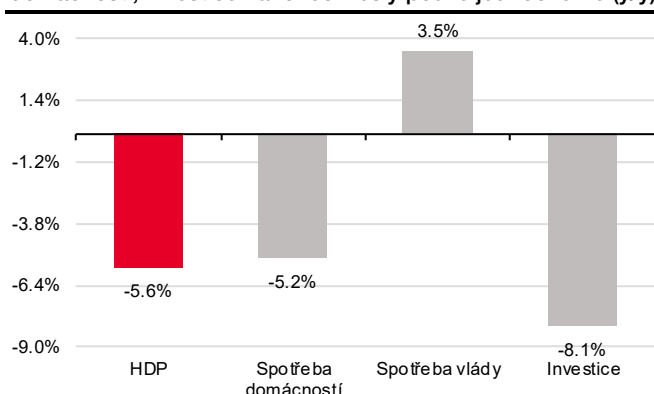
Domácnosti jsou připraveny utrácet



Jan Vejmelek
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

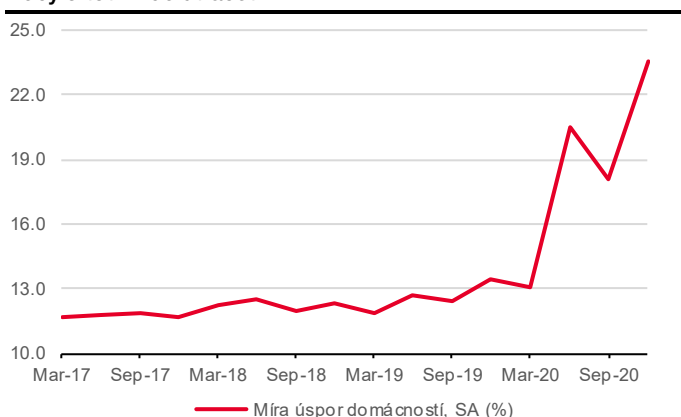
Z ekonomického pohledu je nejhorší rok za námi, ve druhé polovině letošního roku bychom již měli svižně růst. Loňský hospodářský pokles o 5,6 % byl nejhlubší v novodobé historii České republiky, o typickou recesi se ale rozhodně nejednalo. Tradičně nejstabilnější složka HDP, spotřeba domácností, zaznamenala bezprecedentní propad o 5,2 %. Díky měnovému i fiskálnímu uvolnění a funkčním programům Antivirus ale nebyl hlavním důvodem strach z výrazného zhoršení životní úrovně. Důvodem propadu soukromé spotřeby byla zejména nemožnost realizovat spotřebitelské výdaje v situaci, kdy většina kamenných obchodů a provozoven služeb byla zavřená. Nevídaný vzestup tak zaznamenala míra úspor domácností.

2020: tak trochu jiná recese – výrazně spadla spotřeba domácností, investice nakonec klesly pouze jednociferně (y/y)



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

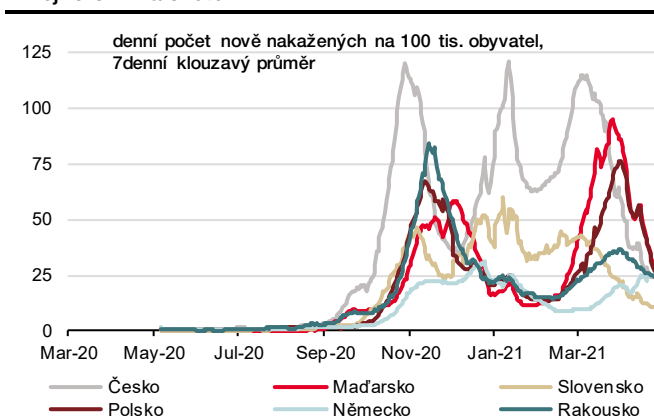
Míra úspor domácností vystřelila na historicky nejvyšší úroveň, nebylo totiž kde utrácet



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

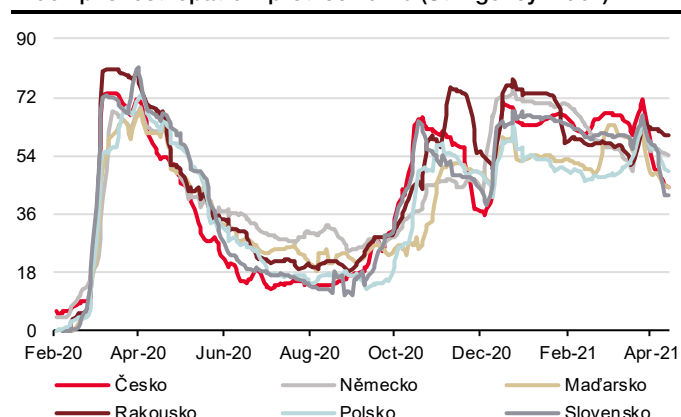
Naakumulované úspory jsou příslibem výrazných útrat domácností, jakmile pandemická opatření pomínou. A právě útlum restriktivních opatření, spolu s pokroky v očkování, by měl vést k nastolení debaty ohledně nastartování cyklu zvyšujících se úrokových sazeb. I nadále očekáváme, že první zvýšení sazeb přinese listopadové zasedání ČNB. Jestřábi v bankovní radě ale můžou s tímto krokem přijít už v létě.

V počtu nakažených jsme v posledních třech vlnách patřili k nejhorším na světě



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rozvolnění vloni v létě bylo neadekvátní situaci Index přísnosti opatření proti covid-19 (Stringency Index)

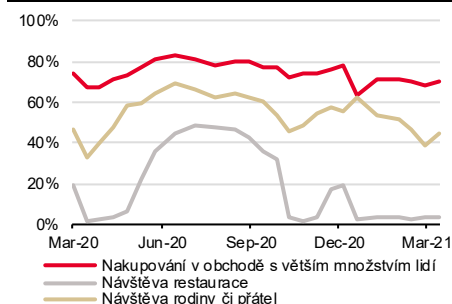


Zdroj: Macrobond, Oxford University, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Bohužel jsme se výraznějšího zlepšení pandemické situace ani v prvním čtvrtletí letošního roku nedočkali. Potvrdil se tak podtitul našich předchozích *Ekonomických výhledů*, který zněl *Na cestě ze slzavého údolí*. Z pandemického pohledu byl letošní první kvartál

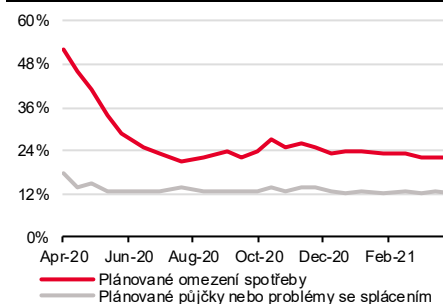
prozatím nejhorší – v počtu nových nakažených na hlavu či počtu zemřelých jsme se dostali na nejvyšší hodnoty na světě. Míra restrikcí ekonomického života dosahovala úrovně z loňského jara, oproti první vlně však omezení platila po mnohem delší dobu.

Sociální aktivity během pandemie (podíl respondentů)



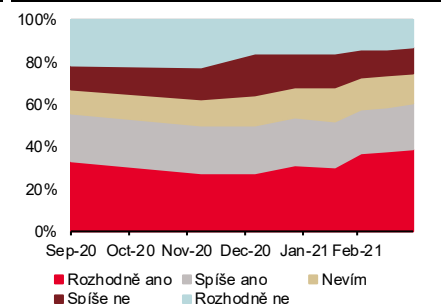
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, zivotbehempandemie.cz

Reakce domácností na zhoršení ekonomické situace (podíl respondentů)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, zivotbehempandemie.cz

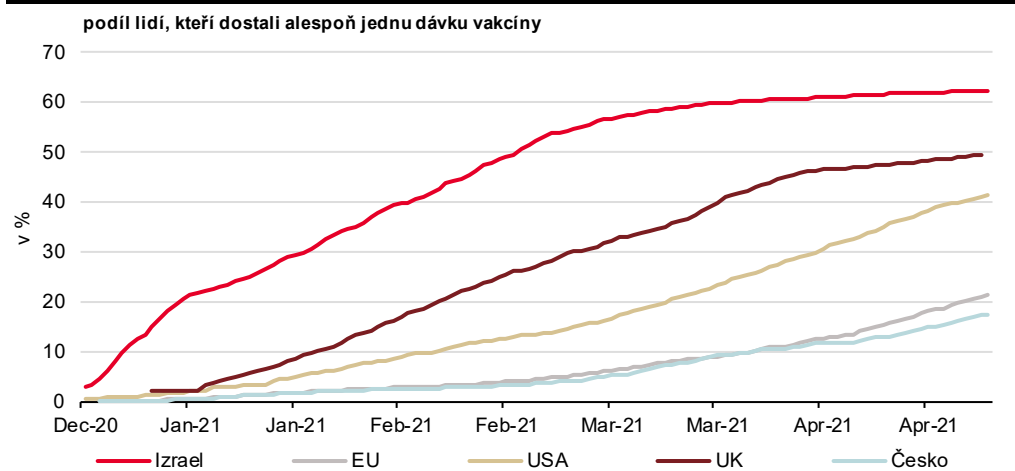
Ochota nechat se očkovat (podíl respondentů)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, zivotbehempandemie.cz

Z ekonomického a sociálního pohledu byla šokem především první vlna pandemie před rokem, i když ta byla z pohledu počtu nakažených v ČR nejslabší. Postupně jsme se naučili s pandemií žít. Protože ale situace už trvá opravdu dlouho, v průběhu té poslední vlny je již patrná určitá změna v chování domácností. Pozitivní je, že i díky tlaku vlády se během Q1 21 začalo výrazně více testovat, ztlačně se též zvýšila ochota lidí nechat se očkovat (nejmenší zájem o očkování je u mladších bez maturity a u chudších domácností). U sociálních skupin postižených restriktivními opatřeními, zejména u živnostníků, osob s nižším vzděláním a nízkopříjmových, rostou obavy ze ztráty zaměstnání. Pro celou populaci ale platí, že míra obav ze ztráty zaměstnání zůstává relativně neměnná, a tedy i stále nízká. Situace začíná dopadat i na duševní zdraví obyvatelstva. Již 12-13 % dospělé populace se v prvních měsících letošního roku potýkalo s nějakou formou deprese, například u žen s dětmi v domácnosti již číslo dosáhlo 20 %. Průzkumy chování domácností v průběhu recese dokumentují to, co jsme viděli v tvrdých datech. V první jarní a druhé podzimní vlně domácnosti na situaci reagovaly omezením spotřeby a tvorbou opatrnostních úspor. To se v dalších vlnách již neopakovalo, domácnosti by bývaly utrácely, pokud by však měly kde.

EU by měla ve vakcinaci během Q2 21 Spojené státy či Velkou Británii dohánět



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výrazné zrychlení tempa vakcinace pomůže ekonomiku opět otevřít a nastartuje proces obnovení důvěry ve všech segmentech hospodářství, primárně v sektoru služeb. Vidíme, povzbudivé příklady ze zemí, kde vakcinace zdárně pokračuje (Izrael, USA, Velká Británie).

Dochází k rychlé obnově pracovních míst, nárůstu prodeje a celkovému zvýšení ekonomické aktivity. Země Evropské unie dosud v míře proočkování populace zaostávaly, a to včetně tuzemska. Od května předpokládáme, že dojde ke zrychlení vakcinačního tempa. V kombinaci se současným zlepšením pandemické situace to umožní postupné rozvolňování restriktivních opatření. Pro druhou polovinu roku tak naše prognóza již předpokládá fungování ekonomiky bez výraznějších omezení. A to i z titulu blížících se voleb do Poslanecké sněmovny (viz Box 1). Silný hospodářský růst a posílení koruny v průběhu několika posledních let se pak podepíší na tom, že Česká republika bude zřejmě překlasifikována v rámci indexu GBI z rozvíjející se země na rozvinutou, což se na tuzemském trhu vládních dluhopisů odrazí negativně, jak podrobně diskutujeme v Boxu 2.

Obsah

Vnější prostředí a předpoklady prognózy.....	6
Makroekonomická prognóza ČR.....	11
Fiskální politika	16
Box 1: Parlamentní volby se ve veřejných financích odrazí až v roce 2023	19
Klíčové makroekonomické ukazatele.....	25
ČNB Focus	26
Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy	30
Box 2: České státní dluhopisy se opět vrátí mezi vyspělé ekonomiky	33
Korunový devizový trh.....	35
Bankovní sektor	38
Upozornění.....	41

Vnější prostředí a předpoklady prognózy



Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz

Jednou nohou z pandemické krize

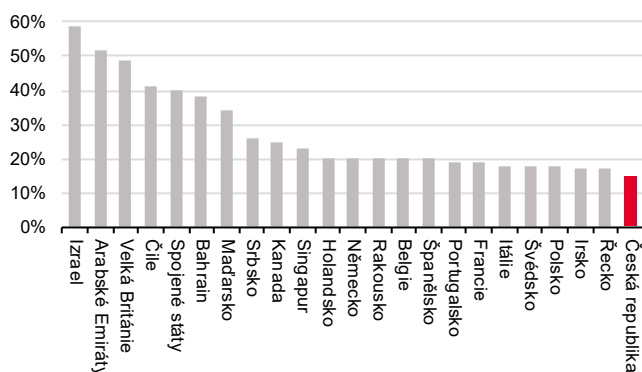
Globální ekonomika se postupně vzpamatovává z pandemické krize. Kombinace extrémně uvolněné měnové politiky, výrazných fiskálních stimulů i nízké srovnávací základny by měla vést k tomu, že hospodářský růst v USA bude letos nejrychlejší za několik posledních dekád. Ve druhé polovině roku by se k normálnímu fungování měla vrátit i eurozóna. Několikaletých maxim dosáhne i inflace v USA, nad 2 % se dostane dokonce i ta evropská. Faktory tlačící inflaci na vyšší úroveň však budou přechodného rázu a inflace v příštím roce spadne opět pod cíl Fedu i ECB. Ke zvýšení úrokových sazeb tak v USA dojde pravděpodobně nejdříve v druhé polovině roku 2023, v eurozóně pak v roce 2024. Nákupy aktiv však Fed začne omezovat již zkraye příštího roku.

Ekonomice prospívá extrémně uvolněná měnová politika, fiskální stimul i postupující vakcinace.

USA: Nejrychlejší růst za několik posledních dekád

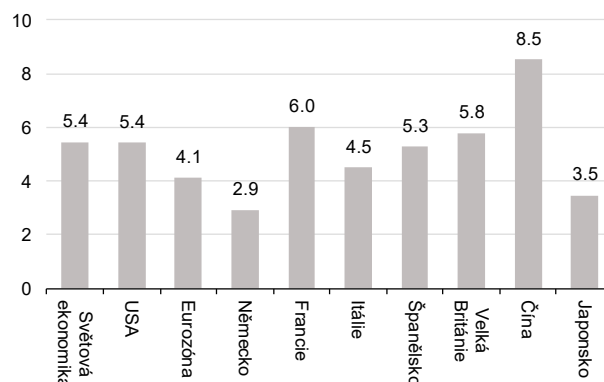
Americká ekonomika se oklepává z pandemické krize. Vakcinace postupuje rychlým tempem, ekonomika se postupně otevírá a finanční instituce se předhánějí v navyšování odhadů letošního růstu HDP. Ekonomice prospívá extrémně uvolněná měnová politika i výrazný fiskální stimul, kterého se jí dostalo. Ten se promítá do růstu spotřeby domácností (Američané vydělávající ročně 75 tis. USD a méně dostali v lednu šek na 600 USD, v březnu na dalších 1 400 USD), což je vidět jak u běžné spotřeby, tak i na prodejích automobilů, kde jsou prodeje nejvyšší od roku 2018, či na trhu nemovitostí.

Procento populace, která již dostala první dávku vakcíny



Zdroj: Reuters, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný růst HDP v roce 2021 (v %)

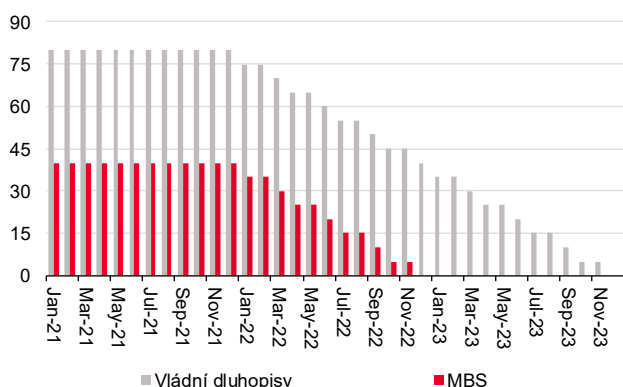


Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Růst HDP bude letos nejrychlejší za několik posledních dekád.

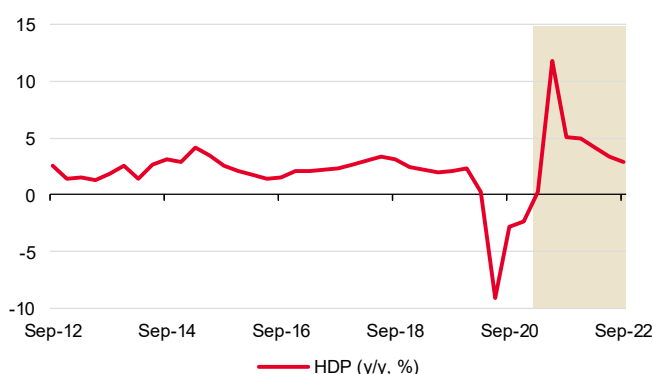
Z hlediska růstu HDP bude letošní rok nejsilnějším za několik posledních dekád. Naše prognóza počítá s dynamikou 5,4 %, což představuje nejvyšší růst od roku 1984. Americká centrální banka je dokonce ještě optimističtější, když očekává růst HDP na úrovni 6,5 %. Čas extrémně uvolněné měnové politiky se tedy pomalu krátí, ač z mediánu výhledu úrokových sazeb sestaveného na základě prognózy jednotlivých guvernérů Federálních rezervních bank, to tak nevypadá. Ten stále počítá se stabilitou úrokových sazeb do konce roku 2023. Z osmnácti guvernérů federálních rezervních bank vidí jejich zvýšení v tomto období pouze sedm. Tento počet se však postupně zvyšuje a domníváme se, že dokonverguje k naší prognóze, ve které čekáme zvýšení úrokových sazeb ve druhé polovině roku 2023.

Fed začne omezovat nákupy aktiv příští rok (USD mld./měsíc)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Růst HDP bude v letošním roce rekordní (% , y/y)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

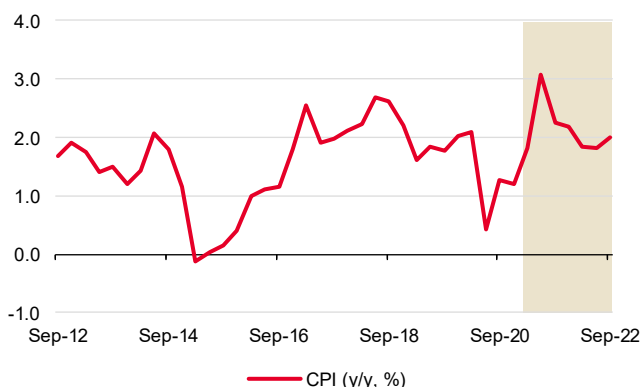
S nákupy aktiv bude zatím Fed pokračovat v nezměněné výši 120 mld. USD měsíčně.

K jejich omezování by měl podle naší prognózy přistoupit na začátku příštího roku. Rétorika by se v tomto duchu měla změnit ve druhé polovině letošního roku. To je i v souladu s vyjádřeními zástupců Fedu. Podle J. Bullarda by měl Fed začít uvažovat o omezování nákupů aktiv v momentě, kdy vakcinace dosáhne 75-80 %. To by mělo být srpnu.

Inflace vyskočí nad 3 %, pak se ale rychle vrátí ke 2 %.

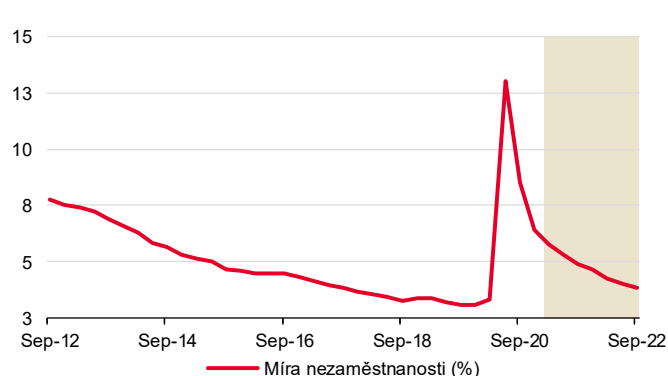
K tlaku na zpřísnění měnové politiky budou přispívat rostoucí inflační očekávání. Inflace v USA bude v jarních měsících tlačena směrem nahoru vysokými cenami pohonných hmot, nízkou srovnávací základnou i zvýšením cen ve službách. V důsledku těchto faktorů inflace stoupne až nad úroveň 3 % y/y. Tyto vlivy se však vyčerpají a inflace ve druhé polovině letošního roku opět klesne na 2 % y/y. V první polovině příštího roku dokonce pod tuto úroveň. S naplněním svého mandátu to zatím Fed nemá jednoduché ani v oblasti trhu práce. Situace se sice rychle lepší (v dubnu přibýlo 916 tisíc pracovních míst), ve srovnání s před pandemickým stavem zde však stále více než osm milionů pracovních pozic chybí. S otevíráním restaurací a služeb by se měla nabídka volných míst rychle rozšiřovat. Pod úroveň 4 % by však nezaměstnanost měla podle naší prognózy poklesnout až na začátku roku 2023.

Nárůst inflace v následujících měsících bude pouze dočasný



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Míra nezaměstnanosti bude dále pozvolna klesat



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Vakcinace umožní návrat ekonomiky k normálu před začátkem léta.

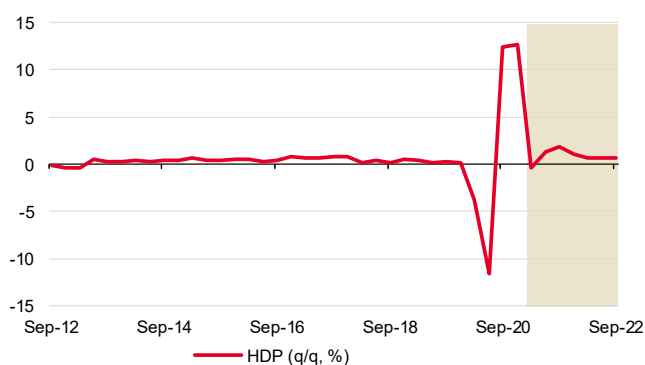
Eurozóna: vakcinace umožní návrat ekonomiky k normálu v H2

Z dat je patrné, že eurozóna si se současnou vlnou pandemie poradila poměrně dobře. PMI ve zpracovatelském průmyslu se drží na velmi vysokých úrovních (duben 63,3 bodu), což dává naději na další pozitivní vývoj v této oblasti. Rizikem jsou problémy se subdodavatelskými řetězci a nedostatkem některých komponent, které tlačí nahoru ceny

vstupů. Poptávka zatím ale zůstává solidní, a to jak domácí, tak i zahraniční. Restriktivní opatření však stále dopadají na oblast služeb.

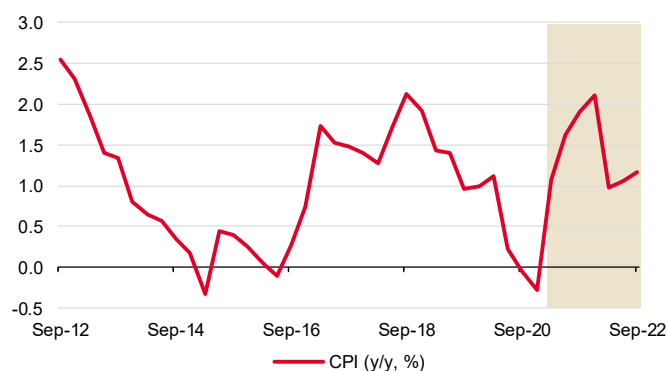
Restriktivní opatření by podle našeho názoru měla začít být uvolňována v květnu, přičemž k normálnímu fungování by se ekonomika mohla vrátit před začátkem léta. K tomu by mělo dojít díky vakcinaci, jejíž plán počítá s tím, že lidé 65+ a pracovníci ze zdravotnictví budou naočkováni do konce května, lidé starší 50 let začátkem června. Ve druhém až čtvrtém čtvrtletí by tak ekonomika eurozóny měla v průměru mezikvartálně růst o 1,3 % q/q. Za celý letošní rok počítáme s dynamikou HDP 4,1 %, po loňském propadu o 6,8 %. Na předkrizové úrovni by se ekonomika měla dostat v polovině příštího roku.

V prvním čtvrtletí čeká ekonomiku spíše stagnace



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Inflace letos překročí 2 %



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

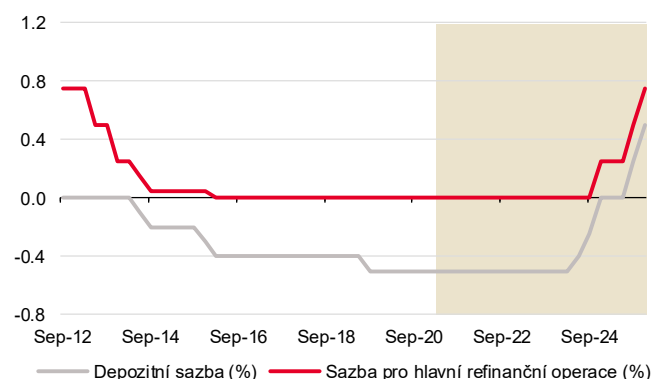
Inflace letos přesáhne 2 %.

Inflace ve druhém čtvrtletí letošního roku díky vyšším cenám pohonných hmot a nízké srovnávací základně stoupne na 1,6 % y/y. Ve druhé polovině roku pak přesáhne 2 % (především v důsledku loňského snížení DPH v Německu). Celkově by tak inflace měla v letošním roce dosáhnout v průměru 1,6 %, po loňských 0,3 % a jádrové inflace 1,2 % po 0,7 % v roce 2020. Rizika spojená s prognózou jsou ale značná. Po znovuootevření ekonomiky mohou výrazněji stoupnout ceny ve službách. Svou roli mohou sehrát i položky spotřebního koše, jejichž ceny jsou zatím imputovány, takže následné přesné započítání může ukázat vyšší cenový růst. Další riziko představují problémy se subdodávkami a tlak na růst cen vstupů. Vlivy tlačící inflaci nahoru však v příštím roce odpadnou (cenu ropy očekáváme na 65 dolarech za barel, pomáhat už nebude ani srovnávací základna) a inflace se tak vrátí zpět na průměrných 1,1 % jak u celkové, tak i u jádrové inflace.

Diskuze o konci pandemického programu bude silnější.

Pro centrální banku, která by ráda udržela na trhu výhodné podmínky pro financování bude rostoucí inflace komunikační výzvou. Růst výnosů se bude zřejmě i nadále snažit brzdit prostřednictvím nákupů aktiv. Pandemický program tak v nejbližších měsících poběží přibližně ve stávající výši, tedy kolem 20 mld. EUR týdně. I ve zbytku roku budou ale nákupy zřejmě přesahovat 15 mld. EUR. S ukončováním programu ECB nebude podle našeho názoru chtít začít dříve nežli Fed. Tedy na začátku příštího roku. I pak ale předpokládáme, že konec programu bude ještě vyhlazován navýšením nákupů aktiv v rámci programu APP a prodloužením TLTRO4 do poloviny příštího roku. S postupujícím oživením ekonomiky ve druhé polovině letošního roku však bude diskuze kolem konce pandemického programu silnější, což bude vytvářet prostor pro další růst evropských dluhopisových výnosů a potažmo i těch českých. Zvyšování klíčových úrokových sazeb stále očekáváme až v roce 2024. Zvyšování klíčových úrokových sazeb stále očekáváme až v roce 2024.

Zvyšování úrokových sazeb ECB čekáme až v roce 2024



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Euro by mělo po zavrácování v Q1 opět posilovat

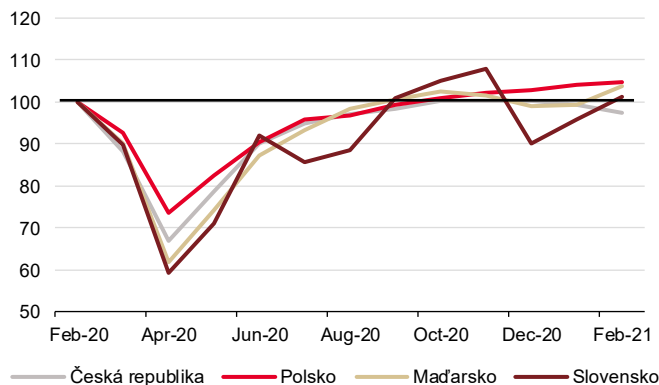


Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Středoevropský region: problémy s dodávkami brzdí průmysl

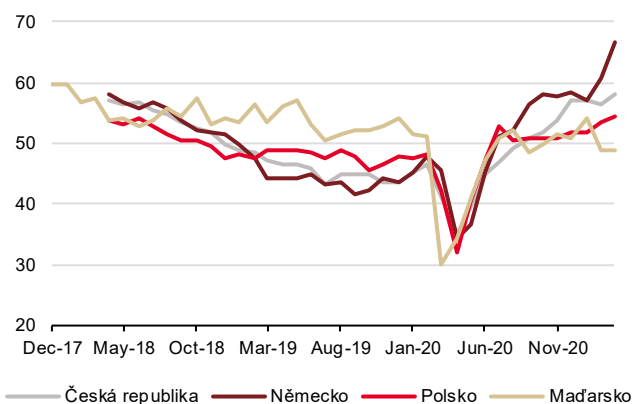
Středoevropský region se se současnou vlnou pandemie zatím vypořádává poměrně dobře. Výstup průmyslového sektoru se stále drží poblíž předkrizových úrovní, přičemž předstihové indikátory (alespoň v Polsku a Česku) slibují další růst. Aktivitu podporuje především rostoucí zahraniční poptávka. Ta se pak odráží ve vyšším příjmu nových zakázek i větším objemu výroby. Na druhou stranu ale země regionu bojují s rekordním zpožděním v subdodávkách, které pak tlačí nahoru ceny vstupů. Překážky k ještě výraznějšímu oživení v průmyslu tak nyní leží především na straně nabídky nežli na straně poptávky.

Průmysl se drží okolo předkrizové úrovně (únor 2020 = 100)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Indexy PMI slibují další růst průmyslu (v bodech)

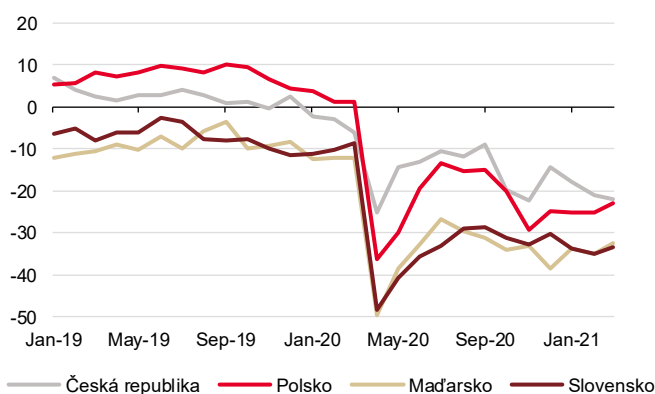


Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Úspory domácností jsou na rekordních úrovních.

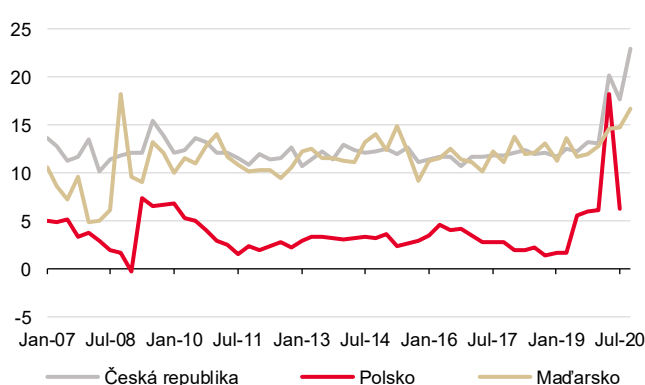
Sektor služeb a maloobchodu stále trpí pod tíhou restriktivních opatření. Spotřebitelská důvěra v regionu zůstává nízká. V důsledku uzavřených obchodů domácnosti nemají kde utrácet, a tak jejich úspory rostou. V Česku a Maďarsku jsou na rekordních úrovních. Otázkou je, jak s nimi spotřebitelé po uvolnění restriktivních opatření naloží. Maloobchodní tržby zatím zůstávají pod předkrizovou úrovní. Rozpuštění úspor by tak mohlo regionální maloobchod nakopnout. Dynamika HDP by se v letošním roce měla v regionu pohybovat mezi 3,5-4,5 %. Vyhledy jsou příznivé i pro rok 2022, kdy do zemí Visegrádské čtyřky začnou ve větší míře přitékat peníze z EU, což by mělo podpořit investiční aktivitu.

Spotřebitelská důvěra zůstává nízká (body)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

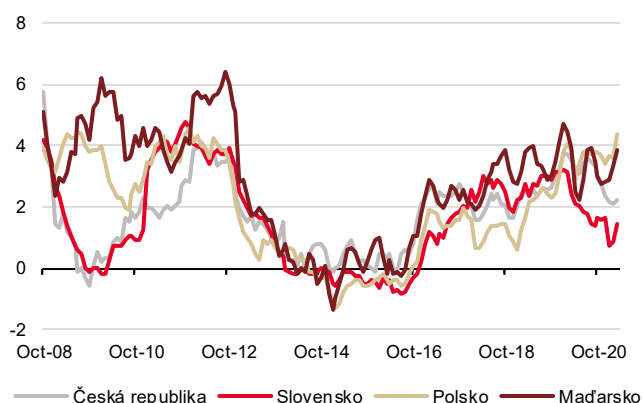
Úspory domácností rostou (%)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

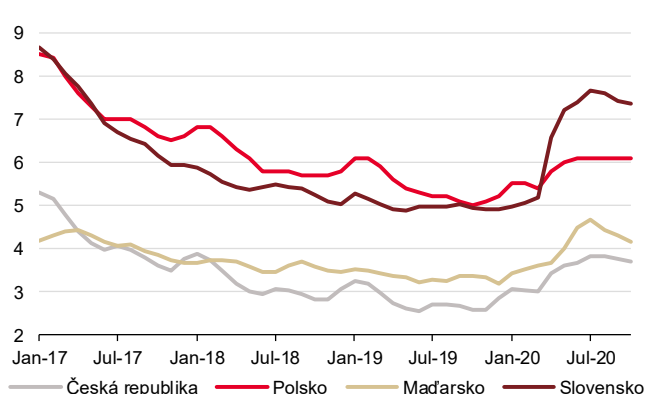
Inflace v regionu míří nahoru. V Maďarsku v jarních měsících může podle prognózy tamní centrální banky dosáhnout 5 % a výrazně tak překročit její inflační cíl. Za růstem by však měly stát mimořádné faktory, které pomínou a inflace se bude postupně vracet k 3% cíli. Podobně na tom bude i polská inflace, která by se podle prognózy tamní centrální banky měla v průměru pohybovat v Q2 21 na 3,4 %.

Inflace ještě poroste (v %, y/y)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Nezaměstnanost se drží na vyšších hodnotách (v %)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prvenství ve zvyšování úrokových sazeb vyhraje ČNB.

Politika regionálních centrálních bank bude rozdílná. Navzdory rostoucí inflaci rétorika polské centrální banky zůstává holubičí. Růst spotřebitelských cen považuje NBP za přechodný a mimo kontrolu měnové politiky. Guvernér Glapinský se opakovaně vyjádřil ve smyslu, že po dobu jeho mandátu (do poloviny příštího roku) se úrokové sazby měnit nebudou. Jejich zvýšení by tak pravděpodobně přicházelo v úvahu nejdříve v Q3 22. O prvenství ve zvyšování úrokových sazeb se v regionu utká Česká národní banka s tou maďarskou. Zatímco na domácí půdě očekáváme první zvýšení úroků letos v listopadu, maďarská centrální banka deklarovala svoji připravenost zvyšovat sazby (3M depozitní sazbu) ve druhé polovině letošního roku. My tento krok očekáváme v Q1 22. Pokud by ale docházelo k oslabování forintů nad úroveň 370 HUF/EUR, může centrální banka zvýšit jednotýdenční sazbu (nyní na 0,75 %), aby tomuto vývoji zabránila. Vzhledem k poměrně dobré kondici maďarské ekonomiky ale spíše očekáváme, že forint bude posilovat. Na konci letošního roku by se měl nacházet na 340 HUF/EUR. K silnějším úrovním by se měl v průběhu roku sunout i polský zlotý. V krátkém období však může na jeho výši dopadat nejistota spojená s rozhodnutím ústavního soudu ohledně cizoměnových hypoték. Poté by ale měl zamířit ke 4,3 PLN/EUR na konci letošního roku.

Makroekonomická prognóza ČR



Michal Brožka
(420) 222 008 569
michal_brozka@kb.cz

Hlavní změny

HDP:

Pro rok 2021 jsme zvýšili prognózu HDP na 3,4 % z předchozího odhadu 2,6 %. V roce 2022 čekáme růst ekonomiky o 4,7 %.

Inflace:

Pro rok 2021 jsme zvýšili odhad inflace na 2,5 % z předchozích 1,8 %, především z důvodu vyšších cen potravin. V roce 2022 čekáme inflaci v průměru 1,9 %.

Změna v prognóze HDP (% , y/y)



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

Změna v prognóze inflace (% , y/y)

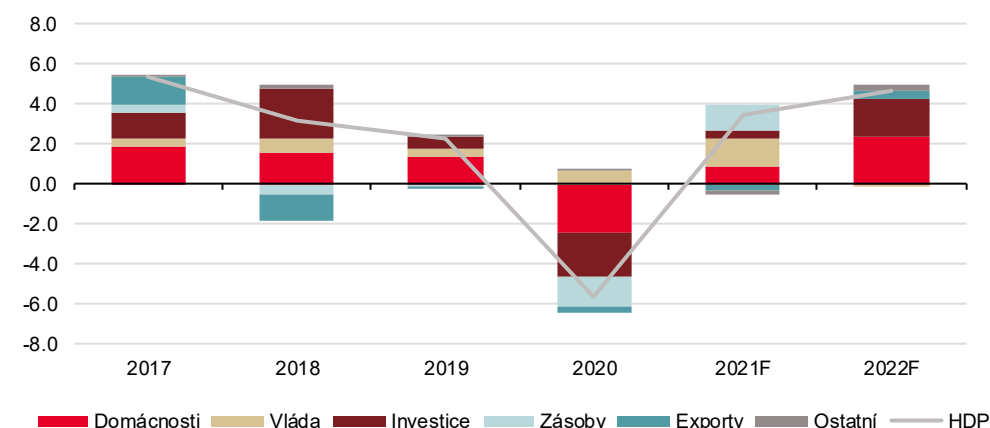


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Česká republika na začátku silné expanze ekonomiky

Ekonomika začne opět expandovat od druhého čtvrtletí letošního roku. Její dynamika bude výrazně zrychlovat ve druhé polovině roku a nadprůměrný růst bude pokračovat i v roce příštím. Postupně se budou vytvářet inflační tlaky, na které v případě klesajícího rizika dalších vln pandemie bude reagovat i měnová politika. Inflace v letošním roce setrvá nad 2 %, ale v příštím roce by měla brzdit k inflačnímu cíli. Krátkodobý reálný i nominální vývoj bude v nejbližších čtvrtletích ještě silně proměnlivý. Hlavním rizikem prognózy stále zůstává pandemie.

Růst HDP od H2 2021 potáhne především spotřeba domácností a investice (y/y, %)

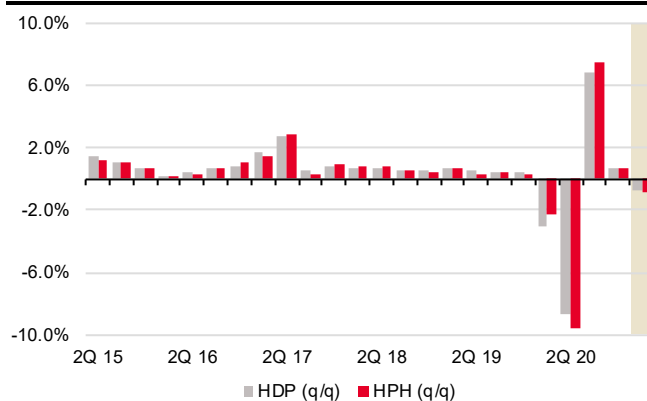


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ekonomika začne růst od letošního druhého čtvrtletí

Navzdory podzimní vlně pandemie česká ekonomika v posledním čtvrtletí minulého roku vykázala růst o 0,6 % q/q v situaci, kdy se čekal pokles. Je pravdou, že vývoj průmyslové výroby a potažmo zahraničního obchodu byly tím, co pomáhalo ekonomice udržet tempo. **Ovšem nebýt velmi silného příspěvku vládní spotřeby, česká ekonomika by klesla o 0,8 % q/q.** Navíc

HDP na začátku letoška pravděpodobně klesl



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

v průběhu čtvrtého čtvrtletí došlo zhruba na tři týdny k významnému uvolnění vládních opatření. To bylo následováno prudkým zhoršením pandemie, a poté opětovným zpřísněním opatření po Vánocích, a ještě výrazněji pak od března 2021. Důležité je, že nedošlo k uzavření průmyslu, tak jako na jaře minulého roku. Zahraniční poptávka zůstala silná. Situaci v zahraničním obchodě však v prvním čtvrtletí komplikovaly fronty na hranicích kvůli vysokému stupni nákazy v ČR. Exportní aktivita oslabila, což do určité míry souviselo také s předzásobením ve spojitosti s koncem přechodného po-brexitového období a se zavedením nových ekologických norem v automobilovém průmyslu platných od začátku letošního roku.

V prvním čtvrtletí česká ekonomika pravděpodobně mírně klesla.

Avšak hlavní komplikací pro český průmysl a potažmo zahraniční obchod byly omezené dodávky komponent do výroby. V průzkumech nákupních manažerů je uvedeno, že se rekordně zpožďují dodávky. Z druhé strany dochází k prudkým nárůstům v objednávkách. Pro první čtvrtletí počítáme s poklesem celkové přidané hodnoty v průmyslu o cca 1 % q/q. Otázkou zůstává, jak rychlý může být obrat ve výrobním sektoru v situaci ustupující pandemie. Předstihové indikátory ukazují silný růst již od března. Současně některé automobilky oznámily omezení výroby právě z důvodu chybějících komponent.

V důsledku protipandemických opatření lze na straně přidané hodnoty čekat mezikvartální oslabení ve většině sektorů ekonomiky a zejména v důležité oblasti soukromých služeb a obchodu. Významnější nárůst přidané hodnoty v prvním čtvrtletí podle nás zaznamenalo pouze odvětví ICT, a nejspíše i oblast zdravotní a sociální péče a služby související se

vzděláním. Na straně výdajů počítáme kromě již zmíněného oslabení zahraničního obchodu s dalším mezičtvrtletním snížením spotřeby domácností a investic do fixního kapitálu. S ohledem na jejich předchozí pokles by nyní mělo jít už o relativně slabé snížení. Provoz kamenných obchodů byl dramaticky omezen po celé první čtvrtletí. Spotřebitelská důvěra po krátkém prosincovém rozvolnění a následném mírném nárůstu opět klesla. Většímu poklesu spotřeby domácností bude již v prvním čtvrtletí částečně bránit snížení daní z příjmu fyzických osob, ale citelnější vliv by měl být znatelný spíše později, až dojde k otevření obchodů a služeb (blíže k tématu dopadu snížení daní na spotřebu viz předchozí *Ekonomické výhledy* <https://bit.ly/KB21Q1CJ>). Vysoká úroveň vládních výdajů by měla ekonomiku podpořit i v nejbližším období. V souhrnu za první čtvrtletí čekáme pokles HDP o 0,8 %, což by znamenalo zmírnění meziročního poklesu na -2,6 % z předchozích -4,8 %.

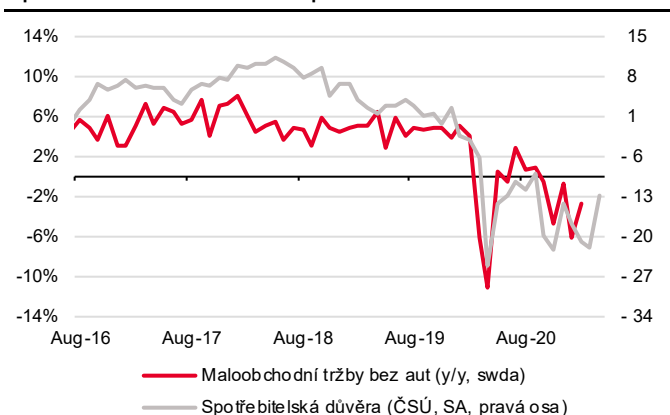
Končící protiepidemická opatření jsou hlavním předpokladem silné expanze ekonomiky.

Návrat HDP zpět k předkrizové úrovni v roce 2022

Počítáme s tím, že v průběhu druhého čtvrtletí bude docházet k rozvolňování protiepidemických opatření. To by mělo pokračovat ve druhé polovině roku s tím, jak se významně navýší podíl naočkované populace. Ve třetím a čtvrtém čtvrtletí by tak mělo postupně dojít k úplnému vypnutí protiepidemických opatření, která omezují ekonomickou aktivitu. Kromě okamžitých efektů zejména ve spotřebě domácností by mělo dojít k růstu investiční aktivity a také k obnově zásob, jejichž stav minulý rok významně klesl. Je pravděpodobné, že výše uvedené problémy v dodávkách komponent do výroby budou v letošním roce navyšovat zásoby nedokončené produkce. V zahraničním obchodě nebude export pokračovat v dynamice nastartované ve druhé polovině 2020, ale naopak zesílí dynamika importu zboží, zejména investičního a také výše zmíněných zásob. Klíčový je předpoklad vývoje v zahraničí, kdy pro ekonomiku eurozóny za letošek předpokládáme růst o 4,1 % letos a 3,6 % příští rok.

Vývoj ekonomiky na konci loňského roku, zlepšený výhled na vnější prostředí a obecně druhou polovinu roku (díky očkování) v souhrnu pro letošek vedlo ke zvýšení naší prognózy růstu ekonomiky na 3,4 % z předchozího odhadu 2,6 %. Vyšší tempo hospodářského růstu od druhé poloviny letošního roku povede i k rychlejší celoroční dynamice

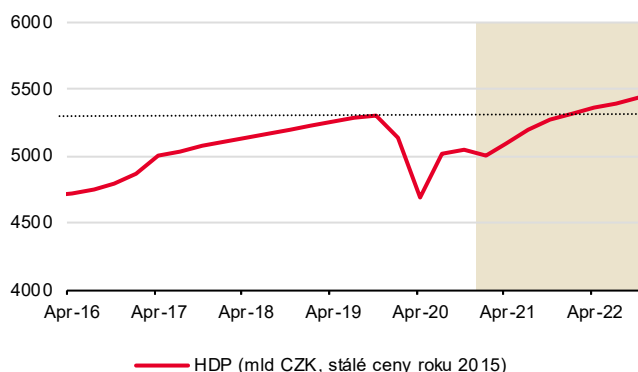
Spotřebitelská důvěra v Q1 opět klesla



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

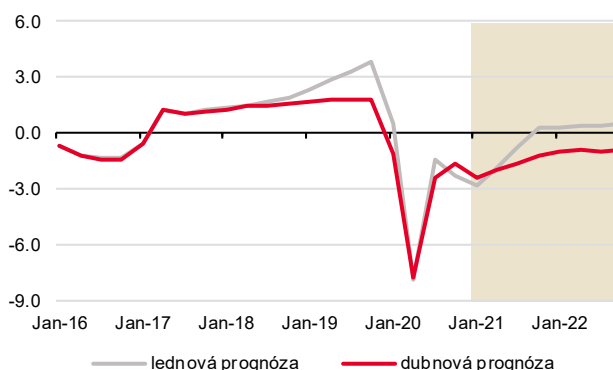
v roce příštím, kdy čekáme 4,7 %. Při recesi ve výši 5,6 % zaznamenané v loňském roce by tak k dosažení předkrizové úrovně reálného HDP mělo dojít již začátkem roku 2022. To je oproti předchozí prognóze o celého půl roku dříve. V našem modelovém pohledu ale dojde k uzavření mezery výstupu později, a to kvůli předpokladu rychlejšího růstu potenciálního produktu. To by obecně indikovalo nižší inflační tlaky, nicméně v případě spotřeby domácností, která od druhé poloviny letošního roku a celý příští rok bude tahounem ekonomiky, očekáváme rychlejší růst nad její rovnovážnou úroveň, a tudíž generování tlaků směrem k vyšší inflaci.

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



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

Ale pomalejší uzavírání mezery výstupu (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Průmysl trápí především zpožděné dodávky komponent.

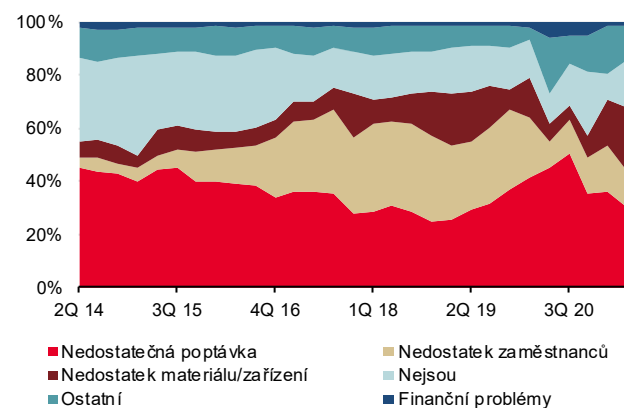
Průmysl se vrátí k růstu, ale potíže s dodávkami komponent nezmizí

Průmyslová výroba ve čtvrtém čtvrtletí vzrostla o silných 3,6 % q/q. V meziročním srovnání se tak na konci loňského roku obnovila lehce kladná růstová dynamika, když se produkce zvýšila o 1,7 %. V lednu však již průmyslová výroba klesla meziměsíčně o 0,8 % a v únoru o 2,0 %. Útlum byl patrný zejména v automobilovém průmyslu, kde ještě koncem roku produkce meziročně rostla o 16 %, zatímco o dva měsíce později o 8 % klesala.

Svou roli mohla sehrát vyšší produkce před zpřísněním emisních norem, nicméně klíčovou úlohu pravděpodobně sehrály potíže s chybějícími komponentami zejména polovodiči nezbytných pro výrobu aut, ale i dalších výrobků například spotřební elektroniky a IT. Řada automobilek včetně české Škody a Toyoty oznámily omezení výroby. Výjimkou je Hyundai, který díky jiné strategii v průběhu krize má vyšší zásobu potřebných komponent.

Převažuje názor, že problémy se subdodávkami mohou trvat po celý zbytek roku. Na druhou stranu je zde řada zpráv, které indikují rostoucí poptávku, přičemž předpoklad růstu zahraničních ekonomik je silným důvodem pro očekávání expanze českého průmyslu, který je skrze export výrazně navázán. A současně zde máme měkká data svědčící o tom, že i při omezených dodávkách by mělo docházet k růstu průmyslové produkce, i když rostoucí poptávce nabídka komponent

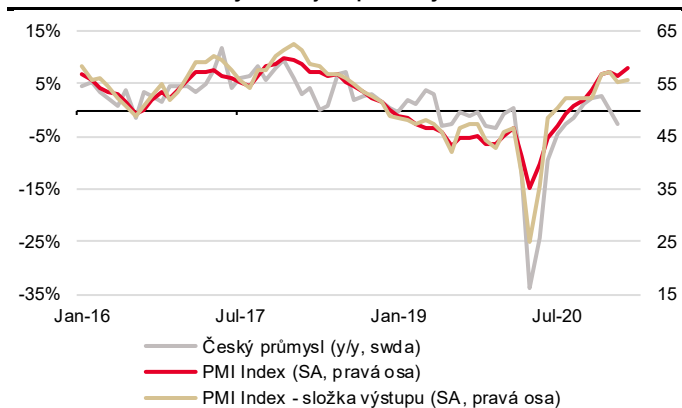
Bariéry růstu průmyslu



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

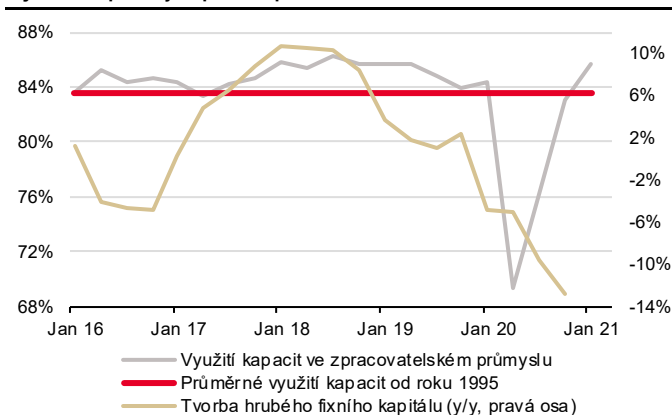
nestíhá. V loňském roce dominantní bariéra růstu v podobě nedostatečné poptávky bude v letošním roce pravděpodobně ustupovat. Naopak se zvyšuje problém se subdodávkami a pravděpodobně přetrvají i potíže s nedostatkem zaměstnanců, i když ty by mohly mírně ustupovat s ohledem na opětovné otevření škol. Ještě v průběhu prvního čtvrtletí byla zcela reálná hrozba nuceného uzavření průmyslu z důvodu zhoršení pandemie. Ač toto riziko teoreticky stále existuje, přece jen s vidinou brzké imunizace obyvatelstva se silně snížilo. Navíc politická neochota k takovému kroku byla v době skutečně silného zhoršení pandemie v Q1 poměrně zřetelná. S uzavřením průmyslu tedy nepočítáme, ačkoliv riziko další vlny pandemie je stále reálné. Na počátku letošního roku počítáme s propadem průmyslové výroby zhruba o 2,5 %. **Již od druhého čtvrtletí ale čekáme růst průmyslové výroby v průměru mezi 1,5 – 2 % q/q.** Nízká srovnávací základna způsobí, že celoroční výsledek by mohl být poblíž 9 %. Výhled na růst zahraničních ekonomik navíc dává slušnou naději na expanzi průmyslu v dalších letech kolem 5-6 %.

Předstihové indikátory ukazují expanzi výrobního sektoru



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

Využití kapacit je zpět na předkrizové úrovni

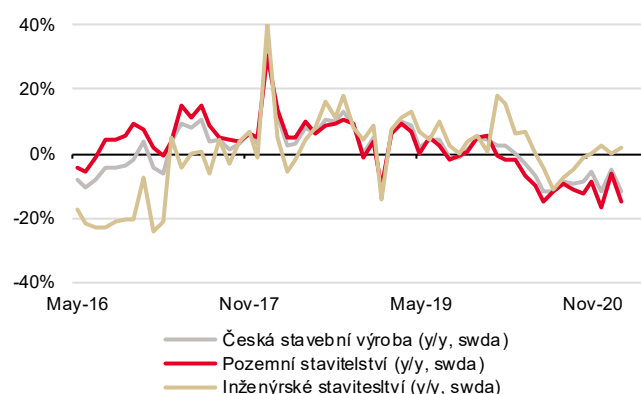


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Stavebnictví letos bude stagnovat a k oživení dojde v příštím roce.

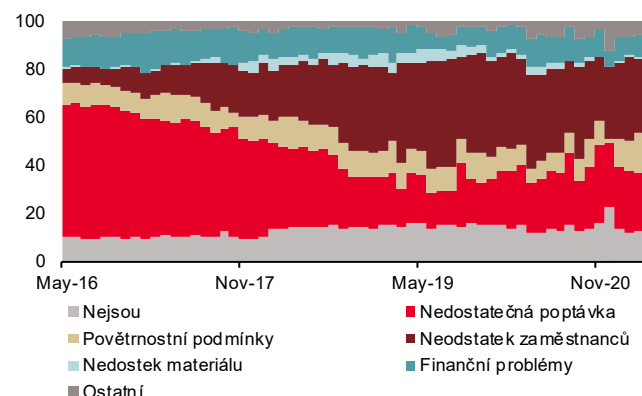
V případě stavebnictví stále platí, že hlavní pokles se odehrál v první polovině loňského roku. Od té doby se jeho výkon drží na přibližně stejné hodnotě a koncem loňska ještě mírně klesl. Za celý minulý rok dosáhl pokles stavebnictví reálně 5,1 % (v metodice národních účtů činil pokles přidané hodnoty 3,4 %). Začátek letošního roku začal sice mírným růstem, který ale změnu trendu nenaznačuje. Pro zbytek roku tak počítáme přibližně se stagnací stavební výroby na současných úrovních, takže by celoroční výsledek mohl být v mírném záporu. Oživení produkce čekáme až v příštím roce. Náš výhled na ekonomiku zůstává optimistický, což se ale v tomto sektoru bude projevovat až s výrazným zpožděním. Stavebnictví zatím stále trápí nedostatek pracovníků a dlouhodobě pak velmi dlouhé povolovací řízení investičních projektů. Ústup pandemie má šanci přitáhnout zpět zahraniční pracovníky, kteří v době pandemie odešli z ČR. Stavebnictví by mělo být naopak podporováno infrastrukturními investicemi, kde pozitivní roli sehraje plán obnovy EU (tomu jsme se rovněž více věnovali v předchozích *Ekonomických výhledech* zde <https://bit.ly/KB21Q1CJ>). Ostatně infrastrukturní investice držely výkon stavební výroby i v loňském roce. V příštím roce čekáme růst stavebnictví kolem 4 %.

Stavebnictví zůstává oslabené



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

Nedostatek zaměstnanců hlavním problémem stavebnictví



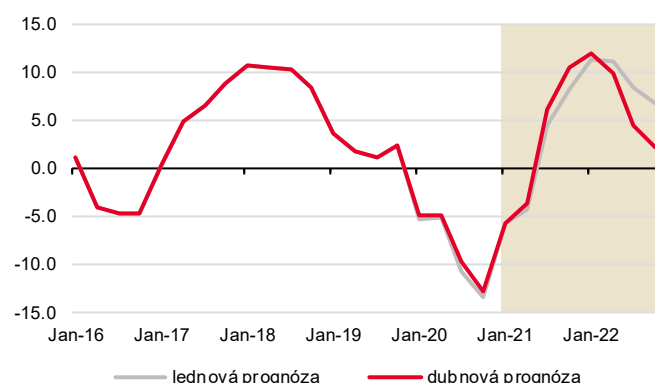
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Letos dojde k obnově zásob a následně růstu investic do fixního kapitálu. Výrazně zrychlí spotřeba domácností.

Investiční aktivita firem a spotřeba domácností na začátku expanze

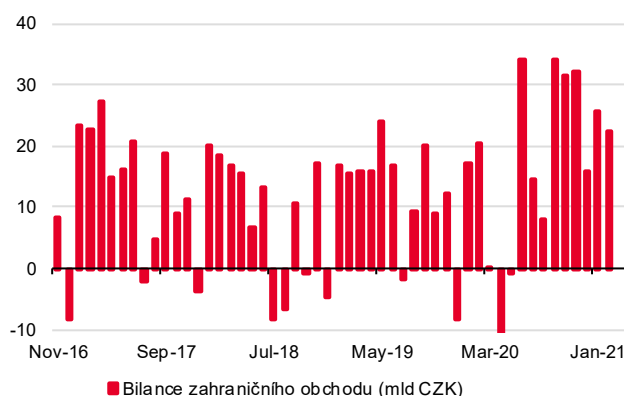
Investice do fixního kapitálu společně s propadem spotřeby domácností byly vloni na straně výdajů hlavními položkami snižující HDP. Již od druhého čtvrtletí letošního roku však čekáme v obou položkách obrát. Spotřeba domácností má obvykle jisté reakční zpoždění za pozitivním vývojem příjmů a důvěry v ekonomice. Tentokrát lze ale počítat s určitým doháněním odložené spotřeby, kterou nebylo možné v době restrikcí realizovat. Domácnosti naakumulovaly výrazné úspory. Ty začaly silně růst již od počátku pandemie. **Míra úspor domácností vzrostla ve čtvrtém čtvrtletí na rekordních 23,3 %.** Pro srovnání v roce 2019 činila průměrná míra úspor obyvatel v ČR standardních 12,5 %. Reálné příjmy domácností v roce 2020 rostly o 2,8 %, naopak jejich výdaje na spotřebu klesly o 2,9 %. Míra investic se naopak snížila o pouhý jeden procentní bod, kdy řada domácností v průběhu pandemie investovala do nemovitého majetku. K dodatečné kumulaci úspor pravděpodobně dochází i letos s přispěním snížených daní z příjmu. Je nepravděpodobné, že by došlo k rychlému návratu naakumulované míry úspor na předchozí úroveň, ale k jejímu snižování velmi pravděpodobně docházet bude a může jít o relativně rychlý dodatečný impuls ekonomice řádově o velikosti 2 -3 % HDP. **Za celý letošní rok čekáme růst spotřeby domácností o 1,8 % a v příštím roce zrychlení na 5,3 %.**

Investice výrazně zesílí od druhé poloviny 2021 (% , y/y)



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

Čisté exporty v H2 20 rekordně vzrostly (mld. CZK)



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

V případě podniků činil propad výdajů na investice do fixního kapitálu v loňském roce silných 8 %. Ke konci roku došlo ke zmírnění poklesu na mezikvartálních 1,6 %. Pro první čtvrtletí letošního roku čekáme už jen slabé snížení investiční aktivity. Ekonomika sice stále trpěla uzávěrou, ale z druhé strany se silně zvyšoval optimismus ohledně hospodářského vývoje po blížící se imunizaci obyvatelstva ve světovém měřítku. Investice do zásob už se

začaly navyšovat na konci minulého roku a očekáváme, že tento trend bude sílit již v průběhu první poloviny letošního roku. Postupně by se k tomuto měly přidávat i investice do fixního kapitálu. **Za celý letošní rok čekáme jejich růst o 1,8 % a v příštím roce zrychlení na 7,1 %.**

Námi očekávaný růst spotřeby domácností a investic koresponduje se slabým příspěvkem zahraničního obchodu. Ten dosáhl vlivem výrazného růstu exportu ve druhé polovině roku, a naopak nízké dovozní aktivitě, vloni rekordního přebytku 184 mld. CZK, ale pro letošek dojde podle naší prognózy k jeho snížení zhruba na stejnou úroveň jako v roce.

Fiskální politika: Lepší výsledky oproti očekáváním



František Táborský
(420) 222 008 598
frantisek_taborsky@kb.cz

Veřejné finance v loňském roce skončily s historicky rekordním deficitem 6,2 % HDP. Z drtivé většiny stál za tímto výsledkem státní rozpočet, který však ve srovnání s odhady vykázal nižší deficit. Obdobný scénář očekáváme i pro letošní rok. Jeho druhá polovina by měla přinést oživení spotřeby domácností, a tím i vyšší inkaso nepřímých daní. Na druhou stranu „covidové“ výdaje budou i letos podle nás nižší, než vláda očekává. Ponecháváme tak prognózu deficitu státního rozpočtu beze změny na úrovni 400 mld. CZK (6,7 % HDP). V příštím roce by deficit měl klesnout na 300 mld. CZK (5,0 % HDP). Municipality i fondy sociálního zabezpečení by měly pokračovat v přebytkovém hospodaření i díky rekordní podpoře státu. Celé veřejné finance tak podle nás letos prohloubí deficit na 6,5 % HDP a až v příštím roce zaznamenají známky konsolidace. Dluh veřejných financí v loňském roce vzrostl na 38,1 % HDP a dále poroste až na úroveň 45,3 % HDP v roce 2023.

Stát v prvním čtvrtletí letošního roku hospodařil v souladu se schváleným plánem. Inkaso přímých daní je vyšší, zatímco nepřímé daně zaostávají za plánem Ministerstva financí.

Státní rozpočet podpoří lepší výběr daní a nižší výdaje spojené s pandemií

Hospodaření vlády skončilo v prvních třech měsících letošního roku s deficitem 125,2 mld. CZK a není překvapivé, že se jedná o zdaleka nejhorší březnový výsledek státního rozpočtu v historii České republiky. To zhruba odpovídá plánované trajektorii státního rozpočtu se schváleným deficitem 500 mld. CZK (8,3 % HDP). První čtvrtletí ukázalo, stejně jako výsledek minulého roku, oproti předpokladům Ministerstva financí vyšší výběr přímých daní a naopak slabší inkaso u daní nepřímých. V kombinaci s mírně vyššími nedaňovými příjmy tak příjmová strana státního rozpočtu dosud zaostává za plánem o zanedbatelných 6,7 mld. CZK. Tempo meziročního propadu daňových příjmů za únor a březen zrychlilo na nová maxima a dosáhlo téměř 10 %, což je srovnatelné s krizí v roce 2009.

Výdajová strana naopak přispívá k nižšímu deficitu oproti plánu díky tradičně pomalému rozjezdu investic, na kterých stát ušetřil 23 mld. CZK, pokud bychom předpokládali rovnoměrné čerpání v průběhu roku. Nicméně očekáváme, že tento vývoj bude kompenzován ve druhé polovině roku. V běžných výdajích naopak nalezneme předfinancování některých transferových výdajů zejména vůči municipalitám a podnikatelskému sektoru. Tyto předsunuté výdaje budou naopak v druhé polovině roku přispívat k pomalejšímu prohlubování deficitu. Celkově jsou tak výdaje v dosavadním průběhu roku nižší o 6,5 mld. CZK, než by odpovídalo rovnoměrnému čerpání podle schváleného plánu státního rozpočtu.

Prognózu pro letošní deficit státního rozpočtu ponecháváme beze změny na 400 mld. CZK, čímž se dostáváme mimo konsenzus trhu. Předpokládáme, že daňové příjmy v průběhu roku porostou nad rámec rozpočtu a „covidové“ výdaje budou ve výsledku nižší.

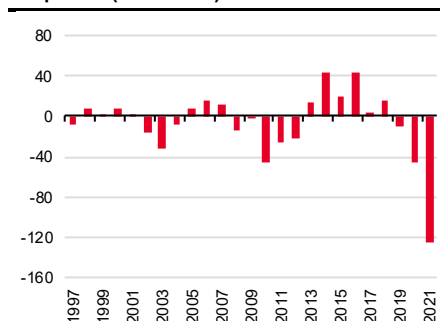
Naše prognóza i nadále předpokládá výsledný deficit státního rozpočtu ve výši 400 mld. CZK (6,7 % HDP), čímž se dostáváme mimo konsenzus trhu, který pro letošní rok očekává vyšší manko státní pokladny. Pro tento výhled máme několik důvodů: (1) podle našich očekávání je dosavadní inkaso přímých daní vyšší oproti plánu MF a tento dodatečný příjem by měl dále růst, (2) nepřímé daně (zejména DPH) by se s otevřením ekonomiky a námi odhadovaným nárůstem spotřeby domácností měly vrátit v druhé polovině roku k vyššímu inkasu oproti prognóze MF a (3) průběžná data ukazují výrazně nižší zájem o kompenzační bonus, což podle našich odhadů vytvoří úsporu 10-15 mld. CZK oproti plánu. Podle nás tak

státní rozpočet bude i letos pokračovat v praxi podhodnocených příjmů a obdobně jako vloni bude benefitovat také z úspory na „covidových“ programech, což ve výsledku povede opět k nižšímu deficitu státního rozpočtu oproti schválenému plánu.

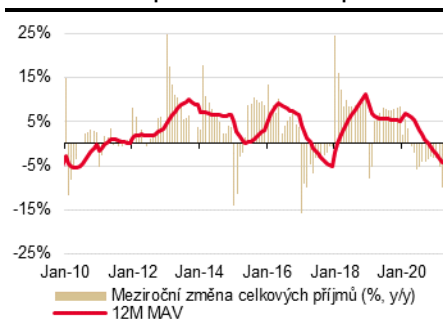
Rizikem naší prognózy je krom již tradičního pandemického vývoje zejména otázka výše vládních investic a také charakter předvolební kampaně před říjnovými volbami do Poslanecké sněmovny. Aktuální státní rozpočet počítá s historicky rekordním objemem investic ve výši 185,4 mld. CZK (3,1 % HDP), což lze považovat za relativně ambiciózní plán. Loňský rok pozitivně překvapil jen o něco nižšími kapitálovými výdaji, než jaké rozpočet zahrnoval. Od té doby však stavební sektor prošel výrazným poklesem a jeho oslabená výrobní kapacita, v kombinaci s častými politickými změnami, může vést k nižším investicím, a tudíž i k neplánované úspoře ve státním rozpočtu. Naopak blížící se volby mohou přinést nové výdaje, obdobně jako jsme tomu byli svědky v minulém roce v podobě jednorázového příspěvku důchodcům (v objemu 15 mld. CZK).

Příští rok je zamlžen vyšší mírou nejistoty. Podle posledních vyjádření Ministerstva financí bude návrh státního rozpočtu obsahovat deficit ve výši minimálně 300 mld. CZK (5,0 % HDP). Prozatím je však všechna pozornost směřována na letošní rok a větší detaily by měly přicházet až v průběhu letních měsíců. Situaci navíc komplikují i blížící se volby do Poslanecké sněmovny (více v Boxu 1). Návrh rozpočtu totiž bude předkládat ještě současná vláda, zatímco schvalovací proces bude již na nové Poslanecké sněmovně. Prostoru pro případné úpravy však bude po volbách již minimum. V současné době nicméně nevidíme důvody, proč by deficit státního rozpočtu pro příští rok měl překračovat zmíněnou úroveň. Očekáváme tak, že v příštím roce skončí právě na úrovni 300 mld. CZK.

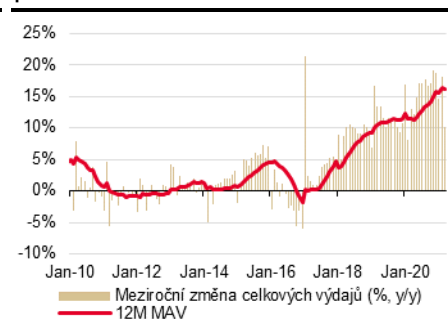
Srovnání březnových výsledků státního rozpočtu (mld. CZK)



Příjmy by i letos měly být vyšší oproti schválenému plánu státního rozpočtu



Růst výdajů začíná zpomalovat a měl by pomoci k nižšímu deficitu



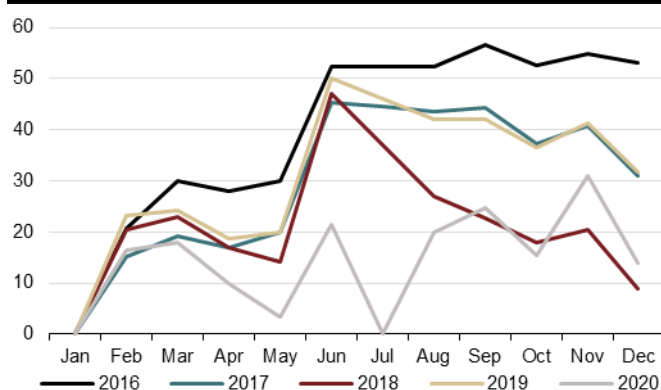
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, KB, MFČR

Ostatní sektory budou i nadále snižovat deficit celých veřejných financí

Municipality v loňském roce skončily s přebytkem hospodaření ve výši 14,5 mld. CZK (ESA2010), což je sice zhruba o polovinu horší výsledek než v roce předchozím, na druhou stranu v roce 2018 byl přebytek ještě o šest miliard nižší. V kontextu pandemického roku to tak lze označit za skvělý výsledek, kterému výrazně pomohl stát mimořádnými transfery ze státního rozpočtu (meziročně o 49 mld. CZK více). I přes krizový rok vzrostly meziročně investice místních samospráv o 9,5 % a běžné výdaje o 8,6 %. Dobrou zprávou je i nárůst hotovosti na jejich běžných účtech, který dosáhl téměř 230 mld. CZK (13 % y/y). To vytváří bezpečný polštář pro případné problémy hospodaření a zároveň investiční potenciál pro následující roky. **Obdobně jako v případě státního rozpočtu i pro municipality očekáváme letošní lepší výsledek hospodaření oproti očekáváním Ministerstva financí, a to ve výši 10 mld. CZK (versus 0,3 mld. CZK).** Nelze předpokládat, že se municipality dočkají stejné mimořádné podpory ze státního rozpočtu jako vloni. Stejně jako v případě státního rozpočtu ale předpokládáme rychlejší růst daňových příjmů. Ten by měl pomoci k vyššímu přebytku hospodaření ve výši 30 mld. CZK i v roce 2022.

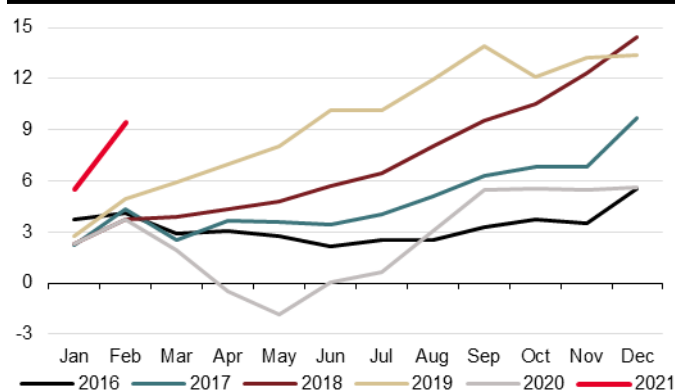
Fondy sociálního zabezpečení hospodařily v loňském roce se ztrátou 1,6 mld. CZK (ESA2010), což je nejhorší výsledek od roku 2014. Samotné zdravotní pojišťovny však v hotovostním vyjádření skončily v mírném přebytku. Celkově tak lze hodnotit výsledek pozitivně vzhledem k výdajově náročnému roku způsobeném pandemií koronaviru. Za tím bez pochyby stojí dvojnásobné zvýšení plateb za státní pojištění, které výrazně zvýšilo příjmy zdravotních pojišťoven a zabránilo propadu do deficitního hospodaření. Vzhledem k dalšímu navýšení plateb s platností od začátku letošního roku předpokládáme, že letos skončí celý sektor fondů sociálního zabezpečení s přebytkem 8 mld. CZK. První dva měsíce ukázaly doposud nejlepší výsledek hospodaření, což je pozitivním signálem do budoucna. Na druhou stranu je otázkou, jak se do rozpočtu promítne březnový vrchol pandemie a s tím zpožděné platby za poskytnutou péči. To je jednoznačně největším rizikem pro tento sektor veřejných financí.

Hospodaření municipalit pozitivně překvapuje (mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vyšší platby za státní pojištění udržely pojišťovny v přebytku



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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.

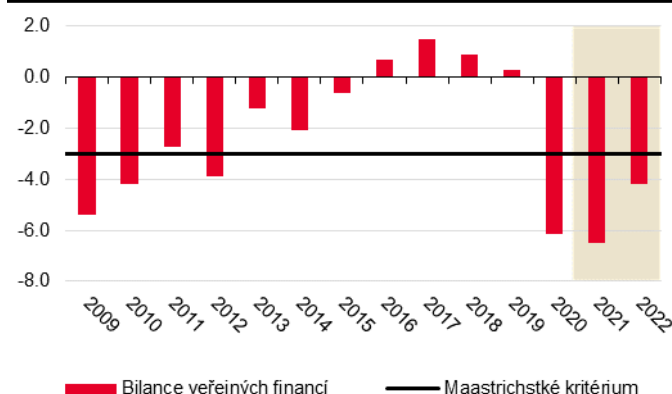
Dynamika veřejných financí

	2019	2020	2021f	2022f	2023f	2024f
Bilance veřejných financí (% HDP)	0,3	-6,2	-6,5	-4,2	-2,9	-1,7
Fiskální úsilí (pb HDP)	-0,8	-3,8	-1,0	1,8	1,3	1,1
Veřejný dluh (mld. CZK)	1739,9	2153,0	2553,0	2853,0	3078,0	3228,0
Veřejný dluh (% HDP)	30,3	38,1	42,5	44,4	45,3	45,1

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

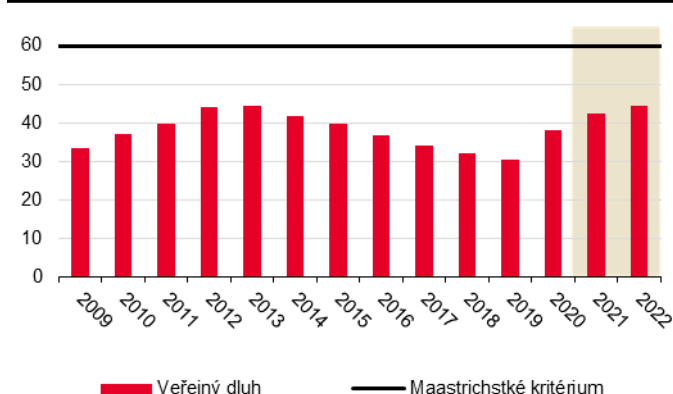
Celé veřejné finance skončily v loňském roce s historicky rekordním deficitem 6,2 % podle metodiky ESA2010, což je o 6,5 pb více, než v roce 2019, a zároveň o 0,8 pb více, než v doposud nejhorším roce 2009. Pro letošní rok očekáváme, že deficit veřejných financí dosáhne dokonce ještě vyšší hodnoty 6,5 % HDP. Hlavním důvodem je námi očekávaný hlubší schodek státního rozpočtu oproti loňskému roku. Naopak hospodaření municipalit a fondů sociálního zabezpečení by mělo i letos působit ve směru nižšího deficitu celých veřejných financí (+0,3 pb). Dubnová prognóza Ministerstva financí počítá s deficitem ve výši 8,8 % HDP. Ačkoli ve srovnání s MF předpokládáme obdobné tempo oživení ekonomiky, námi očekávaná struktura hospodářského růstu ve směru výrazně vyšší spotřeby domácností podporuje zároveň vyšší daňové příjmy. Na druhou stranu výdajové plány podle nás nebudou opět naplněny. Pro příští rok však naše prognóza doznala zhoršení deficitu veřejných financí na 4,2 % HDP (oproti 3,6 % v lednové prognóze). Konsolidace státního rozpočtu bude pravděpodobně pomalejší, než jsme dříve předpokládali. Rizikem na obě strany jsou však blížící se volby do Poslanecké sněmovny, které mohou změnit nastavení fiskální politiky. Dluh veřejných financí vzrostl ke konci minulého roku na 38,3 % HDP. V meziročním vyjádření zadlužení vzrostlo o 8,0 pb na nejvyšší úroveň od roku 2015. Růst zadlužení očekáváme i v následujících třech letech až na historicky rekordní úroveň 45,3 % HDP v roce 2023. Následně by měl dluh veřejného sektoru postupně začít klesat a vyhnout se tak dosažení dluhové brzdy ve výši 55 % HDP.

Bilance veřejných financí (% HDP)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Veřejný dluh (% HDP)

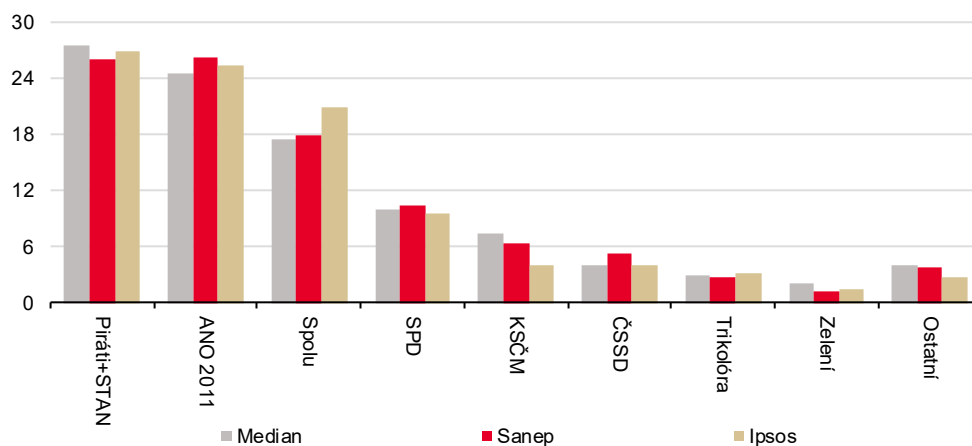


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Box 1: Parlamentní volby se ve veřejných financích odrazí až v roce 2023

V České republice proběhnou 8. a 9. října parlamentní volby. Ty v roce 2017 vyhrálo hnutí ANO, když získalo 29,6 % (78 mandátů), druhá byla ODS se ziskem 11,3 % (25 mandátů), třetí Piráti 10,8 % (22 mandátů), následovala SPD 10,6 % (22 mandátů), KSČM 7,8 % (15 mandátů), ČSSD 7,3 % (15 mandátů), KDU-ČSL 5,8 % (10 mandátů), TOP 09 5,3 % (7 mandátů) a STAN 18 % (6 mandátů). Od té doby se ale volební preference změnily. V důsledku pandemické krize hnutí ANO ztratilo z hlediska současných průzkumů pozici kandidáta na jednoznačného vítěze voleb a v některých průzkumech se již v popularitě posunulo na druhé místo za uskupení Piráti+STAN (podle výzkumné agentury Medián a Ipsos). V pozici lídra volebních průzkumů se ANO přitom drželo od března 2014. Zatímco ještě v roce 2018 získávala strana současného premiéra ve volebních průzkumech podporu kolem 35 %, aktuálně je to o zhruba 10 pb méně.

Volební preference (v %), březen 2021



Zdroj: Median, Sanep, Ipsos, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Z průzkumů vyplývá, že souboj o volební vítězství se pravděpodobně odehraje mezi hnutími ANO a Piráty+STAN. Ani jedno uskupení však zřejmě nezíská dostatečný počet hlasů na to, aby bylo schopno sestavit většinovou vládu. Hnutí ANO by v případě vítězství podporu u ostatních stran hledalo obtížně, a hrozilo by tak vládnutí bez důvěry poznamenané politickou nestabilitou. Podobně tomu bylo v roce 2017, kdy ANO důvěru sněmovny nezískalo, nicméně prezident Zeman tuto menšinovou vládu nechal vládnout v demisi šest měsíců. V případě vítězství Pirátů a STAN se nabízí koalice s uskupením Spolu (ODS, KDU-ČSL, TOP09). I zde je ale vzhledem k názorové nejednotnosti otázka, jak stabilní by takováto koalice byla. Dalším

ze scénářů, který není možné úplně vyloučit, je úřednická vláda. Situaci navíc neulehčí ani nový volební zákon, který sice bude i nadále zvýhodňovat nejúspěšnější strany, ale méně než doposud.

V oblasti veřejných financí výsledky voleb v krátkém období pravděpodobně nic nezmění. Rozpočet na příští rok bude více méně připraven ještě současnou vládou a na zásadnější zásahy do jeho návrhu nebude mít příští vláda čas ani prostor. Mohou nastat přesuny peněz mezi jednotlivými kapitolami, významnější úpravy však nečekáme. Změny tak pravděpodobně nastanou až v roce 2023. Ať už volby vyhraje jakákoliv strana, bude muset dříve či později hledat nové příjmy do státní kasy a/nebo snižovat výdaje. Pirátská strana se již vyjádřila, že by dodatečné příjmy hledala prostřednictvím vyšších daní u těžby nerostných surovin, zavedení digitální daně či vyššího zdanění komerčních nemovitostí. Tlak na zvyšování daní bude ale tlumit silné oživení ekonomiky, které povede k přirozenému růstu příjmů státního rozpočtu. Zároveň v tomto období do České republiky poteče rekordní množství peněz z fondů EU (více jsme se tématu věnovali zde: <https://bit.ly/KB21Q1CJ>). Výrazné změny by volby neměly přinést ani pokud jde o politiku podpory zaměstnanosti. Ohledně využití kurzarbeitu a podobných nástrojů panuje mezi politickými stranami shoda.

Jana Steckerová
+420 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz



Michal Brožka
(420) 222 008 569
michal_brozka@kb.cz

Trh práce zůstává stabilní

Kombinace přetrvávajících vládních podpůrných programů, utáženost před pandemií a blížící se silné oživení ekonomiky se odrazila ve stabilitě na trhu práce, která vydrží po celý letošní rok. V příštím roce bude míra nezaměstnanosti jen nepatrně klesat. Hlavním důvodem pouze mírného poklesu bude fakt, že navzdory pandemické recesi vzrostla jen minimálně. Růst mezd bude letos tažen veřejným sektorem, s oživením ekonomiky se obnoví rychlejší růst mezd také v soukromé sféře.

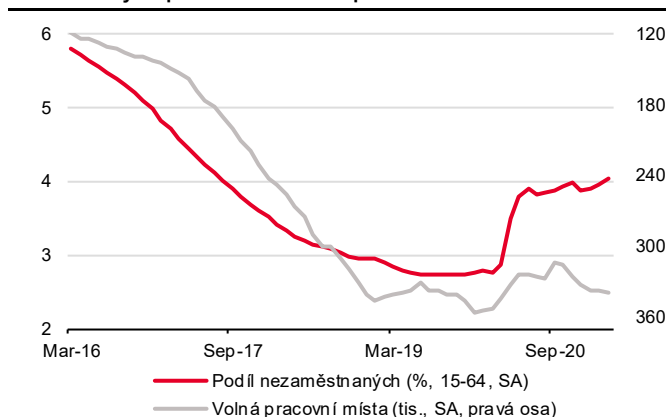
Čekáme už pouze minimální zvýšení míry nezaměstnanosti.

Míra nezaměstnanosti na konci prvního čtvrtletí 2021 v metodice MPSV dosahovala 4,2 %. To znamená meziroční zvýšení o 1,2 pb. Hlavní navýšení nezaměstnanosti se odehrálo už ve druhém čtvrtletí loňského roku. Zavedení vládních programů na podporu trhu práce a také zlepšení pandemické situace ve třetím čtvrtletí pak měly za následek stabilizaci podílu nezaměstnaných. Určité riziko jsme viděli s třetí vlnou pandemie na začátku letošního roku, která znovu ekonomiku výrazně ochromila a anekdotických zpráv o propouštění bylo přece jen více. Na druhou stranu řada podniků hovořila o přetrvávajícím nedostatku zaměstnanců s požadovanou kvalifikací. Počet volných pracovních míst sice v průběhu roku mírně klesal, ale stále zůstal vyšší než 300 tisíc, přičemž v posledních měsících narostl k 340 tisícům. **V každém případě se na začátku letošního roku nárůst nezaměstnanosti nekonal.**

Náš výhled vývoje nezaměstnanosti se pro nejbližší období nemění. Síla pandemického šoku a propadu ekonomiky by indikovala mnohem vyšší nezaměstnanost. Tomu ovšem brání program Antivirus, v rámci kterého stát proplácí část mzdových nákladů firmám, jejichž činnost je v důsledku pandemie omezena. S ohledem na politický cyklus a dosavadní jednání vlády v této věci předpokládáme, že program Antivirus bude v platnosti do čtvrtého čtvrtletí, přičemž časem by měl přejít na tzv. kurzarbeit. Již ve druhé polovině roku ovšem očekáváme expanzi ekonomiky a potřeba vládního programu na podporu trhu práce tak bude slábnout. **Vrchol nezaměstnanosti očekáváme ve čtvrtém čtvrtletí poblíž 4,5 %, a poté její spíše pozvolný sestup. Vlivem očekávaného nárůstu frikční nezaměstnanosti jsme v našem**

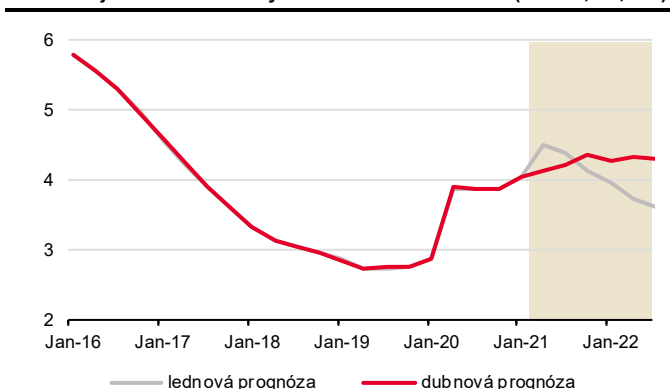
modelu mírně zvýšili rovnovážnou míru nezaměstnanosti (NAIRU) k 3 % z předchozích 2,6 % (ILO).

Počet volných pracovních míst opět roste



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

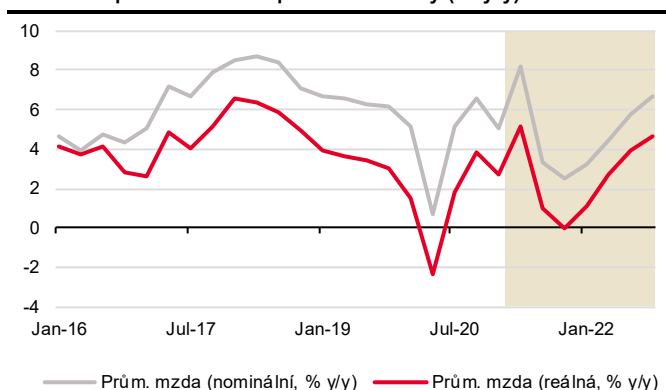
Čekáme jen minimální zvýšení nezaměstnanosti (MPSV, %, SA)



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

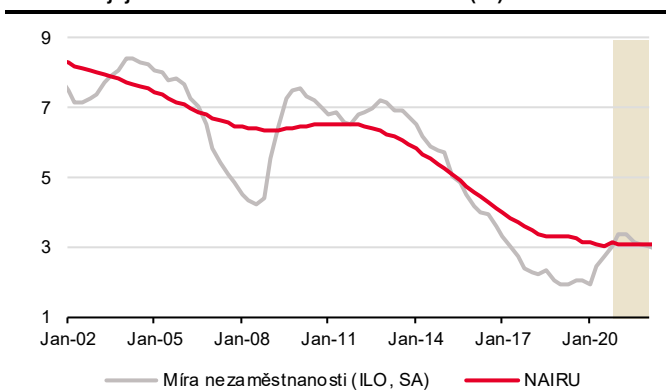
Vývoj průměrné mzdy ve čtvrtém čtvrtletí opět pozitivně překvapil. Navzdory druhé pandemické vlně došlo k jejímu navýšení o 1,9 % mezičtvrtletně (sezónně očištěno) a o 6,5 % meziročně. V reálném vyjádření to znamenalo meziroční růst o 3,8 %. Ve stejném období ovšem klesala zaměstnanost o 0,5 q/q a 1,9 % y/y, ještě více pak s ohledem na odpracovanou pracovní dobu (po přepočtu na plné úvazky klesla zaměstnanost o skoro 3 %). Objem vyplacených mezd a platů podle národních účtů ve čtvrtém čtvrtletí vzrostl o 2,3 % y/y, což v reálném vyjádření představuje pokles o 1,0 %. Růst průměrných mezd podpořila také skutečnost, že o práci přicházeli především méně kvalifikovaní a zároveň tak i méně placení zaměstnanci. Výrazně pozitivní vliv měly i mimořádné odměny ve zdravotnictví, kde díky tomu vzrostly mzdy meziročně o 31 %.

Čekáme zpomalení růstu průměrné mzdy (% y/y)...



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

...tlak na její růst se koncem letoška obnoví (%)



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

Letos růst průměrné mzdy podpoří především veřejný sektor.

Pro první čtvrtletí letošního roku počítáme se zpomalením tempa růstu průměrné mzdy na 0,5 % q/q a 5,0 % meziročně. Tahounem ovšem bude opět veřejný sektor, kdy platy rostou ve zdravotnictví a sociálních službách, a také ve školství. Naopak v případě soukromého sektoru počítáme se zvýšením o pouhých 2,1 % y/y, což v reálném vyjádření znamená mírný pokles. Údaje z průmyslu a stavebnictví za první měsíce letošního roku indikují výrazné zpomalení mzdového růstu. Obdobný obrázek čekáme i ve zbytku roku, i když s obnoveným růstem ekonomiky bude v různých sektorech docházet k značně diferencovanému vývoji mezd. V souhrnu pro letošek čekáme zvýšení průměrné nominální mzdy o 4,8 % a v příštím roce mírné zrychlení na 5,0 %, kdy by mohl zrychlovat mzdový růst v soukromé sféře.

Inflace brzdí opravdu pomalu

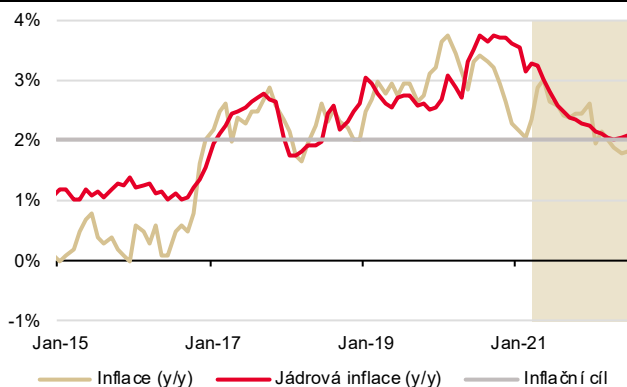
Růst spotřebitelských cen letos pravděpodobně setrvá v průměru poblíž 2,5 %. Jádrová inflace stále brzdí velmi neochotně a ceny u čerpacích stanic rostou kvůli ropě. Rozvolňování protiepidemických opatření může vést k výrazným cenovým výkyvům. Počítáme s postupnou obnovou domácích inflačních tlaků, a naopak po odeznění nárůstu cen ropy s desinflačním působením dovozních cen. Letos spotřebitelské ceny porostou v průměru o 2,5 % a v příštím roce inflace přibrzdí na 1,9 %.

Jádrová inflace bude ustupovat pomalu.

Inflace ve druhé polovině loňského roku brzdila zejména díky nižším cenám potravin.

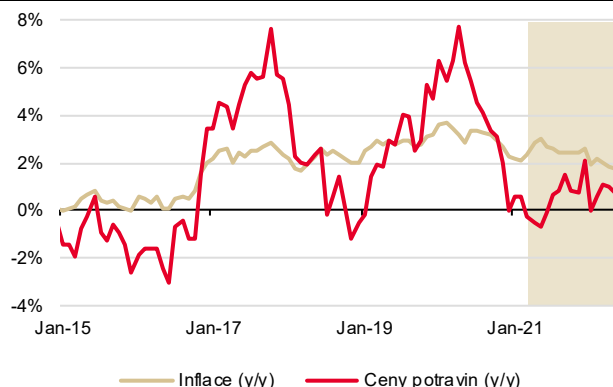
Na druhou stranu růst jádrové složky spotřebního koše, která nezahrnuje ceny potravin, pohonných hmot, regulovaných cen a změny nepřímých daní, zpomaloval méně, než jsme čekali. Na počátku letošního roku navíc došlo k výraznému nárůstu meziměsíční jádrové inflace, takže ta se v meziročním vyjádření ještě v březnu držela na 3,3 %. Ve druhém čtvrtletí přitom zřejmě znovu otevřou ochody a služby. Je netriviální otázkou, jak budou obchodníci a poskytovatelé služeb reagovat z hlediska výše cen na návrat zákazníků. Dosavadní odhady klesajícího vývoje spotřebitelských cen z důvodu slabé poptávky, které dosud nebyly realizovány, se mohou například projevit v dodatečné úpravě ceníků, slevách či jiných akcích s výrazným dopadem do cen. **Jsou zde však také indikace toho, že někteří obchodníci zdrazí z důvodu vyšších nákladů a nedostatečných kapacit,** které se snížily v době pandemie. Počítáme tedy spíše s tím, že ač ekonomika operuje pod svými možnostmi, tak jádrová inflace bude ustupovat jen velice pomalu. Pro letošek počítáme s jádrovou inflací v průměru na 2,8 % po loňských 3,4 %. V příštím roce čekáme jádrovou inflaci v průměrné výši 2,1 %, přičemž kromě očekávaného posilování české koruny a zvyšování úrokových sazeb by se v tomto mělo odrazit i očekávání opětovného zpomalení inflace v zahraničí. Letos počítáme pro eurozónu s inflací 1,7 %, ale příští rok opět čekáme její zpomalení k 1,1 %. **Působení dovozních cen by tedy mělo být již koncem letošního roku desinflační.**

Meziroční inflace se nakrátko může vrátit zpět ke 3 %



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

Ceny potravin letos působí desinflačně



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

Předpokládáme stabilitu ceny ropy poblíž 65 USD/barel.

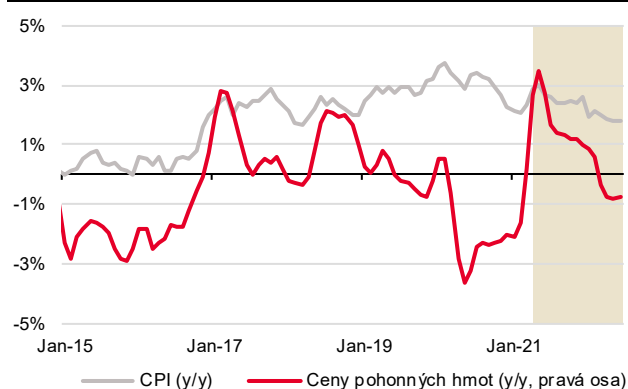
V letošním roce dochází ke zdrazování u čerpacích stanic vlivem vyšších cen ropy. To se sice může promítat i do dalších cen, ale s pokračujícím růstem cen ropy nepočítáme. Naopak předpokládáme její stabilitu poblíž 65 USD/barel (Brent). Z tohoto pohledu sice uvidíme velké meziroční růsty cen u čerpacích stanic, protože vloni klesla cena ropy extrémně nízko k 20 USD. Ovšem v dalších měsících už další významnější růst cen u čerpacích stanic nečekáme. Naopak při našem předpokladu další stability cen ropy a posilování kurzu koruny proti dolaru by již v příštím roce mělo být působení cen u čerpacích stanic desinflační.

U cen potravin s ohledem na aktuálně očekávaný vývoj cen zemědělských komodit čekáme spíše pozvolný nárůst, poté co jejich zdražování v předchozích dvou letech bylo naopak rychlejší.

Zvýšení spotřební daně inflaci mírně zvýší, nižší ceny energií ji brzdí.

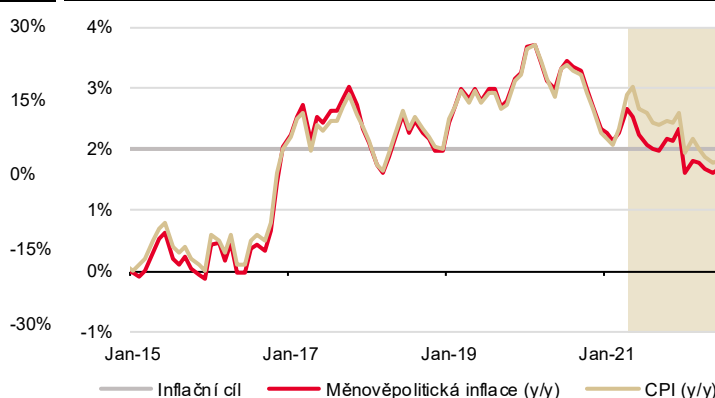
Na zvyšování inflace v letošním roce bude opět působit zvyšování spotřební daně z tabáku a alkoholu. V opačném směru bude působit naopak zdanění nafty. Souhrnné působení daňových změn by tak do inflace letos mělo přidat 0,3 pb. Vlivem poklesu cen energií koncem minulého roku začaly regulované ceny působit desinflačně. V meziročním vyjádření dokonce regulované ceny v březnu mírně klesly a počítáme s tím, že jejich růst bude letos slabý (0,7 %). V případě cen energií pro letošek počítáme s jejich menším zvýšením až ve druhé polovině roku s tím, jak poroste ekonomika a z hlediska celoročních údajů tak uvidíme růst regulovaných cen spíše až od příštího roku.

Ceny u čerpacích stanic výrazně vzrostly



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

Měnověpolitická inflace je blízko 2 %



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

Z výše uvedeného by mělo být patrné, že nejistota cenového vývoje je značná. To, co by ale nemělo překvapit, je statistický efekt srovnávací základny, z důvodu kterého bude meziroční inflace ve druhém čtvrtletí narůstat a může se dotknout i psychologické hladiny 3 %. Poté počítáme s poklesem tohoto ukazatele v průměru na 2,4 % y/y ve třetím čtvrtletí. Rizikem, o kterém hovoří i ČNB, jsou krátkodobé úpravy cen po znovuootevření obchodů a služeb, kdy nabídka nemusí stíhat uspokojit poptávku. Indikace takového vývoje můžeme pozorovat na straně výrobců, kde například zpráva společnosti Markit za březen uvádí, že nedostatek surovin vedl k nejprudšímu nárůstu cen vstupů v historii průzkumu, na což řada firem reagovala zvýšením svých cen ve snaze přesunout část vyšších nákladů na zákazníky.

V souhrnu čekáme, že inflace bude zpomalovat jen zpozdělna a v průměru letos dosáhne tempa 2,5 %. V příštím roce pak zpomalí na 1,9 %, přičemž i jádrová inflace se vrátí zpět do blízkosti 2 % po letos odhadovaném tempu 2,8 %.

Rizika: Covid-19 zůstává v čele rizik

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 již od Q2. Nepředpokládáme další pandemickou vlnu a opětovné zpřísnění opatření. Nenaplnění tohoto předpokladu může opět významně ovlivnit prognózu vývoje směrem dolů.
- **Dopad nižších daní na spotřebu.** Při kalkulaci vlivu snížení daní z příjmu fyzických osob předpokládáme mezní sklon ke spotřebě 0,6 a u a jednorázového příspěvku všem důchodům sklon 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.
- **Vnější prostředí.** Předpokládáme výrazné oživení vnější ekonomiky, které je ovšem také silně podmíněno ústupem pandemie a pozitivním efektem očkování. Opětovná recese v eurozóně by znamenala riziko dalšího poklesu i pro českou ekonomiku.

Klíčové makroekonomické ukazatele

	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	2020	2021	2022	2023	2024	2025
HDP a jeho struktura														
HDP (reálně, y/y, %)	-5,1	-4,8	-2,6	8,4	3,5	4,5	6,3	5,4	-5,6	3,4	4,7	3,4	3,2	2,8
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	-3,6	-8,3	-6,6	3,7	2,0	8,2	9,2	6,9	-5,2	1,8	5,3	3,2	3,7	3,0
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	0,3	7,0	7,2	9,0	9,8	1,6	-0,9	-1,0	3,5	6,9	-0,6	1,6	1,4	1,8
Fixní investice (reálně, y/y, %)	-9,6	-12,8	-5,6	-3,7	6,2	10,4	11,9	9,9	-8,0	1,8	7,1	1,9	3,6	3,8
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	1,4	3,7	1,8	4,8	-3,5	-4,4	-1,1	-0,1	-0,3	-0,3	0,4	1,1	0,3	0,3
Zásoby (příspěvek do y/y)	-2,1	-2,4	-1,0	1,4	2,5	2,3	0,3	0,1	-1,5	1,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,1
Měsíční data z reálné ekonomiky														
Zahraniční obchod (mld, CZK)	38	9	57	80	61	42	26	15	184	145	136	125	131	138
Vývozy (nominálně, y/y, %)	-0,9	10,6	9,2	30,0	10,9	4,3	7,5	8,1	-4,2	13,6	7,0	5,0	6,8	5,1
Dovozy (nominálně, y/y, %)	-4,3	3,4	6,9	25,9	15,3	11,6	9,0	9,6	-5,7	14,9	7,5	4,9	7,5	5,5
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	-3,7	1,7	0,4	27,7	3,8	3,4	7,7	7,1	-7,1	8,8	6,5	4,6	6,3	4,8
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	-9,4	-8,4	-9,7	-2,8	2,4	5,6	1,2	5,4	-5,1	-1,1	4,1	6,1	6,5	4,7
Malooobchod (reálně, y/y, %)	1,3	-2,0	-1,9	3,2	-1,5	3,9	6,8	5,2	-0,6	0,9	5,3	6,1	5,7	4,0
Trh práce														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	5,2	6,5	5,0	8,2	3,4	2,6	3,3	4,5	4,4	4,8	5,0	6,8	6,8	5,6
Mzdy (reálně, y/y, %)	1,8	3,8	2,8	5,2	1,0	0,0	1,2	2,7	1,2	2,2	3,1	4,9	4,7	3,6
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	3,8	4,0	4,2	3,9	4,1	4,5	4,5	4,1	3,6	4,2	4,3	4,2	3,9	3,9
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,9	3,0	3,4	3,3	3,3	3,1	3,1	2,9	2,6	3,3	3,0	2,7	2,5	2,5
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	-1,5	-1,6	-1,7	-0,4	0,2	0,7	1,2	0,4	-1,3	-0,3	0,5	0,3	0,3	0,0
Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu														
Inflace (y/y, %)	3,3	2,6	2,2	2,9	2,4	2,6	2,1	1,8	3,2	2,5	1,9	1,8	2,0	2,0
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,0	0,0	0,0	0,3	0,4	0,4	0,4	0,1	0,0	0,3	0,2	0,2	0,1	0,0
Jádrová inflace (y/y, %) (*)	3,7	3,7	3,3	3,0	2,5	2,3	2,1	2,0	3,4	2,8	2,1	1,9	2,0	2,1
Ceny potravin (y/y, %) (*)	4,0	1,7	0,3	-0,2	0,4	1,2	1,0	1,0	4,5	0,4	1,2	1,0	1,2	1,5
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*)	-14,2	-13,1	-7,2	14,4	7,1	3,7	-0,8	-3,5	-11,4	4,5	-2,0	-0,8	1,4	0,3
Regulované ceny (y/y, %) (*)	3,4	1,8	0,2	0,1	0,3	2,1	2,2	2,5	3,2	0,7	2,2	2,3	2,9	2,7
Ceny v průmyslu (y/y, %)	-0,3	0,1	1,5	3,9	3,9	3,7	2,1	0,6	0,1	3,3	1,0	1,1	1,8	1,7
Finanční proměnné														
2W Repo (% , průměr)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6	0,9	0,8	0,3	1,0	1,7	2,2	2,3
3M PRIBOR (% , průměr)	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,7	1,0	0,9	0,4	1,1	1,9	2,3	2,4
CZK/EUR (průměr)	26,5	26,7	26,1	25,7	25,4	25,2	25,0	25,0	26,5	25,6	24,9	24,2	23,7	23,1
Vnější prostředí														
HDP v EMU (reálně, y/y, %)	-4,2	-4,9	-1,5	12,9	2,2	3,9	5,0	4,2	-6,8	4,1	3,6	2,1	1,9	1,7
HDP v Německu (reálně, y/y, %)	-4,0	-3,7	-3,4	9,4	2,7	3,5	6,1	4,5	-5,3	3,1	4,0	1,9	1,6	1,4
CPI v EMU (y/y, %)	0,0	-0,3	1,1	1,6	1,9	2,1	1,0	1,1	0,3	1,7	1,1	1,1	1,5	1,5
Ropa Brent (USD/brl, průměr)	43,2	44,3	60,9	67,5	65,0	65,0	65,0	65,0	42,4	64,6	65,0	65,3	66,1	67,1
Euribor 1Y (% , průměr)	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,1	0,2	1,2	2,7
USD/EUR (čtvrtletí eop, roky průměr)	1,17	1,19	1,20	1,23	1,25	1,27	1,25	1,25	1,14	1,24	1,27	1,31	1,33	1,35

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

Poznámka: (*) složky inflace jsou očištěny o přímý dopad daňových změn

ČNB Focus



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

Vyšší sazby v druhé polovině roku

Úrokové sazby ČNB setrvávají na současné nízké úrovni až do listopadu, kdy očekáváme jejich první zvýšení. Hlavním důvodem pro jejich pokračující stabilitu po velkou část letošního roku je nejistota kolem dalšího vývoje pandemie a ekonomiky. Nízký podíl proočkované populace totiž nevylučuje výskyt další vlny nákazy. Centrální bankéři zároveň uvádějí, že se raději se zvyšováním sazeb opozdí, než aby ho naopak uspěli. V důsledku prudkého šíření viru na začátku roku bude květnová prognóza ČNB pro letošek zřejmě počítat s pozvolnějším oživením ekonomiky a nejspíše i s pozdějším zvyšováním sazeb. Výhled letošní inflace by se však na druhou stranu mohl posunout mírně vzhůru. Silnější hospodářský růst podle nás přinese až druhá půle roku, kdy bychom mohli dosáhnout i potřebné míry proočkovanosti. Listopadové zvýšení repo sazby o 25 bb pravděpodobně odstartuje postupnou normalizaci měnové politiky, která by měla vést k vyšším sazbám také v příštím roce. Na jeho konci očekáváme repo sazbu na úrovni 1,25 %. Rizika naší prognózy měnové politických sazeb jsou však vychýlena ve směru jejich dřívějšího zvýšení, které by mohlo nastat již ve třetím čtvrtletí. Jde především o rychlou reakci ČNB na výrazně se lepšími předstihovými indikátory či výrazné promítnutí zadržené poptávky do cen poté, co dojde k otevření provozoven obchodů a služeb.

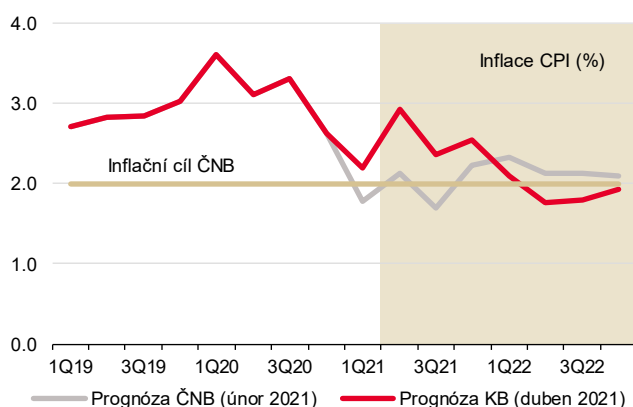
Sazby zůstávají kvůli pandemii nadále nízké

Po výrazném snížení dvoutýdenní repo sazby v souhrnné výši o 200 bb během první poloviny loňského roku, zůstává její hodnota od té doby nezměněna.

První čtvrtletí letošního roku se neslo ve znamení pokračující stability úrokových sazeb.

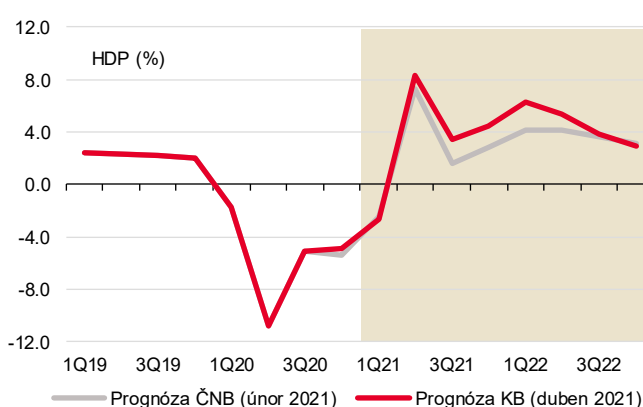
Dvoutýdenní repo sazba tak i nadále činí 0,25 % a beze změny zůstává také diskontní a lombardní sazba (0,05 %, resp. 1,00 %). Hlavním důvodem je podle ČNB přetrvávající vysoká míra nejistoty ohledně dalšího pandemického a tedy i ekonomického vývoje. Počet nových případů nákazy se v prvních měsících roku začal opět strmě zvyšovat, což vedlo k dalšímu zprísňení protiepidemických opatření. Přestože ekonomika v průběhu podzimní vlny pandemie prokázala vyšší odolnost, je pravděpodobné, že mírnému mezičtvrtletnímu poklesu výkonnosti se v prvním čtvrtletí nevyhnula.

Inflace bude letos zřejmě vyšší, než jakou ČNB čeká



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

Slabší ekonomika při mírně vyšší inflaci

Ekonomika zůstane v důsledku rychlého šíření nákazy na začátku letošního roku a jen postupného rozvolňování protiepidemických opatření v prvním pololetí slabá.

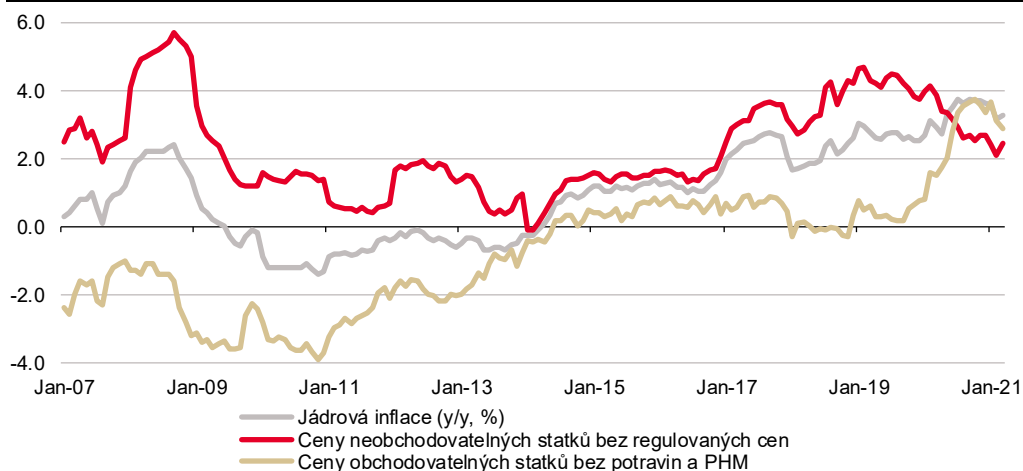
Vyšší odolnost ekonomiky se projevila ve výsledcích za čtvrté čtvrtletí, kdy ekonomika vzrostla mezičtvrtletně o 0,6 % a nacházela se tak nepatrně nad prognózou ČNB. Ta očekávala její stagnaci. Vyšší byla především spotřeba vlády, která oproti prognóze ČNB rostla přibližně dvojnásobným tempem. Mírně vyšší byly také čisté exporty. Spotřeba

domácností a investice klesaly oproti loňsku naopak rychleji, než centrální banka předpovídala. Pro první čtvrtletí letošního roku prognóza ČNB předpokládá mezičtvrtletní pokles HDP o 0,2 %, v tom druhém pak jeho růst o 0,7 %. Tato trajektorie vývoje tuzemské ekonomiky však nepočítala s výše zmíněným výrazným zhoršením pandemické situace na začátku letošního roku a **je tak vysoce pravděpodobné, že květnová prognóza ČNB přinese revizi ve směru horšího ekonomického vývoje.** Naše prognóza očekává, že ekonomika v prvním čtvrtletí klesne mezičtvrtletně o 0,8 %, pro druhé čtvrtletí však již počítá s růstem o 1,6 %. Vezmeme-li v úvahu několik posledních prognóz centrální banky, které patřily k nejpesimističtějším, lze předpokládat, že zejména odhad ČNB pro druhé čtvrtletí bude nižší. ČNB tak ve výsledku může snížit i odhad pro celý letošní rok, který aktuálně počítá s růstem ekonomiky o 2,2 %. Naše prognóza pro srovnání zahrnuje růst HDP v letošním roce o 3,4 %, mimo jiné také z důvodu předpokladu o silném oživení ekonomiky v druhé půli roku.

Růst spotřebitelských cen byl v prvním čtvrtletí vyšší, než centrální banka čekala.

Meziroční inflace dosáhla v průměru 2,2 %, zatímco ČNB předpovídala 1,8 %. Rychleji oproti prognóze ČNB rostly ceny potravin a vyšší byla také jádrová inflace. K té i nadále přispíval zejména růst cen obchodovatelného zboží, jenž se pohyboval kolem 3 %. Ceny neobchodovatelných služeb rostly tempem mírně převyšujícím 2 %. Mírnější ve srovnání s prognózou ČNB byl rovněž meziroční pokles cen pohonných hmot. Ve směru nepatrně nižší inflace naopak působilo pozvolnější zvyšování regulovaných cen. K ještě většímu rozdílu mezi skutečným a prognózovaným vývojem než v případě spotřebitelských cen, došlo u cen průmyslových výrobců. Ty v prvním čtvrtletí vzrostly v průměru o 1,6 %, ČNB však počítala s jejich meziročním poklesem o 1 %. **Tlak na rychlejší zvyšování tuzemských spotřebitelských cen vytváří také silnější růst průměrné mzdy.** Ta ve čtvrtém čtvrtletí vzrostla v nominálním vyjádření meziročně o 6,5 %, když ČNB očekávala růst pouze o 2,2 %.

Jádrová inflace zůstává nad 3 % a k její dynamice přispívají zejména ceny obchodovatelného zboží; růst cen neobchodovatelných služeb zpomalil ke 2 %



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

K mírně vyšší inflaci v květnové prognóze ČNB pravděpodobně přispěje rychlejší růst spotřebitelských cen v prvním čtvrtletí a také silnější cenový růst v zahraničí.

Na vyšší tuzemskou inflaci bude v květnové prognóze ČNB zřejmě působit i vývoj v zahraničí. To dokazuje také poslední aktualizace vnějších předpokladů prognózy, kterou centrální banka zveřejnila koncem března. Zatímco současná prognóza ČNB zahrnuje meziroční růst spotřebitelských cen v efektivní eurozóně v letošním roce o 1,4 %, aktualizované předpoklady o vývoji vnějšího prostředí již hovoří o růstu 1,8 %. Růst cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně je v aktualizovaných předpokladech dokonce dvakrát vyšší (3,3 % versus 1,6 %). Dováženou inflaci však může z části mírnit vývoj kurzu koruny. Tuzemská měna byla v prvním čtvrtletí oproti euru o procento silnější, než ČNB očekávala. Koruna by podle ČNB měla posilovat také ve zbytku roku, když na jeho konci

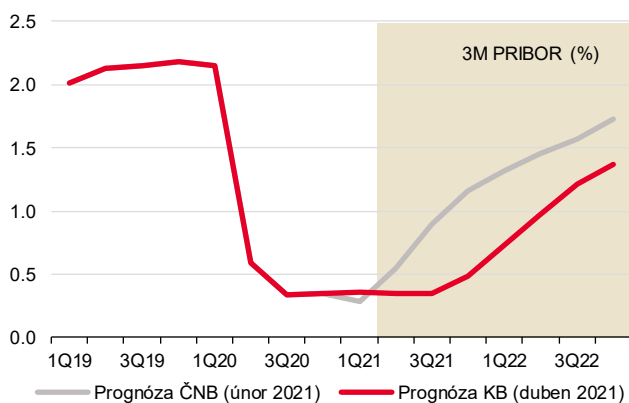
očekává, podobně jako my, kurz mírně nad hodnotou 25 korun za euro. Na pozvolnější růst tuzemských spotřebitelských cen bude v květnové prognóze ČNB pravděpodobně působit také výše zmíněná revize ve směru nižšího hospodářského růstu. **Proinflační vlivy však podle našeho názoru v květnové prognóze ČNB převáží a ta by tak mohla přinést mírnou revizi ve směru vyšší letošní inflace.** Její hodnota by se tak měla dostat nepatrně nad 2 %. Podle naší prognózy růst spotřebitelských cen dosáhne v letošním roce v průměru 2,5 %, zatímco ČNB v aktuálně platné prognóze čeká 2,0 %. Z hlediska struktury se však v letošní inflaci bude odrážet především výrazný meziroční růst ceny ropy, jádrová inflace podle nás letos klesne z 3,4 % na 2,8 %.

Zpřísnování měnové politiky začne v listopadu

K prvnímu zvýšení základní repo sazby o 25 bb podle nás dojde na listopadovém zasedání bankovní rady. Většina centrálních bankéřů se již vyjádřila, že úrokové sazby zůstanou na současné úrovni alespoň po celou první polovinu letošního roku. Koronavirová situace již sice doznala významnějšího zlepšení, uvolňování restriktivních opatření však bude zřejmě pozvolné. **Podíl proočkované populace je totiž v ČR stále poměrně nízký a riziko výskytu další vlny pandemie tak zůstává nemalé.** Sektor služeb a obchodu je s drobnými přestávkami již rok uzavřen a na začátku letošního roku se vyskytly problémy rovněž ve výrobním sektoru, kterému z důvodu narušení dodavatelských řetězců chybí klíčové vstupy do výroby. Není tak překvapením, že se finanční situace některých podniků během pandemie výrazně zhoršila. V poslední době již dochází i k mírnému nárůstu počtu úvěrů v selhání. Tento trend může s očekávaným snížením podpory prostřednictvím vládních programů ještě narůstat. Pro ČNB tak bude důležité zachovat podmínky pro snadný přístup k levné likviditě v rané fázi oživení ekonomiky. To potvrzují i slova centrální bankéřů, kteří uvádějí, že **se raději se zvyšováním úrokových sazeb mírně opozdí, než aby jejich zvýšení provedli předčasně a ohrozili tak nastupující růst ekonomiky.**

Centrální bankéři nebudou chtít zvyšování úrokových sazeb uspěchat.

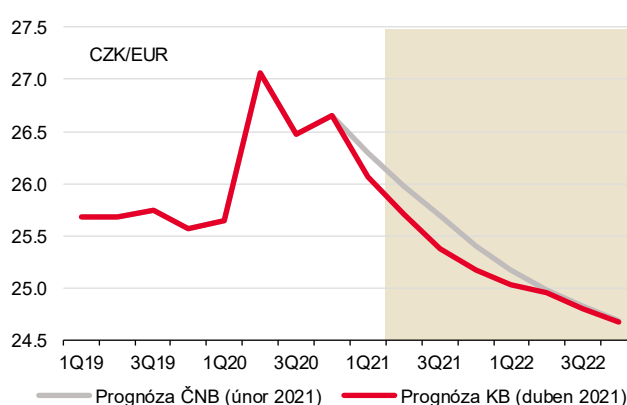
Ke zvýšení sazeb dojde až ke konci letošního roku



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Finanční trh od ČNB čeká dvojí zvýšení úrokových sazeb do konce letošního roku, první z nich ve třetím čtvrtletí a druhé ve čtvrtletí čtvrtém.

Silnější koruna přispěje ke zpřísnění měnových podmínek



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Druhé pololetí letošního roku již pravděpodobně přinese silné oživení ekonomiky a spolu s vyšší proočkovaností populace umožní ČNB začít se zpřísnováním měnové politiky. Listopadové zvýšení repo sazby tudíž podle naší prognózy odstartuje proces postupné normalizace měnové politiky. Úrokové sazby by tak měly pokračovat v růstu i v příštím roce, na jehož konci čekáme dvoutýdenní repo sazbu na úrovni 1,25 %. Únorová prognóza ČNB očekává první zvýšení úrokových sazeb již v aktuálním čtvrtletí a další dvě pak do konce roku. Jestliže vyznění této prognózy ČNB se odráží také v trajektorii sazeb pro příští rok, v jehož posledním čtvrtletí čeká ČNB repo sazbu ve výši 1,6 %. S ohledem na vyjádření členů bankovní rady lze však předpokládat, že sazby zůstanou stabilní delší dobu. S růstem měnově politických sazeb ve druhém čtvrtletí nepočítá ani finanční trh. Ten do konce roku očekává dvojí zvýšení, první ve třetím čtvrtletí a druhé ve čtvrtletí čtvrtém. **S ohledem na nepříznivý**

vývoj pandemie na začátku letošního roku lze nicméně usuzovat, že nová prognóza ČNB už s růstem sazeb ve druhém čtvrtletí počítat nebude. Tempo zvyšování úrokových sazeb lze však čekat obdobné a celá jejich prognózovaná trajektorie se tak pravděpodobně jen o jedno čtvrtletí posune. Jejich strmý nárůst totiž souvisí se silnou „vpředhledícností“ predikčního modelu centrální banky, v rámci něhož, letošní úroveň sazeb reaguje zejména na růst ekonomiky v příštím roce (ČNB pro rok 2022 čeká růst HDP o 3,8 %). Je tak zároveň pravděpodobné, že bankovní rada, která se dosud vůči rychlému růstu sazeb v prognóze ČNB silně vymezovala, bude s novou prognózou více komfortní.

Spolu s repo sazbou půjde v listopadu vzhůru zřejmě také lombardní sazba. Diskontní sazba naproti tomu podle nás zůstane na současných 0,05 % až do druhé poloviny příštího roku. Je totiž pravděpodobné, že centrální banka bude chtít obnovit standardní symetrické pásmo kolem základní repo sazby ve výši 100 bb. Podobně se zmíněné úrokové sazby vyvíjely v průběhu posledního cyklu zpřísnování měnové politiky, tedy v období od dubna 2017 do února 2020.

Rizikem je růst sazeb již ve třetím čtvrtletí

Dřívější zvýšení úrokových sazeb již ve třetím letošním čtvrtletí je podle nás reálným rizikem. Někteří centrální bankéři totiž zmínili, že postačujícím signálem o zlepšujícím se stavu ekonomiky pro ně bude příznivý vývoj předstihových indikátorů a že tudíž necítí potřebu čekat s prvním zvýšením sazeb až na zveřejnění oficiálních statistik HDP. S ohledem na očekávaný pokles ekonomiky v prvním čtvrtletí a jen postupné rozvolňování protiepidemických opatření, nebude nejspíše HDP za druhé čtvrtletí nikterak oslnivé. Výraznějšího oživení ekonomické aktivity budeme zřejmě svědky až ve čtvrtletí třetím. **Letní měsíce by už sice mohly nabídnout optimisticky vyhlížející předstihové indikátory, míra proočkování populace však podle nás ještě nebude taková, aby bylo možné vyloučit výskyt další vlny pandemie. Velkou neznámou je v tuto chvíli také vývoj inflace,** stále není totiž zjevné, jakým směrem se spotřebitelské ceny po otevření obchodů vydají. **V současné době spatřujeme rizika spíše ve směru vyšší inflace.** Nahrává tomu příznivý vývoj příjmů domácností, a to i vlivem výrazně expanzivní fiskální politiky. Prostor pro realizaci spotřeby však prozatím domácnosti z důvodu uzavření převážné části ekonomiky neměly a růst příjmů se tak odrazil v rekordní míře úspor. Po otevření obchodů a služeb však může v krátkém čase dojít k realizaci této zadržené spotřeby, jejíž velká část by zřejmě směřovala do oblasti služeb. Nárůst poptávky se však zároveň může projevit ve vyšších cenách. Proinflační rizika se nyní hromadí i ve výrobním sektoru, v důsledku zvyšujících se cen výrobních vstupů. **Celkově tak můžeme říct, že rizika naší prognózy měnově politických úrokových sazeb jsou vychýlena ve směru dřívějšího růstu, predikované tempo jejich zvyšování však podle nás v ohrožení není.**

K dřívějšímu nárůstu úrokových sazeb by mohlo přispět výrazné zvýšení inflace, která může být reakcí na silnou poptávku po zboží a službách po otevření obchodů.

Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy

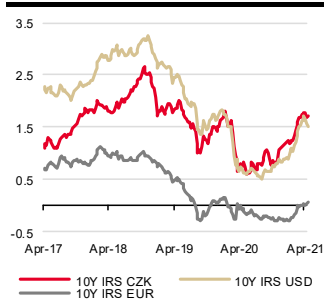


František Tábořský
(420) 222 008 598
frantisek_taboricky@kb.cz

Vrchol v nedohlednu, růst ale zpomalí

Úrokové sazby a výnosy státních dluhopisů zažily v prvním čtvrtletí masivní zvýšení. Jejich růst bude i nadále pokračovat, ačkoli již pomalejším tempem. Finanční trhy navyšují sázky na růst úrokových sazeb ČNB v horizontu dvou let. Na druhou stranu v delším horizontu stále podceňují rychlost normalizace měnové politiky. Z pohledu zajištění jsou tak atraktivní právě delší splatnosti. Státní dluhopisy mají podle nás svou hlavní část růstu již za sebou a druhá polovina roku bude pro finanční trhy z pohledu nižší nabídky státních dluhopisů překvapením. Jejich nedostatek tak bude tlumit růst výnosů tažený IRS křivkou. V relativním vyjádření vůči úrokovým swapům očekáváme obrát trendu a jejich postupné zdražování. Téma expanzivní fiskální politiky se vyčerpalo a druhou polovinu roku podle nás bude řídit pravděpodobné přerazení České republiky ze segmentu rozvíjejících se zemí mezi vyspělé, což paradoxně negativně ovlivní české státní dluhopisy.

Globální vývoj úrokových sazeb



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Trh českých sazeb IRS: ČNB i globální vývoj podporují rychlý růst

První čtvrtletí letošního roku přineslo masivní nárůst úrokových sazeb na globálních trzích, který odstartovala vidina úspěšné vakcinace a oživení ekonomik v druhé polovině letošního roku. S tím jsou spojena i vyšší inflační očekávání a očekávaná dřívější reakce centrálních bank. Ve výsledku tak první čtvrtletí překonalo všechna očekávání a vedlo k výrazným revizím prognóz včetně té naší. Kolegové z SG posunuli výhled pro konec letošního roku v případě dolarové desetileté sazby z 1,60 % na 2,05 % a eurové z 0,20 % na 0,40 % s tím, že aktuální makroekonomický vývoj ponechává rizika spíše směrem nahoru. **Ačkoli poslední týdny ukázaly částečnou korekci předchozího růstu sazeb, změnu trendu nepředpokládáme. Krátká období stagnace či poklesu nelze vyloučit ani pro následující měsíce. Úrokové sazby však půjdou trendově nahoru i nadále.**

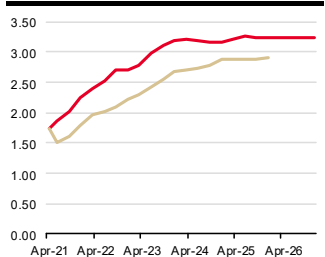
Ačkoli naše lednová prognóza patřila k těm odvážnějším na trhu, od té doby nás vývoj na trzích pohledem desetileté korunové sazby předebral o celá tři čtvrtletí. V kratších splatnostech bylo překvapení výrazně nižší, nicméně i se tady naše nová prognóza posunula výš. Hlavním důvodem je globální vývoj, zejména v USA, a změna našich předpokladů pro vnější prostředí. Velkou roli ale hraje i domácí finanční trh, který reaguje výrazně agresivněji na rétoriku ČNB. Ačkoli v nové prognóze očekáváme jen mírně rychlejší růst úrokových sazeb centrální banky v příštím roce, předpokládáme, že investoři ve svých očekáváních mnohem více než doposud zohlední normalizaci měnové politiky, což se promítne i do krátkého konce křivky.

Výhled pro CZK IRS (% , konec období)

	Q2 21f	Q3 21f	Q4 21f	Q1 22f	Q2 22f
2Y	1,20	1,25	1,60	1,80	1,95
5Y	1,70	1,80	2,05	2,20	2,35
10Y	1,90	2,05	2,25	2,40	2,55

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Změna prognózy IRS

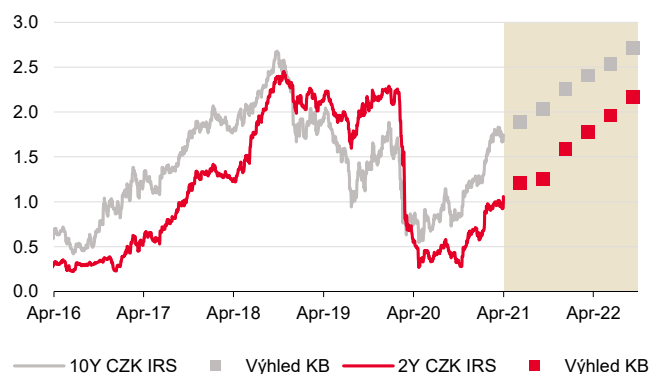


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pro následující měsíce bude klíčové květnové zasedání ČNB a vyznění její nové prognózy. Poslední týdny ukázaly pokles korunových sazeb zpět na úroveň ze začátku března. Ačkoli nová prognóza centrální banky pravděpodobně přijde s revizí ekonomického růstu pro letošní rok směrem dolů, naopak vyšší inflace by měla udržet ještě rábí tón bankovní rady, který jsme viděli i na předchozích zasedáních. Očekáváme tak, že květen opět nastartuje růst úrokových sazeb. Větší prostor vidíme zejména na delším konci křivky. V krátkých splatnostech do dvou let podle nás finanční trhy nadhodnocují míru zvyšování úrokových sazeb ČNB, zatímco v delším horizontu i přes rychlý růst naopak stále podceňují normalizaci

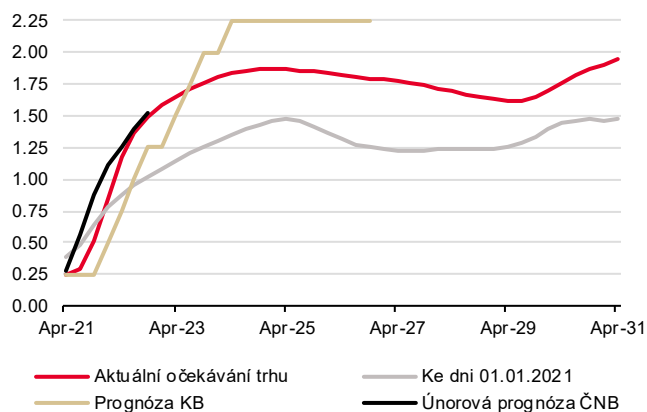
měnové politiky. **Oproti lednové prognóze jsme tak zvýšili očekávanou hodnotu dvouletého úrokového swapu na konci tohoto roku z 1,25 % na 1,60 % a desetiletého z 1,80 % na 2,25 %.** Celá křivka by postupem roku měla být strmější, nicméně ještě před koncem letoška by se tento trend měl obrátit díky začátku zvyšování úrokových sazeb ČNB. V této souvislosti doporučujeme *Pay CZK 5y IRS*.

Prognóza IRS (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj základní úrokové sazby ČNB



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

Podmínky úrokového zajištění zůstávají výhodné zejména v delším horizontu

Vzhledem k agresivní prognóze ČNB, která se podle nás ani v květnu příliš nezmění, finanční trhy stále zvyšují sázky na rychlý růst úrokových sazeb centrální banky v horizontu dvou let. Aktuálně trh předpokládá nárůst dvoutýdenní repo sazby na úroveň necelých 1,50 % na konci roku 2022, což je jen o pár bazických bodů pod únorovou prognózou ČNB. Ačkoli v tomto horizontu vidíme o jedno zvýšení úrokových sazeb centrální banky (o standardních 25bb) méně, nečekáme, že finanční trhy budou své sázky snižovat. **Na druhou stranu i nadále podle nás trhy podceňují růst úrokových sazeb ČNB v delším horizontu, což lze využít pro zajištění úrokového rizika.** Centrální banka i nadále opakuje, že hodnotu rovnovážné úrokové sazby vidí na úrovni 2,5-3,0 %, kam by i měla směřovat dlouhodobá očekávání finančních trhů. Ty v současnosti nedosahují v horizontu 5-10 let ani dvou procent, což je i důvodem proč právě v tomto segmentu křivky očekáváme nejrychlejší růst pro následující měsíce. Na druhou stranu i tyto možnosti zajištění se od minulé prognózy postupně uzavírají a nepředpokládáme, že by se na tomto trendu mělo něco měnit.

Podmínky úrokového zajištění se zhoršují



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

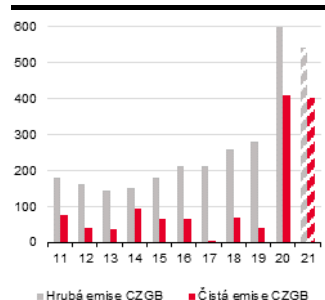
Kotace forward úrokových swapů (% p.a., vs. 6M PRIBOR)

	Maturita						
	6M	1Y	18M	2Y	3Y	5Y	10Y
Spot	0.43	0.59	0.93	1.09	1.38	1.67	1.83
Forward							
3M	0.53	0.89	1.11	1.28	1.51	1.75	1.88
6M	0.82	1.19	1.31	1.48	1.66	1.83	1.93
9M	1.26	1.42	1.53	1.64	1.78	1.90	1.98
1Y	1.56	1.57	1.70	1.76	1.88	1.96	2.01
18M	1.56	1.77	1.83	1.90	1.97	2.01	2.05
2Y	1.96	1.97	2.01	2.04	2.07	2.05	2.09
3Y	2.11	2.12	2.12	2.12	2.10	2.04	2.15

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ke dni 28. 4. 2021

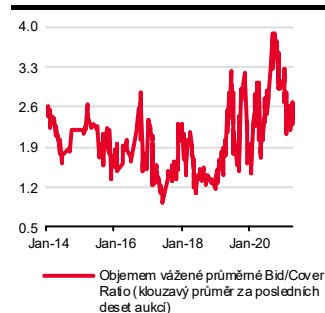
Finanční trhy plně zohlednily vysokou nabídku státních dluhopisů.

Emise CZGB (mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Poptávka po státních dluhopisech začíná opět růst



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výnosy státních dluhopisů budou dále růst. Rychlost však bude tlumit nižší nabídka, což povede k opětovnému zdražení v ASW.

Trhy čeká překvapivě nízká nabídka státních dluhopisů

Finanční trhy podle nás během uplynulých měsíců plně promítly do cen státních dluhopisů vidinu jejich rekordní nabídky, srovnatelnou s tou v loňském roce. Zároveň nic nenasvědčuje tomu, že by vláda měla mít sebemenší problémy s financováním rekordního deficitu státního rozpočtu. Po spíše průměrných březnových aukcích poptávka během dubna vyskočila téměř na dvojnásobek. Na druhou stranu dubnová makroekonomická prognóza Ministerstva financí výrazně zhoršila očekávaný deficit veřejných financí a *Čtvrtletní zpráva o řízení státního dluhu ČR* (<https://bit.ly/3dx0ASJ>) zohlednila ve své projekci letošní emise zvýšení plánovaného deficitu státního rozpočtu ze začátku roku. Podle nás tak stát mylně vyvolává dojem výrazně vyšší emise státních dluhopisů oproti naší prognóze (více ke státnímu rozpočtu v kapitole *Fiskální politika*). Od začátku roku si podle našich výpočtů stát již zajistil zhruba 60 % všech letošních výpůjčních potřeb. **Očekáváme tak, že v druhé polovině roku budou finanční trhy zaskočeny nízkou nabídkou státních dluhopisů, obdobně jako jsme tomu byli svědky v minulém roce.**

Vzhledem k optimistickému očekávání vývoje fiskální politiky oproti trhu zůstává i naše prognóza letošní emise státních dluhopisů téměř beze změny. K drobným úpravám došlo pouze ve struktuře financování výpůjčních potřeb díky 2 mld. EUR, které stát získal od Evropské komise v rámci programu SURE. Tyto prostředky poslouží k pokrytí všech letošních cizoměnových výpůjčních potřeb, což má za následek dvě věci: (1) Zmizela potřeba emitovat státní dluhopisy denominované v eurech a (2) nečekaný zdroj eurového financování neovlivní CZK/EUR xccy basis.

Potřeba a zdroje financování pro rok 2021 (v mld. CZK)

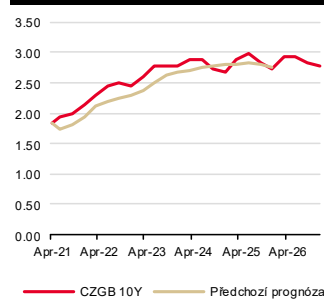
	MinFin	KB
Saldo státního rozpočtu	500,0	400,0
Převod a další operace finančních aktiv státu	0,0	0,0
Splátky státních dluhopisů v domácí měně	141,4	141,2
Splátky státních dluhopisů v cizí měně	56,0	51,6
Splátky a předčasné splátky spořicí dluhopisů	0,0	0,0
Splátky instrument peněžního trhu	25,4	25,4
Splátky pokladničních poukázek		25,4
Splátky ostatních nástrojů peněžního trhu		0,0
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	3,5	3,5
Potřeba financování celkem	728,4	647,1
Nástroje peněžního trhu		20,0
Pokladniční poukázky		20,0
Ostatní nástroje peněžního trhu		0,0
Hrubá emise CZGB v domácí měně	min. 580	544,0
Hrubá emise CZGB v cizí měně		0,0
Hrubá emise eurobondů		0,0
Hrubá emise spořicí dluhopisů		12,0
Přijaté zápůjčky a úvěry (vč. EUR)		52,3
Operace finančních aktiv a řízení likvidity		18,8
Zdroje financování celkem		647,1
Hrubá výpůjční potřeba		628,3
Čistá emise CZGB		402,8

Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní část růstu výnosů státních dluhopisů máme již za sebou

Za poslední dvě čtvrtletí vzrostl desetiletý výnos státních dluhopisů z 0,85 % na téměř 2 % a zároveň výrazně zlevnil i v relativním vyjádření vůči IRS. Za tím stála kombinace vysokých výnosů státních dluhopisů na globálních trzích, agresivní výhled měnové politiky ČNB a expanzivní fiskální politika české vlády, jejímž výsledkem byl masivní nárůst nabídky státních dluhopisů. První dva důvody podle nás budou v jen o něco nižší míře působit na růst

Změna prognózy výnosu CZGB



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

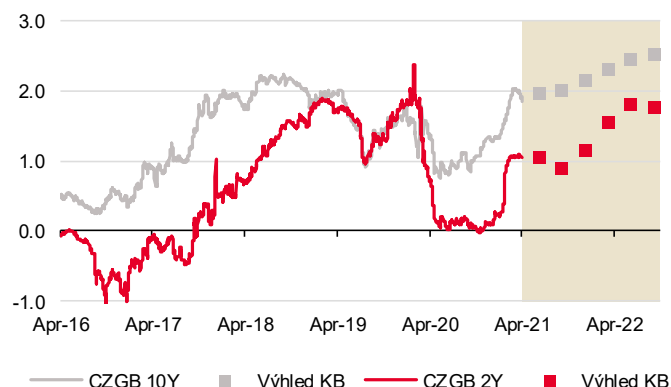
výnosů českých státních dluhopisů i v následujících měsících, zatímco fiskální politika svůj příběh z hlediska tlaku na vyšší výnosy už odehrála. Poptávka po dluhopisech v posledních týdnech roste, zatímco nabídka bude podle nás nižší, než v současnosti trh očekává. ASW spready tak pravděpodobně mají jen omezený prostor k dalšímu růstu a v následujících měsících se začnou podle naší prognózy opět utahovat a tlumit tak další růst výnosů tažený IRS křivkou. Do konce letošního roku tak očekáváme jejich výrazně nižší tempo růstu, než jsme viděli v předchozích čtvrtletích. Dvouletý výnos by se měl posunout na 1,15 % a desetiletý na 2,15 %. Oproti lednové prognóze tak počítáme s vyššími úrovněmi výnosů státních dluhopisů, změna je však výrazně menší než v případě IRS. I v případě dluhopisů očekáváme strmější tvar křivky, který by však měl vrcholit ještě před koncem tohoto roku. Z pohledu ASW je aktuálně nejlevnější střed křivky, zatímco nejlepší carry-roll nabízí zejména kratší splatnosti.

Prognóza výnosů CZGB (konec období)

	Q2 21f	Q3 21f	Q4 21f	Q1 22f	Q2 22f
Výnos 2Y CZGB (%)	1,05	0,90	1,15	1,55	1,80
Výnos 5Y CZGB (%)	1,65	1,60	1,80	2,05	2,25
Výnos 10Y CZGB (%)	1,95	2,00	2,15	2,30	2,45
10Y CZGB ASW (bb)	5	-3	-11	-10	-10

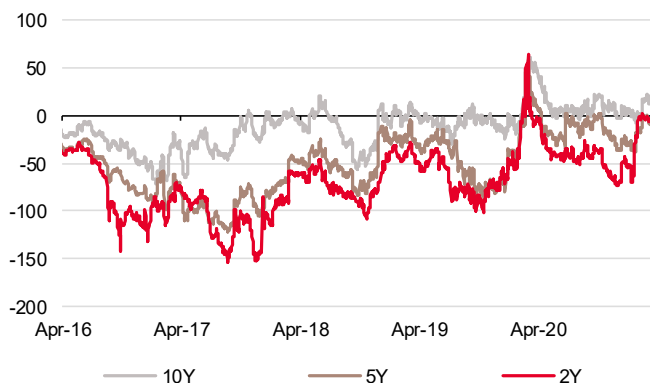
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výnosy českých státních dluhopisů (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

ASW spready (bb)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Box 2: České státní dluhopisy se opět vrátí mezi vyspělé ekonomiky

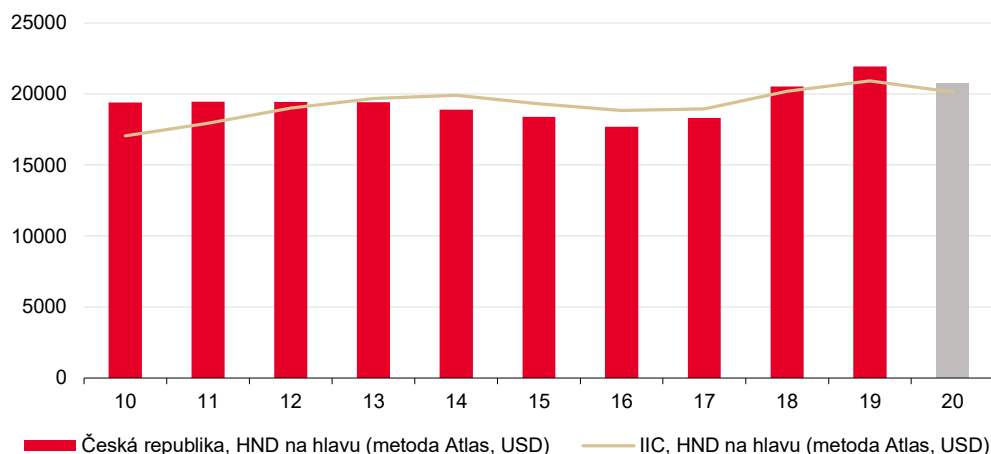
Česká republika byla v roce 2017 podle metodiky americké banky JPMorgan přesunuta ze skupiny vyspělých ekonomik mezi rozvojové. Důvodem bylo tříleté období poklesu hrubého národního důchodu na hlavu v amerických dolarech pod hranici (IIC) rozdělující tyto dvě skupiny. Za tím stálo období slabší růstové dynamiky České republiky oproti globální ekonomice a zároveň i slabší kurz koruny vůči americkému dolaru, k čemuž přispěl kurzový závazek ČNB. České státní dluhopisy tak byly přesunuty z indexu rozvinutých zemí (GBI) do indexu rozvíjejících se ekonomik (GBI-EM). Ten je z pohledu množství fondů, které kopírují tento index, výrazně menší. Nicméně toto přearazení vyvolalo výrazné zvýšení poptávky po českých státních dluhopisech. Na vinně byla totiž mnohem vyšší váha České republiky v segmentu rozvíjejících se ekonomik oproti vyspělým. Čistý efekt tohoto přearazení se však zpětně špatně odhaduje díky souběhu této události s koncem kurzového závazku ČNB, který měl obdobný efekt na tuzemské státní dluhopisy díky spekulaci investorů na posílení koruny.

Od začátku roku 2017 však koruna posílila vůči americkému dolaru o 16,5 % a Česká republika zažila několik let solidního růstu ekonomiky. To vedlo v letech 2018 a 2019 k opětovnému překročení IIC a podle našich výpočtů tomu tak bylo i v roce 2020. Hrubý

národní důchod tak překročil IIC tři roky po sobě, čímž Česká republika opět splňuje kritéria pro zařazení mezi vyspělé ekonomiky. Jakmile budou zveřejněna všechna finální data za rok 2020, očekáváme, že příslušné autority oznámí toto přeřazení. To by podle nás mělo nastat na začátku příštího roku s platností od března 2022 či pozdějších měsíců příštího roku.

Celkově očekáváme, že tato událost vyvolá výrazný odliv investorů z trhu českých státních dluhopisů a povede ke krátkodobému oslabení koruny a jejímu zaostávání v rámci regionu. Více se tomuto tématu včetně dopadu na trh, načasování a seznamu dotčených dluhopisů věnujeme v CZGB Focus: CZGBs likely to say goodbye to the GBI-EM family na <https://bit.ly/2RQOZ93>.

Od roku 2018 Česká republika splňuje kritéria pro opětovné zařazení mezi vyspělé ekonomiky



Zdroj: Macrobond, World Bank, JPM, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: HND v roce 2020 je prognózou KB

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	0.4	0.0	100%	-0.35	-6	-11	-1.14	-76	-18	-16	-106		-47	-0.8	20	38.1	20	-91.9	20
0.00 Feb-22	0.8	0.0	6%	0.21	-11	4	-0.64	-31	-4	3	-59		17	0.7	3	0.3	10	4.4	17
0.10 Apr-22	1.0	0.0	100%	0.50	-2	2	-0.42	-9	-1	4	-49		-3	1.2	1	-23.0	1	15.4	1
4.70 Sep-22	1.3	0.0	100%	0.57	8	0	-0.52	-23	-1	-3	-69		-18	1.1	2	-13.4	2	14.6	3
0.45 Oct-23	2.5	0.0	80%	0.95	-2	1	-0.53	-25	-17	-4	-50		-10	0.4	5	-12.1	4	14.9	2
5.70 May-24	2.9	0.0	100%	0.95	-2	-2	-0.68	-43	-21	-9	-72		-24	0.4	6	5.9	15	12.6	5
0.00 Dec-24 *	3.6	25.3	27%	1.21	1	4	-0.46	-24	-13	-1	-39		-12	0.5	4	-6.8	6	12.5	6
1.25 Feb-25	3.7	0.0	100%	1.23	-1	-2	-0.46	-26	-15	-4	-38		-12	0.0	11	-3.7	7	13.5	4
2.40 Sep-25	4.1	11.0	76%	1.34	-3	-11	-0.39	-22	-15	-11	-37		-5	0.0	10	-1.8	8	11.1	7
1.00 Jun-26	4.9	4.7	100%	1.46	-2	-12	-0.29	-18	-16	-14	-28		-2	-0.3	14	-0.3	9	10.1	8
0.25 Feb-27	5.7	0.0	83%	1.52	-3	-9	-0.23	-16	-14	-8	-25		0	-0.3	13	3.2	13	9.3	9
2.50 Aug-28	6.6	3.4	84%	1.65	-2	-5	-0.05	-8	-15	-6	-24		7	0.2	8	6.4	16	7.0	11
2.75 Jul-29	7.3	12.2	83%	1.70	-4	-8	0.05	-4	-13	-7	-19		12	0.1	9	6.9	18	6.0	12
0.05 Nov-29	8.4	16.8	50%	1.71	-5	-9	0.05	-4	-12	-7	-11		11	-0.7	18	7.0	19	5.1	13
0.95 May-30	8.6	18.9	100%	1.76	-4	-12	0.12	0	-13	-11	-9		16	-0.5	17	3.8	14	4.9	14
1.20 Mar-31	9.2	43.4	100%	1.81	-4	-14	0.20	1	-12	-12	-10		19	-0.4	16	1.2	11	4.4	16
1.75 Jun-32 *	10.0	11.2	27%	1.82	NA	NA	0.26	-2	-14	-14	-1		12	-0.8	19	1.6	12	3.8	18
2.00 Oct-33	10.8	5.5	84%	1.91	-6	-12	0.37	2	-6	-12	-10		21	-0.3	15	-7.4	5	3.7	19
4.20 Dec-36	11.9	15.8	95%	2.04	-6	-8	0.55	6	-16	-10	-19		25	0.3	7	-12.3	3	4.8	15
1.50 Apr-40	16.1	4.2	24%	2.23	-8	-9	0.61	17	-16	-10	4		33	0.0	12	6.5	17	7.3	10

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Detailní popis v aktuálním vydání CZGB Auction Alert

Korunový devizový trh



František Tábořský
(420) 222 008 598
frantisek_taborsky@kb.cz

Blížící se zvyšování sazeb posouvá korunu k silnějším úrovním

Koruna se během března zbavila své covidové premie a vrací se ke své původní posilující trajektorii. V rámci regionu má větší potenciál k posílení polský zlotý, ale česká měna podle nás nabízí nejlepší poměr rizika a výnosu. Pro následující týdny bude klíčové vyznění květnového zasedání ČNB. To podle nás opět probudí tržní úrokové sazby k růstu a ve spojení s pokračujícím posilováním eura vůči americkému dolaru a pozitivním globálním sentimentem bude tlačit korunu k silnějším úrovním. Do konce první poloviny roku by se tak měla dostat na úroveň 25,50 CZK/EUR a letošek uzavře na 25,10 CZK/EUR. Na předcovidové úrovni by se měla dostat do konce první poloviny příštího roku. Rizikem zůstává vývoj pandemie a s tím související reakce centrální banky. Prognóza kurzu koruny prošla oproti lednu jen kosmetickou úpravou, a i nadále očekáváme její rychlejší posilování oproti trhu. Forwardy nabízí ve srovnání s naší prognózou v ročním horizontu o více než korunu slabší kurz. Aktuální ústup tržních sazeb ze svých maxim dočasně zlepšuje podmínky zajištění.

Koruna opět jako lídr středoevropského regionu

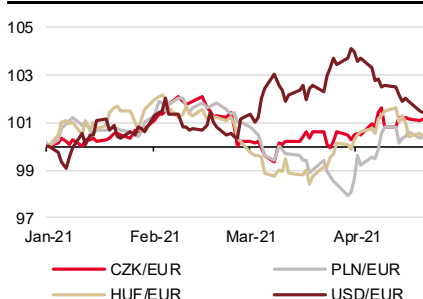
První čtvrtletí bylo na regionálních finančních trzích ve znamení vrcholu pandemie, což se promítlo i do vývoje měnových kurzů. V současnosti se však pozornost investorů přesouvá do budoucna. **Vyhlídky oživení ekonomik v druhé polovině roku a diskuze o zvyšování úrokových sazeb centrálních bank vrací měny na silnější úrovně** ze začátku února a tyto důvody budou i za námi očekávaným posílením v následujících měsících. Z pohledu regionu vidíme největší potenciál pro zhodnocení u polského zlotého, na druhou stranu koruna nabízí díky blížícímu se zvyšování úrokových sazeb nejlepší poměr výnosu a rizika.

Vývoj kurzu koruny



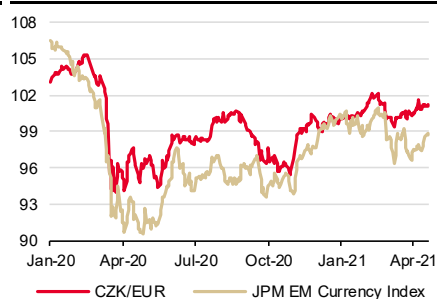
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, KB

Relativní vývoj středoevropských měn



1.1.2021 = 100

Koruně se nedaří odpoutat od trhu



Koruna v druhé polovině března umazala svou „covidovou“ premii a od té doby se vrací ke své apreciační trajektorii tažené rostoucími korunovými sazbami na trhu a globálním optimismem vycházejícím z vakcinace a brzkého otevření ekonomiky. Duben však přinesl na trhy přestávku pro růst dolarových úrokových sazeb, která se odrazila v korekci sazeb na regionálních trzích včetně koruny. Její úrokový diferenciál vůči euru se vrátil na úroveň z první poloviny března a to, co v předchozích týdnech bylo hnacím motorem koruny, se stalo překážkou. Naopak globální vývoj v podobě silnějšího eura vůči dolaru, obecného optimismu z blížícího se „konce“ pandemie a otevřenosti investorů vůči riziku tlačí korunu k silnějším úrovním. Ta se tak ocitla v sevření zhoršených domácích a pozitivních globálních podmínek.

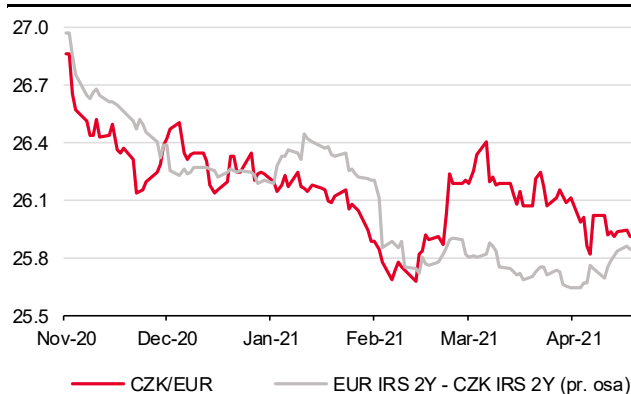
Prognóza kurzu koruny (konec období)

	Q2 21f	Q3 21f	Q4 21f	Q1 22f	Q2 22f
CZK/EUR	25,50	25,30	25,10	25,00	24,90
CZK/USD	20,75	20,25	19,75	20,00	19,90
USD/EUR	1,23	1,25	1,27	1,25	1,25

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

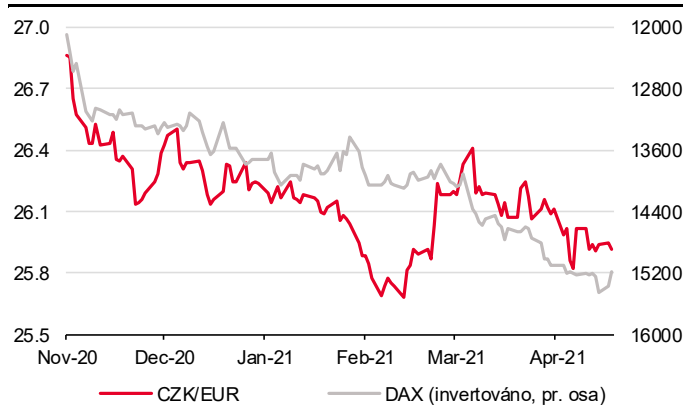
Pro následující týdny očekáváme, že bude zásadní květnové zasedání ČNB. To by podle nás mělo opět probudit tržní úrokové sazby k růstu a odblokovat stagnující korunu. Euro by mělo podle našich kolegů v SG i přes zvýšenou volatilitu nadále posilovat vůči americkému dolaru, zatímco globální trhy by si svojí optimistickou náladu měly zachovat i v dalších měsících. Celkově tak **očekáváme pro druhé čtvrtletí nejrychlejší posílení v rámci letošního roku**, které by mělo dostat korunu na úroveň 25,50 CZK/EUR. Právě úrokové sazby podle nás v tuto chvíli nabízí největší potenciál pro korunu a díky gradujícím diskuzím o prvním zvýšení úrokových sazeb ČNB budou jejím hnacím motorem i ve zbytku roku. V druhém pololetí by tempo posilování mělo mírně zpomalit a **koruna podle naší prognózy letošek zakončí na úrovni 25,10 CZK/EUR**. V roce příštím by měla v tomto trendu pokračovat a ještě v první polovině se tak vrátí na úroveň těsně před vypuknutím pandemie koronaviru.

Koruna balancuje mezi zhoršeným domácím prostředím...



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

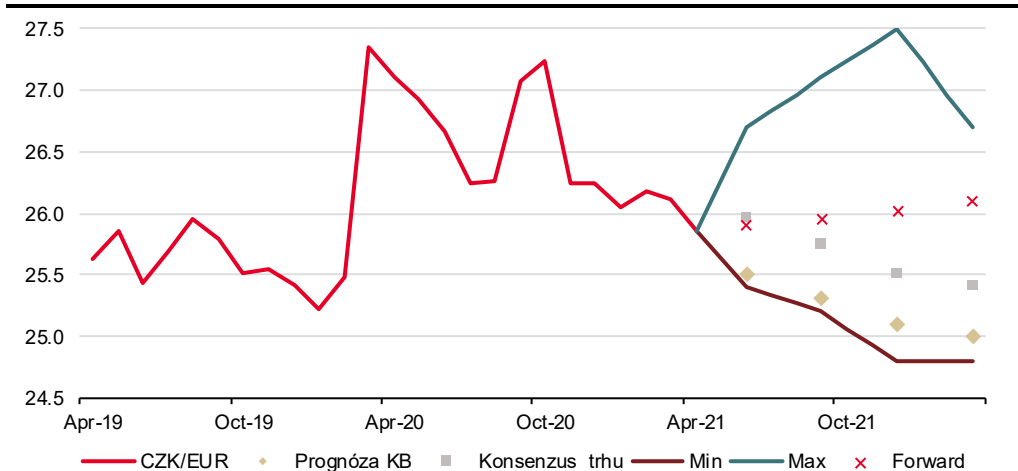
... a globálním optimismem



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Naše lednová prognóza se i přes vyšší volatilitu koruny naplňuje, a tak její aktualizovaná verze doznala jen kosmetických úprav. Očekávanou trajektorii kurzu koruny v horizontu jednoho roku jsme posunuli o deset až patnáct haléřů ve směru k silnějším úrovním. **Hlavním důvodem změny je námi očekávané rychlejší oživení ekonomiky a agresivnější reakce tržních úrokových sazeb na jestřábí rétoriku ČNB.** Finanční trhy v tuto chvíli očekávají pro letošní rok zhruba o čtyřicet haléřů slabší trajektorii kurzu koruny ve srovnání s naší prognózou, čímž si tak udržujeme přibližně stejný náskok před trhem jako v lednu.

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 26. 4. 2021)

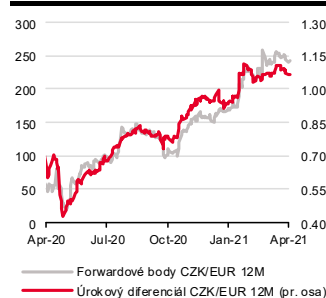


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rizika zůstávají stejná, jejich intenzita ale klesá

Hlavním rizikem je pro korunu i nadále domácí vývoj pandemie. Opětovné zhoršení situace během nadcházejících měsíců by vedlo ke slabším hodnotám koruny, resp. by bránilo jejímu posílení. Na druhou stranu citlivost finančních trhů od začátku pandemie postupně klesá a případný negativní šok by tak byl pravděpodobně nižší ve srovnání s podzimní či letošní vlnou, které podle našich odhadů obě stály korunu čtyřicet haléřů. 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 restriktivních 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.

Vývoj forwardových bodů a úrokového diferenciálu CZK/EUR

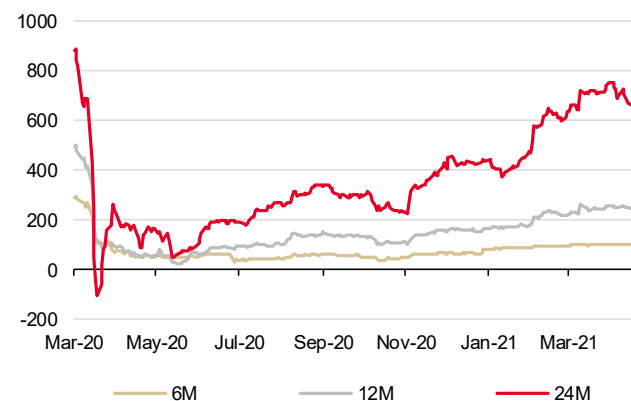


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ústup úrokových sazeb ze svých maxim jako vhodný čas pro zajištění kurzu

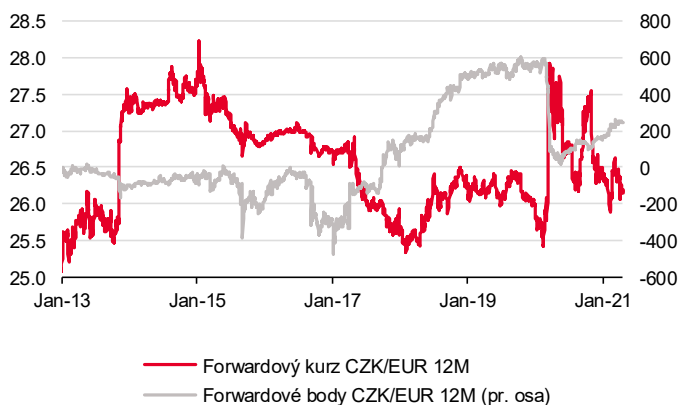
V ročním horizontu by se kurz koruny měl podle naší prognózy dostat na úroveň 25,00 CZK/EUR, tj. zhruba 3,8 % oproti současné úrovni. S růstem úrokových sazeb pokračuje i růst forwardových bodů. Ten však plně nekompenzuje tempo posilování koruny. Celkově se tak podmínky zajištění měnového rizika podle našich očekávání opět zhoršily. Na druhou stranu se **rozdíl mezi ročním forwardem a očekávanou úrovní na spotovém trhu od naší lednové prognózy mírně rozšířil na 1,20 CZK**, což je podle nás atraktivní příležitost k zajištění. Současnému načasování nahrává i aktuální ústup tržních úrokových sazeb ze svých nedávných maxim. Jejich opětovný růst je podle nás jen otázkou času. Ten však očekáváme zejména v delších splatnostech, zatímco sazby do jednoho roku mají růstový potenciál výrazně nižší. Z této situace tak bude nejvíce benefitovat spotový kurz koruny, zatímco forwardové body nebudou opět schopny kompenzovat její posílení. **Podmínky zajištění, resp. možná úroveň, na kterou lze dosáhnout skrze forward, tak podle nás bude dále klesat.**

Růst úrokových sazeb podporuje forwardové body



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podmínky zajištění kurzu koruny se vrací na předcovidové úrovně



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Bankovní sektor



Michal Brožka
(420) 222 008 569
michal_brozka@kb.cz

Úvěrová i depozitní expanze zrychlila

Navzdory zimní vlně pandemie jsme pro letošek zvýšili odhad růstu ekonomiky. To by mělo mít pozitivní dopad i na vývoj bankovního sektoru. Úvěry na bydlení budou pokračovat v expanzi a růst budou dále i ceny nemovitostí. Úvěry korporacím se již v první polovině roku začnou zvyšovat s tím, jak podniky získají větší důvěru ohledně budoucnosti. S odezníváním pandemie by se k navyšování měly vrátit i spotřebitelské úvěry. Vysoký růst depositů bude postupně zpomalovat. Počet úvěrů v selhání by měl jen zvolna narůstat.

Realitní trh dál rychle roste

Investice do bydlení vedou k rychlejšímu růstu cen nemovitostí.

Ceny bytů v roce 2020 vzrostly o 7,2 % a vývoj v prvních měsících letošního roku nenasvědčuje, že by mělo v brzké době dojít ke změně. Nabídková strana se výrazně nemění, přičemž poptávka zůstává živena investičním apetitem, nízkými úrokovými sazbami a obecně uvolněnými podmínkami pro čerpání hypotečních úvěrů. **Ve výsledku tak ve svižném růstu pokračuje i objem úvěrů na bydlení. Na konci loňského roku činil meziroční růst úvěrů na bydlení 8,0 % a v prvním čtvrtletí pravděpodobně zrychlil do blízkosti 10 %.** Počítáme s tím, že očekávání budoucího růstu úrokových sazeb a zvyšování cen nemovitostí v nejbližších kvartálech udrží podobné tempo růstu hypoték. V tomto světle je pravděpodobné, že ČNB již v průběhu letošního roku začne komunikovat možnost brzkého zpřísnění pravidel pro poskytování hypoték. I tento faktor může pomoci krátkodobě poptávku po hypotékách podpořit. S ohledem na současný vývoj by ke zpřísnění mohlo dojít ještě v průběhu letošního roku, na druhou stranu z hlediska finanční stability ale není současný vývoj urgentní a vyhodnocení bude souviset i s vývojem ekonomiky po pandemii. **Po loňském růstu úvěrů na bydlení o 7,4 %, čekáme letos další zvýšení o silných 9,0 % a v dalším roce zpomalení na 6,5 %.**

Bankovní úvěry a depozita (y/y, %)

	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Bankovní úvěry														
Celkem	4,5	4,2	4,5	4,3	5,4	6,7	6,6	6,6	5,2	5,2	6,3	5,5	5,8	5,6
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	7,5	8,0	9,8	8,6	8,8	8,7	7,5	6,9	7,4	9,0	6,5	5,2	5,1	5,1
Spotřebitelské úvěry domácnostem	2,7	0,8	0,2	1,9	3,6	6,0	7,0	7,6	3,8	2,9	7,3	6,9	6,9	6,4
Úvěry nefinančním podnikům	2,3	0,3	0,8	0,3	2,5	5,8	7,4	8,0	3,5	2,3	7,4	5,2	5,5	5,3
Bankovní vklady														
Celkem	10,4	8,9	13,4	13,3	9,2	10,9	4,2	3,8	9,9	11,7	3,9	5,2	5,7	5,7
Obyvatelstvo	10,5	12,1	13,3	12,2	10,3	7,3	4,4	3,2	10,2	10,8	3,7	5,1	5,9	5,7
Nefinanční podniky	14,6	11,2	12,9	11,6	8,0	9,2	4,9	3,5	11,7	10,4	4,0	4,8	4,8	5,2
Ostatní	7,5	-0,5	13,9	16,3	8,1	21,8	3,3	4,9	7,7	15,0	4,1	5,7	6,0	5,8
Podíly na HDP														
Podíl úvěrů na HDP	63,9	63,6	66,2	64,2	64,6	63,8	65,1	63,6	63,2	64,7	63,9	63,8	63,9	64,1
Podíl vkladů na HDP	98,1	91,3	106,1	105,4	102,6	95,2	102,0	101,8	94,1	102,3	98,8	98,4	98,5	98,8
Podíl úvěrů na vkladech	65,2	69,7	62,4	60,9	62,9	67,0	63,9	62,5	67,2	63,3	64,8	65,0	65,0	65,0
Úrokové sazby														
Úvěry pro bytové potřeby	2,2	2,1	2,1	2,0	2,1	2,2	2,3	2,3	2,3	2,1	2,4	2,6	2,8	3,0
Spotřebitelské úvěry	8,0	7,7	7,4	7,4	7,7	7,8	7,9	7,9	8,0	7,6	8,0	8,5	8,6	8,5
Úvěry nefinančním podnikům	1,4	1,9	2,5	2,5	2,6	2,7	3,0	3,2	2,2	2,6	3,3	4,1	4,5	4,4
Podíl úvěrů v selhání														
Úvěry pro bytové potřeby	1,0	1,1	1,2	1,4	1,6	1,6	1,7	1,7	1,1	1,5	1,7	1,8	1,8	1,8
Spotřebitelské úvěry	4,1	5,1	5,5	5,9	6,6	7,0	7,5	8,0	4,4	6,3	7,9	8,4	8,3	7,8
Úvěry nefinančním podnikům	3,3	4,2	4,3	4,5	4,8	5,1	5,6	6,0	3,4	4,7	6,0	6,1	5,5	5,1

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

Růst spotřebitelského apetitu by měl vést k navýšení spotřebitelských úvěrů.

Spotřebitelské úvěry se vrátí k růstu

Po vypuknutí pandemie minulý rok byl vývoj spotřebitelských úvěrů značně strnulý. Letos na začátku roku je zde již pozorován drobný nárůst. Pokud ekonomika bude sílit tak, jak očekáváme, měl by již od druhého čtvrtletí růst spotřebitelských úvěrů zrychlovat. Za celý letošní rok čekáme jejich tempo 2,9 %, ale pro další rok již 7,3 %.

Úvěry na investice budou zrychlovat.

Úvěry nefinančním korporacím na prahu expanze

Úvěry podnikům ještě koncem loňského roku pod vlivem druhé vlny pandemie a zvýšené nejistoty oproti třetímu čtvrtletí klesly o 1,1 % (SA) a jejich meziroční růst se prakticky zastavil. Pro první čtvrtletí letošního roku pravděpodobně dojde k drobnějšímu nárůstu, ale rostoucí optimismus díky očkování by měl přinést akceleraci poptávky po investicích a potažmo po úvěrech. V celoročních číslech by to znamenalo pro letošek růst o 2,3 % a v příštím roce pak o 7,4 %.

Objemy depozit dál vzrostly.

Hromadění depozit by mělo pomalu slábnout

Růst depozit pokračuje, což souvisí jednak s opatrnějším chováním domácností a firem, a také s rychlým růstem úvěrů na bydlení a pro letošek i se snížením daně z příjmu fyzických osob. S tím, jak se ekonomika bude vracet k růstu a optimismus bude sílit, by tempo růstu depozit mělo slábnout, nicméně k rychlému obratu by dojit ani zde nemělo. V roce 2020 vzrostl objem depozit fyzických osob o 10,2 % a v případě podniků o 11,7 %. Na začátku roku pozorujeme mezikvartální zpomalení jejich růstu, které by mělo pokračovat i v dalších čtvrtletích. I tak z hlediska celoročních temp růstu depozit bude letošní rok podobný loňskému a zpomalení bude patrné až za rok 2022.

Podíl úvěrů v selhání pravděpodobně spíše zvolna poroste.

Úvěry v selhání zatím významněji nerostou

Stále počítáme s tím, že předchozí hospodářský propad povede k růstu podílu úvěrů v selhání (NPL). Prozatím je ale tento vývoj velmi umírněný. Ohledně dalšího vývoje bude samozřejmě hrát klíčovou roli vývoj ekonomiky. Při našem scénáři počítáme postupně s nárůstem NPL, ale nemělo by jít o nic dramatického. V případě NPL u spotřebitelských úvěrů čekáme letos postupný nárůst ze současných 5,5 % až na 7,9 % v roce 2022. U nefinančních podniků čekáme letos zvýšení ze současných 4,3 % na 6,0 % v roce 2022. U hypoték pak prognózuje koncem letošního roku NPL nárůst na 1,6 % ze současných 1,2 % a v dalších letech nepatrné zvýšení této úrovně k 1,8 %.

Klíčové ekonomické ukazatele

Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
HDP	reálný, %	3,2	2,2	-5,6	3,4	4,7	3,4	3,2	2,8
Inflace	průměr období, %	2,1	2,8	3,2	2,5	1,9	1,8	2,0	2,0
Běžný účet platební bilance	% HDP	0,4	0,3	3,6	0,5	0,2	1,1	0,9	0,8
3M PRIBOR	průměr, %	1,3	2,1	0,9	0,4	1,1	1,9	2,3	2,4
CZK/EUR	průměr	25,60	25,70	26,50	25,60	24,90	24,20	23,70	23,10
CZK/USD	průměr	21,70	22,90	23,20	20,70	19,50	18,50	17,80	17,10

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

Měna a úrokové sazby - výhled

		27.04.2021	Jun-21	Sep-21	Dec-21	Mar-22	Jun-22
CZK/EUR	konec období	25,9	25,50	25,30	25,10	25,00	24,90
USD/EUR	konec období	1,21	1,23	1,25	1,27	1,25	1,25
CZK/USD	konec období	21,5	20,75	20,25	19,75	20,00	19,90
3M PRIBOR	konec období, %	0,36	0,35	0,35	0,60	0,90	1,10
10Y IRS	konec období, %	1,80	1,90	2,05	2,25	2,40	2,55

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

Měsíční makroekonomická data

		VII-20	VIII-20	IX-20	X-20	XI-20	XII-20	I-21	II-21	III-21
Inflace (CPI)	%, m/m	3,4	3,3	3,2	2,9	2,7	2,3	2,2	2,1	2,3
Inflace (CPI)	%, y/y	0,4	0,0	-0,6	0,2	0,0	-0,2	1,3	0,2	0,2
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	-0,1	-0,5	-0,4	0,3	-0,1	0,0	0,0	1,4	3,3
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	0,1	-0,3	0,2	0,4	-0,5	0,2	1,3	0,7	1,4
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	3,8	3,8	3,8	3,7	3,8	4,0	4,3	4,3	4,2
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	-3,6	-6,5	-1,1	-1,5	-0,3	8,0	-5,0	-2,6	n.a.
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	-2,7	-6,4	0,8	3,0	1,8	8,5	-5,1	-0,5	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	-10,4	-9,7	-7,9	-10,5	-8,4	-11,4	-5,2	-11,0	n.a.
Maloobchodní tržby	%, y/y, stálé ceny	-0,5	-3,0	-2,0	-3,7	-8,3	0,4	-7,6	-4,9	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (národní met.)	14,4	8,0	34,1	31,6	32,3	15,9	25,7	22,5	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	20,3	17,3	32,8	7,8	18,3	-3,9	28,7	24,3	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	23,1	30,7	75,4	-17,9	-9,8	17,3	19,1	8,7	n.a.
M2	%, y/y	10,1	9,8	11,2	10,8	10,7	10,5	11,0	11,9	n.a.
Státní rozpočet	mld. CZK (od zač. roku)	-205,1	-230,3	-252,7	-274,0	-341,5	-367,4	-31,5	-86,1	-125,2
3M PRIBOR	%, průměr	0,34	0,34	0,34	0,35	0,35	0,35	0,36	0,36	0,36
CZK/EUR	průměr	26,5	26,2	26,7	27,2	26,5	26,3	26,1	25,9	26,2
CZK/USD	průměr	23,1	22,1	22,7	23,1	22,3	21,6	21,5	21,4	22,0

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 vyplývajícemu 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 Tábořský
(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 EVROPĚ

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
georgie.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.rajappa@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



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



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



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



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



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