

Čtvrtletní zpráva

# Ekonomické výhledy

## Motor ekonomiky zažehnut



©iStock

- **Ekonomika jde ostře vzhůru:** Její růst letos odstartovala vysoká tvorba zásob a nyní roli tahouna převzou investice do fixního kapitálu a spotřeba domácností. Letos poroste ekonomika tempem 4,2 % a příští rok 5,3 %.
- **Inflace by měla být na vrcholu:** Jádrová inflace se po pandemii drží rychlejšího tempa a její zpomalení bude spíše pozvolné. Letos odhadujeme inflaci na 2,8 % a v příštím roce zpomalení na 2,4 %.
- **ČNB bude pokračovat se zvyšováním úrokových sazeb:** Přispěje k tomu oživující ekonomika i inflace držící se delší dobu nad 2% cílem. Repo sazba letos vzroste ze současných 0,5 % na 1,25 % a na konci příštího roku ji už čekáme nad 2 %.
- **Komplikovaná cesta k vyšším úrovním tržních úrokových sazeb a výnosů státních dluhopisů:** Krátkodobé poklesy budou pokračovat, ale rostoucí trend je neodvratitelný.
- **Globální vývoj omezuje potenciál koruny:** Očekáváme, že tuzemská měna bude vůči euru dále posilovat, nicméně další výkyvy ke slabším hodnotám jsou pravděpodobné. Oproti předchozí prognóze očekáváme mírnější tempo posilování koruny.



**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

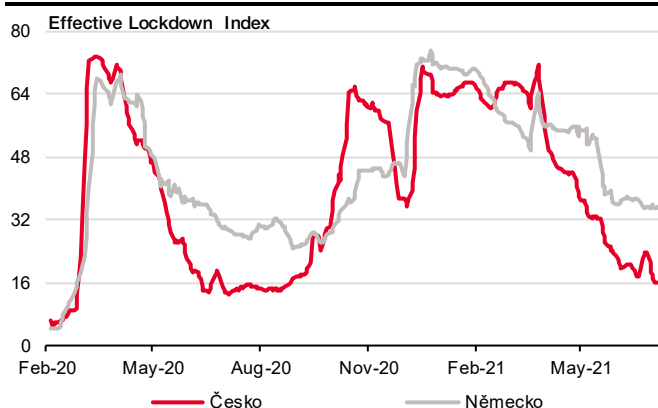
## Ekonomika se nadechla čerstvého vzduchu



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

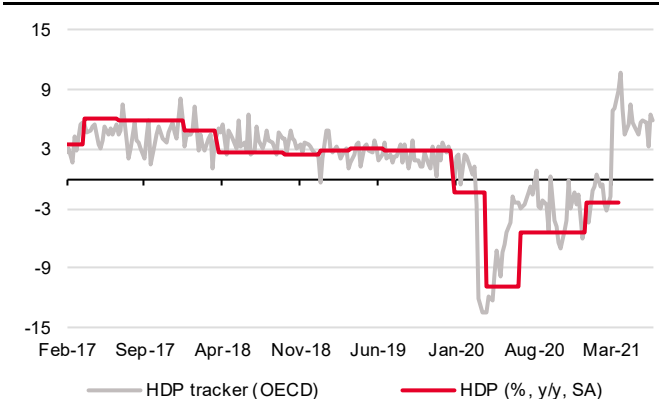
Máme za sebou první polovinu letošního roku. Dvě čtvrtletí, která se od sebe lišila jako den a noc. První měsíce letošního roku byly poznamenány další pandemickou vlnou, která si vyžádala razantní omezení (nejenom) ekonomického života. Druhý kvartál byl naopak ve znamení významného zlepšení pandemické situace, a tedy i nad očekávání rychlého rozvolňování restriktivních opatření. To vedlo i k obratu ve vývoji reálné ekonomiky. **Obnovení ekonomické aktivity začalo ve druhém čtvrtletí přinášet impozantní ekonomická data. Ta navíc nafukuje kouzlo nízké základny**, zejména ve srovnání se stejným obdobím loňského roku. Srovnávací základna je totiž extrémně nízká kvůli loňským proticovidovým opatřením.

### Míra proticovidových restrikcí výrazně poklesla



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Macrobond

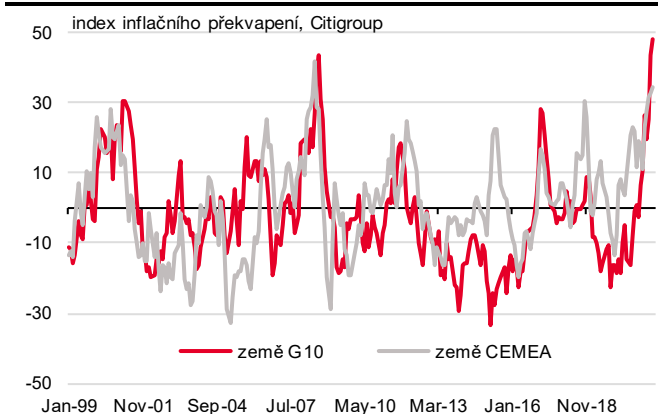
### Makročísla podporována nízkou statistickou základnou



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

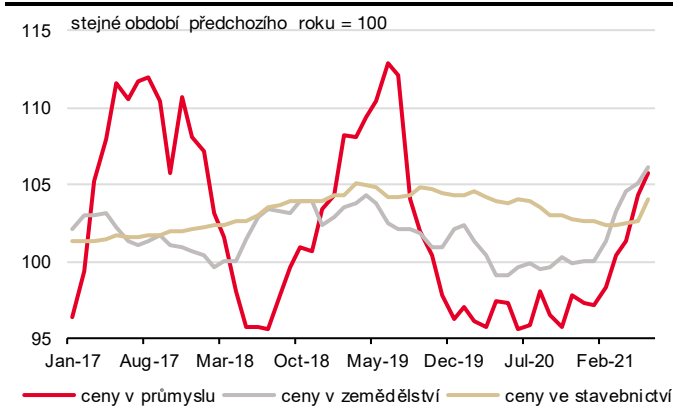
Dubnové vydání našich *Ekonomických výhledů* neslo podtitul *Jestřábi se vrací*. A ty se skutečně do tuzemské centrální banky vrátili, a to dokonce v nebývalé síle. **ČNB se nebála již v červnu zavelet k ústupu z pozice extrémně uvolněné měnové politiky**. Prvenství v regionu ale českým centrálním bankéřům sebrali jejich maďarští kolegové, kteří úrokové sazby zvedli o jediný den dříve. Každopádně trend zvyšujících se měnověpolitických sazeb byl odstartován a jeho **další dějství pravděpodobně přijde již na následujícím zasedání počátkem srpna**. Vzdálení se od hladiny nulových úrokových sazeb umožňuje nejenom obnovení ekonomické aktivity, jenž podle naší nové prognózy dosáhne předkrizové úrovně již v letošním čtvrtém čtvrtletí, ale dokonce si ho vynucuje také přetrvávající vyšší inflace, která ohrožuje ukotvenost inflačních očekávání.

### Index inflačního překvapení je globálně nejvýše od roku 2008



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

### V tuzemsku rychle rostou ceny v primárních okruzích

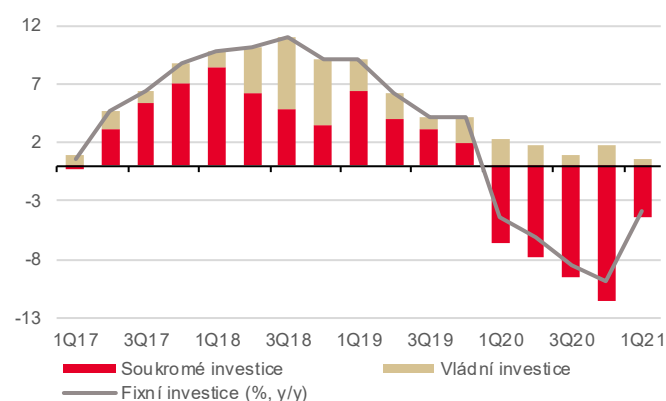


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**V současnosti patrný inflační vzestup je překvapivý pouze do určité míry.** Je jasné, že dnes sklízíme ovoce kombinace extrémně uvolněné měnové a fiskální politiky v době pandemie. Jejich cílem bylo nedopustit hospodářskou či finanční krizi, což se podařilo. Významná část dnešních inflačních tlaků je ale také důsledkem problémů na straně nabídky, které většinou souvisí právě s dopady pandemie. V sektoru služeb je patrné, že jejich znovuotevření po dlouhé době firmy a podnikatelé využívají ke zvýšení cen, které by jinak mohlo být rozloženo do celého roku. Ve výrobním řetězci, zejména v automobilovém průmyslu, se pak nedostává komponent pro výrobu, v případě automobilů především čipů. Obecně se oživení v celé globální ekonomice promítá do vyšších cen komodit, které následně slouží jako vstupy do výroby. Omezení mobility a nedostatek sezónních zaměstnanců pak například zdražuje ceny v zemědělství a potravinách. Předpokládáme však, že **v horizontu měnové politiky (konec roku 2022) se problémy na straně nabídky podaří vyřešit a spolu s rostoucími úrokovými sazbami se inflace vrátí do blízkosti svého cíle.**

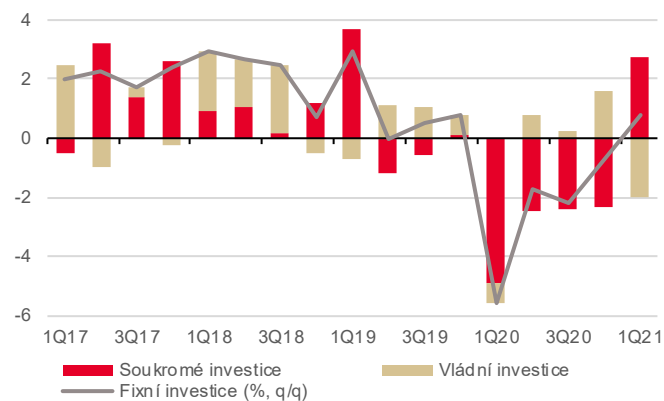
S určitým odstupem již můžeme hodnotit pandemickou recesi a její dopad do struktury ekonomiky. V editorialech předchozích *Ekonomických výhledů* jsme se zabírali tím, jak je pandemická recese jiná. A to mimo jiné i v tom, že nebyla tentokrát doprovázena ve srovnání s předchozími recesemi až tak dramatickým propadem investic. **Pandemie uspěla strukturální změny v ekonomice směrem k digitalizaci a automatizaci,** což bylo patrné v průběhu loňského roku. Data o investiční aktivitě za letošní první čtvrtletí příjemně překvapila vzhledem k tehdejšímu lockdownu, a to zejména v oblasti privátních investic. **Motor ekonomiky je tedy zažehnut.** Zdá se tak, že firmy v době silných ekonomických restrikcí již vyhlížely oživení poptávky po produkci, ke kterému v druhém čtvrtletí skutečně došlo. V neposlední řadě investiční apetit firem nadále stimuluje přetrvávající nedostatek pracovních sil, který pandemická recese rozhodně nevyřešila.

Růst vládních investic vloni zmírňoval jejich celkový propad



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Privátní sektor letos zavelel k vyšší investiční aktivitě



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

I když aktuálně čelíme stále více převládající delta mutaci koronaviru, vzhledem k pokračující vakcinaci a promořenosti obyvatelstva **nepřepokládáme v hlavním scénáři naší prognózy opakování ekonomických restrikcí.** Druhá polovina letošního roku by tak měla být ve znamení zrychlujícího růstu ekonomiky taženého domácí poptávkou. Na té by se měla podílet také již zmíněná investiční aktivita, a to nejenom ze strany soukromého, ale i veřejného sektoru. Silnou injekcí pro horizont několika dalších let budou finanční prostředky z nového programového období strukturálních fondů EU či Plánu obnovy, který již byl pro Českou republiku ze strany Evropské komise schválen. Zelená investiční vlna, jak popisuje ve svém boxu Jana Steckerová, představuje pro nadcházející roky pro české hospodářství výzvu i příležitost.

Na závěr nám dovolte popřát Vám příjemné čtení *Ekonomických výhledů* přinášejících po delší době doufejme spíše optimistické prognózy. Krásné léto!

## Obsah

<b>Vnější prostředí a předpoklady prognózy.....</b>	<b>5</b>
<b>Makroekonomická prognóza ČR.....</b>	<b>10</b>
Box 1: Zelené investice mají zelenou.....	15
<b>Fiskální politika .....</b>	<b>17</b>
<b>Klíčové makroekonomické ukazatele.....</b>	<b>24</b>
<b>ČNB Focus .....</b>	<b>25</b>
<b>Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy .....</b>	<b>29</b>
Box 2: Inverze jako nový normál korunové IRS křivky? .....	30
<b>Korunový devizový trh.....</b>	<b>36</b>
<b>Bankovní sektor .....</b>	<b>39</b>
<b>Upozornění.....</b>	<b>42</b>

## Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

### Extrémně uvolněné měnové politice zvoní hrana

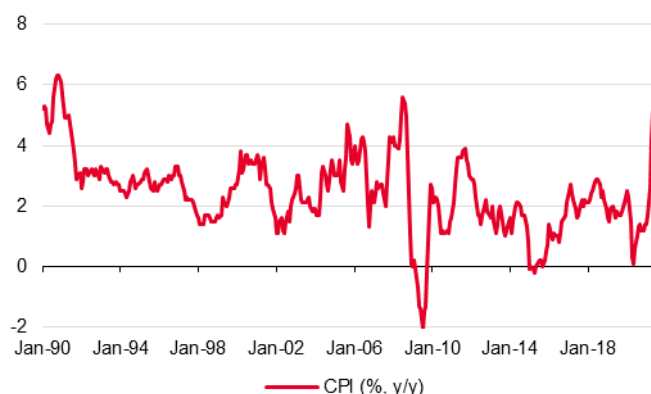
Globální ekonomika se oklepala z pandemické krize. Předstihové indikátory v USA, eurozóně i středoevropském regionu dosahují rekordních úrovní, na několikaletá maxima šplhá i inflace. Extrémně uvolněné měnové politice tak pomalu začíná zvonit hrana. Tématem nadcházejících měsíců bude postupné omezování nákupů aktiv jak v Americe, tak i eurozóně. Zvyšování úrokových sazeb v USA může nakonec přijít dříve, než jsme my i trh očekávali. To by znamenalo i výrazně silnější americký dolar. Ve zvyšování úrokových sazeb bude pokračovat maďarská centrální banka, i ta česká. Utahování měnové politiky se může přiblížit i v Polsku. Kdo na zvyšování úrokových sazeb v blízké budoucnosti může zapomenout, je Evropská centrální banka. Tam ho vidíme až v roce 2024.

### USA: Inflace nejvýše od roku 2008

Inflaci táhnou nahoru ceny ojetých automobilů.

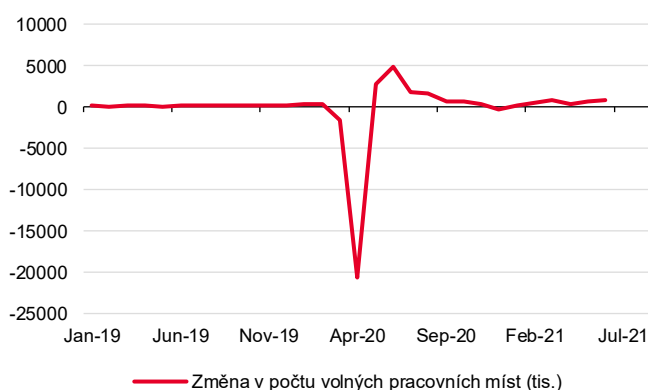
**Inflace ve Spojených státech vyletěla raketově nahoru.** Zatímco v červnu loňského roku se v důsledku první vlny pandemie propadla v meziročním srovnání na 0,6 %, v letošním červnu dosahovala již 5,4 %. To je nejvíc od roku 2008, přičemž jádrová inflace je nejvýše od roku 1991 (4,5 %). Do značné míry je však současný vývoj dán nízkou srovnávací základnou z minulého roku a vývojem cen ojetých automobilů. Ty za poslední tři měsíce vzrostly o téměř 30 %. Nahoru je tlačí nedostatek nových automobilů, jejichž výrobu brzdí problémy s dodávkami komponent. Tyto vlivy budou ale podle našeho názoru v následujících měsících slábnout a inflace začne opět ubírat na tempu. K tomuto názoru se kloní i americká centrální banka, která současný vzestup inflace hodnotí jako dočasný. Po očištění o dopravní prostředky by se inflace v červnu navíc nacházela pouze na úrovni 2,1 %, což je v souladu s trendy z minulých let.

Inflace nejvýše od roku 2008 (v %, y/y)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Změna v počtu volných pracovních míst (tis.)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Ceny nájemného, které tvoří největší položku amerického spotřebitelského koše, zatím nerostou.

**Z hlediska perzistence inflace je podstatný vývoj cen nájemného, které tvoří největší položku amerického spotřebitelského koše.** V této kategorii zatím ale cenové tlaky nepozorujeme. Je to dáno vývojem na trhu práce, se kterým jsou ceny nájemného silně provázány. Volných pracovních míst sice v ekonomice rychle přibývá (850 tis. v červnu), ve srovnání s předpandemickou situací jich však stále ještě 6,8 milionu chybí. Růst nájemného tak zůstane zřejmě v následujících měsících umírněný a pro inflaci další impuls představovat nebude.

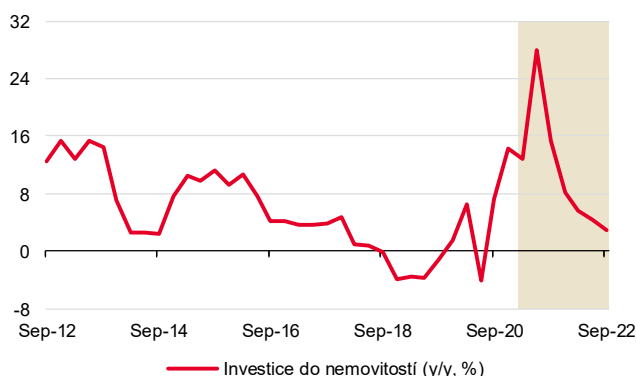
Detaily omezování nákupů aktiv budou oznámeny v Q4.

**I přes rostoucí inflaci prezident Fedu Jerome Powell ve svém pololetním vystoupení před Sněmovnou reprezentantů prohlásil, že na ustupování od agresivní podpory ekonomiky v podobě snižování nákupů aktiv je stále příliš brzo.** Náš odhad s tímto počítá od začátku příštího roku. Předběžných oznámení bychom se mohli dočkat na letošní konferenci v Jackson Hole koncem srpna, konkrétní postup by pak mohl být oznámen v Q4 21. Celý proces by měl být podle našeho odhadu dokončen ve druhém pololetí roku 2023, což by umožňovalo zvýšit úrokové sazby koncem roku 2023. Právě ukončení nákupů aktiv je tím, čím Fed zvyšování úroků podmiňuje. Vzhledem k inflačnímu vývoji, a především s ohledem na rychlé oživení ekonomiky, je však možné, že Fed začne s omezováním nákupů aktiv již v říjnu, popřípadě že bude probíhat rychleji, než nyní předpokládáme. To by znamenalo i možnost dřívějšího zvyšování sazeb. Červnový medián výhledu úrokových sazeb přinesl překvapení v podobě očekávání dvojího zvýšení do konce roku 2023, přičemž 7 z 18 guvernérů federálních rezervních bank předpokládalo jejich růst již do konce roku 2022.

Trh se zvyšováním sazeb zatím moc nepočítá.

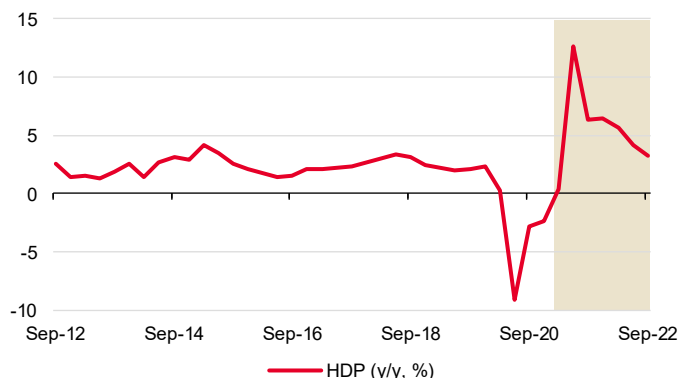
**Rozhodování o rychlosti omezování QE je tedy zároveň i rozhodováním o tom, kdy bude nejdříve možné sazby začít zvyšovat.** Trh zatím s jejich posunem směrem nahoru příliš nepočítá. V horizontu dvou let ve svých cenách zahrnuje jedno utažení měnové politiky, v horizontu tří let, pak dvojí. Předpokládáme však, že tato očekávání postupně porostou. To se následně odrazí v posilování amerického dolaru vůči euru. Výhled pro společnou evropskou měnu jsme tak revidovali k výrazně slabším úrovním. V polovině příštího roku by se měl kurz eura vůči dolaru nacházet na úrovni 1,14 USD/EUR.

Investice do nemovitostí v USA (% , y/y)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

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



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Předstihové indikátory jsou na historických maximech.

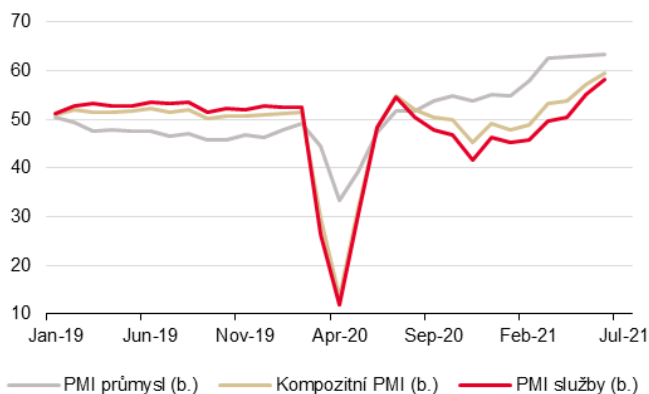
## Eurozóna: Růst inflace bude mít jepičí život

**Z předstihových indikátorů by se mohlo zdát, že ekonomika eurozóny má před sebou zářnou budoucnost.** Indikátory PMI v průmyslu v posledních měsících dosahují historicky nejvyšších úrovní, přičemž důvěra ve službách je díky uvolnění restriktivních opatření nejvyšší za posledních patnáct let. Reálná data však za předstihovými ukazateli zaostávají. V důsledku nedostatku komponent se průmyslová produkce v Q2 21 pravděpodobně propadla. Za předkrizovými úrovněmi zůstává i exportní aktivita.

V Q3 a Q4 očekáváme výrazné oživení ekonomické aktivity.

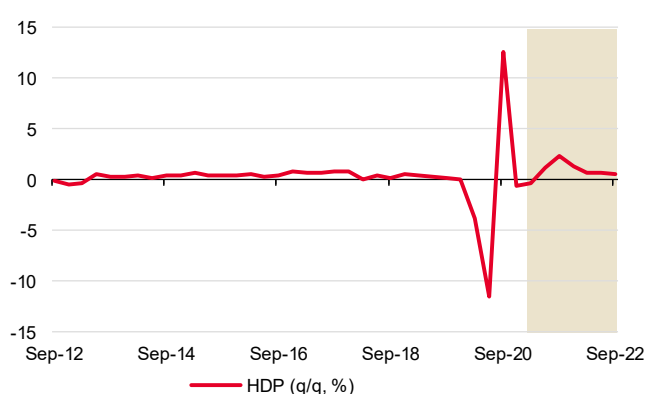
**Na druhou stranu maloobchodní tržby v květnu překvapily výrazným růstem a potvrzují ochotu domácností utrácet naakumulované úspory.** I tak ale může HDP za Q2 21 přinést zklamání (náš odhad 1,1 % q/q). Ve 3. a 4. čtvrtletí však již očekáváme výrazné nastartování ekonomické aktivity. Problémy s dodavatelskými řetězci by měly postupně slábnout, ačkoli do konce roku zcela nevymizí, přičemž pro sílu oživení bude klíčový i restart služeb (turismus, zábava, volný čas). Za celý letošní rok tak očekáváme růst HDP na úrovni 4,4 %, v příštím roce pak 4,1 %. Předkrizové úrovně by ekonomika eurozóny měla dosáhnout v Q1 22.

PMI v eurozóně na rekordních úrovních



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

HDP v Q2 může zklamat (% q/q)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

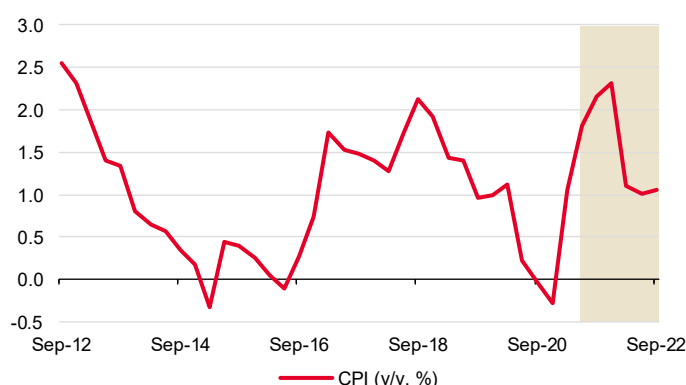
Inflace se v příštím roce vrátí k jednomu procentu.

**Inflace v eurozóně v červnu mírně ubrala na tempo, když v meziročním srovnání klesla pod 2 %.** Ve druhé polovině letošního roku však efekty srovnávací základny (především vliv snížení DPH v H2 20 v Německu) vytlačí podle naší prognózy jádrovou inflaci na úroveň 1,5 %. To společně s vyššími cenami energií povede k růstu celkové inflace z 2,0 % v červenci na 2,5 % v srpnu. Poblíž této úrovně inflace podle našeho odhadu zůstane až do konce roku. Vzhledem k problémům s dodávkami a rostoucím cenám vstupů je zde však riziko, že inflace bude nakonec ještě vyšší. V příštím roce efekt statistické základny i vliv cen pohonných hmot vyprchá a inflace se rychle vrátí zpět k úrovni lehce nad 1 %.

Rétorika ECB zůstane holubičí.

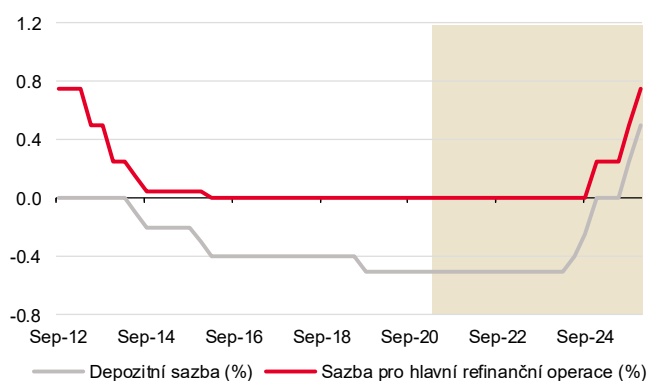
**S letošním dočasným nárůstem inflace tedy problémy Evropské centrální banky nekončí.** Ta jako jeden z výsledků revize své strategie provádění měnové politiky zvýšila inflační cíl z úrovně mírně pod 2 %, na rovná 2 %. Jedná se sice o kosmetickou změnu, která by ale i tak mohla vést k přetrvávání výrazně uvolnění politiky po delší dobu. Zatím stále předpokládáme, že pandemický program nákupů aktiv bude ukončen v březnu příštího roku tak, jak je zatím plánováno, případně lehce později.

Růst inflace v eurozóně bude dočasný



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Zvyšování úrokových sazeb ECB čekáme až v roce 2024



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Konec pandemického programu bude vyhlazován.

**Domníváme se, že aby ECB zajistila hladký přechod po ukončení pandemického odkupu aktiv, navýší běžný program (APP).** Ten v současné době běží v objemu 20 mld. EUR měsíčně. Podle našeho odhadu bude program APP v Q2 22 navýšen na 50 mld. EUR měsíčně, v Q3 snížen na 30 mld. EUR měsíčně a dále na 15 mld. EUR v závěrečném čtvrtletí příštího roku. Zároveň předpokládáme, že v červnu 2022 bude spuštěn program TLTRO4. Ukončení programu APP pak očekáváme v červnu 2023. Na všechna tato oznámení si ale



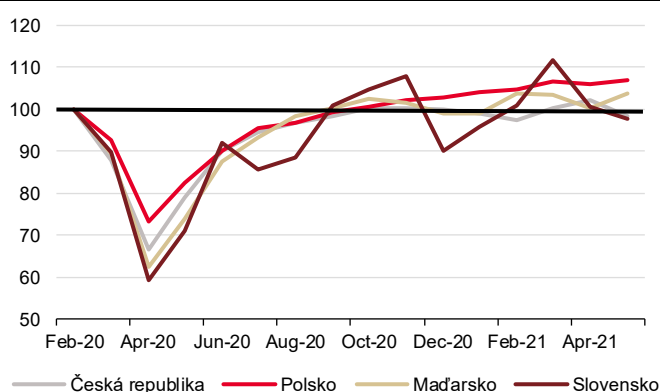
budeme muset ještě počkat. S největší pravděpodobností nepřijdou dříve než v závěru letošního roku. Se zvyšováním úrokových sazeb naše prognóza počítá až od roku 2024.

## Středoevropský region: inflace nabrala na tempu

PMI na historických maximech.

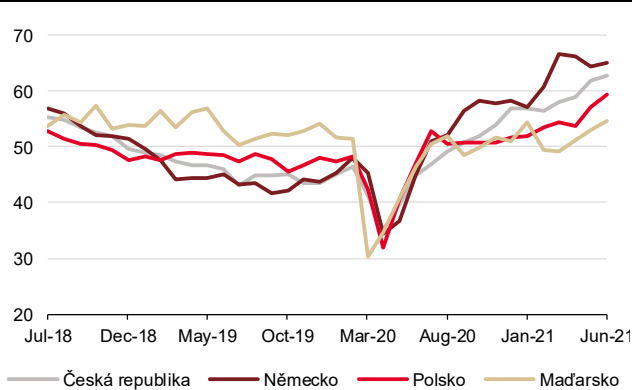
**Důvěra ve zpracovatelském průmyslu měřená indexem PMI dosáhla v červnu v Polsku a Česku nejvyšší hodnoty v historii.** Ve všech zemích regionu silně rostl objem produkce i počet nových zakázek, a to nejen těch tuzemských, ale i zahraničních. Na druhou stranu se dále prohlubovaly problémy se subdodávkami, které se následně odrazily v nejrychlejšímu růstu rozpracované výroby za několik posledních let. To se pak promítlo do rostoucích cen vstupů, které ale producenti dále přelili do cen pro konečné zákazníky. V obou případech bylo tempo cenového růstu v průmyslu v Polsku i Česku nejrychlejší v historii. Zaměstnanost ve zpracovatelském průmyslu rostla dle průzkumu PMI v obou zemích nejrychleji od roku 2017.

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



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Indexy PMI na historických maximech (body)

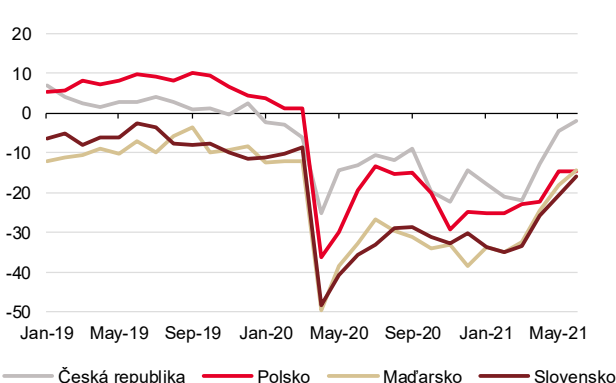


Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Středoevropský průmysl se drží poblíž předkrizových úrovní.

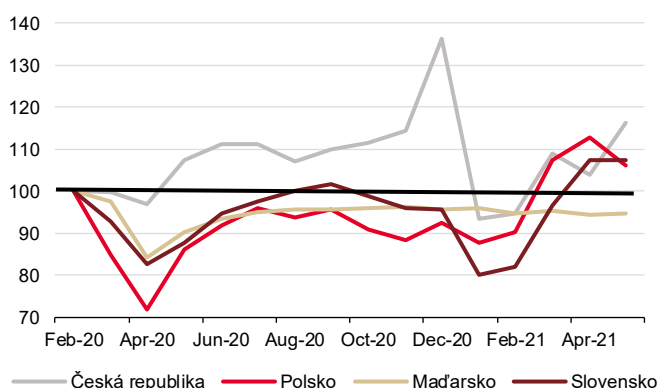
**Dle indikátorů PMI má středoevropský průmysl v letošním roce našlápnuto k solidním výkonům.** I nadále se jeho objem produkce (kromě Slovenska) drží nad předkrizovými úrovněmi, což by mělo platit i pro následující měsíce. Další vlnu koronaviru, která by ochromila průmyslový sektor, tak jak tomu bylo v roce 2020, nepředpokládáme. Riziko představují však problémy se subdodávkami, které budou zřejmě přetrvávat i v následujících měsících.

Spotřebitelská důvěra rychle roste (body)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Maloobchod (únor 2020 = 100)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rozpouštění dříve nahromaděných úspor i dobrá situace na trhu práce podpoří spotřebu domácností.

**Z pohledu maloobchodních tržeb se region vyvíjí diferencovaně.** Zatímco v Polsku, Česku i na Slovensku se již nachází nad předkrizovými úrovněmi, v Maďarsku je to stále pod touto hranicí, a to i přesto, že restriktivní opatření byla již rozvolněna. Z uvolnění zde zatím benefituje

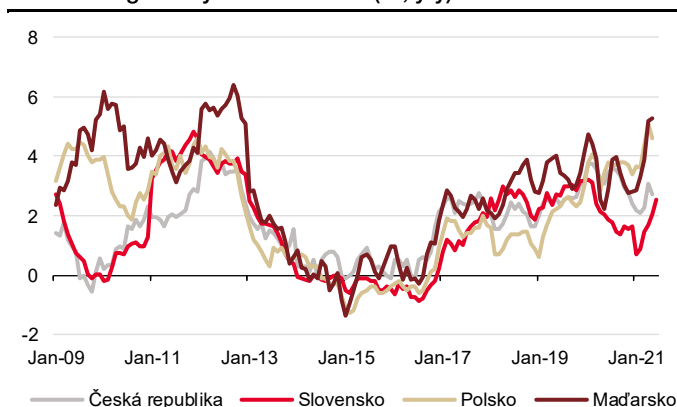


spíše sektor služeb. Spotřebitelská důvěra v regionu rychle roste, přičemž míra úspor se pohybuje na vysokých úrovních. Dobře je na tom i trh práce, kde míra nezaměstnanosti již začala klesat. Spotřeba by tak v letošním roce měla být hlavním tahounem středoevropského HDP. Vzpamatovat by se ale měly i investice, které bude podporovat příliv peněz fondů EU.

Inflace je nad cílem maďarské i polské centrální banky.

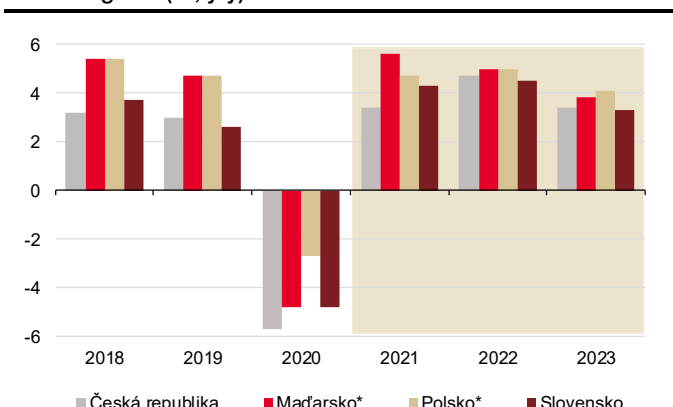
**Inflace v regionu nabrala na tempu.** V Maďarsku a Polsku se již nachází výrazně nad cíli tamních centrálních bank. Za cenovým růstem stojí nízká srovnávací základna ale i vysoká jádrová inflace, kterou tlačí nahoru ceny služeb. V Maďarsku tak v červnu inflace dosáhla v meziročním srovnání 5,3 %, což je nejvyšší úroveň od roku 2012, přičemž cílem centrální banky jsou 3 %. Jádrová složka inflace pak stoupla na 3,8 %. V Polsku inflace v červnu sice již ubrala na tempo (z květnových 4,8 % na 4,4 %), i tak se ale stále nachází nad horní hranou tolerančního pásma inflačního cíle polské centrální banky (2,5 % +/-1 pb). Vzhledem k poptávkovým tlakům spojených s rozvolňováním koronavirových opatření, rostoucím cenám výrobních vstupů a jejich následnému přelévání do cen pro koncové zákazníky se inflační rizika podle našeho názoru nyní koncentrují spíše ve směru rychlejšího cenového růstu.

Inflace v regionu vyskočila nahoru (% , y/y)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

HDP v regionu (% , y/y)



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

Rétorika polské centrální banky zůstává holubičí.

**Podle prognózy polské centrální banky by se inflace měla vrátit k inflačnímu cíli v Q1 22.**

V letošním roce dosáhne v průměru 4,1 %, v příštím roce pak zvolní k 3,25 %. Současný cenový vývoj je nicméně dle guvernéra Glapinského dán faktory, které jsou mimo kontrolu centrální banky (vliv statistické základny, problémy s dodávkami, regulatorní faktory) a ta tak na někoho nebude reagovat. Rétorika většiny členů výboru pro měnověpolitické otázky zůstává holubičí, a to i navzdory, že nová prognóza centrální banky ukázala vyšší inflaci i podstatně vyšší růst HDP (5 % pro letošní rok, 5,25 % pro rok příští). První zvýšení sazeb tak očekáváme až v březnu 2022. Vzhledem k inflačnímu vývoji se však rizika koncentrují ve směru dřívějšího utahení měnových podmínek. To by mohlo přijít už v listopadu, kdy centrální banka bude diskutovat novou prognózu. S programem QE však bude pokračovat až do prvního zvýšení úrokových sazeb (dle vyjádření guvernéra Glapinského). Podle našeho názoru může toto trvat ještě déle, aby byl proces normalizace dluhopisových výnosů hladší.

Maďarská centrální banka bude v utahování měnových podmínek pokračovat rychlým tempem.

**Maďarská centrální banka se zvyšováním úrokových sazeb již začala.** Na červnovém zasedání zvedla klíčovou tříměsíční depozitní sazbu o 30 bb na 0,9 % a týdenní depozitní sazbu o 15 bb na stejnou úroveň (0,9 %). Zároveň prohlásila, že nastavení úrokových sazeb bude vyhodnocovat na měsíční bázi dle aktuálního ekonomického vývoje. Červencové zvýšení úrokových sazeb je vzhledem k červnové inflaci podle našeho i tržního názoru jisté. Do konce roku pak očekáváme zvýšení klíčové tříměsíční sazby na 1,5 %, v příštím roce pak na 2,25 %. Z utahování měnové politiky by měl profitovat kurz maďarského forintu, který by se v polovině příštího roku měl obchodovat za 325 HUF/EUR. Posilovat by měl dle naší prognózy i polský zlotý, jehož kurz vidíme na konci H2 22 na 4,25 PLN/EUR.

# Makroekonomická prognóza ČR



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

## Hlavní změny

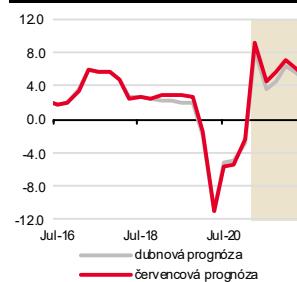
### HDP:

Pro rok 2021 jsme zvýšili prognózu HDP na 4,2 % z předchozího odhadu 3,4 %. V roce 2022 čekáme růst ekonomiky o 5,3 %.

### Inflace:

Pro rok 2021 jsme zvedli odhad inflace na 2,8 % z předchozího 2,5 %. V roce 2022 ji čekáme v průměru na 2,4 %.

## Změna v prognóze HDP (% , y/y)



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

## Změna v prognóze inflace (% , y/y)

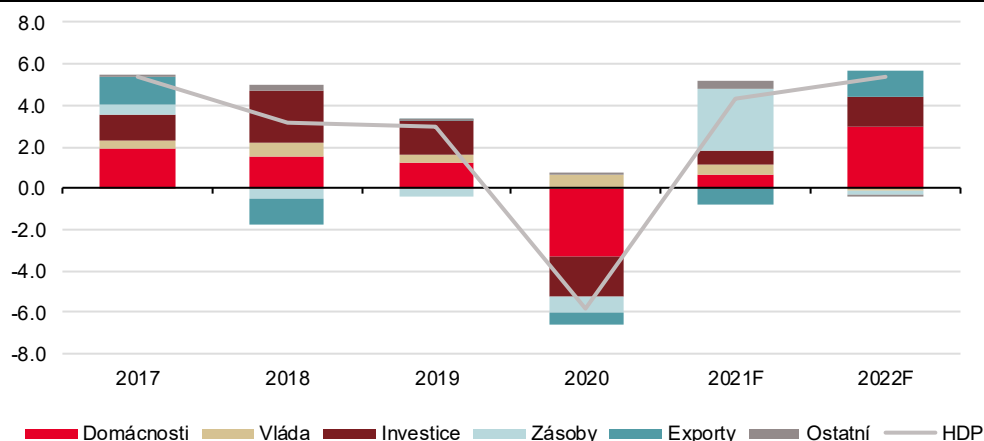


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Ekonomika brzy dožene loňský propad

Tuzemská ekonomika začala od letošního druhého čtvrtletí silně expandovat. Ve druhé polovině roku by její růst měl ještě dále zrychlovat. Inflace zůstává krátce po pandemii na vyšších úrovních a její dynamika pravděpodobně bude slábnout pomaleji. Dosažení inflačního cíle čekáme začátkem roku 2023, přičemž ČNB bude až do té doby zvyšovat úrokové sazby. Rizika pandemie citelně zeslábla, nicméně nejistota odhadů je stále relativně vysoká.

## Růst HDP letos potáhnou především investice do zásob, spotřeba domácností se opozdí (%)



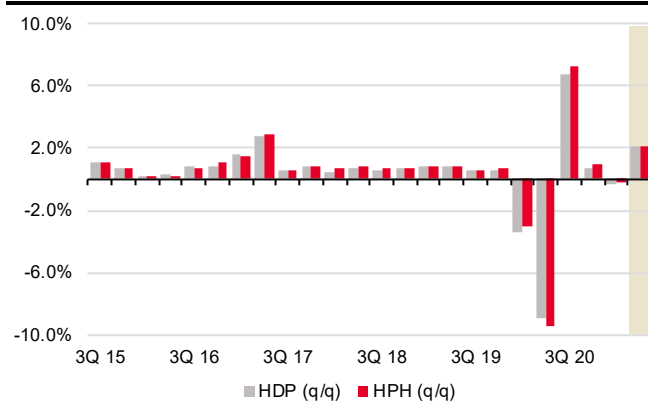
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Ekonomika v současnosti rychle roste

**Jarní rozvolnění protipandemických opatření bylo přibližně o dva až čtyři týdny rychlejší, než jsme předpokládali v poslední prognóze z dubna.** To pomohlo především k výraznější expanzi v sektoru tržních služeb. Vyššímu tempu růstu ekonomiky však na druhou stranu bránil zejména nedostatek komponent do výroby. I přes rychlejší

rozvolnění tak očekáváme přibližně dvouprocentní mezičtvrtletní růst HDP v Q2, což jsme odhadovali už v předchozí prognóze. Ovšem je třeba dodat, že se ekonomika oproti našemu odhadu vyvíjela o trochu lépe již v prvním čtvrtletí, kdy klesla pouze o 0,3 % q/q. To je s ohledem na rozsah protipandemických opatření, kdy byl omezen i pohyb obyvatelstva mezi okresy, příznivý výsledek. V souhrnu tak vývoj HDP za první polovinu roku ukazuje ve prospěch navýšení celoročního odhadu. Důležité je, že tentokrát nedošlo k uzavření průmyslových provozů, což v situaci rostoucí zahraniční poptávky umožnilo pokračující expanzi výroby. Z hlediska poptávkové strany byly hlavním tahounem HDP investice, a to především do zásob. Spotřeba domácností v prvním čtvrtletí pokračovala v mezikvartálních

## HDP letos od druhého čtvrtletí silně poroste



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

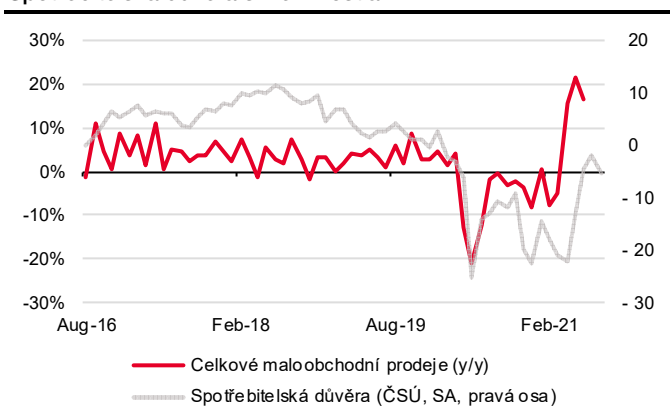
sestupu, i když toto tempo se již podstatně snížilo na -0,3 %. Růst skrze obnovu zásob a celkové investice, ke kterému dochází od počátku roku, je v počáteční fázi oživení přirozené, nicméně tentokrát je tento vývoj umocněn chybějícími komponentami a materiály do výroby.

**Volatilita reálných dat zůstává stále velmi vysoká, neboť ekonomika je vystavena sice příznivým, ale přesto velmi turbulentním podmínkám daným rozvolňováním protipandemických opatření.** Rovněž převládá zvýšená nejistota daná jednak rizikem dalších pandemických vln, a i když toto riziko značně kleslo, tak zde panují nejistoty zejména v podobě zpožděných dodávek komponent a materiálu do výroby. Pro letošek jsme počítali s tím, že hlavním tahounem ekonomiky bude spotřeba domácností, nicméně k jejímu oživení dochází až od poloviny druhého čtvrtletí, takže v celoročním srovnání bude jen slabším tahounem HDP. Její růst bude navíc tlumen nedostatkem některých statků či jejich zdražením a z toho důvodu i možností odkládání spotřeby (očekávání budoucího poklesu u některých cen).

Ekonomika od druhého čtvrtletí silně roste, je ale brzděna zpožděnými subdodávkami do výroby.

**Hlavní impuls tak letošnímu hospodářskému růstu dodají investice do zásob.** Ty byly hlavním tahounem HDP již v prvním čtvrtletí. Domníváme se, že tento scénář, i když se zmenšující intenzitou, přetrvá i ve zbytku roku. Vysoké tvorby zásob nahrává situace chybějících komponent. Firmy kvůli tomu hromadí zásoby nedokončených výrobků. O tomto vývoji kromě anekdotických zpráv z firem vypovídají i data z dotazníkových šetření, která uvádějí, že zásoby nedokončených výrobků dosahují nových historických maxim. Z tohoto důvodu se například indexy nákupních manažerů v řadě zemí včetně ČR dostávají také na nová historická maxima. Jejich úroveň indikuje růst výroby, kterého ovšem nebude pravděpodobně dosaženo. Přeplněné objednávkové knihy totiž nereflektují pouze rostoucí poptávku, ale právě také nedokončenou výrobu kvůli chybějícím subdodávkám. Ekonomika ovšem míří nahoru, což ukazuje i silná obnova důvěry prakticky ve všech jejích sektorech.

Spotřebitelská důvěra silně vzrostla



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

**Kromě předstihových indikátorů na vzestup ekonomiky jasně ukazují i „tvrdá“ měsíční data. To, že v podobě standartně vykazované meziroční změny HDP uvidíme extrémně silné číslo, by nemělo nikoho překvapit.** Důležité ovšem je, že za celé druhé čtvrtletí lze čekat silnou mezikvartální expanzi. Náš odhad činí 2,1 %, čemuž odpovídá meziroční tempo 9,4 %. Hlavním tahounem od druhého čtvrtletí až do konce roku bude spotřeba domácností. Její předchozí pokles ovšem znamená, že v celoroční dynamice půjde o relativně malý nárůst. Vývoj výše zmiňovaných zásob je obvykle značně nestabilní položka HDP, a tudíž i nejistota letošního odhadu ekonomiky zůstává značná. Počítáme s tím, že skok v obnově zásob z první poloviny roku se nezopakuje, ale ani nečekáme, že by v nejbližších čtvrtletích došlo k jejich snížení.

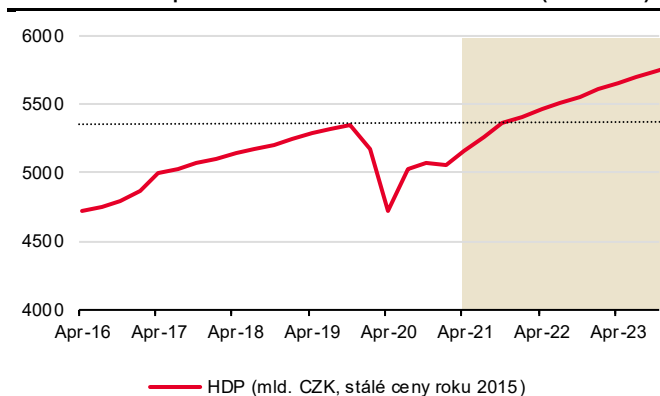
**Návrat HDP zpět k předkrizové úrovni již letos**

**Většina protipandemických opatření byla vypnuta již v průběhu druhého čtvrtletí. Ačkoliv nezanedbatelná dávka nejistoty přetrvává, nepočítáme s ohledem na výraznou imunizaci obyvatelstva s jejich obnovou.** Ve třetím čtvrtletí bude pokračovat rychlý růst ekonomiky,

Končící protiepidemická opatření zvyšují potenciální růst ekonomiky.

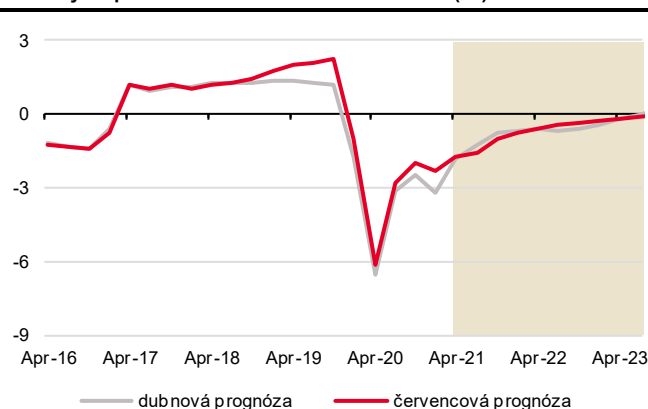
který stále ještě bude dobíhat předchozí propad. Rychlé rozvolňování protipandemických opatření doma i ve světě vedlo ke zvýšení naší prognózy letošního růstu ekonomiky na 4,2 % z předchozího odhadu 3,4 %. Navíc vyšší tempo hospodářského růstu nastartované v průběhu roku 2021 a předpoklad rychlé expanze zahraniční ekonomiky, stejně tak očekávaný růst veřejných investic podpořený fondy EU, podle nás povedou k urychlení celkového růstu tuzemského HDP v roce 2022 na 5,3 %. Při recesi ve výši 5,8 % zaznamenané v loňském roce by tak k dosažení předkrizové úrovně reálného HDP mělo dojít již letos ve čtvrtém čtvrtletí. To je oproti předchozí prognóze přibližně o čtvrt roku dříve, což také odpovídá zmiňovanému dřívějšímu rozvolnění v letošním druhém čtvrtletí. Toto rozvolnění nicméně v našem modelu přináší i rychlejší růst potenciálního HDP, takže vývoj mezery výstupu HDP je podobný jako v minulé prognóze. S jejím uzavřením nadále počítáme v průběhu příštího roku. Záporná mezera výstupu je faktor, který v naší prognóze působí ve směru nižší inflace, nicméně jak uvádíme v další kapitole, domníváme se, že inflace bude brzdit spíše pomalu.

Návrat HDP na předkrizovou úroveň koncem 2021 (mld. CZK)



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

Mezera výstupu se uzavře koncem roku 2022 (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Průmysl stále silněji omezují především zpožděné dodávky komponent.

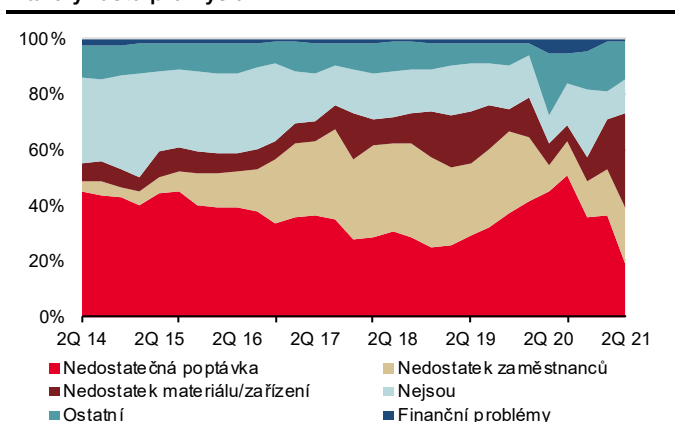
### Potíže se subdodávkami narůstají

**Zatímco v loňském roce průmyslovou výrobu srážely uzavřené provozy a výpadky v poptávce, letošní rok se nese v opačném gardu.** Ještě v prvním čtvrtletí sice reálně hrozilo uzavření některých provozů z důvodu silné epidemické vlny v ČR, ale k tomu nakonec nedošlo.

Epidemie z počátku roku jen dodatečně omezila dostupnost volné pracovní síly, ale průmyslová výroba mohla pokračovat. Hlavním limitem expanze se staly chybějící komponenty do výroby, a to zejména polovodiče. V případě českého průmyslu, který je silně exponován v automobilovém průmyslu jde o významný omezující faktor. Nedostatek čipů je

do značné míry rovněž důsledkem pandemie, neboť automobilky v loňském roce v obavách z poklesu produkce snížily objednávky a s nečekaně silným opětovným nárůstem poptávky v letošním roce výroba tuto poptávku dohání jen s velkým zpožděním. Relativní výhodu má i

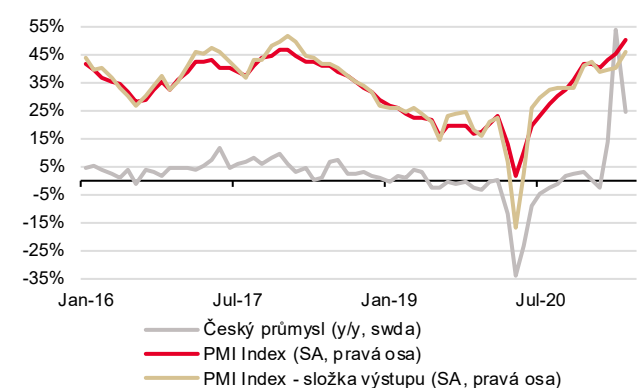
Bariéry růstu průmyslu



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

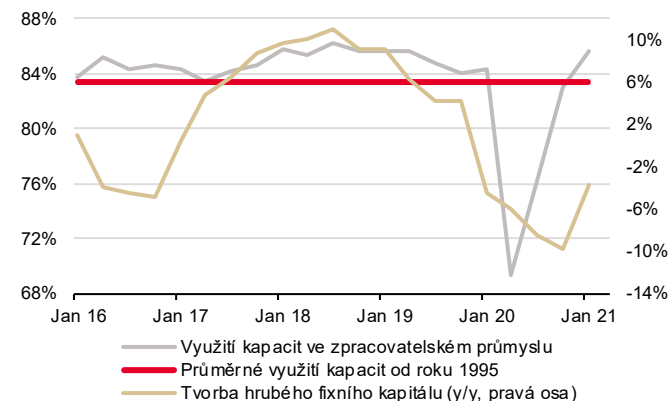
v ČR zastoupená výroba automobilů Hyundai, která vsadil na rostoucí trh a má zajištěno více komponent. Pokud ale problémy v subdodávkách přetrvají i do příštího roku, pak by byla pravděpodobně i produkce této automobilky limitována. Nutno podotknout, že potíže s dodávkami komponent a materiálů mají i jiní výrobci, ovšem právě u automobilek pozorujeme velké výkyvy ve výrobě, které se odrážejí i ve statistice celého průmyslu. Ještě v březnu průmyslová produkce slušně rostla, v dubnu ale přišlo zpomalení a v květnu ruku v ruce s poklesem výroby aut šla meziměsíčně dolů o silných 3,6 %. S ohledem na nízkou srovnávací základnu z minulého roku se současná výroba stále pohybuje v silných meziročních růstech (v květnu přes 30 % a v dubnu dokonce přes 50 %). Nicméně meziměsíční trend nyní vůbec není zřejmý. Ve zbytku roku počítáme s proměnlivými údaji statistiky průmyslové produkce. Nedostatky komponent vedou k omezování výroby a částečným uzavírkám provozů. V průměru tak po zbytek roku čekáme jen mírné navýšení průmyslové výroby, jehož limitem budou chybějící komponenty. I přesto jsme s ohledem na dosavadní vývoj a výhled ekonomiky domácí i světové pro letošek mírně zvýšili odhad růstu průmyslu na 10,8 %. Vysoké číslo opět odráží nízkou srovnávací základnu minulého roku. Nebýt chybějících komponent, byl by podle našeho odhadu pro letošek reálně dosažitelný i růst průmyslu blízko 20 %. **V roce 2022 počítáme s ústupem potíží s dodávkami komponent a růst průmyslové výroby by tak mohl pokračovat stále relativně rychlým celoročním růstem poblíž 7 %.** V loňském roce dominantní bariéra růstu v podobě nedostatečné poptávky v letošním roce ustupuje.

Předstihové indikátory ukazují expanzi výrobního sektoru



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

Využití kapacit roste

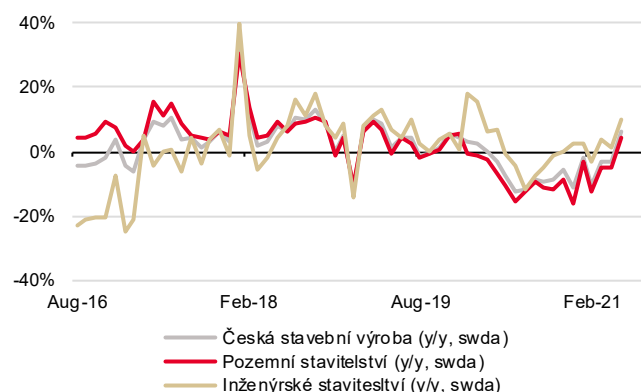


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Stavebnictví má již letos šanci vykazat růst.

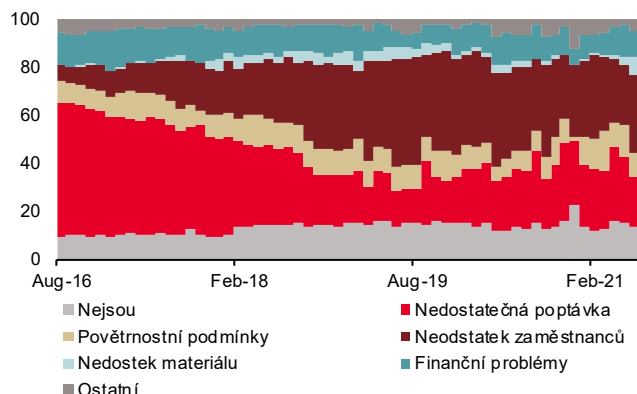
**Ve stavebnictví jsme pro letošek v předchozí prognóze počítali se stagnací.** Nicméně vývoj v první polovině roku byl přece jen příznivější. Investiční poptávka se navyšuje a pozitivně působí i ústup pandemie a související menší omezení pro pracovní sílu. Pozitivní dopad na stavebnictví bude mít i obnova oblastí zasažených tornádem na jižní Moravě. Pro celý letošní rok tak odhadujeme růst stavebnictví kolem 4 %. Oživení produkce v oblasti stavebnictví má oproti zbytku ekonomiky značné zpoždění a s výraznější expanzí počítáme spíše až v letech 2022–2023, kdy kromě soukromých investic silně porostou zřejmě i investice veřejné, zejména infrastrukturní za pomoci fondů EU (viz Box 1). Hlavním omezením pro stavebnictví je i nadále nedostatek zaměstnanců, zatímco problém nedostatečné poptávky klesá. Naopak i ve stavebnictví se zvyšují problémy s chybějícími materiály. Situace zde sice nedosahuje takových rozměrů jako v některých průmyslových odvětvích, ale tento vývoj je jasně patrný, a to i ve zvyšování cen. Růst cen stavebních prací v červnu dosahoval meziročních 4,1 %, ale v případě stavebních materiálů dokonce 9,5 %. **Nedostatek materiálu a jeho vyšší cena tak letos budou nezanedbatelnou brzdou stavební produkce. Pravděpodobně bude docházet i ke spekulativnímu odkladu realizace některých spíše menších projektů v naději, že v budoucnu dojde k cenové korekci. V roce 2022 čekáme expanzi stavebnictví poblíž 9 %.**

## Stavebnictví se pomalu vrací k růstu



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

## Bariéry růstu stavebnictví



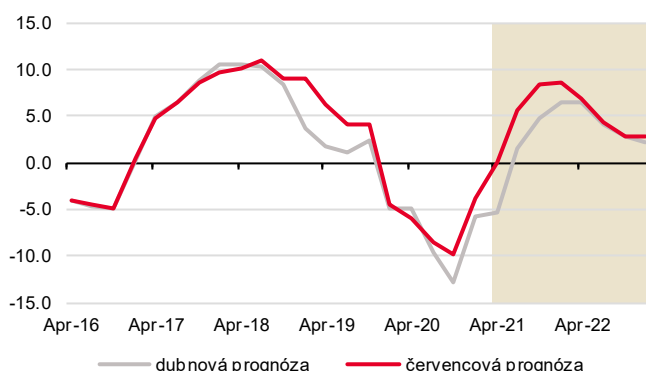
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

## Nejprve investice a poté spotřeba domácností potáhnou ekonomiku

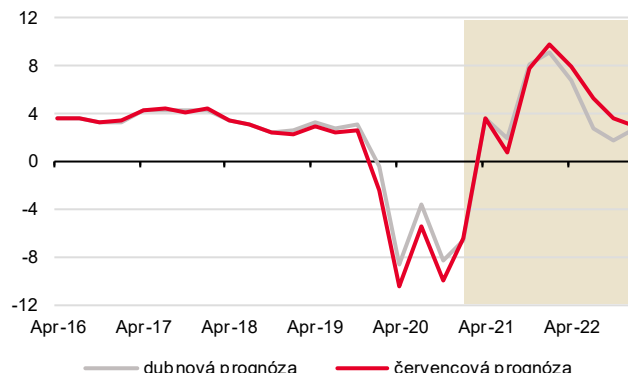
V loňském roce ekonomiku z hlediska poptávkové strany táhla dolů na prvním místě spotřeba domácností a na druhém pak investice do fixního kapitálu. S odstupem poté působil ve stejném směru i pokles investic do zásob a malý negativní příspěvek měl rovněž zahraniční obchod. Výjimkou byly naopak vládní výdaje, které rostly. Lepší se výhled na ekonomiku již na počátku letošního roku vedl k obnovení růstu investic do fixního kapitálu. Ještě větší nárůst však zaznamenaly investice do zásob. Očekáváme, že v aktuálním prostředí rostoucí poptávky a chybějících komponent bude i po zbytek roku pokračovat stále silná tvorba zásob. Ačkoliv, jak jsme již dříve zmínili, roli tahouna ekonomiky v dalších čtvrtletích převezme především spotřeba domácností a fixní investice, v celoročním srovnání bude pravděpodobně obnova zásob hlavním tahounem ekonomiky. Za celý letošní rok čekáme růst spotřeby domácností o skromně vypadajících 1,3 %, což je dáno tím, že slabost prvního čtvrtletí lze jen částečně nahradit vyšší spotřebou ve zbývajících třech čtvrtletích. Tento opožděný náběh spotřeby domácností pak způsobí, že v celoročním srovnání bude hlavním tahounem ekonomiky až v roce 2022, kdy čekáme její expanzi o 6,6 %. Z pohledu mezikvartálních temp by však k její nejrychlejšímu růstu mělo docházet v letošním druhé polovině roku.

## Investice se vrací k růstu (% y/y)...



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

## ... a s mírným zpožděním i spotřeba domácností (% y/y)



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

**Kombinace očekávaného silného růstu spotřeby domácností a investic koresponduje se slabým příspěvkem zahraničního obchodu.** Navzdory relativně příznivému vývoji obchodní bilance ve byl příspěvek čistého exportu za celý rok 2020 nepatrně negativní. Se srovnatelným příspěvkem počítáme i v letošním roce, ačkoliv tentokrát ve struktuře místo celoročních poklesů importu a exportu uvidíme jejich silné růsty. Argumentem pro příznivý vývoj

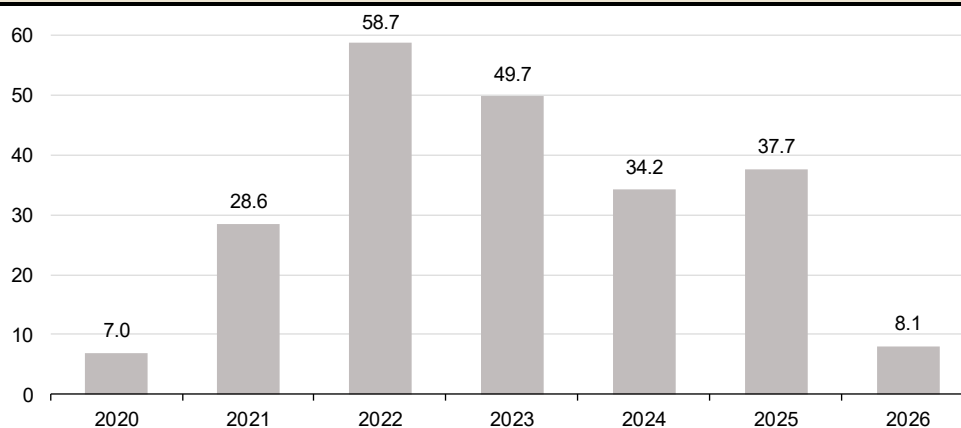


zahraničního obchodu je výhled sílící zahraniční poptávky, kdy pro eurozónu pro letošek i pro příští rok čekáme růst HDP nad 4 %. V národní metodice očekáváme pro letošek přebytek zahraničního obchodu ČR poblíž 180 mld. Kč, tedy blízko loňského výsledku.

#### Box 1: Zelené investice mají zelenou

**Česká republika se v následujících letech může těšit na masivní příliv prostředků z Evropské unie.** Celková suma peněz, která do země přiteče, by se měla blížit jednomu bilionu korun. To je nejvyšší částka v historii České republiky. Čerpání by se navíc mělo rozjíždět poměrně rychle, což je dáno přísnými pravidly pro využívání prostředků z *Plánu obnovy*. Podle těch 70 % prostředků musí být zazávazkováno (což ale neznamená proinvestováno) do konce roku 2022, zbylých 30 % pak do konce roku 2023. Zatímco letošní rok bude převážně ve znamení příprav, v příštím roce by už mělo být čerpání peněz v plném proudu. V Národním plánu, který vláda odeslala do Bruselu, předpokládá, že do konce roku 2022 bude ze státního rozpočtu ve spojitosti s profinancováním projektů z *Plánu obnovy* proplaceno konečným příjemcům již více než 40 % přidělených prostředků, přičemž rok 2022 by měl být v tomto ohledu nejsilnější. My se domníváme, že náběh bude nakonec o něco pomalejší a nejsilnější bude rok 2023. Předpokládáme že v roce 2022 a 2024 navýší prostředky z *Plánu obnovy* objem investic o necelá 3 %, v roce 2023 pak o 4,5 %. V letošním roce se na jejich meziročním růstu bude podílet 0,4 pb, v příštím roce pak 0,8 pb. Rok 2023 bude mimořádný i z toho důvodu, že v něm budou muset být dočerpány i všechny prostředky z programu REACT-EU (zhruba 30 mld. CZK) a zbývající peníze z programového období 2014-2020 (ke konci letošního května bylo z celkového objemu 641 mld. CZK proplaceno konečným příjemcům 66 %). Z investičního pohledu bude silný i rok 2024, kdy vláda bude muset poprvé naplnit pravidlo n+3 v rámci nového programového období 2021-2027.

#### Vládou předpokládané výdaje spojené s Plánem obnovy (mld. CZK)



■ Výdaje ze státního rozpočtu spojené s Plánem obnovy

Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**V rámci peněz plynoucích z EU stále více prostředků směřuje do zachování a obnovy životního prostředí.** V rámci *Plánu obnovy* by do zelených investic mělo směřovat přes 40 % přidělené částky, tedy 76,7 mld. CZK. Zároveň je ale nutno dodat, že změna ve struktuře investic nebude dramatická. Investice i nadále potečou do renovací budov, nákupů strojů a zařízení. Pouze bude kladen vyšší důraz na to, aby byly šetrnější k životnímu prostředí.



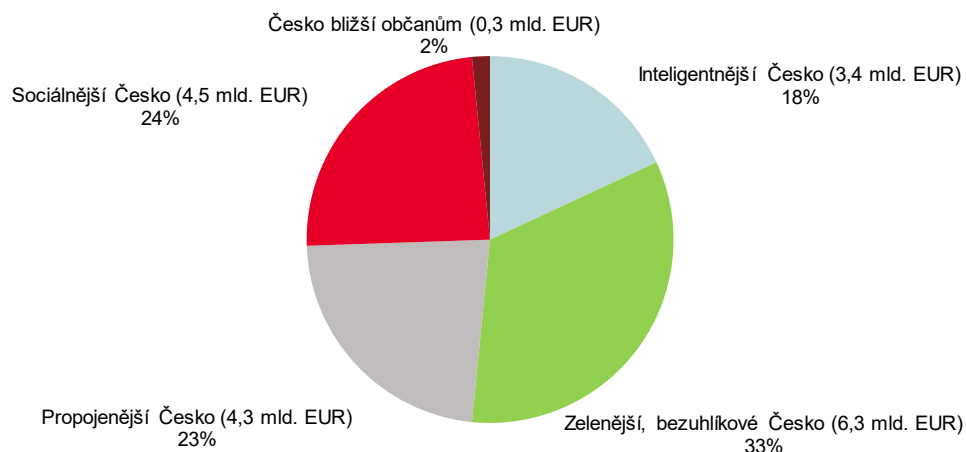
**Plán obnovy: prostředky vyčleněné na zelené investice v jednotlivých kategoriích (CZK mil.)**

Investiční oblast	CZK mil.	Investiční oblast	CZK mil.
Udržitelná a bezpečná doprava	13989	Revitalizace území se starou stavební zátěží	1333
Snižování spotřeby energie	8265	Podpora biodiverzity a boj se suchem	1789
Přechod na čistší zdroje energie	6660	Zaměstnanost a rozvoj trhu práce	8579
Rozvoj čisté mobility	4934	Systémová podpora veřejných investic	49
Renovace budov a ochrana ovzduší	15671	Nástroje na podporu podnikání, ČMZRB	400
Ochrana přírody a adaptace na klimatickou změnu	12473	Podpora VaV	200
Církulární ekonomika a recyklace	2400		

Zdroj: Plán obnovy, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**I z klasických EU fondů bude do zelených investic směřovat značný objem prostředků.**

Z celkově přidělených 21 mld. EUR by do priority Zelené, bezuhlíkové Česko mělo spadat 6,3 mld. CZK, tedy 33 % celkově alokovaného objemu peněz.

**Priority v novém dotačním období 2021-2027**

Zdroj: Plán obnovy, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Zelené investice budou financovány i z Modernizačního fondu.** Jeho cílem je snížit závislost na spalování uhlí a rychleji přejít k čistým zdrojům energie. Objem prostředků v tomto fondu by měl dosáhnout minimálně 150 mld. CZK. Vzhledem k rostoucím cenám emisních povolenek, z jejichž prodeje prostředky do fondu putují, však výše fondu zřejmě přesáhne 200 mld. CZK. Prostředky v rámci *Modernizačního programu* jsou rozděleny do devíti kategorií. Nejvíce peněz by mělo směřovat do programu na podporu nových nepalivových obnovitelných zdrojů energie (38,7 %) a do modernizace soustav zásobování tepelnou energií (26 %). Čerpání se však bude rozvíjet velmi pomalu. Je to dáno i tím, že zde nejsou přísné časové limity, tak jako je tomu u *Plánu obnovy* či *EU fondů*. Stanoven byl pouze časový rámec deseti let.

**Do zelených investic bude firmy tlačit nejen objem vyčleněných prostředků ale i regulace, která se bude postupně stále více zostřovat.** Evropská komise chce snížit emise skleníkových plynů v EU v porovnání s rokem 1990 do konce roku 2030 nejméně o 55 %. To by mělo umožnit dosažení klimatické neutrality do roku 2050. Regulační změny ve finančním sektoru začala již zavádět Evropská centrální banka i Evropský orgán pro bankovníctví. ECB v listopadu loňského roku vydala průvodce pro banky týkající se klimatických a environmentálních rizik. Z něho budou banky muset vycházet při tvorbě své obchodní strategie i při vyhodnocování, jak exponované vůči environmentálním rizikům jsou. V roce 2022 pak ECB vše vyhodnotí a udělí případné výzvy k nápravě. Tlak na větší environmentální

odpovědnost je ale patrný i v korporátní sféře, a to nejen ze strany regulátorů, ale i samotných investorů, kteří se stále více zajímají o to, jak si firmy na tomto poli stojí.

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

## Fiskální politika: Růstem ekonomiky k lepším výsledkům

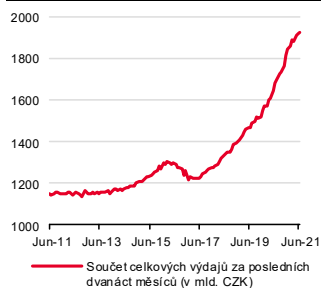
Naše prognóza z dubna se postupně naplňuje, a tudíž nová verze doznala pouze kosmetických změn. Státní rozpočet směřuje letos k deficitu 400 mld. CZK (6,5 % HDP), což je nejvyšší hodnota v historii, ale stále lepší výsledek oproti očekáváním Ministerstva financí. Inkaso přímých daní již v první polovině překonalo očekávání vlády a v druhé polovině podle nás poroste i výběr nepřímých daní. Na druhou stranu výdaje spojené s pandemií koronaviru nedosáhnou takové výše, v jaké byly schváleny. Státní rozpočet pro příští rok je stále v legislativním procesu, nicméně ze stejných důvodů očekáváme lepší výsledek, než jaký plánuje Ministerstvo financí. Municipality a zdravotní pojišťovny i nadále budou podporovat veřejné finance ve směru nižšího deficitu. Celkově se tak podle nás letos prohloubí deficit na 6,2 % HDP a až v příštím roce zaznamená známky konsolidace. Dluh veřejných financí vzroste letos na 41,7 % HDP a dále poroste až na úroveň 44,1 % HDP v roce 2023.

### Příjmy státního rozpočtu



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, MFČR

### Výdaje státního rozpočtu



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, MFČR

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

### Státní rozpočet směřuje oproti plánu vlády k lepšímu výsledku

Hospodaření vlády skončilo v prvních šesti měsících letošního roku s deficitem 265,1 mld. CZK (4,3 % HDP). Celkové příjmy státu vzrostly meziročně o 1,9 % a výdaje o 9,3 %. Po dubnovém a květnovém skokovém zhoršení deficitu přišlo v červnu námi očekávané zklidnění tlaku na další prohlubování schodku státního rozpočtu. Na tom se podílela zejména příjmová strana v čele s přímými daněmi. Zásadní položkou byla pololetní záloha na daní z příjmu právnických osob, která překonala očekávání Ministerstva financí a inkaso za celé první pololetí dosáhlo 90 % celoročního plánu. Vyšší příjmy zaznamenala i daň z příjmu fyzických osob a pojistné. Naopak i nadále výrazně zaostává výběr DPH a spotřebních daní. Celkově ale příjmy převyšují schválený plán o 16,2 mld. CZK.

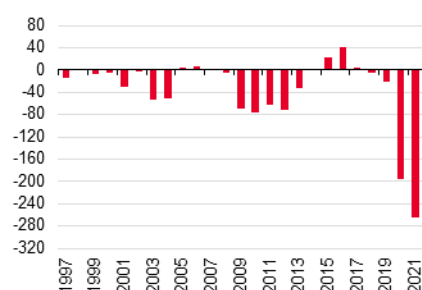
Výdajovou stranu stále nejvíce zatěžují transfery podnikatelskému a municipálnímu sektoru, pod kterými se schovávají covidové programy na podporu ekonomiky. Do velké míry je však lze považovat za vyčerpané a v druhé polovině roku se nebudou opakovat. Na druhou stranu by se měly více rozjet investiční výdaje, které tradičně v první polovině roku zaostávají. Doposavad bylo utraceno necelých 60 mld. z plánovaných 187,5 mld. CZK (3,1 % HDP). Prozatím tempo čerpání odpovídá průměru předchozích let, tudíž lze předpokládat, že by ambiciózní plán mohl být naplněn. Celkově tak výdajová strana předbíhá plán ministerstva o 31,2 mld. CZK.

Podle našich očekávání tlak na prohlubování deficitu státního rozpočtu v polovině roku slábne. Ačkoli naše prognóza počítala s vyšším daňovým inkasem oproti plánu Ministerstva financí, zejména daň z příjmu právnických osob je pozitivním překvapením. I **nadále tak předpokládáme výsledný deficit státního rozpočtu ve výši 400 mld. CZK (6,5 % HDP)**. 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 by se s 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.

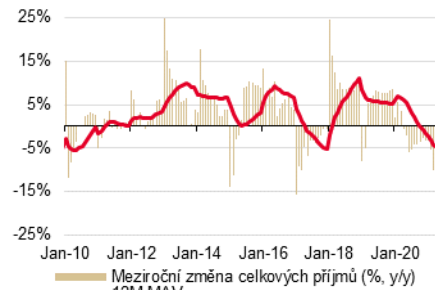
**Rizika se od naší poslední prognózy snížila.** Pandemický vývoj nenaznačuje potřebu výrazného omezení ekonomiky a s tím spojené dodatečné výdaje a nižší daňové příjmy státního rozpočtu. Zároveň dosavadní vládní předvolební politika se soustředí spíše na rozpočet příštího roku a investice se rozjíždí tradičním tempem posledních let.

**Státní rozpočet pro příští rok je stále na počátku legislativního procesu.** Vláda na začátku června schválila návrh státního rozpočtu s deficitem 390 mld. CZK (6,4 % HDP), což je více, než jsme očekávali v naší dubnové prognóze. Do konce září musí být finální návrh odeslán do Poslanecké sněmovny, nicméně dosavadní diskuze nenaznačují výrazné změny ze strany vlády. 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. Podle nás však letošní důvody nižšího deficitu oproti plánu Ministerstva financí přetrvávají i v roce příštím. **Tudíž i pro rok 2022 ponecháváme prognózu deficitu státního rozpočtu beze změny na úrovni 300 mld. CZK (4,9 % HDP).**

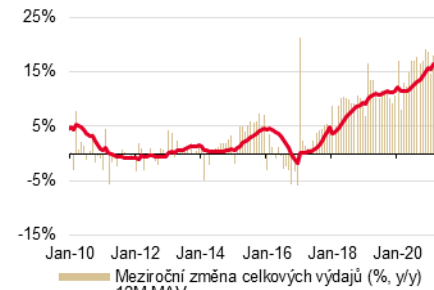
Srovnání červnových výsledků státního rozpočtu (mld. CZK)



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



Růst výdajů zpomaluje a měl by pomoci k nižšímu deficitu



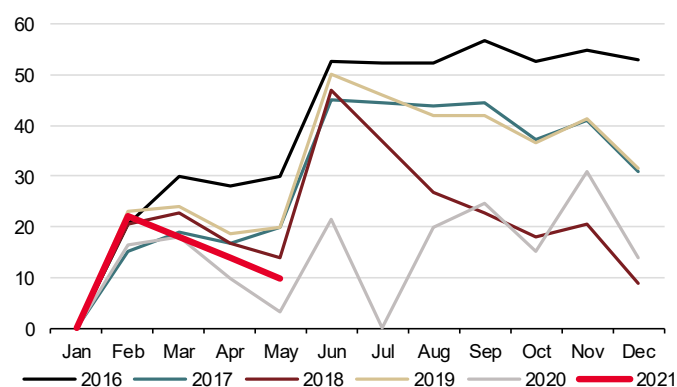
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, MFČR

### Ostatní sektory budou i nadále snižovat deficit celých veřejných financí

Prvních pět měsíců letošního roku ukázalo přebytek hospodaření municipalit ve výši 10 mld. CZK, čímž se po pandemickém roce téměř vrátily k tradiční trajektorii. Navíc již červnový výsledek státního rozpočtu ukázal překvapivě vysoké inkaso daně z příjmu právnických osob, které podle našich odhadů podpoří hospodaření municipalit zhruba o 25 mld. CZK. Investiční aktivita po překvapivě úspěšném roce zpomalila o 3 %. Na druhou stranu od začátku roku vzrostly zůstatky municipalit na běžných účtech o necelých 50 mld. na 277 mld. CZK. **Obdobně jako v případě státního rozpočtu i pro municipality očekáváme letošní lepší výsledek hospodaření oproti předpokladům Ministerstva financí,** a to ve výši 20 mld. CZK (versus 0,3 mld. CZK). Vyšší daňové příjmy by měly podporovat municipality i v příštím roce, pro který očekáváme přebytek ve výši 30 mld. CZK

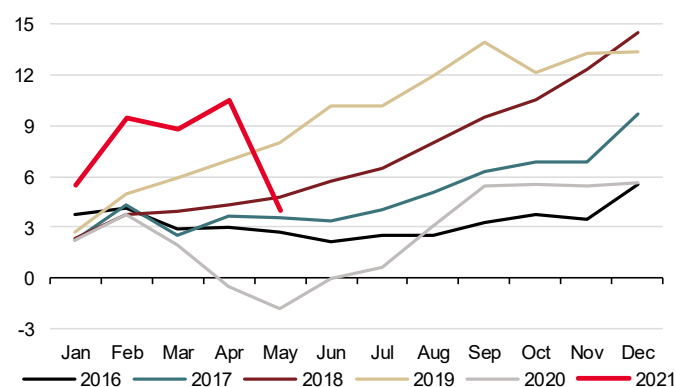
**Zdravotní pojišťovny v posledních měsících dohnaly náklady spojené s pandemií koronaviru** a z optimistického začátku roku se přebytek hospodaření propadl na polovinu. Náklady pravděpodobně porostou i v následujících měsících. Do konce roku by se však situace měla začít zlepšovat. Zejména díky opakovaně zvýšeným platbám za státní pojištění by se podle nás měly zdravotní pojišťovny udržet v solidním přebytku 8 mld. CZK. V následujícím roce by díky absenci zvýšených nákladů spojených s pandemií měl přebytek hospodaření vzrůst na 15 mld. CZK. Navíc je ve hře další zvýšení plateb za státní pojištění, které je pozitivním rizikem pro naši prognózu.

Hospodaření municipalit kopíruje předcovidové roky (mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zdravotní pojišťovny dohnaly covidové výdaje (mld. CZK)



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

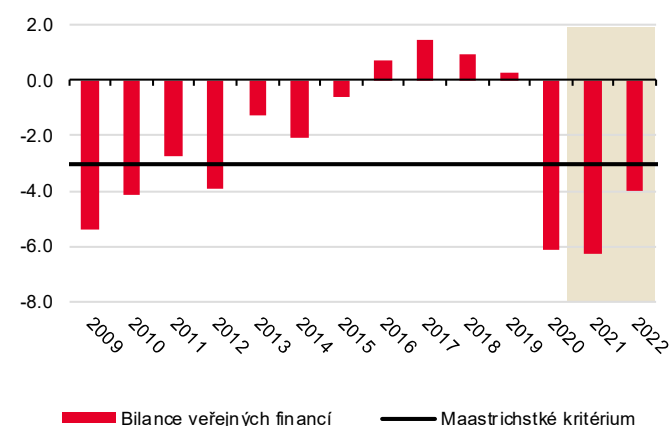
	2019	2020	2021f	2022f	2023f	2024f
Bilance veřejných financí (% HDP)	0,3	-6,1	-6,2	-4,0	-2,7	-1,6
Fiskální úsilí (pb HDP)	-0,8	-3,8	-0,7	1,7	1,3	1,1
Veřejný dluh (mld. CZK)	1 739,9	2 153,0	2 553,0	2 853,0	3 078,0	3 228,0
Veřejný dluh (% HDP)	30,0	37,8	41,7	43,3	44,1	44,0

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

## Veřejné finance letos prohloubí deficit hospodaření na rekordní úroveň

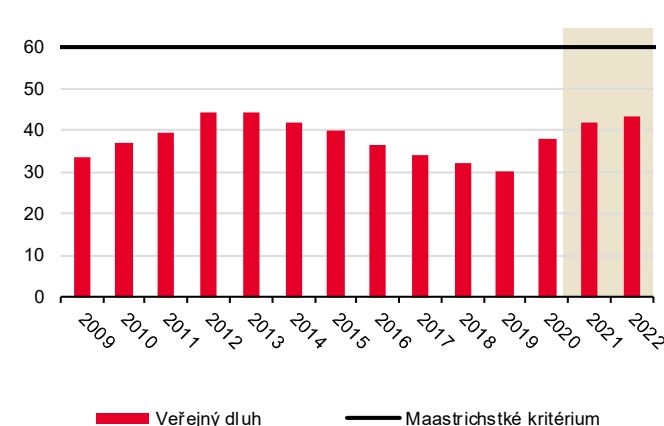
**Naše dubnová prognóza státního rozpočtu se postupně naplňuje, a tudíž i výhled pro celé veřejné finance doznal jen kosmetických úprav.** Celkový deficit by tak měl letos dosáhnout 6,2 % HDP podle metodiky ESA2010, což je o jednu desetinu více než v předchozím roce a nejvíce v moderní historii. Hlavním 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 (+0,5 pb). Pro příští rok očekáváme pokles deficitu na 4,0 % HDP. Zadlužení veřejného sektoru by letos mělo dále růst na 41,7 % HDP a v roce 2023 dosáhne svého vrcholu na úrovni 44,1 % HDP.

Bilance veřejných financí (% HDP)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Veřejný dluh (% HDP)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Dubnová prognóza Ministerstva financí počítá s letošním 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. Dosažení úrovně dluhové brzdy ve výši 55 % tak považujeme v následujících dvou letech za nepravděpodobné.

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



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

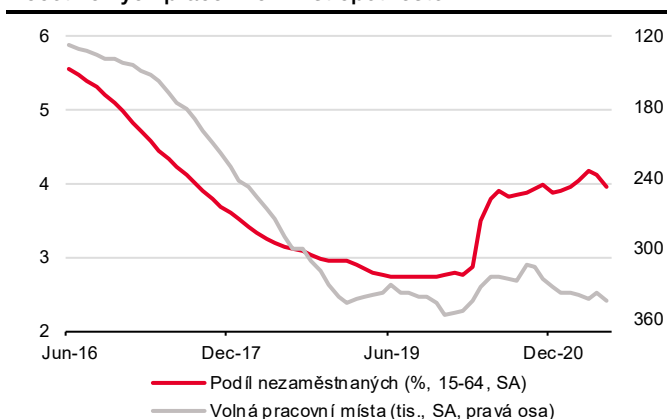
## Trh práce se utahuje

**Ukončování vládních podpůrných programů na trhu práce se setká s rychle rostoucí ekonomikou. Roste počet volných pracovních míst. Domníváme se, že míra nezaměstnanosti se nachází blízko svého vrcholu a od příštího roku se začne postupně snižovat. Růst mezd bude letos tažen veřejným sektorem, přičemž je zde zvýšená nejistota ohledně načasování výplat mimořádných odměn ve zdravotnictví. S oživením ekonomiky počítáme v dalších letech i s postupným zrychlením růstu mezd také v soukromé sféře.**

Čekáme už pouze minimální zvýšení míry nezaměstnanosti.

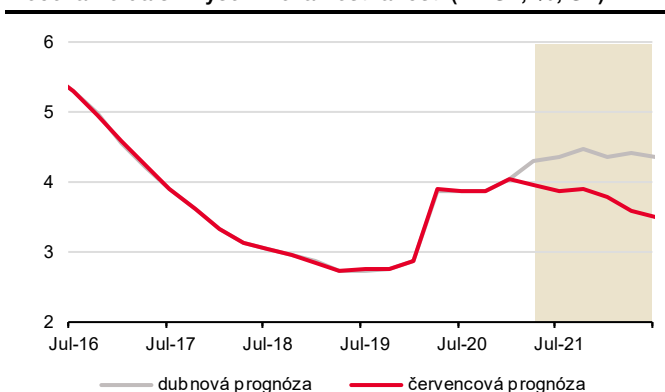
**Míra nezaměstnanosti v polovině letošního roku v metodice MPSV dosahovala 3,7 %. Meziročně tak jde o zhoršení přesně o jeden procentní bod.** Samotný červen již vykazuje pokles míry nezaměstnanosti i po sezónním očištění. Zda jde o začátek trendu klesající nezaměstnanosti nelze s jistotou soudit. Na jedné straně je pravda, že firmy najímají nové zaměstnance a z mnoha míst je slyšet o jejich nedostatku. Na druhou stranu s návratem ekonomiky k běžnému fungování byly ukončeny programy udržující do značné míry uměle nízkou nezaměstnanost. Rychle rostoucí ekonomika se tedy setká s uvolněním některých zaměstnanců. Počet volných pracovních míst dle Ministerstva práce a sociálních věcí v červnu přesto vzrostl na téměř 356 tisíc. To je dokonce mírně nad úrovní roku 2019, kdy nedostatek pracovníků a utažený trh práce byl podstatným tématem, který mimochodem přispěl k utahování měnové politiky centrální bankou. **V souhrnu čekáme ve druhé polovině roku přibližně stabilní míru nezaměstnanosti a v příštím roce její postupné snižování, zatímco v předchozí prognóze jsme pro stejné období počítali s jejím navýšením. Z pohledu našeho modelu se míra nezaměstnanosti nachází blízko rovnovážných hodnot a v příštím roce bude klesat mírně pod tuto úroveň.**

Počet volných pracovních míst opět roste



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

Nečekáme další zvýšení nezaměstnanosti (MPSV, %, SA)

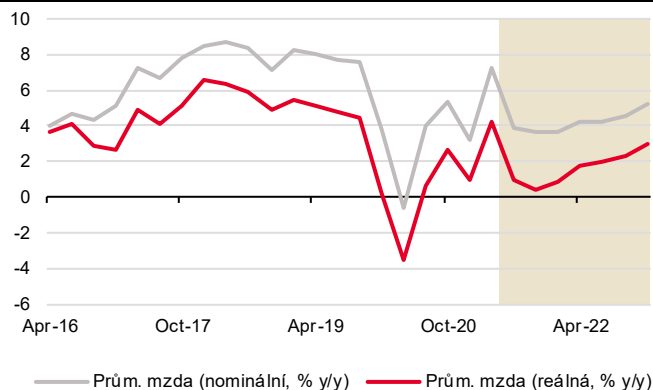


Zdroj: MPSV, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Zatímco ve čtvrtém čtvrtletí mzdy překvapily vyšším růstem, na počátku roku naopak rostly oproti očekávání pomaleji.** Údaje za čtvrté čtvrtletí loňského roku ukazují meziroční růst průměrné nominální mzdy o 5,3 %, který na počátku letošního roku zpomalil na 3,2 %. V reálném vyjádření se průměrná mzda zvýšila v Q1 21 meziročně o 1,0 % po předchozím růstu o 2,6 %. Ke zpomalení přispělo odeznění vlivu mimořádných odměn ve zdravotnictví a v oblasti sociální péče, jež byly vyplaceny v průběhu čtvrtého čtvrtletí a vedly k výraznému

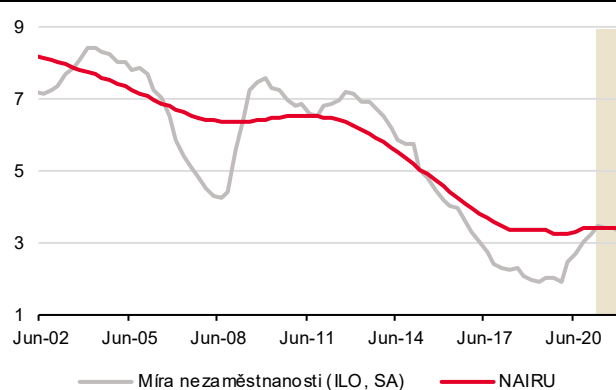
zvýšení průměrné mzdy. Svou roli mohlo sehrát i zrušení superhrubé mzdy, které se odrazilo v růstu čistých příjmů a v nižším tlaku na zvyšování mezd v soukromém sektoru. Proti tomu pak jen z části působil předem ohlášený růst tarifních platů od začátku roku v sektoru veřejném, především pak ve zdravotnictví a školství.

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

Celoroční růst průměrné mzdy podpoří především veřejný sektor.

**Pro druhé čtvrtletí letošního roku čekáme zrychlení tempa růstu mezd, kterému v meziročním srovnání navíc pomůže nízká srovnávací základna z minulého roku.** Odhadujeme tak meziroční tempo mírně nad 7 %. Tahounem ovšem bude pravděpodobně opět veřejný sektor, zejména díky dalším mimořádným odměnám ve zdravotnictví. Nicméně zde vězí otazník, jelikož k vyplacení těchto odměn zdaleka všude ve druhém čtvrtletí nedošlo a tento efekt by se tak mohl z části projevit až v dalším čtvrtletí. Mzdy rostly zřejmě také v soukromé sféře, i když zatím spíše umírněnějším tempem. Nicméně s ohledem na výše uvedený vývoj na trhu práce lze v dalších čtvrtletí očekávat tlaky na jejich vyšší růst. Naše prognóza se nicméně v tomto ohledu oproti předchozí výrazně nezměnila. **Pro letošek čekáme zvýšení průměrné mzdy o 4,5 %, v příštím roce o 4,2 % a poté s ohledem na utaženost trhu práce opětovné zrychlení. V reálném vyjádření by to letos znamenalo růst průměrné mzdy o skromných 1,6 % a v roce 2022 o 1,7 %.**

## Inflace se stále drží výš

**Spotřebitelské ceny letos pravděpodobně vzrostou v průměru o 2,8 %. Jádrová inflace podle nás již dosáhla svého vrcholu, nicméně brzdit bude spíše pozvolna s tím, jak se obnovují domácí cenové tlaky a rychle rostou ceny na straně výrobců. Ceny u čerpacích stanic se zvyšují kvůli dražší ropě a s ohledem na očekávané posílení dolaru budou působit proinflačně také v příštím roce. Umírněný vývoj naopak i nadále čekáme v případě potravin. V příštím roce očekáváme zpomalení inflace v průměru na 2,4 %.**

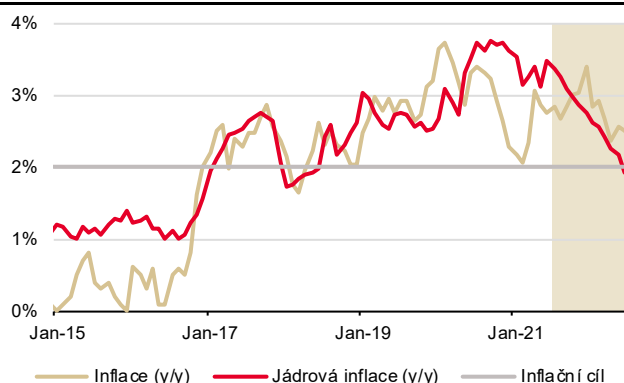
Jádrová inflace bude ustupovat pomalu.

**Meziroční růst spotřebitelských cen ve druhém čtvrtletí činil 2,9 %.** To bylo v souladu s naší prognózou z dubna. Nicméně struktura byla odlišná s tím, že rychleji rostly jádrové ceny, a naopak nižší byly ceny potravin. Z pohledu měnové politiky taková skladba ukazuje spíše na silnější poptávkové tlaky. Působení domácí poptávky na ceny potravin je omezené a z hlediska uvažování centrální banky má tak jejich vývoj menší váhu. Jádrová inflace činila v polovině roku meziročních 3,5 % a i z hlediska meziměsíční dynamiky stále neukazuje zpomalení. **Problematickým faktem je, že po rozvolnění protiepidemických opatření mohlo dojít k řadě jednorázových cenových přizpůsobení, které mohou mít jen krátké trvání. Na druhou stranu lze najít i důvody, proč by tomu tak být nemuselo.** Silným argumentem jsou zejména problémy v subdodávkách výrobců, které navyšují jejich ceny, což se jen postupně přelévá do cen spotřebitelských. Tyto potíže by sice mohly v příštím roce vyprchat, ale jistě to rozhodně není. Meziroční růst cen výrobců v červnu vystoupal na 6,1 %.



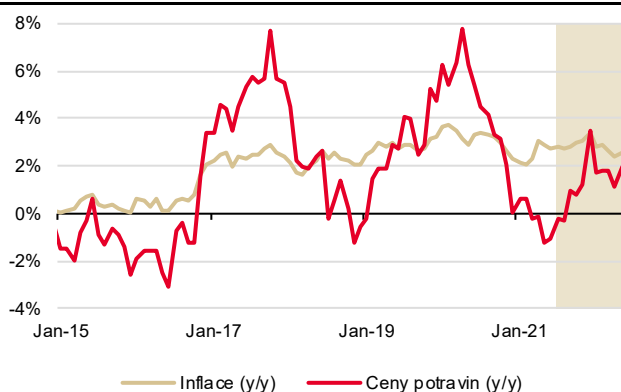
Kloníme se k názoru, že současná vlna vyšší inflace bude ve druhé polovině roku slábnout jen postupně a v případě meziročního růstu jádrových cen, které nezahrnují potraviny, energie a regulované ceny, počítáme na konci roku s tempem lehce pod 3 %. V příštím roce pak očekáváme zpomalení jádrové inflace v průměru na 2,1 %. Tomu bude pomáhat další mírné posilování koruny, rychlé zvyšování úrokových sazeb ČNB a zpomalení inflace v zahraničí. Připomeňme, že zatímco pro letošek počítáme s inflací v eurozóně kolem 2 %, v příštím roce již čekáme její zpomalení k 1,1 %, což při očekávaném posilování koruny implikuje pokles dovozních cen.

Meziroční inflace se koncem letoška bude nacházet nad 3 %



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

Ceny potravin letos působí mírně desinflačně



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

Po předchozím zdražení předpokládáme stabilitu ceny ropy v pásmu 70–75 USD/barel do konce příštího roku.

**Cena ropy se oproti naší dubnové prognóze, kde jsme čekali její stabilitu, zvýšila ve druhém čtvrtletí přibližně o 15 %.** Zdražování u čerpacích stanic tak od počátku roku probíhá vyšším tempem, než jsme čekali, a působí i nadále proinflačně. Ceny se zvyšují z nízkých úrovní, takže v meziročním srovnání byly ceny u čerpacích stanic v polovině roku meziročně výše o výrazných cca 20 %. V naší prognóze předpokládáme, že ceny ropy Brent do konce roku 2022 setrvají v pásmu 70–75 USD/barel a poté zvolna porostou. Nicméně s ohledem na předpoklad posilujícího dolaru proti koruně budou ceny u čerpacích stanic i v příštím roce působit proinflačně.

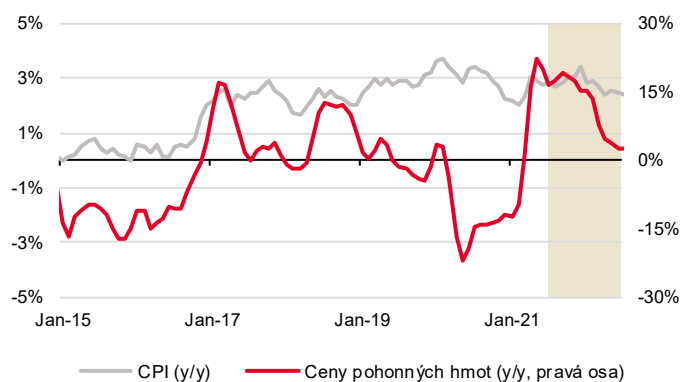
**Ceny potravin letos rostou jen velmi umírněně a z meziročního pohledu tak působí desinflačně.** S ohledem na aktuálně očekávaný vývoj cen zemědělských komodit čekáme od druhé poloviny letošního roku mírné urychlení jejich růstu, nicméně i pro příští rok předpokládáme spíše jejich umírněný růst lehce pod 2 %.

Zvýšení spotřebních daní inflaci zvyšuje, nižší ceny energií ji letos brzdí, ale od příštího roku budou urychlovat.

**Evergreenem ve zvyšování spotřebitelských cen se již postupně stává navyšování spotřebních daní.** To se z valné většiny odehrálo již v první polovině roku a celkový příspěvek změny daní do celkové inflace odhadujeme na 0,2 pb. Pro příští rok očekáváme přibližně obdobný efekt. **Regulované ceny energií pro letošní rok klesly a působily tak citelně ve prospěch nižší inflace.** V příštích letech čekáme obrát. Tomu nasvědčuje již letos silný nárůst cen elektřiny a povolenek na burze. Co by mohlo růst regulovaných cen tlumit, budou ostatní složky jako vodné a stočné. V příštích dvou letech z důvodu růstu cen energií počítáme s růstem regulovaných cen těsně pod 3 %. S ohledem na proměnu evropského trhu s elektřinou zde vnímáme zvýšenou nejistotu.

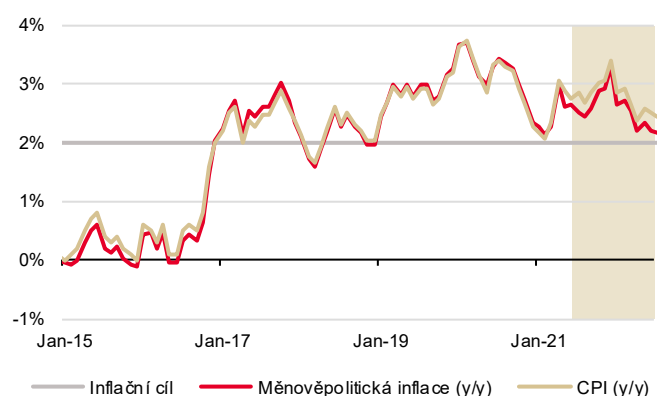


Ceny u čerpacích stanic výrazně vzrostly



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

Měnověpolitická inflace je stále nad 2 %



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

**Nejistota cenového vývoje v blízké budoucnosti je stále značná.** Z hlediska meziměsíční dynamiky se domníváme, že je inflace nyní za vrcholem, kdy řada cenových úprav již proběhla. Nicméně v souhrnu oproti předchozí prognóze vnímáme rostoucí množství argumentů ukazující na její spíše pomalejší ústup. V meziročním vyjádření počítáme s tím, že v závěru roku bude inflace blízko 3,4 % a na začátku roku začne klesat pod 3 %. Takový vývoj může mít i další dopad na inflační očekávání, která mnohdy reagují opožděně a nyní tak vidíme jejich zvýšení. Růst inflačních očekávání by pak byl dalším argumentem proti ústupu inflace, a naopak důvodem pro větší utažení měnové politiky.

**V souhrnu čekáme, že inflace bude zpomalovat jen zpozdlna a v průměru letos dosáhne 2,8 %. V příštím roce pak zpomalí na 2,4 %, přičemž jádrová inflace bude činit 2,1 % po letos odhadovaném tempu 3,2 %.**

## Rizika: Obavy z pandemie zeslábly

S očkováním a přirozenou imunizací obyvatelstva silně klesla vnímaná rizika dalšího vzestupu pandemie, ale z hlediska dopadu na ekonomiku jej stále řadíme na první místo. Hlavní rizika zahrnují:

- **Další vlny pandemie a mutace.** V našem základním scénáři nepočítáme s opětovným uzavíráním jednotlivých sektorů ekonomiky. Nicméně s ohledem na existující a potenciální mutace COVID-19 je riziko takového vývoje stále významné, což by citelně omezilo hospodářský růst.
- **Odliv kapitálu z rozvíjejících se trhů.** Období ústupu ze silně uvolněné měnové politiky amerického Fedu může přinést výrazné změny v globálních kapitálových tocích a přispět k vyšší volatilitě devizových trhů, což by se mohlo dotknout i kurzu české koruny s dopadem na úrokové sazby a inflaci.
- **Potíže v subdodávkách do výroby.** Předpokládáme, že v průběhu příštího roku se bude snižovat problém v dodávkách komponent a materiálů do výroby. Existuje ale nemalé riziko, že problémy přetrvávají déle, což by vedlo k nižšímu růstu ekonomiky, a naopak k vyššímu růstu cen.
- **Cenový vývoj po pandemii.** Očekáváme, že současná globální inflační vlna je do značné míry transitorní povahy. Rizikem by jak pro globální, tak domácí cenový vývoj byla jeho větší persistence, na kterou by pravděpodobně reagovala i měnová politika větším růstem úrokových sazeb.

## Klíčové makroekonomické ukazatele

	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>HDP a jeho struktura</b>														
<b>HDP (reálně, y/y, %)</b>	-5,3	-2,4	9,4	4,6	5,7	7,2	6,0	4,7	-5,8	4,2	5,3	3,5	2,8	2,6
<b>Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)</b>	-9,9	-6,4	3,6	0,8	7,9	9,8	7,9	5,3	-7,1	1,3	6,6	3,2	3,2	2,3
<b>Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)</b>	5,7	3,8	3,4	3,6	-0,4	-0,8	-0,8	-0,9	3,4	2,6	-0,5	1,6	2,0	2,4
<b>Fixní investice (reálně, y/y, %)</b>	-9,9	-3,8	0,1	5,6	8,5	8,6	6,9	4,3	-7,2	2,5	5,6	2,8	2,9	3,0
<b>Čisté exporty (příspěvek do y/y)</b>	3,6	-0,8	3,4	-1,7	-4,2	0,9	1,3	1,0	-0,5	-0,8	1,2	1,0	0,4	0,5
<b>Zásoby (příspěvek do y/y)</b>	-2,5	1,4	3,7	3,2	3,5	0,0	-0,5	0,5	-0,8	2,9	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3
<b>Měsíční data z reálné ekonomiky</b>														
<b>Zahraniční obchod (mld, CZK)</b>	79	65	63	32	21	62	58	36	181	180	183	181	183	190
<b>Vývozy (nominálně, y/y, %)</b>	10,6	10,8	41,2	7,9	4,8	5,4	5,2	8,4	-4,4	14,7	6,2	4,6	5,2	4,1
<b>Dovozy (nominálně, y/y, %)</b>	3,5	8,1	34,3	11,4	11,4	6,0	6,0	8,2	-5,6	15,5	6,4	4,8	5,3	4,1
<b>Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)</b>	1,7	3,2	31,1	4,6	4,2	6,7	7,5	7,8	-7,1	10,8	7,3	5,9	5,0	3,2
<b>Stavebnictví (reálně, y/y, %)</b>	-8,4	-5,6	4,7	8,0	9,3	4,9	6,6	10,3	-5,1	4,1	9,1	8,8	6,8	3,8
<b>Malooobchod (reálně, y/y, %)</b>	-2,0	-1,7	6,7	1,2	5,8	9,4	2,7	3,5	-0,6	3,0	4,9	4,6	3,9	2,1
<b>Trh práce</b>														
<b>Mzdy (nominálně, y/y, %)</b>	5,3	3,2	7,2	3,9	3,7	3,7	4,2	4,2	3,1	4,5	4,2	5,8	5,7	4,1
<b>Mzdy (reálně, y/y, %)</b>	2,6	1,0	4,2	1,0	0,4	0,8	1,8	2,0	0,0	1,6	1,7	3,7	3,7	2,1
<b>Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)</b>	4,0	4,2	3,7	3,8	4,0	4,0	3,4	3,4	3,6	3,9	3,6	3,3	3,4	3,4
<b>Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)</b>	3,0	3,3	3,4	3,5	3,4	3,4	3,0	3,2	2,6	3,4	3,1	2,9	2,9	3,0
<b>Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)</b>	-1,6	-1,5	-1,4	0,0	0,3	0,8	1,3	0,4	-1,3	-0,7	0,8	0,3	0,0	-0,1
<b>Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu</b>														
<b>Inflace (y/y, %)</b>	2,6	2,2	2,9	2,8	3,2	2,9	2,4	2,2	3,2	2,8	2,4	2,0	2,0	2,0
<b>Daně (příspěvek do y/y CPI)</b>	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,3	0,1	0,0
<b>Jádrová inflace (y/y, %) (*)</b>	3,7	3,3	3,3	3,2	2,8	2,5	2,1	1,8	3,4	3,2	2,1	2,0	2,0	2,0
<b>Ceny potravin (y/y, %) (*)</b>	1,7	0,3	-0,8	0,5	2,0	2,0	2,0	1,7	4,5	0,5	1,8	0,7	1,3	1,8
<b>Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*)</b>	-13,1	-7,2	19,5	17,8	17,0	13,5	5,8	3,1	-11,4	11,8	6,5	1,1	0,5	0,3
<b>Regulované ceny (y/y, %) (*)</b>	1,8	0,2	0,1	-0,1	1,7	2,0	2,8	2,9	3,2	0,5	2,7	2,9	2,8	2,7
<b>Ceny v průmyslu (y/y, %)</b>	0,1	1,5	5,3	6,6	6,9	5,3	2,9	1,9	0,1	5,1	2,9	1,2	1,6	2,0
<b>Finanční proměnné</b>														
<b>2W Repo (% , průměr)</b>	0,3	0,3	0,3	0,7	1,2	1,4	1,7	1,9	0,8	0,6	1,8	2,3	2,3	2,3
<b>3M PRIBOR (% , průměr)</b>	0,4	0,4	0,4	0,9	1,3	1,6	1,8	2,1	0,9	0,8	1,9	2,3	2,4	2,4
<b>CZK/EUR (průměr)</b>	26,7	26,1	25,6	25,4	25,2	25,0	24,9	24,8	26,5	25,6	24,9	24,1	23,8	23,2
<b>Vnější prostředí</b>														
<b>HDP v EMU (reálně, y/y, %)</b>	-4,7	-1,3	12,7	2,4	4,3	5,5	5,0	3,3	-6,7	4,4	4,1	2,1	1,9	1,7
<b>HDP v Německu (reálně, y/y, %)</b>	-3,3	-3,1	9,2	2,7	3,4	6,1	4,9	3,2	-5,1	3,1	4,2	1,9	1,6	1,4
<b>CPI v EMU (y/y, %)</b>	-0,3	1,1	1,8	2,4	2,6	1,3	1,1	0,9	0,3	2,0	1,1	1,3	1,5	1,5
<b>Ropa Brent (USD/brl, průměr)</b>	44,3	60,9	66,8	75,0	72,0	72,5	73,0	74,0	42,4	68,7	73,6	75,8	77,0	78,2
<b>Euribor 1Y (% , průměr)</b>	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,2	0,1	0,4	1,0
<b>USD/EUR (čtvrtletí eop, roky průměr)</b>	1,19	1,20	1,20	1,18	1,18	1,16	1,14	1,12	1,14	1,19	1,14	1,15	1,17	1,16

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

### Centrální banka se zvyšováním sazeb jen tak nepřestane

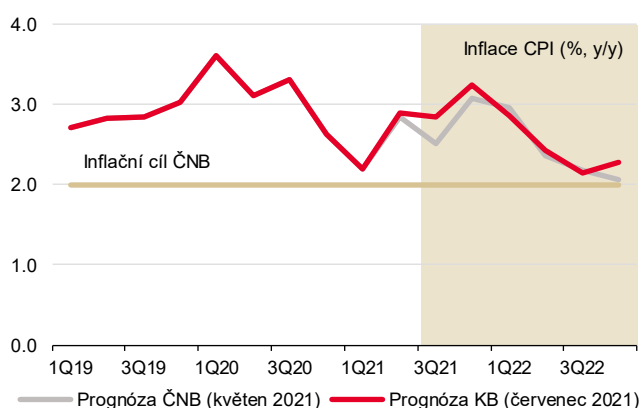
ČNB na konci června poprvé od vypuknutí koronavirové pandemie zvýšila základní repo sazbu z 0,25 % na 0,50 %. Šíření nákazy se v předchozích měsících výrazně zpomalilo a podíl proočkované populace kontinuálně roste. To přispělo k rychlému a téměř úplnému rozvolnění restrikcí, což vedlo k silnému oživení ekonomiky v průběhu druhého čtvrtletí. Ještě před koncem letošního roku očekáváme dosažení předkrizové úrovně agregátní produkce. S návratem hospodářství k normálu je podle centrálních bankéřů čas začít vracet také úrokové sazby zpět k běžným úrovním. Na vyšší sazby navíc tlačí také inflace, která se nad dvouprocentním cílem centrální banky pohybuje více než dva roky a ohrožuje tak ukotvenost inflačních očekávání. Současný ekonomický vývoj je navíc spjat s řadou proinflačních rizik. Červnové zvýšení úrokových sazeb tak podle nás rozhodně nebylo poslední, když letos očekáváme další tři. Repo sazba na konci roku podle naší prognózy dosáhne 1,25 % a v závěru roku 2022 by se již měla dostat nad 2 %.

Po výrazném snížení repo sazby v souhrnu o 2 pb během první poloviny loňského roku zůstala její hodnota nezměněna až do letošního června, kdy bankovní rada rozhodla o jejím zvýšení z 0,25 % na 0,50 %.

### Úrokové sazby v červnu po více než roce opět vzrostly

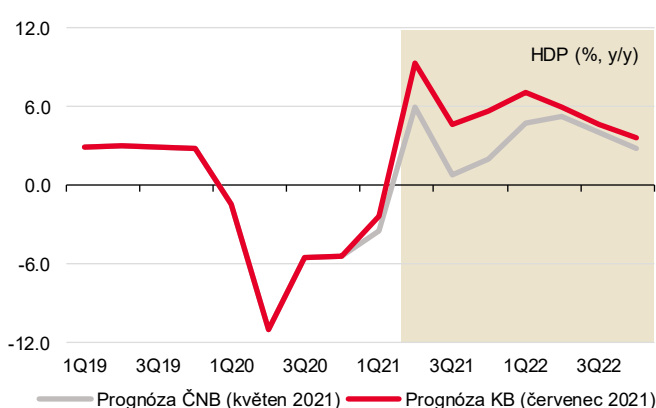
Česká národní banka (ČNB) na červnovém zasedání po více než roce opět zvýšila úrokové sazby. Základní repo sazba vzrostla na 0,50 % z 0,25 %, kde setrvala od května loňského roku poté, co ji centrální banka v reakci na nastupující pandemii koronaviru snížila o celé 2 pb. Rozhodnutí však nebylo překvapivé, když s ním po předchozích vyjádřeních členů bankovní rady většinově počítali jak analytici, tak i finanční trh. **Centrální bankéři vyšší úrokové sazby odůvodňují významným snížením nejistoty ve vztahu k dalšímu vývoji pandemie a možnému opětovnému uzavření ekonomiky**, a to v důsledku rostoucího podílu proočkované populace. Rychlé rozvolnění protiepidemických opatření navíc zřejmě vedlo k rychlému oživení ekonomiky a přispělo k návratu inflace k horní hraně tolerančního pásma dvouprocentního cíle, poblíž které osciluje již více než dva roky. Pro zvýšení sazeb o 25 bb hlasoval guvernér J. Rusnok, viceguvernéři M. Mora a T. Nidetzky a člen bankovní rady T. Holub, zatímco její další člen V. Benda upřednostňoval dokonce zvýšení o 50 bb. Zbylí dva členové, O. Dědek a A. Michl, hlasovali pro pokračující stabilitu úrokových sazeb.

Inflace se k cíli ČNB přiblíží až ve druhé polovině příštího roku



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

Ekonomika dosáhne své předkrizové úrovně ještě letos



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

### Vyšší inflace může ohrozit ukotvenost inflačních očekávání

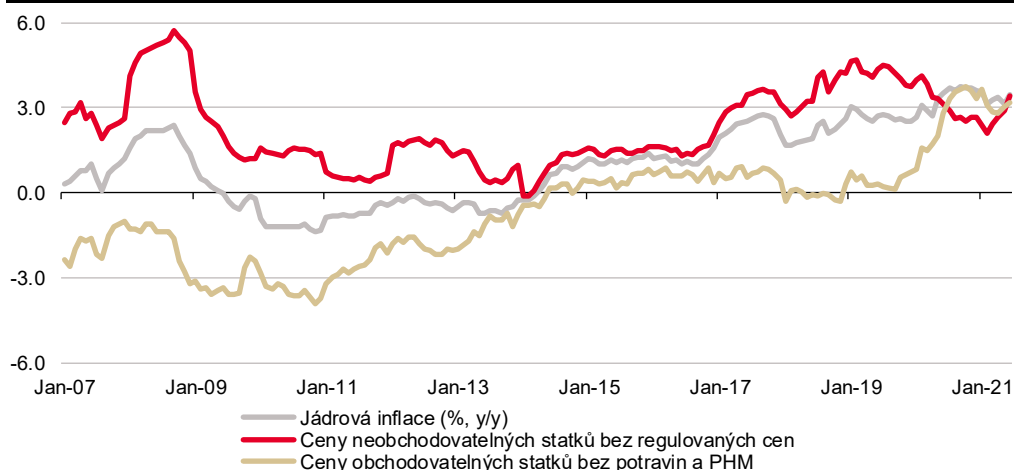
Meziroční růst spotřebitelských cen v druhém letošním čtvrtletí zrychlil z 2,2 % ve čtvrtletí prvním na průměrných 2,9 %, což bylo jen o desetinu nad odhadem centrální banky. Vyšší byla především jádrová inflace, která v průměru setrvala na 3,3 %, zatímco ČNB

Po jejich opětovném otevření došlo ke zdražení služeb. Podle dat z června zaznamenalo meziměsíční nárůst ceny 60 % z nich. Jádrová inflace zůstává i nadále nad 3 %.

čekala její pokles na 3,0 %. Mírně rychlejším tempem rostly i ceny pohonných hmot. Pozvolněji, než ČNB předpovídala, naopak zdražovaly potraviny. **K významnému nárůstu cen došlo v průběhu května a června zejména v oblasti služeb**, které v souhrnu za tyto dva měsíce podle ČSÚ zdražily v průměru o 1,4 %. Pro srovnání ceny zboží vzrostly za stejné období o 0,3 %. Vyšší ceny služeb podpořilo jejich opětovné otevření, které se z části odehrálo v průběhu května a v červnu již ekonomika fungovala téměř bez omezení. Tuzemští prodejci si tak zřejmě kompenzovali vyšší náklady a ušlý zisk z doby pandemie, což jim umožnila i vysoká poptávka v níž se odrážela jak odložená spotřeba z předchozích měsíců, tak pokračující růst příjmů domácností. Zvyšování cen se však netýkalo pouze omezeného počtu služeb, ale především v červnu bylo poměrně plošné. **Z těch položek, které lze ve spotřebním koší pro výpočet inflace zařadit do kategorie neobchodovatelných statků (v podstatě jde o tržní služby), jich meziměsíční nárůst ceny v červnu zaznamenalo 60 % a zvýšení o více než 1 % pak zhruba 35 %.** Ve výsledku tak meziroční růst cen neobchodovatelných statků zrychlil z průměrných 2,3 % v prvním čtvrtletí na 3,0 % ve čtvrtletí druhém. Dynamika cen obchodovatelných statků (bez potravin a pohonných hmot) se na druhou stranu mírně snížila ze 3,2 % na 3,0 %.

**Inflace by měla podle naší prognózy zůstat poblíž 3 % alespoň do konce letošního roku, rizika se však i nadále koncentrují spíše na straně ještě rychlejšího růstu spotřebitelských cen.** Významným rizikem je zejména výrazné zvyšování cen průmyslových výrobců, které v červnu dosáhlo 6,1 % meziročně, a stejně tak rychlé otevření ekonomiky při napjatém trhu práce a robustně rostoucích příjmech domácností. Z hlediska vývoje cen surovin je však pozitivní zprávou, že jejich růst se na světových trzích v průběhu června a července zmírnil či v některých případech dokonce zastavil. **Centrální bankéře však trápí i to, že inflace setrvává nad dvouprocentním cílem po relativně dlouhou dobu, což by se mohlo negativně odrazit ve vyšších inflačních očekáváních.** To je jeden z hlavních důvodů, který ČNB v posledních měsících zmiňovala, když hovořila o nutnosti začít s postupným zvyšováním úrokových sazeb. Zpříšňování měnové politiky by mělo podle naší prognózy přispět k postupnému návratu inflace do blízkosti inflačního cíle a pro příští rok tak očekáváme růst spotřebitelských cen v průměru o 2,4 %.

#### Růst cen služeb po otevření ekonomiky významně zrychlil



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zatímco ČNB pro první čtvrtletí předpovídala hluboký mezičtvrtletní pokles ekonomiky o 1,7 %, skutečnost byla výrazně lepší a tuzemský HDP klesl pouze o 0,3 %.

#### Pesimistická předpověď ČNB ohledně vývoje HDP se nenaplnila

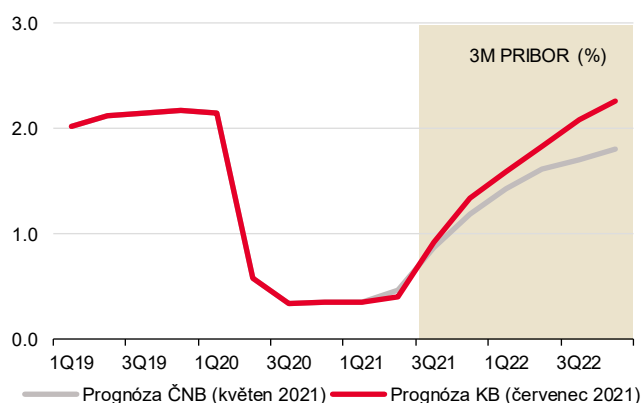
**Zatímco inflace se vyvíjela zhruba v souladu s prognózou ČNB, výkon reálné ekonomiky očekávání centrální banky významně předčil.** Ta totiž v květnu představila ve srovnání s tržním konsensem neobvykle pesimistickou předpověď vývoje tuzemského HDP v prvním čtvrtletí letošního roku, v níž očekávala jeho mezičtvrtletní pokles o 1,7 %. Ekonomika však

ve skutečnosti klesla pouze o 0,3 %. **Pesimistický je také její výhled pro čtvrtletí druhé, pro které aktuálně platná prognóza ČNB čeká v podstatě stagnaci agregátní produkce na úrovni prvního čtvrtletí.** V kontextu již zmíněného a téměř úplného uvolnění ekonomických restrikcí lze nicméně podle našeho názoru očekávat rychlý růst hospodářství, který odhadujeme v mezičtvrtletním vyjádření ve výši 2,1 %. Lze předpokládat, že s vyšším růstem přijde v nové prognóze v srpnu také centrální banka. Minimálně z titulu výše uvedeného vyššího výkonu ekonomiky v prvním čtvrtletí ČNB zcela jistě přehodnotí také odhad HDP pro celý letošní rok, když její aktuální prognóza počítá pouze se skromným růstem o 1,2 %. My očekáváme, že ekonomika letos vzroste o 4,2 %.

### Úrokové sazby ČNB koncem roku 2022 nad 2 %

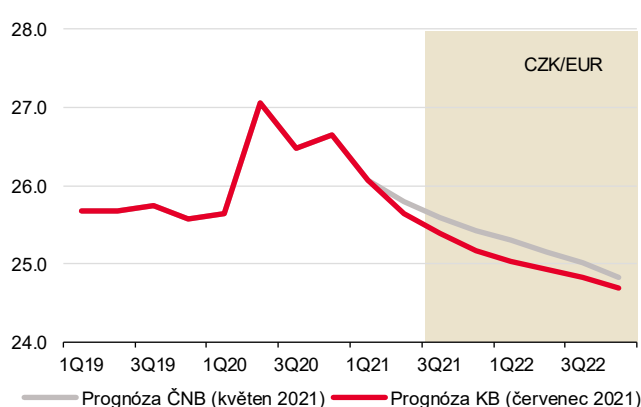
**Aktuálně platná prognóza ČNB s červnovým zvýšením úrokových sazeb počítala a pro zbytek roku zahrnuje další dvě zvýšení.** Zatímco ještě před několika měsíci se bankovní rada vůči takto rychlému růstu úrokových sazeb vymezovala, podle nynějších vyjádření to již vypadá, že s ním plně souzní. Někteří centrální bankéři přitom naznačují, že zpřísnování měnové politiky by mohlo být ještě o něco rychlejší. Na to ukazuje také graf rizik poslední prognózy ČNB (GRIP), který vyhodnocuje míru souladu nově zveřejněných dat s platnou prognózou centrální banky. **Podle tohoto vyhodnocení jsou rizika současné prognózy vychýlena ve směru vyšší inflace, a tedy i potřeby výraznějšího zpřísnění měnové politiky, než s jakým prognóza ČNB nyní počítá.** Mimo výše zmíněnou mírně vyšší tuzemskou inflaci v posledních měsících a výrazně lepší výkon ekonomiky v prvním čtvrtletí v tomto směru působí také vývoj v zahraničí. Zatímco ČNB původně očekávala, že růst HDP v efektivní eurozóně letos dosáhne 3,1 %, aktualizované předpoklady její prognózy z druhé poloviny června již zahrnují růst o 3,6 %. Ještě větší rozdíl je pak v případě výhledu vývoje cen v evropském průmyslovém sektoru, které v modelovém aparátu ČNB představují hlavní měřítko dovážené inflace. Zatímco květnová prognóza ČNB předpokládala jejich růst v průměru o 3,5 %, aktualizovaný výhled počítá s 5,2 %. Proti tomu jen částečně působí ve srovnání s prognózou ČNB o necelé procento silnější kurz české koruny vůči euru.

Úrokové sazby ČNB půjdou rychle nahoru



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Se zpřísněním měnových podmínek pomůže i silnější koruna



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Dvoutýdenní repo sazba podle naší prognózy vzroste letos ještě třikrát a na konci roku by měla dosáhnout 1,25 %. Její zvyšování bude pokračovat i v příštím roce, na jehož konci očekáváme repo sazbu mírně nad 2 %.

**Pro zbytek letošního roku očekáváme další tři zvýšení základní repo sazby a ta by tak na jeho konci měla podle naší prognózy dosáhnout výše 1,25 %.** Konkrétně podle nás dojde ke zvýšení sazeb o 25 bb na měnově politických jednáních v srpnu, září a listopadu. Bankovní rada doposud preferovala spíše postupné utahování měnové politiky. Ač nejde o náš základní scénář, vyloučit však nelze ani zvýšení o 50 bb na některém ze zmíněných zasedání. Toto riziko je podle nás největší již právě v srpnu, a to v případě, že by nová prognóza ČNB ukázala na výrazně vyšší výhled inflace, než s jakým dosud centrální banka počítala. **Oproti naší poslední kvartální prognóze z dubna, která zahrnovala pouze jeden letošní vzestup, se tak náš výhled pro měnovou politiku významně změnil ve směru jejího rychlejšího**

**utažení.** Námi očekávaný počet letošních zvýšení úrokových sazeb se začal postupně zvyšovat od začátku června. Důvody jsou v podstatě dva. Jedním je významné zlepšení pandemické situace v předchozích měsících, na které navázalo nad očekávání rychlé rozvolnění restrikcí, jenž zřejmě vedlo, a ještě dále povede, k rychlému oživení ekonomiky. **Podle naší nové prognózy dosáhne ekonomika své předkrizové úrovně do konce letošního roku.** Zvyšující se úroveň proočkování (alespoň jednu dávku vakcíny dostalo již 50 % populace) dává zároveň naději, že už nedojde k dalšímu významnému omezení ekonomického života. Druhým důvodem je jestřábí komunikace bankovní rady, která dává jasně najevo, že s návratem ekonomiky k normálu a s inflací delší dobu nad cílem je potřeba začít vracet také úrokové sazby zpět k běžným úrovním. **Růst úrokových sazeb ČNB bude tudíž podle nás pokračovat i v příštím roce a na jeho konci očekáváme dvoutýdenní repo sazbu ve výši 2,25 %.**

## Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy



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

### Komplikovaná cesta k vyšší úrovni

Úrokové sazby a výnosy státních dluhopisů se v druhém čtvrtletí stabilizovaly a prošly sérií korekcí. Krátkodobé poklesy podle nás budou pokračovat, ale rostoucí trend je neodvratitelný. Pro nejbližší týdny vidíme největší potenciál k růstu pro krátký konec křivky kvůli měnové politice ČNB. Ve zbytku roku by měly ale růst zejména delší splatnosti pod vlivem globálního vývoje, což by mělo vrátit IRS křivku zpět k rostoucímu tvaru. Do té doby však lze současné podmínky využít pro zajištění dočasně nižších úrovní. Lepší vývoj státního rozpočtu oproti plánu Ministerstva financí omezí nabídku ve zbytku roku, což povede k dalšímu zdražování státních dluhopisů. To bude brzdit růst jejich výnosů tažený tržními očekáváními.

Nedávná korekce v regionu a globální vývoj dostaly korunovou křivku na nižší úroveň a do inverzního tvaru. Pro následující měsíce však očekáváme, že se opět vrátí růst úrokových sazeb i rostoucí tvar výnosové křivky.

### Trh českých sazeb IRS: návrat k rostoucímu tvaru křivky

Korunové úrokové sazby pokračovaly v druhém čtvrtletí v růstu, a to zejména na kratším konci křivky pod taktovkou agresivní měnové politiky ČNB. Dřívější zahájení cyklu zvyšování úrokových sazeb centrální banky a vidina dalšího utahování měnových podmínek posunula krátký konec významně nahoru. Na druhou stranu dlouhý konec zůstává uvězněn v pásmu 1,50-2,00 %. Tyto faktory tak dotlačily značnou část křivky do inverzního tvaru, který jsme naposled mohli vidět před začátkem pandemie koronaviru (více v Box 2).

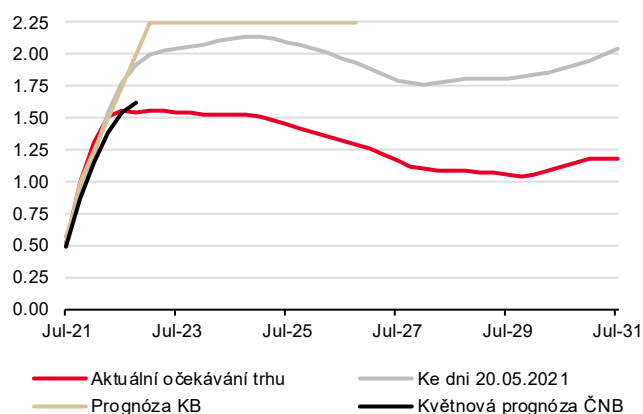
V posledních týdnech však celý region prošel silnou korekcí očekávání zvyšování úrokových sazeb, což v některých splatnostech znamenalo pokles na nejnižší úroveň za posledních několik měsíců. Důvodem korekce však byly spíše globální obavy ohledně dalšího vývoje pandemie koronaviru a s tím spojené oživení ekonomiky. Podle nás však **srpnové zasedání ČNB opět vrátí tržní úrokové sazby zpět na vyšší úroveň** a výhled nové prognózy centrálních bankéřů potvrdí, že tržní očekávání rostoucích sazeb byla oprávněná.

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

**Pro nejbližší týdny tak očekáváme, že největší prostor k růstu bude mít krátký konec křivky. V následujících měsících by se však do pohybu měl dát naopak zejména ten dlouhý, díky vývoji v zahraničí.** Rétorika americké centrální banky podle nás opět nasmahuje růst dolarových sazeb, což bude impuls i pro korunovou křivku posunout se v delších splatnostech nahoru a vymanit se z inverzního tvaru. Pro konec tohoto roku tak očekáváme jen slabší vzestup krátkého konce křivky, zatímco desetiletý IRS by se měl posunout ze současných 1,60 % na 2,20 %. V této souvislosti doporučujeme Pay CZK 10y IRS.



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

	Q3 21f	Q4 21f	Q1 22f	Q2 22f	Q3 22f
2Y	1,80	1,80	2,10	2,20	2,35
5Y	2,15	2,15	2,35	2,40	2,50
10Y	2,05	2,20	2,35	2,40	2,50

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Aktuální korekce sazeb a inverze křivky nabízí příležitost k zajištění

Současné nízké hodnoty úrokových sazeb v kontextu posledních měsíců lze využít jako příležitost pro zajištění úrokového rizika. Nejzajímavější z tohoto pohledu jsou delší splatnosti. Tomu nahrává i inverzní tvar křivky (viz Box 2), který zlepšuje podmínky pro zajištění pomocí forwardových swapů, tj. s odloženým začátkem. První zvýšení úrokových sazeb ČNB přišlo o pár měsíců dříve, než jsme původně očekávali a současný vývoj potvrzuje, že o dalším zvyšování sazeb je již rozhodnuto. S tím do velké míry počítají i ceny na finančních trzích, a proto **doporučujeme využívat krátkodobých korekcí, jako tomu bylo v polovině června nebo v minulých týdnech.**

Globální trhy znervózňují další varianty koronaviru a diskuze centrálních bankéřů ECB a Fedu o možném utahování měnové politiky, což bude vyvolávat vyšší volatilitu i na korunových sazbách. To je v letních měsících umocněno i nízkou likviditou. Další korekce v podobných rozměrech tak jsou velmi pravděpodobné. Na druhou stranu ČNB již potvrdila, že ani další vlna pandemie ji k opětovnému snižování úrokových sazeb nedonutí. **Otázkou tedy zůstává jak rychle a kam až úrokové sazby ČNB porostou** (více v ČNB Focus). Toho jsou si vědomi i finanční trhy, a proto podmínky zajištění z minulého roku jsou již nedosažitelné, ale případné korekce mohou nabídnout alespoň zajímavější úroveň.

## Krátkodobé korekce jako příležitost k zajištění (%)



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	0.88	1.29	1.45	1.55	1.66	1.71	1.62
Forward 3M	1.35	1.57	1.66	1.71	1.77	1.77	1.65
6M	1.62	1.74	1.77	1.81	1.83	1.79	1.66
9M	1.78	1.82	1.83	1.85	1.85	1.80	1.66
1Y	1.84	1.85	1.86	1.87	1.86	1.79	1.65
18M	1.84	1.87	1.88	1.87	1.85	1.76	1.64
2Y	1.89	1.90	1.87	1.87	1.83	1.72	1.62
3Y	1.83	1.84	1.81	1.80	1.74	1.61	1.63

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ke dni 27. 7. 2021

## Box 2: Inverze jako nový normál korunové IRS křivky?

**Globální finanční trhy do letošního roku vstoupily masivním přehodnocením inflačních očekávání a prognóz růstu úrokových sazeb centrálních bank.** To vedlo ke skokovému růstu tržních úrokových sazeb s dlouhou splatností včetně korunové křivky, která dosáhla nejstrmějšího tvaru na přelomu března a dubna. Od té doby se dlouhodobé sazby pohybují v pásmu 1,50-2,00 %, zatímco krátký konec se pod vlivem agresivní měnové politiky ČNB posunul na jejich dosah. V kombinaci s poklesem zahraničních úrokových sazeb je tak výsledkem inverze křivky od jejího středu po dlouhý konec.

**Spread mezi 10y a 5y sazbou dosáhl v posledních dnech -14 bb, což v překladu říká, že investoři očekávají v dlouhém horizontu snižování úrokových sazeb ČNB.** Pro takovou myšlenku však v současnosti neexistuje racionální zdůvodnění a podle nás se tak jedná spíše

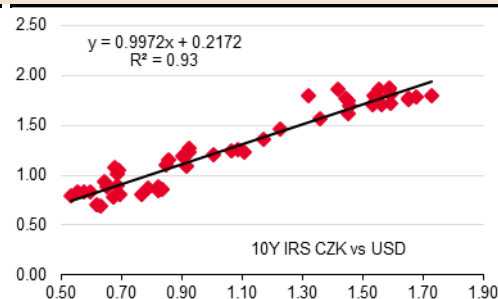
o jednorázovou anomálii. Ta ale není ničím novým pro korunový trh. Křivka úrokových swapů se do výrazně větší inverze dostala již na začátku roku 2019 a ta přetrvávala až do vypuknutí pandemie v minulém roce (v říjnu 2019 dosáhl 5y10y spread -41 bb). Důvody tehdy však byly odlišné. Německý průmysl a celá eurozóna se pohybovaly na hraně recese a evropská inflace zpomalovala. Na druhou stranu ČNB dále zvyšovala úrokové sazby.

**V současné situaci hraje tuzemská centrální banka obdobnou roli, ale vývoj v zahraničí je zcela jiný.** Globální ekonomika zažívá oživení po sérii lockdownů a je tak jen otázkou času, kdy dojde ke zpřísnění měnové politiky také v zahraničí. Možná rizika pro ekonomiku vyplývající z pandemie koronaviru a otazníky nad podstatou aktuálního růstu inflace ale zabrzdlily růst dlouhých sazeb. Navíc střed křivky je podporován operacemi domácích bank, které si zajišťují klientské hypoteční úvěry na finančních trzích a zároveň stlačují dlouhý konec křivky zajišťováním úrokového rizika dlouhodobých depozit. Kombinací těchto faktorů následně vzniká inverze korunové křivky.

**Dlouhý konec křivky ve vleku globálních sazeb (%)**



**Čekání na růst dolarových sazeb (%)**

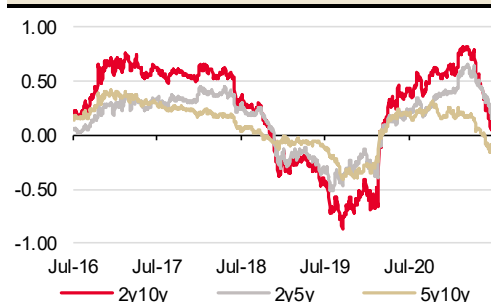


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

**Právě zahraniční úrokové sazby s dlouhou splatností jsou hlavním faktorem ovlivňující úroveň těch korunových.** Zejména v posledních letech hraje v tomto vztahu klíčovou roli dolarová křivka a s tím spojená očekávání zvyšování úrokových sazeb amerického Fedu. To prozatím není aktuálním tématem, ale diskuze o začátku snižování objemu nákupů finančních aktiv a rostoucí inflaci podle nás povedou k dalšímu růstu právě sazeb s dlouhou splatností. V tomto ohledu tak budou klíčová nejbližší jednání americké centrální banky v červenci a září a každoroční zasedání centrálních bankéřů v Jackson Hole ke konci srpna.

**Výsledkem by tak podle nás měl být i impuls pro dlouhý konec korunové IRS křivky a její opětovné narovnání do rostoucího tvaru.** Prognóza SG počítá s růstem 10y dolarové sazby na úroveň 1,95 % ke konci tohoto roku. To by na základě jednoduchého regresního vztahu implikovalo posun korunové sazby ze současných 1,75 % na 2,15 %, což je jen lehce pod naší prognózou vývoje úrokových swapů (více v kapitole *Trh českých sazeb IRS*).

**Inverzní sklon křivky korunových IRS (%)**



**Forward pod spotem poprvé od pandemie (%)**



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

**Do té doby však z pohledu zajištění nízkých úrokových sazeb lze najít v současné inverzi swapové křivky i příležitost.** Pro delší horizont či budoucí závazky (tzv. předzajištění) se díky této situaci může vyplatit vyhnout se zajištění pro nejbližší období, čímž lze dosáhnout na nižší zajištěnou úrokovou sazbu do budoucna (více v kapitole *Aktuální korekce sazeb a inverze křivky nabízí příležitost k zajištění*).

**Prognóza IRS (% , konec období)**

	Q3 21f	Q4 21f	Q1 22f	Q2 22f
EUR 2y	-0,68	-0,65	-0,60	-0,55
EUR 5y	-0,15	-0,08	0,00	0,10
EUR 10y	0,30	0,40	0,50	0,62
USD 2y	0,28	0,33	0,38	0,43
USD 5y	0,97	1,16	1,29	1,40
USD 10y	1,75	1,95	2,10	2,30

Zdroj: SG Cross Asset Research

**Nízká nabídka CZGB navzdory revidované projekci Ministerstva financí**

V souladu s naším očekáváním (<https://bit.ly/3xagZo8>) Ministerstvo financí revidovalo svou prognózu finančních potřeb (<https://bit.ly/2TMGmxr>) na 740,7 mld. CZK (12,1 % HDP). **Odhadujeme však, že letošní potřeby budou jen mírně vyšší než loňské** (640,3 mld. CZK vs. 610,2 mld. CZK; 10,5 % HDP vs. 10,0 %) a že čistá emise CZGB bude zhruba stejná (381,0 mld. CZK vs. 384,5 mld. CZK).

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

	2021		2022	
	MinFin	KB	MinFin	KB
Saldo státního rozpočtu	500,0	400,0	390,0	300,0
Převod a další operace finančních aktiv státu	0,0	0,0	0,0	0,0
Splátky státních dluhopisů v domácí měně	156,2	156,2	165,8	165,8
Splátky státních dluhopisů v cizí měně	52,9	52,6	74,3	67,9
Splátky a předčasné splátky spořicí dluhopisů	0,1	0,1	0,0	0,0
Splátky instrumentů peněžního trhu	25,4	25,4	0,0	20,0
Splátky pokladničních poukázek		25,4		20,0
Splátky ostatních nástrojů peněžního trhu		0,0		0,0
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	6,0	6,0	3,2	3,2
<b>Potřeba financování celkem</b>	<b>740,7</b>	<b>640,3</b>	<b>633,3</b>	<b>556,9</b>
Nástroje peněžního trhu		20,0		15,0
Pokladniční poukázky		20,0		15,0
Ostatní nástroje peněžního trhu		0,0		0,0
Hrubá emise CZGB v domácí měně	Min. 500	537,2		455,2
Hrubá emise CZGB v cizí měně		0,0		67,9
Hrubá emise eurobondů		0,0		0,0
Hrubá emise spořicí dluhopisů		12,0		10,0
Přijaté zápůjčky a úvěry (vč. EUR)		52,3		3,2
Operace finančních aktiv a řízení likvidity		18,8		19,2
<b>Zdroje financování celkem</b>		<b>640,3</b>		<b>570,5</b>
<b>Hrubá výpůjční potřeba</b>		<b>621,5</b>		<b>551,3</b>
<b>Čistá emise CZGB</b>		<b>381,0</b>		<b>289,4</b>

Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

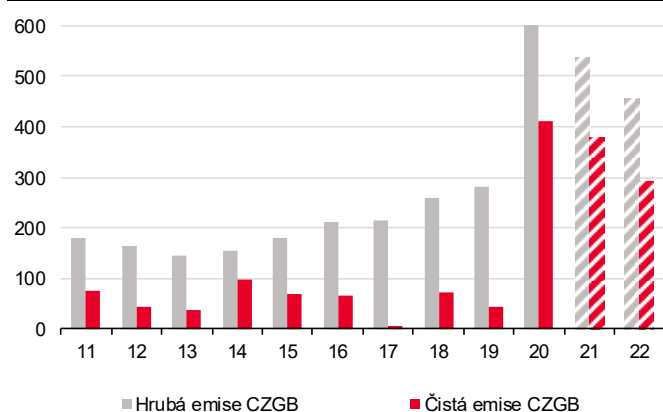
Nabídka státních dluhopisů bude ve zbytku roku omezená, což bude brzdit růst výnosů tažený IRS křivkou.

**Podle našich výpočtů v první polovině roku vláda pokryla přibližně 70 % všech potřeb,** pokud vezme v potaz naši prognózu deficitu státního rozpočtu ve výši 400 mld. CZK. To vytváří komfortní prostor pro druhou polovinu roku. Zvýšená nabídka se v posledních měsících setkala s nadprůměrnou poptávkou a od května se MinFin vrátil k původní praxi dvou aukcí měsíčně, která podle nás potrvá minimálně do září v závislosti na vývoji státního rozpočtu.

Poptávka po CZGB (bid/cover ratio) byla v první polovině roku nad pětiletým průměrem a vzhledem k omezené nabídce v nadcházejících měsících by měla zůstat dostatečná i nadále.

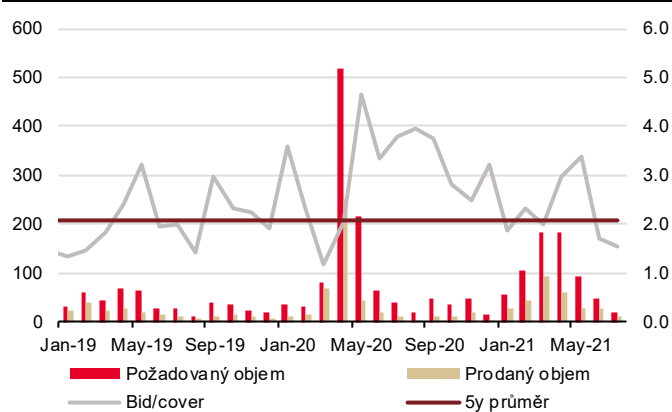
**Očekáváme, že MinFin bude v druhé polovině roku aktivnější na sekundárním trhu, aby si předfinancoval své potřeby na příští rok,** stejně jako tomu bylo v roce 2020. Prozatím snížil své potřeby na rok 2022 prostřednictvím switchových operací o 19 mld. CZK (oproti 71,2 mld. korun v loňském roce). Předfinancování bude pravděpodobně zahrnovat i Eurobond ve výši 2,75 mld. EUR se splatností v květnu 2022. Preferovaným nástrojem je dluhopis denominovaný v eurech podle domácího práva představený v roce 2019. Ten by měly být v letošním roce uznán způsobilým jako kolaterál pro operace s ECB, což by mělo zvýšit jeho atraktivitu pro zahraniční investory. Existují však i další možnosti, včetně čerpání z programů EU denominovaných v eurech.

Emise CZGB (mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Primární trh CZGB (mld. CZK)

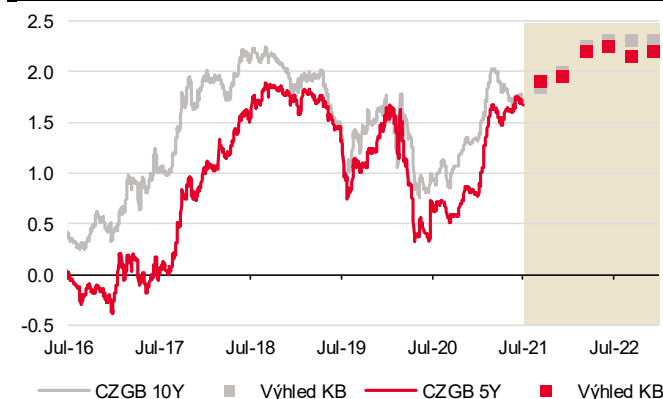


Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Další růst výnosů brzdí silná poptávka

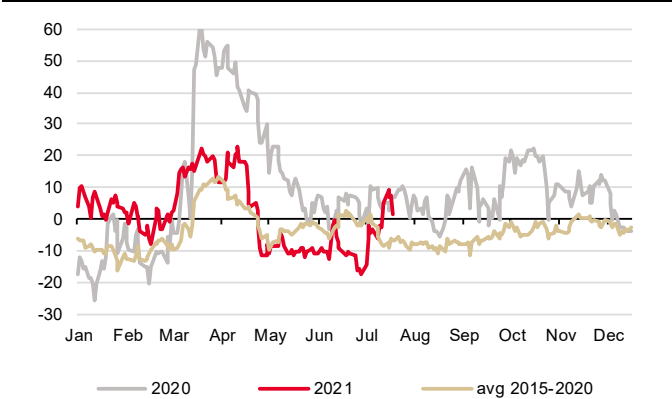
Kombinace agresivní měnové politiky ČNB (viz kapitola *ČNB Focus*) a stagnujících až nižších sazeb v eurozóně a USA vedla k silnému zploštění výnosové křivky. Vzhledem ke krátkodobým očekáváním finančních trhů se domníváme, že prostor pro další růst na krátkém konci křivky je v nadcházejících týdnech omezený. Na druhé straně **dlouhý konec křivky stále čeká na letní růst sazeb a výnosů na globálních trzích**, které očekávají naši kolegové z SG.

Prognóza výnosů CZGB (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

10y CZGB ASW (bp)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

V souladu s naším očekáváním MinFin dodal většinu nabídky CZGB na trh již v první polovině roku, což zesílilo tradiční sezónnost ASW (rozšíření v H1 21). Od května však dluhopisy opět

zdražují vůči IRS a tento trend podle nás díky převisu poptávky nad limitovanou nabídkou bude pokračovat minimálně do konce léta. Prostor vidíme zejména na dlouhém konci křivky. Nicméně většina příběhu vysoké nabídky CZGB je již za námi. Příležitostí tak může být letní nízká likvidita, vyšší volatilita na globálních trzích a skokové poklesy sazeb pro participaci na utahování ASW.

#### Prognóza výnosů CZGB (konec období)

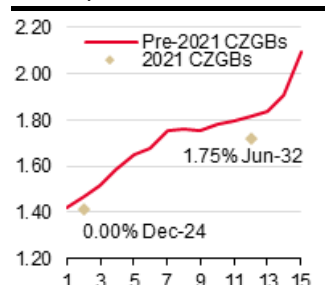
	Q3 21f	Q4 21f	Q1 22f	Q2 22f	Q3 22f
Výnos 2Y CZGB (%)	1,50	1,55	1,85	2,05	1,95
Výnos 5Y CZGB (%)	1,90	1,95	2,20	2,25	2,15
Výnos 10Y CZGB (%)	1,85	2,00	2,25	2,30	2,30
10Y CZGB ASW (bb)	-20	-18	-10	-10	-22

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### CZGB zůstanou v GBI-EM minimálně další tři roky

Navzdory našemu očekávání (<https://bit.ly/2RQOZ93>) JPM oznámil, že CZGB zůstanou i nadále v rodině indexů GBI-EM. Česká republika splnila kritérium růstu HND na obyvatele pro zařazení mezi vyspělé trhy (rodina indexů GBI), ale nesplnila kritérium parity kupní síly. To znamená, že celý proces se vrací na začátek a **přeřazení CZGB mezi rozvinuté trhy je možné nejdříve za tři roky**. Do té doby budou z tohoto pohledu důležité dílčí změny ve složení indexu. Od začátku roku jsme v souladu s naším očekáváním zaznamenali několik přírůstků CZGB do indexu GBI-EM, čímž se zmenšil rozdíl ve váze oproti srovnatelným zemím. Prvním dluhopisem, který opustí index, bude CZGB 4,7 % Sep-22. K oznámení dojde v lednu nebo únoru 2022. Prostor pro přidávání nových CZGB se výrazně zmenšil, ale další oznámení nelze vyloučit. V takovém případě podle nás přichází v úvahu dluhopisy z krátkého konce křivky (CZGB 0,00 % Dec-24 a CZGB 1,25 % Feb-25).

Výnosová křivka CZGB podle datumu první emise



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Nový daňový režim podporuje domácí držitele dluhopisů

**CZGB, které byly poprvé vydány v tomto roce, spadají pod nový daňový zákon, který osvobozuje tuzemské subjekty od daně z příjmu.** Cílem této změny je podpořit domácí držitele dluhopisů a snížit tak podíl zahraničních investorů, který se v posledních letech výrazně zvýšil. Osvobození od daně se týká kuponu a primárního diskontu dluhopisu. Výklad zákona z hlediska sekundárního trhu je však nejasný a Česká bankovní asociace stále čeká na interpretaci ze strany Ministerstva financí. Od začátku roku však byly do oběhu uvedeny tři CZGB (0,00 % Dec-24, VAR % Oct-31, 1,75 % Jun-32), které se obchodují pod křivkou dluhopisů vydaných v předchozích letech. Pokud se novému daňovému zákonu dostane jasného výkladu, mohli bychom být svědky většího odklonu nově emitovaných dluhopisů od základní křivky. Na druhou stranu některé politické strany již zařadily do svých předvolebních programů zrušení této výjimky, tudíž její osud je nejistý.

#### Riziko snížení ratingu České republiky pominulo

Navzdory výraznému zhoršení výhledu veřejných financí a hospodářskému poklesu, který byl hlubší než u srovnatelných zemí, byl **rating České republiky od začátku roku potvrzen všemi hlavními ratingovými agenturami**. Naposledy agentura Fitch, která zaujala nejpesimističtější přístup v době koronavirové krize, před pár týdny potvrdila současný rating země. Vzhledem k naší optimistické prognóze vývoje veřejných financí očekáváme, že ratingové agentury své prognózy upraví směrem nahoru, čímž podle nás riziko snížení ratingu pominulo.

#### Přehled ratingu hlavních agentur pro Českou republiku

	Domácí závazky	Výhled	Zahraniční závazky	Výhled	Další hodnocení
S&P	AA	STABLE	AA-	STABLE	29. 10. 2021
Moody's	Aa3	STABLE	Aa3	STABLE	6. 8. 2021
Fitch	AA-	STABLE	AA-	STABLE	10. 12. 2021

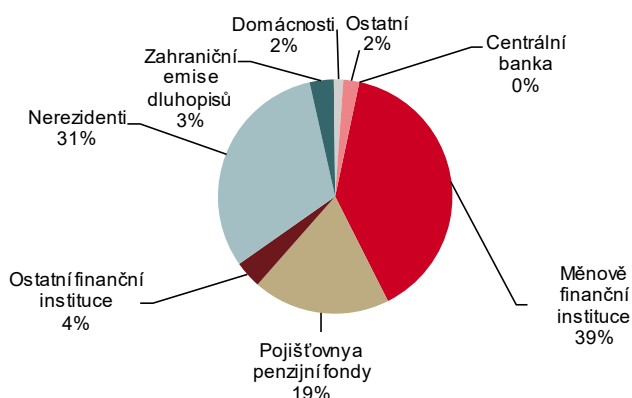
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

## 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
0.00 Feb-22	0.6	0.0	6%	0.51	1	11	-0.71	-52	4	-6	-52		-24	-2.2	19	-4.8	8	-5.1	19
0.10 Apr-22	0.7	0.0	100%	0.67	-1	16	-0.66	-46	-1	1	-50		-3	-1.5	18	-14.8	3	7.8	7
4.70 Sep-22	1.1	0.0	100%	0.41	3	10	-1.14	-94	2	-1	-104		-18	-1.3	17	27.4	19	0.5	18
0.45 Oct-23	2.2	0.0	80%	1.29	1	6	-0.43	-27	-3	9	-47		-10	0.4	16	-23.7	1	14.6	1
5.70 May-24	2.6	0.0	100%	1.24	4	3	-0.50	-42	-3	13	-63		-24	0.8	11	-3.4	9	11.6	2
0.00 Dec-24	3.3	8.5	34%	1.45	0	4	-0.32	-23	1	17	-42		-12	1.1	5	-11.0	5	11.2	3
1.25 Feb-25	3.4	0.0	100%	1.49	-1	-3	-0.28	-22	-2	8	-41		-12	1.0	6	-11.6	4	11.1	4
2.40 Sep-25	3.9	0.0	76%	1.53	0	-7	-0.22	-20	-4	7	-43		-5	0.6	14	-5.5	7	9.7	5
1.00 Jun-26	4.7	0.0	100%	1.59	-2	-8	-0.14	-15	-4	9	-33		-2	0.6	15	0.3	10	7.9	6
0.25 Feb-27	5.4	0.0	83%	1.61	-2	-8	-0.09	-12	-4	8	-30		0	0.8	10	4.8	13	6.6	9
2.50 Aug-28	6.5	6.1	84%	1.63	-5	-10	0.06	-6	-5	5	-26		7	0.6	13	11.2	18	4.4	10
2.75 Jul-29	7.2	0.0	83%	1.67	-3	-9	0.16	1	-4	9	-23		12	0.9	8	9.3	17	3.5	12
0.05 Nov-29	8.2	5.0	53%	1.67	-4	-9	0.14	3	-4	9	-21		11	1.0	7	8.9	16	2.9	13
0.95 May-30	8.3	0.0	100%	1.69	-4	-7	0.20	5	-5	11	-16		16	0.9	9	6.2	14	2.6	14
1.20 Mar-31	8.9	0.0	100%	1.71	-4	-8	0.27	6	-6	7	-13		19	0.7	12	3.3	12	2.2	15
1.75 Jun-32	9.8	32.4	31%	1.67	-4	-3	0.32	4	-5	14	-19		12	2.0	1	3.1	11	1.6	17
2.00 Oct-33	10.6	3.6	87%	1.77	-4	-6	0.49	13	-5	11	-13		21	1.2	4	-10.8	6	1.8	16
4.20 Dec-36	11.7	4.0	100%	1.86	-3	-5	0.72	18	-3	21	-12		25	1.3	3	-17.3	2	3.6	11
1.50 Apr-40	15.9	4.6	30%	2.05	-2	-4	0.77	29	-2	21	0		33	1.4	2	8.8	15	7.7	8

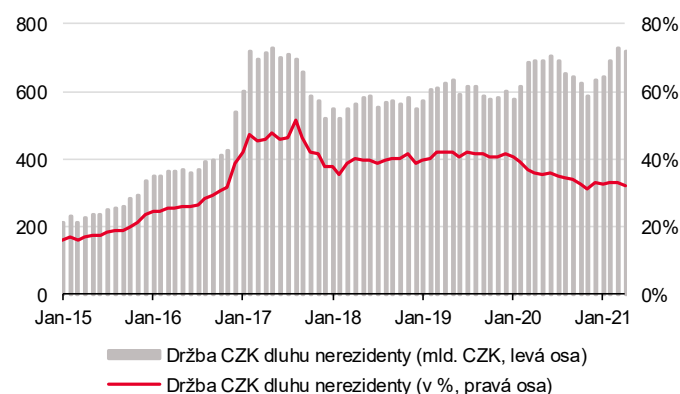
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Detailní popis v aktuálním vydání CZGB Auction Alert

## Držba státních dluhopisů podle typu držitele (květen 2021)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Podíl nerezidentů dále klesá na úkor domácích bank



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka



## Korunový devizový trh



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

### Globální vývoj omezuje potenciál koruny rychle zhodnocovat

Letní měsíce tradičně přinášejí na finanční trhy nižší likviditu a vyšší volatilitu. Letos se k tomu ještě přidává ostře sledovaná diskuze centrálních bankéřů o tempu a načasování utahování měnové politiky. Očekáváme, že koruna bude dále posilovat, ale další dočasné výkyvy ke slabším hodnotám zůstávají pravděpodobné. Oproti předchozí prognóze očekáváme mírnější tempo posilování koruny zejména kvůli kompletní revizi kurzu eura vůči dolaru. Americký dolar podle našich kolegů z SG již dosáhl svých nejslabších hodnot a jeho posilování se negativně podepíše na měnách rozvíjejících se ekonomik včetně české koruny. Ta ale i nadále bude těžit z agresivní měnové politiky ČNB a vyšších úrokových sazeb. Pro konec letošního roku očekáváme její posílení na úroveň 25,10 CZK/EUR, čímž jsme se vrátili k naší dubnové prognóze. V příštím roce by mělo následovat zvolnění tempa posilování. Letní volatilitu koruny a její dočasné posuny ke slabším hodnotám vidíme jako příležitost k zajištění lepších podmínek pro exportéry.

### Koruna bude balancovat mezi vyššími sazbami a sílícím dolarem

Druhé čtvrtletí přineslo popandemické uklidnění a první zvýšení úrokových sazeb českou a maďarskou centrální bankou. To podpořilo měny obou zemí na cestě k výrazným ziskům a vidina dřívějšího zvyšování úrokových sazeb pomohla i polskému zlotému. Začátek letních prázdnin však tento trend zlomil a kombinace tradičně nízké likvidity, globálních obav z dalších mutací koronaviru a sílícího dolaru výrazně zkomplikovala život středoevropským měnám i celé skupině měn rozvíjejících se ekonomik.

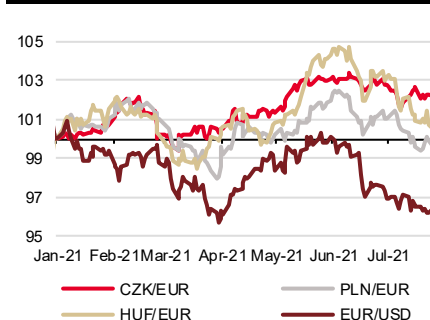
Následující týdny budou ve znamení nízké letní likvidity, vyšší volatility a diskuze o utahování měnových podmínek. Nová prognóza počítá s pomalejším tempem posilování koruny zejména kvůli změně prognózy eurodolaru.

Vyšší volatilitu očekáváme pro korunu i v následujících měsících. Na globální scéně se budou tříbit názory centrálních bankéřů Fedu a ECB na tempo a načasování utahování měnové politiky, což bude hlavním faktorem vývoje eurodolaru. Ten v posledních týdnech plně ovládl směřování rozvíjejících se trhů. Navíc **k vyšší volatilítě tuzemské měny přispívají i domácí faktory v čele s tržními úrokovými sazbami.** Globální nejistota a nižší letní likvidita prohlubují výkyvy v tržních cenách a testování důvěry investorů ve zvyšování úrokových sazeb ČNB podporuje i vyšší volatilitu kurzu koruny. Ta by i tak měla v druhé polovině roku dále posilovat. Naši prognózu jsme však **poprvé od vypuknutí pandemie koronaviru museli revidovat směrem k pomalejšímu tempu posilování** kvůli radikální změně trajektorie eurodolaru z dílny našich kolegů z SG. Euro totiž pravděpodobně již dosáhlo svého vrcholu a dřívější začátek utahování měnové politiky amerického Fedu povede i k dřívějšímu posilování dolaru, než jsme předpokládali (více v kapitole *Vnější prostředí*). To se na naší prognóze kurzu koruny vůči euru podepsalo zejména v horizontu jednoho roku, kdy by měl americký dolar dosáhnout svého vrcholu.

Vývoj kurzu koruny



Vývoj ve středoevropském regionu



Koruna odolává globálnímu vývoji

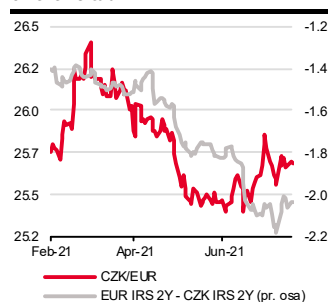


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, KB

1.1.2021 = 100

1.1.2021 = 100

Vývoj CZK/EUR a úrokového diferenciálu



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

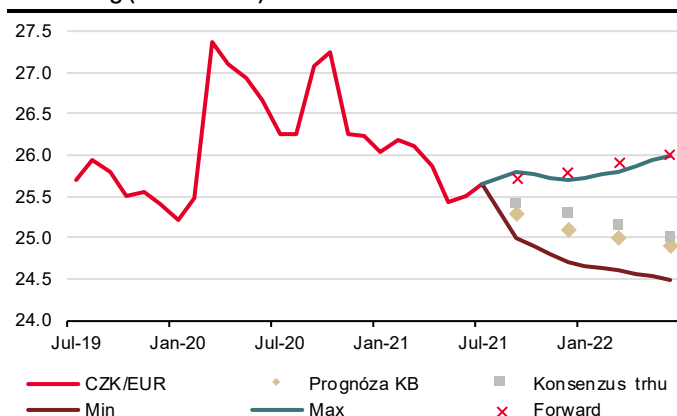
V druhé polovině tohoto roku by však i nadále měla být koruna silně podporována růstem tržních úrokových sazeb, resp. rostoucím diferencíalem vůči eurovým sazbám. Aktuální tržní očekávání podle nás stále podceňují míru normalizace měnové politiky ČNB a mají tedy i nadále kam růst. Takový **potenciál pro posílení jako v první polovině roku však již nenabídnou**. Nižší prostor nabízí i globální sentiment, který již plně pojmul oživení ekonomiky po covidu a naopak finanční trhy zvažují, zda původní optimismus nebyl přehnaný. V kombinaci s postupně slábnoucím eurem vůči americkému dolaru by tak i koruna měla zpomalit své tempo posilování. **Pro konec tohoto roku očekáváme úroveň 25,10 za euro, čímž jsme se vrátili k naší prognóze z dubna**. V příštím roce by mělo následovat další zvolnění tempa posilování, kdy by se měly nejvíce kompenzovat vlivy zvyšování úrokových sazeb ČNB a posilování dolaru vůči euru, které se tradičně negativně promítá do vývoje všech měn rozvíjejících se ekonomik včetně té české.

Prognóza kurzu koruny (konec období)

	Q3 21f	Q4 21f	Q1 22f	Q2 22f	Q3 22f
CZK/EUR	25,30	25,10	25,00	24,90	24,80
CZK/USD	21,45	21,35	21,55	21,85	22,15
USD/EUR	1,18	1,18	1,16	1,14	1,12

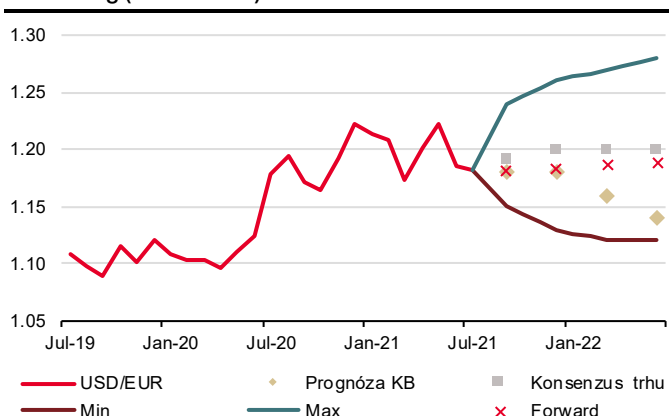
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 27. 7. 2021)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Předpokládaný vývoj kurzu USD/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 27. 7. 2021)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Rizika zůstávají stejná, jejich intenzita ale klesá

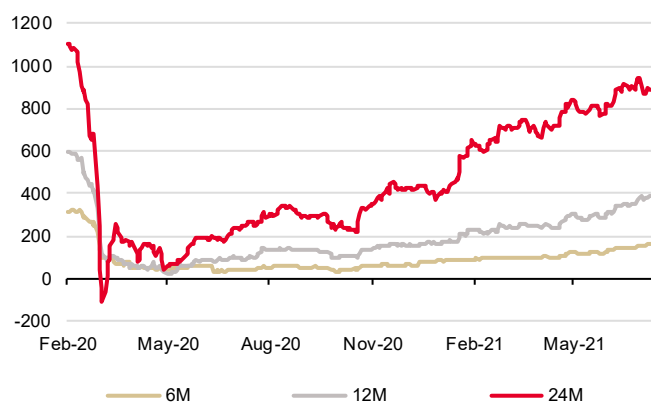
**Hlavními riziky pro vývoj kurzu koruny i nadále zůstává pandemie a měnová politika ČNB**, od poslední prognózy však jejich míra poklesla. Potenciální další vlny koronaviru budou mít podle nás výrazně nižší a kratší dopad na finanční trhy obecně. Letošní březnová vlna se podle našich odhadů podepsala na kurzu koruny oslabením o 35-40 haléřů nad rámec globálního vývoje. Případné další oslabení by tak mělo být nižšího rozměru, které poslouží jako dobrá příležitost pro obnovení spekulativních pozic či zajištění. S vývojem pandemie úzce souvisí i měnová politika ČNB, která podle nás přinese sérii rychlého zvyšování úrokových sazeb, které do značné míry v současné době není započítáno do cen na finančních trzích. **Pokud by se však přístup ČNB změnil a zvyšování sazeb se zastavilo, znamenalo by to pro korunu ztrátu hlavního hnacího motoru k silnějším hodnotám**. V takové situaci by se naplno projevil vliv sílícího amerického dolaru vůči euru, což by vedlo k oslabení koruny. Na druhou stranu slabší měna otevírá větší možnost centrální banky zvyšovat úrokové sazby, které zpětně opět podpoří korunu. Změna v přístupu centrální banky by tak musela být podepřena výrazným zpomalením inflace. Dalším rizikem je trajektorie eurodolaru, který zaznamenal největší změnu v naší prognóze. Ten bude v zajištění diskuzí centrálních bankéřů

Fedu a ECB ohledně načasování a tempa utahování měnové politiky, což je v současné době hlavním tématem finančních trhů.

### Letní volatilita jako příležitost pro zajištění

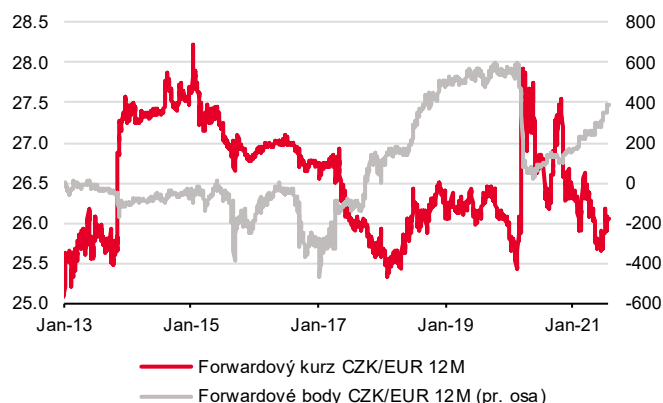
Aktuální obavy globálních finančních trhů z přílišného optimismu spojeného s pandemií v kombinaci s regionální korekcí tržních úrokových sazeb posunuly korunu ke slabším úrovním. Ačkoli předpokládáme, že koruna bude dále posilovat, **obdobné propady se budou během letních měsíců velmi pravděpodobně opakovat. Takovou situaci doporučujeme z pohledu exportérů využít k zajištění lepších podmínek pro měnový kurz.** V ročním horizontu předpokládáme posílení koruny z aktuálních hodnot o necelá tři procenta. I přes zmírnění tempa posilování v naší nové prognóze se však rozdíl mezi ročním forwardovým kurzem a námi očekávanou úrovní na spotovém trhu stále drží poblíž 1,20 CZK. I přesto, že forwardový trh již překonal předcovidové úrovně, se stále jedná o atraktivní možnost zajištění. Navíc očekáváme, že agresivní měnová politika ČNB (více v kapitole *ČNB Focus*) opět vrátí tržní úrokové sazby ještě během léta minimálně k nedávným maximům a korunu k silnějším úrovním. Nicméně růst forwardových bodů nedokáže plně kompenzovat vyšší úrokový diferenciál a posilování koruny, což povede k dalšímu zhoršování podmínek zajištění na trhu, resp. forwardových kurzů.

Forwardové body následují růst úrokového diferenciálu



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Forwardový kurz dosáhl předcovidových úrovní



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Bankovní sektor



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

### Expanze úvěrů sílí, růst depozit zpomaluje

Další zvýšení odhadu růstu ekonomiky je pozitivní zprávou pro bankovní sektor. Úvěry na bydlení budou pokračovat v silné expanzi a růst cen nemovitostí bude zpomalovat zatím spíše neochotně. Úvěry korporacím se v první polovině roku zvyšovaly a tento růst by měl s oživenou ekonomikou dále citelně zrychlit. Obdobně pozitivní dopad by měl být patrný i na spotřebitelských úvěrech. Růst depozit je extrémně rychlý, ale již zpomaluje, a tento trend by měl pokračovat. Vývoj úvěrů v selhání je relativně velmi příznivý a čekáme jen nepatrný růst jejich podílu.

### Realitní trh dál rychle roste

Ceny nemovitostí zatím dále rychle rostou a přispívají k růstu objemu hypoték.

**Ceny bytů v roce 2020 vzrostly o 7,2 % a vývoj v první polovině letošního roku nenasvědčuje, že by mělo v brzké době dojít ke změně.** Poptávka zůstává silná, úrokové sazby sice již zřetelně rostou, ale přesto jsou stále relativně nízko a vidina jejich dalšího zvyšování stále motivuje k čerpání úvěrů na bydlení. Pro letošek počítáme s dalším zvýšením cen bytů o více než 7 %, ale od příštího roku by již jejich tempo růstu mělo brzdit. **Meziroční růst úvěrů na bydlení v prvním čtvrtletí zrychlil na 9,8 % a ve druhém bude blízko 11 %.** Počítáme s tím, že očekávání budoucího růstu úrokových sazeb a zvyšování cen nemovitostí ve zbytku roku udrží vysoké tempo růstu hypotečních úvěrů. Obávali jsme se, že ČNB již v průběhu letošního roku začne komunikovat možnost brzkého zpřísnění pravidel pro poskytování hypoték, a že by ke zpřísnění mohlo dojít ještě v průběhu letošního roku. Prozatím k němu nedošlo, ale s ohledem na snížení rizik a rychle rostoucí hypoteční trh se zpřísnění ještě v letošním roce stále jeví poměrně pravděpodobně. **Po loňském růstu úvěrů na bydlení o 7,4 %, čekáme letos další zvýšení o silných 9,4 % a v roce 2022 pak zpomalení na 6,4 %.**

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

	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Bankovní úvěry</b>														
<b>Celkem</b>	4,2	4,5	6,2	5,3	6,9	7,1	5,1	6,9	5,2	5,7	6,4	5,9	5,8	5,5
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	8,0	9,8	10,9	8,8	9,1	8,7	6,0	7,4	7,4	9,7	7,1	5,8	5,2	5,1
Spotřebitelské úvěry domácnostem	0,8	0,2	1,0	2,3	4,6	5,9	7,1	7,5	3,8	2,0	7,0	7,2	6,6	6,2
Úvěry nefinančním podnikům	0,3	0,8	-1,9	2,1	5,1	6,0	8,9	7,0	3,5	1,5	7,1	5,1	5,5	5,6
<b>Bankovní vklady</b>														
<b>Celkem</b>	8,9	13,4	7,6	10,7	13,5	7,1	12,4	5,3	9,9	11,3	7,6	5,8	5,7	5,4
Obyvatelstvo	12,1	13,3	11,5	13,1	11,3	9,1	8,7	5,8	10,2	12,3	7,3	5,6	5,9	5,7
Nefinanční podniky	11,2	12,9	9,2	7,3	10,5	6,6	7,5	5,8	11,7	10,0	6,3	5,9	4,9	4,8
Ostatní	-0,5	13,9	-0,1	9,3	22,2	4,3	23,0	4,2	7,7	11,3	9,2	5,9	5,8	5,2
<b>Podíly na HDP</b>														
Podíl úvěrů na HDP	63,1	65,6	64,6	63,6	62,8	64,1	62,5	62,7	62,7	64,2	62,8	62,7	62,9	63,2
Podíl vkladů na HDP	90,6	105,1	98,9	102,6	95,7	102,7	102,3	99,6	93,3	100,6	99,6	99,3	99,4	99,9
Podíl úvěrů na vkladech	69,7	62,4	65,3	62,0	65,6	62,4	61,0	63,0	67,2	63,8	63,2	63,2	63,3	63,4
<b>Úrokové sazby</b>														
Úvěry pro bytové potřeby	2,1	2,1	2,2	2,3	2,4	2,6	2,7	2,8	2,3	2,2	2,7	3,0	3,1	3,1
Spotřebitelské úvěry	7,7	7,4	7,3	7,5	7,8	8,1	8,2	8,4	8,0	7,5	8,3	8,7	8,8	9,0
Úvěry nefinančním podnikům	1,9	2,5	1,5	2,3	2,7	3,0	3,3	3,6	2,2	2,2	3,4	4,1	4,1	4,1
<b>Podíl úvěrů v selhání</b>														
Úvěry pro bytové potřeby	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	1,1	1,2	1,4	1,4	1,4	1,5
Spotřebitelské úvěry	5,1	5,5	5,8	6,3	6,7	7,0	7,2	7,5	4,4	6,1	7,3	7,9	8,3	8,4
Úvěry nefinančním podnikům	4,2	4,3	4,4	4,4	4,4	4,3	4,2	4,2	3,4	4,4	4,2	4,2	4,6	4,6

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

Zatím pomalý růst úvěrů na spotřebu by měl od druhé poloviny letoška zrychlit.

### Spotřebitelské úvěry rostou pozvolna

**S ohledem na silné ekonomické oživení pro letošek počítáme i s expanzí spotřebitelských úvěrů.** V první polovině letošního roku byl ale jejich růst malý, což koresponduje s pomalejším náběhem spotřeby domácností (viz kapitola *Makroekonomická prognóza ČR*). Pro letošní rok jsme tak snížili odhad růstu spotřebitelských úvěrů na 2 %. Nicméně od druhé poloviny letošního roku čekáme zrychlování, takže pro příští rok počítáme s růstem spotřebitelských úvěrů o silných 7 %.

Prozatím je tempo růstu úvěrů poskytnutých podnikům mírně pomalejší, než jsme čekali.

### Růst úvěrů podnikům by měl zrychlovat

**Úvěry nefinančním korporacím od začátku letošního roku začaly růst.** Po mezičtvrtletním zvýšení o 0,7 % (SA) v Q1 21 bude jejich tempo ve druhém čtvrtletí pravděpodobně podobné. Od třetího čtvrtletí ale s ohledem na rychlou expanzi ekonomiky čekáme zrychlení růstu úvěrování podniků. To by mělo pokračovat i v příštím roce. Za celý letošek odhadujeme tempo růstu úvěrů nefinančním společnostem o 1,5 % a v příštím roce o 7,1 %. Oproti předchozí prognóze jsme snížili především odhad pro letošní rok z původního odhadu 2,3 %, přičemž důvodem je slabší navýšení úvěrů v první polovině roku.

Objemy depozit dál rychle rostly.

### Tempo hromadění depozit za vrcholem

**Z hlediska mezikvartální dynamiky již v případě podnikových depozit došlo ke zpomalení jejich stále relativně rychlého růstu.** Ten v meziročním srovnání činil ve druhém čtvrtletí přibližně 9 %. V případě depozit fyzických osob byl mezičtvrtletní růst vkladů ještě rychlejší, přičemž meziroční tempo za druhé čtvrtletí bude nad 11 %. Ukončení protipandemických opatření a zlepšení výhledu ekonomiky hovoří ve prospěch citelného zpomalení růstu vkladů. Celkový růst depozit v loňském roce dosáhl téměř 10 % a pro letošek počítáme s ještě vyšším tempem nad 11 %. Nicméně z hlediska mezikvartální dynamiky dosáhly depozita vrcholu pravděpodobně už v prvním čtvrtletí.

Podíl úvěrů v selhání pravděpodobně poroste již jen málo.

### Úvěry v selhání se vyvíjejí příznivě

**Počítali jsme s tím, že podíl nesplácených úvěrů (NPL) bude se zpožděním růst spíše relativně málo, a to zejména s ohledem na velikost předchozího šoku.** Nicméně dosavadní vývoj, a především výhled ekonomiky, vykresluje ještě příznivější obrázek. Ve všech sledovaných skupinách úvěrů jsme výrazně snížili odhadovaný budoucí růst NPL a to tak, že v případě úvěrů pro bytové účely a podnikových úvěrů čekáme už jen minimální nárůst.

## Klíčové ekonomické ukazatele

### Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

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

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

### Měna a úrokové sazby - výhled

		27.07.2021	Sep-21	Dec-21	Mar-22	Jun-22	Sep-22
CZK/EUR	konec období	25,7	25,30	25,10	25,00	24,90	24,80
USD/EUR	konec období	1,18	1,18	1,18	1,16	1,14	1,12
CZK/USD	konec období	21,8	21,45	21,25	21,55	21,85	22,15
3M PRIBOR	konec období, %	0,71	1,20	1,45	1,70	1,95	2,20
10Y IRS	konec období, %	1,59	2,05	2,20	2,35	2,40	2,50

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

### Měsíční makroekonomická data

		X-20	XI-20	XII-20	I-21	II-21	III-21	IV-21	V-21	VI-21
Inflace (CPI)	%, m/m	2,9	2,7	2,3	2,2	2,1	2,3	3,1	2,9	2,8
Inflace (CPI)	%, y/y	0,2	0,0	-0,2	1,3	0,2	0,2	0,5	0,2	0,5
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	0,3	-0,1	0,0	0,0	1,4	3,3	4,6	5,1	6,1
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	0,4	-0,5	0,2	1,3	0,7	1,4	0,8	0,9	0,8
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	3,7	3,8	4,0	4,3	4,3	4,2	4,1	3,9	3,7
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	-1,5	-0,3	8,0	-5,2	-2,3	17,4	55,1	32,3	n.a.
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	3,0	1,8	8,5	-4,9	-0,7	20,3	63,6	38,3	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	-10,5	-8,4	-11,4	-5,2	-11,0	-3,3	-3,9	5,8	n.a.
Maloobchodní tržby	%, y/y, stálé ceny	-3,7	-8,3	0,4	-7,6	-4,9	15,6	21,6	16,5	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (národní met.)	31,1	32,0	15,6	25,2	21,8	18,0	20,9	6,3	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	2,8	19,7	-4,4	32,3	14,1	33,8	37,3	7,2	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	-17,9	-9,8	17,6	50,5	1,3	58,2	30,9	-8,8	n.a.
M2	%, y/y	10,8	10,7	10,5	11,0	11,9	11,0	10,9	10,7	n.a.
Státní rozpočet	mld. CZK (od zač. roku)	-274,0	-341,5	-367,4	-31,5	-86,1	-125,2	-192,0	-255,0	-265,1
3M PRIBOR	%, průměr	0,35	0,35	0,35	0,36	0,36	0,36	0,36	0,37	0,48
CZK/EUR	průměr	27,2	26,5	26,3	26,1	25,9	26,2	25,9	25,5	25,5
CZK/USD	průměr	23,1	22,3	21,6	21,5	21,4	22,0	21,7	21,0	21,1

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



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



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



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



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



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



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

## 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  
george.mincu-radulescu@brd.ro

## SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky



**Klaus Baader**  
(44) 20 7762 4714  
klaus.baader@sgcib.com



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



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



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



**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**  
**Jin Kenzaki**  
(81) 3 6777 8032  
jin.kenzaki@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



**Ninon Bachet**  
(33) 1 58 98 30 26  
ninon.bachet@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



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



**Ruben Marciano**  
(1) 212 278 5129  
ruben.marciano@sgcib.com



**Shakeeb Huliakatti**  
(91) 80 2802 4380  
shakeeb.huliakatti@sgcib.com



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



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



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