

Čtvrtletní zpráva

# Ekonomické **výhledy**

## Strasti inflačního cílovače



©iStock

- **Ekonomiku čeká mírná recese.** Pokles poptávky z důvodu výrazného růstu cen se podepíše na mezičtvrtletním snížení HDP ve třetím i čtvrtém kvartálu letošního roku. Dosažení předpandemické úrovně čekáme až ve druhém čtvrtletí 2023.
- **Inflace se dostane ke 20 %.** K jejímu dalšímu zrychlení přispěje především výrazné zdražení energií pro domácnosti. Dvouciferná zůstane do poloviny příštího roku. Dosažení dvouprocentního cíle čekáme až v roce 2024.
- **ČNB se zpožděním zvedne sazby na 7,5 %.** Podle vyjádření centrálních bankéřů bude ČNB po nějakou dobu držet úrokové sazby beze změny. Vývoj inflace a tlaky na oslabení koruny ji však podle nás donutí v listopadu zvýšit základní repo sazbu o 50 bb na 7,5 %, což by měl být zároveň její vrchol.
- **Pokles výnosů na obzoru.** Krátký konec výnosové křivky se brzy může začít postupně snižovat, a to s vidinou zahájení návratu sazeb ČNB zpět k neutrálním úrovním v průběhu příštího roku a zpomalení tempa růstu ekonomiky.
- **Koruna pod tlakem.** Přes přítomnost ČNB na devizovém trhu očekáváme, že domácí měna působením zhoršených fundamentů do konce roku oslabí k 25,00 CZK/EUR a v ročním horizontu zhruba na úroveň 25,25 CZK/EUR.



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



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



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



**Kevin Tran Nguyen**  
(420) 222 008 569  
kevin\_tran@kb.cz



**Jaromír Gec**  
(420) 222 008 598  
jaromir\_gec@kb.cz

## Česko, země extrémů



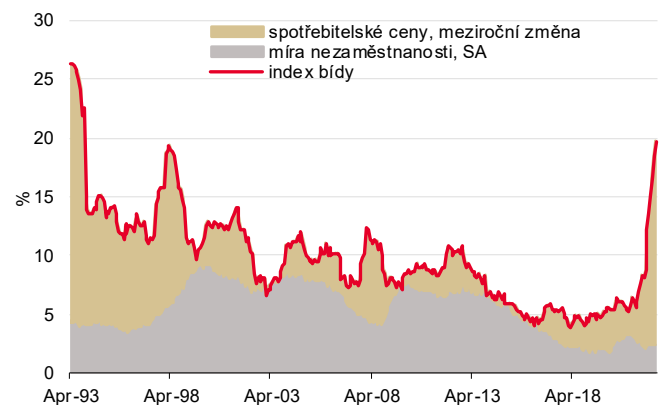
Jan Vejmelek  
(420) 222 008 568  
jan\_vejmelek@kb.cz

V úvodníku dubnového vydání *Ekonomických výhledů* jsme varovali před strašidlem stagflace, které naši zemi obchází. **S odstupem čtvrt roku se na této situaci nic nezměnilo, pouze došlo ke zvýraznění potíží, které stagflace přináší.** Oleje do ohně přilila eskalace plynové krize v Evropě v podobě hrozby naprostého přerušení dodávek této komodity z Ruska, samozřejmě s dopadem do tržních cen energetických komodit.

Tuzemská inflace láme rekordy a výrazným způsobem snižuje kupní sílu domácností.

**Zdůraznění povahy vývoje představuje více než kdy jindy dilema pro tuzemskou měnovou politiku.** Inflace měsíc co měsíc centrální bankéře překvapuje svou výší, dramaticky se podílí na zhoršování důvěry českých domácností a pomalu, ale jistě začíná dělat vrásky na čele firmám. Inflace je totiž již tak vysoká, že významným způsobem snižuje kupní sílu tuzemských domácností. Dopad do jejich spotřeby je cítit již od konce loňského roku a ve druhé polovině toho letošního bude hlavním viníkem pádu české ekonomiky do recese.

### Domácnosti drtí inflace, trh práce zůstává utážený



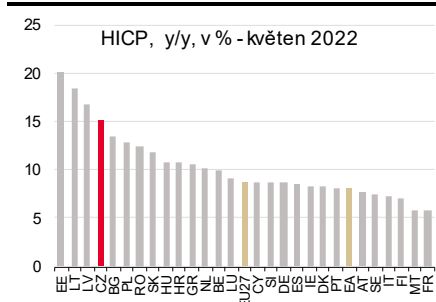
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: index bídý je konstruován jako prostý součet obou složek (v %)

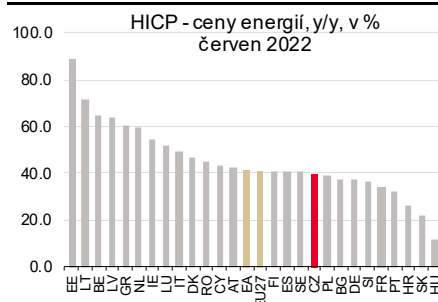
Inflační očekávání prudce rostou.

**I když tedy spotřebitelská poptávka již zřetelně slábne, významným způsobem se utrhl inflační očekávání firem.** V ekonomice pozorujeme jednoznačně změnu v chování domácností i firem. Ty z obav, že inflace bude vysoká delší dobu, začínají hledat nástroje, jak ji eliminovat – dle naší anekdotické evidence se začínají objevovat inflační doložky v dlouhodobých kontraktech, například u infrastrukturních staveb, zaměstnanci pak požadují inflační kompenzaci mezd. Předchozí bankovní rada již před více než rokem začala měnové podmínky utahovat s cílem udržet inflační očekávání ukotvená. Vzhledem k době trvání transmisního mechanismu až rok a půl není možné čekat plný restriktivní dopad již nyní po tři čtvrtě roce. V první fázi zvyšování úrokových sazeb se jednalo spíše o sundávání nohy z plynu než přímo o brzdění. Inflační tlaky navíc od března přizívuje válka na Ukrajině s výrazným dopadem do cen energetických surovin.

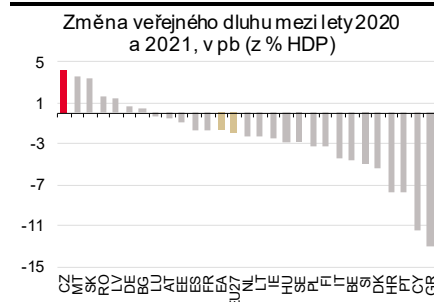
### Inflace je u nás jedna z nejvyšších v EU



### Ceny energií za to rozhodně nemůžou



### Loňský fiskální stimul byl v Česku nejvýraznější v Evropě



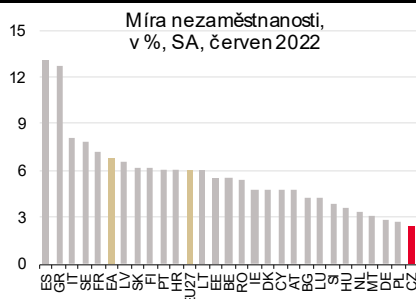
Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Významná část inflačních tlaků v Česku je domácí provenience.

**Z našeho pohledu je naprosto zřejmé, že současný inflační vývoj má nejenom nabídkovou, respektive dováženou složku, ale i tu domácí, jak modelově odhaduje Jaromír**

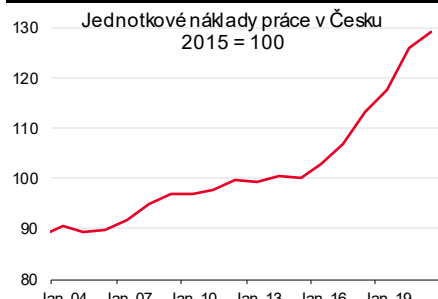
Gec ve speciálním boxu. Významný podíl poptávkové inflace je nezpochybnitelný. Tuzemská inflace je třetí nejvyšší v EU, v případě jádrové složky (bez potravin a energií) je dokonce nejvyšší. Naopak při pohledu například na zdražení pohonných hmot se nacházíme v polovině pelotonu. Proč tedy máme jednu z nejvyšších inflací v Evropě? Protože máme nejnižší míru nezaměstnanosti a jednotkové mzdové náklady v posledních letech výrazně rostly. A samozřejmě platí, že současná inflace je i fiskálního charakteru. Politický cyklus a loňské parlamentní volby se na veřejných financích negativně podepsaly – zvýšení veřejného dluhu v loňském roce u nás bylo největší v Evropě.

### Nezaměstnanost máme v EU nejnižší.



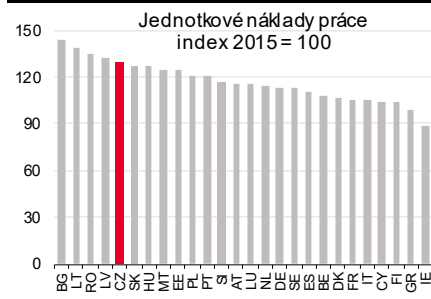
Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### S tím souvisí vysoký růst mezd, ...



Pozn. produktivita počítána na základě počtu odpracovaných hodin, deflováno

### ... opět jeden z nejvyšších v EU.



Pozn. produktivita počítána na základě počtu odpracovaných hodin, deflováno

Nová bankovní rada ČNB přináší na trh nejistotu kvůli svému holubičímu složení.

**Naše nová makroekonomická prognóza ukazuje na potřebu dalšího utažení měnových podmínek v podobě zvýšení úrokových sazeb.** I když ne nijak dramatické. Ani tak ale inflaci k cíli v horizontu do konce roku 2023 nedostaneme. Podle nás se tak stane až ve druhé polovině roku 2024. Prezident M. Zeman nicméně neshledal politiku předchozí bankovní rady jako úspěšnou v boji s inflací a jmenoval dosavadního oponenta jakéhokoliv zvyšování úrokových sazeb A. Michla guvernérem centrální banky. A podle prvních vyjádření se zdá, že s jeho pohledem na měnovou politiku souzní i další nově jmenovaní členové bankovní rady. Nový guvernéř ve své jmenovací řeči uvedl, že na srpnovém zasedání bude navrhopvat stabilitu úrokových sazeb.

Nikdo moc netuší, co ČNB s úrokovými sazbami chystá.

**Reakční funkce centrální banky tak bude pravděpodobně jiná, než by bylo optimální, bohužel není příliš zřejmé jaká.** Připravovat novou prognózu je v takovéto situaci velmi obtížné, jak v části věnované makroekonomickému vývoji a měnové politice diskutuje Martin Görtler. To, co bankovní rada udělá či neudělá, má totiž dalekosáhlé dopady. Ekonomická logika by velela, sazby na nejbližším zasedání ještě dále zvýšit, což by utlumilo i tlaky na výprodej české měny, kterou centrální banka brání svými intervencemi. To však je proti postoji prezidenta, nového guvernéra a zřejmě i většiny nových členů bankovní rady. Pro naši prognózu jsme zvolili technický předpoklad, že nový guvernéř si na srpnovém i zářijovém zasedání stabilitu úrokových sazeb prosadí.

Bojíme se měnověpolitické chyby nezvyšování sazeb v situaci přetrvávajících silných inflačních tlaků.

**Pokud banka sazby nezvýší, přestože si to situace žádá, inflace prostě tak rychle dolů nepůjde.** Sázka centrálních bankéřů na pomoc v boji s inflací ze strany fiskálu či mzdových vyjednávání se může ukázat jako lichá. Na výraznější konsolidaci veřejných financí ve válečné době v Evropě to i dle představených vládních střednědobých rozpočtových výhledů nevypadá. Zrovna tak bychom si nevsadili na umírněnost mzdových požadavků v situaci minimální nezaměstnanosti a nastupující volební kampaně před prezidentskými volbami, kde hlavní odborový předák je jedním z kandidátů.

**Podzim tak může být hodně horký a bankovní rada se ke zvyšování sazeb možná bude muset ještě vrátit.** Do té doby si užijte druhou polovinu prázdnin a přejeme příjemné čtení *Ekonomických výhledů* Komerční banky!

## Obsah

<b>Vnější prostředí a předpoklady prognózy .....</b>	<b>5</b>
<b>Makroekonomická prognóza a měnová politika .....</b>	<b>8</b>
Box: Inflace – nabídková nebo poptávková? .....	12
<b>Tabulka prognózy .....</b>	<b>17</b>
<b>Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy .....</b>	<b>18</b>
<b>Korunový devizový trh .....</b>	<b>23</b>
<b>Bankovní sektor .....</b>	<b>27</b>
<b>Klíčové ekonomické ukazatele .....</b>	<b>29</b>
<b>Upozornění .....</b>	<b>30</b>

## Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

### Centrální banky budou pokračovat ve zvyšování sazeb

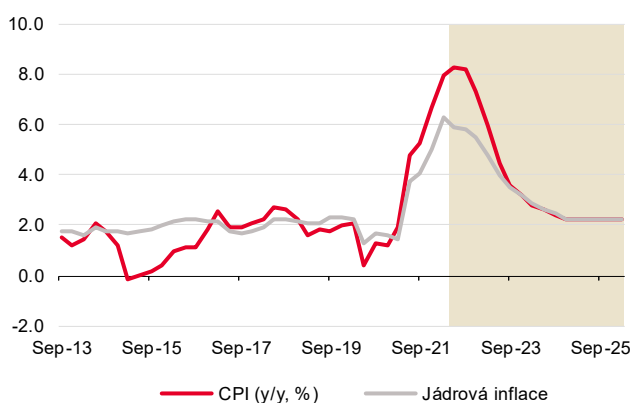
Inflace svého meziročního vrcholu zatím nedosáhla v USA, eurozóně ani ve středoevropském regionu. Na cíle centrálních bank se navíc nevrátí ani v příštím roce. Ty tak budou muset pokračovat v razantním utahování měnových podmínek. Ve Spojených státech se klíčová úroková sazba zastaví podle naší prognózy na 3,25-3,50 % v Q1 23, v případě eurozóny na 2 % v roce 2024. V Polsku to bude 9,5 % v březnu příštího roku, v Maďarsku 14,5 % letos v prosinci. Výraznější známky přicházející recese zatím nepozorujeme ani v USA, ani eurozóně. Rizika se ovšem, vzhledem k možnému přerušení dodávek plynu do eurozóny, koncentrují výrazně na dolní straně odhadu dynamiky HDP, a naopak ve směru vyšší inflace i agresivnějšího utahování měnových podmínek.

### USA: Inflace se může k cíli vracet několik let

Nejistotu představuje vývoj cen nájemného.

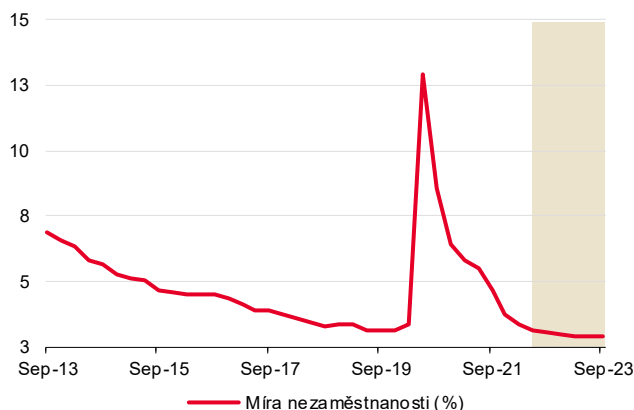
**Inflace ve Spojených státech v červnu vyskočila na nové maximum na úrovni 9,1 % y/y.** Za tímto nárůstem stála především její jádrová složka, která meziměsíčně stoupla o 0,7 % (5,9 % y/y). S očekávanou stabilizací cen energií by se celková inflace měla v následujících měsících rychle přiblížit dynamice jádrové složky. Návrat ke 2% inflačnímu cíli Fedu může ale trvat delší dobu, podle samotné americké centrální banky dokonce několik let. Vše bude záviset především na vývoji cen nájemného, které tvoří největší položku amerického spotřebního koše (23,7 %). Kvůli jeho svižnému růstu zůstane meziroční inflace nad 4 % pravděpodobně až do poloviny příštího roku a na jeho konci se nepodívá pod 3 %. Ke zpomalení růstu cen nájemného zpravidla vede zhoršující se situace na trhu práce, kterou zatím ale nepozorujeme. Naopak i nadále předpokládáme další mírný pokles nezaměstnanosti (na průměrných 3,4 % v příštím roce).

Americká inflace se blíží vrcholu (% , y/y, průměry za čtvrtletí)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Trh práce zůstává utážený

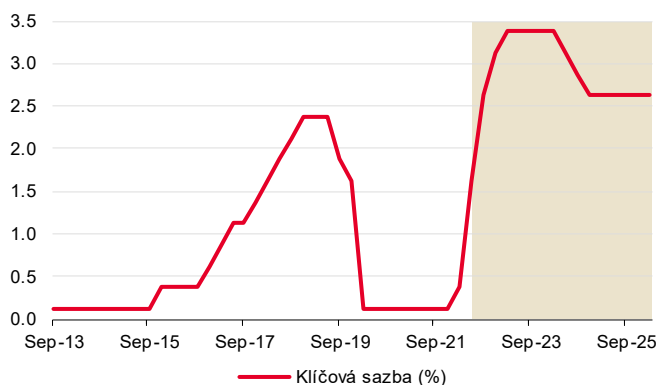


Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Vrchol cyklu utahování měnové politiky v USA vidíme na úrovni sazeb 3,25-3,50 %.

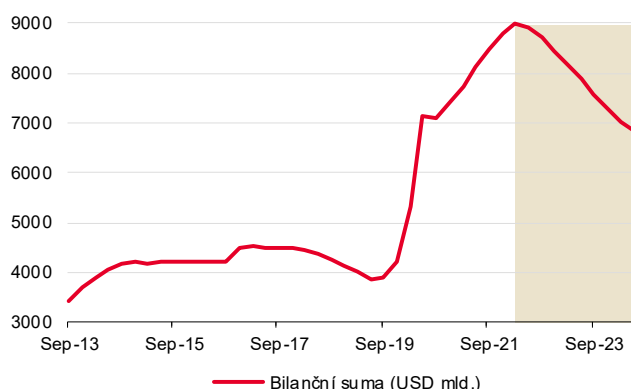
**Americká ekonomika po propadu o 1,5 % q/q anualizovaně v Q1, pravděpodobně v Q2 vzroste pouze o 0,4 % q/q.** V následujících čtvrtletích ale očekáváme opětovné zrychlení dynamiky HDP. Vzhledem k inflaci na 40letých maximech Fed nemá jinou volbu než měnové podmínky razantně utáhnout. Na konci července podle našeho odhadu zvedne úrokové sazby o 75 bb na 2,25-2,50 %, tedy poblíž neutrální úrovně, kterou sám odhaduje na 2,5 %. Vrchol sazeb vidíme stále na 3,25-3,50 % v Q1 23. Jejich první snížení pak předpokládáme počátkem roku 2024. Rychlý růst úroků zároveň zvyšuje riziko nástupu recese. Výnosová křivka je mezi 2 a 10 lety výrazně invertovaná, což indikuje, že trh stále více věří v nástup recese v polovině příštího roku. Vzhledem k velmi dobré situaci na trhu práce my takto pesimističtí nejsme.

## Fed bude zvyšovat úrokové sazby agresivně



Zdroj: Bloomberg, SG Cross Asset Research/Economics

## Redukce bilanční sumy bude také utahovat měnové podmínky



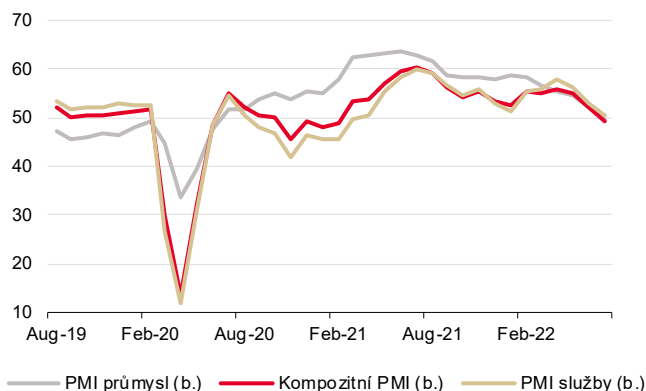
Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Výraznější známky recese zatím nepozorujeme.

## Eurozóna: Korporace i domácnosti v dobré kondici

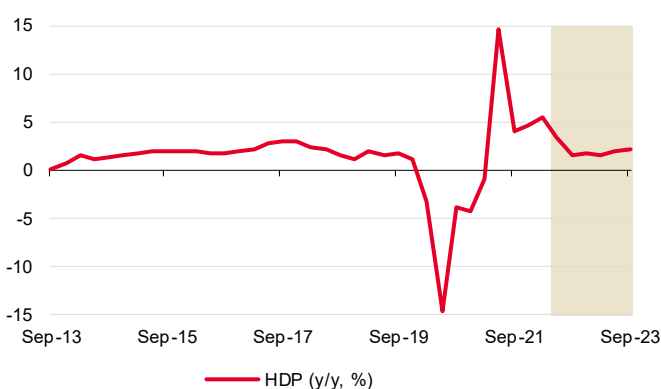
**Zatímco v prvním čtvrtletí ekonomika eurozóny vzrostla o 0,6 % q/q, v tom druhém bude její výkonnost pravděpodobně slabší (růst o 0,2 % q/q).** Ve třetím čtvrtletí pak podle našeho odhadu díky slábnoucím potížím v dodavatelských řetězcích opět zrychlí na 0,5 %. K relativně optimistickému výhledu přispívá velmi dobrá situace korporací a také určitá odolnost domácností vůči současnému inflačnímu šoku. Domácnosti těží z naakumulovaných pandemických úspor, podpory vlád i historicky nízké nezaměstnanosti (6,6 % v květnu). Rostoucí trend vykazují i mzdy (za letošní rok očekáváme +4,5 %, v roce příštím 3,5 %). Korporace benefitují ze své silné schopnosti přenášet vysoké ceny vstupů na koncové zákazníky, což se pak odráží v jejich historicky nejvyšších maržích. V minulosti to byly právě korporace, které omezením investic recesi v eurozóně spustily. Takovéto signály byly patrné vždy již zhruba dva roky před vypuknutím krize. V současné době žádné takovéto známky nepozorujeme. Naopak ochota firem investovat se zdá být poměrně velká. Za celý letošní rok tak očekáváme růst ekonomiky eurozóny o 3 %, v příštím roce pak o 2 %. Rizika jsou vzhledem k válce na Ukrajině a možnému přerušení dodávek plynu nicméně vychýlena výrazně směrem dolů.

## Indikátory PMI zkorigovaly



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

## HDP eurozóny letos vzroste o solidní 3 %



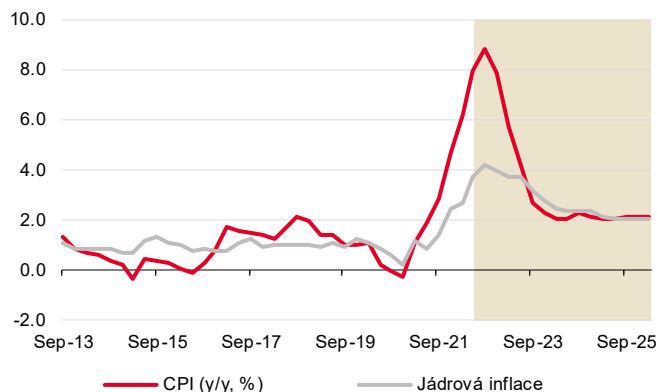
Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Do konce letošního roku ECB zvýší úrokové sazby o 100 bb.

**Inflace v eurozóně v červnu dosáhla rekordních 8,6 % y/y.** Na vrcholu na úrovni 9 % bude podle SG prognózy v září letošního roku. Poté by měla klesat, inflačního cíle ale v příštím roce nedosáhne (v průměru se bude pohybovat na 3,7 %). ECB tedy bude ve zvyšování úrokových sazeb muset pokračovat. Ve zbytku letošního roku očekáváme zvýšení o celkem 100 bb, v příštím roce pak o 75 bb. Zároveň se bude snažit prostřednictvím nákupů aktiv silně

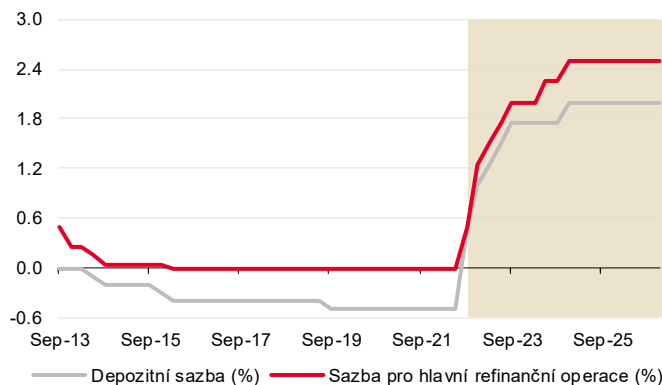
zadlužených zemí bránit fragmentaci evropského dluhopisového trhu. Otázkou nicméně je, jak dlouho může (právně) tyto země podporovat, do jaké míry to může ohrozit inflační výhled, popřípadě jak zajistit udržitelnost dluhu zemí eurozóny při vyšších úrokových sazbách.

Inflace by měla kulminovat v září (% y/y, čtvrtletní průměry)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

ECB bude ve zvyšování sazeb pokračovat (%)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

## Středoevropský region: zvyšování sazeb bude pokračovat

Inflace stále ještě nedosáhla vrcholu.

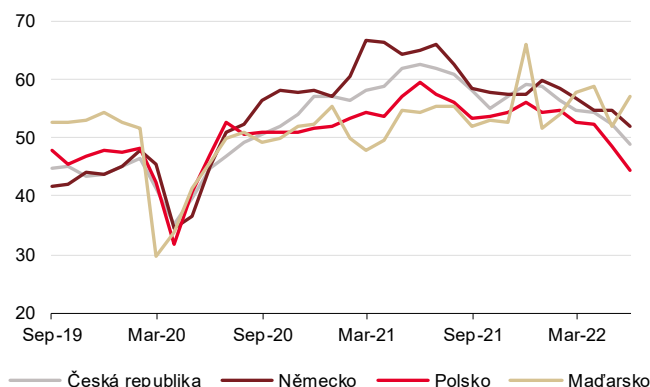
**Inflace v regionu atakovala v červnu další maxima.** V Maďarsku dosáhla 11,7 % y/y, v Polsku 15,5 % y/y. Ani v jednom případě se ale stále ještě nejedná o vrchol. Toho by růst spotřebitelských cen měl v Maďarsku dosáhnout v září (15 % y/y), dvouciferný se ale udrží v průběhu celého příštího roku. Centrální banka tak bude ve zvyšování úrokových sazeb podle naší prognózy pokračovat až do letošního prosince, kdy by tříměsíční depozitní sazba měla dosáhnout 14,5 %. I přesto ale očekáváme, že maďarský forint bude dále oslabovat. Svědčit mu nebude zpomalování hospodářského růstu, spory s Bruslem i zvyšování sazeb ECB a Fedem. V polovině příštího roku tak očekáváme jeho kurz na úrovni 435 HUF/EUR. Polská inflace v podzimních měsících v důsledku efektu statistické základny sice mírně zpomalí, poté ale opět nabere na tempu, přičemž vrcholu dosáhne až v únoru příštího roku (19 % y/y). Klíčová úroková sazba polské centrální banky se tak podle nás v březnu příštího roku vyšplhá až na 9,5 %. Polský zlotý by se měl v polovině roku 2023 obchodovat za 4,45 PLN/EUR

Inflace v regionu na historických maximech (HICP, %, y/y)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Nálada v regionu se zhoršila (PMI indexy, b.)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka



# Makroekonomická prognóza a měnová politika



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

## Hlavní změny

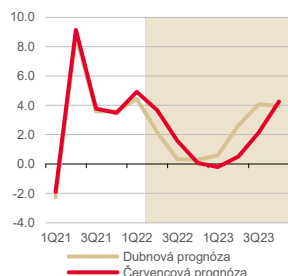
### HDP:

Letos čekáme růst ekonomiky o 2,5 %, zatímco minulá prognóza počítala s 1,8 %. Důvodem je vyšší růst HDP na začátku roku a pozdější recese. Ta se následně projeví v nižším růstu HDP v příštím roce (z původních 2,8 % na aktuálních 1,7 %).

### Inflace:

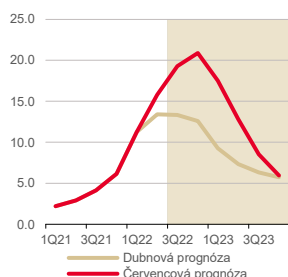
Odhad inflace jsme zvýšili pro letošek z 12,6 % na 16,8 % a pro příští rok ze 7,2 % na 11,2 %. Důvodem je výrazný nárůst cen energetických a zemědělských komodit vlivem války na Ukrajině, a také vyšší inflace zaznamenaná v předchozích měsících.

## Změna v prognóze HDP (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Změna v prognóze inflace (% , y/y)

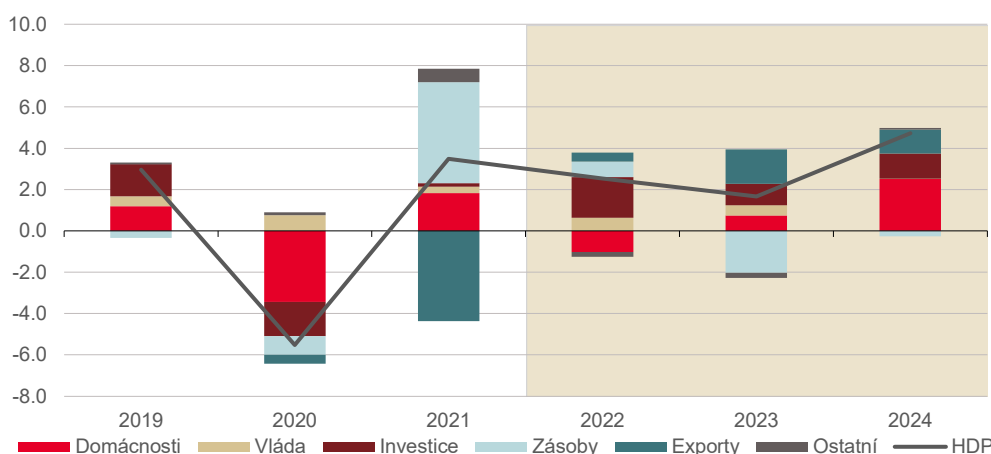


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Vysoké inflace se i přes přicházející recesi jen tak nezbavíme

Zatímco v prvním pololetí ekonomika poměrně slušně rostla, v tom druhém pravděpodobně spadne do mírné recese. Ta bude souviset s poklesem poptávky, ke kterému dochází hlavně v důsledku vysoké inflace. Růst spotřebitelských cen si přitom udrží vysokou dynamiku i nadále a dvouciferný zůstane až do poloviny příštího roku. Recese ekonomiky by se měla projevit v jen mírném nárůstu nezaměstnanosti a trh práce tak zůstane významně napjatý. To by mělo podpořit dynamiku nominálních mezd. Na kompenzaci vysoké inflace to však stačit nebude a v reálném vyjádření tak mzdy letos zaznamenají hluboký propad. ČNB bude s dalším zvyšováním úrokových sazeb otálet. Vývoj inflace spolu s tlaky na oslabení koruny ji však podle nás donutí sazby ještě jednou zvýšit. V listopadu čekáme zvýšení repo sazby o 50 bb na 7,5 %, což by měl být zároveň vrchol současného cyklu zpřísnování měnové politiky.

## Letošní růst ekonomiky zbrzdí hlavně klesající spotřeba domácností (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Tuzemskou ekonomiku čeká ve druhé polovině roku mírná recese

**Růst českého hospodářství byl na začátku roku slušný, když došlo k oživení průmyslové produkce.** Tuzemský HDP tak vzrostl v prvním čtvrtletí mezičtvrtletně o 0,9 %. To souviselo se zmírněním problémů v dodavatelských řetězcích, v důsledku čehož se částečně obnovila produkce automobilů, která nedostatkem výrobních vstupů trpěla nejvíce. V souladu s tím byl mezičtvrtletní růst ekonomiky tažen čistým vývozem a fixními investicemi firem. Spotřeba domácností naopak již druhé čtvrtletí v řadě klesala. V prvním letošním čtvrtletí se snížila mezičtvrtletně o 1,2 % po poklesu o 2,4 % v posledním loňském kvartále. Za nižšími spotřebitelskými výdaji v reálném vyjádření stojí vysoká inflace, která významně snižuje kupní sílu domácností.

**Druhé čtvrtletí bylo ve znamení silících ekonomických dopadů války na Ukrajině.** Ta přinesla zvýšenou nejistotu, mimo jiné ohledně dodávek plynu z Ruska, ale také výrazný nárůst cen energetických a zemědělských komodit. To ještě příživilo již tak silné tlaky na růst inflace, a to v podstatě po celém světě. Výsledkem byl strmý propad spotřebitelského sentimentu, který se v řadě zemí pohybuje poblíž historických minim. To platí i pro ČR. První známky slábnoucí poptávky vlivem vysokých cen již pozoruje také výrobní sektor. Předstihový indikátor PMI hodnotící situaci v tuzemském zpracovatelském průmyslu klesl v červnu po zhruba dvou letech pod hranici 50 bodů a nachází se tak v pásmu kontrakce. Jako jeden z důvodů horšího hodnocení průmyslníci uvádějí právě nižší objem nových zakázek. Objem

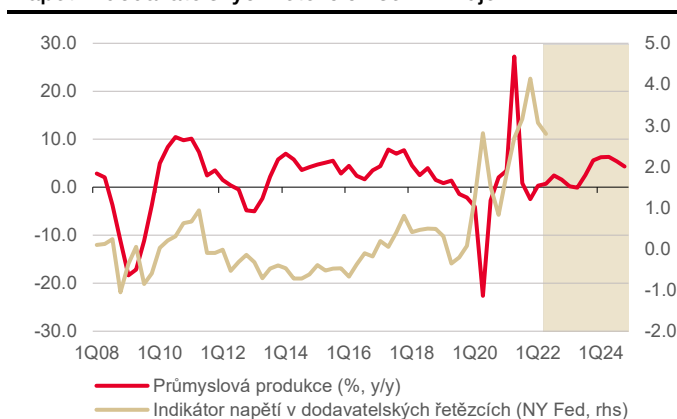


těch z předchozích měsíců, které firmy z důvodu chybějících součástí a materiálů nestihly vyřídít, by však měl být poměrně vysoký. K jejich realizaci pomůže i pokračující zlepšování na straně dodávek výrobních vstupů. To sice v dubnu přerušila válka na Ukrajině a další vlna pandemie covidu v Číně, od května však opět došlo k obnovení pozitivního trendu. Vysoký stav nevyřízených objednávek a lépe fungující dodavatelské řetězce by měly vyvažovat výše zmíněné negativní tendence dané slábnoucí poptávkou. Předpokládáme tak, že i ve druhém čtvrtletí ekonomika rostla a průmysl byl opět hlavním zdrojem tohoto růstu. S ohledem na další výrazný nárůst inflace však zároveň čekáme prohloubení mezičtvrtletního poklesu spotřeby domácností na -2,6 %. Ve výsledku tak mezičtvrtletní růst ekonomiky podle našeho odhadu v letošním druhém čtvrtletí výrazně zpomalil na 0,2 %.

Pokles domácí i globální poptávky z důvodu vysoké inflace uvrhne českou ekonomiku v letošním druhém pololetí do mírné recese.

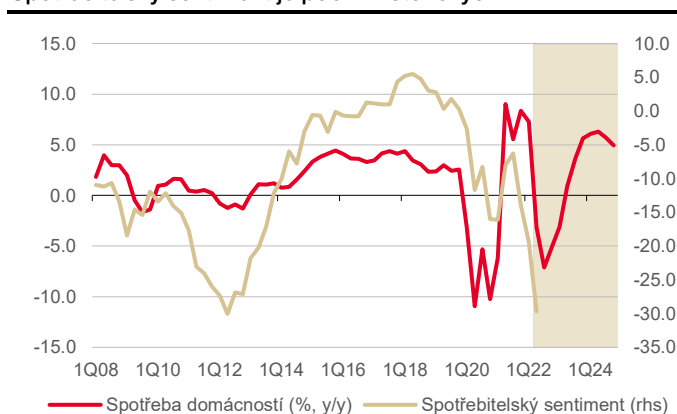
**Negativní tendence hospodářského vývoje budou pravděpodobně pokračovat také ve druhé polovině roku, což uvrhne ekonomiku do mírné recese.** Ve třetím čtvrtletí předpovídáme mezičtvrtletní pokles HDP o 0,3 %, v tom čtvrtém pak o 0,7 %. Spotřeba domácností se bude podle nás snižovat po celý rok a poklesu se ve druhé polovině roku pravděpodobně nevyhne ani průmysl. Hlavním důvodem recese tuzemské ekonomiky je v naší prognóze obecný pokles poptávky. Možné přerušení dodávek plynu z Ruska je pro naši prognózu významným rizikem. Pokud by opravdu došlo k tomu, že plyn do ČR bude proudit ve výrazně omezeném množství či dokonce vůbec a v důsledku toho bude muset dojít k omezení funkčnosti průmyslu, pak by recese, z důvodu téměř stoprocentní závislosti ČR na ruském plynu, byla mnohem hlubší.

Napětí v dodavatelských řetězcích se zmírňuje



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

Spotřebitelský sentiment je poblíž historických minim



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ekonomika dosáhne předpandemické úrovně konce roku 2019 až ve druhém čtvrtletí příštího roku.

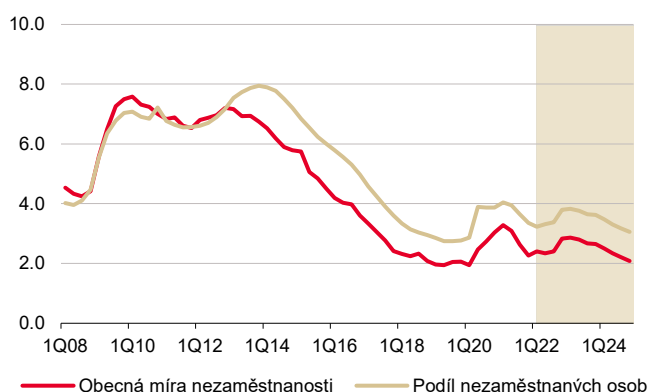
**Letos podle naší prognózy vzroste ekonomika o 2,5 %, v příštím roce pak její růst zpomalí na 1,7 %.** Letošní růst sice na první pohled nevypadá vůbec špatně, to je však z velké části dáno zmíněným silným výkonem ekonomiky na přelomu roku. Dosažení předkrizové úrovně ekonomické aktivity očekáváme až ve druhém čtvrtletí příštího roku. Obnovení vyššího tempa růstu ekonomiky předpokládáme spíše až ve druhé polovině příštího roku, kdy by již inflace měla postupně slábnout a vyšší růst nominálních mezd by měl tlumit negativní dopady na kupní sílu domácností. Z celoročního úhlu pohledu v obou letech k růstu ekonomiky přispějí hlavně fixní investice, podpořené čerpáním finančních prostředků z EU, a čistý vývoz. Na jeho vyšší objem budou působit i nižší dovozy spojené s poklesem spotřeby domácností.

**Růst nominálních mezd bude výrazný, na pokrytí inflace ale stačit nebude**

**Míra nezaměstnanosti zůstává velmi nízká a napětí na trhu práce tudíž přetrvává.** Jak obecná míra nezaměstnanosti, tak i podíl nezaměstnaných osob se vrátili do blízkosti předpandemických, a tedy rekordně nízkých, úrovní. Počet volných pracovních míst stále o zhruba 100 tis. převyšuje počet nezaměstnaných registrovaných na úřadech práce. Napjaté

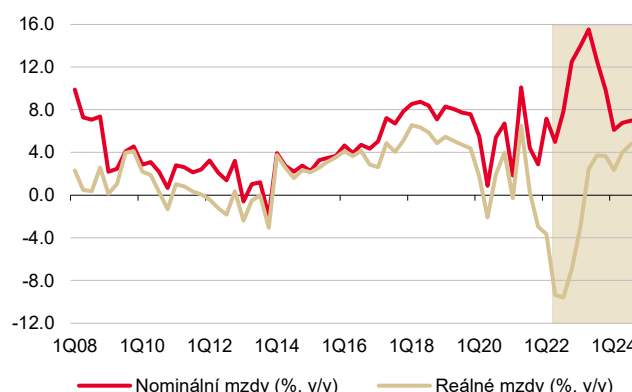
začínají být navíc trhy práce i v okolních zemích. Necháme-li stranou červnový efekt započtení ukrajinských uprchlíků, také nezaměstnanost v Německu se dostala na rekordně nízkou předpandemickou úroveň. V eurozóně je pak nezaměstnanost nejnižší za celou dobu existence měnové unie (úroveň je samozřejmě oproti ČR a Německu výrazně vyšší). To může zejména v případě kvalifikovanějších profesí ještě zesílit poptávku po tuzemských zaměstnancích. Námi očekávaná mírná recese podle nás přinese jen drobný nárůst nezaměstnanosti, v případě obecné míry nezaměstnanosti do blízkosti 3 % ze současných zhruba 2,5 %.

**Trh práce zůstane i přes mírný nárůst nezaměstnanosti napjatý**



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

**Reálné mzdy letos vlivem vysoké inflace výrazně klesnou**



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Trh práce zůstane i přes ekonomickou recesi utažený. To povede k vyšší dynamice nominálních mezd, na pokrytí inflace to však letos stačit nebude.

**Růst průměrné mzdy v letošním roce podle našeho odhadu dosáhne 8,1 %, v tom příštím pak zrychlí na 13,0 %.** I přes výraznou nominální dynamiku to však letos ani zdaleka nebude stačit na pokrytí vysoké inflace, když čekáme pokles reálných mezd v průměru o výrazných 7,4 %. Mzdová vyjednávání pro příští rok pak podle nás plně zohlední současné silně proinflační prostředí, což povede ke dvoucifernému růstu nominálních mezd. Dvouciferná však pravděpodobně zůstane také inflace a v reálném vyjádření tak mzdy vzrostou jen o skromných 1,7 %, a to ještě po již zmíněném hlubokém propadu v letošním roce. Mimo napjatého trhu práce k tlaku na růst mezd v příštím roce přispěje i skutečnost, že firmy byly prozatím schopny přenášet vyšší náklady na spotřebitele a jejich finanční situace by tudíž měla být příznivá.

Ceny energií pro domácnosti zatím zahrnují jen zlomek vysokých velkoobchodních cen. Promítání velkoobchodních cen do těch spotřebitelských povede k nárůstu meziroční inflace ke 20 %.

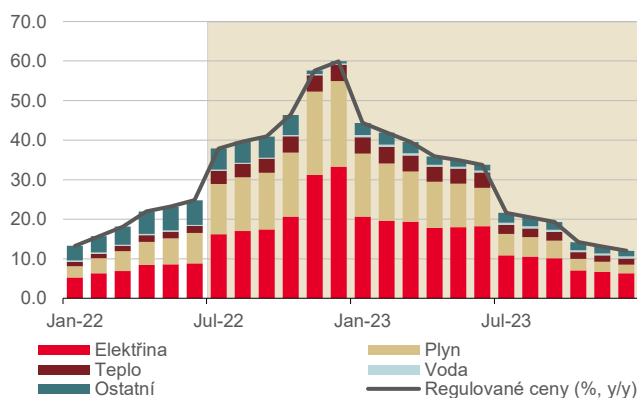
### **Inflace vzroste ke 20 % a dvouciferná zůstane do poloviny příštího roku**

**Růst spotřebitelských cen v první polovině letošního roku dále zrychlil a předčil veškerá očekávání.** Zatímco v lednu meziroční inflace činila 9,9 %, v červnu vzrostla na 17,2 %. Z přibližně třetiny se na červnové inflaci podílely vyšší náklady spojené s bydlením. Ty odrážely rychlý růst cen nemovitostí, stavebních materiálů, stejně tak i drahé energie. Cena elektřiny pro domácnosti byla v červnu vyšší meziročně o přibližně 30 %, v případě plynu to bylo o skoro 60 %. Značně v průběhu prvního pololetí akceleroval i růst cen potravin, z lednových 5,4 % na meziročních 18,0 % v červnu. V pořadí třetí k růstu spotřebitelských cen nejvíce přispívající skupinou byla oblast dopravy, a to především vlivem vyšších cen pohonných hmot. Inflace však zůstává rozprostřena napříč celým spotřebitelským košem. Stále také platí, že se na ní podílí jak domácí, tak i externí faktory. To dokazuje porovnání vývoje obchodovatelných (hlavně zboží) a neobchodovatelných (převážně služby) statků. Obě tyto skupiny spotřebitelských cen totiž v červnu vykazovaly shodný meziroční růst o 14,6 %. Obdobně vyznívá i detailnější analýza obsažená v níže uvedeném Boxu.

**Spotřebitelské ceny zahrnují prozatím jen zlomek vysokých velkoobchodních cen energií v důsledku čehož lze očekávat, že inflace bude ještě akcelarovat.** Vlnu dalšího výrazného zdražení elektřiny, plynu a tepla očekáváme v červenci, jak vyplývá z již zveřejněných ceníků

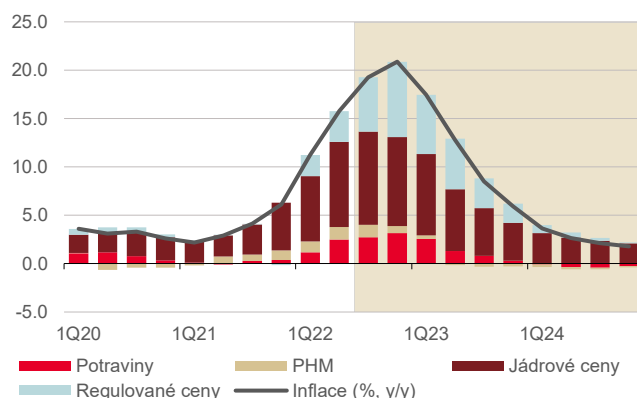
jednotlivých distributorů. Cena elektřiny a plynu by se měla zvýšit meziměsíčně o přibližně pětinu. Celková meziroční inflace se vlivem toho přiblíží ke 20 %. Toto zdražení přitom podle nás nebude poslední. Elektřina se na velkoobchodních trzích obchodovala na začátku loňského roku za zhruba 50 EUR/MWh, v letošním červenci však již stála více než 300 EUR/MWh. U plynu je nárůst v relativním vyjádření ještě vyšší, a to ze zhruba 20 EUR/MWh na začátku roku 2021 na červencových více než 150 EUR/MWh. Prostor pro další růst spotřebitelských cen energií je tudíž stále hodně velký. Další větší vlnu zdražení čekáme v říjnu na začátku topné sezóny a následně na počátku příštího roku. Náš předpoklad je takový, že cena elektřiny pro domácnosti by na konci příštího roku měla být oproti začátku roku 2021 vyšší o 130 %, v případě ceny plynu by pak nárůst měl činit 180 %. Náš odhad však považujeme za spíše konzervativní a rizika spatřujeme na straně ještě vyššího růstu. V naší prognóze předpokládáme, že od podzimu budou zdražování energií pro domácnosti tlumit opatření vlády, jako je úsporný energetický tarif či odpuštění plateb na obnovitelné zdroje energie. Jak letos, tak i v příštím roce naše prognóza počítá s růstem regulovaných cen meziročně o přibližně 30 %.

Dynamika regulovaných cen se zvýší vlivem dražších energií



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Za dalším růstem inflace budou stát z velké části regulované ceny



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Za celý letošní rok odhadujeme inflaci ve výši 16,8 %, pro příští rok pak čekáme 11,2 %.**

Její dynamika bude přitom slábnout jen velmi pozvolna. Po celé druhé pololetí roku by se meziroční inflace měla pohybovat v intervalu 19-21 %. Její vrchol očekáváme v letošním čtvrtém čtvrtletí. Dvouciferná však pravděpodobně zůstane i v prvním pololetí příštího roku. K dosažení dvouprocentního cíle ČNB by mělo dojít až ve druhé polovině roku 2024. Jádrová inflace by v letošním roce podle našeho odhadu měla dosáhnout 13,5 % a v tom příštím zpomalit na 9,1 %. Rizikem ve směru ještě vyšší inflace je výraznější nárůst cen energií, a to hlavně v souvislosti s případným přerušением dodávek plynu z Ruska. Rizikem je také následný přeliv vyšších cen energií do dalších cenových okruhů, jako jsou ceny potravin či jadrová inflace. Výraznější propad poptávky a nárůst nezaměstnanosti by pak naopak mohl působit na rychlejší odeznívání inflace.

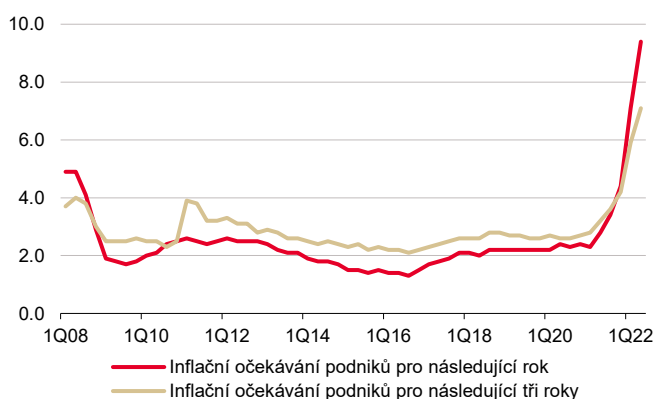
### ČNB by měla znovu zvýšit úrokové sazby

V důsledku dalšího zrychlení inflace a pokračujících tlaků na oslabení koruny bude muset nová bankovní rada ČNB ještě jednou zvýšit úrokové sazby, ač je vůči tomu zatím zdrženlivá.

**Bankovní rada ČNB naposledy ve starém složení a v čele s guvernérem Rusnokem zvýšila v červnu základní repo sazbu o výrazných 125 bb na současných 7 %.** Důvodem razantní reakce byl dynamický vývoj inflace, který se v posledních měsících nacházel výrazně nad prognózou centrální banky a zároveň i jejím dvouprocentním cílem. Zatímco meziroční inflace v červnu zrychlila na 17,2 %, centrální banka ve své poslední prognóze ze začátku května čekala 15,0 %. Rychlý růst spotřebitelských cen se navíc stále více propisuje do vyšších inflačních očekávání. Podle posledního průzkumu ČNB z června očekávají nefinanční podniky v horizontu jednoho roku inflaci ve výši 9,4 %, v horizontu tří let pak na úrovni 7,1 %.

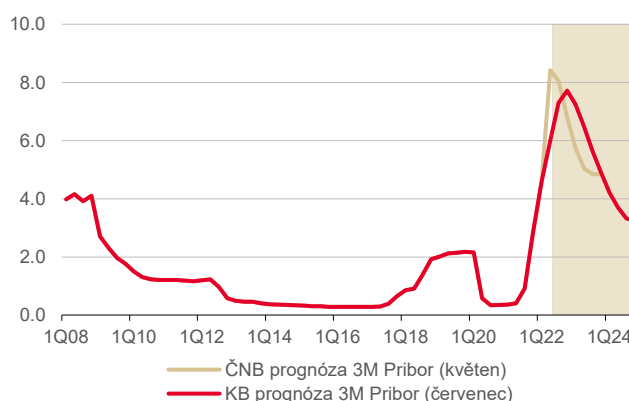
**Nová bankovní rada vedená guvernérem Michlem podle nás ponechá úrokové sazby zatím beze změny, v listopadu je však kvůli vývoji inflace bude muset zvednout o 50 bb.** Optimální reakcí by podle nás bylo zvýšit úrokové sazby již na srpnovém zasedání. Podle dosavadních vyjádření guvernéra Michla a viceguvernéřky Zamrazilové to však vidíme jako nepravděpodobné. Myslíme si však, že cenový a mzdový vývoj v kombinaci s tlaky na oslabení koruny bankovní radu nakonec stejně donutí ještě jedno další zvýšení udělat. V listopadu by se tak podle nás měla dvoutýdenní repo sazba dostat na 7,5 %, což by měl být zároveň její vrchol. Při takovémto vývoji a díky předchozím výrazným zvýšením úrokových sazeb, spolu s očekávaným útlumem poptávky, by se dynamika jádrové inflace měla postupně snižovat. Další nárůst inflace bude z velké části dán růstem regulovaných cen z důvodu vyšších cen energií pro domácnosti. Na ten však podle nás centrální banka reagovat pravděpodobně nebude. Rizikem je nicméně přeliv těchto vyšších cen do jádrové inflace a inflačních očekávání, což by si vyžádalo výraznější reakci měnové politiky. V souladu se zmírňováním jádrové inflace naše prognóza od začátku příštího roku očekává postupný pokles úrokových sazeb zpět k politicky neutrálním 3 %, kterých by však mělo být dosaženo až ve Q3 24. Zároveň předpokládáme, že ČNB bude nadále pokračovat v intervencích proti oslabující koruně.

Inflační očekávání podniků nadále výrazně rostou (%)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vrchol dvoutýdenní repo sazby čekáme na 7,5 %



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Box: Inflace – nabídková nebo poptávková?

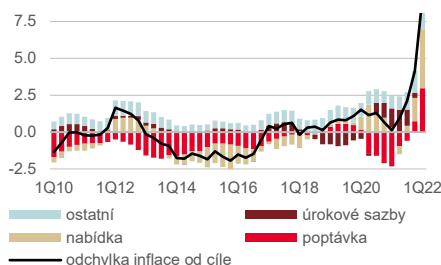
**Faktory stojící za inflačními tlaky významně ovlivňují optimální reakci měnové politiky.**

V případě pozitivních poptávkových tlaků, které jsou typicky více perzistentní a působí ve směru vyššího ekonomického růstu i inflace, je zvýšení úrokových sazeb vhodnou reakcí. Vyšší sazby totiž zchlazují (přehřátou) ekonomiku, a tím vrací inflaci zpět k cíli. V případě negativního nabídkového šoku (působícího ve směru vyšších cen a zároveň nižšího výkonu ekonomiky) centrální banka čelí mnohem nepříjemnějšímu dilematu. Může totiž buď reagovat podobně jako v případě pozitivního poptávkového šoku zvýšením sazeb, které ale kromě poklesu inflace prohlubuje i negativní dopad na reálnou ekonomiku (včetně nárůstu nezaměstnanosti). Druhou možností je u nabídkových šoků využití tzv. výjimkování z plnění inflačního cíle, což v překladu znamená, že k nim při nastavování měnové politiky centrální banka nepřihlíží a dočasně toleruje jimi způsobenou odchylku inflace od cíle. Zároveň tím ale centrální banka riskuje odkotvení inflačních očekávání a oslabení celkové kredibility inflačního cíle, obzvláště v situaci, kdy nabídkové šoky působí po delší dobu.

**Za domácí inflací stojí kombinace poptávkových i nabídkových faktorů. Odhadujeme, že k odchylce od inflačního cíle v prvním čtvrtletí letošního roku přispívaly ze 43 % nákladové tlaky, zatímco přibližně třetina byla poptávkového charakteru.** Působení úrokového kanálu měnové politiky na odchylku meziroční inflace od cíle bylo podle našeho

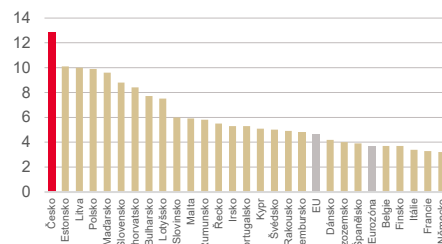
odhadu na začátku roku vzhledem k obvyklému zpoždění v transmisi vyšších sazeb do inflace zhruba neutrální.

**Historická dekompozice odchylky inflace v ČR od 2% cíle (pb, y/y)**



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ, Macrobond  
Odhad BVAR modelem; identifikace šoků na základě znaménkových restrikcí.

**HICP inflace bez energií a potravin v EU – červen 2022 (% y/y)**



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Eurostat

**Nabídkové faktory odráží zejména nedávný nárůst cen energetických komodit.** Položky spotřebního koše, které jsou nejvíce spjaté s energiemi, jako regulované ceny nebo pohonné hmoty v červnu přispěly k celkové 17,2 % y/y inflaci zhruba z 30 %. Svou roli však nadále na nabídkové straně sehrávají i přetrvávající problémy v globálních dodavatelských řetězcích.

**Inflace výrazně zrychlila i vlivem poptávkových tlaků.** Ty vycházejí jak z přehřátého trhu práce, tak z předchozí poměrně uvolněné fiskální politiky i značných úspor domácností, které naakumulovaly v době pandemie. Tomu, že podstatná část domácí inflace není dovezená a má domácí původ nasvědčuje i mezinárodní srovnání. V harmonizované metodice Eurostatu se červnová inflace v ČR pohybovala na nejvyšších hodnotách hned za pobaltskými zeměmi. Její jádrová složka (po vyloučení cen energií a potravin) u nás v červnu dokonce byla vůbec nejvyšší z celé EU. Jednu z nejvýraznějších dynamik u nás navíc pozorujeme u cen služeb, které nepodléhají mezinárodní arbitráži, a tudíž ve větší míře odrážejí domácí faktory.

**Jaromír Gec**

+420 222 008 598

jaromir\_gec@kb.cz



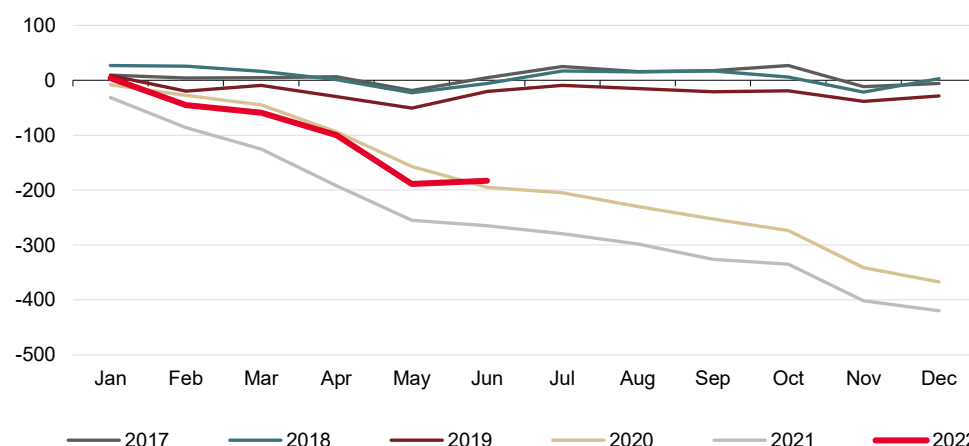
**Jaromír Gec**  
(420) 222 008 598  
jaromir\_gec@kb.cz

## Fiskální politika: konsolidace veřejných financí se komplikuje

Vysoké ceny energií si letos vyžádají nové rozpočtové výdaje, které pravděpodobně převáží nad vyšším daňovým inkasem. Letošní deficit státního rozpočtu by podle nás mohl dosáhnout přibližně 320 mld. CZK, oproti původně plánovaným 280 mld. CZK. Očekáváme, že snižování schodků státního rozpočtu bude na pozadí negativních dopadů recese ekonomiky, vysokých cen energií a hlubokého strukturálního schodku pokračovat v následujících letech pouze pozvolným tempem. Celkový veřejný dluh tak sice dále poroste, vysoká inflace však způsobí, že v poměru k nominálnímu hrubému domácímu produktu se zhruba stabilizuje poblíž 41,5 %. Nejvýznamnějším rizikem, které by vytvářelo dodatečný tlak na státní rozpočet, je případné déletrvající narušení dodávek plynu.

Letošní rozpočet dozná především vlivem vysokých cen energií dalších změn. Stát do konce letošního června hospodařil s deficitem ve výši 183,0 mld. CZK. Oproti loňskému roku je schodek nižší o 82,1 mld. CZK, což odráží zejména vyšší daňové příjmy vlivem zlepšené ekonomické situace, ale i vyšší inflace. V menší míře se na meziročním snížení deficitu podepsaly i nižší výdaje, které letos již nezahrnují pandemické kompenzace.

Vývoj státního rozpočtu (mld. CZK)



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

Letošní dosavadní snížení výdajů (o 7,9 mld. CZK) bylo spojeno především s odezněním výplaty pandemických kompenzací. Na neinvestičních transferech podnikatelům bylo loni do konce června vyplaceno více než 85 mld. CZK (z toho téměř 49 mld. v souvislosti s covidovými programy), přičemž letos to bylo 34,1 mld. CZK. Naopak nárůst výdajů byl patrný v kapitole sociálních dávek, a to zejména v důsledku valorizace starobních důchodů (+ 18,3 mld. CZK). Dočasné zvýšení platby za tzv. státní pojištění zvyšuje i transfery fondům zdravotního pojištění. To bude nicméně do značné míry ve druhé polovině roku kompenzováno opětovným snížením těchto plateb tak, aby v průměru zůstaly na úrovni roku 2021. Meziročně vyšší o 4,4 mld. byly i výdaje na obsluhu státního dluhu, na které bylo do konce června vynaloženo již 23 mld. CZK. To je důsledkem rostoucích výnosů státních dluhopisů, což souvisí s vysokými inflačními tlaky, na které centrální banka reaguje zvyšováním úrokových sazeb. Patrný byl také meziroční nárůst u kapitálových výdajů (+ 8,3 mld. CZK), mj. na dopravní infrastrukturu.

Růst mezd, zaměstnanosti, ale i zvýšená inflace pomáhají rozpočtu k vyšším daňovým příjmům. Jejich celkový meziroční nárůst o 74,2 mld. CZK souvisel zejména s vyšším inkasem DPH, DPPO, spotřebních daní a příspěvků na sociální zabezpečení. Za plánem



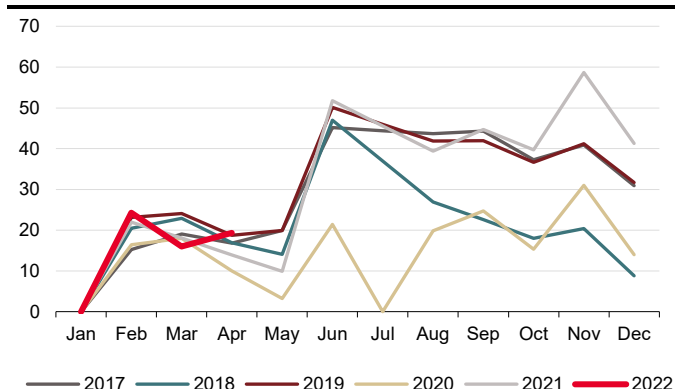
pravděpodobně dále zaostává čerpání prostředků z EU, kde bylo do konce června vyčerpáno lehce přes 32 % celoročního plánu (loni to přitom touto dobou bylo 48 %).

**Deficit státního rozpočtu by letos mohl skončit okolo 320 mld. CZK.** Vláda již avizovala, že v červenci představí novelu současného rozpočtu, který dosud pro letošek počítal se schodkem ve výši 280 mld. CZK. Vzhledem k výraznému vlivu nových vládních diskrečních opatření na výdajové straně zejména v souvislosti s tlumením dopadů vysokých cen energií na domácnosti a firmy, jejichž parametry však dosud nebyly definitivně schváleny, stále panuje ohledně letošního roku zvýšená nejistota. Kromě energetického balíčku rozpočet dosud nepočítal ani s dalšími výdaji jako zrušení silniční daně a snížení spotřební daně, druhou valorizací důchodů nebo pětistícovým příspěvkem pro rodiny s dětmi. Celkový očekávaný dopad těchto dodatečných výdajů do letošního rozpočtu je zhruba 40 mld. CZK. Na příjmové straně navíc v dosavadním průběhu roku zaostává za plánem čerpání EU fondů. Vývoj ve zbytku roku je podle nás také silně podmíněn vývojem ekonomiky, okolo kterého v době války na Ukrajině identifikujeme značná rizika, mimo jiné v souvislosti s hrozbou zastavení dodávek ruského plynu do Evropy, které by vedlo nejen k odstávkám některých klíčových odvětví ekonomiky, ale vytvářelo i značný tlak na státní rozpočet.

### Municipality zůstávají v přebytku

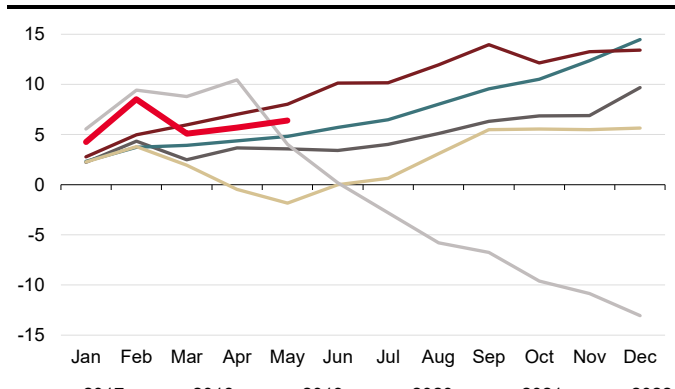
**Rozpočty územních samospráv ke konci dubna skončily v přebytku 19,3 mld. CZK.** K meziročnímu zlepšení salda přispěly především vyšší příjmy mj. v návaznosti na vyšší inkaso DPH v souvislosti s vysokou inflací. Částečně to bylo kompenzováno i nárůstem výdajů, avšak ty vzrostly oproti příjmům méně. Za celý letošní rok stále očekáváme přebytek územních rozpočtů ve výši 30 mld. CZK. Hospodaření zdravotních pojišťoven podle našeho předpokladu skončí letos s příspěvím ponechání platby za státního pojištění na úrovni loňského roku v mírném deficitu.

Hospodaření municipalit (mld. CZK)



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

Hospodaření zdravotních pojišťoven (mld. CZK)



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

### Dynamika veřejných financí

	2021	2022f	2023f	2024f	2025f	2026f
Bilance veřejných financí (% HDP)	-5,9	-4,4	-3,4	-2,8	-2,5	-2,1
Fiskální úsilí (pb HDP)	-0,9	1,9	0,6	0,4	0,4	0,3
Veřejný dluh (mld. CZK)	2566,6	2886,6	3166,6	3426,6	3666,6	3886,6
Veřejný dluh (% HDP)	42,0	41,7	41,3	41,1	41,6	42,1

Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ministerstvo financí, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn. Fiskální úsilí je měřeno jako meziroční změna cyklicky očištěného salda sektoru vládních institucí na HDP v pb.

Letošní hospodaření veřejných financí podle nás skončí s výrazně menším deficitem oproti loňsku. Konsolidace hospodaření vlády však bude v dalších letech pokračovat viditelně pomalejším tempem. Růst veřejného dluhu vůči nominálnímu HDP zabrzdí vysoká inflace.

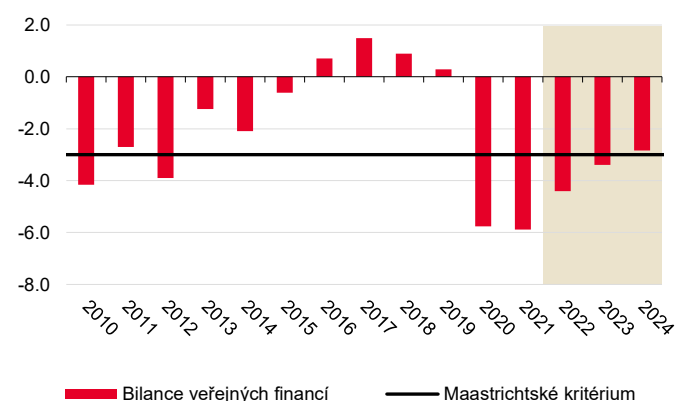
### Konsolidace veřejných rozpočtů bude pozvolná

**Celkový deficit veřejných financí by letos měl dosáhnout 4,4 % HDP.** To je o 1,5 pb méně než loni. Ke zmírnění deficitu podle nás letos přispěje jak ve srovnání s loňskem vyšší růst nominálního HDP, tak i výrazně větší fiskální úsilí. Ve směru nižšího deficitu veřejných financí



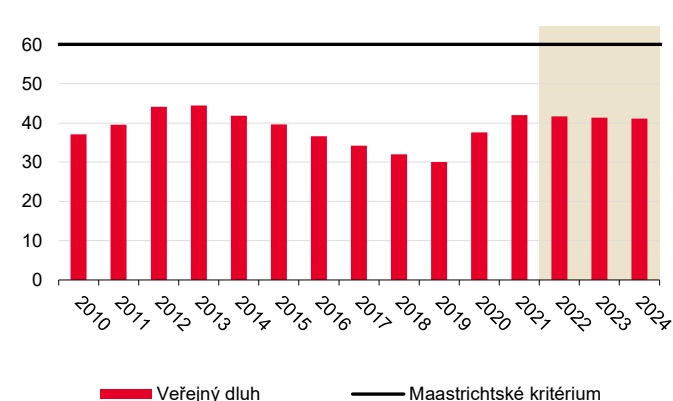
by i letos mělo působit tradičně přebytkové hospodaření municipalit. Předpokládáme, že konsolidace veřejných financí by měla pokračovat i v příštím roce, avšak s viditelně nižším příspěvkem fiskálního úsilí. Vláda totiž ve svém střednědobém výhledu alespoň dle dosavadní komunikace a zveřejněných dokumentů (např. dubnová aktualizace Strategie financování a řízení státního dluhu ČR) s výraznými úsporami nebo zvyšováním příjmů nepočítá. Výrazně více tak ke snížení bilance v poměru k nominálnímu HDP přispěje vysoká inflace a v menší míře i růst reálné ekonomické aktivity. Celkově tak podle nás dojde v příštím roce ke snížení schodku veřejných financí na 3,4 % HDP. Nominální dluh veřejného sektoru sice dál poroste, v poměru k HDP ale vysoká inflace způsobí, že se zhruba stabilizuje poblíž 41,5 % HDP. Výhled je nicméně spjat s celou řadou rizik, zejména s dalším vývojem situace ohledně dodávek energií do Evropy, případnými nově přijatými vládními diskrečními opatřeními a zdrojem jejich financování.

Bilance veřejných financí (% HDP)



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

Veřejný dluh (% HDP)



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

# Tabulka prognózy

	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>HDP a jeho struktura</b>														
HDP (reálně, y/y, %)	3,5	4,9	3,7	1,6	0,1	-0,2	0,5	2,1	3,5	2,5	1,7	4,7	3,4	2,9
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	8,4	7,3	-3,2	-7,1	-5,1	-3,1	0,9	3,6	4,0	-2,2	1,7	5,7	3,4	2,3
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	0,0	2,9	3,7	3,1	3,1	3,1	3,4	1,9	1,5	3,2	2,5	0,1	1,4	1,8
Fixní investice (reálně, y/y, %)	3,9	6,8	7,3	7,9	7,5	5,7	4,2	2,5	0,6	7,4	3,7	4,3	5,1	4,3
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	-8,1	-3,6	0,6	2,9	1,6	1,8	1,6	1,5	-4,3	0,4	1,7	1,2	0,8	0,8
Zásoby (příspěvek do y/y)	5,9	2,5	1,9	0,1	-1,4	-2,3	-2,7	-2,1	4,9	0,8	-2,0	-0,3	-0,5	-0,4
<b>Měsíční data z reálné ekonomiky</b>														
Zahraniční obchod (mld. CZK)	-28,6	-9,8	-74,9	-102,9	-93,5	-18,6	-43,3	-54,8	-6,1	-281,1	-161,6	-33,4	40,1	96,0
Vývozy (nominálně, y/y, %)	2,7	7,8	10,5	12,8	11,2	10,4	7,2	8,7	13,0	10,5	9,0	8,3	6,0	5,7
Dovozy (nominálně, y/y, %)	14,6	16,2	19,5	17,2	17,0	11,1	4,1	3,6	19,3	17,5	5,9	5,5	4,6	4,7
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	-1,0	0,4	1,7	2,5	0,8	0,9	-1,6	1,8	8,0	1,3	1,6	6,0	4,3	3,4
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	5,7	10,3	6,6	10,3	8,1	3,5	4,8	2,6	2,0	8,8	4,0	8,4	2,8	2,6
Maloobchod (reálně, y/y, %)	6,7	6,8	-3,2	-6,0	-5,3	-3,2	0,7	3,4	4,2	-1,9	1,6	5,5	3,2	2,0
<b>Trh práce</b>														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	2,9	7,2	5,0	7,8	12,5	14,0	15,5	12,6	4,8	8,1	13,0	6,7	5,6	3,8
Mzdy (reálně, y/y, %)	-3,0	-3,7	-9,3	-9,6	-6,9	-3,0	2,4	3,7	1,0	-7,4	1,7	4,1	3,4	1,5
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	3,5	3,4	3,1	3,3	3,9	4,0	3,6	3,5	3,7	3,4	3,7	3,3	3,3	3,4
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,2	2,5	2,3	2,5	2,8	2,9	2,7	2,7	2,8	2,5	2,7	2,3	2,3	2,4
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	0,7	-0,5	1,3	0,8	0,3	2,1	-0,3	-0,2	-0,4	0,5	0,5	0,5	0,0	-0,1
<b>Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu</b>														
Inflace (y/y, %)	6,1	11,2	15,8	19,3	20,9	17,5	12,8	8,5	3,8	16,8	11,2	2,5	2,1	2,3
Daně (příspěvek do y/y CPI)	-0,7	0,4	0,2	0,1	1,1	0,1	0,3	0,4	-0,1	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2
Jádrová inflace (y/y, %) (*)	7,7	10,5	13,8	15,1	14,5	13,2	9,9	7,5	4,8	13,5	9,1	3,9	2,2	1,8
Ceny potravin (y/y, %) (*)	2,3	6,7	14,6	16,3	18,9	15,1	7,4	4,2	0,8	14,1	7,0	-1,7	3,6	5,7
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*)	29,6	36,8	44,4	45,1	30,1	15,3	-4,0	-11,6	15,3	39,1	-2,9	-7,0	-3,0	-1,5
Regulované ceny (y/y, %)	-0,9	15,7	23,3	40,7	56,3	44,0	36,9	21,2	-0,1	34,0	28,9	3,0	0,0	0,0
Ceny v průmyslu (y/y, %)	12,8	21,8	27,5	24,9	22,4	13,0	5,2	2,0	7,1	24,2	5,3	1,5	1,7	1,9
<b>Finanční proměnné</b>														
2W Repo (%, průměr)	2,3	4,2	5,6	7,0	7,3	6,9	6,1	5,4	0,9	6,0	5,7	3,3	3,0	3,0
3M PRIBOR (%, průměr)	2,8	4,6	6,0	7,3	7,7	7,2	6,5	5,7	1,1	6,4	6,1	3,6	3,3	3,3
CZK/EUR (průměr)	25,4	24,6	24,6	24,7	24,9	25,2	25,3	25,2	25,6	24,7	25,2	24,5	24,2	24,2
<b>Vnější prostředí</b>														
HDP v EMU (reálně, y/y, %)	4,7	5,4	3,5	1,6	1,8	1,6	2,0	2,1	5,6	3,1	2,0	1,9	1,6	1,5
HDP v Německu (reálně, y/y, %)	1,8	3,8	1,8	0,6	1,2	1,4	1,7	1,7	3,1	1,8	1,7	1,7	1,5	1,4
CPI v EMU (y/y, %)	4,7	6,2	7,9	8,8	7,9	5,7	4,2	2,6	2,6	7,7	3,7	2,1	2,1	2,0
Ropa Brent (USD/bbl, průměr)	78,2	96,1	113,2	130,0	120,0	105,0	90,0	87,0	70,2	114,8	91,5	80,9	77,1	77,0
Euribor 1Y (%, průměr)	-0,5	-0,4	0,1	0,7	1,1	1,4	1,6	1,8	-0,5	0,4	1,8	2,7	2,8	3,0
USD/EUR (čtvrtletí eop, roky průměr)	1,14	1,12	1,06	1,06	1,10	1,15	1,20	1,21	1,18	1,09	1,20	1,24	1,27	1,31

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

Poznámka: (\*) složky inflace jsou očistěny o přímá daňová změna

## Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy



Jaromír Gec  
(420) 222 008 598  
jaromir\_gec@kb.cz

### Pokles výnosů na obzoru

Tržní úrokové sazby zažily od začátku druhého čtvrtletí v návaznosti na překvapivě výrazné inflační tlaky u nás i v zahraničí další nárůst napříč splatnostmi. Celá křivka tržních úrokových sazeb tak zůstala výrazně invertovaná. S tím, jak se blíží vrchol domácích měnověpolitických sazeb a postupně začnou klesat i zvýšená inflační očekávání, by se však měl brzy vyčerpat také potenciál pro další vzestup tržních sazeb. Ty jsou podle nás blízko svému vrcholu a zejména kratší konec křivky se může brzy začít postupně snižovat, a to s vidinou zahájení návratu sazeb ČNB zpět k neutrálním úrovním v průběhu příštího roku a zpomalení tempa růstu ekonomiky. Podmínky pro úrokové zajištění se s růstem sazeb výrazně zhoršily. Příležitost stále nabízí inverze celé křivky, případně využití nižších sazeb na evropském trhu. Státní dluhopisy v prostředí zvýšené nejistoty mírně zlevnily vůči IRS. Výraznější než dosud očekávaná nabídka v primárních aukcích by ve zbytku roku mohla tlumit „tradiční“ zdražování státních dluhopisů vůči IRS křivce pozorované ve druhém pololetí minulých let. Poptávka po dluhopisech nicméně zůstává solidní, což ve výsledku udrží jejich výnosy i nadále pod IRS.

Silné inflační tlaky u nás i v zahraničí posunuly domácí IRS křivku opět nahoru. Očekáváme, že sazby se již nachází blízko svému vrcholu. Výrazně inverzní tvar si křivka udrží ve zbytku letošního a po většinu příštího roku. K jejímu narovnání bude docházet až začátkem roku 2024 především v souvislosti s poklesem krátkých sazeb.

### Trh českých sazeb IRS: Sazby rostou, válce na Ukrajině navzdory

Tržní úrokové sazby zaznamenaly ve druhém čtvrtletí letošního roku další výrazný nárůst. To bylo dáno především překvapivě silnými inflačními tlaky, které zvýšily sazky na růst sazeb u nás i v zahraničí. Celkem tak došlo k posunu výnosové křivky od začátku dubna o dalších 60-160 bb s výraznějším nárůstem na jejím kratším konci. Obecnou tendenci ke zpřísnění měnové politiky nenarušila ani válka na Ukrajině. Její bezprostřední dopady v podobě růstu cen energií a dalších komodit jsou sice protirůstové, současně ale urychlují inflaci. To staví centrální banku do nepříjemné pozice a obecně též ztěžuje kýžené „hladké přistání“. ČNB podle nás bude nucena vlivem přetrvávajících silných tlaků na růst cen, zvýšených inflačních očekávání a solidní situace na domácím pracovním trhu úrokové sazby ještě zvýšit, byť v duchu opatrných vyjádření většiny jejich čelních představitelů tak učiní zřejmě až s určitým zpožděním.

Finanční trhy očekávají vrchol dvoutýdenní repo sazby ČNB na úrovni 7,5 %. To se shoduje i s naší prognózou, která očekává nejprve stabilitu a následný růst základní sazby na listopadovém zasedání o 50 bb na 7,5 %. Další zvyšování sazeb bude již patrně v prostředí odeznívajících inflačních tlaků a recese ekonomiky způsobené i vysokými cenami energií méně naléhavé. Oslabovat však bude i poptávka, ve které se mimo jiné odráží zpožděný efekt předchozího zpřísnění měnové politiky. Toto makroekonomické klima podle nás následně vyústí v obrát a svižné snižování domácích měnověpolitických sazeb po celý příští rok a rovněž většinu roku 2024. Neutrálních 3 % by základní sazba mohla dosáhnout ve třetím čtvrtletí 2024. Ve srovnání s finančním trhem tedy vidíme rychlejší tempo poklesu repo sazby.

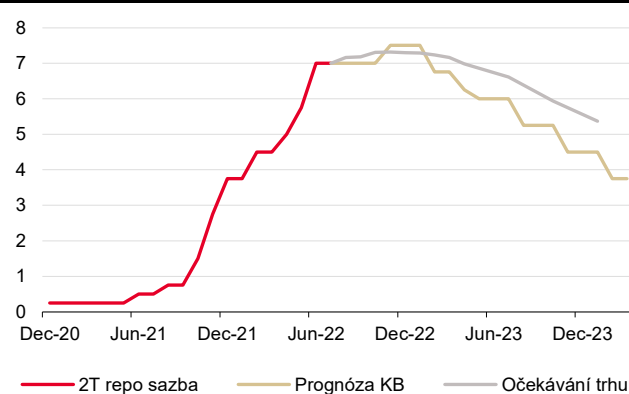
Tržní úrokové sazby pravděpodobně začnou brzy klesat. Vzhledem k námi předpokládané opožděné restriktivní reakci ČNB a potřebě poměrně svižného snižování sazeb v příštím roce by kratší sazby měly být již blízko vrcholu a jejich pokles by mohlo dočasně zbrzdít jen poslední zvýšení úrokových sazeb v tomto cyklu, které očekáváme v letošním čtvrtém čtvrtletí. Delší konec výnosové křivky, který výrazněji ovlivňuje dlouhodobá inflační očekávání, naopak může vlivem nedostatečného zpřísnění měnové politiky v průběhu srpna až září ještě krátkodobě korigovat nedávný propad. Sestupná tendence k dlouhodobě rovnovážným úrovním je nicméně i v tomto případě hlavním trendem celého výhledu.

Prognóza IRS (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj základní úrokové sazby ČNB k 22. 7. 2022 (%)



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

**Zahájení snižování sazeb ČNB v příštím roce napomůže k normalizaci tvaru výnosové křivky.** Předpokládáme, že výrazně inverzní tvar si křivka udrží ve zbytku letoška a také po většinu příštího roku. K jejímu narovnání bude docházet až začátkem roku 2024 především v souvislosti s poklesem krátkého konce.

Výhled pro CZK IRS (% , konec období)

	Q3 22f	Q4 22f	Q1 23f	Q2 23f
2Y	7,10	6,75	6,25	5,55
5Y	5,80	5,75	5,45	4,95
10Y	4,95	4,95	4,75	4,35

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Forwardy a eurový trh stále nabízejí příležitost k zajištění úrokového rizika**

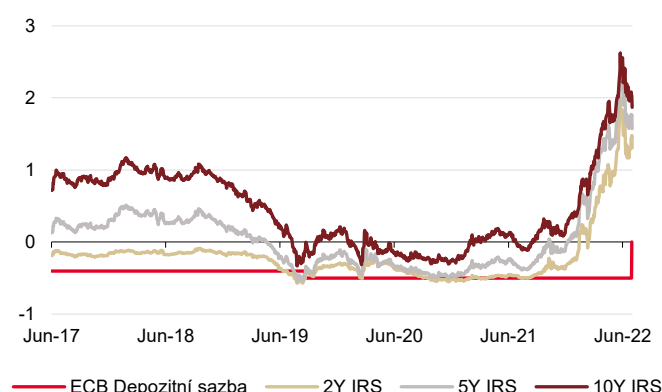
**Vzhledem k výraznému nárůstu IRS křivky během posledních měsíců se podmínky zajištění úrokového rizika opět zhoršily.** Blízkost vrcholu tržních sazeb rovněž v současnosti neindikuje vhodnost načasování domácí úrokové fixace. Určitou příležitost tak lze aktuálně spatřit v přetrvávající vysoké inverzi celé IRS křivky, což s sebou přináší i výhodnější podmínky na forwardovém trhu. Stále je možné využít i zajištění na eurovém trhu, který nabízí oproti tomu domácímu výrazně nižší úrokové sazby.

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

		Maturita						
		6M	1Y	18M	2Y	3Y	5Y	10Y
Forward	Spot	7.67	7.68	7.39	7.01	6.27	5.46	4.70
	3M	8.00	7.70	7.31	6.94	6.21	5.36	4.55
	6M	7.88	7.31	7.04	6.52	5.87	5.11	4.42
	9M	7.11	6.92	6.49	6.10	5.54	4.86	4.30
	1Y	6.49	6.60	5.98	5.71	5.23	4.63	4.18
	18M	6.49	5.68	5.37	5.09	4.75	4.29	4.02
	2Y	4.73	4.78	4.57	4.49	4.29	3.97	3.87
	3Y	4.14	4.18	4.07	4.03	3.83	3.75	3.80

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ke dni 22. 7. 2022

Eurové sazby pokračují v růstu (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Vyšší emisní aktivita může přetrvávat i ve druhém pololetí**

**Oproti původním předpokladům budou letos nabídky CZGB zvyšovat zejména dodatečné výdaje vlády spojené s dopady vysokých cen energií.** Momentálně předpokládáme, že letos skončí státní rozpočet v deficitu ve výši 320 mld. CZK, což by

znamenal v kombinaci s ostatními potřebami financování (zejména splátkami dříve vydaných dluhopisů) celkovou emisí korunových dluhopisů za zhruba 432,6 mld. CZK, z čehož bylo (včetně poslední aukce 13. července) dosud v primárních aukcích emitováno zhruba 198,9 mld. CZK. Dalších 35 mld. CZK ministerstvo získalo prodejem dluhopisů denominovaných v korunách na sekundárním trhu. Refinancování eurových dluhopisů z roku 2012 celkem za 2,75 mld. EUR, které byly splatné v květnu, prozatím pravděpodobně většinou pokryla krátkodobá půjčka od slovenské Agentury na řízení dluhu a likvidity (Ardal) v souhrnné výši 2,5 mld. EUR se splatností k 1. 2. 2023. Vlastní eurové dluhopisy byly na trh vydány ve výši 1 mld. EUR (kombinace primárního a sekundárního trhu). Potřeba financování ve společné evropské měně by tedy mohla být podle našeho odhadu již nyní blízko splnění plánu na celý letošní rok.

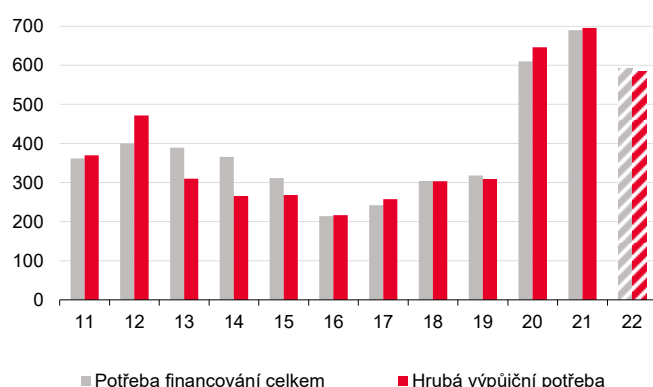
**Očekáváme, že potřeba financování pro letošní rok dosáhne 592,1 mld. CZK (8,5 % HDP), což by znamenalo viditelný pokles oproti loňským 690,4 mld. CZK (11,3 % HDP).** Vyšší saldo státního rozpočtu podle nás dosud nebylo předfinancováno. Odhadujeme, že celkově bylo po aukci 13. července pokryto cca 62,4 % celoročních potřeb financování. Předpokládáme proto, že výraznější nabídka v primárních aukcích by ve zbytku roku mohla přetrvat, a tím tlumit zdražování státních dluhopisů vůči IRS křivce (viditelné ve druhé polovině roku minulých let). Rizikem však zůstává, zda financování zvýšených výdajů nebude alespoň zčásti pokryto prostřednictvím zdrojů z EU (účelové půjčky, případně dodatečné přímé dotace).

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

	2022	
	MinFin	KB
Saldo státního rozpočtu	280,0	320,0
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	0,2	0,2
Splátky instrument peněžního trhu	49,0	49,0
Splátky pokladničních poukázek		33,3
Splátky ostatních nástrojů peněžního trhu		15,7
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	3,2	3,2
<b>Potřeba financování celkem</b>	<b>552,1</b>	<b>592,1</b>
Nástroje peněžního trhu		20,0
Pokladniční poukázky		20,0
Ostatní nástroje peněžního trhu		0,0
Hrubá emise CZGB v domácí měně	Min. 350-400	432,6
Hrubá emise CZGB v cizí měně		28,8
Hrubá emise eurobondů		0,0
Hrubá emise spořicí dluhopisů		41,1
Přijaté zápůjčky a úvěry (vč. EUR)		61,3
Operace finančních aktiv a řízení likvidity		8,4
<b>Zdroje financování celkem</b>		<b>592,1</b>
<b>Hrubá výpůjční potřeba</b>		<b>583,7</b>
<b>Čistá emise CZGB</b>		<b>287,2</b>

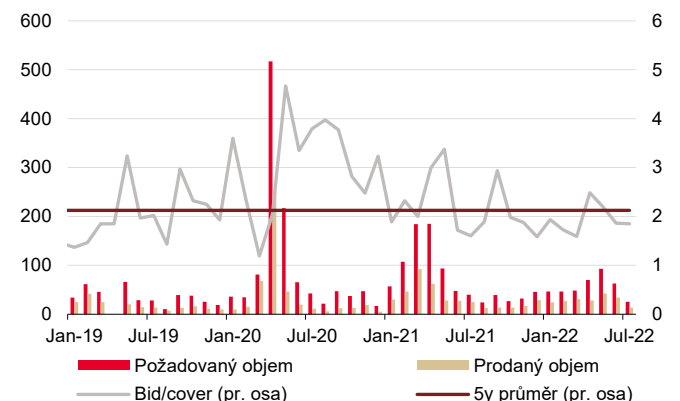
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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)

	Q3 22f	Q4 22f	Q1 23f	Q2 23f
Výnos 2Y CZGB (%)	6,60	6,30	5,80	5,15
Výnos 5Y CZGB (%)	5,60	5,50	5,20	4,70
Výnos 10Y CZGB (%)	4,85	4,80	4,60	4,25
10Y CZGB ASW (bb)	-10	-15	-15	-10

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Výnosy CZGB mají našlápnuto k sestupné tendenci

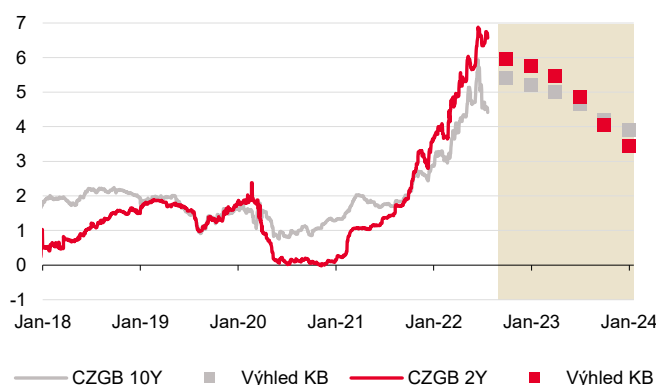
**Výnosy státních dluhopisů, obdobně jako IRS od letošního dubna dále strmě rostly.** Celkově v rozsahu 60-180 bb s výraznějším nárůstem na kratším konci výnosové křivky. Navzdory stále relativně solidní poptávce po CZGB byl nárůst výnosů CZGB o něco výraznější než v případě IRS křivky, a CZGB tak v ASW vyjádření mírně zlevnily (o cca 6-20 bodů). Přestože vidíme prostor pro další zlevnění v případě nutnosti krytí zvýšených výdajů státního rozpočtu z domácích zdrojů, výnosy CZGB zůstanou podle nás ve srovnání s IRS křivkou i nadále nižší. Poblíž svého vrcholu by se podle nás měly výnosy českých státních dluhopisů pohybovat v nejbližších měsících, aby následně, stejně jako IRS, začaly klesat do blízkosti dlouhodobě rovnovážných hodnot. K nárůstu rizikové premie by mohlo vést případné zhoršení ratingu, které agentura Fitch ve svém posledním hodnocení v květnu, kdy snížila výhled na negativní, zdůvodnila obavami z nižšího ekonomického růstu, silných inflačních tlaků a výrazné závislosti na energiích z Ruska. Očekáváme, že ke zhoršení ratingu by mohlo dojít pravděpodobně až v situaci déletrvajícího přerušení dodávek plynu z Ruska.

## Přehled ratingu hlavních agentur pro Českou republiku

	Domácí závazky	Výhled	Zahraniční závazky	Výhled	Další hodnocení
S&P	AA	STABLE	AA-	STABLE	14. 10. 2022
Moody's	Aa3	STABLE	Aa3	STABLE	5. 8. 2022
Fitch	AA-	NEGATIVE	AA-	NEGATIVE	21. 10. 2022

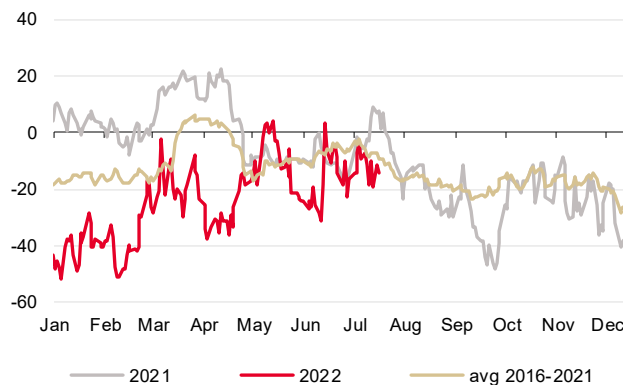
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Prognóza výnosů CZGB (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

## 10y CZGB ASW (bb)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

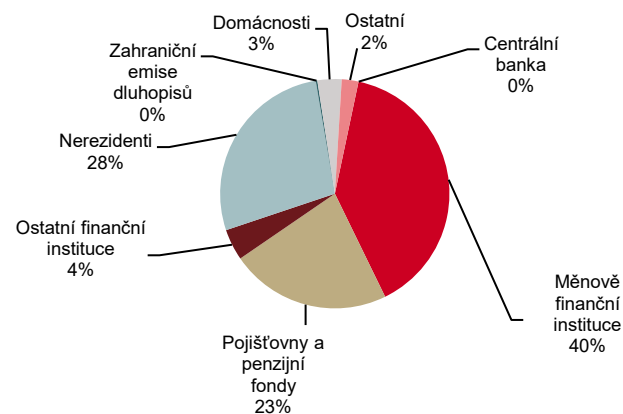
## Přehled českých státních dluhopisů

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
0.45 Oct-23	1.2	0.0	80%	7.17	-5	28	1.18	-14	18	18	-84	<div><div></div></div>	-9	2.3	1	-27.2	1	-29.1	16	
5.70 May-24	1.7	0.0	100%	6.32	-23	-13	0.92	-72	13	-4	-97	<div><div></div></div>	-32	-0.5	10	19.3	19	-37.7	19	
0.00 Dec-24	2.2	0.0	34%	6.08	-13	-27	1.22	-45	9	-9	-70	<div><div></div></div>	4	-0.2	6	11.3	17	-32.2	18	
1.25 Feb-25	2.4	0.0	100%	6.17	-13	-14	1.42	-35	11	6	-72	<div><div></div></div>	11	0.2	2	-6.6	5	-29.7	17	
2.40 Sep-25	2.8	0.0	85%	5.77	-7	-24	1.43	-32	5	9	-66	<div><div></div></div>	-1	0.0	5	3.2	14	-28.8	15	
6.00 Feb-26	3.1	0.0	61%	5.58	-13	-37	1.55	-42	3	5	-76	<div><div></div></div>	-8	-0.3	7	1.4	9	-27.7	14	
1.00 Jun-26	3.7	0.0	100%	5.44	-15	-44	1.56	-34	1	3	-61	<div><div></div></div>	3	-0.4	8	2.1	10	-25.3	13	
0.25 Feb-27	4.3	0.0	83%	5.08	-15	-65	1.54	-41	-7	-9	-60	<div><div></div></div>	7	-1.1	13	14.1	18	-23.6	12	
2.50 Aug-28	5.3	0.0	94%	4.81	-12	-76	1.75	-37	-11	-14	-59	<div><div></div></div>	5	-0.8	12	-3.2	7	-18.9	11	
2.75 Jul-29	6.1	0.0	100%	4.58	-13	-89	1.75	-46	-9	-19	-50	<div><div></div></div>	-3	-1.7	18	2.4	11	-16.5	10	
0.05 Nov-29	7.0	0.0	57%	4.59	-11	-85	1.85	-25	-9	-12	-41	<div><div></div></div>	1	-0.7	11	-4.1	6	-14.3	9	
0.95 May-30	7.2	0.0	100%	4.57	-10	-83	1.91	-23	-9	-12	-40	<div><div></div></div>	1	-0.5	9	-8.2	3	-13.5	8	
1.20 Mar-31	7.8	0.0	100%	4.57	-4	-78	2.05	-15	-10	-13	-35	<div><div></div></div>	3	0.0	4	-16.9	2	-11.6	7	
1.75 Jun-32	8.7	0.0	100%	4.31	-16	-96	2.03	-33	-8	-12	-30	<div><div></div></div>	4	-2.1	19	2.8	13	-10.0	6	
2.00 Oct-33	9.4	0.0	100%	4.33	-15	-94	2.19	-23	-10	-14	-26	<div><div></div></div>	14	-1.7	17	0.1	8	-8.2	5	
3.50 May-35	9.9	0.0	34%	4.34	-14	-91	2.34	-24	-5	-8	-29	<div><div></div></div>	9	-1.4	16	2.5	12	-7.1	4	
4.20 Dec-36	10.3	0.0	100%	4.37	-15	-92	2.42	-22	-6	-7	-31	<div><div></div></div>	10	-1.3	15	5.0	15	-6.8	3	
1.95 Jul-37	12.2	0.0	10%	4.35	-17	-88	2.38	-17	-6	-1	-30	<div><div></div></div>	10	-1.3	14	8.8	16	-5.7	1	
1.50 Apr-40	14.3	0.0	40%	4.50	-12	-79	2.43	0	-4	6	-38	<div><div></div></div>	19	0.1	3	-6.8	4	-6.2	2	

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

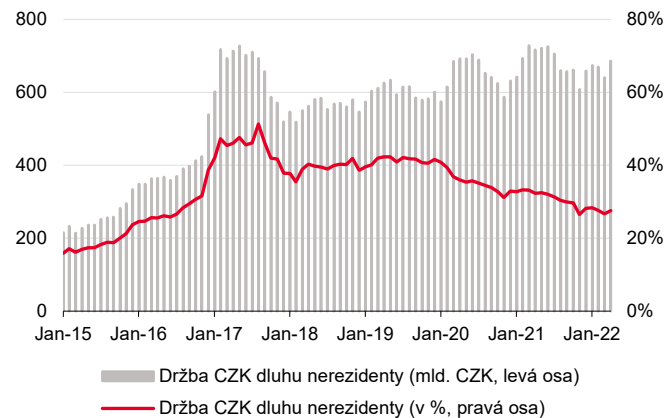
Pozn.: Detailní popis v aktuálním vydání CZGB Auction Alert

## Držba státních dluhopisů podle typu držitele (květen 2022)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Podíl nerezidentů dlouhodobě klesá



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka



## Korunový devizový trh



**Jaromír Gec**  
(420) 222 008 598  
jaromir\_gec@kb.cz

### Domácí měna pod tlakem

**Averze vůči měnám středoevropského regionu od počátku června zesílila. Koruna si z regionu sice dosud vedla nejlépe, výrazně ji v tom však pomáhala ČNB. Vlivem zhoršených fundamentů a rizik vychýlených směrem k ještě silnějším tlakům na depreciaci očekáváme navzdory přítomnosti ČNB na trhu oslabení koruny ke konci roku na 25 CZK/EUR a v horizontu jednoho roku na 25,25 CZK/EUR. Podmínky pro zajištění proti posílení koruny se i přes zpevnění spotového kurzu vlivem devizových intervencí ve srovnání se začátkem letošního roku zlepšily. Výhodnost zajištění proti posílení se bude odvíjet hlavně od dalších kroků ČNB. Hlavními riziky jsou pro korunu jednak případné déletrvající narušení dodávek plynu do Evropy a také nejistota ohledně dalších měnověpolitických kroků obměněné bankovní rady ČNB.**

### ČNB brání koruně v oslabení

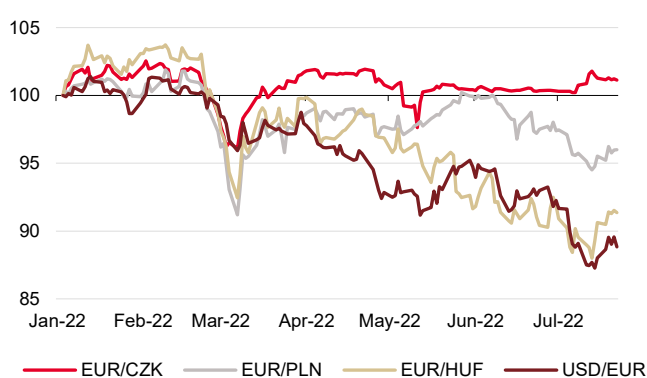
**Averze vůči měnám středoevropského regionu od začátku června zesílila.** To odráží rostoucí riziko recese v Evropě, které je zesíleno i vysokou závislostí na dodávkách ruského plynu a zhoršováním bilance zahraničního obchodu. Koruna si z regionu sice dosud vedla nejlépe, výrazně ji v tom však pomáhala ČNB, která od jmenování nového guvernéra, kdy znovu vstoupila na trh, brání tuzemské měně v oslabení nad hladinu 24,75 CZK/EUR. Oproti březnovým devizovým intervencím po propuknutí války na Ukrajině byly na pozadí holubičích posunu v bankovní radě a tlaku na měny rozvíjejících se trhů od května na obranu koruny vynaloženy řádově větší objemy. Od května do 20. července tak mohla ČNB na spotové operace podle našeho odhadu vydat přes 15 mld. EUR, tedy zhruba 10 % celkových devizových rezerv. I v tomto období navíc v čase potřeba korunu bránit spíše narůstala. Za celý květen činily intervence 3,5 mld. EUR. V červnu to přitom podle našeho odhadu na základě dekadní bilance ČNB mohlo být již přes 5 mld. EUR a za první dvě třetiny července dalších cca 7 mld. EUR (většina z toho byla vynaložena v období 1.-10. července).

Vývoj kurzu koruny



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vývoj ve středoevropském regionu (1. 1. 2022 = 100)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Hodnota nad 100 značí posílení CZK, PLN nebo HUF vůči EUR, respektive posílení EUR vůči USD od 1. 1. 2022.

Naši prognózu kurzu koruny jsme vlivem zhoršených fundamentů revidovali k výrazně slabší úrovni. Na konci roku očekáváme dosažení hodnoty 25 CZK/EUR a v ročním horizontu oslabení na 25,25 CZK/EUR. Výraznější depreciaci bude bránit ČNB.

**Tlaky na oslabení domácí měny budou přetrvávat.** Na jedné straně sice bude tuzemskou měnu v nejbližším horizontu nadále podporovat výrazný úrokový diferenciál, prozatím vlažný postoj nové bankovní rady k dalšímu zvyšování domácích úrokových sazeb však indikuje jeho brzký vrchol. Depreciační tlaky může utlumit i námi očekávané zvýšení sazeb ve čtvrtém čtvrtletí, to ovšem na přetlačení ostatních faktorů zřejmě stačit nebude. Koruna může totiž optikou úrokového diferenciálu začít ztrácet i ve srovnání se zbytkem regionu, kde úrokové sazby v prostředí výrazných inflačních tlaků patrně ještě dále porostou. Proti ziskům koruny

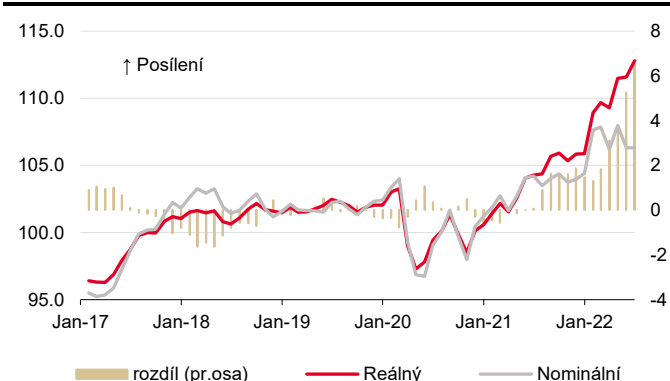
bude působit také silný dolar, při jehož nedávné apreciaci regionální měny (s výjimkou koruny, kterou bránila ČNB) viditelně oslabovaly. Zároveň bude odčerpávat prostor pro nominální posilování koruny i reálná aprece kurzu podpořená vyšším růstem cen v ČR oproti zahraničí. Letos koruně pravděpodobně nepomůže ani zahraniční obchod. Jednak reálné posílení kurzu snižuje konkurenceschopnost domácích vývozu, zároveň se ale bude tuzemský export po většinu letoška pravděpodobně potýkat s klesající poptávkou a nedostatkem komponent ve výrobě, i když fungování dodavatelských řetězců by se mělo dále zlepšovat. Importní stranu nominální bilance zahraničního obchodu navíc nafukuje dovoz drahých energií.

Vývoj CZK/EUR a úrokového diferenciálu



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

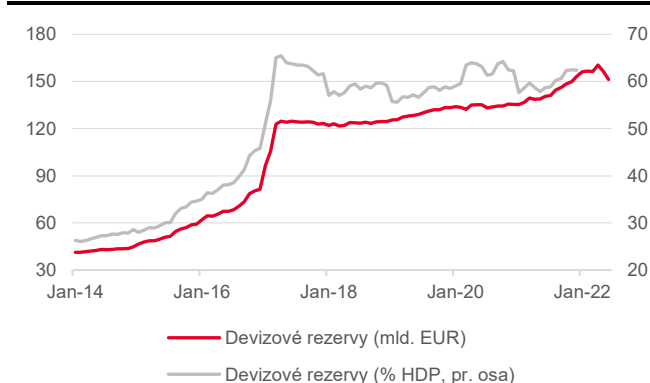
Efektivní kurz koruny (2020=100)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; Efektivní kurzy podle vah zahraničního obchodu v roce 2020, reálný efektivní kurz deflovaný cenami výrobci

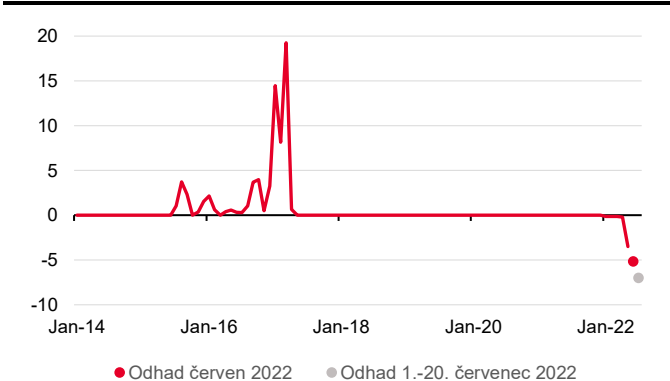
**Předpokládáme, že ČNB bude dále přítomna na devizovém trhu, a koruně tak ve výrazném oslabování zabrání.** Objemy intervencí se sice v poslední době zvyšují a bez dalšího vzestupu úrokových sazeb patrně klesat nebudou, prozatím jsou však optikou celkové „palebné síly“ tuzemské centrální banky alespoň krátkodobě udržitelné. Vzhledem k tomu, že ekonomické fundamenty posilování české koruny v letošním roce příliš nenahrávají, očekáváme, že ČNB počínaje čtvrtým čtvrtletím již nebude bránit konkrétní hladinu kurzu, ale přejde do režimu, kdy se bude snažit předejít pouze skokovému oslabení, které by přilévalo olej do ohně zvýšených domácích inflačních tlaků prostřednictvím zdražení dovozů. Jinými slovy centrální banka podle nás proti postupnému oslabení, které bude vyplývat ze zhoršených fundamentů, bude bojovat pouze částečně. Na konci roku by tak podle nás mohla koruna přes pokračující podporu ze strany centrální banky oslabit k 25 CZK/EUR. Další oslabení by mělo následovat i na začátku příštího roku, a to k hladině 25,25 CZK/EUR, kde by následně setrvala zhruba do poloviny roku 2023.

Devizové rezervy ČNB



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

Spotové operace ČNB na devizovém trhu (mld. EUR)



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

Pozn. kladná hodnota znamená intervence proti posílení koruny a záporná proti oslabení.

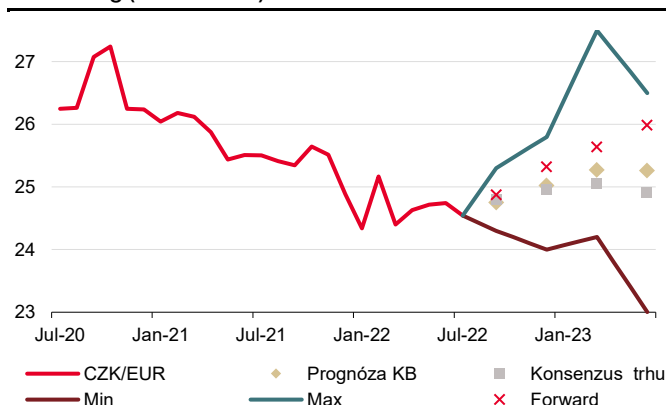
**Pozvolné posilování koruny by se podle nás mohlo obnovit ve druhé polovině příštího roku.** Stát by za tím mělo podle našich předpokladů hlavně oslabení amerického dolaru v souvislosti s odezněním negativního sentimentu vůči evropským ekonomikám, což bude působit i směrem k silnější koruně. Stejným směrem by mělo působit rovněž opětovné oživení zahraničního obchodu v návaznosti na odeznívání napětí v dodavatelských řetězcích a zmírňování dopadů vysoké inflace na poptávku. Celkově očekáváme od koruny (po oslabení v H2 22 a H1 23) posílení na konci roku příštího roku zpět k 25 CZK/EUR.

#### Prognóza kurzu koruny (konec období)

	Q3 22f	Q4 22f	Q1 23f	Q2 23f
CZK/EUR	24,75	25,00	25,25	25,25
CZK/USD	23,35	22,75	21,95	21,05
USD/EUR	1,06	1,10	1,15	1,20

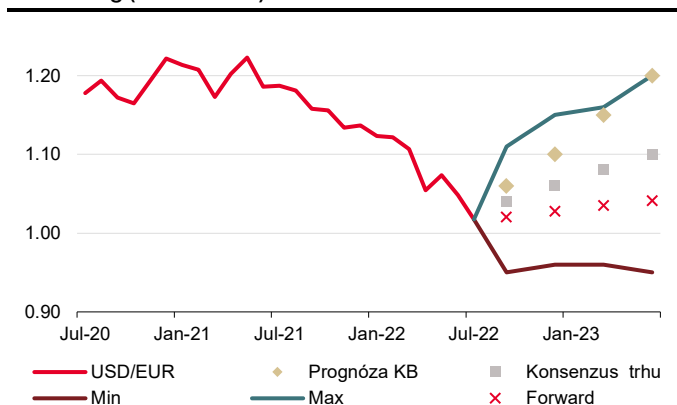
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 22. 7. 2022)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Předpokládaný vývoj kurzu USD/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 22. 7. 2022)



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

#### Rizika pro výhled koruny jsou značná

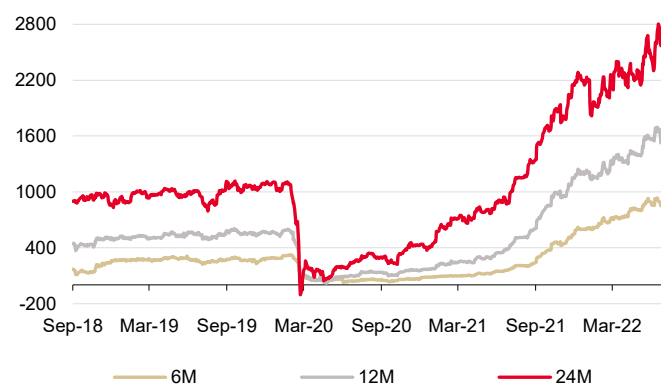
**Naše prognóza počítá se slabší korunou oproti trhu v rozmezí 0-20 haléřů v horizontu jednoho roku.** Výrazné riziko je spojeno zejména v letošním roce s případným déletrvajícím výpadkem dodávek ruského plynu, které by uvrhlo evropskou ekonomiku, a zvláště pak na ruských dodávkách vysoce závislé průmyslové země jako ČR, do recese. To by bylo spojeno i s růstem tlaku na depreciaci koruny. Riziko identifikujeme rovněž v souvislosti s novou bankovní radou a jejími dalšími měnověpolitickými kroky, a to v případě, že se nová bankovní rada rozhodne buď jednorázově ukončit devizové intervence ve prospěch koruny a/nebo dále nezvýší úrokové sazby při jejich současném růstu v regionu i ve světě. Skokové oslabení by koruně hrozilo také v případě, kdy by výrazně zesílily výprodejní tlaky a eroze devizových rezerv ČNB by se stala dále neudržitelnou. Rizikem zůstává i vývoj amerického dolaru, resp. rychlost utahování měnové politiky v USA.

#### Rekordní úrokový diferenciál tlačí forwardové body na nová maxima

**Úrokový diferenciál vůči eurovým sazbám dále překonává svá předchozí maxima.** To se projevuje na forwardových bodech. I přes posílení spotového kurzu vlivem devizových intervencí se podmínky pro jeho zajištění proti posílení koruny ve srovnání se začátkem letošního roku zlepšily. V ročním horizontu se tak lze aktuálně dostat poblíž 26,10 CZK/EUR a ve dvou letech na 27,10 CZK/EUR. Potenciál pro další oslabení forwardového kurzu se bude odvíjet hlavně od dalších kroků ČNB. Vzhledem k očekávanému brzkému vrcholu úrokového diferenciálu a jeho následnému postupnému uzavírání v kombinaci s oslabujícím spotovým

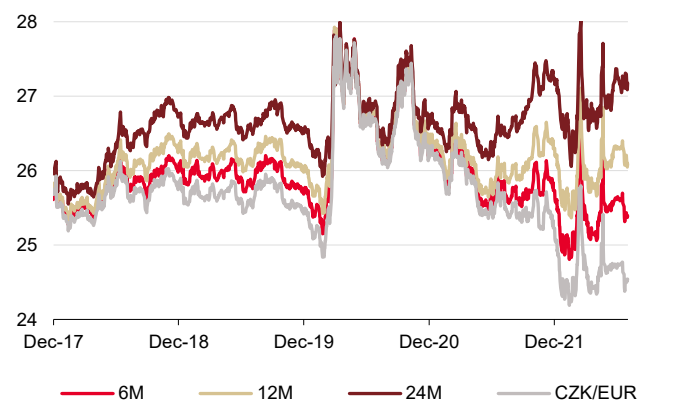
kurzem bude rozhodující, jak velkou depreciaci kurzu ČNB připustí a zda ji (jak předpokládáme) vnější podmínky donutí přistoupit k dalšímu zvýšení úrokových sazeb.

Forwardové body na nových maximech



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Forwardový vs spotový kurz CZK/EUR



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Bankovní sektor



Kevin Tran Nguyen  
(420) 222 008 569  
kevin\_tran@kb.cz

### Mírné ochlazení úvěrové aktivity

Zhoršený ekonomický výhled a vyšší úrokové sazby by měly ve druhé polovině letošního roku vést ke značnému ochlazení úvěrové aktivity napříč segmenty. Svižný růst hypoték z první poloviny roku daný nižšími úrokovými sazbami a očekávaným zpřísněním pravidel pro jejich čerpání by měl výrazně zpomalit. Prudké tempo zdražování rezidenčních nemovitostí neustalo ani v druhém čtvrtletí, nicméně dražší financování jejich koupě by mělo přispět ke zpomalení cenového růstu. Podobně jako úvěry i expanze depozit by měla zbrzdřit. Nepříznivý ekonomický vývoj by měl být spojen pouze s mírným nárůstem rizika v podobě podílu nevykonných úvěrů (NPL).

Zhoršené ekonomické vyhlídky, dražší financování a horší cenová dostupnost povedou ke zpomalení nemovitostního a hypotečního trhu.

### Ochlazení hypotečního a nemovitostního trhu se blíží

Tempo zdražování rezidenčních nemovitostí nezpomalilo ani v druhém kvartále. Ceny rezidenčního bydlení vzrostly meziročně téměř o 25 % a zrychlení jsme pozorovali i na mezikvartální dynamice. Cenová (ne)dostupnost, měřená poměrem cen nemovitostí k příjmům domácností, se tak vyšplhala na jedny z nejvyšších úrovní v EU. Horší cenová dostupnost i ekonomické vyhlídky, dražší financování a přísnější podmínky pro čerpání hypoték by měly vést ke značnému zpomalení hypoteční úvěrové aktivity. Růst hypoték v druhém kvartále podle nás zpomalil na 8,5 % y/y. Roli nadále sehrává předzásobením ze začátku roku, kdy se čerpání těchto hypoték v číslech za druhé čtvrtletí odrazilo pozitivně. Silnější poptávka na začátku roku a předzásobením by měly kompenzovat slabší druhou polovinu roku. I proto čekáme po loňském 10% růstu pro celý letošní rok zpomalení na 7,2 %.

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

	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Bankovní úvěry</b>														
<b>Celkem</b>	7,0	4,4	5,6	7,0	6,1	5,1	6,7	5,2	4,9	5,8	5,4	6,0	6,0	6,0
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	11,1	11,1	8,5	5,8	3,4	1,2	1,7	2,7	9,9	7,2	2,3	5,8	6,0	5,7
Spotřebitelské úvěry domácnostem	6,5	8,9	6,6	5,6	4,4	1,6	2,5	3,0	3,3	6,4	2,7	6,4	5,9	5,6
Úvěry nefinančním podnikům	5,8	7,6	6,4	5,2	4,1	2,9	5,2	4,0	0,9	5,8	4,0	5,4	5,6	5,7
<b>Bankovní vklady</b>														
<b>Celkem</b>	6,6	4,7	2,4	4,6	7,3	4,7	7,7	4,9	8,3	4,7	5,7	5,1	4,7	5,0
Obyvatelstvo	7,0	4,1	3,1	3,0	3,0	3,6	4,0	3,8	10,2	3,3	4,1	5,5	4,9	5,1
Nefinanční podniky	7,5	8,1	5,1	4,5	8,7	4,2	6,4	7,7	8,3	6,6	5,9	5,5	4,9	5,2
Ostatní	4,6	3,4	-0,9	7,4	16,8	7,1	15,9	4,7	4,9	6,7	8,4	4,2	4,2	4,7
<b>Podíly na HDP</b>														
Podíl úvěrů na HDP	63,0	62,6	60,3	60,5	58,9	57,8	57,1	56,9	63,5	60,6	56,9	55,1	54,6	55,2
Podíl vkladů na HDP	90,1	98,4	92,5	93,1	85,2	90,6	88,4	87,3	97,7	92,3	86,9	83,4	81,8	81,8
Podíl úvěrů na vkladech	69,9	63,6	65,2	65,0	69,2	63,8	64,6	65,2	65,1	65,7	65,5	66,1	66,9	67,5
<b>Úrokové sazby</b>														
Úvěry pro bytové potřeby	2,9	3,8	4,7	5,0	5,1	4,9	4,6	4,3	2,4	4,7	4,4	3,6	3,4	3,4
Spotřebitelské úvěry	7,9	8,2	8,8	9,8	11,0	11,6	11,9	11,7	7,4	9,4	11,6	10,0	9,1	9,3
Úvěry nefinančním podnikům	4,4	6,2	8,4	8,7	9,2	8,8	8,1	7,3	2,4	8,1	7,7	5,0	4,4	4,3
<b>Podíl úvěrů v selhání</b>														
Úvěry pro bytové potřeby	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	1,2	1,3	1,5	1,0	0,9	1,4	1,7	1,8	1,8
Spotřebitelské úvěry	4,7	4,3	4,1	4,6	4,9	5,3	6,1	6,7	5,2	4,5	6,3	8,2	7,9	7,9
Úvěry nefinančním podnikům	3,8	3,7	3,7	3,8	4,1	4,7	5,3	5,6	4,1	3,8	5,3	5,5	4,9	4,2

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

Obvykle zpožděná reakce úvěrového cyklu a cen nemovitostí na vývoj reálné ekonomiky povede k tomu, že se propad ekonomiky do recese ve druhé polovině letošního roku projeví až zhruba v následujících dvou letech. Hypoteční úvěry by měly v roce 2023 růst výrazně pomalejším tempem v průměru o 2,3 %. Ceny rezidenčních nemovitostí by po prudkém vzestupu posledních let měly pravděpodobně v nejbližších letech zhruba stagnovat, což by mělo vést ke zlepšení cenové dostupnosti v reálném vyjádření.

### Růst spotřebitelských úvěrů výrazně zpomalí

Zhoršující se nálada spotřebitelů naznačuje zpomalení spotřebitelských úvěrů.

**Zhoršený výhled ekonomiky, erodující spotřebitelský sentiment a známky slábnoucí spotřeby domácností by měly signalizovat zpomalení tempa růstu spotřebitelských úvěrů.** Naopak z druhé strany by měl působit nadále napjatý trh práce vyvíjející tlak na zvyšování mezd. V nominálním vyjádření se také odrazí růst osobních nákladů vlivem vysoké inflace. S ohledem na negativní vývoj ekonomiky po zbytek roku a setrvávání vyšších úrokových sazeb očekáváme oslabení mezičtvrtletních dynamik pro tento rok a celkově také výrazně slabší růst pro rok 2023 (+ 2,7 %).

### Nefinanční podniky přehodnotí svojí úvěrovou aktivitu

Firmy budou přehodnocovat střednědobé a dlouhodobé investice, což povede k ochlazení úvěrové aktivity.

**Odhadujeme, že růst úvěrů nefinančním podnikům pro tento rok bude činit 5,8 %.** Oproti našemu předchozímu odhadu ve výši 8,6 % se tak jedná o výrazně nižší dynamiku. I přes relativně silnou poptávku po financování v prvním kvartále čekáme, že investiční aktivita firem se ve zbytku roku zmírní vzhledem k horšímu výhledu ekonomiky. Přetrvávající problémy v dodavatelských řetězcích a vysoký nárůst cen výrobních vstupů povedou k většímu objemu provozního financování. Nicméně proti tomu bude působit slabší poptávka po střednědobých a dlouhodobých investičních úvěrech. Vlivem výše zmíněných faktorů a delšího setrvávání sazeb na vyšších úrovních tak snižujeme naši prognózu nejenom pro letošní rok ale i pro ten příští, kdy čekáme růst v průměru pouze o 4 %.

### Podobně jako úvěry zpomalí i vklady

Expanze depozit zpomalí na podobné tempo jako úvěry.

**Na jedné straně by vkladům měly pomoci lepší zhodnocení vložených prostředků díky vyšším úrokovým sazbám, růst nominálních mezd a zpožděné čerpání předzásobených hypoték.** Horší finanční situace některých domácností vlivem vysoké inflace by ale naopak expanzi vkladů měla brzdit. Slabší úvěrová aktivita napříč segmenty by měla také přispět ke zpomalení růstu depozit. Předpokládáme, že vklady porostou tento rok o 4,7 %, zatímco pro příští rok odhadujeme jejich růst v průměru o 5,7 %, tedy víceméně podobným tempem jako úvěry.

### Nepříznivý ekonomický vývoj přispěje k mírnému zvýšení rizika

V nejbližším horizontu dojde k mírnému zvýšení rizika s nárůstem NPL.

**Po sestupné trajektorii vývoje podílu nevykonných úvěrů (NPL) pokračující z minulého roku vidíme v našich projekcích mírná rizika pro další vývoj.** Po dvou letech poznamenaných pandemií průměrné NPL kleslo v květnu na 2,2 %, v případě hypotečních úvěrů pak až na necelé 1 %. Vyšší úrokové náklady a zhoršené ekonomické vyhlídky by měly posunout podíly úvěrů v selhání o trochu výše, především v příštím roce. Nicméně úrovně, na které NPL vystoupají, by neměly představovat výrazné riziko pro finanční sektor, zejména když vezmeme v potaz současné nízké hladiny NPL a odolnost domácího bankovního sektoru.

## Klíčové ekonomické ukazatele

### Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
HDP	reálný, %	3,0	-5,5	3,5	2,5	1,7	4,7	3,4	2,9
Inflace	průměr období, %	2,8	3,2	3,8	16,8	11,2	2,5	2,1	2,3
Běžný účet platební bilance	% HDP	0,3	2,0	-0,8	-4,3	-2,5	-1,2	-0,6	-0,2
3M PRIBOR	průměr, %	2,1	0,9	1,1	6,4	6,1	3,6	3,3	3,3
CZK/EUR	průměr	25,7	26,5	25,6	24,7	25,2	24,5	24,2	24,2
CZK/USD	průměr	22,9	23,2	21,7	22,9	21,3	19,8	19,2	18,5

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

### Měna a úrokové sazby – výhled

		26.07.2022	Sep-22	Dec-22	Mar-23	Jun-23	Sep-23
CZK/EUR	konec období	24,6	24,75	25,00	25,25	25,25	25,15
USD/EUR	konec období	1,02	1,06	1,10	1,15	1,20	1,21
CZK/USD	konec období	24,1	23,35	22,75	21,95	21,05	20,80
3M PRIBOR	konec období, %	7,32	7,20	7,70	6,80	6,15	5,40
10Y IRS	konec období, %	4,68	4,95	4,95	4,75	4,35	4,05

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

### Měsíční makroekonomická data

		X-21	XI-21	XII-21	I-22	II-22	III-22	IV-22	V-22	VI-22
Inflace (CPI)	%, m/m	1,0	0,2	0,4	4,4	1,3	1,7	1,8	1,8	1,6
Inflace (CPI)	%, y/y	5,8	6,0	6,6	9,9	11,1	12,7	14,2	16,0	17,2
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	1,9	1,2	-0,1	6,9	2,2	4,2	2,3	1,9	1,4
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	11,6	13,5	13,2	19,4	21,3	24,7	26,6	27,9	28,5
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	3,4	3,3	3,5	3,6	3,5	3,4	3,3	3,2	3,1
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	-7,8	4,2	0,9	3,9	-1,0	-1,4	-6,4	6,3	n.a.
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	-6,1	11,0	8,3	15,8	8,8	7,2	1,9	19,4	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	1,1	5,5	11,3	5,4	16,7	8,8	2,6	4,6	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (nár. met.)	-16,5	4,2	-16,3	7,6	-5,3	-12,1	-27,0	-23,3	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	-14,5	-12,0	-27,3	10,0	-7,8	-10,0	-10,2	-22,8	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	-11,3	-39,3	20,1	-12,4	-30,3	22,4	-32,5	10,4	n.a.
M2	%, y/y	8,2	8,0	7,3	6,9	6,1	5,9	5,6	6,2	n.a.
Státní rozpočet	mld. CZK (od zač. roku)	-335,0	-401,5	-419,7	3,9	-45,3	-59,1	-100,1	-189,3	-183,0
3M PRIBOR	%, průměr	2,02	2,97	3,50	4,21	4,69	4,86	5,36	5,97	6,64
CZK/EUR	průměr	25,5	25,4	25,2	24,5	24,5	25,0	24,4	24,8	24,7
CZK/USD	průměr	22,0	22,3	22,3	21,6	21,6	22,7	22,6	23,4	23,4

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



## Upozornění

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <https://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**  
**Martin Gürtler**  
(420) 222 008 509  
martin\_gurtler@kb.cz

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

**Kevin Tran Nguyen**  
(420) 222 008 569  
kevin\_tran@kb.cz

**Finanční trhy**  
**Jaromír Gec**  
(420) 222 008 598  
jaromir\_gec@kb.cz

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

## 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

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

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

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

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

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

**Sam Cartwright**  
(44) 20 7762 4506  
sam.cartwright@sgcib.com

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

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

Vedoucí strategie sazeb pro USA

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

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

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

**Sean Kou**  
(44) 20 7550 2053  
sean.kou@sgcib.com

**Nishchal Gupta**  
(91) 80 6731 0822  
nishchal.gupta@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