Čtvrtletní zpráva

Ekonomické výhledy

Jízda na horské dráze



©iStock

- **Ekonomika zamířila ke stagnaci:** Chybějící komponenty a materiál do výroby silně limitují expanzi ekonomiky. Letos čekáme růst HDP tempem 1,9 %, přičemž hlavním tahounem bude tvorba zásob. Příští rok čekáme zrychlení růstu k 3,5 %.

- **Inflace stále zrychluje:** K rostoucím cenám souvisejících s bydlením se v následujících měsících přidá výrazné zdražení energií. Letos odhadujeme inflaci na 3,6 % a v příštím roce 4,8 %.

- **ČNB bude i nadále zvyšovat úrokové sazby rychlým tempem:** Očekáváme, že základní repo sazba vzroste do konce roku na 2,25 % a svého vrcholu ve výši 3 % dosáhne v prvním čtvrtletí příštího roku. Rizikem je však vyšší úroveň sazeb.

- **Vrchol úrokových sazeb a výnosů státních dluhopisů se pomalu ale jistě blíží:** Očekáváme, že sazby a výnosy dosáhnou svého vrcholu v polovině příštího roku a následně by mohly přijít první náznaky poklesu. Nabídka státních dluhopisů bude i nadále nízká oproti první polovině roku, což bude brzdit jejich další růst ve srovnání s úrokovými swapy.

- **Koruna balancuje mezi vyššími sazbami a silnějším dolarem:** Úrokový diferenciál již výrazně překonal své předcovidové hodnoty a tlačí domácí měnu k silnějším úrovním. Proti tomu se staví americký dolar, který bude i nadále posilovat vůči euru. Celkově tak očekáváme posilování koruny pomalejším tempem ve srovnání s první polovinou tohoto roku.


Jan Vejmělek
(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 Gürtler
(420) 222 008 509
martin_gurtler@kb.cz


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

Něco se pokazilo

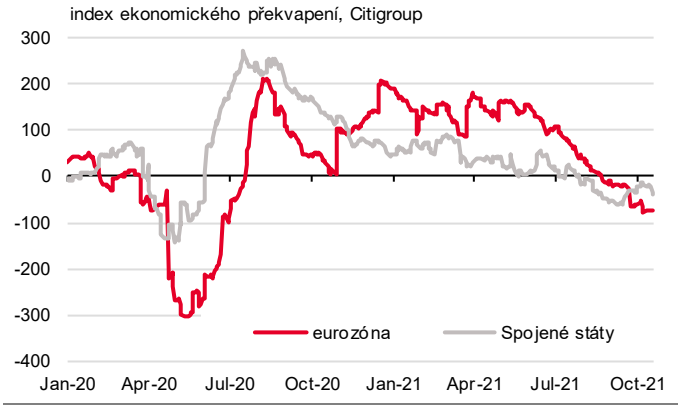


Jan Vejmělek
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

Rychlé až zběsilé rozvolňování protipandemických opatření během jarních měsíců znamenalo i rychlé oživení ekonomické aktivity. Koneckonců to byl hlavní důvod leitmotivu *Motor ekonomiky zažehnut* našeho červencového vydání *Ekonomických výhledů*. Velmi brzy se ale ukázalo, že se **motor našeho klíčového odvětví, tedy produkce automobilů, zadřel**.

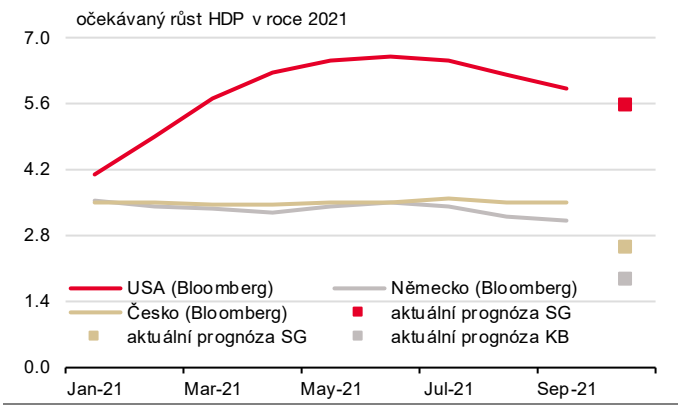
Nedostatek součástek, v tomto případě zejména čipů, znamenal nemožnost dokončit výrobu, a množství téměř dokončených, ale nepojízdných automobilů zaplnilo veškeré odstavné plochy v blízkosti výrobních areálů. Tradiční srpnové celozávodní dovolené v tuzemských automobilkách se tak protáhly. Bohužel s novým školním rokem se situace nezlepšila, spíše naopak. Vše tak vyústilo z pohledu české ekonomiky téměř v katastrofu – Škoda Auto v polovině října oznámila úplné zastavení výroby kvůli nedostatku komponent s prezentovaným výhledem, že nepříznivá situace může vydržet až do konce roku.

Ekonomické indikátory od léta nepříjemně překvapují



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

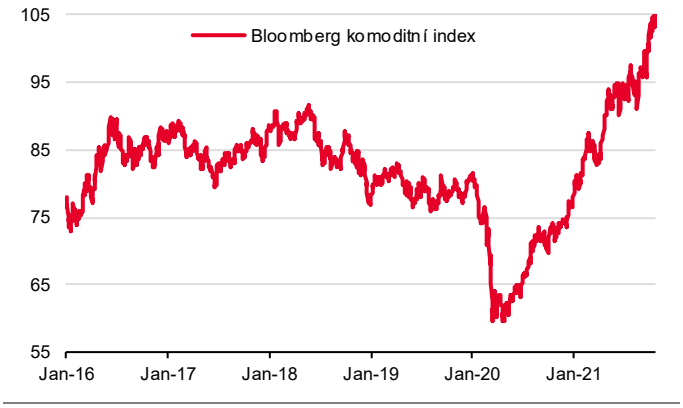
Letošní růstové vyhlídky se začaly zhoršovat



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

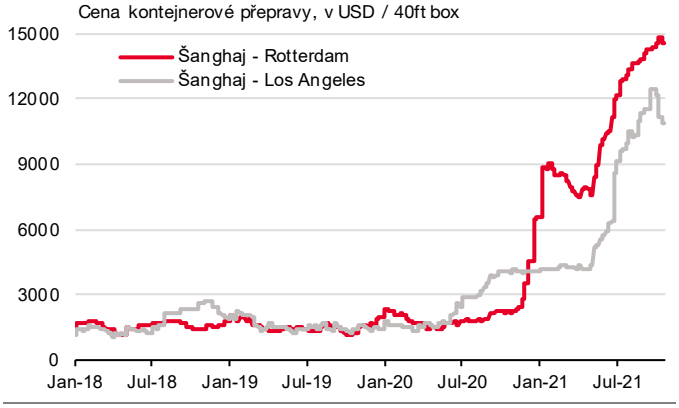
Čipová nouze je ale pouze část problému. Nedostatek surovin a materiálů je patrný ve většině průmyslových odvětví či stavitelství; významným problémem se stal i nedostatek pracovní síly, respektive její omezená mobilita. Do značné míry je problém důsledkem pandemie COVID-19 a následná reakce vlád a hospodářských politik. Protipandemická opatření výrazným způsobem ochromila globální výrobní řetězec, výrobní vztahy byly narušeny. Volný pohyb zboží, ale i pracovní síly, se i uvnitř samotné Evropské unie stal nedosažitelnou metou.

Ceny komodit letí vzhůru



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Kontejnerová přeprava dramaticky zdražila

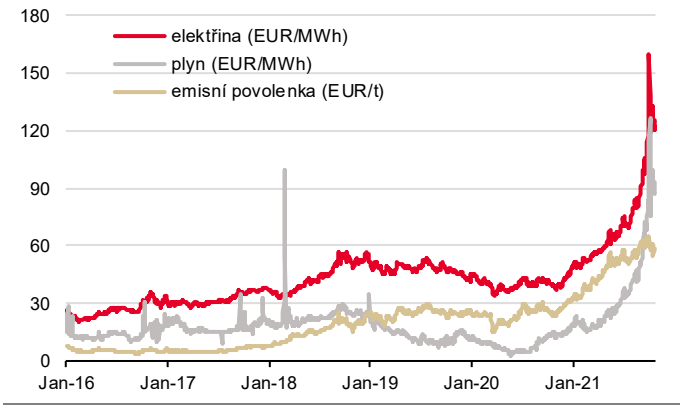


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ve světle zkušeností z předchozí globální finanční krize, respektive evropské dluhové krize, zejména výrobní firmy omezily produkci. Obávaly se, že se pandemická recese podepíše na kolapsu poptávky a jim zbydou neprodané výrobky. **Poptávka ovšem nezkolabovala.** Poučily se totiž i hospodářské politiky, které hned v úvodu pandemie svoje ekonomiky významným způsobem podpořily. Centrální banky srazily úrokové sazby k nule, v mnoha zemích i pod tuto úroveň. Tam, kde prostor nebyl, jako například u ECB, došlo k posílení programů odkupu aktiv. S robustními podporami domácnostem, firemnímu sektoru či trhů práce přišly i vlády v podobě výrazných fiskálních stimulů.

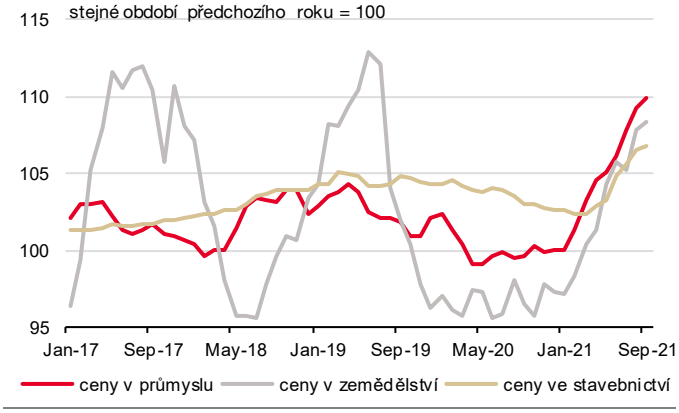
Rozvolnění ekonomické aktivity, které letos přišlo, a posílení poptávky plynoucí z vynucených úspor, narazilo na ochromenou nabídku, která byla nepřipravená. To nemohlo skončit jinak než tlakem na růst cen. Primárně pozorujeme cenovou smršť v primárních okruzích – v cenách průmyslových či zemědělských producentů nebo například ve stavebnictví. A speciální kategorií jsou ceny energií a plynu, kde se navíc zrcadlí strukturální změny na tomto trhu v podobě přesunu k zelené energetice. Tady nás jako spotřebitele výraznější zdražení teprve čeká, i když se vláda snaží dopady eliminovat pomocí snížení daně z přidané hodnoty. Problematice dopadu vyšších cen energií do spotřebitelské inflace se věnuje speciální box 2.

Burzovní ceny elektřiny a plynu rychle rostou



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Jedná se o spotové ceny

Ceny v tuzemských primárních okruzích rychle rostou



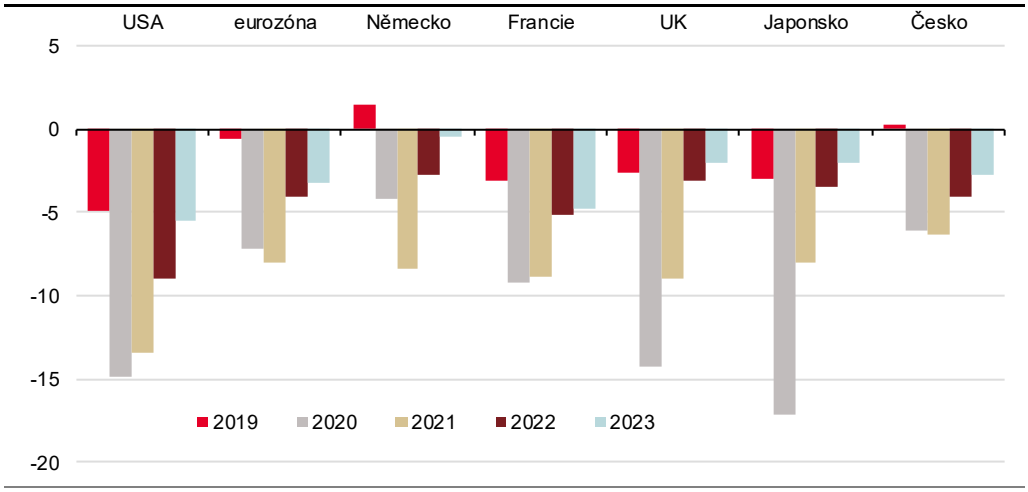
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Růst cen vstupů se ale samozřejmě projevuje i ve spotřebitelské inflaci. Ta tuzemská, zejména při pohledu na jádrovou složku, láme rekordy. A z pohledu meziroční dynamiky může v průběhu první poloviny příštího roku atakovat i 6% úroveň. Není tedy divu, že se naše centrální banka odhodlala k rychlému návratu z extrémně nízkých úrokových sazeb a bude v tomto trendu pokračovat. V průběhu příštího roku může klíčová sazba ČNB bez problémů začínat trojkou. Transmisní mechanismus přenosu vyšších úrokových sazeb do inflace trvá standardně rok až rok a půl. Rychleji působí kurzový kanál, kdy silnější koruna znamená levnější dovozy. V souvislosti s tím se ČNB vrací k praktice rozpouštění výnosů z devizových rezerv. Podrobněji toto téma rozebíráme v boxu 3.

Obecně s normalizací pandemické situace, kdy se nepříznivé ekonomické dopady podařilo významně eliminovat, začínají hospodářské politiky postupně opouštět své velmi uvolněné pozice, jak diskutujeme v boxu 1. ČNB zahájila červnovým zvýšením úrokových sazeb jako jedna z prvních centrálních bank návrat k normálu. Ve stejném duchu reagovaly i ostatní regionální centrální banky. A i u těch hlavních, jako je Fed či ECB, se začíná diskutovat minimálně o ústupu od programů odkupu aktiv. Obdobným způsobem reagují i fiskální politiky, když v drtivé většině zemí se již pro rok 2022 předpokládají výrazně nižší schodky než v covidových letech 2020-21. Smutnou výjimkou je Česko, kde dosluhující vláda předpokládala fiskální konsolidaci až v dlouhém horizontu sedmi let, přestože covidový fiskální

stimul nepatřil v mezinárodním srovnání k nejrobustnějším. Představitelé vítězné koalice v nedávných parlamentních volbách ale signalizovali, že návrat k dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí bude jednou z priorit nové vlády.

Deficity veřejných financí 2019-23 (v % HDP)



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

Fenomén nedostatku materiálů pro výrobu a jejich výrazně vyšší ceny vnesly další míru nejistoty při tvorbě naší makroekonomické prognózy a aktuálních *Ekonomických výhledů*. Výzvy, kterým české hospodářství čelí, tak zůstávají významné. Pevně věříme, že je zvládneme a **na předpandemickou úroveň se vrátíme ve druhé polovině příštího roku.** S počátkem roku 2023 by se pak do tolerančního pásma ČNB, tedy pod 3 %, měla vrátit i inflace.

Obsah

Vnější prostředí a předpoklady prognózy 6

Box 1: Éra ultra uvolněné měnové a fiskální politiky pomalu končí 8

Makroekonomická prognóza ČR 12

Box 2: Ceny energií na vzestupu 23

Klíčové makroekonomické ukazatele 26

ČNB Focus 27

Box 3: Vysoký stav devizových rezerv ČNB a jeho možný dopad na budoucí vývoj kurzu české koruny 29

Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy 32

Korunový devizový trh 38

Bankovní sektor 41

Klíčové ekonomické ukazatele 43

Upozornění 44

Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

Problémy se subdodávkami brzdí hospodářský růst

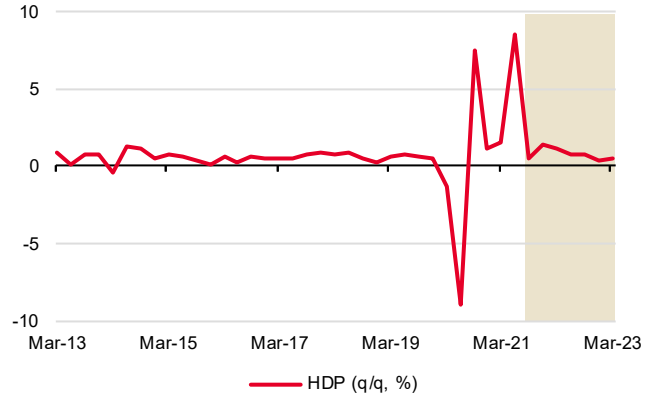
Nedostatek výrobních komponent nás vedl k revizi hospodářského růstu pro druhou polovinu letošního roku jak ve Spojených státech, tak i v eurozóně. Stále však věříme, že by se mělo jednat o dočasný problém, který v příštím roce odezní. Uspokojování odložené poptávky, rozběhnutá výroba automobilů, doplňování zásob i rozpouštění naakumulovaných úspor domácností by měly být příslibem solidní dynamiky HDP v letech 2022 a 2023. Inflace vystřelila nahoru, a jak v USA, tak i v eurozóně a středoevropských ekonomikách se dostala výrazně nad cíle centrálních bank. Česká, maďarská i polská centrální banka již reagovaly zvýšením úrokových sazeb, přičemž další takovéto kroky budou následovat. Americká centrální banka pak v listopadu zřejmě oznámí detaily ohledně omezování nákupů aktiv, aby si prostor pro zvyšování sazeb také vytvořila. To ale očekáváme až začátkem roku 2023. V eurozóně pak až v polovině roku 2024.

USA: růst HDP bude nižší

Růst amerického HDP pro letošní rok jsme revidovali směrem dolů.

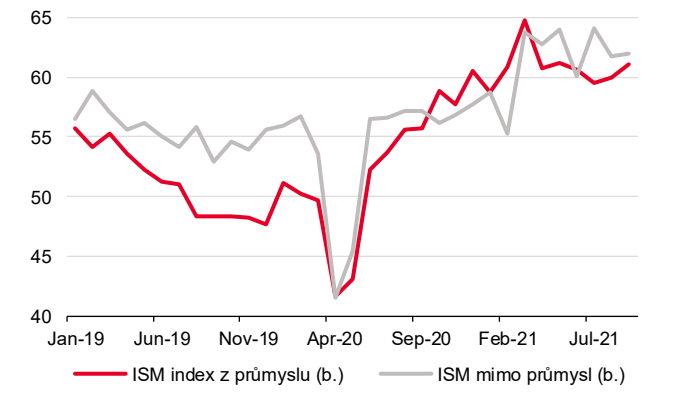
Světová ekonomika měla v letošním roce našlápnuto k rekordnímu růstu. S postupným odezníváním pandemické krize se zvyšovaly nejen odhady dynamiky HDP, zkracovalo se i období, během něhož se ekonomiky měly dostat na předkrizové úrovně. Amerika tohoto milníku dosáhla již v Q2, v případě eurozóny to mělo být na konci letošního roku. Výhled ale začaly kalit problémy se subdodávkami, které silně limitují především automobilový průmysl. Dostavila se i energetická krize. Klesající zásoby a nedostatečná výroba automobilů tak byly dostatečným důvodem k tomu, abychom revidovali americký růst HDP pro Q3 21 z původních 5,0 % (sezónně očištěno, anualizováno) na aktuálních 2,6 %. To znamená snížení roční dynamiky HDP z původních 6,0 % na 5,6 %. Stále se však jedná spíše o odsunutí rychlejšího oživení (které je dáno nedostatkem výrobních komponent) než o problémy na poptávkové straně. Poptávka je naopak robustní, silné zůstávají i předstihové indikátory (ISM ve službách i průmyslu se stále drží nad 60 body). Po odeznění potíží se subdodávkami tak očekáváme zrychlení výroby i obnovování chybějících zásob. To by mělo vést k mírně vyššímu růstu HDP v roce 2022, než jsme původně předpokládali (revize na 4 % z předchozích 3,9 %).

USA: HDP pro Q3 jsme revidovali dolů (q/q, %)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

ISM indexy ale slibují další expanzi



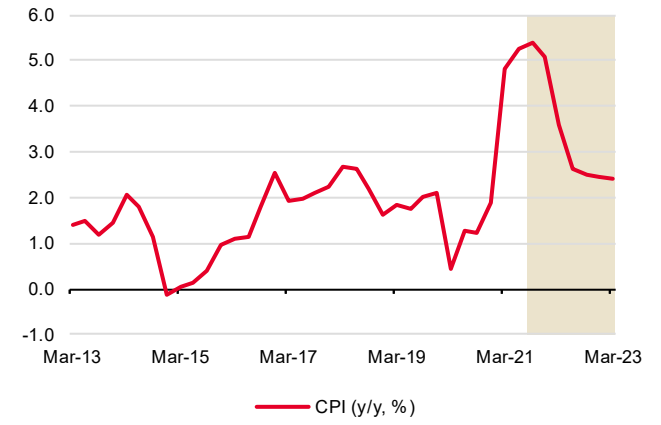
Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Inflační tlaky by měly postupně odeznít.

Výrazně ve směru nahoru překvapovala v posledních měsících inflace. Za pohybem stály ceny energií, vstupů pro výrobu, ale i stále vysoká jádrová inflace. Ta se v USA v září nacházela na úrovni 4,0 % y/y, celková inflace pak na 5,4 % y/y. Klíčovou otázkou je, jaký další inflační vývoj očekávat. Stále se domníváme, že současný růst cen by měl být pouze

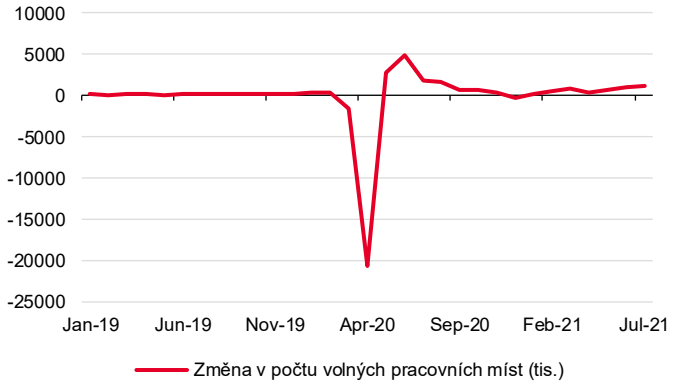
dočasný a inflační tlaky by měly ke konci letošního roku a v příštím roce slábnout. Zároveň ale nevěříme, že inflace bude výrazněji klesat pod cíl americké centrální banky, tak jak jsme tomu byli svědky v minulých letech. V delším období (2024-2025) by se měla podle naší prognózy pohybovat kolem 2,2 %. Rizika ve směru vzhůru pro nejbližší období ale přetrvávají. Ceny vstupů zatím stále rostou, obavy vzbuzuje i současná energetická krize. Tyto faktory podle našeho názoru sice odezní, otázka ale je, za jak dlouho a co bude poté následovat. Za nejpravděpodobnější považujeme scénář, kdy ceny vstupů přestanou sice růst, v nejbližším období ale klesat nebudou.

Růst americké inflace by měl být dočasný



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Trh práce v USA covidové ztráty ještě nedohnal



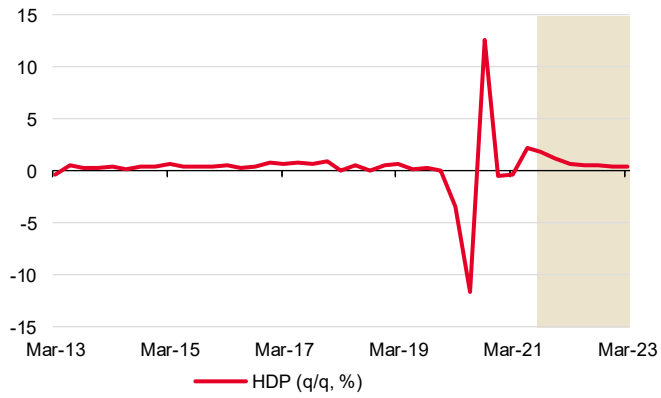
Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Eurozóna: inflační tlaky jsou přechodného charakteru

Odhad růstu HDP, především pro Německo, jsme revidovali směrem dolů.

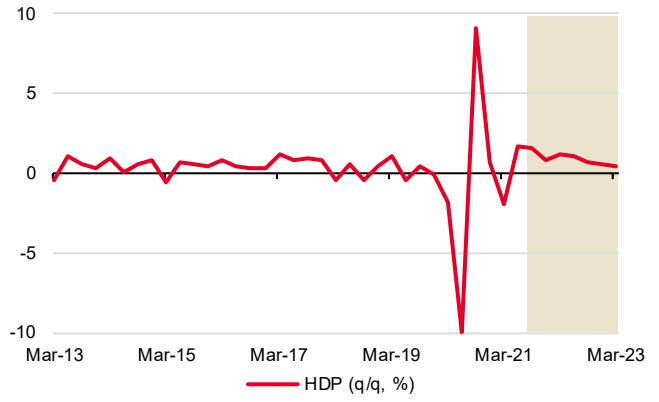
S podobnými obtížemi, s jakými se potýkají Spojené státy, bojuje i eurozóna. Je to nedostatek vstupů, který brzdí výrobu a tlačí ceny surovin a vstupních komponentů nahoru. I v eurozóně jsme proto revidovali HDP pro letošní rok mírně směrem dolů, a to z původních 5,1 % na 5,0 %. Jednalo se především o důsledek změny odhadu pro německou ekonomiku, kde letošní HDP bude nižší o 0,3 pb, než jsme původně předpokládali (2,6 % vs 2,9 %). Mělo by se ale, stejně jako v Americe, jednat spíše pouze o odklad dalšího oživení.

Růst HDP v eurozóně (%, q/q)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Směrem dolů jsme revidovali výhled pro Německo (%, q/q)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

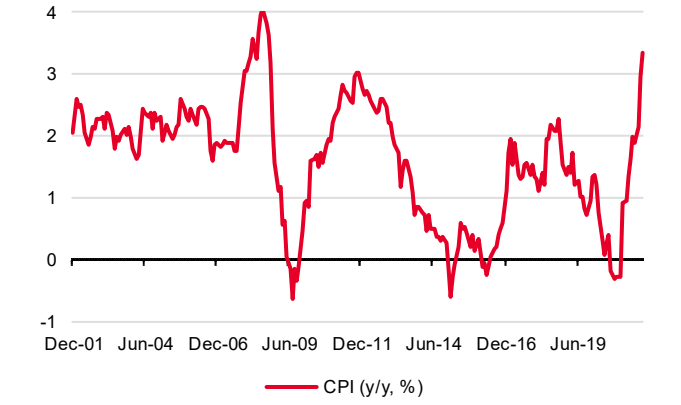
Předpokládáme, že problémy se subdodávkami začnou slábnout na přelomu roku, přičemž normalizovat by se celá situace měla v H2 22. Odložená poptávka a potřeba obnovit chybějící zásoby pak bude představovat silný pozitivní potenciál pro růst HDP v roce 2023. Pro příští rok jsme odhad dynamiky HDP pro eurozónu ponechali beze změny

(na 4,0 %). Otázkou je i jak domácnosti naloží s naakumulovanými úsporami. Ty se v mnoha zemích eurozóny pohybují na rekordních úrovních. Pokud je začnou rozpouštět, což předpokládáme, mělo by to představovat silný impulz pro hospodářský růst.

Inflace v eurozóně se v příštím roce vrátí zpět k 1 % y/y.

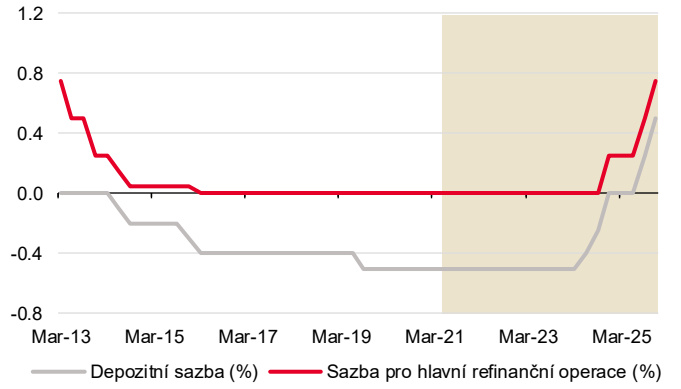
Podobně jako v Americe, i v eurozóně inflace vyskočila na její poměry do nebývalých výšin. V září se dostala na 3,4 % y/y, její jádrová složka pak na 1,9 % y/y. Kolem těchto úrovní by se inflace měla pohybovat i ve zbytku letošního roku. Na vyšších hladinách jí bude držet efekt nízké statistické základny z loňského roku, kdy jenom snížení německé daně z přidané hodnoty v jeho druhé polovině přidalo k celkové meziroční inflaci 50 bb. Za celý letošní rok by tak harmonizovaná inflace měla dosáhnout v průměru 2,2 %, jádrová inflace pak 1,3 %. V příštím roce však očekáváme pokles harmonizované inflace na průměrné 1 %. Tedy lehce nad trend od roku 2012. Rizika se však koncentrují spíše ve směru vyšší inflace než nižší.

Inflace v eurozóně je nebývale vysoko (%, y/y)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Zvyšování úrokových sazeb je ale stále v nedohlednu



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

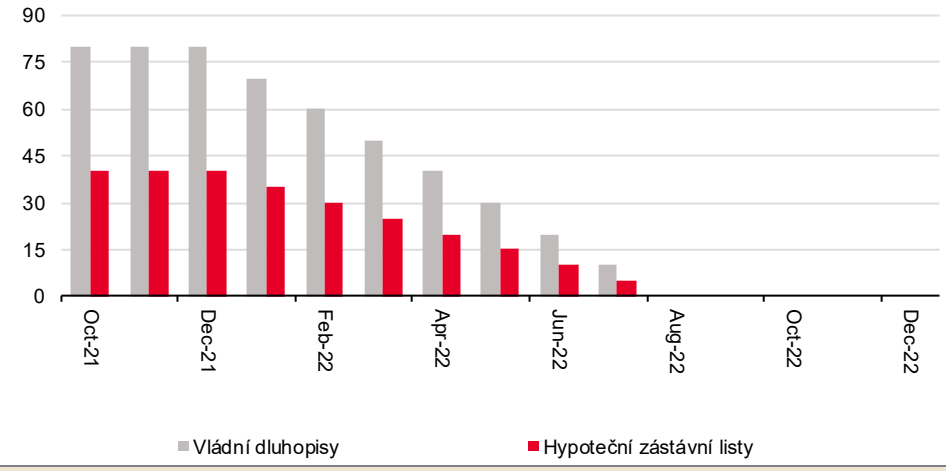
Box 1: Éra ultra uvolněné měnové a fiskální politiky pomalu končí

Centrální banky po celém světě začínají postupně ustupovat od ultra uvolněné měnové politiky. Ty, které měly programy kvantitativního uvolňování, nákupy již omezují (BoE, maďarská centrální banka, polská centrální banka), či se na tyto kroky chystají (Fed, ECB). Řada z nich už přistoupila i k normalizaci úrokových sazeb (Brazílie, Mexiko, Rusko, Česká republika, Maďarsko, Polsko), další si pro tento krok připravují půdu (Fed).

Utahování měnové politiky začne omezováním nákupů aktiv

Ostře sledovaná je nyní především politika americké centrální banky. Ta již oznámila, že pokud bude ekonomický vývoj pokračovat tak, jak předpokládá, začne omezovat nákupy aktiv. Ty v současné době běží tempem 120 mld. USD měsíčně. Konkrétní postup ještě nesdělila, k tomu ale s nejvyšší pravděpodobností dojde na zasedání 3. listopadu. S celým procesem by Fed rád skončil do poloviny roku 2022, což implikuje snižování nákupů o 15 mld. USD měsíčně. Žádná pravidla, která by zakazovala současné nakupovaní aktiv a zvyšování sazeb sice neexistují, uvolňování měnové politiky a zároveň její zpřísňování by se však Fedu komunikovalo jen obtížně. Podle zářijového mediánu výhledu úrokových sazeb nyní devět guvernérů federálních rezervních bank preferuje zvýšení úrokových sazeb v roce 2022, osm v roce 2023 a jeden v roce 2024. Naše prognóza počítá ale až s březnem 2023. V tom nás utvrzuje jednak samotný medián, jednak i inflační výhled Fedu, který počítá s tím, že inflace v příštím roce zpomalí na 2,2 %. Dále očekáváme, že centrální banka bude zvyšovat úrokové sazby na každém zasedání, kdy bude mít k dispozici novou prognózu, tedy v červnu, září a prosinci, a to až do úrovně 2,00-2,25 %.

Omezování nákupů aktiv v USA (mld. USD)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

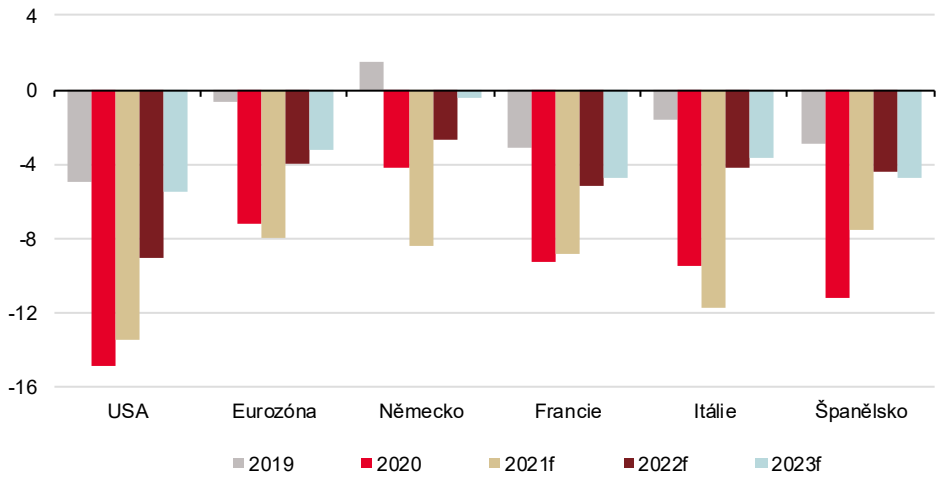
Evropská centrální banka v současné době využívá dva programy nákupů aktiv. Pandemický (PEPP), jehož celková výše může dosáhnout až 1,85 bilionu EUR, přičemž ukončen by měl být v březnu příštího roku, a program nákupů aktiv APP, který běží v objemech 20 mld. EUR měsíčně a žádné časové omezení nemá. Objemy nakupované v rámci programu PEPP centrální banka každé čtvrtletí upravuje dle aktuální situace. Inflace v eurozóně překročila v srpnu 3 % a umožnila tak ECB, aby oznámila, že ve čtvrtém čtvrtletí bude v rámci pandemického programu nakupovat méně aktiv. O „tapering" se ale nezbytně nejedná. Z kraje příštího roku totiž mohou být nákupy aktiv naopak vyšší, aby centrální banka zabránila nepřiměřenému utahování podmínek na finančním trhu s tím, jak se bude blížit konec pandemického programu. Finální oznámení o konci programu si ECB zřejmě ponechá až na prosinec, kdy bude mít k dispozici podzimní data z reálné ekonomiky a bude jasnější, jak se vyvíjí covidová situace. To by mělo rozhodnout o tom, zda bude PEPP ukončen v březnu nebo mírně později. V každém případě se podle našeho názoru bude ECB snažit, aby byl konec co nejhladší. Předpokládáme tedy, že v dubnu navýší stávající program nákupů aktiv APP ze současných 20 mld. EUR měsíčně na 50 mld. EUR, v Q3 pak objem sníží 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. Zvyšování úrokových sazeb je zatím stále v nedohlednu. Očekáváme ho až v polovině roku 2024. V souvislosti s koncem pandemického programu a navýšením programu APP se bude ECB muset zabývat i limity na nákup dluhopisů v rámci jedné emise či emitenta (nyní 33 %). Toho již u některých dluhopisů bylo dosaženo. ECB by tak mohla limity zvednout (domníváme se, že legálně je to možné až na 50 %), anebo přidat nová aktiva (například akcie).

Dopady fiskální restrikce by měly být menší než v minulosti

K normálu se začne vracet nejen měnová politika, ale i ta fiskální. Podpora, kterou vlády poskytly jednotlivým ekonomikám během pandemické krize, byla bezprecedentní a překonala i výdaje během Velké finanční krize. Zatímco před pandemickou krizí dosahoval deficit veřejných financí v USA necelých pět procent výkonu tamní ekonomiky, v loňském roce to bylo již téměř patnáct procent. Deficit veřejných financí eurozóny činil v roce 2019 necelé jedno procento, v loňském roce to však bylo již přes sedm procent. Za celý letošní rok nebudou výsledky o mnoho lepší. Od roku 2022 však naše prognóza počítá ve všech velkých ekonomikách s výraznou fiskální restrikcí. Ta bude podle naší predikce nebývalá, když se deficity v řadě případů smrsknou na poloviční velikost. Nabízí se pochopitelně otázka, jak se takto prudké snížení fiskálních výdajů odrazí ve vývoji agregátní poptávky a vývoji HDP. Podle

našeho názoru by dopad mohl být podstatně menší, než tomu bylo v minulosti, a to ze dvou důvodů. Prvním z nich je vliv automatických stabilizátorů, jejichž působení bylo rozsahem fiskální podpory posíleno, a které by v době rychlého oživení ekonomiky mělo působit opačným směrem, tedy ve směru rychlého snižování deficitů veřejných financí. Druhým podstatným důvodem jsou naakumulované úspory domácností, které dosahují v mnoha zemích rekordních úrovní. Ty nyní představují výrazný polštář, který by měl negativní dopady fiskální restrikce do agregátní poptávky tlumit. Vliv omezování fiskálních výdajů by tedy měl být tentokrát podstatně menší, než jak jsme byli v podobných případech v minulosti zvyklí.

Vývoj deficitu veřejných financí (v % HDP)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

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

Středoevropský region: normalizace měnové politiky nabrala na tempu

Polská centrální banka v září zvýšila poprvé od roku 2012 úrokové sazby.

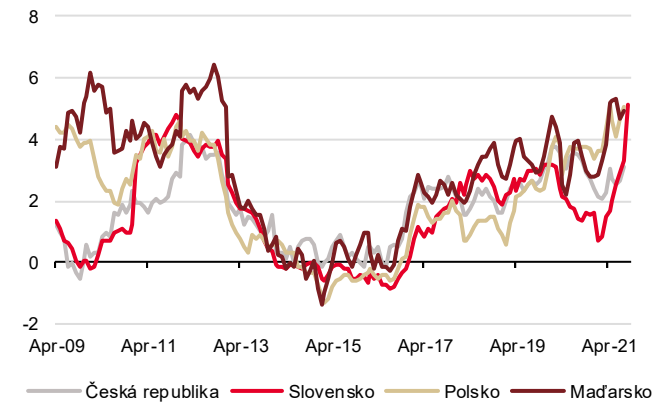
Rychlý růst inflace se nevyhnul ani ekonomikám středoevropského regionu. Polská inflace v září vzrostla na 5,8 % y/y, tedy výrazně nad 2,5% cíl centrální banky. Za zrychlením stály ceny pohonných hmot (28,6 % y/y), ale i růst cen potravin a jádrové inflace. Podle očekávání analytiků i samotné centrální banky inflace navíc stále ještě není na svém vrcholu a do konce roku bude stoupat. Obavy z neukotvených inflačních očekávání tak vedly v září centrální banku k překvapivému zvýšení úrokových sazeb o 0,4 pb na 0,5 %. Překvapivému z toho důvodu, že centrální banka avizovala, že nechce začít cyklus utahování měnových podmínek dříve, než ukončí nákupy aktiv (na říjen přitom vyhlásila další tendr) a také opakovaně prohlašovala, že inflační tlaky jsou mimo její kontrolu a ke zpřísnění měnových podmínek nepřistoupí určitě dříve než v listopadu, kdy bude mít k dispozici novou prognózu.

Polská centrální banka bude v utahování měnových podmínek pokračovat.

Vzhledem k inflaci výrazně nad cílem i robustnímu oživení domácí ekonomiky předpokládáme, že polská centrální banka bude se zpřísňováním měnových podmínek pokračovat. Další zvýšení sazeb o 50 bb očekáváme na listopadovém zasedání, o 25 bb pak na prosincovém. Na konci příštího roku by měla být klíčová sazba dle našeho odhadu na 2,75 %. Program nákupů aktiv bude pravděpodobně v dohledné době ukončen. Guvernér Glapiński prohlásil, že QE sice zůstává v portfoliu nástrojů banky, jeho platnost ale už vypršela. Zároveň však připustil, že pokud by byl kurz zlotého příliš volatilní, je centrální banka připravena na devizovém trhu intervenovat. To bude společně s oslabujícím eurem a další

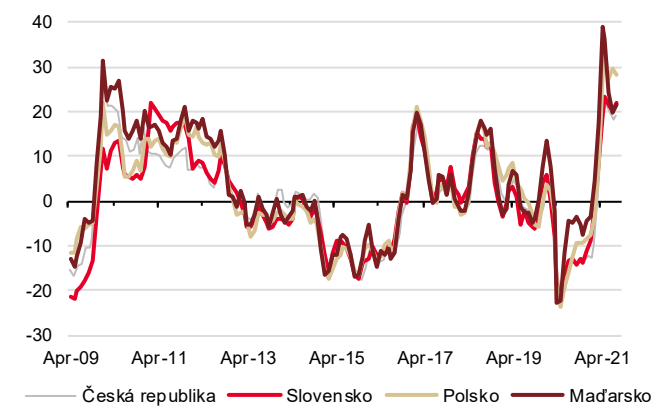
pandemickou vlnou držet kurz polského zlotého do konce roku zřejmě na uzdě. V příštím roce však očekáváme jeho posilování směrem k úrovním 4,35 PLN/EUR (v polovině roku). Dobře by se mělo dařit i reálné ekonomice. Podle agentury Bloomberg by měl růst polského HDP v roce 2022 dosáhnout 5,1 %, tedy stejně jako v letošním roce.

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



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Ceny pohonných hmot (%, y/y)

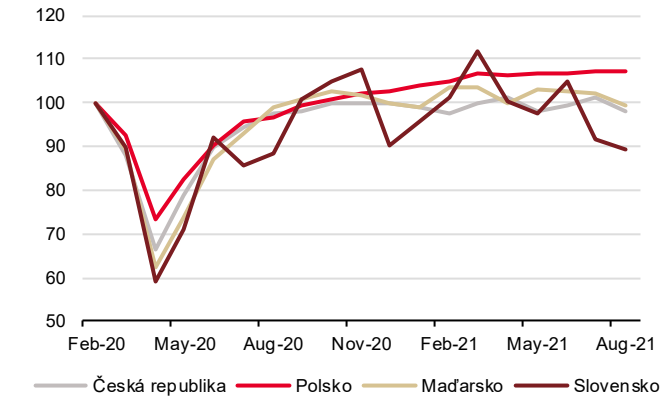


Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Nedostatek výrobních komponent může maďarskou ekonomiku přibrzdit.

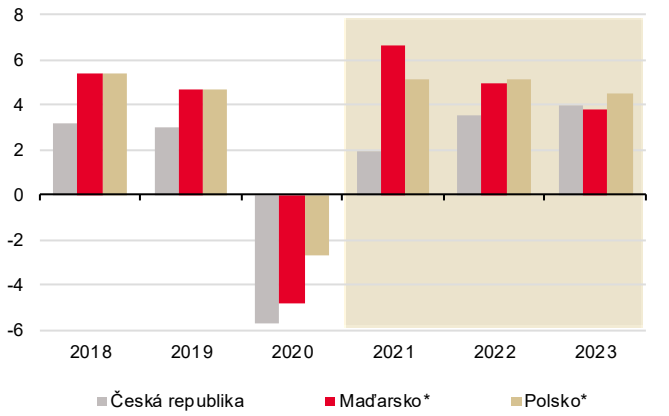
Inflace nad cílem centrální banky zůstává stále i v Maďarsku. Zde v září vyskočila na 5,5 % y/y (inflační cíl MNB je 3,0 %), přičemž jádrová inflace dosáhla úrovně 4,0 % y/y. Centrální banka začala utahovat měnovou politiku jako první z regionálních bank již v červnu. Klíčovou tříměsíční depozitní sazbu zatím zvýšila třikrát, a to na úroveň 1,35 % (dvakrát o 30 bb, v září pak o 15 bb). Vzhledem k tomu, že inflace bude v následujících měsících zřejmě dále stoupat, očekáváme, že centrální banka bude v utahování měnové politiky pokračovat. V prosinci by tak klíčová sazba měla být na úrovni 2,25 %, v prosinci příštího roku na 3,25 %.

Průmysl tíží nedostatek komponentů (únor 2020 = 100)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

HDP (%, y/y)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics, *Bloomberg consensus

Maďarskému forintu bude zřejmě ve výraznějším posilování bránit ve zbytku roku rostoucí počet nakažených. V příštím roce však očekáváme jeho posilování (330 HUF/EUR v Q3 22). Pro reálnou ekonomiku, která je silně průmyslově orientovaná a vázaná na automobilový průmysl, představuje riziko nedostatek výrobních komponent. To se již odrazilo v průmyslové výrobě, která v srpnu meziměsíčně o 2,7 % poklesla. Zatím však analytici dotázaní agenturou Bloomberg očekávají pro letošní rok hospodářský růst na úrovni 6,7 %, pro příští rok pak 5,0 %.

Makroekonomická prognóza ČR



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

Výhled ekonomiky se opět zhoršuje

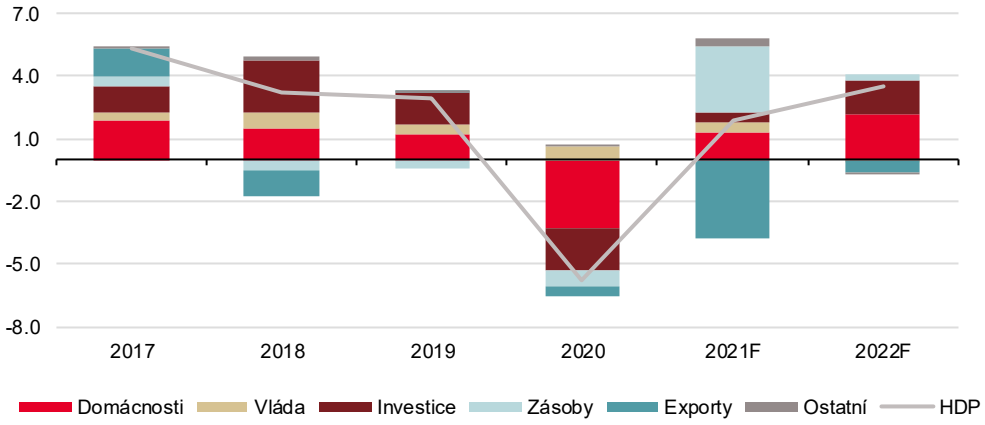
Expanze české ekonomiky ve druhé polovině roku silně zpomalila. Důvodem jsou chybějící komponenty a materiál do výroby. Plné obnovení dodávek čekáme až od poloviny příštího roku, což je klíčový předpoklad a zároveň i riziko prognózy. Naopak inflace pokračovala ve zrychlování. Její návrat pod 3 % nyní čekáme až v první polovině roku 2023. ČNB tak bude rychle zvyšovat úrokové sazby ke 3 %. Rizika pandemie opět zesílila, ale stále jsou výrazně slabší nežli před očkováním populace.

Hlavní změny

HDP:
Pro rok 2021 jsme snížili prognózu růstu HDP na 1,9 % z předchozího odhadu 4,2 %. V roce 2022 čekáme růst ekonomiky o 3,2 %.

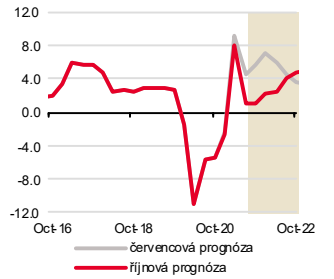
Inflace:
Pro letošní rok jsme výrazně zvýšili odhad inflace na 3,6 % oproti původnímu předpokladu ve výši 2,8 %. V příštím roce ji čekáme v průměru na 4,8 %.

Růst HDP potáhnou především investice do zásob a se zpožděním spotřeba domácností (%)



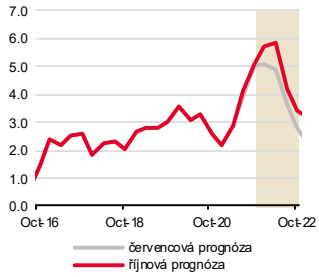
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Změna v prognóze HDP (%, y/y)



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

Změna v prognóze inflace (%, y/y)

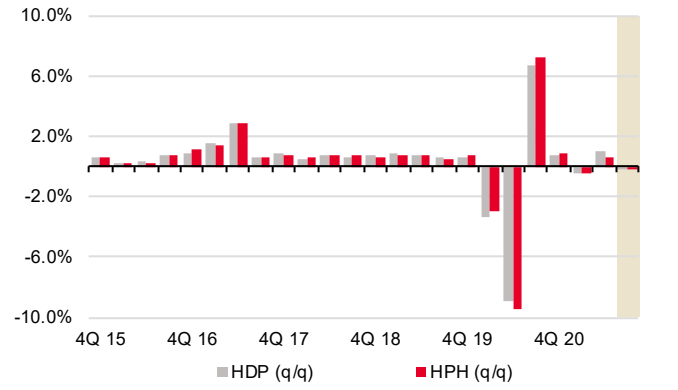


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ekonomika je blízko stagnace

Po jarním rozvolnění protipandemických opatření následovalo skokové oživení ekonomiky. Nicméně už v průběhu druhého čtvrtletí začaly být patrné zhoršující se problémy v souvislosti s nedostatečnou nabídkou komponent, zejména čipů, a dalších materiálů potřebných ve zpracovatelském průmyslu, a také ve stavebnictví. Růst ekonomiky za druhé čtvrtletí tak dosáhl s ohledem na okolnosti relativně slabšího tempa ve výši 1,0 % q/q. V meziročním vyjádření to sice znamenalo, s ohledem na nízkou srovnávací základnu roku 2020, zářivých 8,1 %, ale naše očekávání i odhady ostatních analytiků byly přibližně o jeden procentní bod výš. Především se ale všeobecně počítalo s tím, že se oživení naplno projeví ve druhé polovině roku, i když kolísavé dodávky komponent a materiálů budou významnou brzdou. Měsíční data bohužel indikují, že tento omezující efekt byl v letních měsících silnější, než jsme čekali. Důkazem toho budiž propad výroby automobilů, v srpnu o dramatických 55 % m/m (po sezonním očištění). Z vývoje průmyslové výroby v letních měsících obecně není dobré dělat silné závěry z důvodu čerpání celozávodních dovolených, což v době chybějících

HDP zřejmě začalo druhou polovinu roku 2021 stagnací



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

subdodávek do výroby může ještě zesílit. Nicméně oznámení největší tuzemské automobilky Škoda Auto o tom, že od 18. října výhledově do konce roku výrazně omezí či zcela zastaví výrobu ve všech třech svých českých závodech ukazuje na pokračující slabost tohoto segmentu. Ten má navíc citelný dopad do ostatních průmyslových odvětví a částečně i služeb, které jsou dodavateli autoprůmyslu. S ohledem na nízkou úroveň výroby očekáváme pro čtvrté čtvrtletí sice růst průmyslu včetně výroby automobilů ale jen velmi pomalým tempem. Samotná produkce aut bude pravděpodobně velmi proměnlivá.

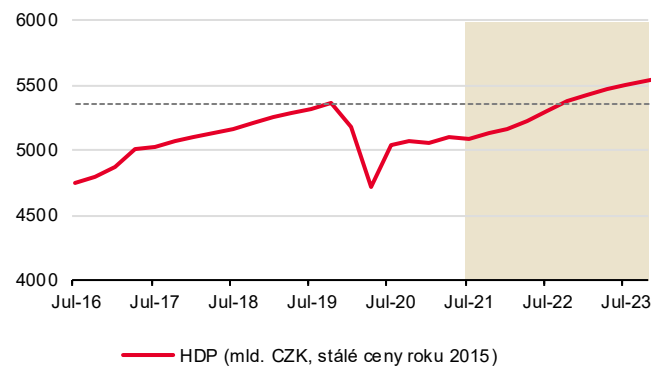
Předpokládáme, že silné obtíže se subdodávkami přetrvají do příštího roku. V průběhu první poloviny roku 2022 počítáme jen s malým zlepšením této situace a s úplným odezněním těchto potíží až v jeho druhé polovině. Z hlediska současné prognózy se jedná o klíčový předpoklad, a současně o její hlavní riziko.

Návrat HDP na předkrizovou úroveň se odkládá na rok 2022

Chybějící komponenty a materiál snižují potenciál výstupu ekonomiky.

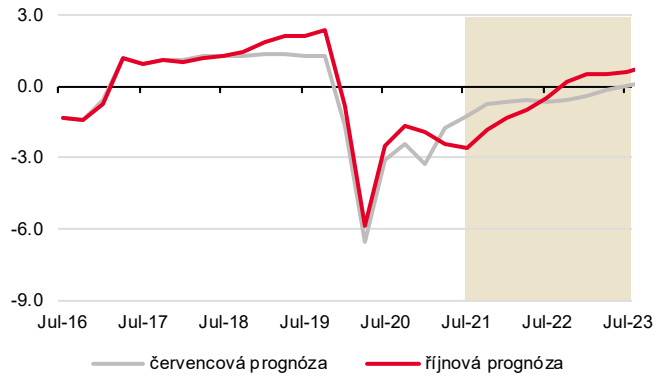
V naší předchozí prognóze vedlo jarní rozvolnění protipandemických opatření k rychlému růstu ekonomiky a dosažení předpandemické úrovně již koncem letošního roku. Nyní počítáme v jeho druhé polovině přibližně se stagnací ekonomiky. Odhad celoročního růstu HDP jsme výrazně snížili na 1,9 % po předchozím odhadu 4,2 %. Ze stejného důvodu došlo i ke snížení prognózy v podobném rozsahu na příští rok, a to na 3,2 %. Námi očekávaný konec potíží se subdodávkami by měl vést ke zrychlenému růstu ekonomiky od druhé poloviny příštího roku, kde by z pohledu mezičtvrtletní dynamiky měl HDP dosahovat svého vrcholu. V tomto scénáři tak česká ekonomika ještě v roce 2023 poroste nadprůměrně rychlým tempem 4,0 %. Nicméně dosažení předpandemické úrovně HDP oproti předchozí prognóze očekáváme o zhruba tři čtvrtletí později, tedy v 3Q 22. Z hlediska implikací pro inflaci a měnovou politiku je důležité námi očekávané snížení tempa růstu potenciálního produktu do poloviny příštího roku. Důvodem jsou právě chybějící kapacity v ekonomice, které vedou k inflačním tlakům. Uzavření záporné mezery výstupu tak očekáváme podobně rychlé, jako v naší předchozí prognóze, tedy přibližně v polovině příštího roku

Návrat HDP na předkrizovou úroveň až v 3Q 22 (mld. CZK)



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

Mezera výstupu se uzavře v H2 22 (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

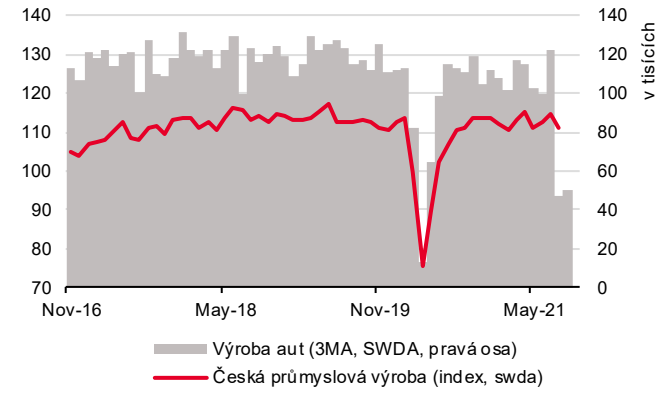
Bez čipů výroba nejede

Průmysl stále silněji omezují především zpožděné dodávky komponent.

Na začátku léta převládalo očekávání, že se problém s nedostatkem komponent podaří alespoň z části zmírnit do konce letošního roku a od roku 2022 by již měla do té doby omezená nabídka postupně růst. Bohužel potíže během léta ještě zintenzivnily a očekávání výrazného zlepšení se dle anekdotické evidence posunulo až do zhruba poloviny příštího roku. Názory se ovšem značně různí, což znamená i výraznou nejistotu těchto předpokladů. Výkyvy v dodávkách čipů způsobují velké kolísání v produkci automobilů, přičemž stále jsou zde značné rozdíly mezi jednotlivými automobilkami. Například automobilka Hyundai má zajištěno více dodávek výrobních vstupů, zatímco koncern WV a potažmo v ČR nejvýznamnější

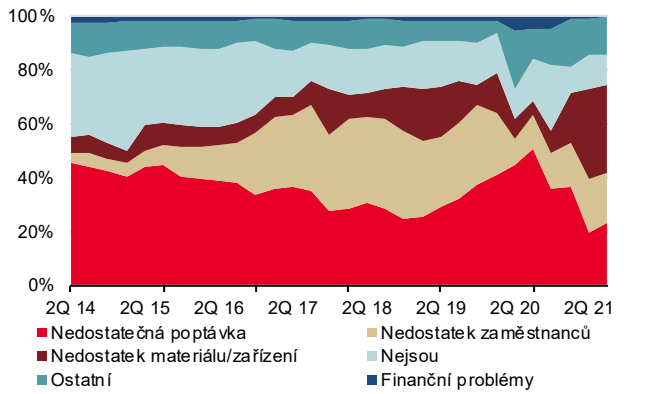
automobilka Škoda Auto mají dodávky oslabené. Ta v důsledku toho oznámila významné snížení či úplné zastavení výroby v období od října do konce roku. V případě čipů je problém nejviditelnější, ale výrazné omezení je patrné i v řadě materiálů potřebných pro průmyslovou a stavební výrobu. Průmysl tak od konce protipandemických opatření na jaře prochází výraznými měsíčními výkyvy.

Propad výroby aut je hlavní brzdou expanze průmyslu



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

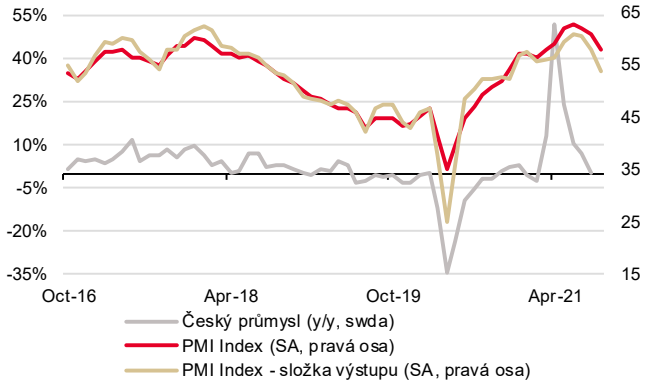
Bariéry růstu průmyslu



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

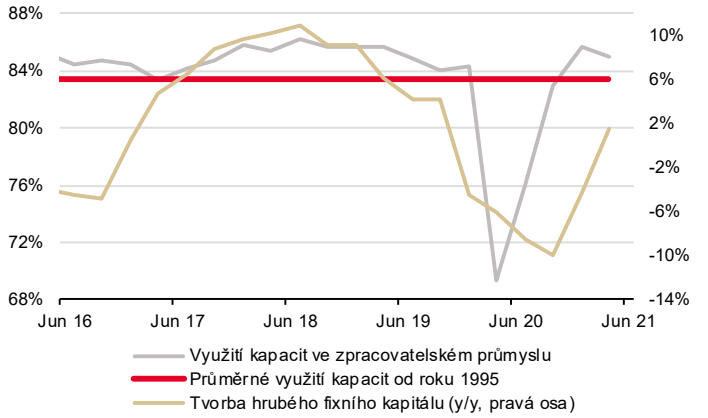
V souhrnu za třetí čtvrtletí očekáváme pokles průmyslové výroby o 0,4 % q/q. Ve zbytku roku odhadujeme v průměru její nepatrný růst a postupné zrychlování v roce příštím, kde klíčovou roli sehraje náš předpoklad zlepšení dodávek komponent od poloviny roku. Pro celý letošní rok naše prognóza počítá s růstem průmyslové výroby o 8,7 %, což je v kontextu jejího propadu o 7,1 % v předchozím roce slabé číslo. **Předpandemická úroveň průmyslové produkce byla ve skutečnosti dosažena už na podzim roku 2020 a od té doby víceméně stagnuje.** Pouze díky nízké srovnávací základně z minulého roku vypadá letošní růst jako vysoký. Ovšem nebýt problémů s čipy, nebyl by pro letošek pro český průmysl problém dosáhnout expanze kolem 20 %.

Předstihové indikátory ukazují zpomalení expanze výroby



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

Využití kapacit se nachází nad dlouhodobým průměrem



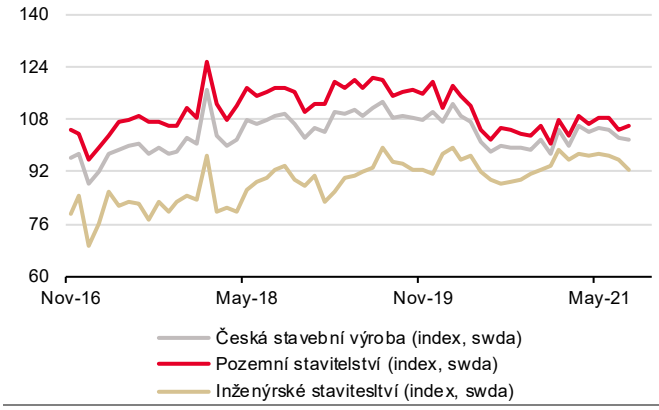
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Po slibné první polovině roku se stavebnictví stočilo dolů. Chybí materiál a lidi.

Pro sektor stavebnictví jsme kvůli přirozeným zpožděním pro letošní rok i s ohledem na původně očekávané oživení ve druhé polovině roku čekali spíše stagnaci či slabý růst. V průběhu první poloviny roku se ale zdálo, že jsme byli přílišnými pesimisty, když měsíční údaje vykazovaly překvapivě slušnou růstovou dynamiku. V metodice národních účtů rostla přidaná hodnota ve stavebnictví v prvním čtvrtletí o 1,2 % q/q a ve druhém pak o 0,5 % q/q. V průběhu třetího čtvrtletí ovšem měsíční data ukazují na pokles. Důležité pak je, že firmy uvádějí narůstající potíže s chybějícími zaměstnanci a materiálem. V případě chybějících

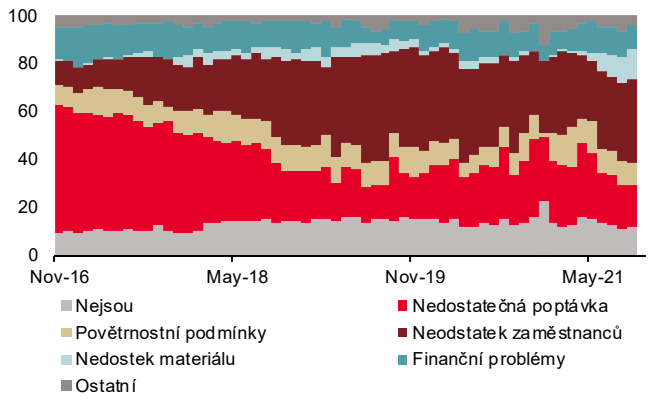
zaměstnanců dochází k tlaku na růst mezd a prodražování stavebních prací. Jejich meziroční zdražení činilo v srpnu 6,8 %. V případě stavebních materiálu činí jejich meziroční zdražení v průměru 16,5 %. U některých projektů je zdražení natolik výrazné, že mnohdy dochází k odmítání již dojednaných či plánovaných zakázek. Takový vývoj nákladů ve stavebnictví pak rovněž přispívá k vysokému nárůstu cen nemovitostí. **U rezidenčních nemovitostí pro letošek odhadujeme průměrný růst cen o 8,5 %. Ve zbytku letošního roku s výraznějším zlepšením v dodávkách materiálů nepočítáme. To čekáme až v průběhu příštího roku**, kde by výraznou roli měly hrát EU fondy a veřejné investice, jak jsme uváděli v minulé prognóze. **Pro letošní rok čekáme v průměru stagnaci ve stavebnictví, ale v letech 2022-2023 nadále predikujeme jeho expanzi poblíž 9 %.**

Stavebnictví v průměru stagnuje



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

Bariéry růstu ve stavebnictví



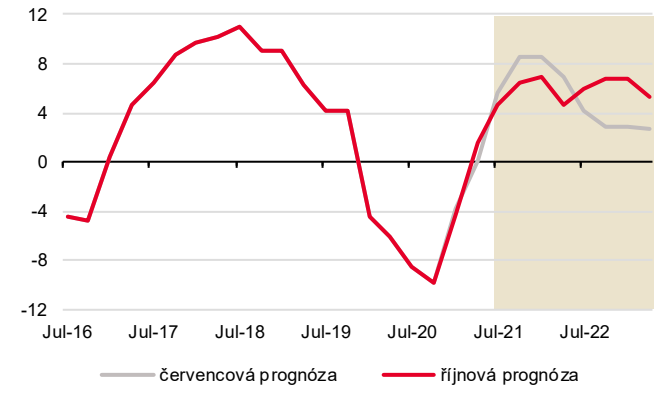
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Spotřeba domácností tahounem ekonomiky

Nebýt spotřeby domácností, ekonomika by ve druhé polovině roku klesla.

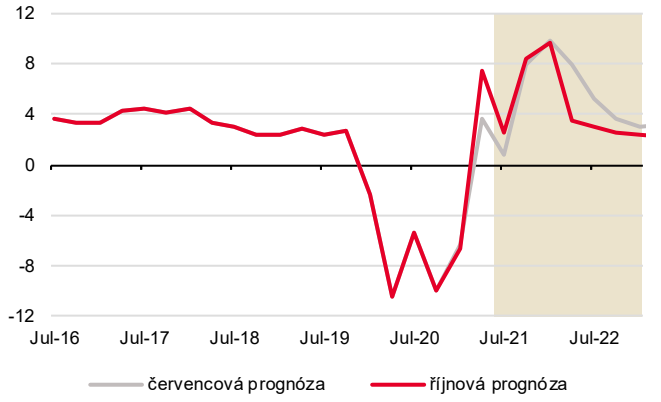
Spotřeba domácností ve druhém čtvrtletí rostla velmi slušným tempem 6,5 % mezičtvrtletně a 7,4 % meziročně. Investice do fixního kapitálu přidaly ve stejném období 4,2 % q/q a 1,5 % y/y. Měsíční data ukazují, že v případě spotřeby domácností je na místě očekávat další expanzi i ve třetím čtvrtletí. K tomuto by měl vést i pozitivní vývoj na trhu práce a letošní růst mezd, byť i zde pravděpodobně uvidíme ještě značné kolísání dynamiky. Překážkou rychlejší expanze domácí spotřeby je zrychlená inflace, která kromě reálného snížení kupní síly navíc způsobuje zhoršení spotřebitelské důvěry, a tudíž spotřebitelského apetitu. Jak jsme dříve uvedli, celoročním tahounem hospodářského růstu bude letos vysoká tvorba zásob, která silně vzrostla už na konci minulého roku, nicméně od jara pomyslnou štafetu přebírá právě spotřeba domácností. **Růst investic bude s ohledem na pokračující potíže v subdodávkách pomalejší.** Odeznění problémů v dodávkách komponent by ale mělo vést k výrazné akceleraci výroby a investic. Již v příštím roce by tak hlavními tahouny ekonomiky měly být spotřeba domácností a investice do fixního kapitálu, což bude také podporovat i cyklus EU fondů, o kterém jsme pojednávali v předešlé prognóze. Za celý letošní rok čekáme růst spotřeby domácností ve výši 2,7 % a fixních investic o 2,0 %. Pro příští rok čekáme jejich zrychlení na 4,6 %, respektive 6,1 %

Investice rostou pomaleji (%, y/y)



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

Tahounem ekonomiky je spotřeba domácností (%, y/y)



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

Pro letošek jsme v předešlých prognózách s ohledem na očekávaný růst spotřeby domácností a investic odhadovali zhoršení bilance zahraničního obchodu. Nicméně vývoj průmyslu a potažmo exportu se v průběhu léta zhoršil více, než jsme čekali. Vzhledem k tomu, že do konce roku nečekáme výraznější zlepšení současné situace, je na místě předpokládat mnohem větší snížení celoročního přebytku bilance zahraničního obchodu. Naše prognóza ukazuje v národní metodice cca 63 mld. CZK po loňském historicky rekordním výsledku 180 mld. CZK. V příštím roce vidíme sice šanci na rychlý obrat, pokud se naplní náš předpoklad zlepšení dodávek komponent od druhé poloviny roku. I tak ale čekáme v roce 2022 další snížení přebytku zahraničního obchodu k 23 mld. CZK.

Fiskální politika: Ekonomika zachraňuje veřejné finance

Naše dubnová prognóza se postupně naplňuje, a tudíž její nová verze doznala pouze kosmetických změn. Státní rozpočet směřuje letos k deficitu 400 mld. CZK (6,6 % HDP) a vzhledem k pomalejší investiční aktivitě v závěru roku by výsledný deficit mohl být i mírně nižší. Inkaso přímých daní výrazně převyšuje plány Ministerstva financí a ve zbytku roku očekáváme i zlepšení výběru některých nepřímých daní. Státní rozpočet pro příští rok byl schválen vládou a čeká na projednání v Poslanecké sněmovně. Vzhledem k načasování legislativního procesu a povolebním vyjednáváním vidíme riziko rozpočtového provizoria. Pro ekonomiku by to však neměl být významnější problém. Municipality hospodaří s rekordním přebytkem, zatímco zdravotní pojišťovny tvrdě zasáhly výdaje spojené s pandemií. Celkově se tak podle nás letos prohloubí deficit veřejných financí na 6,3 % HDP a až v příštím roce zaznamená známky konsolidace. Dluh veřejných financí vzroste letos na 41,8 % HDP a dále poroste až na úroveň 43,4 % HDP v roce 2023.

O výsledném letošním deficitu státního rozpočtu rozhodnou investice

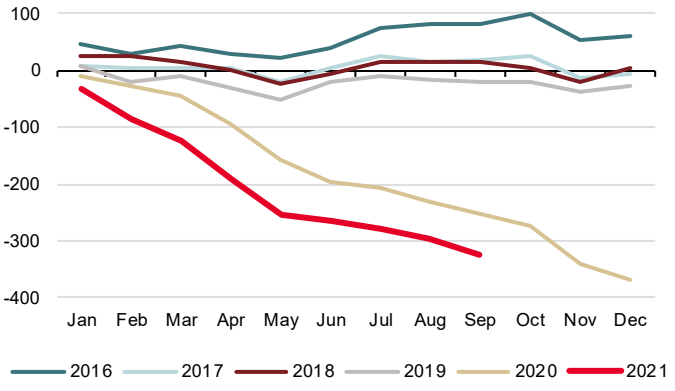
Prognózu pro letošní deficit státního rozpočtu ponecháváme nadále beze změny na 400 mld. CZK. Předpokládáme, že daňové příjmy v průběhu roku porostou nad rámec rozpočtu a „covidové“ výdaje budou ve výsledku nižší.

Hospodaření vlády skončilo v prvních devíti měsících letošního roku s deficitem 326,3 mld. CZK (5,3 % HDP). Celkové příjmy vzrostly meziročně o 2,0 % a výdaje o 7,2 %. Meziměsíční prohloubení deficitu sice oproti předchozím měsícům vzrostlo na 28,2 mld. CZK, stále je ale pod průměrem letošních temp. I nadále je hlavním důvodem lepšího hospodaření státu výběr daní, ale i nižší výdaje oproti plánu.

Na příjmové straně pomohly k lepšímu výsledku zejména přímé daně. Inkaso daně z příjmu právnických osob významně podpořily čtvrtletní zálohy, které vystřelily celkový výběr na 123 % plánu pro celý letošní rok. Pozitivní vývoj pokračuje i u daně z příjmu fyzických osob, na které stát za prvních devět měsíců vybral o deset miliard více oproti plánu. Obdobně je na tom i pojistné. Na druhou stranu i nadále zaostávají nepřímé daně v čele se spotřební

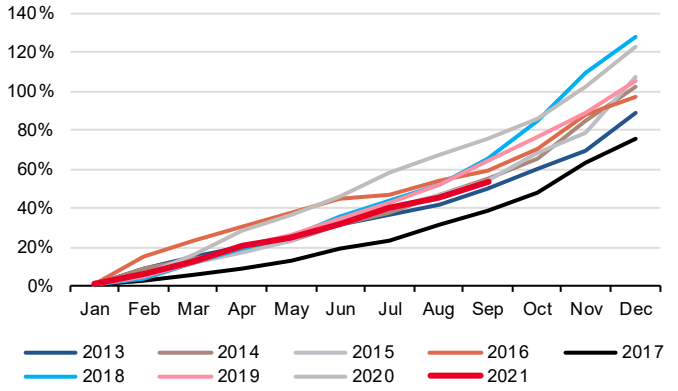
daní. Ta však podle nás již celoroční plán nedožene vzhledem k nerealistické prognóze spotřeby zdaněných položek. Naopak v případě DPH očekáváme ještě mírné zlepšení inkasa. Celkově příjmová strana státního rozpočtu přinesla o 33,6 mld. CZK více, než by odpovídalo proporcionální části schváleného plánu.

Vývoj státního rozpočtu (mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

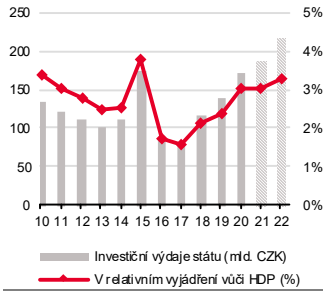
Plnění plánu státních investic (%)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Na výdajové straně za prvních devět měsíců letošního roku vzrostly běžné výdaje meziročně o 8,4 %, zatímco investice poklesly o 5,9 %. Hlavní položkou jsou již předfinancované transfery podnikatelským a nepodnikatelským subjektům, které zatěžovaly rozpočet zejména v první polovině roku. Na druhou stranu úspora vzniká u platů státních zaměstnanců a investic. V prvním případě lze očekávat plné vyčerpání v závěru roku v podobě odměn. V případě investic však tempo realizace zaostává za předchozími roky. Zatímco letos bylo proinvestováno pouze 54 % rozpočtu, v loňském roce touto dobou to již bylo 75 % a rychlejší čerpání jsme viděli i v předchozích dvou letech. Kombinace ambiciózního plánu a problémů ve stavebnictví pravděpodobně narazila na limity ekonomiky a schopnost státu investice realizovat tak bude rozhodující pro výsledný deficit letošního státního rozpočtu.

Investice vlády

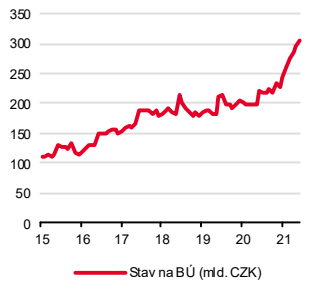


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, MFČR

Ačkoli tempo prohlubování deficitu v září opět vzrostlo, i nadále se jedná o výrazně lepší výsledek oproti plánu Ministerstva financí. Příjmová strana v čele s přímými daněmi potvrzuje náš předpoklad lepších makroekonomických podmínek oproti plánům vlády. Na druhou stranu výdajovou stranu již tolik nezatěžují výdaje spojené s pandemií. Pro výsledný deficit tak bude klíčové rozuzlení problematického čerpání investic. **I nadále počítáme s výsledným deficitem státního rozpočtu ve výši 400 mld. CZK (6,6 % HDP)**. Výsledky za poslední tři měsíce však naznačují riziko, že by výsledný deficit mohl být i mírně nižší.

Státní rozpočet pro příští rok byl schválen vládou a odeslán do sněmovny s navrhovaným deficitem 376,6 mld. CZK (6,2 % HDP). Návrh obsahuje mimo jiné zvýšení investic na nominálně rekordní úroveň 218 mld. CZK (3,6 % HDP). V relativním vyjádření však za rekordními roky i nadále zaostává, a to i po vyloučení roku 2015, který byl pozitivně ovlivněn jednorázovým dočerpáváním fondů EU. Na příjmové straně však návrh naznačuje podobný příběh jako letos, tedy podhodnocení daňových příjmů v čele s přímými daněmi. **I nadále tak očekáváme lepší výsledek 300 mld. CZK** (4,9 % HDP) oproti plánu Ministerstva financí. Vzhledem k načasování legislativního procesu a voleb do Poslanecké sněmovny vidíme výrazné riziko rozpočtového provizoria, které by odložilo platnost některých opatření včetně zvýšení platů státních zaměstnanců. Vzhledem k velikosti letošního rozpočtu, podle kterého by vláda musela hospodařit, však nevidíme významné riziko pro ekonomiku.

Rezervy municipalit



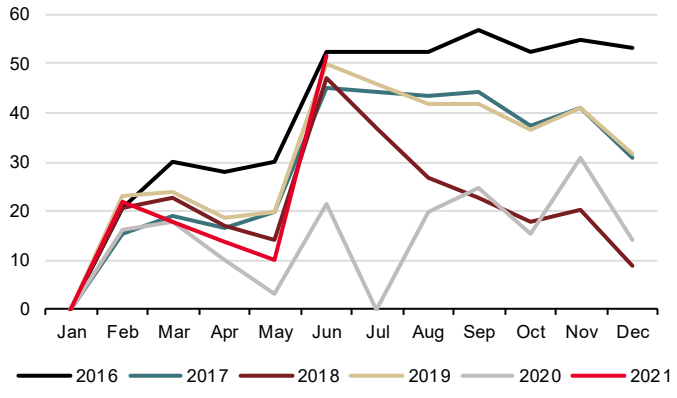
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, MFČR

Municipality v rekordním přebytku, zdravotní pojišťovny dohnal covid

V první polovině roku se hospodaření municipalit vyhouplo do přebytku 52 mld. CZK, což je historicky rekordní úroveň. Nejvíce se na tom podepsala pololetní záloha na dani z příjmu právnických osob, která výrazně překvapila svou výší. Ta by se navíc měla pozitivně projevit i v zářijových číslech hospodaření, jak již ukázal státní rozpočet DPPO dosáhla za prvních devět měsíců letošního roku 123 % celoročního plánu. V posledním čtvrtletí však roste dočerpávání některých výdajů v čele s investicemi. Tudíž **očekáváme do konce roku mírné zhoršení dosavadního přebytku municipalit na 40 mld. CZK.** Oproti naší červencové prognóze jsme tak zlepšili odhadovaný přebytek o 20 mld. CZK. Na obdobné úrovni očekáváme i hospodaření pro příští rok. Vzhledem k dalšímu výraznému růstu rezerv municipalit na běžných účtech na rekordních 300 mld. CZK, neočekáváme nové diskuze o úpravách rozpočtového určení daní či dodatečných transferech ze státního rozpočtu.

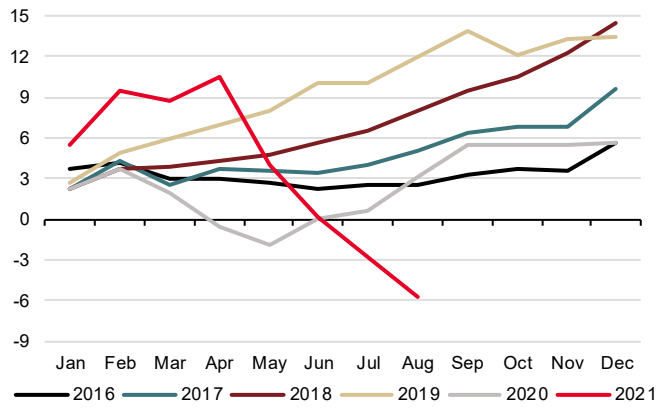
Zdravotní pojišťovny od května sužují zvýšené náklady spojené s pandemii, které se proplácejí se zpožděním. Srpnový výsledek hospodaření ukázal prohloubení deficitu na -5,8 mld. CZK, což je nejhorší výsledek v historii. Navíc rizikem zůstává vývoj pandemie v následujících měsících. Pro letošek tak nově počítáme s deficitem 10 mld. CZK. V příštím roce by se však zdravotní pojišťovny měly vrátit k přebytku ve výši 10 mld. CZK. Navíc je ve hře další zvýšení plateb za státní pojištěnce, které je pozitivním rizikem pro naši prognózu.

Hospodaření municipalit (mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hospodaření zdravotních pojišťoven (mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Letošní hospodaření veřejných financí podle nás skončí s lehce hlubším deficitem oproti minulému roku. Pro příští rok očekáváme první známky konsolidace hospodaření vlády. Dluh veřejných financí dosáhne vrcholu v roce 2023.

Dynamika veřejných financí

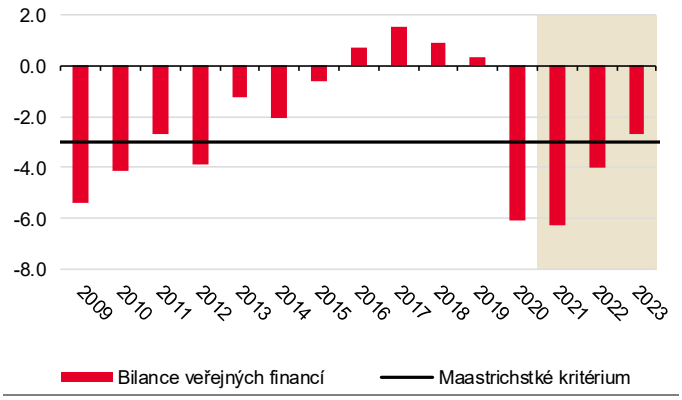
	2019	2020	2021f	2022f	2023f	2024f
Bilance veřejných financí (% HDP)	0,3	-6,1	-6,3	-4,0	-2,7	-1,5
Fiskální úsilí (pb HDP)	-0,8	-3,8	-0,8	1,8	1,3	1,1
Veřejný dluh (mld. CZK)	1739,9	2153,0	2553,0	2853,0	3078,0	3228,0
Veřejný dluh (% HDP)	30,0	37,8	41,8	42,8	43,4	43,4

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

Deficit veřejných financí letos dosáhne vrcholu

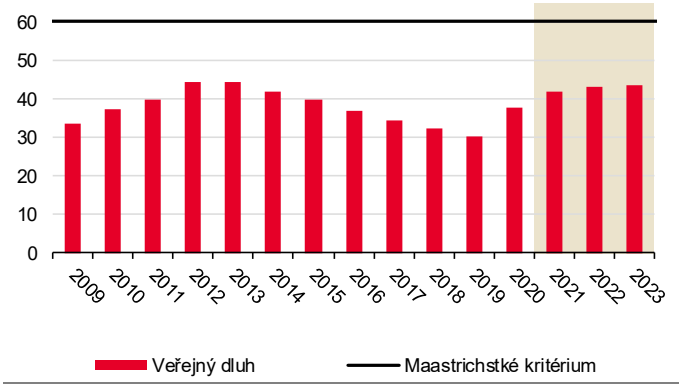
Naše prognóza státního rozpočtu se postupně naplňuje, a tudíž náš aktualizovaný výhled pro celé veřejné finance doznal jen kosmetických úprav. Celkový deficit by tak měl letos dosáhnout 6,3 % HDP podle metodiky ESA2010, což je o dvě desetiny více než v předchozím roce a nejvíce v moderní historii. Hlavním důvodem je lepší makroekonomický vývoj a s tím spojené vyšší daňové inkaso oproti plánu Ministerstva financí. Ve směru nižšího deficitu veřejných financí i nadále působí municipality s rekordním přebytkem hospodaření. Na druhou stranu se do deficitu propadly zdravotní pojišťovny. Pro příští rok očekáváme pokles deficitu na 4,0 % HDP. Zadlužení veřejného sektoru by letos mělo dále růst na 41,8 % HDP a v roce 2023 dosáhne svého vrcholu na úrovni 43,4 % HDP.

Bilance veřejných financí (% HDP)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Veřejný dluh (% HDP)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

František Táborský
+420 222 008 598
frantisek_taborsky@kb.cz



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

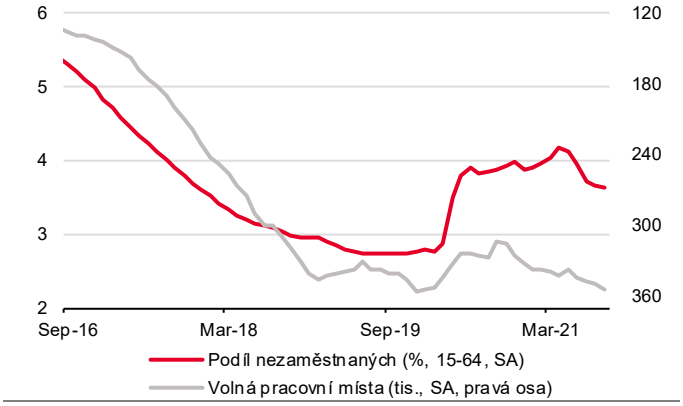
Trh práce se nadále utahuje

Obnovený růst ekonomiky vedl k dalšímu snížení míry nezaměstnanosti. Počet volných pracovních míst vzrostl na nový rekord. Problémy se subdodávkami v průmyslu snižování nezaměstnanosti ve zbytku letošního roku zbrzdí, ale v klesajícím trendu by mohla pokračovat příští rok. Míra nezaměstnanosti se nachází blízko rovnovážné úrovně a příští rok čekáme snížení pod tuto úroveň. Růst mezd je letos tažen veřejným sektorem, kde je jejich dynamika silně ovlivněna mimořádnými odměnami ve zdravotnictví. V reálném vyjádření čísla aktuálně silně limituje zrychlená inflace, takže průměrná reálná mzda za příští rok dle naší prognózy dokonce mírně klesne.

Komplikace s dodávkami komponent v průmyslu by mohly zbrzdit pokles nezaměstnanosti.

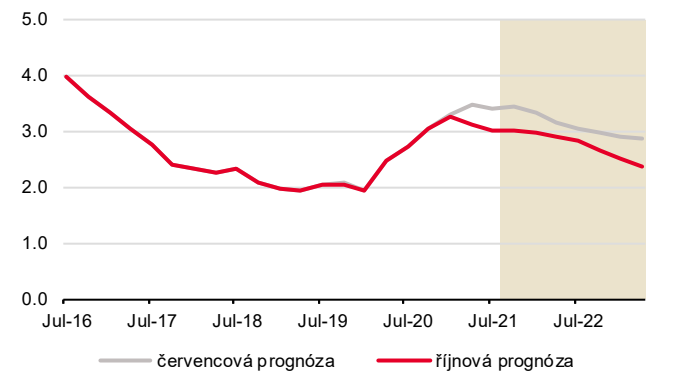
Míra nezaměstnanosti v metodice MPSV v září po sezónním očištění činila 3,6 %. Vrcholu po pandemii dosáhla nezaměstnanost v dubnu letošního roku na úrovni 4,2 % a od té doby postupně klesá i přes ukončování programů podpory zaměstnanosti po konci protiepidemických opatření. Důvodem snížení je, jak jinak, především rostoucí ekonomika, která si žádá najímání nových zaměstnanců. My jsme s ohledem na řadu rizik a nejistot po konci jara letošního roku čekali spíše krátké období stability míry nezaměstnanosti a její mírný pokles především v příštím roce. V tomto smyslu byl vývoj během léta mírně lepší, nežli jsme očekávali v červencové prognóze. Počet volných pracovních míst dosáhl lokálního dna v říjnu roku 2020 a od té doby rostl až na rekordních 360 tisíc v letošním září. To je ještě výše, než v roce 2019, kdy utaženost trhu byla významným problémem pro řadu firem a současně argumentem ve prospěch utahování měnové politiky. V současné době vyšší počet volných pracovních míst napovídá, že se ekonomika vrací do podobných kolejí. Rozdíl je ale prozatím v míře nezaměstnanosti, která v průběhu roku 2019 byla z našeho pohledu výrazně pod rovnovážnou úrovní (NAIRU), zatímco nyní je zhruba blízko ní. **S námi prognózovanou expanzí ekonomiky v příštím roce čekáme další pokles nezaměstnanosti pod rovnovážnou úroveň**, takže tento vývoj bude rovněž argumentem pro vyšší úrokové sazby ČNB. Nicméně vývoj trhu práce ve zbytku letošního roku nemusí být tak jednoznačný. Stagnaci či jen pozvolné zvýšení zaměstnanosti očekáváme především v podnicích, které se potýkají s nedostatkem materiálu do výroby. Například část zaměstnanců Škody Auto zůstává doma za 85 % mzdy a o podobném režimu hovoří i někteří dodavatelé automobilek. Vláda v současnosti jedná o využití programu Antivirus, který by opět zamezil případnému propouštění, při přetrvávání potíží tohoto odvětví. **Do konce letošního roku tak čekáme spíše stagnaci míry nezaměstnanosti a její postupný pokles v průběhu příštího roku.**

Počet volných pracovních míst opět roste (MPSV)



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

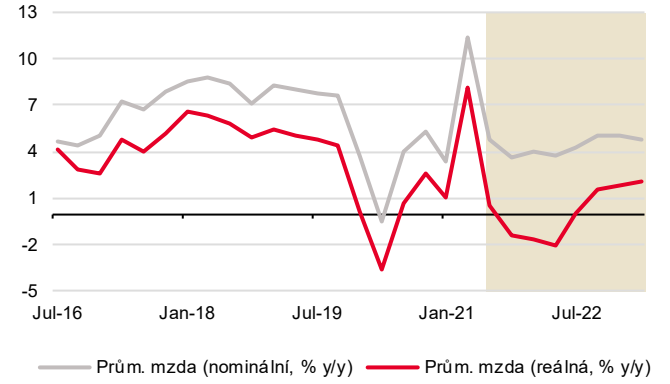
Čekáme postupné snižování nezaměstnanosti (ILO, %, SA)



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

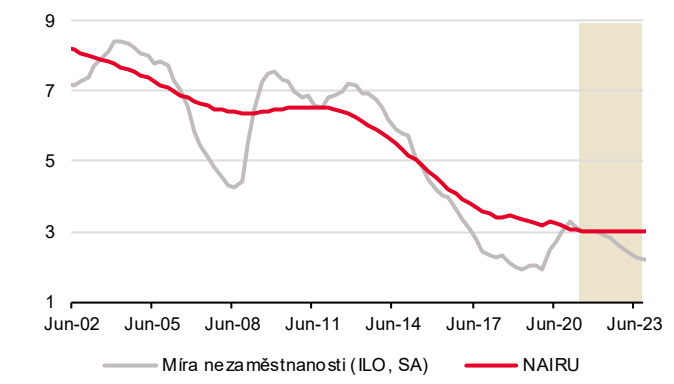
Růst průměrné mzdy ve druhém čtvrtletí předčil odhady, když dosáhl meziročně 11,3 %, což po očištění o inflaci činilo 8,2 % reálně. Na první pohled extrémně silné údaje jsou ale především výsledkem srovnání s loňským druhým čtvrtletím, kdy dynamika průměrné mzdy prudce klesla na 3,1 % q/q. Po očištění o sezónní vlivy činil mezičtvrtletní růst průměrné mzdy během Q2 21 už 1,2 %. Utahující se trh práce je významným faktorem, proč čekat tlak na růst mezd i v soukromé sféře. Nicméně prozatím zůstává tímto tahounem veřejná sféra. Mzdový růst zde zrychlil ze 4,9 % y/y dosažených v prvním čtvrtletí na 17,7 % y/y ve čtvrtletí druhém. Na tomto vývoji se podílel především sektor zdravotní a sociální péče, kde odměny zdravotníkům spojené s covidovou péči přispěly k růstu mezd v meziročním srovnání o téměř 44 %. V soukromém sektoru pak mzdová dynamika v Q2 21 v meziročním srovnání dosáhla 8,8 %. Ve váhově významném zpracovatelském průmyslu mzdy vzrostly o výrazných 11,3 % po 2,2 % zaznamenaných v prvním čtvrtletí. K nižšímu tlaku na růst mezd v soukromém sektoru mohlo letos působit zrušení superhrubé mzdy, které se odrazilo v růstu čistých příjmů.

Čekáme zpomalení růstu průměrné mzdy (% y/y), …



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

…nicméně tlak na její další růst sílí (%)



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

Letošní růst průměrné mzdy podpoří především veřejný sektor.

Ve třetím čtvrtletí by měla být ještě vyplacena část odměn ve zdravotnictví, která nebyla vyplacena v předchozím čtvrtletí, nicméně z hlediska dynamiky celkové průměrné mzdy budou odměny v tomto sektoru způsobovat zpomalování růstu. Ve zpracovatelském průmyslu měsíční data ukazují na meziroční tempo poblíž 6 % a ve stavebnictví mezi 6–7 %. Celkově se domníváme, že růst mezd ve třetím čtvrtletí bude spíše slabší a v meziroční dynamice dosáhne 4,7 %. S ohledem na zrychlenou inflaci to znamená růst v reálném vyjádření o pouhých 0,6 %. S ohledem na výše uvedené potíže zpracovatelského průmyslu do konce roku čekáme spíše slabší dynamiku mezd a její zrychlování v roce příštím, kdy se více projeví utahování trhu práce. S ohledem na tempo inflace to znamená, že průměrná reálná mzda bude krátkodobě pravděpodobně klesat.

Pro letošek čekáme zvýšení průměrné mzdy o 5,7 %, v příštím roce o 4,3 % a poté s ohledem na utaženost trhu práce opětovné zrychlení nad 5 %. V reálném vyjádření by to letos znamenalo růst průměrné mzdy o 2,1 % a v roce 2022 pokles o 0,5 %.

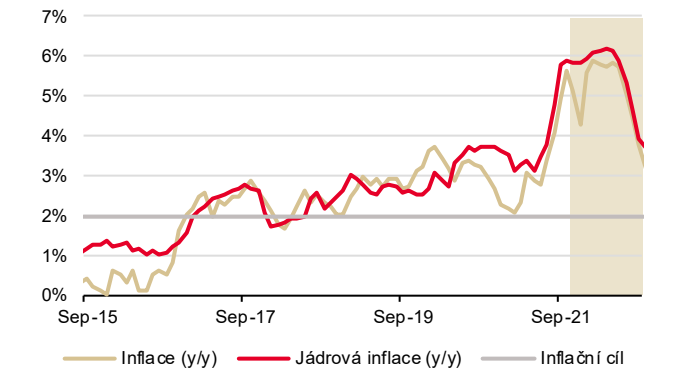
Inflace míří na 6 %

Spotřebitelské ceny letos pravděpodobně vzrostou v průměru o 3,6 %. Jádrová inflace pohledem meziměsíční dynamiky sice podle nás aktuálně dosahuje svého vrcholu, nicméně brzdit bude spíše pozvolna. Důvodem jsou obnovující se domácí cenové tlaky, a to zejména v případě cen souvisejících s bydlením. K výraznému zdražování navíc stále dochází na straně výrobců. Silný cenový impuls nyní přijde ze strany energií, který bude pouze z části tlumen nižšími daněmi. Ceny u čerpacích stanic se zvyšují kvůli dražší ropě, ale v příštím roce zde čekáme mírné zlevnění, které ovšem bude tlumit silnější dolar. Umírněný vývoj naopak i nadále předpokládáme v případě cen potravin.

Jádrová inflace zatím stále zrychluje.

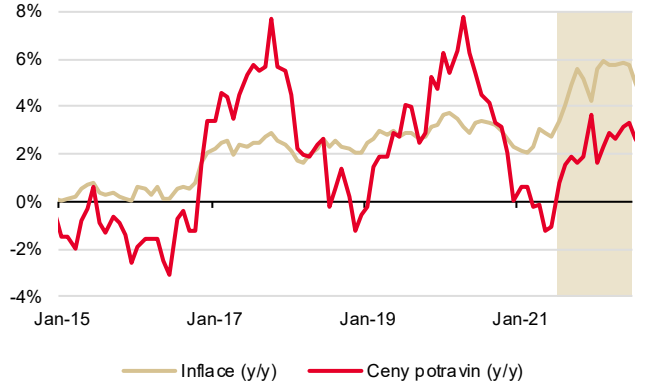
Meziroční růst spotřebitelských cen ve třetím čtvrtletí činil 4,1 % a překonal tak veškeré odhady. Důležité je, že došlo k mezičtvrtletnímu urychlení růstu jádrových cen, které nezahrnují volatilní položky potravin a energií. V meziročním srovnání se jádrová inflace posunula v září na 5,8 %. Stále platí, že část cenových nárůstů by měla být přechodného charakteru zejména v návaznosti na otevření služeb po jarním rozvolnění protipandemických opatření. Nicméně roste i počet důvodů, proč čekat naopak větší persistenci současných inflačních tlaků. Jedním z nich jsou prohlubující se problémy v subdodávkách do výroby, které vedou ke zdražování v průmyslu a ve stavebnictví. Meziroční růst cen průmyslových výrobců činil v září 10 %. U stavebních prací to bylo 6,8 % y/y a v případě stavebních materiálů dokonce 16,5 % y/y. Tento vývoj se z části a se zpožděním přenáší i do spotřebitelských cen. V letních údajích o inflaci ale převzaly roli cenového tahouna především náklady související s bydlením. Do nich mimo jiné významnou měrou vstupují tzv. imputované nájmy odvozené od vývoje cen nemovitostí a již zmíněných stavebních materiálů a prací. Náklady vlastnického bydlení letos silně rostou a k meziroční inflaci v září přispěly silnými cca 0,8 pb. Položky spotřebitelského koše související s bydlením mají obecně bohužel větší perzistenci a pro nejbližší měsíce jsou tak argumentem ve prospěch dalšího růstu cen. Očekáváme nadále, že jádrová inflace bude brzdit spíše pozvolna. V meziročním vyjádření na přelomu roku pravděpodobně uvidíme údaj blízko 6 %. **V příštím roce by k poklesu jádrové inflace mělo pomoci zmírňování dodavatelských výpadků, zpomalení růstu cen v zahraničí a utaženější domácí měnové podmínky.**

Meziroční inflace míří k 6 %



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

Růst cen potravin zrychlí, ale zůstane umírněný



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

Ve zbytku roku čekáme cenu ropy poblíž 80 USD/barel a v průběhu příštího roku její pokles pod tuto hladinu.

Cena ropy Brent během třetího čtvrtletí vzrostla nad 70 USD/barel a v říjnu pokračovala vzestupem nad 80 USD/barel. Zdražování u čerpacích stanic tak od počátku roku stále probíhá mírně vyšším tempem, než jsme čekali, a působí i nadále proinflačně. Srovnání

s loňským rokem je navíc zvýrazněno jejich vloni dosahovanými extrémně nízkými cenami. Oproti loňskému září tak zdražení u čerpacích stanic činilo přes 20 %. Předpokládáme, že se zvýšené ceny ropy udrží i ve zbytku roku a proinflační působení cen u benzinek prozatím přetrvá. Pro příští rok však již počítáme s postupným zlevněním ropy na světových trzích do pásma 75–73 USD/barel, a to v souvislosti se zvýšenou nabídkou a globálním zmírněním tlaku na růst cen energetických surovin. Působení cen u čerpacích stanic by tak v příštím roce mělo být mírně desinflační.

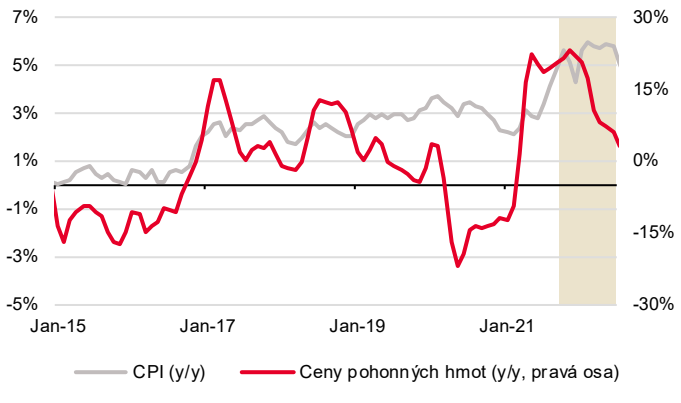
Ceny potravin ve třetím čtvrtletí rostly mírně nad odhady, přesto jejich vývoj zůstává v průměru utlumený. Za celý rok 2021 odhadujeme růst cen potravin o méně než 1 %. S ohledem na vývoj cen v zemědělství a zdražení energií očekáváme pro příští rok zrychlení růstu cen potravin směrem k 2 %, což je ve vztahu k ostatním položkám spotřebitelského koše velmi umírněný vývoj. Připomeňme, ale, že ceny potravin jsou výrazně proměnlivé.

Silný růst cen energií bude z části tlumen snižováním DPH.

Podstatnou položkou, která ovlivní cenový vývoj v krátkodobém (do jednoho roku) a případně i střednědobém horizontu, jsou regulované ceny energií. Této problematice se blíže věnujeme v boxu 2. Ceny elektřiny, plynu a tepla pro spotřebitele skokově porostou, a to především ve čtvrtém čtvrtletí tohoto a v prvním čtvrtletí příštího roku. Ve čtvrtém čtvrtletí bude cenový růst tlumen odpuštěním plateb DPH z energií za listopad a prosinec. Naopak začátkem roku počítáme s obnovením plateb DPH ovšem při snížené sazbě 10 %. V souhrnu to znamená, že celková inflace bude díky DPH nižší, avšak měnověpolitická inflace se bude na přelomu roku nacházet poblíž 6,5 % y/y. Nižší inflace z titulu nižší DPH tak pro ČNB neznamená důvod k menšímu navyšování úrokových sazeb, ba spíše naopak, kvůli většímu fiskálnímu impulsu. Je otázkou, do jaké míry bude nová prognóza ČNB počítat se změnami DPH. Námi odhadnutý koridor mezi měnověpolitickou a celkovou inflací ale naznačuje, kde by se inflace v závislosti na započtení regulovaných cen mohla v prognóze ČNB nacházet. Klíčový rozdíl nicméně pravděpodobně bude v náhledu na jádrovou inflaci, která představuje nadpoloviční většinu spotřebitelského koše.

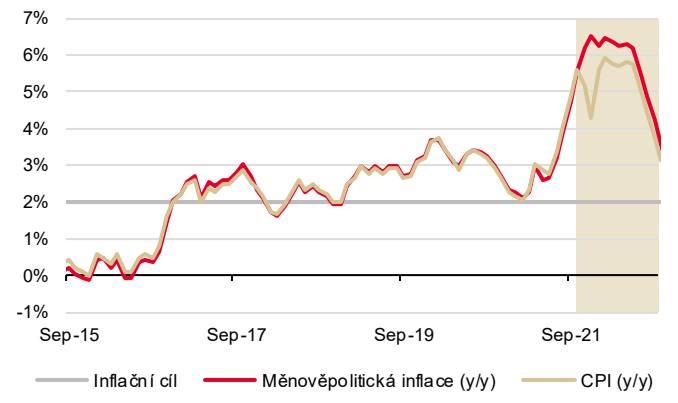
Proti nižší sazbě DPH z energií bude v příštím roce působit plánované opětovné zvýšení spotřebních daní z tabáku a alkoholu. V celoročním vyjádření by se nižší DPH a vyšší spotřební daně měly v naší prognóze z hlediska příspěvku do celkové meziroční inflace zhruba kompenzovat

Ceny u čerpacích stanic opět povyrostly



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

Měnověpolitická inflace se zvýší nad 6 %



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

V souhrnu očekáváme, že meziroční míra inflace bude vrcholit v období od začátku dubna až do května příštího roku úrovněmi blízko 6 %. Očekávané zmírnění cenových tlaků by mělo vést k výrazné desinflaci zejména ve druhé polovině příštího roku. Tou dobou se navíc její meziroční vyjádření setká s rostoucí srovnávací základnou z letoška a měli bychom tak

vidět její rychlý sestup ke 3 %. Návrat pod 3 % y/y ale čekáme až v průběhu roku 2023. Pro začátek roku 2023 navíc počítáme s opětovným nárůstem zdanění energií ze snížené sazby DPH ke standartním 21 %, což bude inflaci opět navyšovat.

Celkově odhadujeme, že inflace v průměru letos dosáhne 3,6 % a v příštím roce zrychlí na 4,8 %, přičemž jádrová inflace bude činit 5,0 % po letos odhadovaném tempu 4,3 %.

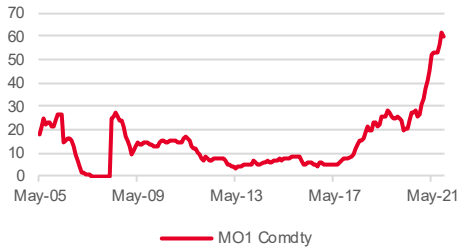
Box 2: Ceny energií na vzestupu

Tržní ceny elektřiny v letošním roce začaly výrazně růst. Sešlo se přitom několik vzájemně podporujících důvodů. Na začátku bylo politické rozhodnutí o stahování části emisních povolenek z trhu, což vedlo k růstu jejich ceny. Emisní povolenky mají přímou vazbu na tvorbu ceny energií. Zvyšování cen emisních povolenek pak bylo dále podpořeno vizí odklonu od „špinavé“ energie. To má za následek vypínání uhelnách a jaderných evropských elektráren. V roce 2022 má být například vypnuta poslední jaderná elektrárna v Německu a ani poslední vývoj na tomto záměru pravděpodobně nic nezmění. Současně z hlediska poptávky dochází k příklonu k elektrifikaci v dopravě a odklonu od spalovacích motorů, což je prozatím minoritní záležitost, ale trend je jasně vzestupný. Tyto veličiny a odklon od fosilních paliv jsou známé již několik let, a proto jsme již delší dobu v prognóze počítali s urychlením růstu cen energií. Pokles cen elektřiny v roce 2020 byl tak spíše nečekanou výjimkou související s rychlým příchodem koronavirové pandemie a s tím spojeným útlumem globální ekonomiky.

K výše uvedeným faktorům se letos přidaly další silné krátkodobé či střednědobé jevy. Tuhá zima na začátku roku 2021 vedla ke snížení evropských zásob zemního plynu (LNG) na 75 % průměru. Na jaře došlo ke skokovému oživení ekonomiky. To vedlo k růstu současné i očekávané poptávky po energiích, což navíc dále zvýšilo poptávku po povolenkách. Růst asijských ekonomik zejména Číny vedlo rovněž k růstu poptávky po energetických surovinách, ovšem i zde došlo na výpadky v dodávkách a růstu cen energetických surovin jako jsou LNG a uhlí. V případě Evropy pak došlo k omezení dodávek zemního plynu, a to jak ze Severního moře (z důvodů technických potíží), tak z Ruska z důvodů (geo)politických. K těmto faktorům se přidala i nízká letošní produkce větrných elektráren z důvodu málo větrného počasí. Vidina pokračujících potíží v dodávkách a riziko tuhé zimy představují mix, který dál vyhnal ceny energetických surovin.

Aby byla bouře na energetickém trhu opravdu dokonalá, můžeme dokonce pozorovat i silné zdražení komodity potřebné pro jadernou energii. Cena uranu, která nemá s výše uvedenými komoditami přímou souvislost, shodou okolností vzrostla také, a to z úrovní pod 30 USD/lb nad 45 USD/lb. S ohledem na zpoždění dopadu ceny uranu na ceny energií nelze v horizontu nejbližších dvou let čekat z tohoto titulu žádný dopad, nicméně za horizontem 3 let ukazuje tento faktor rovněž ve prospěch vyšších cen.

Cena emisních povolenek (EUR/MT)



Vývoj ceny elektřiny (EUR/MWh)

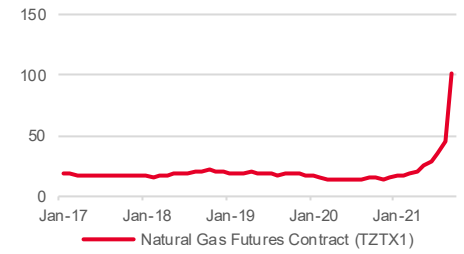


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Co lze čekat od dalšího vývoje? Výhled je při současné volatilitě cen značně nejistý. Pokud by vysoké ceny plynu měly přetrvat, budou se výše držet i ceny elektřiny. Navíc

náklady přechodu výroby energií z uhlí na plyn budou příliš vysoké, a tudíž se bude o to více udržovat právě výroba z uhlí. Ta má o přibližně o polovinu vyšší emise CO2, což implikuje tlak na ceny emisních povolenek. Ceny zemního plynu se na začátku října při signálech o možné dohodě ohledně Nord Stream 2 snížily ze 116 na 85 EUR/MWh. Právě dohoda o spuštění plynovodu severní cestou je významným faktorem, který má potenciál ceny plynu snížit a v horizontu měsíců, a tudíž i hlediska cenového vývoje v příštím roce má značnou šanci na realizaci. Tato jednání ale mohou trvat řádově několik měsíců, přičemž je před námi zimní období, kdy poptávka po plynu může v případě podprůměrných teplot snadno vzrůst nad odhady. Poptávka z asijských zemí v krátkodobém horizontu pravděpodobně také nepoleví. Počítáme tak s tím, že tržní cena plynu se v prvním čtvrtletí sníží na 70 EUR/MWH a v průběhu příštího roku dále klesne ke 40 EUR/MWH, tzn. na stále z historického pohledu nadprůměrné úrovně.

Vývoj ceny plynu (EUR/MWh)



Vývoj ceny uhlí (USD/MT)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

S tímto scénářem vývoje cen elektřiny na světovém trhu uvidíme i zdražení pro spotřebitele v ČR. Dopad bude postupný a částečný z několika důvodů. Za prvé koncovou cenu tvoří z mírně nadpoloviční části tržní cena a z druhé části náklady za distribuci, jejichž zdražení očekáváme relativně nízké poblíž 1 %. Dalším důvodem tlumící růst cen energií je fixace cen u části zákazníků. V případě největšího dodavatele elektřiny ČEZ činí podíl domácností se zafixovanou cenou zhruba jednu polovinu. Tento faktor způsobí opožděné zdražení v závislosti na tom, jak se bude cena elektřiny vyvíjet v dalších letech. U různých dodavatelů se ovšem budou ceny nyní výrazně lišit. ČEZ již oznámil, že od ledna počítá se zdražením elektřiny kolem 30 % a v případě plynu o polovinu až 2/3. Pražská plynárenská zveřejnila, že od listopadu zdraží plyn u části zákazníků v průměru o 25 procent. Skokovým nárůstem cen si projdou zákazníci, jejichž dodavatel energie zbankrotoval, jako například Bohemia Energy s počtem klientů 900 tisíc. S ohledem na krachy dalších menších společností bude počet takto postižených zákazníků celkově nad 1 mil., a ti jsou postupně od října nuceni přejít k jinému dodavateli, případně na omezenou dobu setrvat u tzv. dodavatele poslední instance. Zde ovšem budou platit současnou tržní cenu elektřiny a případně poplatky za přechod, což bude znamenat nárůst nákladů za energie v desítkách až stovkách procent. V reakci na prudké zdražení energií, které může silně zasáhnout jak domácnosti, tak firmy, přikročily evropské státy k různým formám úlev. My jsme v případě ČR počítali se snížením zdanění energií do snížené 10% sazby DPH od prosince. V průběhu října nicméně vláda oznámila odpuštění výběru DPH pro listopad a prosinec 2021 a o dalších krocích jedná. I nadále počítáme s tím, že pro příští rok bude pro energie platit snížená sazba DPH, a to až do jeho konce. **V průměru v tomto scénáři do konce roku 2022 čekáme zvýšení cen elektřiny pro spotřebitele o necelých 18 % a v případě plynu 21 %.** V návaznosti na ceny plynu porostou také ceny tepla v podobném rozsahu. Příspěvek regulovaných cen ke zvýšení meziroční inflace bude v našem scénáři od října do konce roku 2022 činit 1,2 pb, přičemž bez předpokládaného využití nižší sazby DPH by příspěvek činil cca 1,8 pb.

Rizika: Chybějící komponenty na prvním místě

Ačkoliv aktuální statistiky počtu nakažených opětovně silně rostou, domníváme se, že s očkováním významné části obyvatelstva (57 %) či přirozenou imunizací jsou rizika dalšího negativního vlivu pandemie na ekonomiku výrazně snížena. Hlavní námi vnímaná rizika zahrnují:

- **Potíže v subdodávkách do výroby.** Předpokládáme, že v průběhu příštího roku se budou zmírňovat problémy v dodávkách komponent a materiálů do výroby a jejich výraznější odeznění nastane až v polovině roku. Další zhoršení či zpoždění tohoto vývoje by negativně ovlivnilo výhled na ekonomiku a mohlo vést k vyšším cenovým tlakům a případně negativně dopadnout na českou korunu.

- **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 a mohlo by citelně omezit hospodářský růst. Další vlny pandemie by také mohly vést k potřebě opětovného uvolnění měnové politiky či alespoň jejímu menšímu zpřísňování a rovněž k větší fiskální expanzi.

- **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.

- **Cenový vývoj po pandemii.** Nadále předpokládáme, že současná globální inflační vlna je do určité 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 zvyšováním úrokových sazeb.

Klíčové makroekonomické ukazatele

	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	2020	2021	2022	2023	2024	2025
HDP a jeho struktura														
HDP (reálně, y/y, %)	-2,5	8,1	1,2	1,1	2,4	2,6	4,1	4,9	-5,8	1,9	3,5	4,0	2,5	2,2
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	-6,6	7,4	2,5	8,3	9,7	3,6	3,0	2,6	-7,1	2,7	4,6	2,2	2,1	2,3
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	3,6	3,1	2,7	-0,6	-0,1	-0,3	0,0	0,3	3,4	2,2	0,0	0,8	1,5	2,1
Fixní investice (reálně, y/y, %)	-4,3	1,5	4,7	6,5	7,0	4,7	6,0	6,9	-7,2	2,0	6,1	4,8	3,6	4,2
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	-0,9	0,0	-6,0	-8,3	-3,4	0,7	2,3	4,0	-0,5	-3,8	-0,6	3,4	0,3	0,0
Zásoby (příspěvek do y/y)	1,7	3,2	3,8	3,9	0,1	-0,3	-0,8	-1,8	-0,8	3,1	0,3	-1,2	0,0	-0,1
Měsíční data z reálné ekonomiky														
Zahraniční obchod (mld, CZK)	65	16	-12	-6	18	2	-1	4	180	63	23	125	133	133
Vývozy (nominálně, y/y, %)	11,2	40,8	11,2	-1,6	-1,2	-1,2	0,1	6,6	-5,7	13,7	1,0	5,1	3,6	2,5
Dovozy (nominálně, y/y, %)	8,2	40,4	20,2	7,6	3,9	0,2	-1,0	5,5	-6,9	18,0	2,1	2,5	3,5	2,6
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	3,2	29,9	0,4	0,3	2,8	3,0	5,7	6,4	-7,1	8,5	4,4	4,1	2,7	2,3
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	-5,6	3,4	0,7	2,7	-2,1	6,6	10,3	12,1	-5,1	0,3	9,1	8,8	5,0	2,7
Maloobchod (reálně, y/y, %)	-1,7	7,9	3,9	8,6	11,3	3,1	2,6	2,5	-0,6	4,7	4,9	3,7	4,1	3,2
Trh práce														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	3,3	11,3	4,7	3,6	4,0	3,8	4,3	5,1	3,1	5,7	4,3	5,3	5,5	5,6
Mzdy (reálně, y/y, %)	1,1	8,2	0,6	-1,4	-1,7	-2,0	0,0	1,6	0,0	2,1	-0,5	2,4	3,7	3,6
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	4,2	3,7	3,5	3,8	3,8	3,3	3,4	3,4	3,6	3,8	3,5	3,0	2,8	3,0
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	3,3	3,0	3,1	3,0	3,1	2,8	3,0	2,6	2,6	3,1	2,9	2,4	2,2	2,4
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	-1,4	-0,9	-0,8	0,7	1,0	1,1	1,4	0,4	-1,3	-0,6	1,0	0,6	0,2	-0,2
Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu														
Inflace (y/y, %)	2,2	2,9	4,1	5,1	5,8	5,9	4,2	3,5	3,2	3,6	4,8	2,8	1,7	2,0
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,0	0,2	0,2	-0,8	-0,3	-0,2	-0,2	0,8	0,0	-0,1	0,0	1,2	0,1	0,0
Jádrová inflace (y/y, %) (*)	3,3	3,3	4,8	5,7	6,0	6,1	4,5	3,3	3,4	4,3	5,0	2,1	2,0	2,2
Ceny potravin (y/y, %) (*)	0,3	-0,8	1,4	2,4	2,4	3,1	1,6	1,5	4,5	0,8	2,1	0,6	0,7	1,4
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*)	-7,2	19,5	19,4	20,0	16,1	7,7	2,9	1,7	-11,4	12,9	7,1	0,0	0,2	0,0
Regulované ceny (y/y, %) (*)	0,2	0,1	0,3	8,5	10,3	10,6	10,1	3,0	3,2	2,2	8,5	1,6	2,3	2,6
Ceny v průmyslu (y/y, %)	1,5	5,3	9,0	10,1	9,1	6,7	3,6	2,4	0,1	6,5	5,4	1,4	1,6	1,9
Finanční proměnné														
2W Repo (%, průměr)	0,3	0,3	0,7	1,8	2,6	3,0	3,0	3,0	0,8	0,8	2,9	2,6	2,5	2,5
3M PRIBOR (%, průměr)	0,4	0,4	1,0	2,2	2,9	3,2	3,2	3,2	0,9	1,0	3,0	2,7	2,7	2,7
CZK/EUR (průměr)	26,1	25,6	25,5	25,2	25,0	24,9	24,8	24,8	26,5	25,6	24,9	24,4	24,0	23,6
Vnější prostředí														
HDP v EMU (reálně, y/y, %)	-1,2	14,3	3,4	5,0	6,1	4,4	3,1	2,4	-6,5	5,0	4,0	2,0	1,7	1,5
HDP v Německu (reálně, y/y, %)	-3,1	9,4	1,9	2,0	5,4	4,8	3,8	3,6	-4,9	2,6	4,4	2,1	1,6	1,4
CPI v EMU (y/y, %)	1,1	1,8	2,7	3,0	1,9	1,8	1,2	1,3	0,3	2,2	1,6	1,3	1,4	1,5
Ropa Brent (USD/brl, průměr)	60,9	66,8	74,8	79,0	75,0	73,0	73,0	73,0	42,4	70,4	73,5	75,3	77,0	78,1
Euribor 1Y (%, průměr)	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	-0,3	0,2	0,7	0,9
USD/EUR (čtvrtletí eop, roky průměr)	1,20	1,20	1,18	1,18	1,16	1,14	1,12	1,14	1,14	1,19	1,14	1,18	1,22	1,24

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

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

ČNB Focus



Martin Gürtler
(420) 222 008 509
martin_gurtler@kb.cz

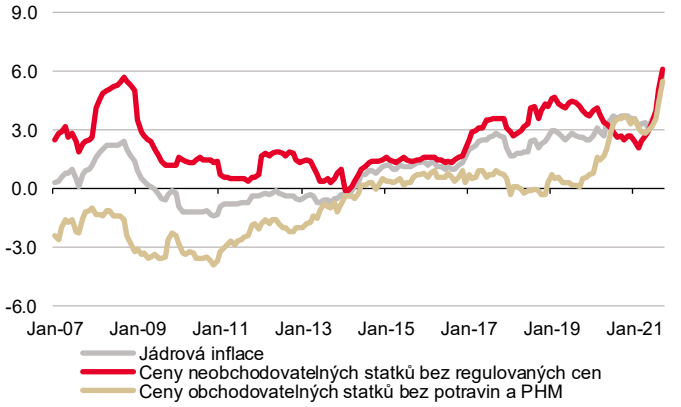
Centrální banka zvyšuje tempo zpřísňování měnové politiky

ČNB bude pravděpodobně pokračovat v rychlém tempu zvyšování úrokových sazeb. Na následujícím listopadovém zasedání očekáváme zvýšení repo sazby o dalších 50 bb, rizika jsou však vychýlena ve směru ještě vyššího vzestupu. Centrální banka tak zřejmě upřednostní boj s inflací, která podle nás vystoupá k 6 %, krize v automobilovém průmyslu a obnovené šíření koronaviru však může růst sazeb částečně brzdit. I tak čekáme, že úrokové sazby v prvním čtvrtletí roku 2022 vzrostou na 3 %. S ústupem aktuálně pozorovaných silných inflačních tlaků naše prognóza následně počítá s postupným snížením repo sazby na 2,5 % v průběhu první poloviny roku 2023.

ČNB v září významně urychlila zpřísňování měnové politiky, když překvapivě zvýšila repo sazbu o 75 bb. Reagovala tak na inflaci výrazně nad dvouprocentním cílem a na související nárůst inflačních očekávání.

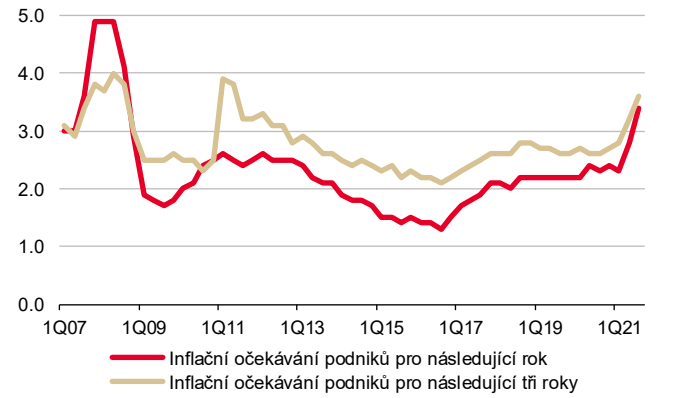
Zářijové zasedání České národní banky (ČNB) přineslo další zvýšení úrokových sazeb, a to o výrazných 75 bb, zatímco finanční trh počítal s 50 bb. Klíčová repo sazba tak vzrostla již na 1,5 %, když ještě na začátku června činila 0,25 %. Oproti dvěma předchozím zvýšením sazeb o standardních 25 bb, tak centrální banka na podzim významně urychlila tempo utahování tuzemské měnové politiky. Důvodem je inflace, která překvapila nad očekávání rychlým nárůstem, když se za poslední tři měsíce zvýšila o celé 2 pb a v září v meziročním srovnání dosahovala 4,9 %. To je nejvyšší hodnota od října 2008. ČNB přitom ve své srpnové prognóze očekávala zářijovou inflaci ve výši 3,2 %. Ještě více alarmujícím dojmem působí jádrová inflace, očištěná o vliv cen potravin, energií a administrativně usměrňovaných cen, která v září vyšplhala na meziročních 5,8 %. To je vůbec nejvyšší úroveň v historii konzistentní časové řady, kterou centrální banka uvádí od roku 2007.

Jádrová inflace v září vystoupala na rekordních 5,8 %, když rychle rostly jak ceny služeb, tak i zboží (%, y/y)



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

Inflační očekávání podniků se v posledním půl roce výrazně zvýšila až nad horní mez tolerančního pásma ČNB (%, y/y)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

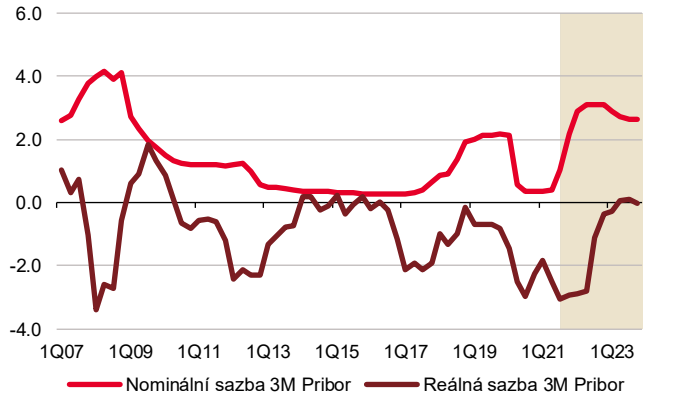
Rychlý růst spotřebitelských cen je v tuzemské ekonomice plošný a začíná se negativně projevovat ve vyšších inflačních očekáváních a v obavách ze zhoršení finanční situace. Skutečnost, že aktuální inflace v ČR není tažena pouze vybranými položkami spotřebního koše přímo souvisejícími s přetrvávajícími problémy v dodavatelských řetězcích dokazuje struktura jádrové inflace. V rámci té totiž rychlejší růst vykazují ceny neobchodovatelných statků, tedy v podstatě služeb. Zde byly v září ceny meziročně vyšší v průměru o 6,1 %. Z neobchodovatelných položek spotřebního koše došlo v září k meziměsíčnímu nárůstu u 72 % z nich a podíl těch, které zdražily o 1 % a více, byl 33 %. Podobně plošné bylo zdražování v oblasti služeb také v předchozích měsících. Ceny obchodovatelného zboží však významně nezaostávaly, když oproti loňsku zdražily o 5,5 %. Důležitější než samotná výše současné inflace, je však pro ČNB to, že dochází k nárůstu inflačních očekávání. Z posledního

statistického šetření centrální banky z letošního září mezi podnikovými manažery vyplývá, že ti v horizontu jednoho roku očekávají inflaci ve výši 3,4 % a v horizontu tří let pak dokonce ve výši 3,6 %. To je výrazně nad dvouprocentním cílem ČNB, a dokonce i nad tříprocentní horní hranicí jejího tolerančního pásma. Nepříznivý je rovněž setrvale rostoucí trend těchto očekávání. Průzkum ČSÚ pak ukazuje, že zdražování se obávají také spotřebitelé, což se negativně projevuje v jejich důvěře v ekonomiku. Ta v říjnu klesla na šestiměsíční minimum.

Úrokové sazby ČNB budou podle naší prognózy pokračovat v rychlém růstu a v prvním čtvrtletí příštího roku se již dostanou na 3 %. Inflace by se totiž měla i nadále zvyšovat, a to k 6 % y/y v první polovině příštího roku.

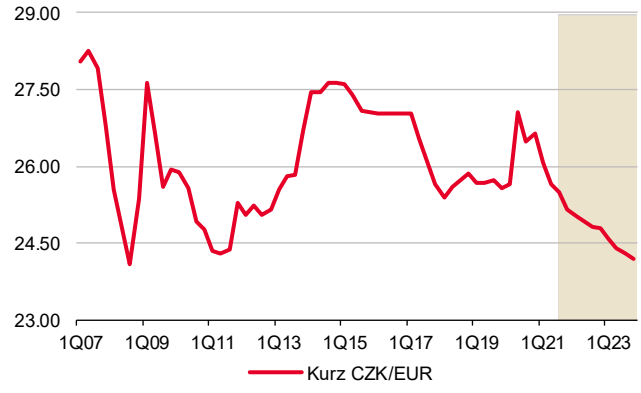
Ekonomika se bude ve zbytku roku zřejmě vyvíjet stagflačním směrem, ČNB však pravděpodobně upřednostní boj s inflací. Ke zhoršení výhledu ekonomiky pro druhou polovinu roku došlo zejména v důsledku přetrvávajících problémů s dodávkami výrobních vstupů v pro ČR důležitém automobilovém průmyslu. Řada producentů byla donucena omezit či úplně zastavit výrobu. Pro letošek jsme tudíž výrazně snížili naši prognózu celoročního růstu tuzemského HDP z 4,2 % na 1,9 %. ČNB v srpnové prognóze počítala s růstem o 3,5 %, dá se však očekávat, že v té nové bude její odhad také značně nižší. Prohlubující se rozdíl mezi poptávkou po automobilech a jejich nabídkou bude nejspíše tlačit jejich ceny dále směrem vzhůru, a to nejen u těch nových, ale i v případě ojetých. Krize ve výrobě automobilů tak bude mít i nadále proinflační charakter. ČNB, která má v zákoně jednoznačně definovaný mandát cenové stability a k němuž se hrdě hlásí, tak bude pravděpodobně pokračovat se zvyšováním úrokových sazeb. Inflace totiž podle nás ještě neřekla své poslední slovo a nadále bude docházet k jejímu růstu. Vrcholu by měla dosáhnout ve druhém čtvrtletí příštího roku, kdy ji očekáváme v průměru na 5,9 % y/y. Úrokové sazby jsou navíc stále zhruba na půli cesty ke své rovnovážné úrovni, která se podle centrální banky nachází v intervalu mezi 2,5 % až 3 %. Reálné sazby pak v důsledku vysoké inflace zůstanou minimálně do konce příštího roku záporné. Vliv na rozhodování centrální banky může mít i fakt, že pomoc ve formě kompenzace části mzdových nákladů automobilovému sektoru nedávno schválila česká vláda.

Úrokové sazby se podle nás dostanou začátkem příštího roku na 3 %, v reálném vyjádření však zůstanou nadále záporné (%)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekáváme, že dojde k obnovení posilování české koruny, která by se v příštím roce měla dostat pod 25 CZK/EUR



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Klíčová dvoutýdenní repo sazba podle naší prognózy vzroste do konce letošního roku na 2,25 % a v prvním čtvrtletí roku příštího by už měla dosáhnout 3 %. Předpokládáme tak, že ČNB bude pokračovat v rychlém tempu utahování měnové politiky. Na následujícím listopadovém zasedání čekáme její zvýšení o 50 bb, rizika jsou však vychýlena ve směru ještě výraznějšího nárůstu, na což může působit i přerušené posilování české koruny. Ke zvýšení o půl procentního bodu se přikláníme z důvodu zvýšené nejistoty spojené s útlumem v automobilovém průmyslu a s obnoveným šířením koronaviru. V prosinci pak podle nás repo sazba vzroste o standardních 25 bb. Ke konci roku na finančním trhu převládá nižší objem likvidity a bankovní rada navíc z důvodu dřívějšího termínu jednání kvůli vánočním svátkům nebude mít k dispozici obvyklou sadu informací o vývoji ekonomiky. V únoru však již opět počítáme se zvýšením o 50 bb. Začátkem příštího roku se totiž v inflaci v plném rozsahu

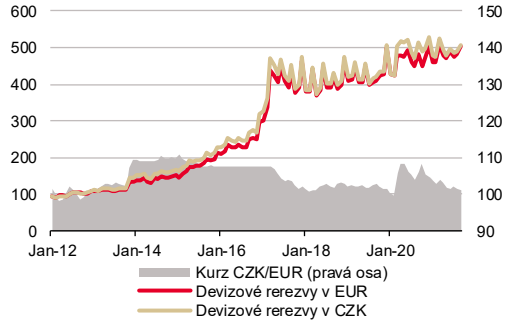
projeví zdražení energií a výraznější může být i obvyklý efekt lednového přecenění u velkého počtu položek spotřebního koše. Cyklus zvyšování úrokových sazeb podle naší prognózy centrální banka završí v březnu, kdy předpovídáme nárůst repo sazby o 25 bb. S ohledem na dynamický vývoj inflace v posledních měsících nicméně nemůžeme vyloučit, že úrokové sazby nakonec půjdou nad 3 %. V první polovině roku 2023 na druhou stranu naše prognóza zahrnuje postupný pokles repo sazby na 2,5 %, a to vlivem očekávaného ústupu silných inflačních tlaků. Na nižší úrokové sazby v roce 2023 může působit i vývoj fiskální politiky, když vítězové parlamentních voleb deklarují odhodlání oproti současnému plánu Ministerstva financí rychleji konsolidovat veřejné finance. V příštím roce významné změny v dosavadním charakteru uvolněné fiskální politiky očekávat nelze.

Box 3: Vysoký stav devizových rezerv ČNB a jeho možný dopad na budoucí vývoj kurzu české koruny

Devizové rezervy České národní banky (ČNB) v době jejího kurzového závazku platného od listopadu 2013 do dubna 2017 výrazně vzrostly. Centrální banka totiž prostřednictvím nákupů eur uměle oslabovala českou korunu, když její kurz nenechala posílit pod hranici 27 CZK/EUR. Důvodem byly silné dezinflační tendence, či dokonce hrozba deflace, spojené s útlumem ekonomiky, proti kterým ČNB již nemohla bojovat pomocí standardního snížení měnově-politických úrokových sazeb. Ty totiž koncem roku 2012 dosáhly technické nuly, která v případě základní repo sazby činila 0,05 %, a na řadu tak přišel nekonvenční nástroj ve formě devizových intervencí.

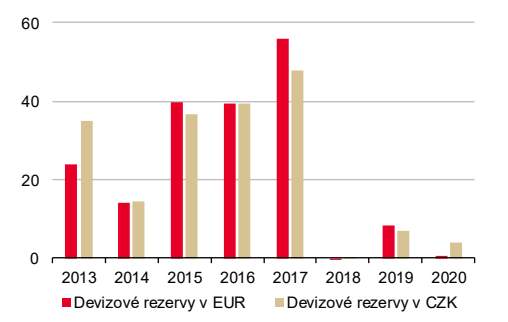
Po počátečním oslabení koruny o zhruba 5 % stačil ČNB z velké části pouze slovní závazek, přibližně od poloviny roku 2015 však byla donucena opět aktivněji vstoupit na devizový trh a intervenovat proti posilující koruně. To je vidět z níže uvedených grafů vývoje devizových rezerv. Ty konkrétně zachycují jejich objem v tzv. konvertibilních měnách (v bilanci centrální banky převažují aktiva denominovaná v eurech), tedy bez zohlednění stavu rezervních prostředků u Mezinárodního měnového fondu, rezerv ve formě zlata a dalších z hlediska důležitosti spíše okrajových položek celkových devizových rezerv. V září letošního roku činil podíl rezerv v konvertibilních měnách na celkovém objemu tuzemských devizových rezerv cca 90 %. Zatímco v letech 2013 a 2014 rostly devizové rezervy v eurech meziročními tempy poblíž 20 % (rychlejší růst rezerv v korunách v roce 2013 přesahující 30 % byl dán silnou reakcí finančních trhů na kurzový závazek ČNB), v roce 2015 a 2016 jejich růst zrychlil ke 40 % a v roce 2017 pak dokonce nad 50 %. Výrazný nárůst tempa nákupu deviz centrální bankou na začátku roku 2017 souvisel se spekulacemi finančního trhu na konec kurzového závazku. Objem devizových rezerv v konvertibilních měnách se za celou dobu kurzového závazku zečtyřnásobil.

Devizové rezervy nyní dosahují asi pětinásobku hodnoty z roku 2012 (průměr 2012 = 100)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Nejrychleji rostly devizové rezervy mezi roky 2015-2017 (údaje ke konci roku, %, y/y)

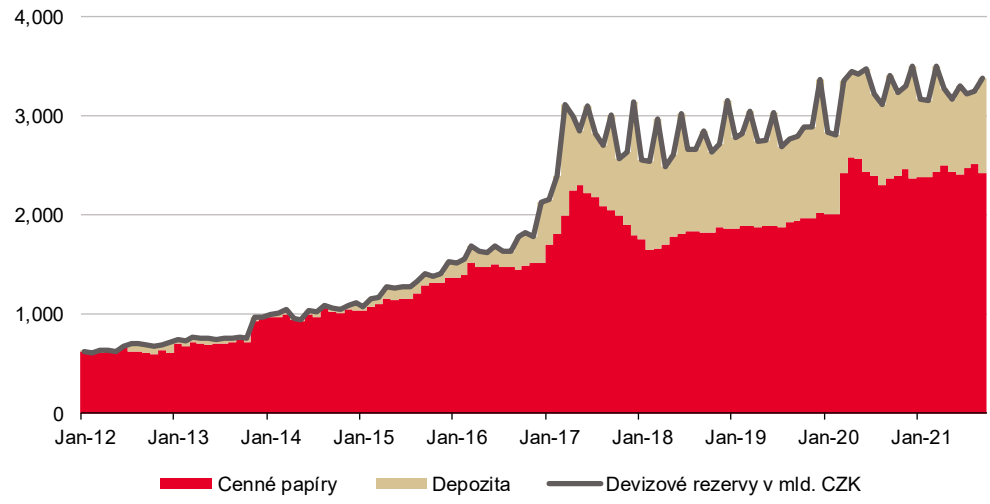


Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

S odezněním nejsilnějších dopadů koronavirové pandemie se ČNB rozhodla po devíti letech obnovit odprodej části výnosů z devizových rezerv s účinností od ledna 2022.

Centrální banka již v minulosti program odprodejů devizových rezerv měla, před spuštěním kurzového závazku ho však ukončila. Jeho hlavním smyslem bylo zpomalit růst rezerv z důvodu jejich výnosu. Objem rezerv v bilanci centrální banky se totiž stále zvyšuje, a to i přesto, že k intervencím na devizovém trhu už nedochází. Za roky 2019 a 2020 se jejich objem zvýšil v souhrnu o dalších přibližně 10 % a podle posledních dostupných údajů za září letošního roku vyšplhal na zhruba 3,4 bil. CZK (necelých 60 % nominálního HDP za rok 2020), což byl již pětinásobek roku 2012. Důvodem jsou především kapitálové zisky a také běžné výnosy ve formě dividend a kupónů plynoucí centrální bance z držby finančních aktiv. Od října 2017 se totiž ČNB rozhodla rozdělit devizové rezervy na dvě části, spočívající v tzv. likviditní a investiční tranši. Zatímco devizové prostředky v likviditní tranši slouží ke standardním měnově-politickým účelům (především k případným korekcím měnového kurzu, či ke krytí nedostatku deviz v ČR) a zahrnují krátkodobé instrumenty peněžního trhu (nadpoloviční podíl tvoří cizoměnová depozita u zahraničních centrálních bank), ty v investiční tranši se centrální banka rozhodla investovat na kapitálových trzích (zejména do státních dluhopisů a z části také do akciových indexů) za účelem realizace zisku. Tržní hodnota likviditní tranše představovala ke konci loňského roku 36 % celkové hodnoty devizových rezerv, zbytek připadal na tranši investiční (podíl investiční tranše se přitom v průběhu času zvyšuje, když v říjnu 2017 byl poměr obou tranší 1:1). Z hlediska výnosu nesla likviditní tranše v roce 2020 záporný průměrný úrok ve výši -0,33 % p.a., když 80 % těchto finančních prostředků bylo alokováno na eurovém peněžním trhu. Investiční tranše nesla na druhou stranu průměrný kladný výnos 4,79 %, díky kapitálovým ziskům z dluhopisových a akciových portfolií (akcie tvořily 20 % investiční tranše, zbytek připadal na dluhopisy). K tvorbě devizových rezerv však dochází také v důsledku konverze finančních prostředků při čerpání fondů EU, kterou ČNB pro český stát provádí. V tomto ohledu lze pravděpodobně čekat v následujících letech významný příspěvek.

Nárůst hodnoty devizových rezerv ČNB v posledních zhruba dvou letech souvisel s kapitálovými zisky z držby dluhopisových a akciových portfolií (mld. CZK)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ve vztahu k odprodeji části devizových rezerv se aktuálně hovoří pouze o prodeji výnosů z držby devizových rezerv, stejně jako tomu bylo v minulosti. To jsou výše zmíněné výnosy z držby dluhopisových a akciových portfolií, které při celkovém objemu 3,5 bil. CZK devizových rezerv v konvertibilních měnách ke konci roku 2020, při podílu investiční tranše ve výši 64 % a průměrném výnosu 4,79 % p.a., činily za celý loňský rok přibližně 100 mld. CZK. To je ve srovnání s hodnotou obchodů na korunovém trhu poměrně nízká částka. Denní objem obchodů s korunou se totiž jen na spotovém trhu pohybuje v rozmezí od 300 do 700 mil. EUR, což při současném kurzu poblíž 25,40 CZK/EUR činí 7,6 až 17,8 mld. CZK. Zmíněný roční výnos ve výši 100 mld. CZK navíc zahrnuje jak kapitálové zisky,

tak i běžné výnosy z kupónů a dividend, když údaje pro jednotlivé skupiny výnosů nejsou k dispozici. V případě, že by centrální banka prodávala pouze devizy plynoucí z běžných výnosů, byl by dopad na korunový trh ještě výrazně nižší. Především kapitálové zisky z dluhopisového portfolia přispěly k účetnímu zisku centrální banky v loňském roce ve výši 91,7 mld. CZK. Kladný hospodářský výsledek roku 2020 sloužil k úhradě části kumulované ztráty z předchozích let, která se tak snížila na -37,5 mld. CZK.

Rozpouštění vysokého a nadále rostoucího stavu devizových rezerv ČNB může v následujících letech přispět k rychlejšímu posilování české koruny, je však stále spojeno s řadou otázek. Zatím to vypadá, že centrální banka zřejmě nebude chtít použít kurz koruny jako nástroj pro utažení měnové politiky, ač by to v aktuální situaci vysokého podílu dovážené inflace nemuselo být z faktického úhlu pohledu úplně od věci. Tempo snižování stavu devizových rezerv by tak bylo pravděpodobně velmi pozvolné, aby nedošlo k významným výkyvům kurzu koruny. Ve vztahu k odprodeji devizových rezerv je také otázkou, zdali centrální banka nebude chtít zároveň plně vyrovnat výše zmíněnou ztrátu z předchozích let, což by velikost odprodejů snižovalo. A nakonec, vzhledem k rostoucím tržním úrokovým sazbám a významné alokaci investiční tranše do dluhopisových instrumentů, se pravděpodobně značně sníží zisky plynoucí z držby těchto aktiv. Ty bude v korunovém vyjádření snižovat i obnovené posilování české koruny. Zároveň nepředpokládáme, že by ČNB prodávala výnosy z předchozích let, které již zřejmě na kapitálovém trhu reinvestovala. Ač tedy k nějakým tlakům na silnější korunu z titulu odprodeje devizových rezerv ČNB může v budoucnu dojít, a to i vlivem psychologického efektu přítomnosti centrální banky na devizovém trhu, tento vliv pravděpodobně nebude nikterak silný.

Martin Gürtler
+420 222 008 509
martin_gurtler@kb.cz

Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy



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

Vrchol se blíží pomalu, ale jistě

Tržní sazby zažily během posledních měsíců raketový růst a snadno překonaly předcovidová maxima. Krátký konec křivky podle nás má stále prostor růst. Hlavní potenciál však vidíme na jejím delším konci. Ten výrazně podceňuje normalizaci měnové politiky, a naopak nadhodnocuje ochotu centrální banky tak rychle opět snižovat sazby. Podmínky zajištění se s růstem sazeb výrazně zhoršily. Příležitost nabízí alespoň inverze celé křivky. Státní dluhopisy výrazně zdražily vůči IRS vlivem nízké nabídky a přetrvávající silné poptávky. Do konce roku zůstane nabídka mizivá a vrátí se na trh až se začátkem příštího roku. Celkové výpůjční potřeby však ve srovnání s letoškem budou v příštím roce významně nižší.

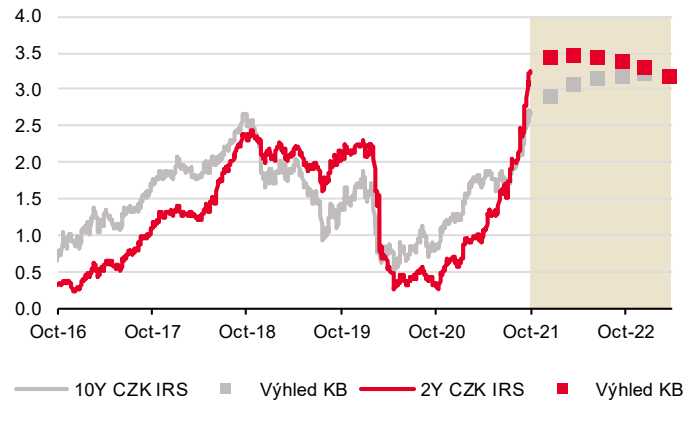
Trh českých sazeb IRS: Skokové překonání předcovidových maxim

ČNB svou agresivní měnovou politikou vystřelila IRS křivku vysoko nad předcovidová maxima. Očekáváme další růst sazeb zejména na delším konci křivky. Inverze křivky přetrvá minimálně po celý příští rok do prvního snížení úrokových sazeb ČNB.

Tržní úrokové sazby zaznamenaly ve třetím čtvrtletí raketový růst. Překvapivé zrychlení inflace a reakce centrální banky katapultovaly tržní očekávání dalšího vývoje měnové politiky vysoko nad předcovidová maxima. Krátký konec křivky tak vyskočil jenom od začátku července o 140-200 bb, zatímco dlouhý konec „pouze“ o 75-100 bb. Navzdory našim očekáváním se tak celá křivka ještě více invertovala a v současnosti se nachází na nových rekordech záporného sklonu a nedaleko úrovní z doby před covidem.

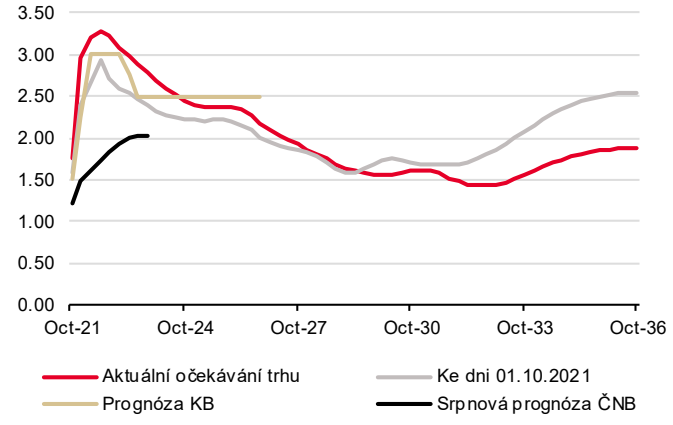
Finanční trhy v současnosti očekávají vrchol zvyšování úrokových sazeb ČNB na úrovni 3,25 % pro dvoutýdenní repo sazbu v horizontu 6-9 měsíců. Následně by však sazby měly jít ze svých vrcholů velmi rychle dolů. Již na začátku roku 2023 bychom podle současných očekávání měli vidět první snížení sazeb následované prudkým uvolňováním měnových podmínek. V porovnání s trhem tak vidíme obdobnou trajektorii vývoje základní úrokové sazby ČNB včetně jejího vrcholu v příštím roce. V delším horizontu však neočekáváme tak razantní snižování sazeb centrální banky.

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 následující měsíce očekáváme, že finanční trhy budou přestřelovat svá očekávání ohledně vrcholu pro úrokové sazby ČNB i díky silné jestřábí komunikaci centrálních bankéřů a vyznění nové prognózy. Proto i přes rekordně vysoké úrovně krátkého konce vidíme stále prostor pro jeho další růst. Nicméně hlavní potenciál spatřujeme v delších splatnostech za horizontem vrcholu zvyšování úrokových sazeb ČNB. Delší konec křivky totiž podle nás stále podceňuje normalizaci měnové politiky, a naopak nadhodnocuje ochotu centrálních

bankéřů takto rychle opět snižovat úrokové sazby. Pro takový scénář v současnosti nevidíme v ekonomice důvody.

Na druhou stranu jsme vzhledem k překvapivě agresivní politice ČNB, a naopak pomalejšímu růstu dolarových a eurových sazeb oproti naší předchozí prognóze **museli přehodnotit naše očekávání návratu tvaru křivky z inverzního zpět k rostoucímu tvaru.** Nově předpokládáme, že tento tvar si křivka udrží minimálně po celý příští rok. K normalizaci by ji však měl pomoci signál ke snižování úrokových sazeb ČNB, který by přinesl i pokles kratšího konce křivky na konci příštího roku.

Výhled pro CZK IRS (%, konec období)

	Q4 21f	Q1 22f	Q2 22f	Q3 22f	Q4 22f
2Y	3,45	3,45	3,45	3,40	3,30
5Y	3,25	3,35	3,40	3,35	3,35
10Y	2,90	3,05	3,15	3,20	3,25

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prohloubení inverze křivky jako příležitost k zajištění

Vzhledem k výraznému nárůstu IRS křivky během posledních měsíců se podmínky zajištění úrokového rizika razantně zhoršily a prozatím nevidíme příliš možností k významnějšímu poklesu ze současných úrovní. **První příležitostí by však mohlo být listopadové zasedání ČNB, které by mohlo zklamat očekávání finančních trhů.** V případě, že by centrální banka rozhodla o zvýšení základní sazby „pouze“ o 50 bb, tak jak s tím počítá naše prognóza, bylo by to pro trhy zklamání. Pravděpodobně bychom viděli krátkodobé opadnutí tržních sazeb ze současných maxim, které by bylo možné využít pro dosažení lepších úrovní k zajištění. Navíc se od naší poslední prognózy výrazně prohloubila inverze celé IRS křivky, což zlepšuje podmínky na forwardovém trhu, respektive využití úrokového zajištění s odloženým začátkem. Pomocí tohoto nástroje tak lze z výsledné ceny zajištění odříznout závratně vysoké úrovně nejbližších splatností a benefitovat z nižšího dlouhého konce křivky.

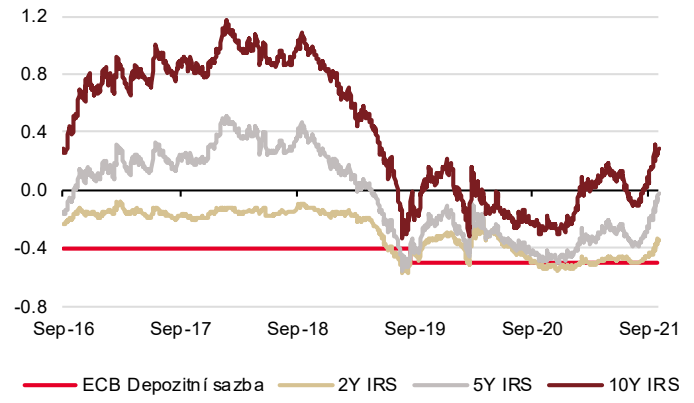
Výrazně lepší podmínky zajištění úrokového rizika nabízí eurový trh. Ten je stále teprve na začátku příběhu, kterým si prošel korunový trh v letošním roce. Nicméně v posledních týdnech se i zde daly sazby do pohybu a v delších splatnostech se již dostávají na nová maxima. Finanční trhy v současnosti očekávají ve svých cenách návrat euriboru do kladných hodnot již na přelomu let 2023 a 2024. Navíc očekáváme, že eurové IRS dále porostou s blížícím se oznámením konce nákupů finančních aktiv ze strany ECB v rámci protipandemického programu. Více k naší prognóze vývoje měnové politiky ECB v kapitole *Vnější prostředí*. Podmínky pro zajištění úrokového rizika se tak budou v následujících měsících dále zhoršovat.

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

Forward \ Maturita	6M	1Y	18M	2Y	3Y	5Y	10Y
Spot	2.68	3.14	3.15	3.25	3.20	3.07	2.72
3M	3.39	3.49	3.49	3.45	3.32	3.13	2.74
6M	3.55	3.55	3.53	3.43	3.29	3.10	2.71
9M	3.53	3.54	3.45	3.37	3.24	3.05	2.68
1Y	3.49	3.52	3.37	3.31	3.18	3.00	2.64
18M	3.49	3.31	3.23	3.16	3.06	2.89	2.57
2Y	3.07	3.10	3.03	3.01	2.93	2.78	2.50
3Y	2.90	2.92	2.86	2.84	2.78	2.60	2.43

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ke dni 22. 10. 2021

Eurové sazby se odpoutávají ode dna (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Nabídka CZGB zůstane do konce roku velmi nízká

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

Lepší vývoj státního rozpočtu oproti očekáváním Ministerstva financí dovolil v posledních měsících v souladu s naší prognózou stlačit nabídku CZGB téměř na nulu, což mělo za následek pomalejší růst výnosů a zdražení dluhopisů vůči IRS křivce. Tomu napomohlo i vyšší čerpání rozpočtové rezervy oproti naší předchozí prognóze a financování na peněžním trhu. Velmi nízkou nabídku očekáváme i ve zbytku roku. Podle našich výpočtů Ministerstvo financí již pokrylo všechny letošní splatnosti státních dluhopisů, pokladničních poukázek a dalších závazků a o nabídce ve zbytku roku tak rozhodne pouze výsledek státního rozpočtu. **I nadále předpokládáme letos deficit 400 mld. CZK (více v kapitole *Fiskální politika*), což by znamenalo dodatečnou potřebu financování 56,8 mld. CZK.** K tomu by podle nás mohly stačit pouze tři dodatečné aukce státních dluhopisů zhruba po 15 mld. CZK a jedna aukce pokladničních poukázek se splatností přes konec roku. Navíc vidíme reálné riziko, že by deficit státního rozpočtu mohl být i o pár miliard nižší, což by ještě více snížilo dodatečnou nabídku CZGB.

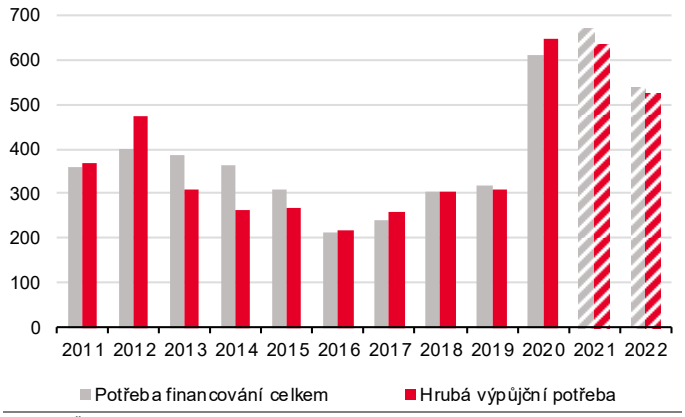
Potřeba a zdroje financování (v mld. CZK)

	2022	
	MinFin	**KB**
Saldo státního rozpočtu	390,0	300,0
Převod a další operace finančních aktiv státu	0,0	0,0
Splátky státních dluhopisů v domácí měně	165,8	155,9
Splátky státních dluhopisů v cizí měně	74,3	70,2
Splátky a předčasné splátky spořících dluhopisů	0,0	0,0
Splátky instrument peněžního trhu	0,0	10,0
Splátky pokladničních poukázek		10,0
Splátky ostatních nástrojů peněžního trhu		0,0
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	3,2	3,2
Potřeba financování celkem	**633,3**	**539,3**
Nástroje peněžního trhu		27,1
Pokladniční poukázky		10,0
Ostatní nástroje peněžního trhu		17,1
Hrubá emise CZGB v domácí měně		411,4
Hrubá emise CZGB v cizí měně		70,2
Hrubá emise eurobondů		0,0
Hrubá emise spořících dluhopisů		10,0
Přijaté zápůjčky a úvěry (vč. EUR)		3,2
Operace finančních aktiv a řízení likvidity		17,4
Zdroje financování celkem		**539,3**
Hrubá výpůjční potřeba		**521,9**
Čistá emise CZGB		**255,5**

Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

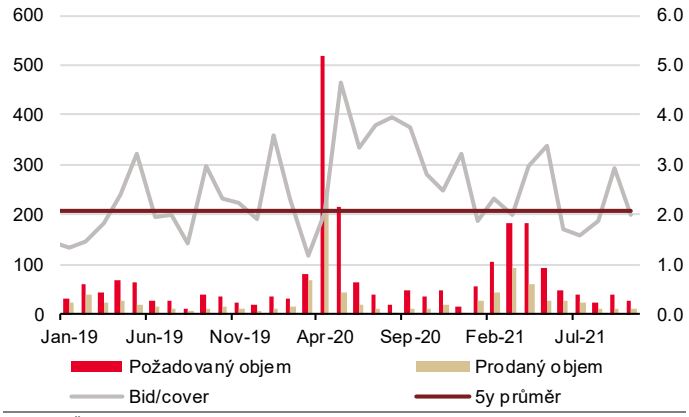
Očekáváme, že Ministerstvo financí bude i ve zbytku roku dále aktivní na sekundárním trhu, a ještě o pár miliard sníží skrze switchové operace výpůjční potřeby pro rok 2022 a 2023. Prozatím však předpokládáme, že potřeba financování pro příští rok dosáhne 539,3 mld. CZK (8,8 % HDP), což by znamenalo významný pokles oproti letošním 668,4 mld. CZK (11,0 % HDP). Začátkem nového roku by se však měla vrátit tradiční nabídka do primárních aukcí, což by mělo uvolnit tlak na drahé státní dluhopisy vůči IRS křivce.

Potřeba financování (mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Primární trh CZGB (mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prognóza výnosů CZGB (konec období)

	Q4 21f	Q1 22f	Q2 22f	Q3 22f	Q4 22f
Výnos 2Y CZGB (%)	2,85	2,90	2,95	2,70	2,55
Výnos 5Y CZGB (%)	2,80	2,85	2,95	2,80	2,75
Výnos 10Y CZGB (%)	2,80	3,00	3,10	3,05	3,05
10Y CZGB ASW (bb)	-12	-8	-8	-15	-18

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vrchol výnosů CZGB očekáváme v první polovině příštího roku

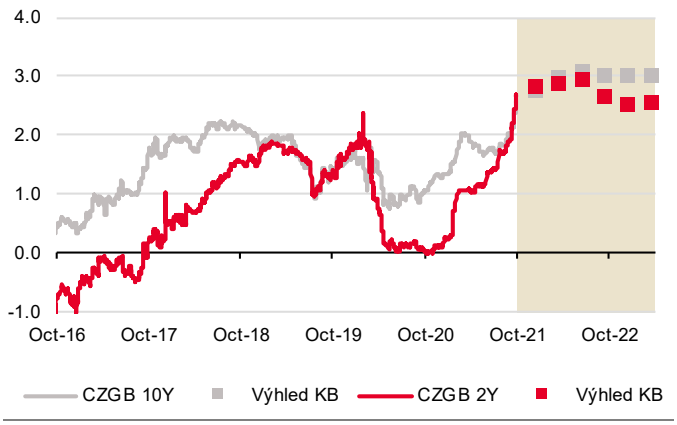
Výnosy státních dluhopisů, obdobně jako IRS, od poloviny tohoto roku raketově vzrostly. V kratších splatnostech zhruba v rozsahu 130-160 bb, zatímco dlouhý konec křivky přibližně o 85 bb. Vzhledem k velmi nízké nabídce CZGB a přetrvávající silné poptávce však nárůst nebyl takový jako v případě IRS křivky a CZGB výrazně zdražily v ASW vyjádření. V polovině října tak ve většině splatnostech dosáhla úroveň asset spreadů několikaletých rekordů. V posledních dnech bylo vidět na trhu částečné uvolnění s tím, jak výnosy státních dluhopisů doběhly rekordní úrovně úrokových swapů. Nicméně očekáváme, že v následujících týdnech opět dojde k utahování ASW díky téměř mizivé nabídce v primárních aukcích a pro někoho možná překvapivě nízkému výslednému schodku státního rozpočtu. **Výnosy státních dluhopisů tak porostou i nadále pomalejším tempem než IRS. Pro první polovinu příštího roku očekáváme jejich vrchol jak v nominálním, tak i relativním vyjádření v ASW.** V druhé polovině bychom pak měli být svědky první známky poklesu výnosů a zdražování CZGB díky poklesu IRS a sezónně nižší nabídce ze strany Ministerstva financí.

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	
Fitch	AA-	STABLE	AA-	STABLE	10. 12. 2021

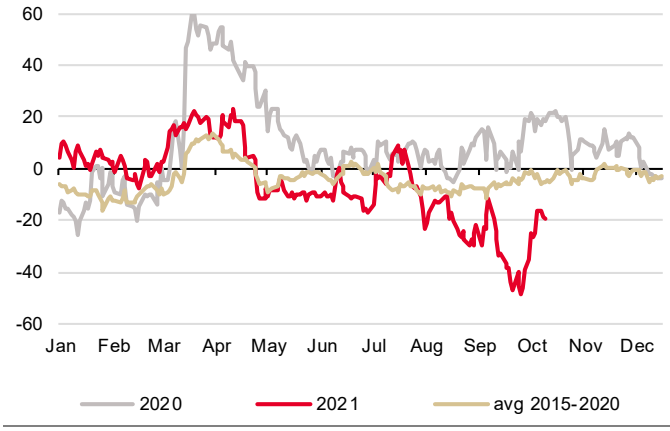
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prognóza výnosů CZGB (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

10y CZGB ASW (bp)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

GBI-EM se rozrostl o tři české dluhopisy a další přidávání nelze vyloučit

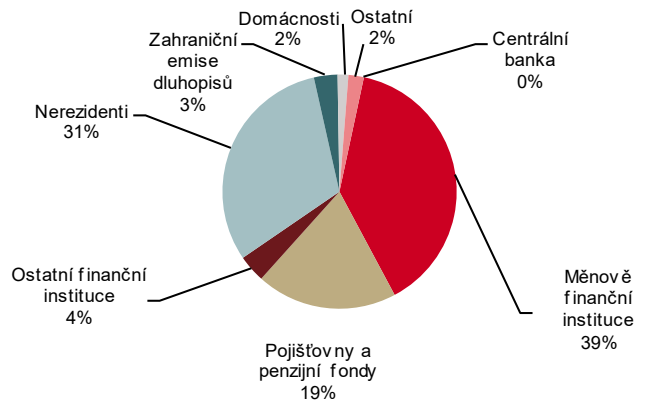
Od začátku roku byly přidány do GBI-EM indexu tři české dluhopisy *CZGB 1,25 % Feb-25*, *CZGB 1,75 % Jun-32* a před pár dny nově *CZGB 1,50 % Apr-40*. Tím se podle našich očekávání vyrovnala podváženost počtu emisí českých státních dluhopisů v indexu ve srovnání s ostatními zeměmi v regionu. Na druhou stranu další zařazení nelze vyloučit. **V tuto chvíli se však seznam dalších kandidátů zúžil pouze na *CZGB 0,00% Dec-24*.** S nárůstem emitovaného objemu se kvalifikuje na zařazení i *CZGB 1,95 % Jul-37*, nicméně zbylé ostatní nevyhovují kritériu indexu a vzhledem k současnému složení vidíme větší šance spíše pro kratší splatnosti. Na druhou stranu prvním dluhopisem, který opustí index, bude *CZGB 4,7 % Sep-22*. K oznámení podle nás dojde v lednu nebo únoru 2022.

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	0.3	0.0	6%	2.02	11	95	-0.43	-31	12	38	-55		5	0.5	2	10.7	19	-28.2	20
0.10 Apr-22	0.5	0.0	100%	2.20	20	95	-0.64	-49	6	-22	-65		-29	-0.2	7	-4.6	3	11.9	1
4.70 Sep-22	0.9	0.0	100%	2.21	13	81	-1.00	-86	12	1	-104		-65	-0.3	12	2.2	12	6.1	4
0.45 Oct-23	1.9	0.0	80%	2.54	24	78	-0.69	-74	6	-9	-92		-26	-1.1	19	-12.4	1	8.9	2
5.70 May-24	2.4	0.0	100%	2.49	20	75	-0.65	-82	6	-6	-96		-40	-1.1	20	-0.9	8	6.4	3
0.00 Dec-24	3.1	0.0	34%	2.51	24	69	-0.48	-67	8	-9	-83		-21	-1.1	18	2.4	14	5.3	7
1.25 Feb-25	3.1	0.0	100%	2.59	20	70	-0.38	-56	6	-2	-76		-21	-0.6	17	-4.0	4	5.7	6
2.40 Sep-25	3.7	0.0	76%	2.61	21	69	-0.26	-50	6	0	-73		-18	-0.4	15	-2.1	6	4.7	8
1.00 Jun-26	4.4	0.0	100%	2.61	21	69	-0.12	-46	8	-1	-72		-12	-0.4	16	0.9	10	3.5	9
0.25 Feb-27	5.1	0.0	83%	2.60	20	66	-0.03	-41	6	0	-64		-10	-0.3	11	3.5	16	2.7	11
2.50 Aug-28	6.2	5.0	94%	2.59	19	64	0.14	-34	9	2	-61		-1	-0.2	8	4.3	17	1.3	13
2.75 Jul-29	6.9	4.1	83%	2.59	18	63	0.25	-29	7	-2	-57		3	-0.3	9	2.2	13	0.9	14
0.05 Nov-29	7.9	1.4	57%	2.57	17	62	0.28	-25	6	-1	-49		6	-0.3	13	3.0	15	0.6	15
0.95 May-30	8.0	0.0	100%	2.57	17	61	0.33	-24	6	-1	-50		9	-0.3	14	1.3	11	0.5	17
1.20 Mar-31	8.6	0.0	100%	2.55	14	58	0.41	-17	7	3	-46		10	0.0	6	-0.1	9	0.3	18
1.75 Jun-32	9.4	17.8	50%	2.53	15	58	0.51	-17	7	4	-47		8	0.1	3	-1.7	7	0.2	19
2.00 Oct-33	10.4	5.4	100%	2.54	11	54	0.65	-13	6	5	-45		17	0.0	5	-6.5	2	0.5	16
4.20 Dec-36	11.2	3.0	100%	2.57	11	51	0.85	-12	5	8	-48		21	0.0	4	-2.7	5	2.4	12
1.95 Jul-37	*13.2	5.1	10%	2.55	15	50	0.82	-7	6	9	-44		-3	1.3	1	4.4	18	2.9	10
1.50 Apr-40	15.5	3.7	40%	2.58	10	43	0.91	2	4	3	-26		33	-0.3	10	42.1	20	6.1	5

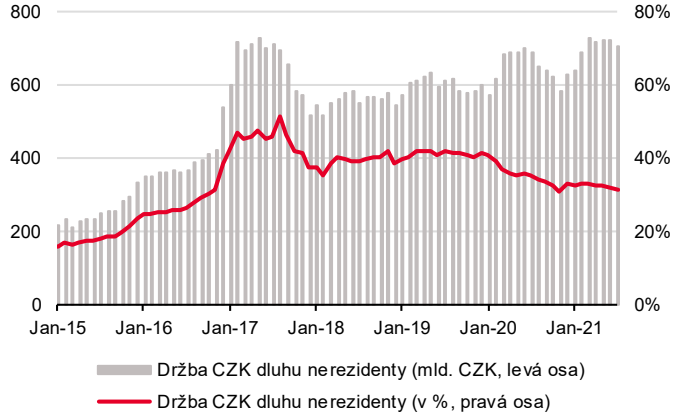
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Detailní popis v aktuálním vydání CZGB Auction Alert

Držba státních dluhopisů podle typu držitele (srpen 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 Táborský
(420) 222 008 598
frantisek_taborsky@kb.cz

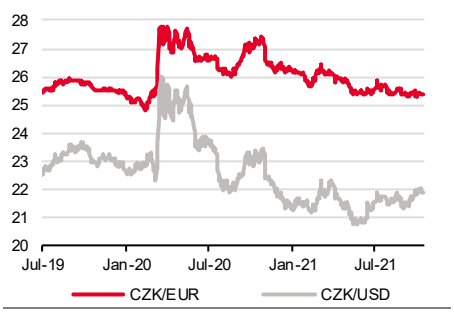
Koruna balancuje mezi vyššími sazbami a silnějším dolarem

Rostoucí tržní úrokové sazby a vývoj amerického dolaru budou podle nás i nadále hlavními faktory pro další směřování koruny. Úrokový diferenciál již výrazně překonal své předcovidové hodnoty a tlačí korunu k silnějším úrovním. Proti tomu se staví americký dolar, který bude i nadále posilovat vůči euru. Celkově tak očekáváme posilování koruny pomalejším tempem ve srovnání s první polovinou tohoto roku. Na konci letoška dosáhne úrovně 25,10 CZK/EUR a v příštím roce se podívá na 24,80. Největším rizikem je pro nás vývoj amerického dolaru, který může překvapit svou silou a zastavit či zvrátit posilování koruny. Překážkou mohou být i velmi agresivní očekávání finančního trhu, pokud jde o další zvyšování úrokových sazeb ČNB. V případě jejich nenaplnění by hrozilo podlomení v současnosti hlavního motoru posilování koruny, tj. úrokového diferenciálu. Jeho rekordní hodnoty tlačí forwardové body k novým maximům. Navíc pomalejší zhodnocování koruny dovolilo rychlejší růst forwardového kurzu oproti spotu, čímž se výrazně zlepšily podmínky zajištění pro exportéry.

Koruna vzdoruje silnějšímu dolaru díky rekordnímu úrokovému diferenciálu

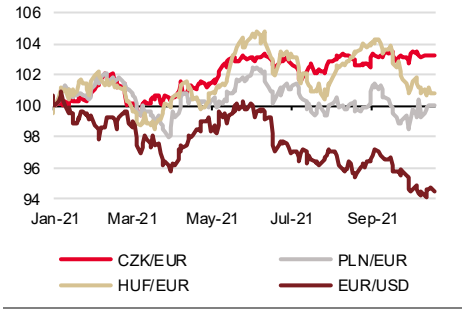
Třetí čtvrtletí bylo na regionálním devizovém trhu ve znamení překvapivě rychlé inflace, překotného zvyšování úrokových sazeb centrálních bank a posilujícího amerického dolaru vůči euru. Ten se stal jedním z hlavních důvodů, proč polský zlotý a maďarský forint v posledních měsících výrazně ztrácí. Efekt silnějšího dolaru a odtoku kapitálu z rozvíjejících se zemí se nevyhnul ani české koruně. Nicméně tu udržel přibližně stabilní historicky rekordní úrokový diferenciál. Agresivní očekávání finančního trhu ohledně dalšího zvyšování úrokových sazeb ČNB vystřelila korunové tržní sazby vysoko nad předcovidové úrovně, které budou podle nás podporovat tuzemskou měnu i v následujících měsících.

Vývoj kurzu koruny



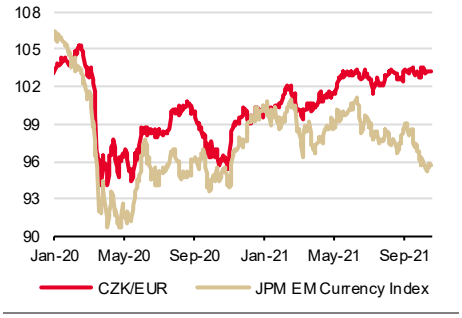
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, KB

Vývoj ve středoevropském regionu



1.1.2021 = 100

Koruna odolává globálnímu vývoji



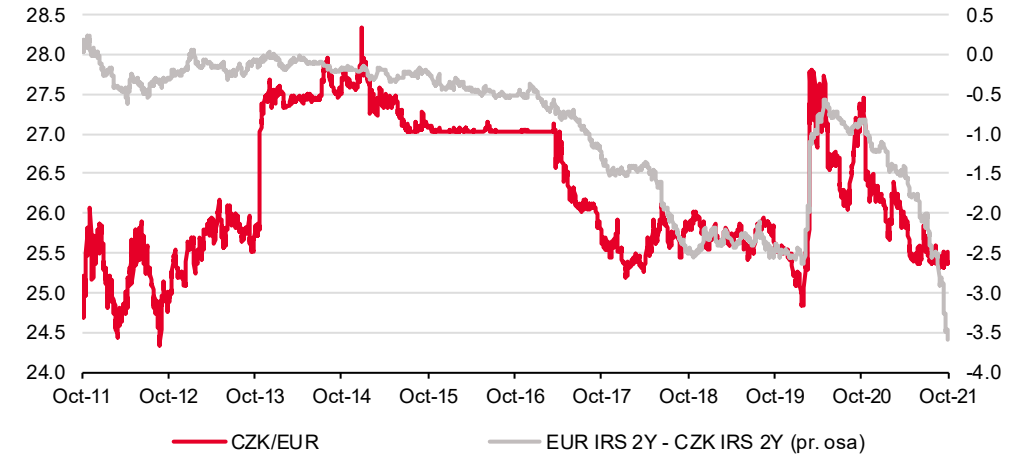
1.1.2021 = 100

Naše prognóza kurzu koruny zůstává beze změny. Do konce roku očekáváme posílení na 25,10 CZK/EUR a na konci příštího roku dosažení úrovně 24,80 CZK/EUR. Hlavními faktory bude síla amerického dolaru a naplnění agresivních tržních očekávání měnové politiky ČNB.

Stejné faktory budou hrát klíčovou roli i v následujících měsících. Od červencového vydání ponecháváme naši prognózu kurzu koruny beze změny. Pro nejbližší týdny očekáváme návrat koruny pod úrovně 25,30 za euro. Další posilování však podle nás bude pomalejšího ražení oproti první polovině roku. Úrokový diferenciál již překonal své předcovidové úrovně zhruba o 100 bb a potenciál pro další nárůst tržních sazeb je vzhledem k už tak agresivním očekáváním dalšího utahování měnové politiky ČNB omezený. Ve směru silnější koruny bude působit program odprodejů výnosů z devizových rezerv ČNB. Ačkoli si myslíme, že hlavní vliv bude mít psychologický faktor přítomnosti centrální banky na trhu než samotný prodej, efekt by pro korunu měl být pozitivní (více v Boxu 1). Proti posilování koruny bude i nadále působit sílící americký dolar. Ten již překonal naši současnou prognózu směrem dolů a očekáváme, že tento trend bude s blížícím se zvyšováním úrokových sazeb Fedu pokračovat. Podle nás je tak jen otázkou nejbližších týdnů, kdy prorazí klíčovou úroveň 1,15 USD/EUR. Pro konec roku

očekáváme, že koruna dosáhne úrovně 25,10 za euro a v polovině příštího roku překoná své předcovidové úrovně.

Vývoj CZK/EUR a úrokového diferenciálu



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní rizikem pro korunu je vývoj amerického dolaru

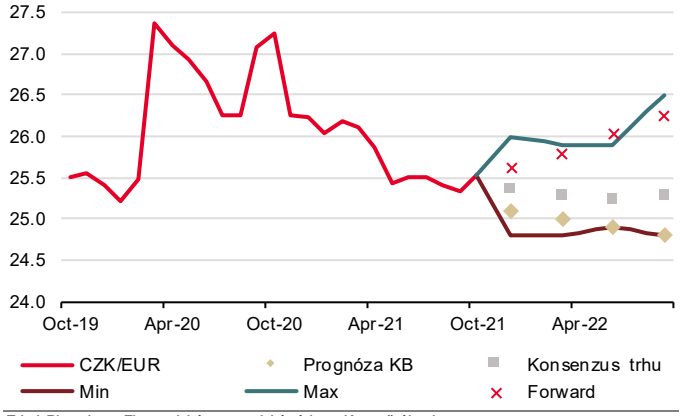
Naše prognóza tak zůstává beze změny, a i nadále počítá se silnějším tempem posilování oproti trhu v rozmezí 20-40 haléřů v horizontu jednoho roku. Seznam rizik zůstává také beze změny, pouze se změnily jejich váhy. **Hlavním rizikem je pro nás vývoj amerického dolaru, resp. rychlost utahování měnové politiky v USA.** Americké tržní sazby stále mají velký prostor pro normalizaci svých pocovidových úrovní, což může vést k rychlejšímu posilování dolaru a s tím spojenému efektu oslabení rozvíjejících se měn. Koruně by v takovém případě měl pomoci právě již rekordně vysoký úrokový diferenciál, v krajním případě však nelze vyloučit ani její oslabení. Rizikem jsou i vysoká očekávání trhu od ČNB. Pokud by problémy v průmyslu či překvapivé zpomalení inflace vedlo k opatrnějšímu zvyšování úrokových sazeb, finanční trhy by musely přehodnotit své sázky, což by podlomilo hlavní motor posilování koruny, tj. již zmiňovaný úrokový diferenciál. Přetrvávajícím rizikem je i nadále vývoj pandemie koronaviru. Nicméně ve srovnání s předchozími riziky vidíme covid-19 jako nejméně silným, co se týče potenciálního dopadu na kurz koruny. Případné 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. Další vlny by tak měly být z hlediska dopadu na finanční trhy méně závažné, přesto však mohou posloužit jako dobrá příležitost pro obnovení spekulativních pozic či zajištění.

Prognóza kurzu koruny (konec období)

	Q4 21f	Q1 22f	Q2 22f	Q3 22f	Q4 22f
CZK/EUR	25,10	25,00	24,90	24,80	24,80
CZK/USD	21,25	21,55	21,85	22,15	21,75
USD/EUR	1,18	1,16	1,14	1,12	1,14

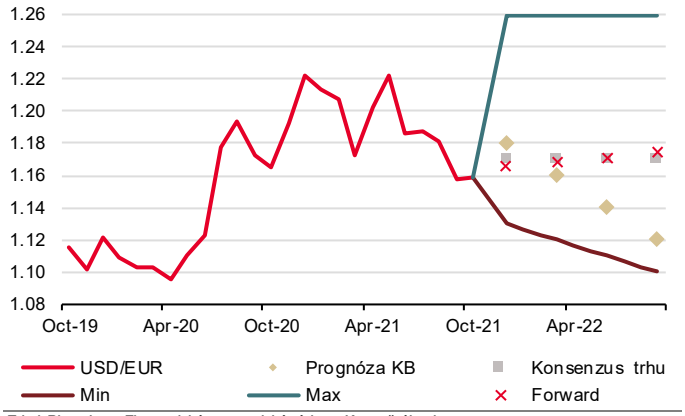
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 25. 10. 2021)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Předpokládaný vývoj kurzu USD/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 25. 10. 2021)

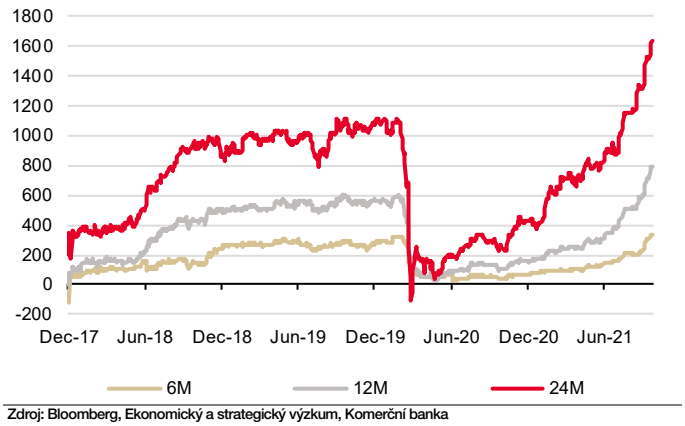


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rekordní úrokový diferenciál tlačí forwardové body na nová maxima

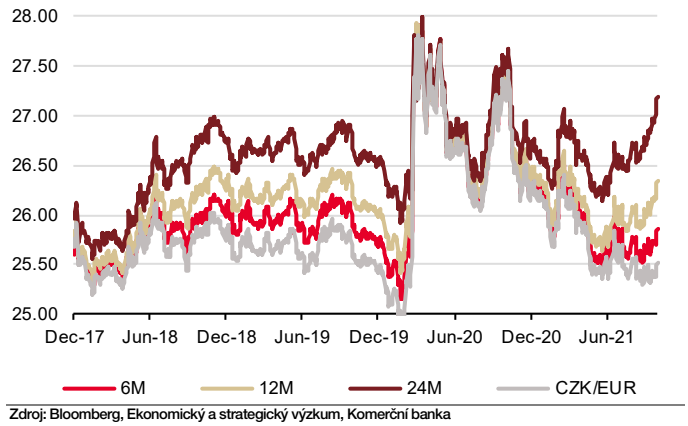
V ročním horizontu očekáváme posílení koruny na úroveň 24,80 za euro, což by znamenalo návrat na nejsilnější úrovně z doby před covidem. Oproti tomu však úrokový diferenciál vůči eurovým sazbám překonal svá předchozí maxima zhruba o 100 bb. To se projevuje na forwardových bodech, zejména v delších splatnostech. **V ročním horizontu se tak lze pohodlně dostat nad úroveň 26,00 CZK/EUR a ve dvou letech lze dosáhnout i na 27,00 CZK/EUR.** Ačkoli předpokládáme další růst tržních sazeb a s tím i forwardových bodů, hlavní potenciál je podle nás již vyčerpaný, zejména pro splatnosti do jednoho roku. Na druhou stranu zhruba od poloviny roku je však růst forwardových bodů ve většině případů rychlejší než samotné posilování koruny na spotovém trhu. Podmínky zajištění pro exportéry se tak za posledních pár měsíců zlepšily. K tomu lze očekávat dodatečné zlepšení úrovní díky vyšší volatilitě spotového kurzu spojeného s posilováním amerického dolaru vůči euru. Na zajímavější úrovně lze také dosáhnout pomocí strukturovaných řešení kombinace forwardu a opcí, kterým nahrávají současné podmínky na devizových trzích.

Forwardové body překonávají předcovidová maxima



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Forwardový vs spotový kurz CZK/EUR



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Bankovní sektor



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

Dynamika úvěrů po jarním zrychlení opět zpomaluje

Aktuální snížení výhledu růstu ekonomiky z důvodů chybějících komponent do výroby nás vedlo ke snížení letošního odhadu dynamiky korporátních úvěrů. Jejich akceleraci čekáme až v příštím roce. Zvyšování úrokových sazeb a očekávané zpřísnění podmínek pro poskytování hypotečních úvěrů by mělo postupně vést ke zpomalení stále vysokého tempa růstu úvěrů na bydlení a také cen nemovitostí. Příznivý vývoj trhu práce by měl pomoci postupem času zrychlit tempo růstu spotřebitelských úvěrů. Růst depozit zůstává rychlý, ale měl by zpomalovat. Vývoj úvěrů v selhání je stále příznivý a čekáme jen mírný nárůst jejich podílu.

Rostou ceny i úvěry na bydlení

Růst úrokových sazeb, zpřísnění pravidel pro poskytování hypoték a zhoršený výhled ekonomiky ukazují na zpomalení tempa zdražování nemovitostí a růstu hypotečních úvěrů.

Zdražování rezidenčních nemovitostí pokračuje zrychleným tempem. Z hlediska regionálního nyní spíše převažuje vyšší tempo mimo Prahu, nicméně v souhrnu za celou Českou republiku jsme letos zatím stále pozorovali zrychlování tempa růstu nežli naopak. Ve třetím čtvrtletí rostly meziročně ceny bydlení již více než o 9 %. S ohledem na dosažené úrovně cen, navyšování úrokových sazeb a nyní i zhoršený výhled ekonomiky očekáváme postupné zmírnění tempa zdražování nemovitostí. Je pravděpodobné, že do konce roku dojde i ke zpřísnění pravidel pro poskytování hypoték ze strany ČNB. O tom se jednalo již na minulých zasedání, ale prozatím s tímto citlivým tématem otálela. S ohledem na to, že trh nemovitostí je ze strany centrální banky vnímán jako nadhodnocený, přičemž rizika epidemie covid se ČNB jeví jako snížená, je pravděpodobné, že nebude s tímto krokem dlouho otálet. Pro letošek počítáme s dalším zvýšením cen bytů o 8,5 % a v příštím roce zpomalení tempa zdražování pod 7 %.

Bankovní úvěry a depozita (y/y, %)

	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Bankovní úvěry														
Celkem	4,8	3,4	4,7	5,1	2,6	5,9	5,5	6,3	5,2	4,5	5,1	6,9	5,7	5,7
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	8,6	9,5	8,7	7,7	6,6	5,1	5,3	5,8	7,4	8,6	5,7	6,5	5,0	5,1
Spotřebitelské úvěry domácnostem	0,1	2,7	1,4	2,9	4,2	3,3	6,4	7,5	3,8	1,8	5,4	8,5	6,7	6,1
Úvěry nefinančním podnikům	-2,4	-1,9	0,9	2,9	3,8	6,1	5,4	6,7	3,5	-0,1	5,5	7,2	5,5	5,4
Bankovní vklady														
Celkem	11,3	8,2	12,3	11,6	5,4	9,5	1,7	5,3	9,9	10,8	5,5	5,7	5,4	5,4
Obyvatelstvo	12,9	10,9	14,5	13,6	11,4	11,1	5,8	4,7	10,2	12,9	8,3	5,9	5,8	5,8
Nefinanční podniky	8,8	10,5	7,4	9,8	7,7	6,2	5,4	6,0	11,7	9,1	6,3	6,1	4,9	4,7
Ostatní	10,4	2,0	12,3	8,5	-6,2	9,2	-8,1	6,2	7,7	8,3	0,3	5,1	4,7	5,1
Podíly na HDP														
Podíl úvěrů na HDP	65,8	62,9	63,3	62,0	61,8	61,4	61,3	60,4	62,7	63,5	61,2	60,8	61,0	61,5
Podíl vkladů na HDP	103,1	99,5	104,2	94,4	99,5	100,4	97,2	91,1	93,3	100,3	97,0	95,3	95,4	95,8
Podíl úvěrů na vkladech	63,8	63,2	60,8	65,6	62,1	61,1	63,0	66,3	67,2	63,4	63,1	63,8	64,0	64,2
Úrokové sazby														
Úvěry pro bytové potřeby	2,1	2,2	2,4	2,7	2,9	3,0	3,0	3,0	2,3	2,3	3,0	3,1	3,2	3,4
Spotřebitelské úvěry	7,0	7,3	7,7	8,3	9,0	9,4	9,5	9,6	8,0	7,6	9,4	9,3	9,0	9,2
Úvěry nefinančním podnikům	2,0	1,3	2,2	3,4	4,2	4,4	4,4	4,4	2,2	2,2	4,3	3,9	3,7	3,7
Podíl úvěrů v selhání														
Úvěry pro bytové potřeby	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,2	1,2	1,1	1,2
Spotřebitelské úvěry	5,6	5,4	5,4	5,9	6,1	6,4	6,4	6,7	4,4	5,6	6,4	7,3	7,6	7,6
Úvěry nefinančním podnikům	4,4	4,3	4,3	4,5	4,5	4,5	4,4	4,3	3,4	4,4	4,4	3,9	3,9	3,8

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

Na mezičtvrtletní bázi došlo v 3Q 21 dle měsíčních údajů ke zpomalení růstu objemu hypotečních úvěrů. Zda jde o trend není jasné, meziroční růst tohoto objemu je stále blízko 9 %. S ohledem na výše popsané faktory očekáváme zmírnění vysokých temp růstu hypotečních úvěrů. **Za letošní rok čekáme jejich růst o 8,6 % a v příštím roce zpomalení na 5,7 %.**

Spotřebitelské úvěry rostou pozvolna

Růst úvěrů na spotřebu by měl zrychlit spíše až v příštím roce.

Spotřebitelské úvěry s ukončením protiepidemických opatření ve druhém čtvrtletí poskočily nahoru o 2,6 % q/q (SA) a 2,7 % y/y. Již ve třetím čtvrtletí ale dle našich odhadů opět klesly o 1,1 % q/q. Příznivá situace na trhu práce a náš předpoklad toho, že již nebude zaveden další lockdown a ekonomika bude tažena spotřebou domácností, indikuje růst spotřebitelských úvěrů. Přesto kvůli zhoršenému výhledu na ekonomiku čekáme v nejbližších čtvrtletích spíše jejich pomalejší tempo růstu. Jeho celoroční odhad jsme pro letošek i příští rok mírně snížili na 1,8 %, respektive 5,4 %.

Úvěry podnikům opět čelí nejistotě

Tempo růstu úvěrů poskytnutých podnikům zrychlilo, ale s horším výhledem ekonomiky čekáme jeho opětovné zpomalení a zrychlení až v příštím roce.

Úvěry nefinančním korporacím dle posledních projekcí po skončení protipandemických opatření ve třetím čtvrtletí vzrostly o více než 2 % q/q (SA), čímž se dostaly do meziročního plusu. Nicméně problémy se subdodávkami zejména v průmyslu jsou takového rozsahu, že budou v nejbližším období omezovat úvěrovou expanzi. Námi původně očekávané výraznější zrychlení úvěrové expanze podnikům se tak pravděpodobně odsouvá společně s očekávaným oživením ekonomiky do příštího roku. Za celý letošek odhadujeme přibližně stagnaci úvěrů nefinančním společnostem a v příštím roce růst o 5,5 %. K nižším odhadovaným tempům přispívá i postupně častější financování se přes dluhopisový trh.

Depozita stále rychle rostou

Dvouciferný růst objemu vkladů by měl zpomalit.

Po zpomalení tempa růstu depozit fyzických osob ve druhém čtvrtletí následoval ve třetím kvartále opět jejich rychlý vzestup. K určitému zpomalení došlo v případě růstu depozit korporací. V meziročním srovnání odhadujeme dynamiku celkových vkladů ve třetím čtvrtletí vysokých 12,3 %. Ukončení protipandemických opatření a výhled rostoucí ekonomiky hovoří stále ve prospěch zpomalení růstu vkladů. Za celý letošní rok čekáme jejich navýšení o 10,5 % a v příštím roce zpomalení jejich tempa na 5,5 %.

Úvěry v selhání se vyvíjejí příznivě

Stále čekáme spíše menší růst podílu úvěrů v selhání.

Podíl nesplácených úvěrů (NPL) stále zůstává na nízkých úrovních. S ohledem na ukončení protipandemických opatření a předpoklad toho, že nedojde k dalším lockdownům, žádný dramatický vývoj nepředpokládáme. Se zpožděním ovšem čekáme, že podíl nesplácených úvěrů bude mírně narůstat, přičemž krátkodobé zhoršení výhledu vývoje ekonomiky k tomuto navýšení přispěje.

Klíčové ekonomické ukazatele

Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

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

Zdroj: ČSÚ, ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

Měna a úrokové sazby - výhled

		25.10.2021	Dec-21	Mar-22	Jun-22	Sep-22	Dec-22
CZK/EUR	konec období	25,7	25,10	25,00	24,90	24,80	24,80
USD/EUR	konec období	1,16	1,18	1,16	1,14	1,12	1,14
CZK/USD	konec období	22,1	21,25	21,55	21,85	22,15	21,75
3M PRIBOR	konec období, %	2,13	2,45	3,20	3,20	3,20	3,20
10Y IRS	konec období, %	2,77	2,90	3,05	3,15	3,20	3,25

Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Economic Research
Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

Měsíční makroekonomická data

		I-21	II-21	III-21	IV-21	V-21	VI-21	VII-21	VIII-21	IX-21
Inflace (CPI)	%, m/m	2,2	2,1	2,3	3,1	2,9	2,8	3,4	4,1	4,9
Inflace (CPI)	%, y/y	1,3	0,2	0,2	0,5	0,2	0,5	1,0	0,7	0,2
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	0,0	1,4	3,3	4,6	5,1	6,1	7,8	9,3	9,9
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	1,3	0,7	1,4	0,8	0,9	0,8	1,6	1,2	0,7
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	4,3	4,3	4,2	4,1	3,9	3,7	3,7	3,6	3,5
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	-5,2	-2,3	17,4	54,2	32,2	11,1	1,1	1,4	n.a.
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	-4,9	-0,7	20,3	63,3	37,2	15,0	6,0	8,5	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	-5,2	-10,9	-2,0	-3,8	7,0	6,5	-2,1	2,5	n.a.
Maloobchodní tržby	%, y/y, stálé ceny	-7,6	-4,9	15,6	21,6	18,5	9,3	0,5	3,7	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (národní met.)	25,8	21,4	17,7	19,7	3,7	-7,3	-8,2	-28,1	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	26,5	13,2	31,5	33,6	4,0	-10,1	-19,5	-37,8	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	46,1	-3,1	62,9	26,5	-13,8	12,4	-43,5	-37,7	n.a.
M2	%, y/y	11,0	11,9	11,0	10,9	10,7	10,7	10,2	9,9	n.a.
Státní rozpočet	mld. CZK (od zač. roku)	-31,5	-86,1	-125,2	-192,0	-255,0	-265,1	-279,4	-298,1	-326,3
3M PRIBOR	%, průměr	0,36	0,36	0,36	0,36	0,37	0,48	0,69	0,94	1,11
CZK/EUR	průměr	26,1	25,9	26,2	25,9	25,5	25,5	25,6	25,5	25,4
CZK/USD	průměr	21,5	21,4	22,0	21,7	21,0	21,1	21,7	21,6	21,6

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

Upozornění

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

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

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případě, 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 vázáni 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 vyplývajícímu 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 dozoru 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 Vejmělek, Ph.D., CFA
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

Ekonomové



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



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



Martin Gürtler
(420) 222 008 509
martin_gurtler@kb.cz

Finanční trhy



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

Akciový analytik



Bohumil Trampota
(420) 222 008 560
bohumil_trampota@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ 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



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



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

Velká Británie



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

Severní Amerika



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

Latinská Amerika



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

Indie



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

Korea



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

Čína



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

Čína a okolí



Michelle Lam
(85) 2 2166 5721
michelle.lam@sgcib.com

Japonsko



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

Dluhopisový trh a SSA



Cristina Costa
(33) 1 5898 5171
cristina.costa@sgcib.com

Vedoucí strategie sazeb pro USA



Subadra Rajappa
(1) 212 278 5241
subadra.rajappa@sgcib.com



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



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



Jean-David Cirotteau
(33) 1 4213 7252
jean-david.cirotteau@sgcib.com



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



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



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