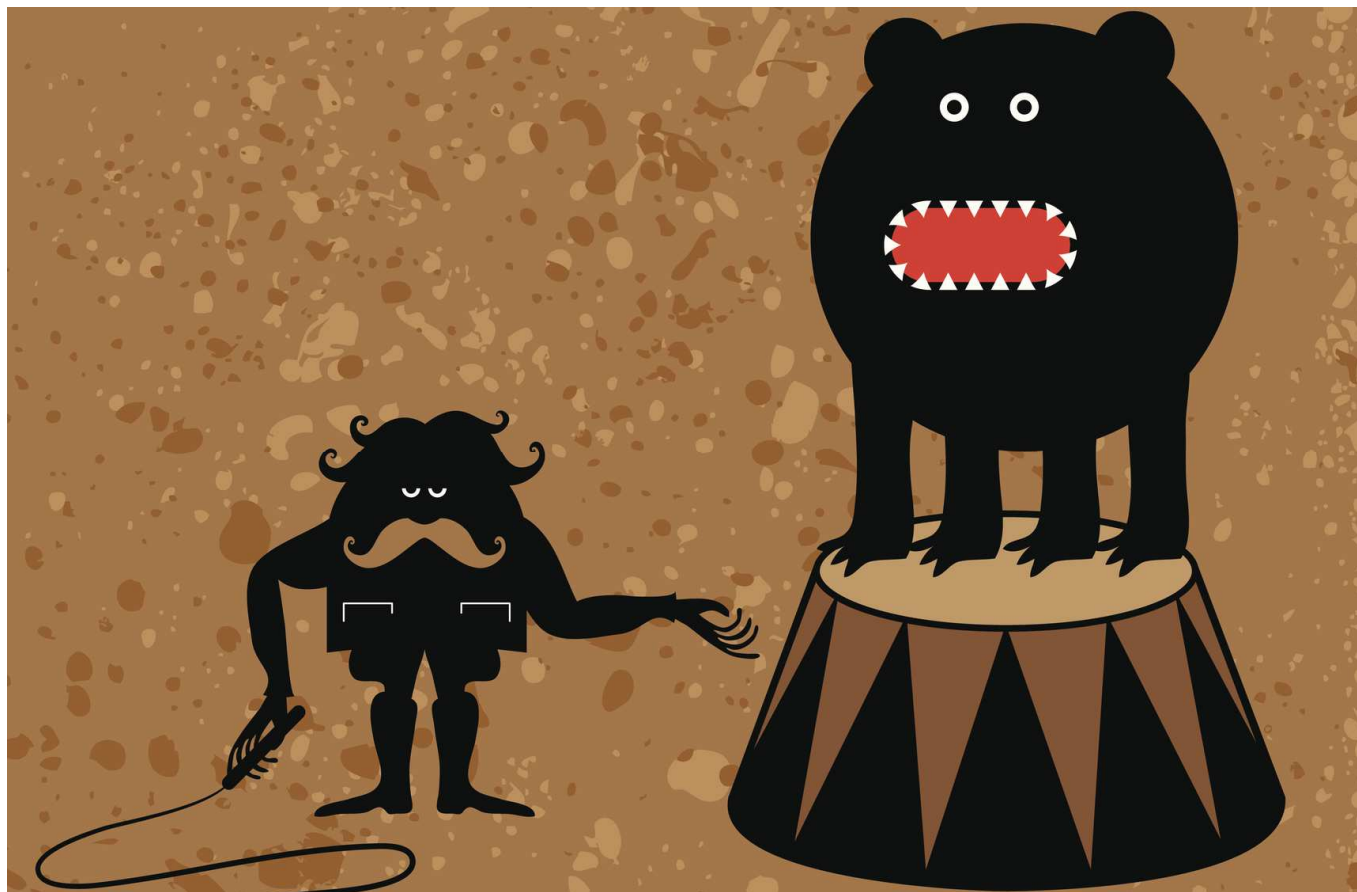


Čtvrtletní zpráva

Ekonomické výhledy

Zkročení inflační saně



©iStock

- **Subdodávky komponent zvednou ekonomiku:** Čekáme zlepšení subdodávek do výroby, které pomůže ekonomice letos růst tempem 4,9 %. Utahování hospodářské politiky ale postupně tempo růstu utlumí pod 3 % v roce 2023.
- **Inflace dosáhne dvouciferných hodnot:** Na počátku letošního roku spotřebitelské ceny rychle vzrostou a meziroční míra inflace dosáhne v jeho první polovině vrcholu lehce nad 10 %. Poté by již mělo přijít citelné zpomalení.
- **ČNB zvedne úrokové sazby na 5 %:** Tohoto svého vrcholu by měly úroky dosáhnout v květnu. S odezněním silných inflačních tlaků však očekáváme, že ČNB začne od konce letošního roku sazby snižovat zpět k rovnovážným 2,5 %.
- **Výnosy se blíží vrcholu:** Krátký konec výnosové křivky v reakci na zvyšování sazeb ČNB ještě vzroste a k obratu dojde až ve druhé polovině letošního roku. Nabídka dluhopisů letos oproti minulému roku poklesne a jejich výnosy tak zůstanou v prostředí přetrvávající silné poptávky i nadále pod IRS.
- **Dolar nedovolí koruně výrazněji posílit:** Úrokový diferenciál bude tlačit korunu k silnějším úrovním. Proti tomu bude působit americký dolar, který vůči euru ze současných hodnot ještě dále posílí. Koruna tak nejprve zkoriguje zisky z počátku letošního roku a přiblíží se zpět k úrovni 25 CZK/EUR. Ke konci letoška následně posílí k 24,8 CZK/EUR.



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



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



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



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



Jaromír Gec
(420) 222 008 598
jaromir_gec@kb.cz

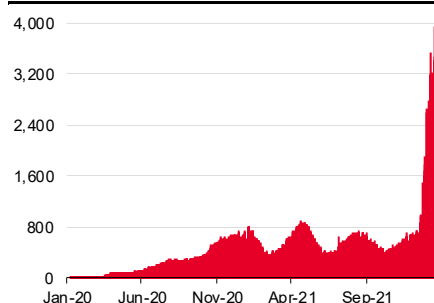


Jan Vejmelek
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

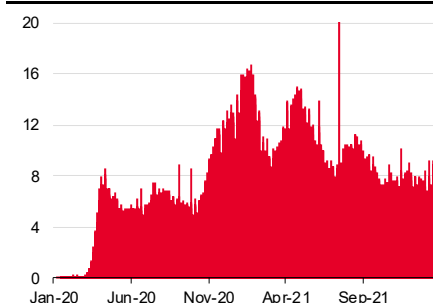
Automobilový průmysl černým koněm letošního roku

I vstup do roku 2022 se bohužel nese ve znamení výrazného zhoršení pandemické situace. Aktuální mutace omikron je dosud nejnakažlivější. Prakticky v celém světě počty nakažených lámou rekordy. Ve střední Evropě bude zřejmě únor obdobím, kdy bude tato vlna kulminovat. Naštěstí nezpůsobuje současná mutace tolik těžkých průběhů. V kombinaci s proočkovanosť to znamená, že počet mrtvých neroste. Neznamená to ale, že by ekonomické dopady byly nulové. Míra restrikcí v některých zemích v posledních týdnech opět stoupla, významná omezení panovala v závěru loňského roku například v Německu. Nicméně firmy i domácnosti se za poslední dva roky naučily s covidem žít. To ukazuje vývoj ve druhé polovině loňského roku, který byl nakonec lepší, než s čím jsme počítali v předchozí prognóze. I díky tomu se tak naše ekonomika dostane na předpandemickou úroveň o čtvrtletí dříve, tedy během letošního druhého kvartálu.

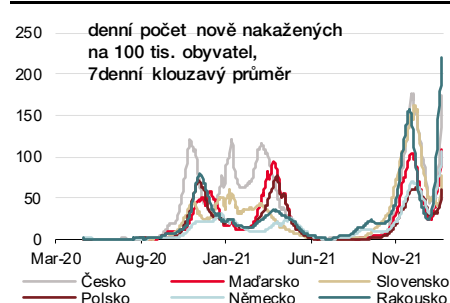
Denní počet nově nakažených, svět (tis.)



Denní počet mrtvých, svět (tis.)



Nově nakažení ve střední Evropě (tis.)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

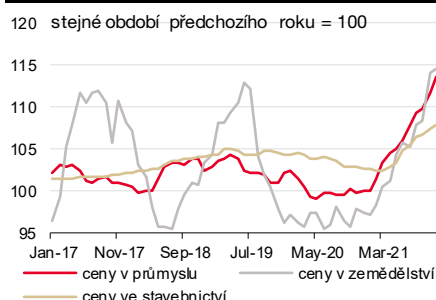
Pandemie covidu se ukázala jako významný proinflační faktor. Pandemická opatření ze strany vlád se negativně podepsala na globálním výrobním řetězci, když se ztížil pohyb osob i surovin, výrobního materiálu a zboží přes hranice. Do toho expanzivní politiky vlád a centrálních bank podporovaly poptávku. Výsledkem tedy nemohlo být nic jiného než globální vzestup inflačních tlaků.

Řešením inflace musí být snížení rozdílu mezi nabídkou a poptávkou, a toto řešení musí být rychlé, aby se inflační očekávání neutrhla ze řetězu. Pak by totiž náprava byla mnohem bolestnější. Ani tak ale nebude zadarmo, zkrocení inflace bude mít své náklady. Je zřejmé, že inflace způsobuje ekonomické i sociální pnutí – ohrožuje rentabilitu dlouhodobých investic, znevýhodňuje střadatele i věřitele či domácnosti s pevným příjmem.

Tuzemské ceny rostou nejrychleji od roku 2008



Rychle rostou ceny i v primárních okruzích



Bohužel se zvedají i inflační očekávání



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Centrální banky kormidlo měnové politiky celkem rychle otáčí. Již na konci března se ke zvýšení úrokových sazeb pravděpodobně odhodlá těžká váha – americká centrální banka,

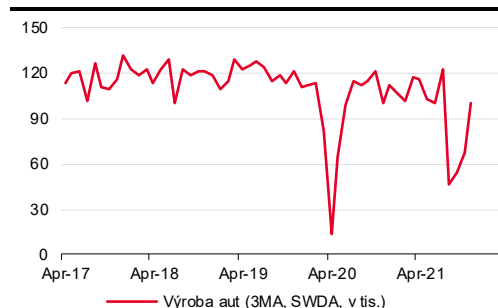
kteřá tímto krokem odstartuje cyklus zvyšování dolarových sazeb. Na předních příčkách pelotonu je přitom naše centrální banka, která si naopak velkou část utažení měnových podmínek již odpracovala. Poslední významnější zvýšení nás podle všeho čeká na zasedání ČNB počátkem února, a to o 75 bb na 4,50 % a následně již vidíme prostor pouze pro dvě drobná upravení po standardních 25 bb na finálních 5,00 %.

Pevně věříme, že ČNB inflaci pomocí neobvykle silného utažení měnových podmínek zkrotí. Rychlý a razantní vzestup úrokových sazeb, a díky tomu i odolnější kurz koruny, vliv statistické základny a postupné odeznívání třecích ploch v globálním výrobním řetězci podle nás povedou k poměrně rychlému snížení inflace. Do tolerančního pásma centrální banky se dle naší aktuální prognózy vrátíme zhruba za rok. To znamená, že již koncem letošního roku bychom se měli dočkat opětovného poklesu úrokových sazeb.

Stabilizace nabídkové strany ekonomiky a postupné obnovování dodávek materiálů je něco, z čeho budou průmyslové ekonomiky včetně té české profitovat.

Černým koněm se tak letos může stát výroba automobilů. Již konec loňského roku přinesl první signály indikující zmírňování problémů s nedostatkem surovin a materiálů pro výrobu. I když se letos zřejmě zcela nevyřeší, posun bude markantní. A například rozpracovaná a nedokončená výroba v automobilkách bude díky obnoveným dodávkám čipů rychle dotažena a začne uspokojovat hladový trh. Poptávka po automobilech je totiž enormní. A to včetně té po nízkoemisních automobilech.

Produkce automobilů začíná chytat druhý dech



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

I když tedy vstup do letošního roku nevypadá kvůli omikronu a zrychlující inflaci zrovna růžově, může nakonec v celoročním hodnocení patřit mezi ty úspěšné, jak ukazuje naše aktualizovaná makroekonomická prognóza. Přeji příjemné čtení a úspěšný rok.

Obsah

Vnější prostředí a předpoklady prognózy.....	5
Makroekonomická prognóza ČR.....	10
Tabulka prognózy	21
ČNB Focus.....	22
Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy	25
Korunový devizový trh	30
Bankovní sektor	33
Klíčové ekonomické ukazatele.....	35
Upozornění	36

Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

Inflace by měla brzdit

Růst inflace v USA i eurozóně předčil všechna očekávání a odrazil se i ve změně výhledu na politiku klíčových centrálních bank. Fed podle naší prognózy poprvé zvýší sazby již na březnovém zasedání, přičemž se zpříšňováním měnové politiky bude pokračovat, dokud klíčová sazba nedosáhne 2,00-2,25 %. Zároveň předpokládáme, že v září oznámí, jakým způsobem bude normalizovat bilanční sumu. Na první růst úrokových sazeb v eurozóně si budeme muset počkat až do prosince 2023. Nákupy aktiv nicméně ECB ukončí už v polovině příštího roku (pandemický program v březnu letošního roku). Zatímco v loňském roce byl průmyslový sektor zdrojem zklamání, letos by mohl hospodářský růst eurozóny, Ameriky i středoevropských ekonomik nakopnout. Nedostatek výrobních komponent by měl postupně odeznívat a na přelomu letošního a příštího roku vymizet úplně.

USA: První zvýšení sazeb Fedu už v březnu

Inflace má svůj vrchol již za sebou.

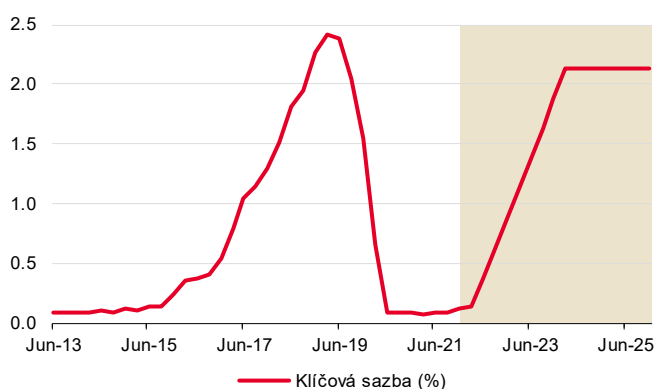
Stejně jako v mnoha dalších zemích, i v USA inflace v posledních měsících trhala rekordy. V prosinci vzrostla na 7,0 % y/y a dostala se tak na nejvyšší úroveň od roku 1982. Jádrová inflace dosáhla 5,5 % y/y. Cenový růst byl široce rozprostřený a nevyhnula se mu téměř žádná položka spotřebního koše. Rostly především ceny ojetých automobilů (přes 20 % meziročně), benzínu (50 % y/y), ale i potravin a služeb. Do budoucna budí obavy především ceny nájemného, které mají ve spotřebitelském koši největší váhu. Pokud by pronajímatelé nemovitostí začali zahrnovat současnou vysokou inflaci do nájemních smluv, mohl by se cenový růst ukázat jako více perzistentní. To ale zatím nepředpokládáme. V letošním roce se inflace bude sice ještě pohybovat v průměru přes 4 %, v příštím roce by to však mělo být už jenom okolo 2,5 %. V letech 2024 a 2025 předpokládáme její stabilizaci na úrovni 2,2 %.

Americká inflace by měla zpomalovat (% y/y)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Růst sazeb se zastaví na 2,00-2,25 %



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

V září Fed oznámí, jak bude vypadat normalizace bilanční sumy.

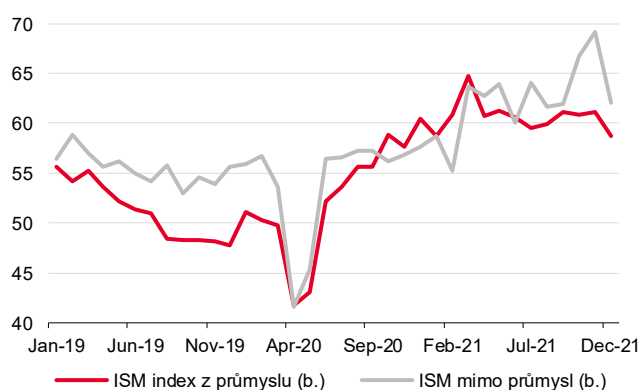
Na akcelerující inflaci zareagovala americká centrální banka urychlením tempa omezování nákupů aktiv (o 30 mld. USD měsíčně místo původních 15 mld. USD), podstatně nahoru se posunul i výhled Fedu na vývoj úrokových sazeb. Ten nyní počítá s jejich trojnásobným zvýšením v letošním roce, v roce 2023 pak osm guvernérů z osmnácti vidí takovéto kroky čtyři a více, deset jich očekává tři a méně. Pro rok 2024 medián výhledu úrokových sazeb předpokládá jejich růst na 2,1 %, čtyři guvernéri vidí klíčovou sazbu dokonce až na 2,9 %, jeden nad 3,0 %. Naše prognóza zatím zahrnuje v letošním roce její trojnásobné zvýšení. První by mělo přijít již v březnu, další pak v červnu a prosinci. Prognózu sazeb Fedu na září jsme ponechali beze změny. Předpokládáme totiž, že by Fed mohl postupovat stejně jako v roce 2017 a využít

zářijové zasedání k oznámení týkající se normalizace bilanční sumy. Ta je ve srovnání s rokem 2017 skoro dvojnásobná (dosahuje 8,8 bilionů dolarů). Zároveň je ale i kratší průměrná doba splatnosti instrumentů, které Fed v portfoliu drží, což by mělo umožnit, aby i normalizace byla rychlejší (předpokládáme, že dvojnásobně) než v letech 2017-2018.

Růst sazeb nad neutrální úroveň nepředpokládáme.

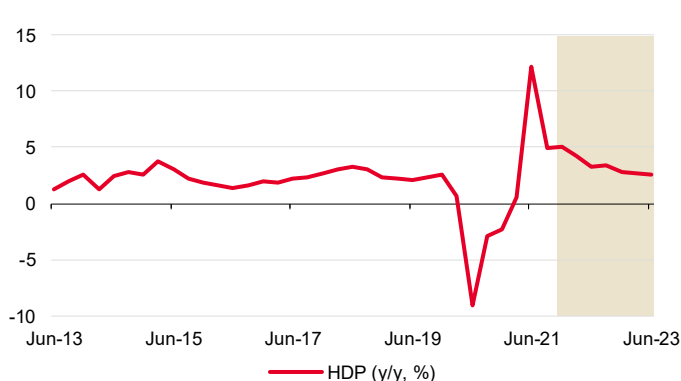
Sazby by podle našeho odhadu měly růst o 25 bb každé tři měsíce (kromě letošního září), a to až do úrovně 2,00-2,25 %. Zatímco v letošním roce trh počítá se čtvero zvýšením úroků, v delším horizontu jeho očekávání za naší prognózou i prognózou Fedu zatím zaostávají. Že by sazby měly jít přes jejich rovnovážnou úroveň (2,5 %) zatím nepředpokládáme. To by nastalo pouze tehdy, pokud by se současné inflační tlaky ukázaly jako trvalejší. Naopak ve směru pozdějšího utahování měnových podmínek by mohl promluvit omikron. Ten představuje riziko i pro náš odhad růstu HDP (3,4 % v letošním roce). Větším rizikem by ale bylo neschválení Bidenova balíčku investic do infrastruktury. Celkově by se dynamika HDP měla v letošním roce držet nad dlouhodobým trendem. Situace na trhu práce by se měla dále zlepšovat, což bude podporovat spotřebu domácností. Postupné odeznívání problémů se subdodávkami by mělo být vidět na prodeji automobilů, které zatím na trhu z důvodu omezené nabídky chyběly.

Indexy ISM i přes korekci slibují další expanzi ekonomiky



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

HDP letos přidá 3,4 %



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

SG, leden 2022	2021	2022	2023
HDP (%)	5,1	4,2	2,3
Inflace (%)	2,6	3,4	1,5
Jádrová inflace (%)	1,4	1,7	1,5

Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

ECB, pros. 2021	2021	2022	2023
HDP (%)	5,1	4,2	2,9
Inflace (%)	2,6	3,2	1,8
Jádrová inflace (%)	1,4	1,9	1,7

Zdroj: ECB, SG Cross Asset Research/Economics

ECB zvýší sazby poprvé v prosinci 2023.

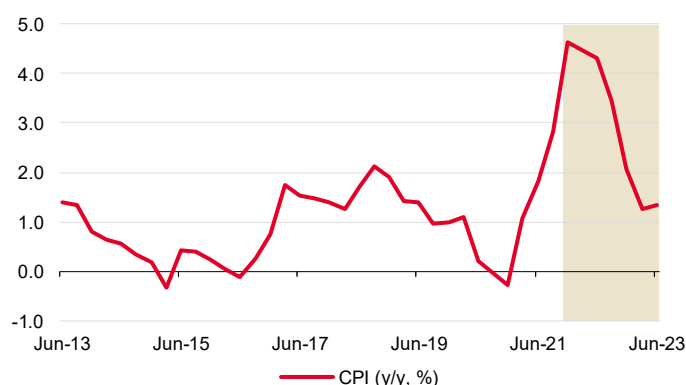
Eurozóna: problémy se subdodávkami by měly odeznívat

Inflace v eurozóně dosáhla zřejmě již svého vrcholu (v prosinci 5 % y/y) a v následujících měsících by měla začít postupně ubírat na tempu. Tři hlavní faktory, které stály za její výraznou akcelerací – problémy se subdodávkami, ceny energií a srovnávací základna, by měly podle našeho názoru odeznívat. Stabilizovat by se měla i cena ropy, kterou v letošním roce očekáváme v průměru na 77,5 dolarech za barel. I tak jsme ale vzhledem k již zveřejněným údajům revidovali naši prognózu inflace nahoru. Meziroční růst spotřebitelských cen by se tak podle našeho nového scénáře měl v Q1 pohybovat v průměru na 4,4 %, v Q2 pak na 4,2 %. Nad 3 % pak zřejmě zůstane až do srpna letošního roku, což bude pro ECB představovat značnou komunikační výzvu. V Q4 22 by ale už měl klesnout pod 2 %. Pod cílem ECB se bude pravděpodobně držet i v letech 2023 a 2024. Na vyšších úrovních se v první polovině letošního roku bude pohybovat jádrová inflace (v průměru 2,1 % y/y v H1), i ta pak bude ale brzdít. Rizika se však koncentrují ve směru nahoru. Ceny energií mohou klesat pomaleji. Nemusí se podařit schválit plynovod Nord Stream 2, tuhá zima v Číně může zvýšit poptávku a tím i ceny paliv, OPEC může zastavit zvyšování produkce, pokud by se obával, že omikron ochromí poptávku. Ceny energií tak mohou zůstat pod tlakem i v letošním roce.

Svoji novou prognózu inflace zveřejnila v prosinci i Evropská centrální banka. Ta očekává v letošním roce růst spotřebitelských cen v průměru o 3,2 %, v příštím roce pak o 1,8 %. To

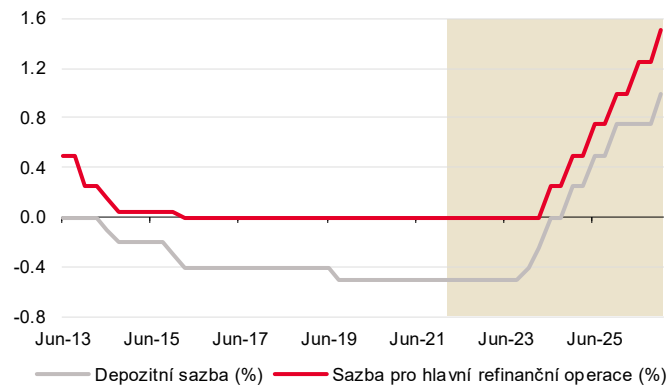
podle našeho názoru otevírá prostor pro 10bodové zvýšení klíčové depozitní sazby již v prosinci 2023 (doposud náš odhad počítal s polovinou roku 2024). V průběhu roku 2024 pak počítáme s růstem úrokových sazeb o dalších 75 bb. Finanční trhy ve svých očekáváních zahrnují první zvýšení sazeb o 20 bb již v letošním roce, přičemž na nulovou úroveň by se depozitní sazba měla dostat v průběhu roku 2023. V roce 2024 by měla být ve srovnání se současnou úrovní o 75 bb výše. To je v souladu s naším očekáváním, nicméně první zvýšení vidíme později, zato poté očekáváme rychlejší utahování měnové politiky. ECB také již oznámila, že v březnu ukončí pandemický program nákupů aktiv. Jeho konec bude vyhlazovat navýšením programu APP na 40 mld. EUR měsíčně (od dubna 2022, ze současných 20 mld. EUR). V červnu ho však opět sníží na 30 mld. EUR, v září na 20 mld. EUR, přičemž celý program podle našeho odhadu skončí v polovině roku 2023. Maturující dluhopisy z pandemického programu bude ECB i nadále reinvestovat (zhruba 180 mld. EUR ročně).

Inflace v eurozóně se rychle vrátí pod dvě procenta



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

ECB začne sazby zvedat v prosinci 2023

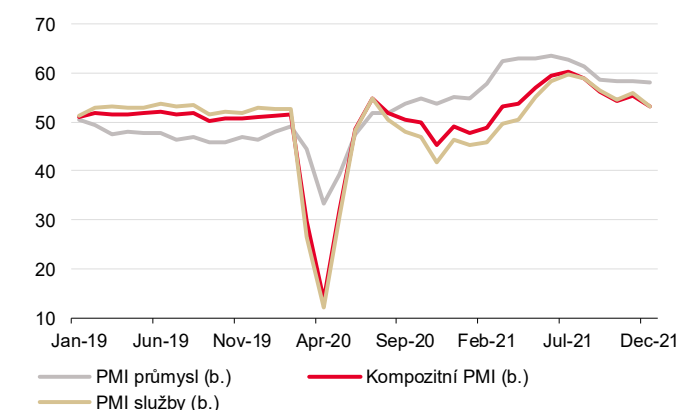


Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Rychlejší utahování měnových podmínek v USA nahraje dolaru.

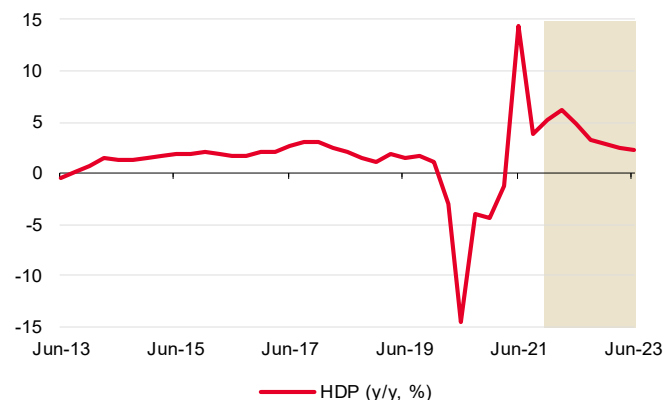
S politikou Fedu a ECB je úzce svázán i vývoj kurzu eura vůči dolaru. V průběhu loňského roku společná evropská měna vůči dolaru ztratila osm procent. Vzhledem k očekávanému rozdílnému vývoji měnových politik v USA a eurozóně bude euro v prvním půlroce letošního roku pravděpodobně dále oslabovat. Přepokládáme, že před prvním zvýšením sazeb v USA se dostane až pod úroveň 1,10 USD/EUR. Poté by euro mělo opět začít mírně posilovat.

I po korekci PMI indexy zůstávají nad 50bodovou hranicí



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Dynamika HDP by měla být letos solidní (% , y/y)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Problémy se subdodávkami by již měly slábnout.

V loňském roce evropský průmysl výrazně trpěl pod tíhou nedostatku výrobních komponent. Jeho růst se tak pohyboval 1,5 pb pod průměrem roku 2019. V závěru roku se však pomalu začalo blýskat na lepší časy, když výroba automobilů začala opět růst, přičemž

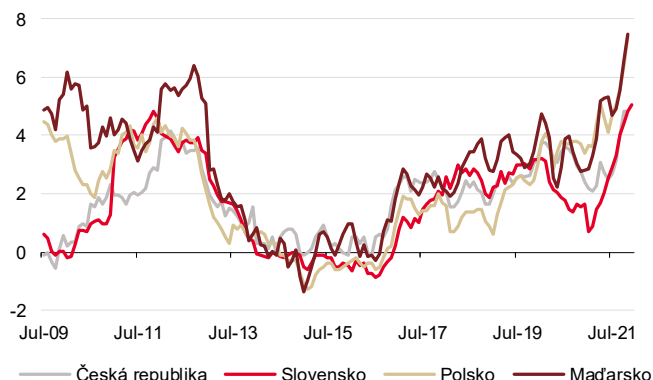
podle indexů PMI docházelo k postupnému zkracování dodacích lhůt. Přestože potíže se subdodávkami zřejmě zcela nevymizí ani v průběhu letošního roku, spíše až zkraje roku 2023, měly by postupně slábnout. Průmysl, obzvláště pak ten automobilový, by tak letos mohl naopak představovat podstatný zdroj růstu. Nasvědčují tomu plné objednávkové knihy, odložená poptávka po automobilech i přebytkové úspory domácností, které odhadujeme na úrovni 6 % HDP. Dynamika HDP za letošní rok by tak podle našeho odhadu mohla dosáhnout solidních 4,2 %, v příštím roce pak 2,3 %.

Středoevropský region: centrální banky budou měnovou politiku dále utahovat

Polská centrální banka bude s utahováním měnových podmínek pokračovat.

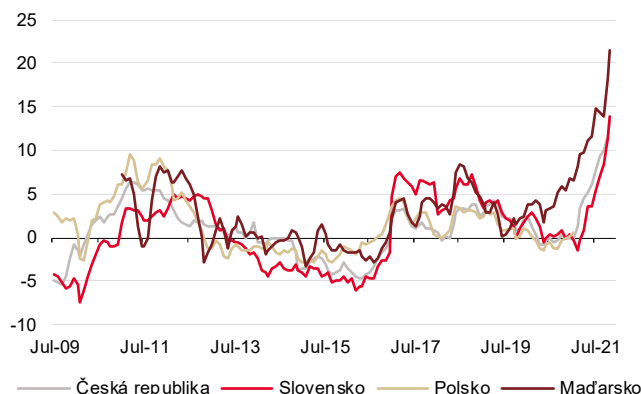
Růst inflace se v regionu nepodařilo dostat pod kontrolu ani v závěrečném čtvrtletí loňského roku. Polská inflace v prosinci vzrostla na 8,6 % y/y, tedy výrazně nad 2,5% cíl centrální banky, přičemž kolem úrovně 8 % se bude zřejmě držet i v první polovině letošního roku. Centrální banka reagovala v prosinci dalším zpřísněním měnové politiky o 50 bb, což klíčovou úrokovou sazbu posunulo na 2,25 %. Inflační tlaky již banka nepovažuje za dočasné, naopak se obává, že by mohly být trvalejší a robustnější. Další zvýšení úrokových sazeb o 75 bb proto očekáváme v únoru a březnu, o 25 bb pak v dubnu a květnu. Vzhledem k tomu, že inflační rizika se koncentrují ve směru nahoru, může být utažení měnových podmínek nakonec ještě větší. Trh v současné době očekává růst sazeb těsně pod 4 %. My v tuto chvíli vidíme jejich vrchol na úrovni 4,25 %. V každém případě by z měnové politiky a robustního domácího růstu (po loňském růstu HDP o 5,2 %, trh letos očekává 4,7 %) měl profitovat polský zlotý. Jeho kurz by se v průběhu roku měl dostat ze současných 4,50 PLN/EUR až na 4,35 PLN/EUR.

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



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Ceny pohonných hmot (% , y/y)

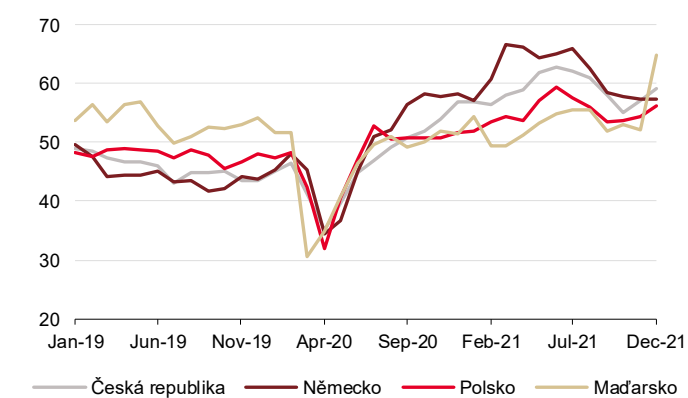


Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Maďarský forint bude dále posilovat.

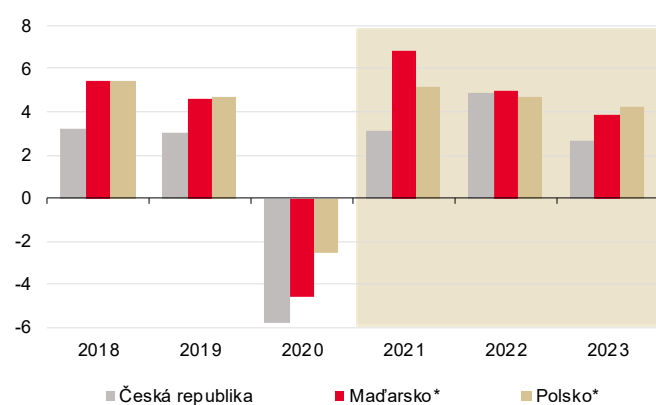
V utahování měnové politiky pokračuje i maďarská centrální banka. Ta v prosinci zvýšila klíčovou tříměsíční depozitní sazbu o 30 bb na 2,40 %, přičemž zároveň oznámila záměr ukončit svůj program nákupů aktiv. Inflační prognózu pro letošní rok posunula podstatně výše, a to z původních 3,4-3,8 % na 4,7-5,1 %. S utahováním měnové politiky tak bude muset pokračovat. V průběhu prvního čtvrtletí letošního roku očekáváme, že bude klíčovou 3M depozitní sazbu zvedat o 30 bb na každém zasedání, ve druhém čtvrtletí by to mělo být již jen o 15 bb. Klíčová sazba by se tak měla dostat na úroveň 3,75 %. Zároveň centrální banka předpokládá pro letošní rok solidní růst HDP v rozmezí 4,0-5,0 %. To by mělo společně s vyššími úrokovými sazbami pomoci na silnější úroveň maďarskému forintu. V závěru letošního roku by se jeho kurz podle naší prognózy měl pohybovat kolem úrovně 340 HUF/EUR. Trh je v tomto ohledu skeptičtější, když kurz očekává na úrovni 357,5 HUF/EUR.

PMI indexy slibují další expanzi



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

HDP (% y/y)



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

Makroekonomická prognóza ČR



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

Hlavní změny

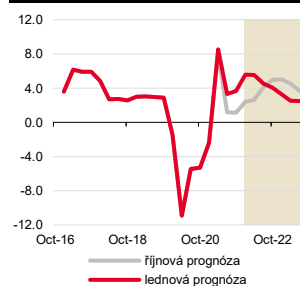
HDP:

Pro rok 2022 jsme zvýšili prognózu růstu HDP na 4,9 % z předchozího odhadu 3,5 %. V roce 2023 čekáme růst ekonomiky o 2,7 %.

Inflace:

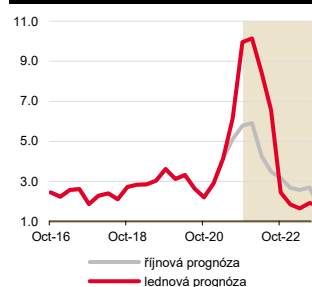
Pro letošní rok jsme výrazně zvýšili prognózu inflace na 8,8 % oproti původnímu odhadu ve výši 4,8 %. V příštím roce ji čekáme v průměru na 1,9 %.

Změna v prognóze HDP (% y/y)



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

Změna v prognóze inflace (% y/y)

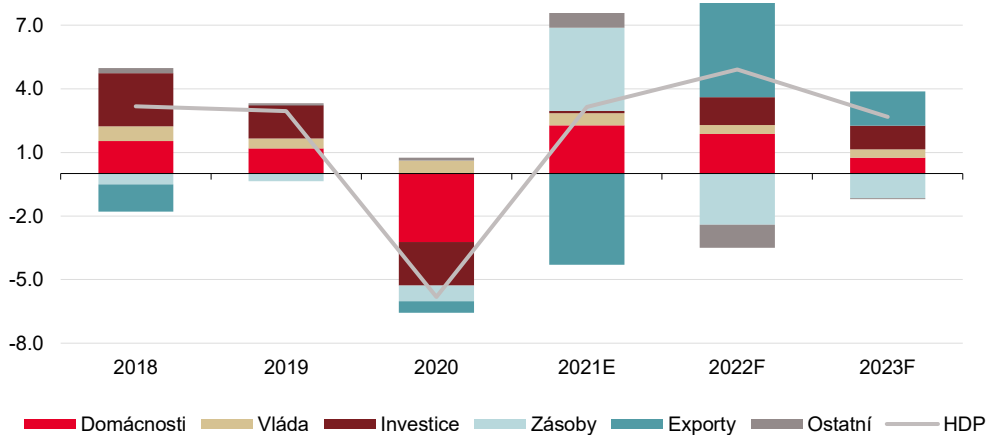


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Už brzy na předpandemické úrovni

Ekonomika ve druhé polovině loňského roku čelila silnému nedostatku výrobních komponent a ani obavy z další vlny pandemie zcela nevyprchaly. Růst HDP přesto pokračoval solidním tempem. Nezaměstnanost opět výrazně klesla. Inflační tlaky zesílily a přidal se silný nárůst cen energií, který se nyní se zpožděním přenáší na spotřebitele. Letošní růst ekonomiky by pozitivně mělo ovlivnit slábnutí potíží v dodávkách výrobních komponent. To by mělo přispět k očekávanému zpomalení inflace, ke kterému by mělo dojít i v důsledku pokračujícího zpříšňování měnové politiky. Pracovní trh ovšem zůstane utažený.

Růst HDP letos potáhne export, reálná spotřeba poroste pomaleji, klesat budou zásoby (% y/y)

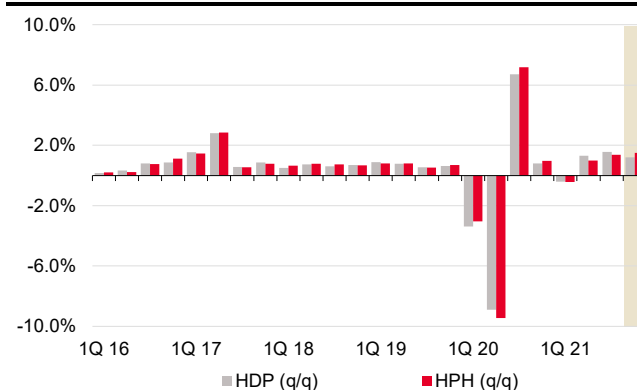


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ekonomika stále čelí nedostatku výrobních komponent

Růst ekonomiky ve třetím čtvrtletí dosáhl 1,6 % q/q. S ohledem na oslabený průmysl, kterému chyběly komponenty do výroby, to byl překvapivě dobrý výsledek. Ovšem nebýt vysoké tvorby zásob, která ostatně s chybějícími výrobními vstupy souvisí, HDP by naopak klesalo. Produkce aut se kvůli chybějícím polovodičům v srpnu silně propadla a ve srovnání s produkcí

HDP od Q2 2021 pokračuje v solidním růstu



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

minulého roku byla až do října ani ne poloviční. V listopadu ale došlo k výraznému navýšení subdodávek a růstu průmyslové výroby a za celé čtvrtletí lze očekávat výrazný pozitivní impuls do tvorby hrubé přidané hodnoty. Růst ekonomiky naopak může být z druhé strany tlumen nižší tvorbou zásob (vyskladňování dokončených vozů). Na straně spotřebitelů došlo v průběhu čtvrtého čtvrtletí k poklesu spotřebitelské důvěry. Důvodem byla zrychlující inflace včetně skokového zdražení energií na pozadí krachu některých jejích dodavatelů. Současné narůstaly obavy z dopadu další vlny pandemie (varianty omikron). Přesto ale v období do listopadu nedošlo k poklesu maloobchodních tržeb, což byla reálná obava. Nadto

jsme pozorovali pokračující svižný růst v sektoru služeb, který z hlediska celkových tržeb dosáhl v listopadu své předkrizové úrovně. Dosud přitom v porovnání se zbytkem ekonomiky v tomto ohledu zaostával. V souhrnu za čtvrté čtvrtletí počítáme se zpomalením mezičtvrtletního růstu ekonomiky na 1,2 %, což by znamenalo zrychlení meziročního tempa na 3,7 % z předchozích 3,3 %.

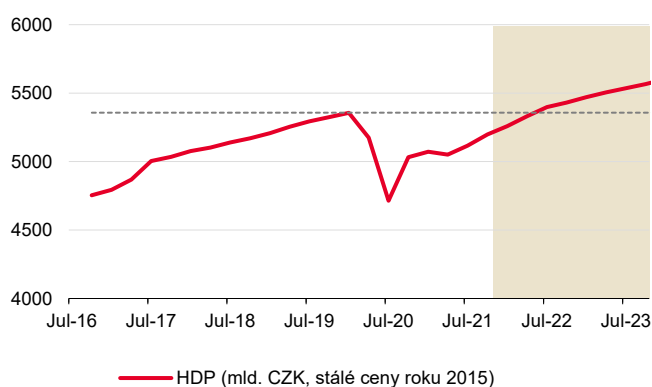
Návrat výrobních komponent a materiálů do výroby je klíčovým předpokladem a rizikem prognózy české ekonomiky.

Pro vývoj ekonomiky v dalších čtvrtletích bude stále podstatné, do jaké míry bude docházet k obnovám dodávek komponent do výroby. V prognóze z října 2021 jsme předpokládali, že se situace bude v první polovině letošního roku zlepšovat jen pomalu a s odezněním potíží v subdodávkách jsme počítali až pro druhou polovinu 2022. Data z konce loňska indikují šanci na dřívější odeznívání těchto potíží již od letošního prvního čtvrtletí. To by mělo umožnit výrazný růst průmyslové produkce, a to zejména výroby aut, která ovlivňuje i ostatní průmyslová odvětví a částečně i služby. Nicméně potíže se subdodávkami zcela letos pravděpodobně nevymizí. Nejistota tohoto předpokladu je ale značná a předpoklad o zlepšení subdodávek je i hlavním rizikem této prognózy.

Návrat HDP na předkrizovou úroveň letos ve druhém čtvrtletí

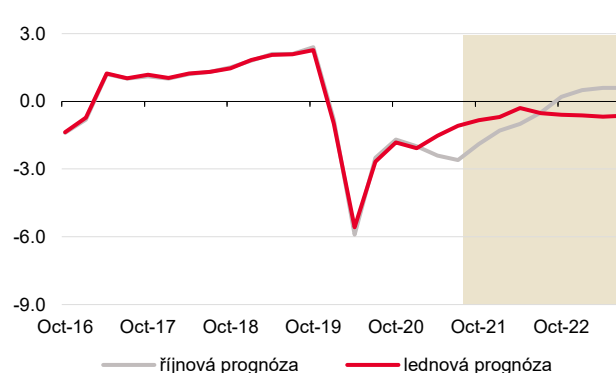
Rychlejší růst ekonomiky ve druhé polovině minulého roku a předpoklad rychlejšího uvolňování odběratelsko-dodavatelských řetězců by měl umožnit dřívější dosažení předpandemické úrovně HDP. S tím počítáme již ve druhém čtvrtletí, což je ve srovnání s předchozí prognózou o jeden kvartál dříve. Za celý rok 2021 by růst ekonomiky měl dosáhnout 3,1 % a v letošním roce čekáme zrychlení na tempo 4,9 %. K vysokému údaji by měla napomoci stále relativně nízká srovnávací základna. Z hlediska pozice ekonomiky v rámci cyklu počítáme s postupným uzavíráním záporné mezery výstupu v průběhu první poloviny letošního roku. V minulé prognóze jsme ovšem následně počítali s postupným otevíráním pozitivní mezery výstupu, zatímco nyní čekáme naopak opětovné mírné otevírání záporné mezery výstupu až do roku 2024. K tomuto vývoji přispěje utaženější měnová politika v letech 2022–2023.

Návrat HDP na předkrizovou úroveň v 2Q 22 (mld. CZK)



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

Mezera výstupu zůstane nepatrně záporná (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

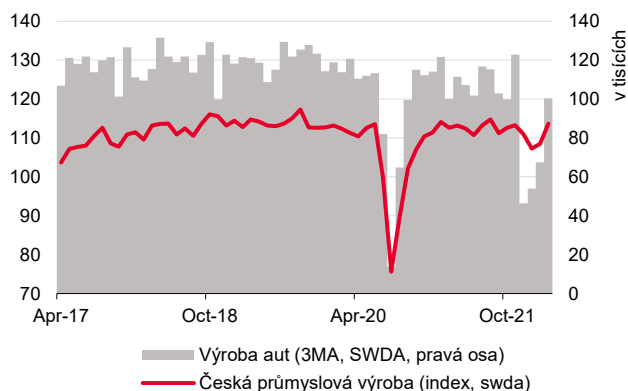
Automobilkám dorazily čipy a výroba prudce stoupla. Oproti předpandemické úrovni je ale stále výrazně nižší.

Dodávky čipů rozjedou průmysl

V listopadu 2021 došlo k prudkému navýšení průmyslové produkce o 4,5 % meziměsíčně. Klíčovým důvodem byl sektor výroby aut. Jeho produkce se v meziročním srovnání přehoupla do 6% růstu. Nicméně oproti listopadu 2019 byla tato úroveň stále o téměř 15 % nižší. Automobilový sektor má v tomto smyslu „co dohánět“. Celkově za rok 2021 klesla výroba osobních automobilů oproti roku 2020 o 4,1 % a jejich export o 4,7 %. Pokles mezi rokem 2020 a 2019 pak činil 19,2 % v případě produkce a 19,9 % u exportu. Tento vývoj naznačuje, jak silný by mohl být nárůst v tomto sektoru v případě obnovy dodávek materiálů a komponent nutných do výroby, a to zejména polovodičů. Největší český

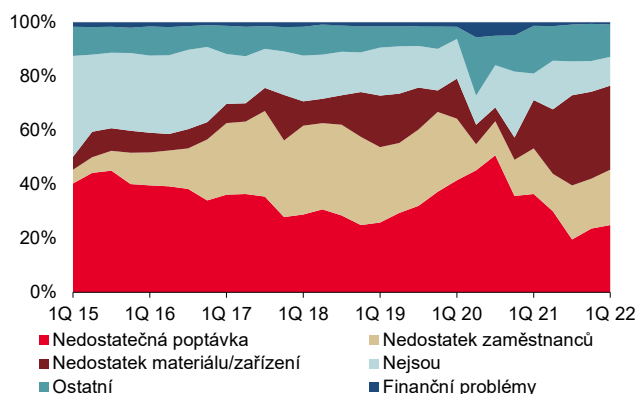
výrobce automobilů Škoda Auto oznámil obnovení výroby a tím pádem i brzké dokončování desítek tisíc dosud nekompletních aut. Anekdotické zprávy hovoří o dostatku komponent až do února. Odhadovat, jak budou dodávky pokračovat, je samozřejmě značně nejisté. Situaci stále v globálním měřítku ovlivňuje pandemie Covid-19.

Výroba aut se sbírá ze dna



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

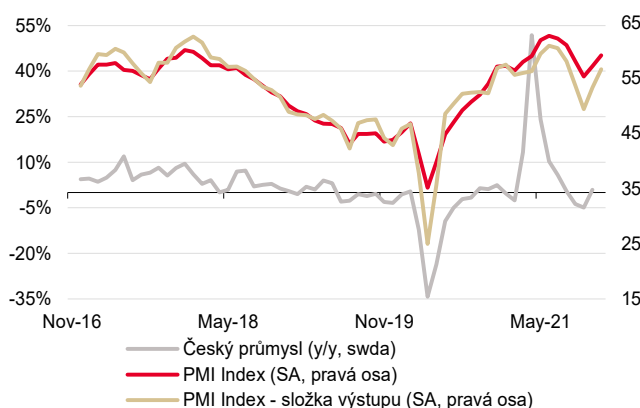
Bariéry růstu průmyslu



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

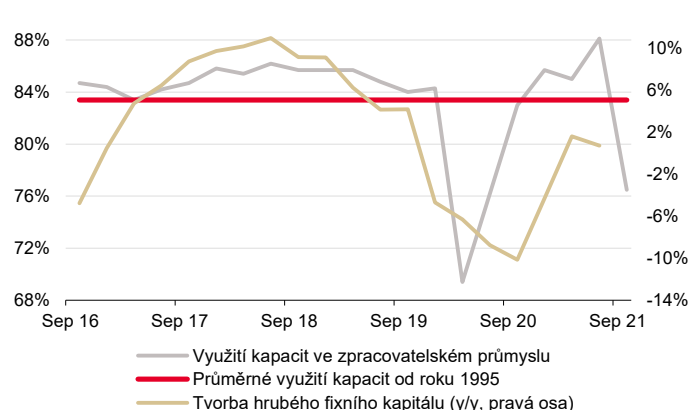
V souhrnu za čtvrté čtvrtletí odhadujeme růst průmyslové výroby o 1,6 % q/q. V prvním čtvrtletí počítáme s jejím mezikvartálním tempem 3,4 %. S expanzí počítáme i v dalších čtvrtletích, ovšem za podmínky dostatečných dodávek výrobních komponent. Pro celý letošní rok naše prognóza počítá s růstem průmyslové výroby o 7,8 %. Růst za minulý rok bude blízko 8,5 %, což na první pohled vypadá jako silný údaj, ale srovnává se s obdobím prvního roku pandemie a plošných uzávěr ekonomiky včetně průmyslu. **Připomeňme, že předpandemická úroveň průmyslové produkce byla dosažena už na podzim roku 2020. Od té doby víceméně stagnovala až do léta loňského roku. Následoval pokles a teprve v listopadu silný růst.**

Předstihové indikátory ukazují růst výroby



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

Využití kapacit vykreslí W



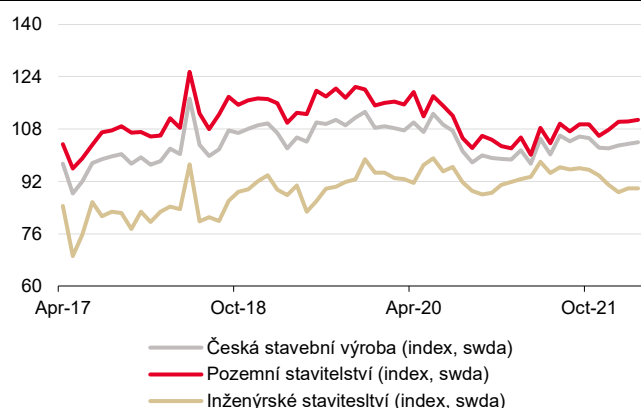
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Stavebnictví by letos mělo být podpořeno zlepšením dodávek materiálů a také prostředky z EU fondů.

Nedostatek výrobních materiálů se ve druhé polovině loňského roku negativně podepisoval i na vývoji ve stavebnictví. I zde došlo k útlumu, a to při současném nárůstu cen stavebních materiálů. Jejich meziroční zdražení koncem roku 2021 dosáhlo výrazných 17,0 %. Zrychlil i meziroční růst cen stavebních prací na 8,3 %. Odhadujeme, že za loňský rok rostla přidaná hodnota v oblasti stavebnictví skromným tempem pod 1 %. Očekávané zmírnění problémů s dodávkami materiálů by v letošním roce mělo přispět k její rychlejší expanzi. K tomu významně přispějí také EU fondy a veřejné investice, což jsme blíže popisovali již v červencovém vydání prognózy. Největším limitem tak pravděpodobně i nadále

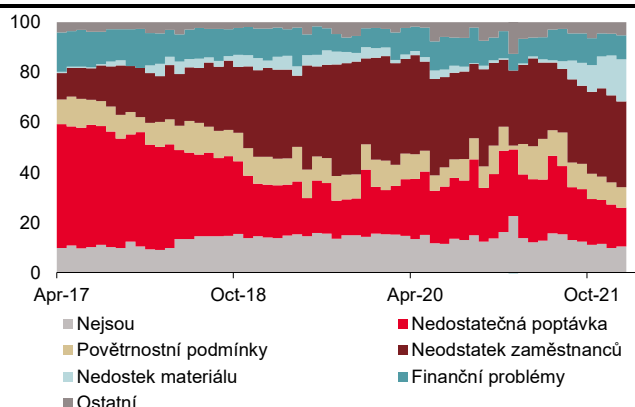
bude nedostatek pracovníků. **Pro letošek čekáme tempo růstu stavební produkce o 5,9 % a v příštím roce nad 9 %.**

Stavebnictví v průměru stagnuje (2010 = 100)



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

Bariéry růstu ve stavebnictví



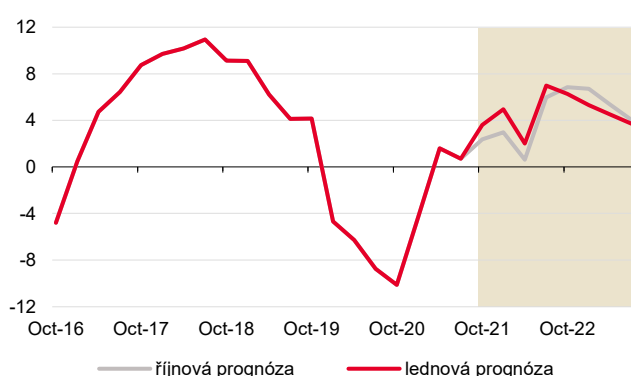
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Růst spotřeby domácností letos zpomalí.

Spotřebu domácností brzdí inflace

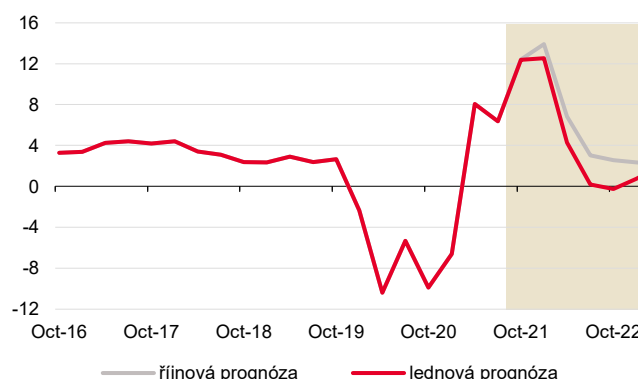
Po rozvolnění protipandemických opatření na jaře roku 2021 spotřeba domácností rychle vzrostla. Její mezičtvrtletní reálný růst činil 7,2 % q/q ve druhém čtvrtletí a 4,3 % q/q ve čtvrtletí třetím. Propad spotřebitelské důvěry na podzim minulého roku v souvislosti s prudkým nárůstem cen energií a částečně i zvýšeným pandemickým rizikem indikuje oslabení výdajů domácností. Ovšem vývoj maloobchodu a služeb do listopadu ukazuje spíše na pokračování jejich růstu pomalejším tempem. **Za celý rok 2021 byla pravděpodobně spotřeba domácností druhým největším tahounem růstu ekonomiky, když na prvním místě bude zřejmě tvorba zásob.** V průběhu letošního roku počítáme s pomalejší expanzí spotřeby domácností zejména v jeho první polovině. V reálném vyjádření čekáme na mezikvartální bázi dokonce v Q1 a Q2 mírný pokles. Na domácnosti bude negativně doléhat vyšší inflace i obava z jejího dalšího růstu. Přesto bude příspěvek k letošnímu růstu HDP z hlediska výdajové strany druhý nejvyšší.

Růst investic zrychlí (% , y/y)



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

Spotřebu domácností přibrzdí inflace (% , y/y)



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

Hlavním tahounem HDP na straně výdajů by měl být v letošním roce čistý export. Bilance zahraničního obchodu se v loňském roce smrštila téměř na nulu, když celoroční výsledek stahovaly deficity v jeho druhé polovině. Náš předpoklad uvolňování dodavatelských řetězců a silící průmyslové výroby včetně produkce automobilů by měl vést k opětovnému navýšení přebytku obchodní bilance a přispívat tak silně k expanzi HDP. V loňském roce byl vývoj exportu z pohledu příspěvků k HDP naopak hlavní brzdou ekonomiky. **Významné pozitivní**

příspěvky, na rozdíl od slabšího roku 2021 a propadu v roce 2020, čekáme v případě investic do fixního kapitálu. Tomu by mělo napomoci odeznívání potíží v subdodávkách a také cyklus EU fondů, o kterém jsme pojednávali v předminulé prognóze. V letošním roce tak čekáme růst fixních investic o 5,0 % a v příštím roce o 4,2 %. Naopak růst HDP oproti předešlému roku by měla významně omezovat slabá tvorba zásob.

V souhrnu jsme pro letošek zvýšili odhad růstu české ekonomiky na 4,9 % z dříve odhadovaného tempa 3,5 %. Důvodem je především lepší vývoj ekonomiky ve druhé polovině loňského roku a očekávané rychlejší odeznívání problémů v subdodávkách do výroby. **Pro příští rok jsme naopak prognózu snížili na 2,7 % z předchozích 4,0 %.** Zde je důvodem především efekt očekávané přísnější měnové politiky v letech 2022 a 2023.



Jaromír Gec
(420) 222 008 598
jaromir_gec@kb.cz

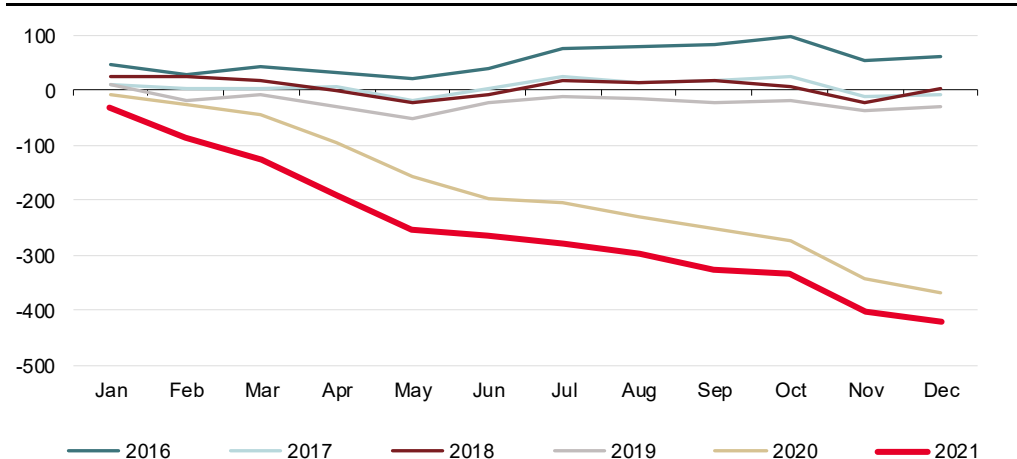
Fiskální politika: na cestě k nižším deficitům

V loňském roce skončil státní rozpočet v rekordním deficitu 419,7 mld. CZK, což bylo o něco více, než očekávala naše říjnová prognóza. Vedle toho municipality loni hospodařily s rekordním přebytkem, zatímco zdravotní pojišťovny byly tvrdě zasaženy dodatečnými výdaji spojenými s pandemií. Letos prozatím očekáváme i přes aktuální rozpočtové provizorium deficit státního rozpočtu ve výši 300 mld. CZK. To v kombinaci s pokračujícím přebytkem municipalit celkově dle nás povede ke snížení deficitu veřejných financí na 3,9 % HDP a jeho konsolidace bude probíhat i v následujících letech. Veřejný dluh by přitom měl dosáhnout vrcholu v roce 2024 na úrovni 43,5 % HDP.

Zvýšené výdaje loni prohloubily deficit na rekordní úroveň

Hospodaření vlády skončilo loni deficitem 419,7 mld. CZK (6,8 % HDP). Celkové příjmy vzrostly meziročně o 0,8 % a výdaje o 3,5 %.

Vývoj státního rozpočtu (mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Na příjmové straně sice narostlo inkaso daně z příjmu právnických osob i z DPH. To bylo ale do značné míry kompenzováno mj. menším výběrem daní z příjmu fyzických osob v důsledku zrušení superhrubé mzdy a zvýšením slevy na poplatníka, jehož dopad do státního rozpočtu Ministerstvo financí odhaduje na 56,7 mld. CZK. Na nárůstu výdajové strany se podílely především sociální dávky, výrazně též narostly transfery zdravotním pojišťovnám a významný byl rovněž vliv podpůrných programů souvisejících s pandemií.

Pro letošní rok prozatím očekáváme deficit státního rozpočtu ve výši 300 mld. CZK. To je i v souladu s momentálním očekáváním Ministerstva financí. Návrh rozpočtu pro letošní rok by přitom měl být představen do konce února a aktuální rozpočtové provizorium by tak mohlo

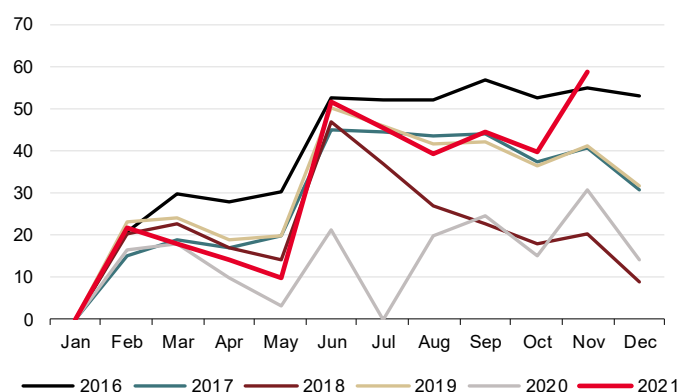
skončit na konci března. Vzhledem k velikosti loňského rozpočtu, podle kterého v době rozpočtového provizoria musí vláda hospodařit, však tento stav podle nás nepředstavuje pro ekonomiku významné riziko.

Municipality loni v rekordním přebytku, zdravotní pojišťovny dohnal covid

Ke konci listopadu se hospodaření municipalit vyhouplo do přebytku 58,6 mld. CZK, což je historicky rekordní úroveň. Nejvíce se na tom podepsaly daně z příjmů a transferů ze státního rozpočtu. V závěru roku však roste dočerpávání některých výdajů v čele s investicemi. Tudiž očekáváme za celý minulý rok zhoršení dosavadního přebytku municipalit na 50 mld. CZK. Oproti naší říjnové prognóze jsme tak zlepšili odhadovaný přebytek o 10 mld. CZK. V příštím roce pak očekáváme snížení přebytku na 40 mld.

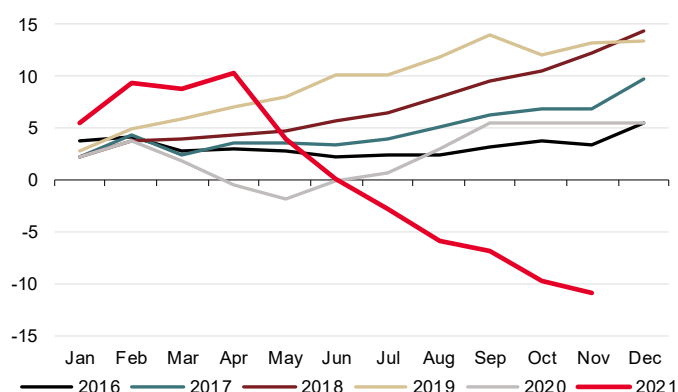
Zdravotní pojišťovny naopak loni do hlubokého deficitu stáhly zvýšené náklady spojené s pandemií, které se proplácely se zpožděním. Listopadový výsledek hospodaření ukázal prohloubení deficitu na -10,9 mld. CZK, což je nejhorší výsledek v historii. Loňský deficit tak odhadujeme na konečných 12,5 mld. CZK. Letos by se však s útlumem pandemie měly zdravotní pojišťovny navrátit opět do mírného přebytku ve výši 5 mld. CZK.

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

Dynamika veřejných financí

	2020	2021e	2022f	2023f	2024f	2025f
Bilance veřejných financí (% HDP)	-6,1	-6,4	-3,9	-2,6	-1,5	-0,8
Fiskální úsilí (pb HDP)	-3,8	-0,9	1,7	1,0	1,1	1,3
Veřejný dluh (mld. CZK)	2 153,0	2 572,7	2 872,7	3 097,7	3 247,7	3 347,7
Veřejný dluh (% HDP)	37,8	42,0	42,1	43,4	43,5	42,8

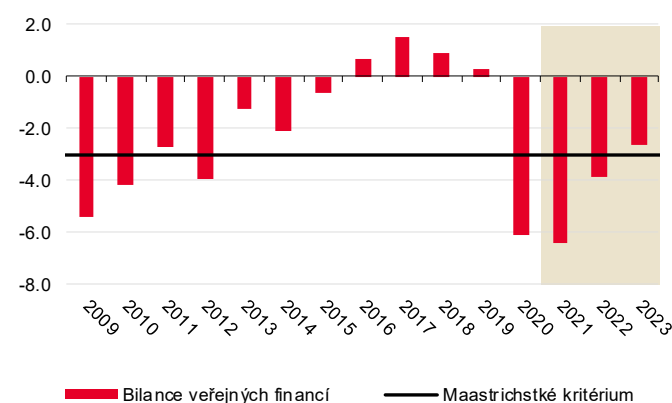
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ministerstvo financí, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Letošní hospodaření veřejných financí podle nás skončí s výrazně menším deficitem oproti loňsku. Konsolidace hospodaření vlády by měla pokračovat i v dalších letech. Veřejný dluh přitom dosáhne vrcholu v roce 2024.

Deficit veřejných financí loni dosáhl vrcholu

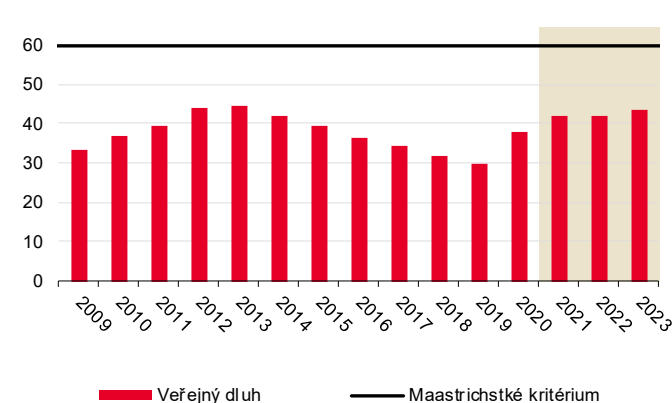
Vzhledem ke zvýšené nejistotě spojené s rozpočtovým provizoriem náš aktualizovaný výhled pro celé veřejné finance doznal jen mírných úprav. Celkový deficit by tak měl letos dosáhnout 3,9 % HDP podle metodiky ESA2010, což je o 2,5 pb méně než loni. Hlavním důvodem pro zmírnění deficitu by měl být lepší makroekonomický vývoj a s tím spojené vyšší daňové inkaso. Ve směru nižšího deficitu veřejných financí by i letos mělo působit tradičně přebytkové hospodaření municipalit. Postupná konsolidace veřejných financí by měla pokračovat i v příštím roce, kdy by se deficit měl snížit na 2,6 % HDP. Zadlužení veřejného sektoru by letos mělo lehce vzrůst na 42,1 % HDP a v roce 2023 dosáhnout úrovně 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



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

Trh práce zůstává velmi utažený

Expanze české ekonomiky vedla k dalšímu výraznému snížení míry nezaměstnanosti. Počet volných pracovních míst dosahuje rekordních hodnot. Míra nezaměstnanosti se podle nás již nachází pod rovnovážnou úrovní a letos se ještě lehce sníží. V roce 2023 již čekáme její mírné zvýšení. V letošním roce vytváří přehřátý trh práce tlak na růst průměrné mzdy. Její tempo čekáme letos na solidních 7,5 %. Kvůli vysoké inflaci by ale i takový nominální růst představoval v reálném vyjádření pokles.

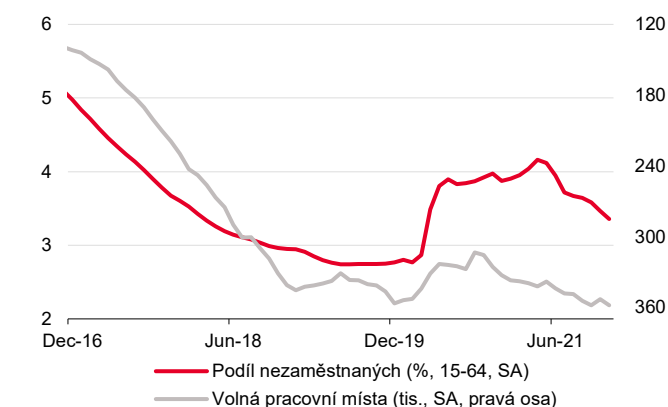
Trh práce naráží na své limity.

Míra nezaměstnanosti v metodice MPSV v prosinci po sezónním očištění činila 3,5 %. V meziročním srovnání tak byla o půl procentního bodu nižší. Vrcholu po pandemii dosáhla nezaměstnanost v dubnu loňského roku na úrovni 4,2 % a od té doby postupně klesá. Důvodem poklesu je expanze ekonomiky a vysoká poptávka po nových zaměstnancích. Snížení míry nezaměstnanosti za uplynulé čtvrtletí bylo opět mírně rychlejší, než ukazovala předchozí prognóza. Počet volných pracovních míst dosáhl lokálního dna v říjnu roku 2020 a od té doby rostl až na rekordních 360 tisíc v září 2021. Jejich následné snížení je pouze důsledkem nástupu zimy a s tím spojeného konce sezónních prací. Po sezónním očištění se naopak jejich úroveň ještě mírně zvýšila.

V metodice ILO činila v listopadu míra nezaměstnanosti 2,2 %. Z pohledu námi odhadované rovnovážné míry nezaměstnanosti poblíž 3 % to představuje indikaci přehřívajícího se trhu práce. Kromě implikací pro vyšší dynamiku mezd a potažmo inflace, a tedy i utaženější měnovou politiku, se proto domníváme, že prostor pro pokles míry nezaměstnanosti pro letošní rok je relativně malý. **V metodice MPSV čekáme v jarních měsících podíl počtu nezaměstnaných mírně pod 3 %.** V roce 2023 čekáme naopak v souvislosti s očekávaným zpomalením růstu ekonomiky její mírné zvýšení.

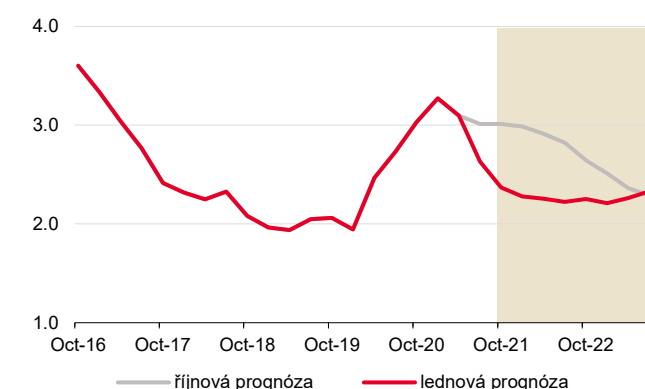
Růst průměrné mzdy ve třetím čtvrtletí zpomalil v meziročním vyjádření na 5,7 % z předchozího tempa 11,4 %. K růstu přispíval jak soukromý, tak i veřejný sektor. Mezičtvrtletní tempo růstu mezd ovšem mírně (o 30 bb) zrychlilo na 1,5 %. Důvodem meziročního zpomalení tak byla vyšší srovnávací základna z třetího čtvrtletí roku 2020, kdy ekonomika zaznamenala významné oživení, a také odeznění vlivu druhého kola mimořádných odměn vyplacených v průběhu druhého čtvrtletí ve zdravotnictví a sociální péči. Ve čtvrtém čtvrtletí počítáme s mírným zpomalením mezičtvrtletní dynamiky průměrné mzdy. Za celý loňský rok odhadujeme růst průměrné nominální mzdy o 6,4 %, což by znamenalo zvýšení o 2,5 % po očištění o inflaci. Hlavním tahounem byl pravděpodobně veřejný sektor.

Počet volných pracovních míst je rekordní (MPSV)



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

Prostor pro další snížení nezaměstnanosti je malý (ILO, %, SA)

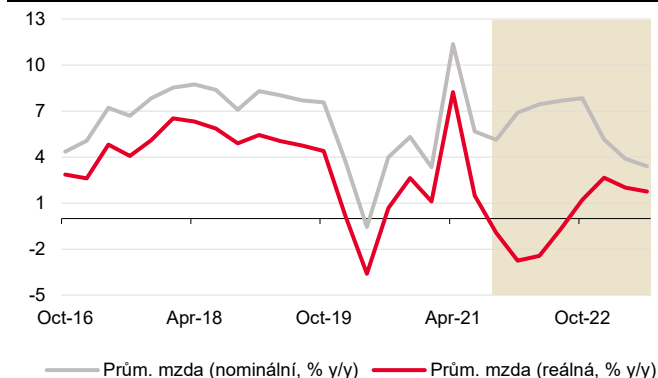


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Letošní růst průměrné mzdy
podpoří především veřejný sektor.

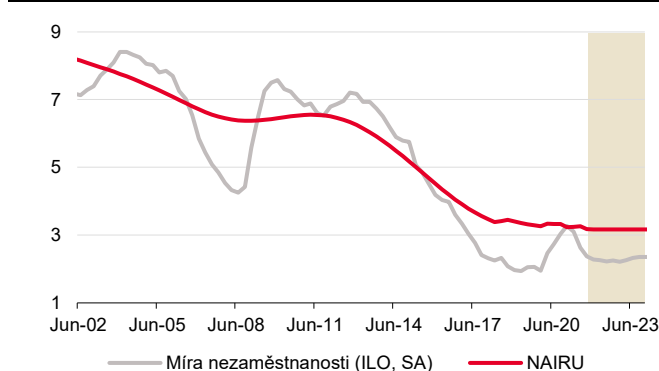
V letošním roce by k růstu mezd měl přispět spíše soukromý sektor, ačkoliv vyjednávání o mzdách s sebou nesou značnou nejistotu. V případě veřejné sféry lze opět počítat s navýšením mezd ve zdravotnictví o 6 %, pedagogové si polepší kolem 2 %. Další profese ve veřejné sféře dostanou navíc 700 Kč a úředníkům byly platy zmrazeny. Je tak pravděpodobné, že mzdový růst letos potáhne spíše soukromý sektor, který kvůli utaženému trhu práce a zvýšené inflaci čelí zvýšeným mzdovým požadavkům. Na druhou stranu finanční kondice a nejistý výhled řady podniků neumožní pravděpodobně takový mzdový růst, který by inflaci překonal. Nelehkou situaci podniků budou do určité míry brát v potaz i odboráři při mzdových vyjednáváních. Rozdíly mezi profesemi se tak pravděpodobně letos budou výrazněji zvětšovat.

Průměrná mzda letos reálně klesne (% y/y), ...



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

...nicméně tlak na její nominální růst sílí (%)



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

V průměru pro letošek počítáme s růstem průměrné mzdy v ČR o 7,5 %, což při naší odhadované inflaci ve výši 8,8 % znamená její reálný pokles o 1,2 %. Pokud by letošní tempo růstu nominálních mezd bylo citelně vyšší, implikovalo by to oproti naší prognóze potřebu ještě utaženější měnové politiky. V příštím roce čekáme růst reálných mezd v průměru kolem 2 %, především kvůli zpomalení inflace.

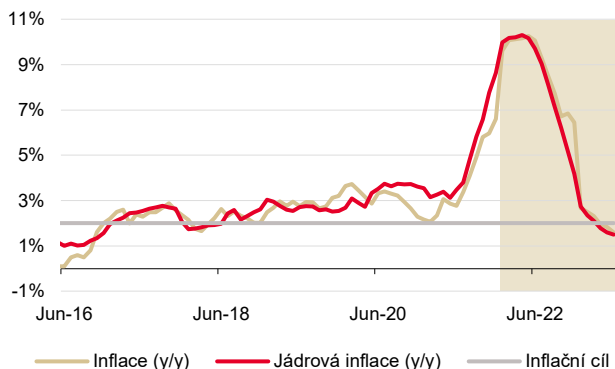
Inflace míří na 10 %

Od spotřebitelských cen očekáváme na začátku letošního roku další významný nárůst. Meziroční růst spotřebitelských cen se pravděpodobně bude v první polovině roku nacházet blízko 10 %. Nejistota cenového vývoje na počátku roku je značná. Ve druhé polovině roku čekáme výrazné zpomalování inflace z vysokých úrovní. Klíčovým předpokladem i zde je odeznívání problémů s dodávkami zboží a komponent do výroby.

Jádrová inflace zatím stále zrychluje.

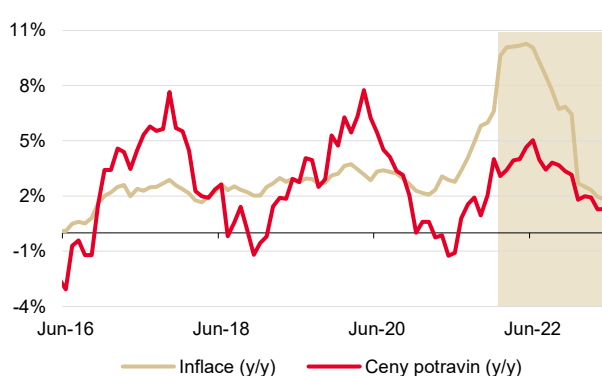
Meziroční růst spotřebitelských cen ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku zrychlil na 6,1 % z předchozího tempa 4,1 % a překonal tak opět veškeré odhady. Důležité je, že došlo k dalšímu urychlení růstu jádrových cen, které nezahrnují volatilní položky potravin a energií. Jejich anualizovaná meziměsíční dynamika dosáhla ve čtvrtém čtvrtletí více než 12 % (SA). Meziroční růst ke konci minulého roku činil 8,6 %. S ohledem na fakt, že řada firem provádí změny ceníků na začátku roku a velké množství z nich oznámilo zdražení, očekáváme další zvýšení meziměsíční anualizované dynamiky jádrové inflace v prvních měsících letošního roku nad 15 % (SA). Její meziroční tempo by se tak posunulo nad 10 %. Na cenách se tak dále projeví předchozí zdražení u producentů, kdy se firmy budou snažit část zvýšených nákladů přenést na koncové spotřebitele, dále pak efekt silící poptávky dané utaženým trhem práce a růstem nominálních příjmů. Očekávat lze stále silný vliv nákladů spojených s bydlením, a to i bez regulovaných cen energií. K tomu bude zatím přispívat i tzv. imputované nájemné, jehož příspěvek k meziroční inflaci činil v posledních měsících lehce přes jeden procentní bod. Nejistota cenového vývoje na začátku roku je velmi vysoká a relativně snadno můžeme tentokrát vidět i překvapení v řádu jednotek procentních bodů. Dynamika pravděpodobně zůstane nadprůměrně vysoká i v nejbližších měsících, nicméně ve druhé polovině roku čekáme její výrazné slábnutí. Důvodem je globální odeznívání problémů ve výrobních řetězcích, které se dosud projevovaly v omezené nabídce, a dále pak utaženější měnová politika a zpomalení růstu cen nemovitostí. Rizikem působícím ve směru rychlejšího růstu spotřebitelských cen by bylo výraznější přelítí vyšší inflace do růstu nominálních mezd.

Meziroční inflace míří k 10 %



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

Růst cen potravin také zrychlí



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

Pro letošní rok předpokládáme pokles ceny ropy pod 80 USD/barel.

Cena ropy Brent během čtvrtého čtvrtletí dosáhla v průměru necelých 80 USD/barel, což bylo v souladu s naším očekáváním. Pro letošní rok sice SG zvýšila předpokládanou cenu ropy, nicméně i tak v horizontu roku čeká mírné zlevnění k 75 USD/barel, přičemž tržní konsensus je podobný. I přes námi očekávané posilování dolaru by tak vývoj ceny ropy měl postupně začít působit desinflačně. Nutno ovšem dodat, že již na začátku ledna se cena ropy zvýšila do blízkosti 90 USD/barel a indikuje proinflační riziko zejména pak ve vztahu k cenám ostatních energií (především plynu), jejichž dodávky mohou být pro letošní zimu ohrožené.

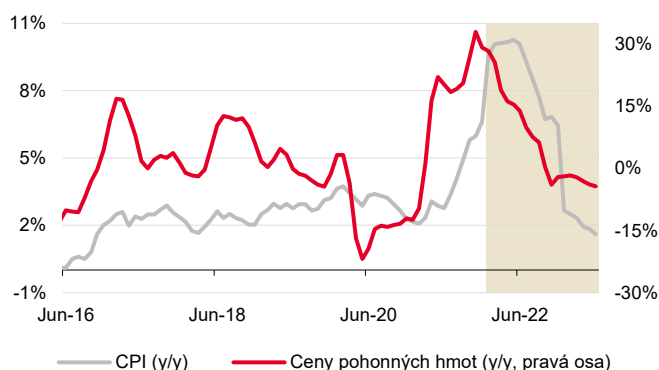
Růst cen potravin byl v loňském roce relativně slabý, když v průměru nedosáhl ani 1 %. Ke konci roku se ale jejich zdražování mírně urychlilo. Na počátku letošního roku počítáme

s jejich výraznějším zdražením, které již v řadě případů avizovali producenti reagující na zvyšování nákladů včetně vyšších cen energií. Za celý rok čekáme jejich průměrné zdražení o 4 %. Připomeňme, že ceny potravin jsou značně proměnlivé a zprávy některých producentů ze začátku roku indikují proinflační riziko v případě výraznějšího zdražování.

Ceny energií letos přidají přes 20 %.

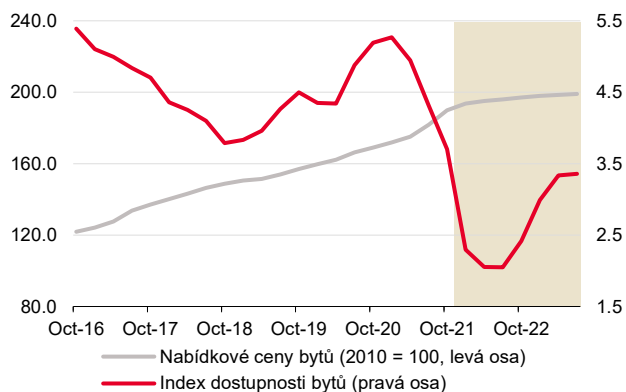
Regulovaným cenám energií jsme se věnovali detailněji v minulé prognóze z října 2021. Již tehdy bylo zjevné, že se silný růst tržních cen energií bude přenášet na spotřebitele, což se naplno projeví v lednu. V souvislosti s tehdejší reakcí politiky jsme po odpuštění plateb DPH za energie předpokládali jejich dočasný přesun do snížené sazby DPH. To se nenaplnilo. Efekt odpuštění DPH měl záporný dopad do meziroční inflace ve výši přibližně jednoho procentního bodu. V inflaci za leden tak uvidíme přesně opačný efekt a k tomu avizované navyšování cen dodavateli. Do celkového cenového vývoje stále můžou zasáhnout přesuny mezi dodavateli. Celkově jsme se však od října posunuli ve směru ještě o něco vyššího růstu cen energií. Důvodem jsou ohlášené ceníky a také další vývoj tržních cen. **Před koncem roku došlo k dalšímu silnému nárůstu cen u energií, zejména plynu. Výše se ovšem drží i ceny silové elektřiny a emisních povolenek.** Pro letošek může růst cen elektřiny dosahovat až 26 % a u plynu cca 24 %. Meziroční údaje na konci roku budou silně ovlivněny loňským odpouštěním DPH. Po letošním cenovém skoku pro rok 2023 počítáme s mírně nižším růstem, ale obecně počítáme s rychlejším rostoucím trendem z důvodu příklonu k „zelené“ energii, mezi jejíž charakteristiky patří vyšší cena (bez zahrnutí externalit) a nižší spolehlivost. **Další položkou, která inflaci navýší, jsou tradičně vyšší spotřební daně na tabák a alkohol.** Pro další roky je možnost jejich vyššího růstu, což by sice implikovalo potřebu vyšších úrokových sazeb, ale ve světle výše uvedených nejistot jde v tuto chvíli o druhořadý vliv.

Ceny u čerpacích stanic dál vzrostly



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

Zpomalení růstu cen nemovitostí přispěje k poklesu inflace



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

V souhrnu očekáváme, že meziroční míra inflace bude vrcholit v období od dubna až do května letošního roku úrovněmi mírně nad 10 %. Uvolňování odběratelsko-dodavatelských řetězců by mělo vést k nižším finančním tlakům jak v domácí ekonomice, tak ve světě, což navíc implikuje nízkou „dováženou“ inflaci. Pro eurozónu počítáme v letošním roce s průměrnou mírou inflace na úrovni 3,5 % a v roce 2023 opětovné podstřelení 2% inflačního cíle ECB. Z domácích faktorů by ke zpomalení inflace měla přispět i významná decelerace růstu cen ve stavebnictví a cen nemovitostí, což se odrazí na nižším příspěvku imputovaného nájemného. **Očekávané zmírnění cenových tlaků by mělo vést k výrazné desinflaci zejména ve druhé polovině letošního roku.** Tou dobou se navíc její meziroční vyjádření setká s rostoucí srovnávací základnou z letoška a měli bychom tak vidět její rychlý sestup. Návrat pod 3 % y/y ale čekáme až v průběhu roku 2023. **Celkově odhadujeme, že inflace v průměru letos dosáhne 8,8 % a v příštím roce zpomalí na 1,9 %, přičemž jádrová inflace bude činit 2,0 % po letos odhadovaném tempu 8,3 %.**

Rizika: Chybějící komponenty stále na prvním místě

Předpokládáme, že s očkováním významné části obyvatelstva (63 %) i jeho 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 letošního roku budou slábnout problémy v dodávkách komponent a materiálů do výroby. 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.
- **Cenový vývoj a jeho vliv na ekonomiku** Nejistota cenového vývoje je zvýšená. A rizikem je i dopad aktuální rychlejší inflace do inflačních očekávání, mezd a také do reálné ekonomiky. Cenový vývoj zejména v případě plynu by mohla nepříznivě ovlivnit i geopolitická situace v souvislosti s vývojem kolem Ukrajiny.
- **Odliv kapitálu z rozvíjejících se trhů** Období utahování měnové politiky amerického Fedu může přinést výrazné změny v globálních kapitálových tocích a přispět k vyšší volatilítě devizových trhů, což by se mohlo dotknout i kurzu české koruny s dopadem na úrokové sazby a inflaci.
- **Fiskální politika** Nová vláda slibuje fiskální konsolidaci. Pokud by skutečně prosadila restriktivnější rozpočty pro roky 2023 a dál, než se kterými počítáme, implikovalo by to nižší úrokové sazby případně větší posílení české koruny vůči euru, nežli předpokládáme.
- **Další vlny pandemie a mutace** V našem základním scénáři nepočítáme s opětovným uzavíráním jednotlivých sektorů ekonomiky. Nicméně pandemie zůstává i nadále rizikem. Další vlny pandemie by mohly opětovně zhoršit problémy v odběratelsko-dodavatelských řetězcích s negativním vlivem na HDP, a naopak pozitivním na inflaci.

Tabulka prognózy

	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	2020	2021	2022	2023	2024	2025
HDP a jeho struktura														
HDP (reálně, y/y, %)	3,3	3,7	5,6	5,5	4,5	4,0	3,3	2,5	-5,8	3,1	4,9	2,7	2,5	2,5
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	6,4	12,4	12,5	4,3	0,2	-0,2	0,8	1,9	-7,0	4,9	3,9	1,7	1,6	2,5
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	3,6	1,0	1,7	2,7	2,2	1,7	2,1	2,0	3,4	2,8	2,1	2,0	1,6	1,7
Fixní investice (reálně, y/y, %)	0,7	3,6	5,0	2,0	7,0	6,3	5,3	4,5	-7,5	0,4	5,0	4,2	4,4	3,6
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	-8,2	-7,9	0,9	4,7	7,6	6,0	1,9	2,0	-0,5	-4,3	4,8	1,6	0,2	0,1
Zásoby (příspěvek do y/y)	6,6	3,8	-0,9	-1,0	-4,6	-3,1	-1,8	-2,1	-0,7	3,9	-2,4	-1,2	0,1	-0,1
Měsíční data z reálné ekonomiky														
Zahraniční obchod (mld, CZK)	-53	-22	35	21	4	12	44	37	180	5	72	120	129	122
Vývozy (nominálně, y/y, %)	3,6	4,4	3,0	4,1	11,6	4,8	6,6	2,8	-5,7	13,5	5,8	3,9	3,9	3,3
Dovozы (nominálně, y/y, %)	17,0	15,8	6,5	3,6	5,1	1,5	5,9	1,3	-6,9	19,5	4,1	2,8	3,8	3,6
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	-1,3	1,9	4,4	7,0	11,0	8,7	6,8	1,4	-7,1	8,5	7,8	3,1	3,5	2,6
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	1,3	4,1	-5,2	6,6	10,3	12,1	15,0	9,0	-5,1	0,8	5,9	9,4	4,8	2,1
Maloobchod (reálně, y/y, %)	3,6	9,5	10,0	1,7	2,1	0,5	2,5	2,7	-0,6	4,8	3,6	2,1	1,6	2,8
Trh práce														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	5,7	5,1	6,9	7,5	7,7	7,8	5,2	3,9	3,1	6,4	7,5	3,9	3,5	5,3
Mzdy (reálně, y/y, %)	1,5	-0,9	-2,8	-2,4	-0,7	1,2	2,7	2,0	0,0	2,5	-1,2	1,9	1,9	3,3
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	3,5	3,5	3,5	3,0	3,1	3,4	3,4	3,0	3,6	3,7	3,2	3,3	3,4	3,4
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,7	2,4	2,3	2,2	2,4	2,2	2,3	2,2	2,6	2,8	2,3	2,3	2,4	2,5
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	0,4	0,7	1,7	1,8	0,8	0,9	0,1	0,1	-1,3	-0,3	1,3	0,0	-0,1	-0,1
Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu														
Inflace (y/y, %)	4,1	6,1	9,9	10,1	8,4	6,5	2,4	1,8	3,2	3,8	8,8	1,9	1,6	1,9
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,2	-0,7	0,3	0,2	0,2	1,0	0,3	0,4	0,0	-0,1	0,4	0,4	0,1	0,1
Jádrová inflace (y/y, %) (*)	4,8	7,7	10,0	10,1	8,2	5,1	2,4	1,8	3,4	4,8	8,3	2,0	2,1	2,0
Ceny potravin (y/y, %) (*)	1,4	2,3	3,5	4,6	3,6	3,5	1,9	1,3	4,5	0,8	3,8	1,2	0,5	1,3
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*)	19,4	29,6	24,6	16,8	9,9	-0,3	-1,3	-3,9	-11,4	15,3	12,8	-2,9	-2,2	-0,6
Regulované ceny (y/y, %)	0,3	-0,9	9,3	10,0	9,7	12,4	2,2	1,6	3,2	-0,1	10,4	1,9	2,1	2,5
Ceny v průmyslu (y/y, %)	9,0	12,8	12,2	10,4	7,1	3,4	1,8	1,0	0,1	7,1	8,3	1,3	1,4	1,8
Finanční proměnné														
2W Repo (% , průměr)	0,7	2,3	4,2	4,8	5,0	4,3	3,6	2,6	0,8	0,9	4,6	2,8	2,5	2,5
3M PRIBOR (% , průměr)	0,9	2,8	4,6	5,1	5,1	4,3	3,5	2,7	0,9	1,1	4,8	2,9	2,7	2,7
CZK/EUR (průměr)	25,5	25,4	24,5	24,8	25,0	24,8	24,8	24,7	26,5	25,7	24,8	24,6	24,0	23,8
Vnější prostředí														
HDP v EMU (reálně, y/y, %)	3,9	5,2	6,2	4,8	3,2	2,8	2,6	2,3	-6,5	5,6	4,3	2,3	1,9	1,6
HDP v Německu (reálně, y/y, %)	2,5	2,5	5,7	4,9	3,7	3,4	2,7	2,0	-4,9	3,0	4,4	2,0	1,6	1,4
CPI v EMU (y/y, %)	2,8	4,6	4,4	4,2	3,3	2,0	1,3	1,4	0,3	2,6	3,5	1,5	1,5	1,7
Ropa Brent (USD/bbl, průměr)	74,8	78,2	80,0	80,0	75,0	75,0	74,9	75,0	42,4	70,2	77,5	75,1	75,9	77,2
Euribor 1Y (% , průměr)	-0,5	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	0,0	0,2	0,4	-0,3	-0,5	-0,2	0,5	1,2	1,8
USD/EUR (čtvrtletí eop, roky průměr)	1,18	1,15	1,11	1,09	1,10	1,10	1,12	1,14	1,14	1,18	1,10	1,15	1,20	1,24

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

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

ČNB Focus



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

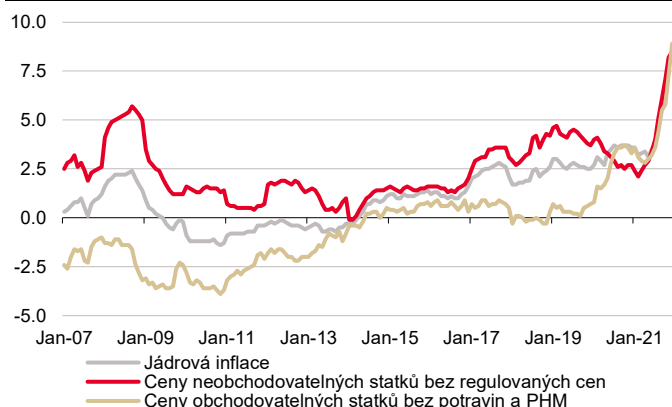
Úrokové sazby na úrovni 5 % budou jen dočasnou záležitostí

Centrální banka bude pravděpodobně v následujících měsících pokračovat se zvyšováním úrokových sazeb. Na blížícím se únorovém zasedání očekáváme, že zvedne repo sazbu o dalších 75 bb. Následovat budou dvě standardní zvýšení o 25 bb v březnu a květnu, kdy by sazby měly dosáhnout svého vrcholu na úrovni 5 % oproti současným 3,75 %. Důvodem pro jejich další růst jsou přetrvávající inflační tlaky, které by však měly ve druhém letošním pololetí výrazně slábnout. Ke konci roku tak podle nás bude ČNB muset sazby začít opět snižovat. Ve druhém čtvrtletí 2023 již očekáváme repo sazbu poblíž politicky neutrálních 2,5 %. V opačném případě by mohlo v příštím roce dojít naopak k podstřelení inflačního cíle.

Centrální banka v prosinci zvýšila úrokové sazby o 100 bb, tedy dvojnásob oproti tomu, na co ukazovala její listopadová prognóza. Důvodem byla inflace, která byla na konci loňského roku o procentní bod vyšší, než ČNB čekala.

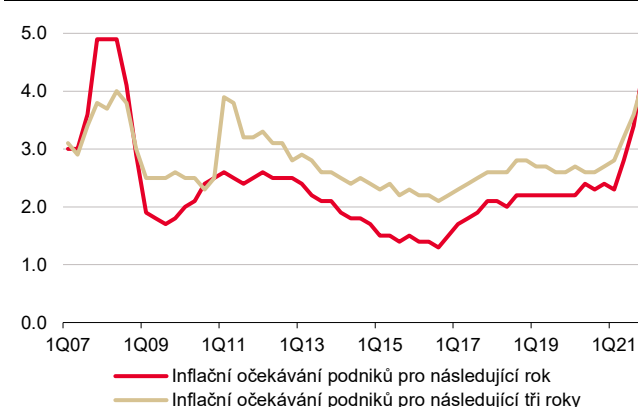
Česká národní banka pokračuje vlivem výrazné inflace s rychlým zvyšováním úrokových sazeb. Na posledním prosincovém zasedání zvedla základní repo sazbu o celý jeden procentní bod na výsledných 3,75 %. To bylo opět nad mediánem tržních očekávání. V loňském roce tak úrokové sazby vzrostly v souhrnu o dechberoucích 350 bb. Ještě vyšší však bylo tempo, jakým rostla inflace. Ta v prosinci dosahovala meziročních 6,6 %, zatímco se ještě na začátku loňského roku pohybovala v blízkosti centrální bankou cílených 2 %. Růst spotřebitelských cen je tak nejvyšší od roku 2008. Ač banka ve své poslední prognóze z listopadu s dalším zrychlováním inflace v průběhu závěrečného čtvrtletí loňského roku počítala, jeho razancí byla nakonec překvapena. V prosinci byla inflace oproti prognóze ČNB o procentní bod vyšší. To byl hlavní důvod, proč centrální bankéři přistoupili k výraznějšímu navýšení repo sazby, než jaké indikovala jejich prognóza. Ta pro prosinec počítala s růstem úrokových sazeb o 50 bb.

Jádrová inflace v prosinci dále zrychlila na 8,6 %, když v rychlém růstu pokračovaly jak ceny služeb, tak i zboží (% , y/y)



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

Podle prosincového průzkumu ČNB očekávají nefinanční podniky v horizontu jednoho roku i tří let inflaci nad 4 % (% , y/y)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

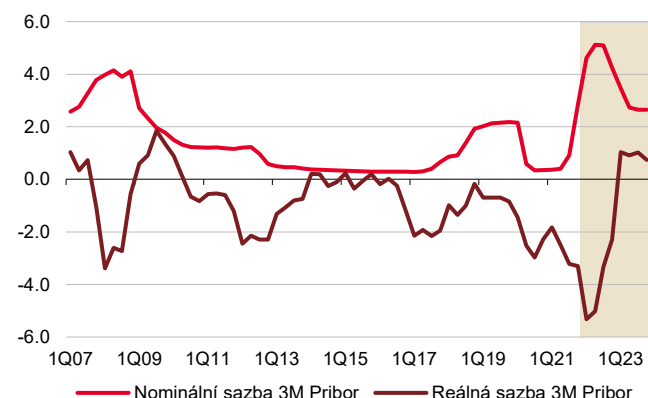
Spolu s inflací rostou nadále také inflační očekávání. Podle prosincového průzkumu centrální banky očekávají nefinanční podniky v horizontu jednoho roku inflaci ve výši 4,4 % y/y a v horizontu tří let pak 4,2 % y/y. Oproti údajům z loňského září, kdy podniky čekaly v ročním horizontu inflaci na úrovni 3,4 % a v tříletém 3,6 %, tak došlo k dalšímu poměrně výraznému nárůstu inflačních očekávání. V těch se promítá pokračující rychlý růst nákladů i napjatá situace na tuzemském trhu práce. Ceny průmyslových výrobců v eurozóně, které centrální banka používá jako hlavní indikátor dovážené inflace, se v posledních měsících pohybovaly výrazně nad její prognózou. ČNB tak v prosinci revidovala předpoklad meziročního růstu zahraničních výrobních cen v letošním roce z 6,0 % na 8,4 % při revizi loňského růstu z 9,0 % na 10,5 %. K dovážené inflaci rovněž přispívá oproti prognóze ČNB slabší kurz české koruny.

Ten ve čtvrtém čtvrtletí vůči euru činil v průměru 25,37, zatímco centrální banka čekala 25,00, tedy o 1,5 % silnější úroveň. Přetrvávající nejistotou z hlediska dalšího vývoje dovozních cen jsou poslední dobou velmi volatilní ceny komodit, zejména těch energetických.

ČNB na začátku letošního roku očekává inflaci v blízkosti 10 %. V lednu by podle ní měl meziroční růst spotřebitelských cen činit 9,2 % a v únoru dále zrychlit na 9,6 %.

ČNB ještě před zveřejněním nové prognózy uveřejnila odhad meziroční inflace pro první měsíce letošního roku, podle kterého by se měla pohybovat poblíž 10 %. Listopadová prognóza ČNB přitom předpokládala pro první letošní čtvrtletí růst spotřebitelských cen v průměru o 6,9 % y/y. K inflaci aktuálně nejvíce přispívá jádrová složka, konkrétně ze tří čtvrtin. Její dynamika v prosinci vystoupala na 8,6 % y/y. Ta z části zahrnuje vliv výše zmíněných nákladů, zároveň však odráží i robustní domácí poptávku. K té mimo jiné přispíval lepší vývoj ekonomiky ve druhé polovině loňského roku. Ve třetím čtvrtletí centrální banka očekávala mezičtvrtletní růst HDP o 0,8 % a ve čtvrtletí čtvrtém pak dokonce pokles o 1,1 %. Ekonomika však ve třetím čtvrtletí vzrostla mezičtvrtletně o 1,6 % a obdobně slušný byl zřejmě také závěr roku, kdy podle našeho odhadu přidala dalších 1,2 %. Více proinflační byl rovněž trh práce, když podíl nezaměstnaných osob byl v posledním loňském čtvrtletí oproti prognóze ČNB o 0,2 pb nižší. Výrazně vyšší byl naopak růst průměrné mzdy. Ten ve třetím čtvrtletí dosáhl v meziročním vyjádření 5,7 %, tedy zhruba trojnásobku tempa růstu produktivity práce, zatímco ČNB očekávala 4,7 %. Skutečnost, že se v jádrové inflaci nyní promítají jak dovážené, tak i čistě domácí cenové tlaky, dokládá její struktura. Podle té ceny obchodovatelných statků (především zboží) vzrostly v prosinci meziročně o 8,9 % a těch neobchodovatelných (převážně služby, včetně výrazného příspěvku nákladů na bydlení) o 8,5 %.

Úrokové sazby dosáhnou vrcholu 5 % v květnu, v reálném vyjádření však zůstanou až do konce roku 2022 záporné (%)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Na dočasné oslabení koruny od Q2 21 bude působit nárůst zahraničních úroků i spekulace trhu na snižování sazeb ČNB



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Úrokové sazby budou podle naší prognózy ještě dále růst a svého vrcholu ve výši 5 % dosáhnou v květnu. S ústupem silných inflačních tlaků by se však od konce letošního roku měly začít navracet k politicky neutrální úrovni poblíž 3 %.

Dvoutýdenní repo sazba podle nás v dalších měsících vzroste na 5 %, koncem roku by však již mělo docházet k jejímu opětovnému snižování. Na následujícím zasedání začátkem února čekáme, že ČNB bude ještě pokračovat ve výraznějším tempu utahování měnové politiky a zvedne úrokové sazby o dalších 75 bb. Poté by již podle naší prognózy měla následovat fáze jemného ladění spočívající ve dvou standardních zvýšení sazeb o 25 bb v březnu a květnu. To by v souhrnu mělo podle naší prognózy vyvážit výše uvedené faktory, které působí oproti listopadové prognóze ČNB (ve které čekala vrchol sazeb mírně nad 3 % v Q1 22) ve směru vyšší inflace. Vyšší úrokové sazby, které ČNB začala zvyšovat loni v červnu a jejichž nejsilnější vliv je v ekonomice zřejmý se zhruba ročním zpožděním, budou stále silněji růst spotřebitelských cen tlumit. V cenovém vývoji by se mělo se zpožděním odrazit také dosavadní posilování české koruny. Příznivě by mělo postupem času působit i postupné uvolňování dodavatelských řetězců, k němuž podle některých ukazatelů již nyní částečně dochází.

Očekáváme, že druhá polovina letošního roku již bude ve znamení významně nižších inflačních tlaků a nebude tak potřeba udržovat měnovou politiku výrazně utaženou. Slabší inflační tlaky by měly být patrné především optikou nižší meziměsíční dynamiky spotřebitelských cen, zejména jejich jádrové složky. Po zhruba půlročním vyčkávání se sazbami na úrovni 5 %, tak podle nás ČNB začne v posledním letošním čtvrtletí sazby opět snižovat. Z hlediska komunikace by centrální bance mělo pomoci i to, že meziroční inflace se bude pravděpodobně koncem roku pohybovat poblíž tolerančního pásma. K tomu přispěje také vyšší srovnávací základna z druhé poloviny loňského roku. Dvouprocentního cíle by pak měla dosáhnout v první polovině roku 2023. Náš predikční model indikuje, že pro udržení inflace v tolerančním pásmu bude muset ČNB snižovat sazby poměrně rychle. V opačném případě by v příštím roce mohlo dojít k podstřelení inflačního cíle. Naše trajektorie úrokových sazeb tak počítá s tím, že ty v průběhu druhého čtvrtletí roku 2023 dosáhnou 2,5 %, tedy zhruba politicky neutrální úrovně. V reálném vyjádření by se sazby měly po celý příští rok pohybovat v blízkosti rovnovážného jednoho procenta, a to zhruba po dekádě trvajících záporných či nulových reálných sazbách. Vzdálenější vývoj úrokových sazeb je však spojen s vyšší mírou nejistoty. Na jejich pozvolnější snižování může působit pomalejší odeznívání inflačních tlaků, v opačném směru by naopak mohla mít vliv výrazná restrikce fiskální politiky.

Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy



Jaromír Gec
(420) 222 008 598
jaromir_gec@kb.cz

Výnosy se blíží vrcholu

Tržní sazby zažily během posledních měsíců v návaznosti na překvapivě razantní zvyšování sazeb ČNB raketový růst a celá křivka tržních úrokových sazeb se tak ještě více invertovala. Krátký konec výnosové křivky podle nás v reakci na zvyšování sazeb ČNB ještě vzroste a k obratu dojde až ve druhé polovině letošního roku. Podmínky zajištění se s růstem sazeb výrazně zhoršily. Příležitost nabízí alespoň inverze celé křivky. Státní dluhopisy v prostředí přetrvávající silné poptávky a nízké nabídky v závěru roku výrazně zdražily vůči IRS. S větší emisní aktivitou sice očekáváme určité uvolnění v ASW. Nabídka dluhopisů však letos celkově oproti minulému roku poklesne a jejich výnosy tak zůstanou i nadále pod IRS. Přes počáteční rozpočtové provizorium, při kterém se rozpočet řídí loňským rekordním rozpočtem, totiž budou celkové výpůjční potřeby letos významně nižší.

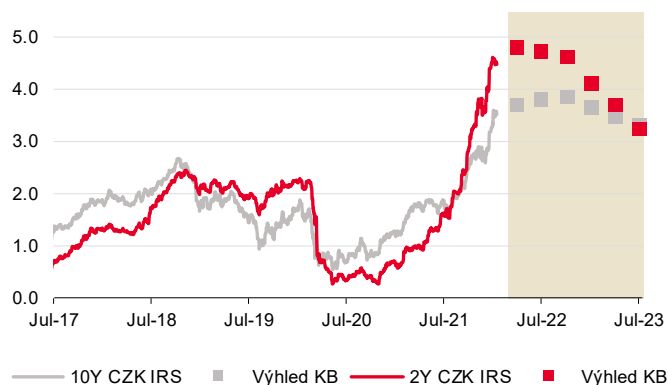
ČNB svižným zvyšováním sazeb vystřelila IRS křivku vysoko nad předcovidová maxima. Očekáváme další růst sazeb zejména na kratším konci křivky. Inverze křivky přetrvá minimálně po celý letošní rok do prvního snížení úrokových sazeb ČNB.

Trh českých sazeb IRS: Krátké výnosy ve vleku politiky ČNB

Tržní úrokové sazby zaznamenaly ve čtvrtém čtvrtletí a na začátku letošního roku další výrazný nárůst. Zrychlující inflace a nekompromisní a pro trhy překvapivě výrazná reakce centrální banky vedla na trzích ke skokovému navýšení výnosů. Jeho intenzita se nicméně napříč splatnostmi výrazně lišila. Změny v nastavení měnové politiky tradičně ovlivňují především výnosy s kratší splatností, což je dále podpořeno i očekávaným odezníváním inflačních tlaků ve druhé polovině letošního roku. Zatímco krátký konec křivky vyskočil od začátku října minulého roku o 230-250 bb, dlouhý konec o 90-170 bb.

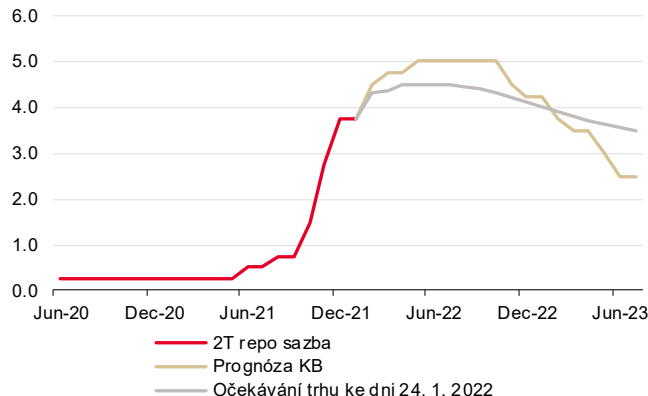
Finanční trhy v současnosti očekávají vrchol zvyšování úrokových sazeb ČNB na úrovni 4,5 % pro dvoutýdenní repo sazbu v horizontu 3-6 měsíců. Následně by však sazby měly jít ze svých vrcholů poměrně svižným tempem dolů. Již na přelomu letošního a příštího roku bychom podle současných očekávání měli vidět první snížení sazeb následované dalším výrazným uvolňováním měnových podmínek. Ve srovnání s trhem očekáváme pro několik nejbližších zasedání potřebu většího zpřísnění měnové politiky skrze úrokový kanál, jelikož v prostředí započatého zvyšování úrokových sazeb v USA předpokládáme menší zisky koruny. Vlivem odeznívajících inflačních tlaků nicméně v delším horizontu čekáme oproti trhu razantnější snižování referenčních sazeb ČNB k rovnovážné hodnotě (poblíž 2,5 %). Tého úrovně by dle nás dvoutýdenní repo sazba mohla dosáhnout již v polovině příštího roku.

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

Zahájení snižování sazeb ČNB na konci letošního roku napomůže k normalizaci tvaru výnosové křivky. Předpokládáme, že inverzní tvar si křivka udrží minimálně po celý letošní rok

a k jejímu narovnání dojde až v první polovině roku 2023 právě v souvislosti s obratem v měnověpolitických sazbách, který přinese snížení jejího krátkého konce.

Výhled pro CZK IRS (% , konec období)

	Q1 22f	Q2 22f	Q3 22f	Q4 22f	Q1 23f
2Y	4,80	4,70	4,60	4,15	3,70
5Y	4,25	4,25	4,25	3,90	3,65
10Y	3,70	3,85	3,85	3,65	3,50

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prohloubení inverze křivky jako příležitost k zajištění

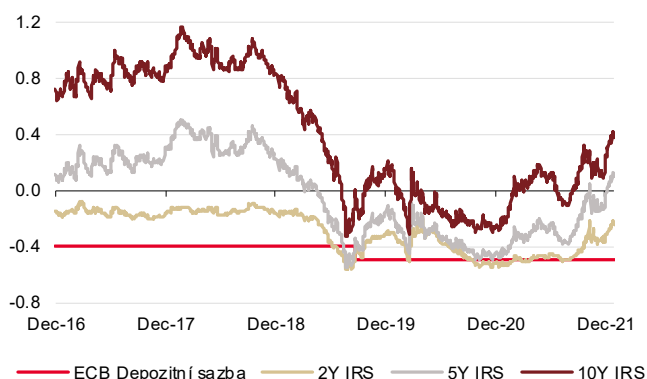
Vzhledem k výraznému nárůstu IRS křivky během posledních měsíců se podmínky zajištění úrokového rizika razantně zhoršily a prozatím nevidíme příliš možností k významnějšímu poklesu ze současných úrovní. Určitou příležitost tak lze aktuálně spatřit pouze v prohloubení inverze celé IRS křivky, což zlepšuje 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. Určitou příležitost přes nedávný nárůst výnosů nabízí i eurový trh. Nicméně i zde se očekává nárůst výnosů, a tak se podmínky pro zajištění úrokového rizika budou v následujících měsících dále zhoršovat.

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

		Maturita						
		6M	1Y	18M	2Y	3Y	5Y	10Y
Forward	Spot	4.58	4.67	4.49	4.42	4.17	3.91	3.48
	3M	4.88	4.70	4.50	4.37	4.12	3.87	3.45
	6M	4.79	4.50	4.37	4.20	4.00	3.78	3.39
	9M	4.41	4.30	4.16	4.04	3.88	3.69	3.34
	1Y	4.10	4.15	3.97	3.90	3.78	3.61	3.28
	18M	4.11	3.90	3.80	3.74	3.66	3.49	3.22
	2Y	3.61	3.64	3.59	3.58	3.54	3.37	3.15
	3Y	3.48	3.51	3.48	3.48	3.40	3.22	3.09

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ke dni 24. 1. 2022

Eurové sazby pokračují v růstu (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Poptávka po dluhopisech zůstává vysoká, což pomůže držet výnosy pod IRS křivkou.

Nabídka CZGB bude letos menší, avšak stále výrazná

Menší deficit státního rozpočtu oproti loňskému rekordu povede ke snížené nabídce CZGB. Momentálně předpokládáme, že letos skončí státní rozpočet v deficitu ve výši 300 mld. CZK, což by znamenalo potřebu emitovat dluhopisy za zhruba 400 mld. CZK. Aktuálně nicméně panuje ohledně vývoje rozpočtu v letošním roce výrazná nejistota způsobená dočasným rozpočtovým provizoriem a nejasným rozpočtovým plánem nové vlády. Pro následující rok je navíc rizikem i míra fiskální konsolidace.

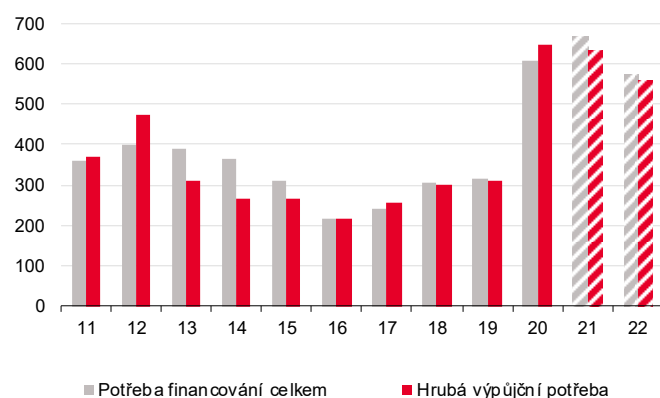
Očekáváme, že potřeba financování pro letošní rok dosáhne 573,5 mld. CZK (8,4 % HDP), což by znamenalo významný pokles oproti loňským 668,4 mld. CZK (10,9 % HDP). Stejně jako v minulých letech předpokládáme, že by mělo zejména v průběhu prvního pololetí dojít k oživení nabídky v rámci primárních aukcí s cílem zajistit prostředky mj. na výdaje spojené s dluhopisy splatné v letošním roce. Zvýšená nabídka by měla alespoň dočasně vést k určitému uvolnění tlaku na drahé státní dluhopisy vůči IRS křivce.

Potřeba a zdroje financování (v mld. CZK)

	2022	
	MinFin	KB
Saldo státního rozpočtu	300,0	300,0
Převod a další operace finančních aktiv státu	0,0	0,0
Splátky státních dluhopisů v domácí měně	145,4	145,4
Splátky státních dluhopisů v cizí měně	74,3	74,3
Splátky a předčasné splátky spořicí dluhopisů	0,0	0,0
Splátky instrument peněžního trhu	50,6	50,6
Splátky pokladničních poukázek		33,3
Splátky ostatních nástrojů peněžního trhu		17,3
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	3,2	3,2
Potřeba financování celkem	573,3	573,5
Nástroje peněžního trhu		20,0
Pokladniční poukázky		20,0
Ostatní nástroje peněžního trhu		0,0
Hrubá emise CZGB v domácí měně	Min. 350-400	404,3
Hrubá emise CZGB v cizí měně		91,6
Hrubá emise eurobondů		0,0
Hrubá emise spořicí dluhopisů		41,1
Přijaté zápůjčky a úvěry (vč. EUR)		0,0
Operace finančních aktiv a řízení likvidity		17,4
Zdroje financování celkem		573,5
Hrubá výpůjční potřeba		556,1
Čistá emise CZGB		258,0

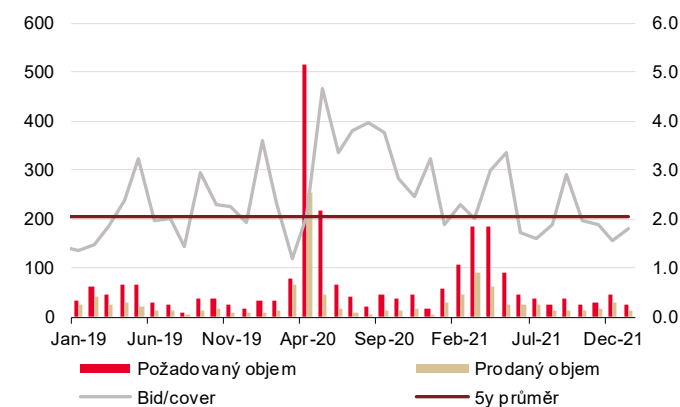
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Potřeba financování (mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Primární trh CZGB (mld. CZK)



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

Prognóza výnosů CZGB (konec období)

	Q1 22f	Q2 22f	Q3 22f	Q4 22f	Q1 23f
Výnos 2Y CZGB (%)	4,10	4,05	3,85	3,35	3,10
Výnos 5Y CZGB (%)	3,60	3,65	3,60	3,30	3,15
Výnos 10Y CZGB (%)	3,30	3,45	3,50	3,30	3,20
10Y CZGB ASW (bb)	-42	-38	-35	-38	-28

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výnosy CZGB by měly vrcholit ve druhé polovině letošního roku

Výnosy státních dluhopisů, obdobně jako IRS, v závěru loňského a začátku letošního roku strmě rostly. Ve splatnostech do 5 let od začátku čtvrtého čtvrtletí zhruba v rozsahu 130-190 bb, zatímco dlouhý konec křivky přibližně o 100 bb. Vzhledem k relativně nízké nabídce CZGB a přetrvávající silné poptávce však nárůst nebyl takový jako v případě IRS křivky a CZGB výrazně zdražily v ASW vyjádření. Přestože očekáváme určité sblížení

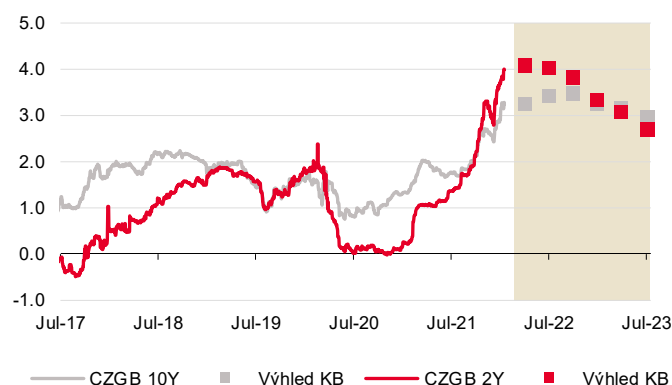
dluhopisových výnosů a swapů v důsledku zmiňované vyšší emisní aktivity v průběhu letošního prvního pololetí, výnosy CZGB zůstanou podle nás ve srovnání s IRS křivkou i nadále viditelně nižší. Při odhlédnutí od dočasných pohybů v asset swap spreadech daných zejména nestejnou emisní aktivitou v průběhu roku očekáváme, že výnosy státních dluhopisů budou ve zbytku roku víceméně kopírovat pohyby IRS. Svého vrcholu by tak měly dosáhnout ve druhé polovině letošního roku a poté by měly stejně jako IRS s delší splatností začít klesat do blízkosti dlouhodobě rovnovážných hodnot.

Přehled ratingu hlavních agentur pro Českou republiku

	Domácí závazky	Výhled	Zahraniční závazky	Výhled	Další hodnocení
S&P	AA	STABLE	AA-	STABLE	29. 4. 2022
Moody's	Aa3	STABLE	Aa3	STABLE	4. 2. 2022
Fitch	AA-	STABLE	AA-	STABLE	6. 5. 2022

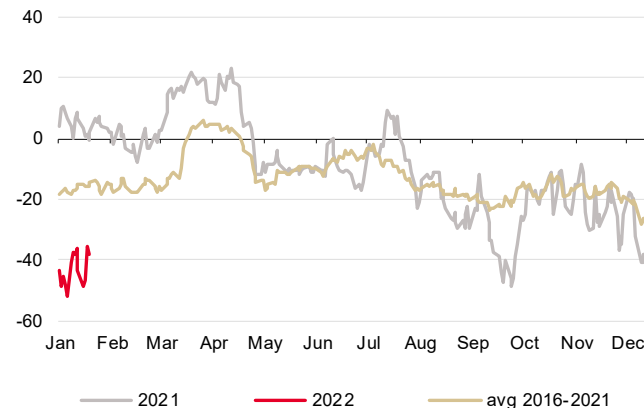
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prognóza výnosů CZGB (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

10y CZGB ASW (bb)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

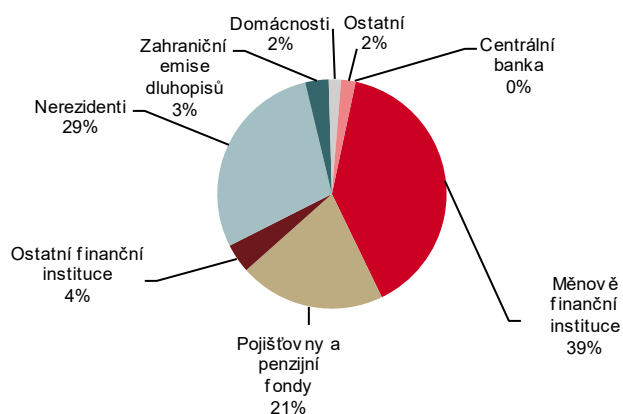
Přehled českých státních dluhopisů

Government bond overview										Rich-cheap analysis													
Bond	Dur.	Issued last 90D	Issuance limit	Yield	Δ1W	Δ1M	FX hedged	ASW	Δ1W	Δ1M	Min	90D	Max	Z-Score	Rank	Spline spread	Rank	Carry Roll 90D	Rank				
0.10 Apr-22	0.2	0.0	100%	4.48	21	150	-0.13	22	12	47	-65	<div><div></div><div></div><div></div></div>	80	1.2	4	-17.8	1	NA	NA				
4.70 Sep-22	0.6	0.0	100%	4.08	20	105	-0.82	-51	23	68	-159	<div><div></div><div></div><div></div></div>	-51	1.6	2	11.3	19	-21.2	18				
0.45 Oct-23	1.7	0.0	80%	3.94	17	62	-0.51	-43	14	13	-92	<div><div></div><div></div><div></div></div>	-25	1.6	3	0.4	11	-12.5	17				
5.70 May-24	2.1	0.0	100%	3.84	17	70	-0.38	-52	19	29	-110	<div><div></div><div></div><div></div></div>	-38	1.8	1	-1.2	9	-10.9	15				
0.00 Dec-24	2.8	0.0	34%	3.64	8	73	-0.30	-53	7	30	-102	<div><div></div><div></div><div></div></div>	-33	1.1	5	9.2	17	-11.1	16				
1.25 Feb-25	2.9	0.0	100%	3.66	10	51	-0.24	-58	12	-1	-89	<div><div></div><div></div><div></div></div>	-30	0.2	7	4.3	15	-10.5	14				
2.40 Sep-25	3.4	0.0	76%	3.54	15	41	-0.18	-55	12	-11	-78	<div><div></div><div></div><div></div></div>	-22	-0.1	8	6.8	16	-9.9	13				
1.00 Jun-26	4.2	0.0	100%	3.53	5	51	-0.02	-46	6	2	-76	<div><div></div><div></div><div></div></div>	-27	0.5	6	-1.7	8	-8.2	12				
0.25 Feb-27	4.9	0.0	83%	3.42	6	47	0.00	-53	9	-12	-69	<div><div></div><div></div><div></div></div>	-18	-0.5	18	2.2	12	-7.5	11				
2.50 Aug-28	5.9	0.0	94%	3.37	7	53	0.18	-44	15	-8	-61	<div><div></div><div></div><div></div></div>	-13	-0.4	13	-5.3	3	-5.7	10				
2.75 Jul-29	6.5	9.9	101%	3.31	8	47	0.24	-45	17	-18	-62	<div><div></div><div></div><div></div></div>	-9	-0.7	19	-3.5	7	-5.2	9				
0.05 Nov-29	7.6	0.0	57%	3.30	7	48	0.30	-32	14	-12	-49	<div><div></div><div></div><div></div></div>	-7	-0.3	12	-4.0	6	-4.5	8				
0.95 May-30	7.7	0.0	100%	3.29	8	48	0.34	-31	13	-15	-50	<div><div></div><div></div><div></div></div>	-7	-0.3	11	-4.7	5	-4.3	7				
1.20 Mar-31	8.3	0.0	100%	3.27	10	52	0.42	-27	13	-14	-46	<div><div></div><div></div><div></div></div>	0	-0.4	16	-5.0	4	-3.7	6				
1.75 Jun-32	9.1	8.9	67%	3.18	8	53	0.47	-31	8	-11	-47	<div><div></div><div></div><div></div></div>	-6	-0.4	15	2.7	13	-3.3	5				
2.00 Oct-33	10.1	8.1	100%	3.22	9	52	0.61	-23	11	-14	-45	<div><div></div><div></div><div></div></div>	5	-0.4	14	-0.1	10	-2.6	4				
4.20 Dec-36	11.1	0.0	100%	3.23	6	54	0.77	-26	8	-16	-49	<div><div></div><div></div><div></div></div>	2	-0.3	10	3.2	14	-2.1	2				
1.95 Jul-37	12.8	0.0	10%	3.17	0	55	0.73	-25	1	-15	-45	<div><div></div><div></div><div></div></div>	4	-0.5	17	9.7	18	-2.0	1				
1.50 Apr-40	15.0	0.0	40%	3.32	5	58	0.88	-6	6	-11	-31	<div><div></div><div></div><div></div></div>	20	-0.2	9	-6.4	2	-2.1	3				

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

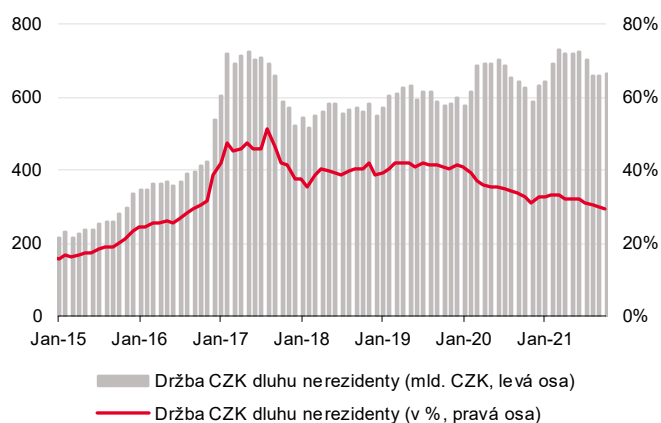
Pozn.: Detailní popis v aktuálním vydání CZGB Auction Alert

Držba státních dluhopisů podle typu držitele (listopad 2021)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podíl nerezidentů dále klesá



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Korunový devizový trh



Jaromír Gec
(420) 222 008 598
jaromir_gec@kb.cz

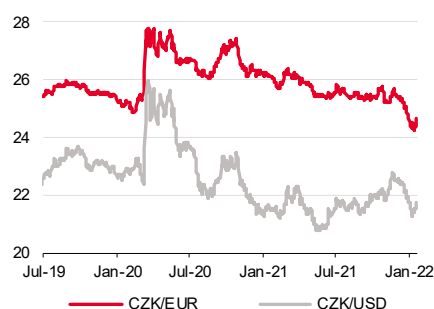
Dolar nedovolí koruně výrazněji posílit

Rostoucí tržní úrokové sazby a vývoj amerického dolaru budou podle nás i nadále hlavními hybateli dalšího směřování koruny. Rekordně rozevřený úrokový diferenciál bude tlačit korunu k silnějším úrovním. Proti tomu bude působit americký dolar, který vůči euru ze současných hodnot ještě dále posílí. Očekáváme, že koruna tak celkově se zahájením normalizace sazeb Fedu nejprve zkoriguje zisky z počátku letošního roku a přiblíží se zpět k úrovni 25,0 CZK/EUR. Následně bude mírně posilovat k hodnotě 24,8, které dosáhne na konci letošního roku. Rekordní hodnoty úrokového diferenciálu současně tlačí forwardové body k novým maximům. Výrazné posílení spotového kurzu na přelomu roku nicméně znamená, že podmínky zajištění pro exportéry se aktuálně znatelně zhoršily a k jejich dílčímu zlepšení dojde zřejmě až s námi předpokládanou korekcí koruny. Jako největší riziko stále vnímáme vývoj amerického dolaru.

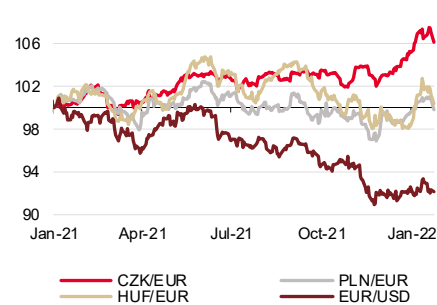
Koruna posiluje vlivem rekordního úrokového diferenciálu

Měny středoevropského regionu byly ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku pod tlakem sílícího dolaru vůči euru, razantní zvyšování úrokových sazeb regionálních centrálních bank však tento vliv vykompenzovalo. Nárůst úrokových sazeb byl jedním z hlavních důvodů, proč polský zlotý a maďarský forint na přelomu roku umazaly předchozí ztráty, které odrážely právě zejména sílící dolar. Ještě výraznější vliv měl rekordně rozevřený úrokový diferenciál na korunu, která k euru v prostředí rychlého zvyšování úrokových sazeb ČNB od konce listopadu stabilně posilovala a v lednu byla dokonce nejsilnější za poslední dekádu. Finanční trhy očekávají, že do poloviny letošního roku korunové sazby ještě vzrostou, aby se následně kormidlo měnové politiky obrátilo a ČNB začala sazby opět snižovat k rovnovážným úrovním. Koruna tak bude podle nás z vyšších úrokových sazeb těžit zejména v první polovině letošního roku. Od druhého čtvrtletí by nicméně měl proti silnější koruně výrazně působit zpevňující dolar.

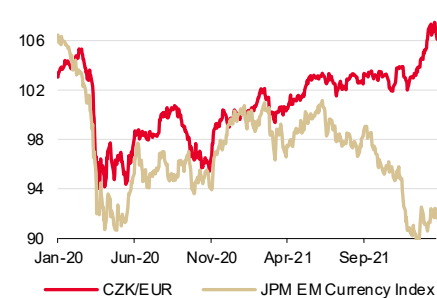
Vývoj kurzu koruny



Vývoj ve středoevropském regionu



Koruna odolává globálnímu vývoji



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, KB

1.1.2021 = 100

1.1.2021 = 100

Naši prognózu kurzu koruny jsme revidovali pro H1 22 k silnějším úrovním, pro zbytek roku naopak. Na konci roku očekáváme dosažení hodnoty 24,80 CZK/EUR a v polovině příštího roku posílení na 24,70 CZK/EUR. Hlavními faktory vývoje bude síla amerického dolaru a úrokový diferenciál.

Stejně faktory budou hrát klíčovou roli i v následujících měsících. Od posledního vydání posouváme naši prognózu kurzu koruny zejména pro první letošní čtvrtletí k silnějším úrovním vlivem vyššího vrcholu sazeb ČNB v rámci současného cyklu utahování měnové politiky. Následně však podle nás bude tuzemská měna výrazně zisky v návaznosti na počínající normalizaci měnové politiky v USA korigovat. Přetrvávající, avšak zužující se úrokový diferenciál spojený s návratem sazeb ČNB zpět k rovnovážným hodnotám a s postupně se zvyšujícími sazbami v zahraničí, povede podle nás ve druhé polovině roku k jen mírnému posilování koruny k hodnotě 24,80 CZK/EUR, které dosáhne v jeho závěru.

Vývoj CZK/EUR a úrokového diferenciálu



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní rizikem pro korunu zůstává vývoj amerického dolaru

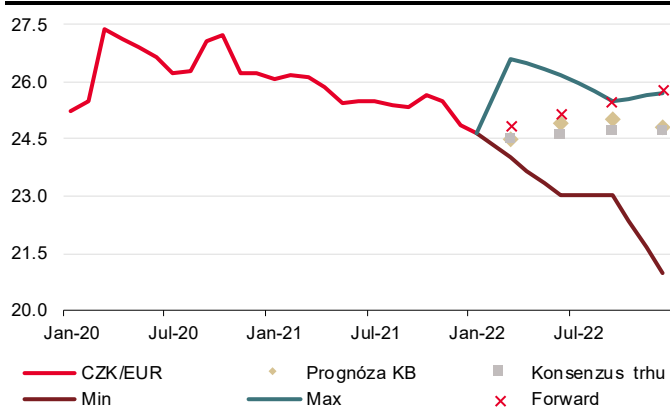
Naše prognóza počítá s mírnějším tempem posilování oproti trhu v rozmezí 0-30 haléřů v horizontu jednoho roku. Hlavním rizikem je pro nás vývoj amerického dolaru, resp. rychlost utahování měnové politiky v USA. Americké úrokové sazby stále mají v prostředí vysoké inflace velký prostor pro normalizaci svých postcovidových úrovní, což může vést k rychlejšímu posilování dolaru a s tím spojenému oslabení rozvíjejících se měn. Koruně by v takovém případě měl pomoci právě již rekordně vysoký úrokový diferenciál. Jeho vliv by však postupem času měl klesat tím více, čím rychleji bude ČNB navracet repo sazbu zpět k rovnováze (poblíž 2,5 %). Přetrvávajícím rizikem je i nadále vývoj pandemie koronaviru. Nicméně ve srovnání s rizikem silnějšího dolaru je viditelně menší. Případné další vlny koronaviru budou mít podle nás výrazně slabší a kratší dopad na finanční trhy obecně. Přesto však mohou posloužit jako určitá příležitost pro obnovení spekulativních pozic či zajištění.

Prognóza kurzu koruny (konec období)

	Q1 22f	Q2 22f	Q3 22f	Q4 22f
CZK/EUR	24,50	24,90	25,00	24,80
CZK/USD	22,07	22,84	22,73	22,55
USD/EUR	1,11	1,09	1,10	1,10

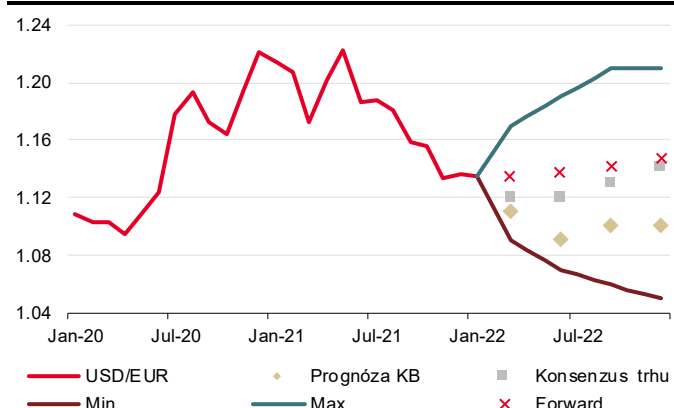
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 24. 1. 2021)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Předpokládaný vývoj kurzu USD/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 24. 1. 2021)

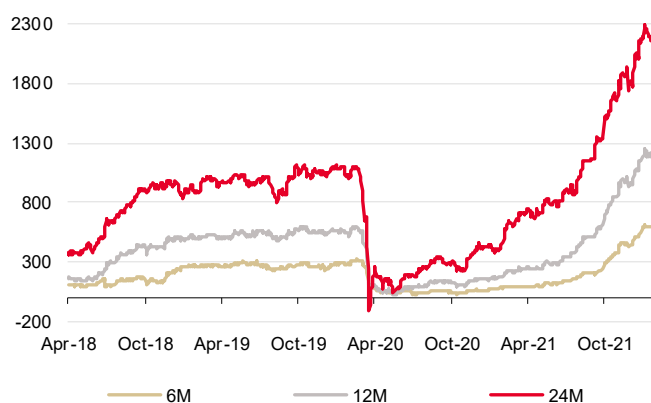


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

Rekordní úrokový diferenciál tlačí forwardové body na nová maxima

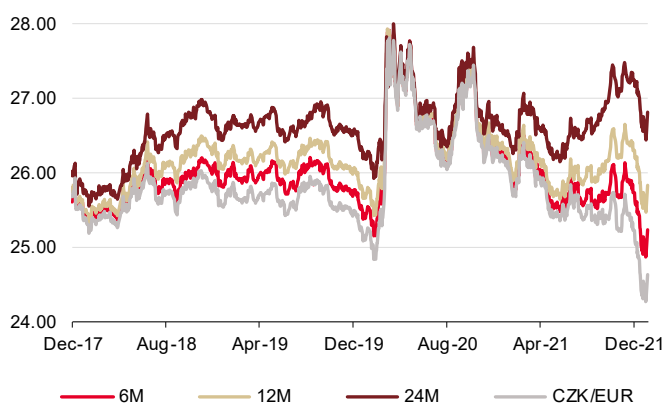
V ročním horizontu očekáváme po korekci v letošním druhém pololetí následné posílení koruny na úroveň 24,80 za euro. Úrokový diferenciál vůči eurovým sazbám přitom nadále překonává svá předchozí maxima. To se projevuje na forwardových bodech, zejména v delších splatnostech. Výrazné posílení spotového kurzu na přelomu loňského a letošního roku nicméně znamená, že podmínky pro jeho zajištění se ve srovnání s koncem listopadu znatelně zhoršily. **V ročním horizontu se tak lze aktuálně dostat poblíž 25,80 CZK/EUR a ve dvou letech na 26,80 CZK/EUR.** Ačkoli předpokládáme další růst tržních sazeb a s tím i forwardových bodů, potenciál je podle nás alespoň dočasně vyčerpaný, zejména pro splatnosti do jednoho roku. Podmínky pro zajištění by se mohly mírně zlepšit po očekávané korekci regionálních měn v návaznosti na námi očekávané výraznější zpevňování amerického dolaru ve srovnání s aktuálními tržními očekáváními.

Forwardové body výrazně 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

Úroky na vzestupu

Zlepšený výhled ekonomiky a snižující se potíže se subdodávkami by letos měly pozitivně působit na růst úvěrů podnikům. Proti tomu bude naopak stát nárůst úrokových sazeb. Jejich zvyšování a přísnější podmínky pro poskytování hypotečních úvěrů by měly postupně vést ke zpomalení stále vysokého tempa růstu úvěrů na bydlení a také cen nemovitostí. Příznivý vývoj trhu práce a expanze nominální spotřeby domácností bude podporovat čerpání spotřebitelských úvěrů. Růst depozit zůstává rychlý, ale měl by zpomalovat. Vývoj úvěrů v selhání je stále příznivý a čekáme jen pozvolný nárůst jejich podílu.

Vyšší úrokové sazby a přísnější pravidla pro poskytování hypoték letos povedou k ochlazení trhu nemovitostí a hypoték.

Rychlý růst úvěrů na bydlení i jeho cen letos zpomalí

Zdražování rezidenčních nemovitostí v ČR opět zrychlilo. Ve čtvrtém čtvrtletí rostly meziročně ceny domů a bytů v průměru již více než o 12 %. S ohledem na dosažené úrovně cen a výrazné navýšování úrokových sazeb očekáváme v průběhu letošního roku postupné zmírnění tempa zdražování nemovitostí, které ale i tak v průměru čekáme poblíž 9 %. Ceny nemovitostí ovšem mívají značnou setrvačnost a tu budeme patrně pozorovat i v úvěrech na bydlení. Jejich mezikvartální tempo růstu se sice ve čtvrtém čtvrtletí snížilo, lze ale očekávat, že v průběhu prvního pololetí se ve statistikách odrazí hypotéky vyjednávané v období růstu úrokových sazeb (z obavy z ještě vyšších úrovní) a před zpřísněním podmínek pro jejich poskytování (jak jsme čekali, toto zpřísnění ČNB ohlásila v listopadu s účinností od dubna letošního roku). Meziroční růst úvěrů na bydlení ke konci minulého roku pravděpodobně dosahoval skoro 9 %. Ve druhé polovině letošního roku již v souvislosti s očekávaným vrcholem úrokových sazeb a přísnější regulací čekáme silné ochlazení. **Ke konci roku 2022 tak naše prognóza ukazuje meziroční růst úvěrů na bydlení ve výši 3,3 %. V příštím roce by pak jejich tempo mělo opět mírně zrychlovat.**

Bankovní úvěry a depozita (y/y, %)

	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Bankovní úvěry														
Celkem	4,4	5,8	3,5	6,7	6,3	5,5	5,3	5,5	5,2	4,6	5,5	5,6	5,6	5,7
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	10,5	8,7	7,6	5,9	3,4	3,3	2,9	3,3	7,4	9,3	5,1	4,0	5,6	5,2
Spotřebitelské úvěry domácnostem	4,1	2,4	5,2	4,4	3,8	6,9	5,6	5,6	3,8	2,3	5,1	6,1	6,4	6,2
Úvěry nefinančním podnikům	1,9	2,9	3,7	6,0	4,4	6,2	7,0	6,9	3,5	0,1	5,1	6,6	5,3	5,7
Bankovní vklady														
Celkem	7,2	16,9	12,7	17,2	13,0	5,9	4,8	5,1	9,9	10,9	12,2	5,2	5,2	5,4
Obyvatelstvo	10,2	15,0	15,4	14,2	12,4	5,3	3,3	4,4	10,2	12,2	11,8	4,4	5,5	5,7
Nefinanční podniky	6,6	10,7	9,7	9,6	7,4	6,4	6,1	5,6	11,7	9,1	8,3	6,2	4,7	4,7
Ostatní	2,7	28,7	10,5	28,6	18,2	6,7	6,3	5,9	7,7	10,9	16,0	5,9	5,0	5,3
Podíly na HDP														
Podíl úvěrů na HDP	62,9	62,1	61,5	60,6	60,2	58,9	59,4	59,7	62,7	63,4	60,3	59,7	60,3	60,9
Podíl vkladů na HDP	99,0	98,5	105,1	105,4	100,8	93,7	100,9	103,4	93,3	100,0	101,3	99,8	100,3	101,0
Podíl úvěrů na vkladech	63,5	63,0	58,6	57,5	59,8	62,8	58,9	57,7	67,2	63,4	59,7	59,9	60,1	60,3
Úrokové sazby														
Úvěry pro bytové potřeby	2,5	2,8	4,5	5,1	5,1	4,4	3,5	3,2	2,3	2,4	4,8	3,3	3,3	3,3
Spotřebitelské úvěry	7,6	7,7	8,9	9,9	10,2	10,4	10,1	9,7	8,0	7,4	9,8	9,6	9,3	9,4
Úvěry nefinančním podnikům	1,9	4,3	6,1	6,7	6,6	5,7	5,0	4,2	2,2	2,4	6,3	4,3	4,1	4,0
Podíl úvěrů v selhání														
Úvěry pro bytové potřeby	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3	1,1	1,0	1,2	1,3	1,4	1,6
Spotřebitelské úvěry	5,4	5,4	5,7	6,2	6,3	6,3	6,5	7,1	4,7	5,3	6,1	7,2	7,9	8,0
Úvěry nefinančním podnikům	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,4	4,5	3,7	4,3	4,3	4,6	5,0	4,7

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

Rychlý nominální růst ekonomiky by měl podpořit i úvěry na spotřebu.

Spotřebitelské úvěry rostou pozvolna

Z důvodu vyšších úrokových sazeb jsme snížili odhadovaný růst spotřebitelských úvěrů pro letošní rok. Na druhou stranu ve prospěch navyšování úvěrů hovoří rostoucí ekonomika a stav trhu práce a rovněž výhled na nominální růst osobní spotřeby, za kterým z části stojí zvýšená inflace. V souhrnu tak pro letošní rok čekáme shodné průměrné tempo růstu spotřebitelských úvěrů jako v případě hypoték či úvěrů nefinančním společnostem, a to o 5,1 %.

Tempo růstu úvěrů poskytnutých podnikům loni přibrzdilo, letos by se však mělo dostavit zrychlení.

Úvěry podnikům stále silně proměnlivé

Úvěry nefinančním korporacím ve třetím čtvrtletí minulého roku vzrostly o výrazných 3,4 % q/q (SA) a 1,9 % y/y. Ale ve čtvrtém čtvrtletí opět nastal útlum. Za celý loňský rok tak bude průměrné navýšení úvěrů korporacím pouze poblíž 0,1 %. Výhled na letošní rok vypadá pozitivněji. Důležitým předpokladem ale stále zůstává slábnutí potíží se subdodávkami. Obavy stran pandemie se snižují a výhled podniků se již koncem loňského roku zlepšoval. V neprospěch zvyšování úvěrů budou naopak hovořit utaženější měnové podmínky v podobě vyšších úrokových sazeb. K nižším odhadovaným tempům přispívá i postupně častější financování se přes dluhopisový trh. Pro letošek čekáme v průměru růst úvěrů ve firemním segmentu o 5,1 %.

Dvouciferný růst objemu vkladů by měl postupně zpomalit.

Depozita stále rychle rostou

Rychlé tempo navyšování depozit pokračovalo i ve čtvrtém čtvrtletí. V meziročním vyjádření dosáhlo podle našich odhadů téměř 17 %. Zásadní změnu zde nečekáme. Rychlý nominální růst ekonomiky, vyšší úrokové sazby a rovněž obavy z vyšší inflace hovoří ve prospěch jejich růstu. Proti vyšším depozitům bude naopak působit změna chování v souvislosti s menšími obavami z pandemie. V průběhu roku tak čekáme zpomalování růstu vkladů, nicméně jejich celoroční nárůst o 11,8 % bude letos i tak cca 2x převyšovat dynamiku úvěrů. V příštím roce již očekáváme na depozitech mírně nižší tempa ve srovnání s úvěry.

Podíl úvěrů v selhání bude pokračovat v pozvolném růstu.

Vyšší úrokové sazby zvýší podíl NPL

Podíl nesplacených úvěrů (NPL) se v případě spotřebitelských a podnikových úvěrů mírně zvýšil, ale stále zůstává na nízkých úrovních. V případě hypoték je nárůst NPL zanedbatelný. V průběhu nejbližších let ovšem čekáme vlivem rostoucích úrokových sazeb a zpomalení růstu ekonomiky jeho další postupné zvýšení u všech typů úvěrů, avšak na stále relativně příznivé úrovni.

Klíčové ekonomické ukazatele

Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

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

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

Měna a úrokové sazby - výhled

		24.01.2022	Mar-22	Jun-22	Sep-22	Dec-22	Mar-23
CZK/EUR	konec období	24,5	24,50	24,90	25,00	24,80	24,80
USD/EUR	konec období	1,13	1,11	1,09	1,10	1,10	1,12
CZK/USD	konec období	21,7	22,05	22,85	22,75	22,55	22,15
3M PRIBOR	konec období, %	4,26	4,95	5,15	5,15	4,45	3,70
10Y IRS	konec období, %	3,45	3,70	3,85	3,85	3,65	3,50

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

Měsíční makroekonomická data

		IV-21	V-21	VI-21	VII-21	VIII-21	IX-21	X-21	XI-21	XII-21
Inflace (CPI)	%, m/m	3,1	2,9	2,8	3,4	4,1	4,9	5,8	6,0	6,6
Inflace (CPI)	%, y/y	0,5	0,2	0,5	1,0	0,7	0,2	1,0	0,2	0,4
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	4,6	5,1	6,1	7,8	9,3	9,9	11,6	13,5	13,2
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	0,8	0,9	0,8	1,6	1,2	0,7	1,9	1,2	-0,1
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	4,1	3,9	3,7	3,7	3,6	3,5	3,4	3,3	3,5
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	54,2	32,2	11,1	-0,6	1,2	-4,0	-7,4	4,5	n.a.
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	63,3	37,2	15,0	4,3	7,5	-2,1	-6,3	11,8	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	-3,8	7,0	6,5	-2,3	3,0	3,0	2,3	3,4	n.a.
Maloobchodní tržby	%, y/y, stálé ceny	21,6	18,5	9,3	0,5	4,1	0,6	0,7	9,9	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (národní met.)	19,6	3,2	-8,3	-9,2	-27,7	-15,5	-16,3	5,7	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	31,8	2,2	-13,3	-24,5	-40,2	-12,0	-3,7	-6,0	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	26,3	-14,5	17,1	-44,3	-27,7	2,8	1,6	-28,6	n.a.
M2	%, y/y	10,9	10,7	10,7	10,2	9,9	8,8	8,2	8,0	n.a.
Státní rozpočet	mld. CZK (od zač. roku)	-192,0	-255,0	-265,1	-279,4	-298,1	-326,3	-335,0	-401,5	-419,7
3M PRIBOR	%, průměr	0,36	0,37	0,48	0,69	0,94	1,11	2,02	2,97	3,50
CZK/EUR	průměr	25,9	25,5	25,5	25,6	25,5	25,4	25,5	25,4	25,2
CZK/USD	průměr	21,7	21,0	21,1	21,7	21,6	21,6	22,0	22,3	22,3

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

Upozornění

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

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

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

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

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

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

Finanční trhy
Jaromír Gec
 (420) 222 008 598
 jaromir_gec@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ

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

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

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

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

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

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV – DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů
Phoenix Kalen
 (44) 20 7676 7305
 phoenix.kalen@sgcib.com

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

Marek Dřímál
 (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