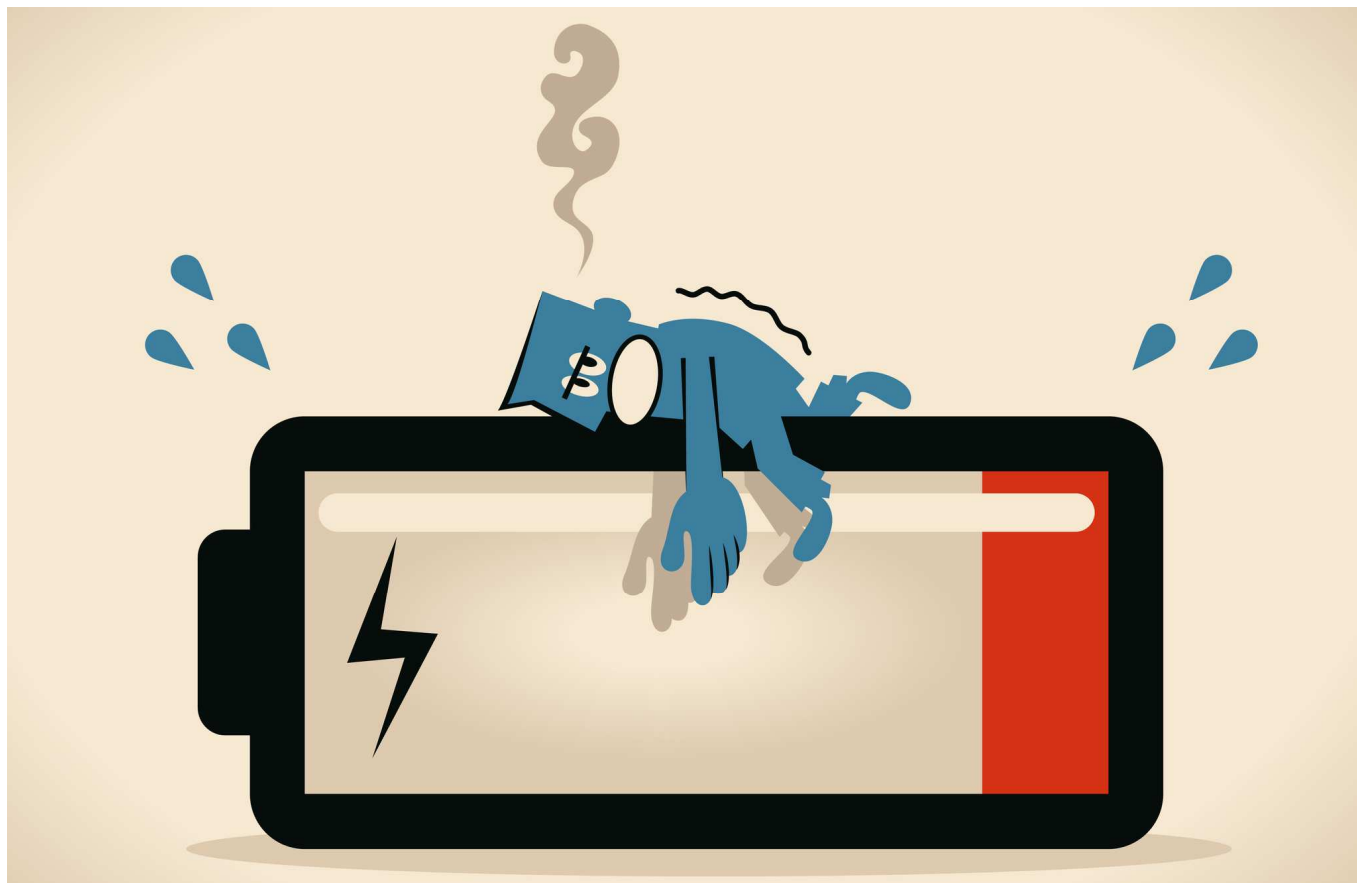


Čtvrtletní zpráva

Ekonomické **výhledy**

Česká ekonomika ztrácí energii



©iStock

■ **Recese ekonomiky na přelomu roku.** České hospodářství bylo dosud vůči dopadům energetické krize relativně odolné. Poptávka po spotřebním a průmyslovém zboží však klesá. To se podepíše na mezičtvrtletním poklesu HDP v Q4 22 a Q1 23 následovaném jen pozvolným oživením růstu. Dosažení předpandemické úrovně HDP očekáváme až ve Q3 23.

■ **Inflace již zřejmě dosáhla vrcholu.** Ke konci letošního roku by k jejímu snížení měla přispět vládní opatření proti drahým energiím. Po odeznění tohoto efektu však inflace na začátku příštího roku opět mírně zrychlí a po jeho velkou část zůstane dvouciferná. K dosažení dvouprocentního cíle podle nás dojde až na konci roku 2024.

■ **ČNB bude nadále držet sazby na 7 %.** Ukazuje na to pokračující holubičí rétorika nové bankovní rady. K prvnímu snížení úrokových sazeb by mohlo dojít v polovině příštího roku, rovnovážná 3 % však podle nás dosáhnou až na konci 2024.

■ **Vyšší sazby po delší dobu.** Vrcholu by tržní sazby měly dosáhnout v H1 23, avšak zvýšené zřejmě zůstanou po většinu příštího roku. Jejich výraznější pokles může přinést až zahájení návratu sazeb ČNB zpět k neutrálním úrovním.

■ **Tlaky na oslabení koruny přetrvávají.** Přes přítomnost ČNB na devizovém trhu očekáváme, že domácí měna působením zhoršených fundamentů do konce roku oslabí k 24,85 CZK/EUR a v ročním horizontu zhruba na úroveň 25,10 CZK/EUR.



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



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



Martin Gürtler
(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



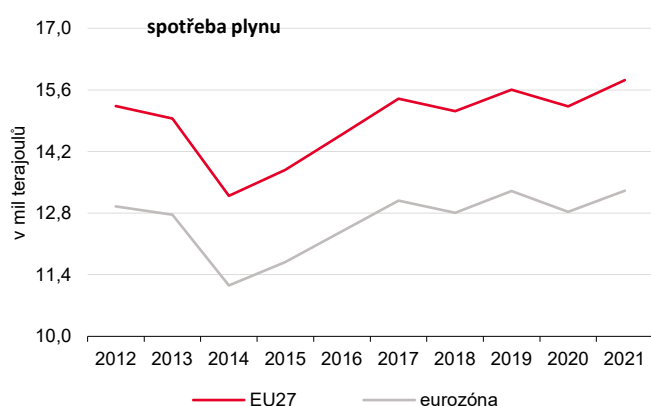
Jan Vejmelek
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

Plyn jako těžký kalibr proti západním sankcím

Česká ekonomika ztrácí energii je hlavní motto tohoto vydání *Ekonomických výhledů*. Odkazujeme tím na fakt vysoké energetické náročnosti tuzemské produkce a nejistotu, zda vůbec bude energií dostatek a za jakou budou cenu. Zároveň české hospodářství projde na přelomu roku mělkou recesí a nižší růstovou dynamiku vidíme i pro následující čtvrtletí.

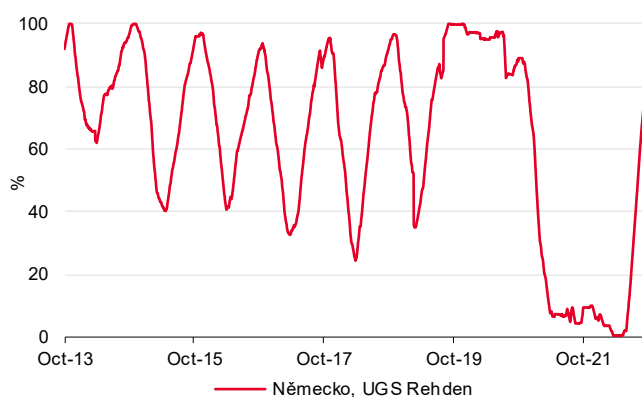
Rusko nevede válku na Ukrajině pouze za pomoci konvenčních zbraní, ale významnou roli hrají v této souvislosti i strategické komodity, zejména ty energetické. Na jejich vývozu Rusko dlouhodobě zakládalo svůj ekonomický i geopolitický model fungování. **Jako kritická se jeví především závislost Evropy na dodávkách ruského plynu.** Podíl ruských dodávek na celkové evropské spotřebě činil před započítáním války zhruba polovinu, v případě naší země to byla závislost téměř stoprocentní.

Spotřeba plynu v Evropě byla vloni rekordní



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Německé zásobníky Gazprom vloni vůbec nenaplnil



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

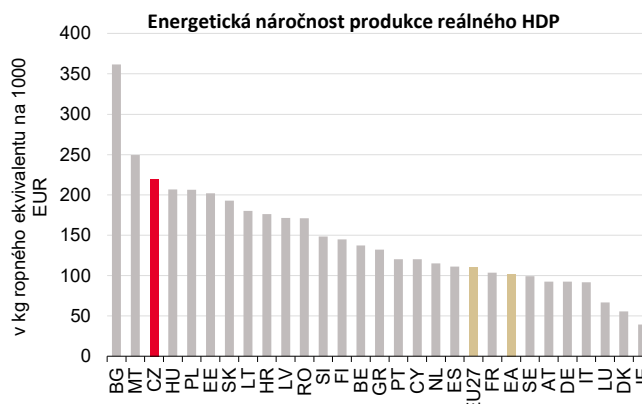
K použití plynu jako ekonomické zbraně se schylovalo již delší dobu. Z dnešní perspektivy bylo varující postupné snižování dodávek plynu do Evropy přes Ukrajinu, což nicméně bylo zřejmé již od konce roku 2019. Německé zásobníky plynu pronajaté ruskou společností Gazprom nebyly oproti veškerým zvyklostem v loňském roce dokonce vůbec naplněné. Spotřeba plynu v Evropě přitom dlouhodobě roste, v loňském roce byla historicky nejvyšší.

Cena plynu se koncem prázdnin dostala do závratných výšek



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Energetická náročnost domácí produkce je jedna z nejvyšších



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Otázka, jestli plyn vůbec bude a za jakou cenu, je tak před nacházející zimou jednou z těch nejpálčivějších. Ceny plynu a elektrické energie tak vstupují jako významné determinanty do vyhlídek české ekonomiky pro nadcházející měsíce a čtvrtletí. Jak bylo těžké

připravovat makroekonomické prognózy v dobách prvních pandemických vln či na počátku války na Ukrajině, tak dnes není pro prognostiky situace o moc lepší, spíše naopak. Je totiž zřejmé, že drahé energie na evropský či tuzemský průmysl doléhají, energetická náročnost českého hospodářství je navíc jedna z nevyšších v Evropě. Zároveň se jedná o významnou položku ve spotřebním koši domácností, což samozřejmě dopadá do jejich hospodaření a spotřebitelské důvěry, která dosahuje historicky nejnižších úrovní.

Energetická krize tak bude tím, co nakonec českou ekonomiku pošle do recese. Ta se ale zatím urputně brání. A i nyní to vypadá, že mezičtvrtletní snížení HDP zaznamená naše ekonomika až v závěrečném čtvrtletí roku. Jak moc bude hluboká a dlouhá, bude záviset na řadě faktorů počínaje tím, jak tuhá bude zima a jak dlouho vystačí naplněné zásobníky či jak rychle se budou doplňovat ať třeba z Ruska či nasmlouvanými LNG kapacitami, až po to, jaké řešení se nakonec na celoevropské a národních úrovních zaujme. Prozatím se politici na jednotném řešení neshodli, nápady a postoje se poměrně často mění. Pohybujeme se od cenové regulace či cenových stropů až po finanční kompenzace ze strany veřejných rozpočtů. Oba tyto prvky do svého instrumentária zařadila i česká vláda. Zavedení úsporného tarifu a odpuštění plateb za obnovitelné zdroje by v závěrečných měsících roku mělo přispět k poklesu inflace. Detailně inflační dopady vládních opatření proti drahým energiím vyčíslil ve své analýze Martin Gürtler (report je dostupný zde <https://bit.ly/3yvsJny>).

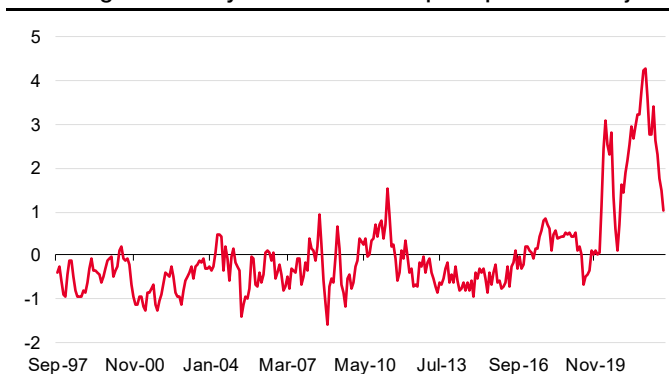
Vládní pomoc v boji s drahými energiemi má ale své konsekvence – konsolidace veřejných financí se odkládá na neurčito, výrazně pak opětovně vysoké schodky státního rozpočtu a plošná stimulace poptávky ohrožují dosažení inflačního cíle. Toho se zřejmě nedočkáme dříve než koncem roku 2024. Obáváme se, že centrální banka dřívějšímu návratu inflace naproti nepůjde.

Současná energetická krize podle nás nic nemění na dosažení stanovených klimatických cílů, naopak by měla být katalyzátorem celého procesu, jak detailně diskutuje Jana Steckerová ve svém speciálním boxu. To se pozitivně odrazí, a nutno podotknout, že už odráží, na solidní investiční aktivitě, zatím zejména privátního sektoru, jak ukazují statistiky za první pololetí letošního

roku. I u domácností je patrná snaha investovat do energeticky úspornějších řešení; prim ale hrají snahy o celkové úspory, což se projevuje v poklesu spotřeby domácností. Pozitivně by naopak na vývoj ekonomiky měla působit zlepšující se situace v globálních výrobních řetězcích, což by se mělo odrazit ve vyšších exportech.

Letošní zima tak sice může být hodně studená, kola českého hospodářství ale podle nás nezamrzou. Ať tomu tak skutečně je, to Vám pro příští rok přeje celý tým *Ekonomického výzkumu* Komerční banky!

Potíže v globálních výrobních řetězcích postupně odeznívají



Zdroj: Federal Reserve Bank of New York, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Obsah

| | |
|---|-----------|
| Vnější prostředí a předpoklady prognózy..... | 5 |
| Makroekonomická prognóza a měnová politika..... | 9 |
| Box: ESG: energetická krize uspíší klimatickou změnu a popožene investice | 14 |
| Tabulka prognózy | 20 |
| Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy | 21 |
| Korunový devizový trh | 26 |
| Bankovní sektor | 30 |
| Klíčové ekonomické ukazatele..... | 32 |
| Upozornění | 33 |

Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

Centrální banky dají přednost boji s inflací před rizikem recese

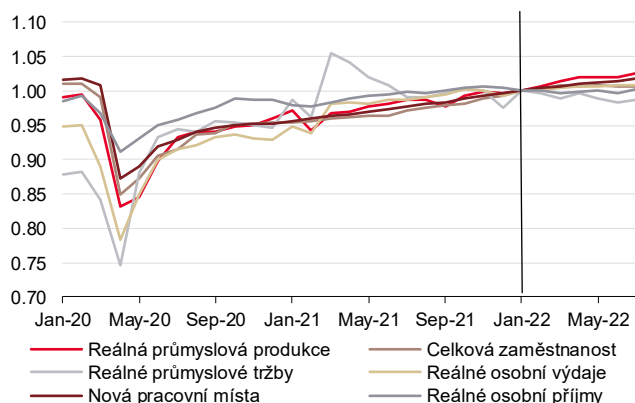
Inflace v USA i eurozóně sice již dosáhla svého vrcholu, na cíl centrálních bank se ale bude vracet jen velmi neochotně. Jak ECB, tak i Fed budou muset v razantním zvyšování úrokových sazeb pokračovat, a to i za cenu uvržení obou ekonomik do mírné recese. Klíčová sazba Fedu se podle naší prognózy v lednu příštího roku vyšplhá na 4,6 %, u ECB to budou v první polovině roku 3 %. Rizika se ale koncentrují spíše ve směru ještě razantnějšího utažení měnových podmínek. Restriktivní měnová politika pak v USA vyústí v mělkou recesi počátkem roku 2024. Eurozóna se jí zřejmě jen těsně vyhne na konci letošního roku, když mezikvartální růst HDP bude nulový. Recesi si ale ve druhém pololetí letošního roku projde německá ekonomika.

USA: Recese až v roce 2024

Nižší deficit zahraničního obchodu významně přispěje k růstu HDP.

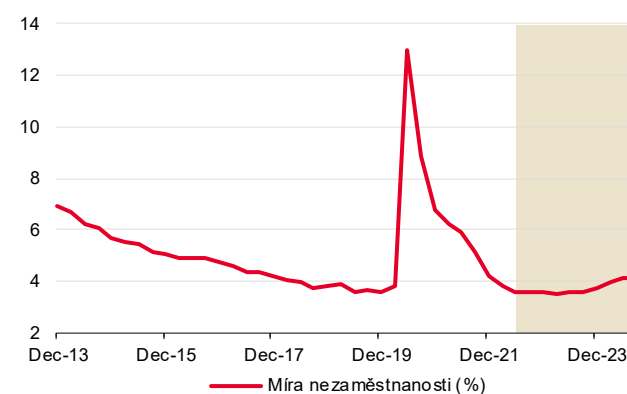
Americká ekonomika v prvním čtvrtletí propadla po sezónním očištění o 1,6 % q/q anualizovaně, ve druhém pak o 0,6 %. Propad byl však do značné míry dán vývojem zahraničního obchodu, který ovlivnila situace v přeplněných přístavech. Kvůli nedostatku subdodávek si zadavatelé v závěru roku 2021 objednávali více zboží, než ve skutečnosti potřebovali, v naději, že alespoň část jejich objednávek bude uspokojena. To vedlo k razantnímu nárůstu počtu nákladních lodí před přístavy, zácpám a nemožnosti zboží vyskladnit. Zboží se začalo ve větší míře vykládat v první polovině letošního roku, což vedlo k výraznému růstu importů a tím i zhoršení zahraničního obchodu. Normalizace situace v přístavech pak naopak povede ke snižování deficitu zahraničního obchodu v H2, což by mělo podle našeho odhadu vést k růstu HDP v Q3 o vysoká 3 % mezikvartálně anualizovaně. Solidní růst ekonomiky indikuje i utažený trh práce, kdy počet volných pracovních míst stále svižně roste (263 tisíc v září), zatímco nezaměstnanost klesá (3,5 % v září). Obavy tak v současné době budí spíše mzdový růst než brzký nástup recese, ačkoli spekulace o jejím časnějším příchodu se množí. My recesi očekáváme až počátkem roku 2024 a to z titulu razantního utahování měnové politiky americkou centrální bankou.

Vývoj klíčových indikátorů zatím recesi nenaznačuje (leden 2022=100)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Trh práce zůstává silně utažený



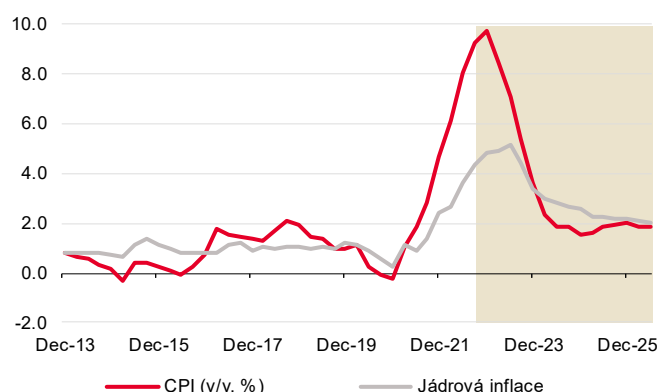
Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Sazby dosáhnou vrcholu na úrovni 4,6 %.

Americká centrální banka v říjnu zvýšila klíčovou úrokovou sazbu o 75 bb na 3,00-3,25 %. Zároveň zveřejnila svoji novou očekávanou trajektorii vývoje úrokových sazeb, která počítá do konce letošního roku s růstem sazeb na 4,4 %, v příštím roce pak na 4,6 %. To je i v souladu s naší prognózou, když 2. listopadu očekáváme další 75bodové zvýšení, 14. prosince 50bodové a 1. února 25bodové. Klíčová sazba se tak dostane výrazně nad

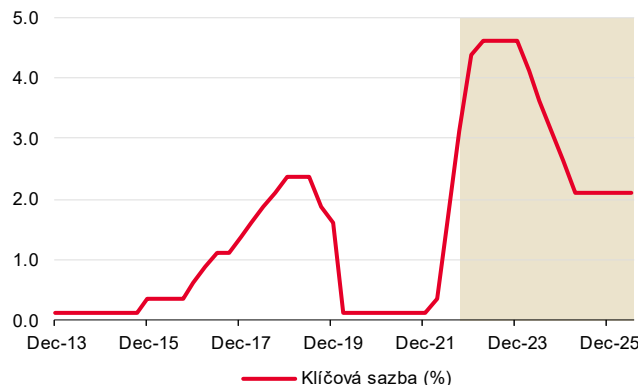
dlouhodobě neutrální úroveň (2,5 %) a bude působit silně restriktivně. Stejným směrem bude působit i snižování bilanční sumy, které od září běží v rozsahu 95 mld. USD měsíčně. Z tohoto důvodu prognóza americké centrální banky počítá s mírnou recesí již v příštím roce. To je vidět i na vývoji nezaměstnanosti, která podle Fedu v příštím roce stoupne na 4,4 % z letošních 3,8 %. Trh práce nicméně známky ochlazení zatím nejeví a je otázka, zda bude očekávaný růst nezaměstnanosti na 4,4 % ke stlačení inflace stačit. Se současnou úrovní nezaměstnanosti by naopak byla konzistentní výrazně vyšší úroveň sazeb (až 7 %). Inflace tedy bude zřejmě zpomalovat ze zářijových 8,1 % y/y jen velmi neochotně. V příštím roce ji očekáváme v průměru na 4,3 %, v roce 2024 na 2,6 %. Rizika se vzhledem k rostoucím cenám nájemného a možnosti rozjetí mzdové spirály koncentrují ve směru nahoru.

Inflace se na cíl vrátí až v roce 2024



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Fed bude zvyšovat úrokové sazby agresivně



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Ekonomika eurozóny je zatím překvapivě odolná.

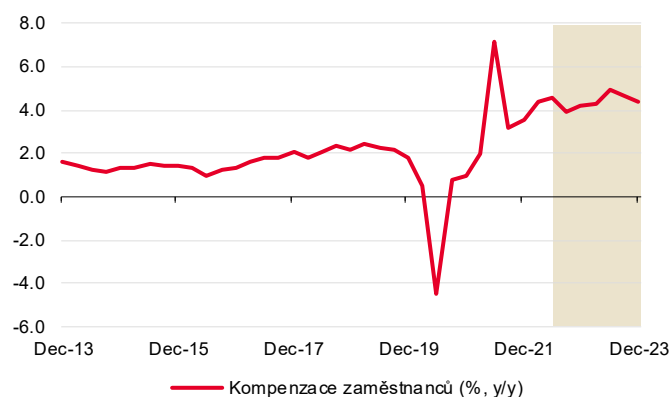
Eurozóna: průmysl utlumí výkon ekonomiky

Ekonomika eurozóny vykázala v prvním pololetí solidní odolnost vůči válce na Ukrajině i následnému inflačnímu šoku, když v Q1 vzrostla o 0,7 % q/q a v Q2 o 0,8 % q/q. Domácnosti těžily z naakumulovaných pandemických úspor, podpory vlád i historicky nízké nezaměstnanosti (6,6 % v srpnu). Tyto faktory by, ač v menší míře, měly zůstat ve hře i v následujících čtvrtletích, přičemž přidat by se k nim měl ještě solidní růst mezd (4,6 % y/y v roce 2023). Korporace zatím 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 takovéto známky nepozorujeme. Naopak ochota firem investovat a nabírat nové zaměstnance přetrvává. Mizí i problémy se subdodávkami, což bylo v srpnu vidět na silném oživení evropského automobilového průmyslu.

Německo si recesi již prochází.

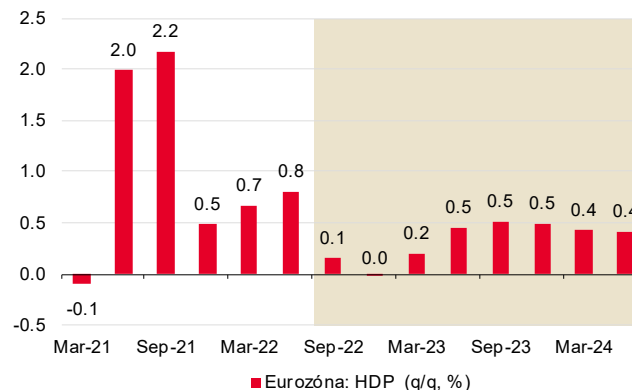
Problémem zůstávají vysoké ceny energetických vstupů, a to především u průmyslově orientovaných zemí jakou je například i Německo. Zde již firmy kvůli drahým vstupům v letních měsících omezovaly či dokonce uzavíraly výrobu, což se projevilo v poklesu průmyslové produkce. Německá ekonomika si tak ve třetím a čtvrtém čtvrtletí letošního roku projde mírnou recesí. Eurozóně jako celku by se recese měla zatím vyhnout, ačkoli velmi těsně, když v Q4 očekáváme nulový mezikvartální růst. Za celý letošní rok by dynamika HDP měla v eurozóně dosáhnout 3,2 %, v příštím roce pak 1,1 %.

Domácnostem pomáhají úspory i mzdový růst



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

HDP eurozóny letos vzroste o solidní 3,2 %

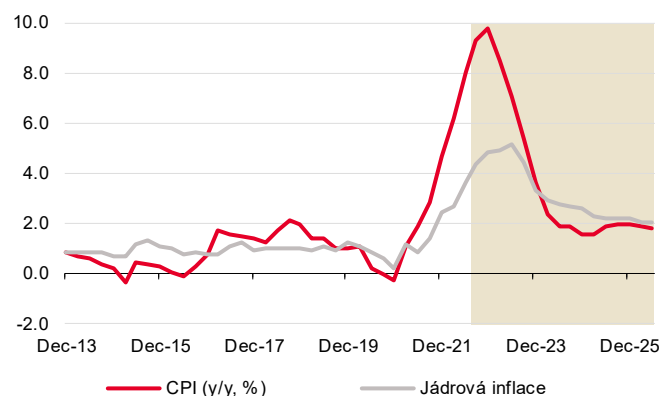


Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Do konce letošního roku ECB zvýší úrokové sazby o 125 bb.

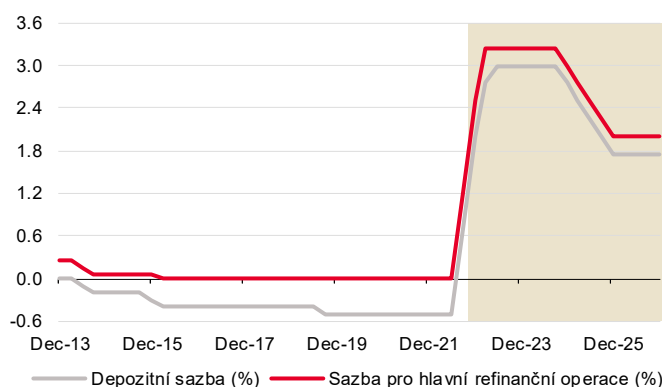
Inflace v eurozóně v září dosáhla rekordních 9,9 % y/y. To by měl být její vrchol a v následujících měsících by měla začít klesat. I tak se ale podle našeho odhadu bude v příštím roce nacházet na průměrných 5,9 %, přičemž pod 2 % by měla klesnout až v roce 2024. Jádrová inflace poroste i v následujících měsících, přičemž pod dvě procenta se v příštích dvou letech nedostane (4,4 % v roce 2023, 2,8 % v roce 2024). Evropská centrální banka se tak bude snažit úrokové sazby rychle dostat nad dlouhodobě neutrální úroveň, kterou odhaduje na 2 %. Na říjnovém zasedání proto očekáváme zvýšení sazeb o dalších 75 bb, na prosincovém pak o 50 bb. Do května příštího roku by depozitní sazba měla stoupnout o dalších 100 bb na rovná 3 %. Zda to bude dostačující bude záležet na tom, jak se ECB postaví ke snižování bilanční sumy. To podle našeho předpokladu zahájí v polovině příštího roku, a to prostřednictvím snižování objemu TLTRO či nižšími reinvesticemi maturujících dluhopisů.

Inflace v eurozóně na vrcholu (% , y/y, čtvrtletní průměry)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

ECB bude ve zvyšování sazeb pokračovat (%)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Regionální měny zůstanou pod tlakem.

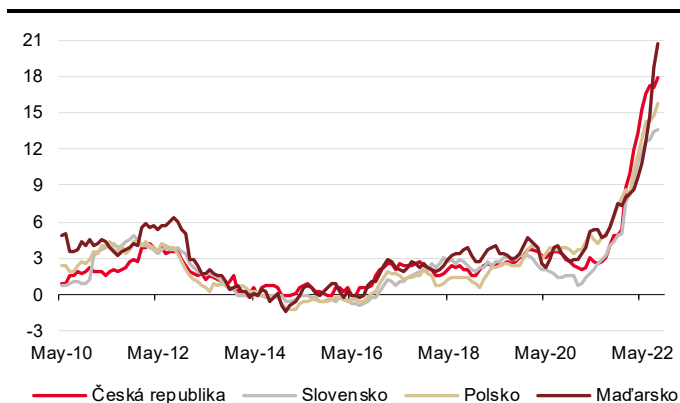
Středoevropský region: inflace v Maďarsku a Polsku stále není na vrcholu

Inflace v regionu atakovala v září další maxima. V Maďarsku dosáhla 20,1 % y/y, přičemž její jádrová složka vyšplhala až na 20,7 % y/y. Přestože inflace svého vrcholu zřejmě teprve v následujících měsících dosáhne, první známky ochlazení domácí poptávky se již objevují. Tempo růstu maloobchodních tržeb již pět měsíců v řadě zpomaluje, a to i navzdory mimořádně rychlému růstu mezd (o průměrných 18 % y/y v H1). Centrální banka tak v září zvýšila úrokové sazby o 125 bb na 13 % a oznámila, že v dalším zpřísňování měnové politiky skrze sazby nebude pokračovat. Vysoká inflace jí nicméně v polovině října donutila nabídnout

O/N depozitní facilitu s 18% výnosem, a podpořit tak výnosy krátkodobých dluhopisů a maďarský forint. Zároveň oznámila, že je připravena použít devizové rezervy na pokrytí potřeby likvidity spojené s dovozem energetických surovin. Forint tak z historicky nejslabších úrovní okolo 435 HUF/EUR posílil až na 417 HUF/EUR. I tak ale prohlubující se deficit běžného účtu, spory s EU a celkově negativní sentiment vůči rozvíjejícím se trhům povede podle našeho odhadu k opětovnému oslabení forintu v Q1 23 (445 HUF/EUR).

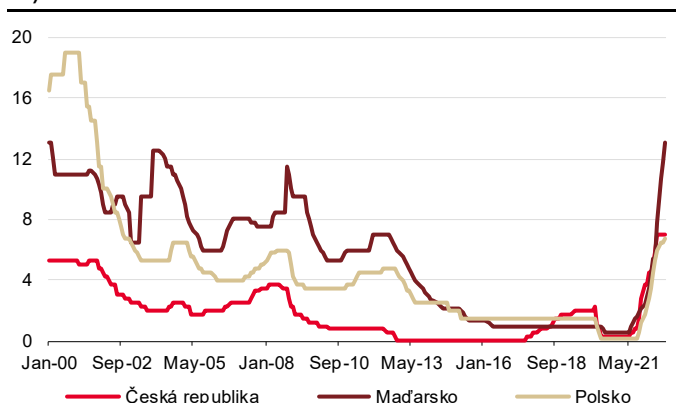
V Polsku inflace v září překvapila růstem na 17,2 % y/y. Zároveň překvapila i polská centrální banka, která ponechala úrokové sazby beze změny na 6,75 %. Vzhledem k tomu, že ani v Polsku ještě inflace nedosáhla svého vrcholu, přičemž polský zlotý bude pod tlakem, očekáváme další zvýšení úrokových sazeb o 75 bb v Q1, a to na výsledných 7,5 %. I tak ale očekáváme, že polský zlotý zůstane pod vlivem negativního sentimentu a oslabí směrem k 5,1 PLN/EUR v Q1 23.

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



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Utahování měnových podmínek se blíží ke konci (klíčové sazby, %)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Makroekonomická prognóza a měnová politika



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

Hlavní změny

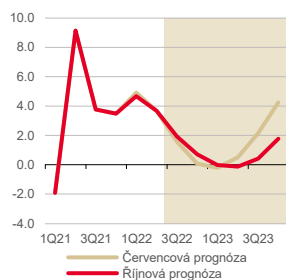
HDP:

Ekonomika letos podle nás vzroste o 2,7 %, což je oproti minulé prognóze (2,5 %) jen nepatrně více. Výrazně jsme však snížili náš odhad růstu HDP pro příští rok, a to z 1,7 % na 0,5 %. Důvodem je pozdější nástup recese. Ta by ve srovnání s naší červencovou prognózou měla být sice mělká, následné oživení růstu však oproti našim původním předpokladům bude pozvolnější.

Inflace:

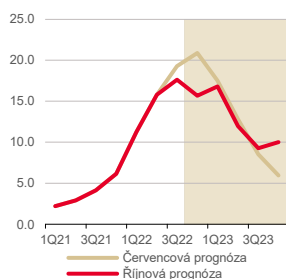
Odhad letošní inflace jsme snížili z 16,8 % na 15,1 %. Důvody pro to jsou nižší inflace ve třetím čtvrtletí a vládní opatření, která by ke konci roku měla přispět ke snížení cen elektřiny. Nižší srovnávací základna a pokračující růst cen energií naopak posouvají prognózu inflace na příští rok mírně výše, z 11,2 % na 12,0 %.

Změna v prognóze HDP (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Změna v prognóze inflace (% , y/y)

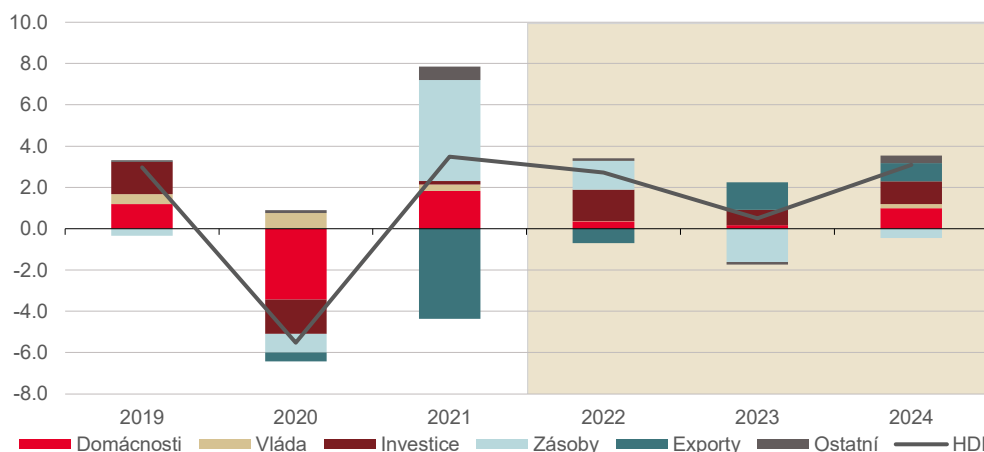


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Růst ekonomiky bude čelit obtížím

Tuzemská ekonomika zatím byla vůči dopadům energetické krize relativně odolná. Trend jejího vývoje je však negativní. Klesající poptávka způsobená vysokou inflací a nejistotou by se měla projevit v mírné hospodářské recesi na přelomu letošního a příštího roku, následované jen postupným oživením růstu. Inflace bude i přes vládní opatření proti drahým energiím nadále vysoká. Dvouciferná zůstane po většinu příštího roku a dvouprocentního cíle dosáhne až na přelomu let 2024 a 2025. Recese ekonomiky se projeví v pouze mírném nárůstu nezaměstnanosti a napětí na trhu práce tak nepoleví. To by mělo podpořit dynamiku nominálních mezd. Na kompenzaci vysoké inflace to však stačit nebude, což letos povede k výraznému poklesu reálných mezd. ČNB bude pravděpodobně pokračovat v současné vyčkávací politice a repo sazba podle nás zůstane na současných 7 % až do poloviny příštího roku. Na jeho konci by mohla klesnout na 5 % a rovnovážných 3 % dosáhnout na konci 2024.

Zatímco letos ekonomika vzroste o 2,7 %, příští rok její růst zpomalí na pouhých 0,5 % (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Mělká recese následovaná mírným růstem tuzemské ekonomiky

Česká ekonomika zatím byla vůči dopadům energetické krize a vysoké inflace poměrně odolná. V prvním čtvrtletí letošního roku vzrostla mezičtvrtletně o 0,6 %, v tom druhém její růst nepatrně zpomalil na 0,5 %. To byl mírně lepší výsledek, než s kterým jsme v naší poslední prognóze počítali, avšak s tím, že údaj za první čtvrtletí byl revidován směrem dolů. K mezičtvrtletnímu růstu ekonomiky ve druhém čtvrtletí přispělo především pokračující hromadění zásob, které souviselo s narušením dodavatelských řetězců umocněné válkou na Ukrajině. Skladové zásoby nedokončených výrobků tak kvůli chybějícím dílům nadále rostly, zatímco čistý vývoz klesal. Spotřeba domácností v důsledku přetrvávající vysoké inflace a nejistoty pokračovala v sestupné tendenci, její pokles byl však podle revidovaných dat mírnější. Mimo zásob růst ekonomiky ve druhém čtvrtletí podpořily i fixní investice firem, motivované pokračujícím nedostatkem pracovních sil a narůstajícím tlakem na snižování spotřeby energií. Po předchozím poklesu se k růstu vrátily rovněž investice vlády.

Ve třetím čtvrtletí podle našeho odhadu ekonomika mezičtvrtletně stagnovala.

Ke zhmotňování negativních dopadů energetické krize dochází oproti našim předchozím předpokladům sice pozvolněji, negativní trend vývoje však přetrvává. Samotné třetí čtvrtletí bylo pravděpodobně ve znamení působení dvou protichůdných vlivů. Na jedné straně došlo

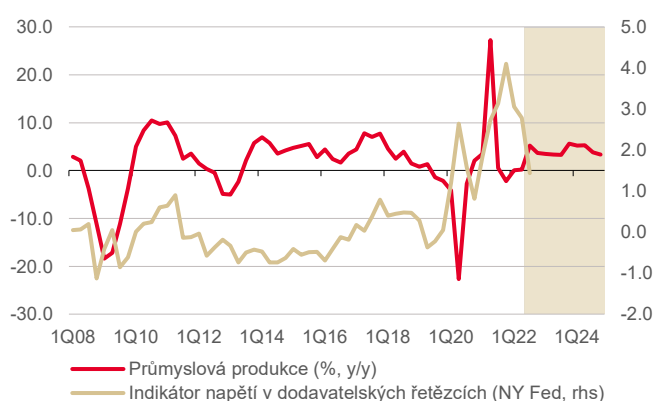
k oživení průmyslové produkce, k čemuž přispělo další zmírnění problémů na straně dodávek výrobních vstupů a s tím spojený vysoký stav nevyřízených objednávek z předchozích měsíců. Pozitivně na to reagovala hlavně výroba automobilů, která patřila mezi nejvíce zasažené. Z hlediska struktury by k mezičtvrtletnímu růstu HDP měl pozitivně přispět čistý vývoz, zatímco zásoby rozpracovaného zboží by se měly snížit. Ve srovnání s druhým čtvrtletím by tak situace měla být opačná. Co zůstává, na straně druhé, je klesající spotřeba domácností. Tempo jejího poklesu podle nás navíc zrychlilo z 0,1 % ve Q2 22 na 0,6 % q/q. Zatímco poptávka po službách během druhého čtvrtletí ožila po úplném uvolnění protiepidemických restrikcí, v průběhu toho třetího již její dynamika opět vesměs klesla. To se týkalo i stravovacích a ubytovacích služeb. Tržby v oblasti maloobchodu se pak snižují již několik měsíců v řadě. Spotřebitelský sentiment dosáhl ve třetím čtvrtletí nových minim. Pokles poptávky domácností je nejvíce patrný u zboží dlouhodobé spotřeby jako jsou automobily. Poptávku po nich nyní pravděpodobně tvoří především firmy, které i ve třetím čtvrtletí podle nás pokračovaly ve svižné investiční aktivitě.

Pokles domácí i globální poptávky z důvodu vysoké inflace a zvýšené ekonomické nejistoty uvrhne tuzemskou ekonomiku na přelomu roku do mírné recese.

Na přelomu letošního a příštího roku by měla ekonomika spadnout do mírné recese.

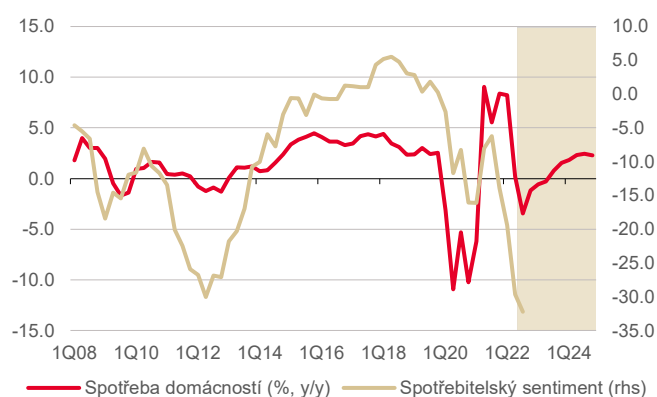
V posledním letošním čtvrtletí předpovídáme mezičtvrtletní pokles HDP o 0,4 %, v prvním čtvrtletí toho příštího pak o 0,1 %. Oproti našemu přechodnému odhadu by tak měl být pokles ekonomiky poloviční. Naše červencová prognóza počítala se snížením ekonomického výkonu v průběhu třetího a čtvrtého čtvrtletí v souhrnu o 1 %. Spotřeba domácností se bude podle nás snižovat po celý rok a poklesu se v závěru roku pravděpodobně nevyhne ani průmysl. Hlavním důvodem recese tuzemské ekonomiky zůstává v naší prognóze obecný pokles poptávky, který souvisí s rychlým růstem cen, především pak energií. To se týká nejen spotřebitelského ale i průmyslového zboží. Možné přerušení dodávek plynu je nadále významným rizikem. Pokud by 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 vysoké energetické náročnosti tuzemského hospodářství, byla mnohem hlubší. Téměř plné plynové zásobníky a nasmlouvané dodávky zkapalněného zemního plynu nicméně dávají významnou šanci na to, že k naplnění tohoto rizika během letošní zimy nedojde.

Napětí v dodavatelských řetězcích se zmírňuje



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

Spotřebitelský sentiment je na historických minimech



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

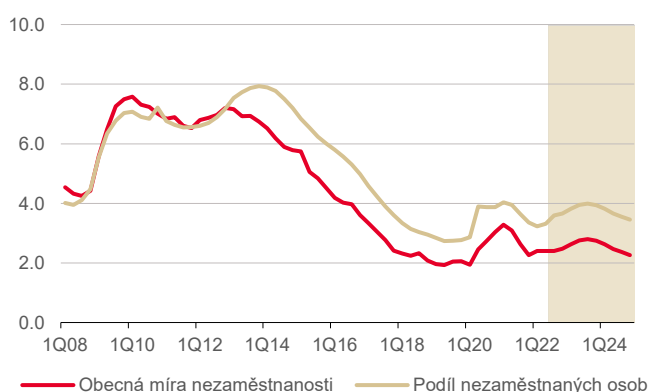
Letos podle naší prognózy vzroste ekonomika o 2,7 %, v příštím roce pak její růst zpomalí pouze na 0,5 %. Ve srovnání s naší minulou prognózou je letošní růst mírně vyšší (2,7 % vs 2,5 %), zatímco pro příští rok výrazně nižší (0,5 % vs 1,7 %). Důvodem je dosavadní vyšší odolnost ekonomiky a očekávání pozdějšího příchodu recese. Hospodářský pokles by měl být mírnější, následné oživení ekonomického růstu však bude podle nás zároveň pozvolnější, než s jakým jsme počítali v červencové prognóze. Dosažení předkrizové úrovně ekonomické aktivity očekáváme až ve třetím čtvrtletí příštího roku, tedy o čtvrtletí později. Růst

spotřeby domácností bude pravděpodobně slabý jak v letošním, tak i příštím roce. Letos by měla vzrůst o 0,8 % a v příštím roce o 0,4 %. Negativní dopady vysoké inflace na pokles reálných příjmů a následně útrat domácností budou zřejmě přetrvávat po delší dobu. Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP bude letos, třetí rok v řadě, záporný. Příští rok by však měl již přispívat kladně, když se plně projeví pozitivní vliv odezňujících problémů v dodavatelských řetězcích. Fixní investice budou podle naší prognózy růst v obou zmíněných letech. Pomoci by k tomu mělo i čerpání fondů EU, v němž ČR dosud zaostává za plánem.

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 ztlačuje počet nezaměstnaných registrovaných na úřadech práce. Napjaté začínají být stále více i trhy práce v okolních zemích. To může zejména v případě kvalifikovanějších profesí ještě zesílit poptávku po tuzemských zaměstnancích. Námi očekávaná mělká recese podle nás přinese jen drobný nárůst nezaměstnanosti, v případě obecné míry nezaměstnanosti do blízkosti 3 % ze současných zhruba 2,5 %. To je v souladu s tím, co jsme čekali v naší předchozí prognóze.

Trh práce zůstane 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 výrazné dynamice nominálních mezd, na pokrytí inflace to však letos stačit nebude.

Růst průměrné mzdy v letošním roce podle našeho odhadu dosáhne 7,0 %, v tom příštím pak zrychlí na 12,2 %. 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 6,9 %. Mzdová vyjednávání pro příští rok pak podle nás plně zohlední současné silně proinflační prostředí, což povede ke dvoucifernému růstu nominálních mezd. Dvouciferná však pravděpodobně bude nadále také inflace a v reálném vyjádření tak mzdy zůstanou v podstatě beze změny, a to ještě po již zmíněném hlubokém propadu v letošním roce. V obou letech by tak měl mzdový vývoj, i při takovémto nominálním růstu, zaostávat za rostoucí produktivitou práce. 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. Oproti červencové prognóze je růst nominálních mezd v obou letech nižší (původně jsme očekávali letošní růst ve výši 8,1 % a v příštím roce zrychlení na 13,0 %). Na nižší nominální dynamiku působí pomalejší růst mezd ve druhém čtvrtletí i nižší odhad inflace pro letošní rok.

Vrchol inflace bude nižší, rychlý růst cen však bude odeznívat pomaleji

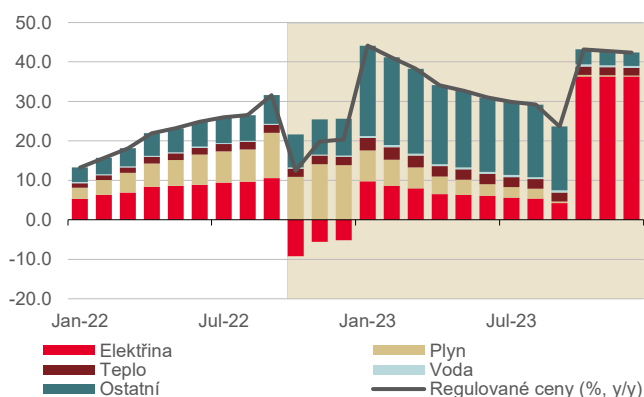
Růst spotřebitelských cen byl ve třetím čtvrtletí oproti očekávání nižší, zejména vlivem pozvolnějšího průsaku vysokých velkoobchodních cen energií do těch spotřebitelských. Zatímco v průběhu letních prázdnin meziroční inflace setrvala mírně nad 17 %, k výraznějšímu

zrychlení v důsledku dražších energií pro domácnosti došlo až v září, kdy cenový růst dosáhl hladiny 18,0 %. Vyšší náklady spojené s bydlením, zahrnující i právě drahé energie, se na zářijové inflaci podílely zhruba ze třetiny. Zářijová hodnota by zároveň mohla být vrcholem současného růstu inflace. Oproti červencové prognóze již nepočítáme s tím, že růst spotřebitelských cen zrychlí ke 20 % y/y. Jedním z důvodů je již zmíněný pozvolný průsak vysokých velkoobchodních cen energií do cen pro domácnosti, který je dán vyšším podílem dříve zafixovaných cen či výhodnějšími cenami pro stále zákazníky, pro které dodavatelé nakoupili energie s předstihem, a tedy za výhodnějších podmínek. Ceny energií však zůstanou hlavním hybatelem tuzemské inflace také v následujících měsících.

Růst cen energií pro domácnosti v závěru letošního roku zbrzdí vládní opatření. Tlak na jejich růst však přetrvává. Dosažení vládou navržených cenových stropů lze očekávat na přelomu letošního a příštího roku.

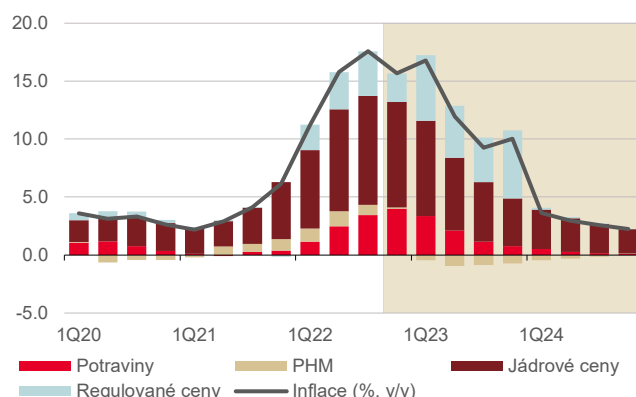
Do vývoje inflace v posledním letošním čtvrtletí promluví vládní opatření proti drahým energiím, čímž by se měla mírně snížit do blízkosti 16 % y/y. S účinností od letošní října česká vláda zavedla tzv. *úsporný energetický tarif* a zároveň schválila odpuštění plateb na obnovitelné zdroje energie. Podle našich odhadů, které detailněji popisujeme zde <https://bit.ly/3yvsJny>, by přímý dopad těchto opatření mohl prostřednictvím levnější elektřiny pro domácnosti v posledních třech měsících letošního roku přispět ke snížení meziroční inflace v rozsahu 1-2,5 pb. Z toho by samotné odpuštění plateb na obnovitelné zdroje energie, které oproti úspornému tarifu bude pokračovat i v příštím roce, mělo představovat 0,3 pb. Proti efektu vládních opatření bude působit pokračující růst cen silové elektřiny a plynu. Stále totiž platí, že konečné ceny pro spotřebitele prozatím zahrnují pouze zlomek vysokých velkoobchodních cen. Podle dat ČSÚ za září byla cena elektřiny pro domácnosti meziročně vyšší v průměru o přibližně 40 %, v případě plynu o zhruba 85 %. Stejně tomu tak v obou případech bylo i při srovnání se začátkem roku 2021. Ceny elektřiny a plynu na velkoobchodních trzích jsou v posledních měsících kvůli dění kolem války na Ukrajině hodně volatilní. Vezmeme-li však v úvahu dosavadní průměr spotových cen za říjen, pak, i přes jejich částečný pokles, byla velkoobchodní cena elektřiny oproti začátku loňského roku čtyřikrát vyšší, u plynu šlo o více než osminásobek. Přenosu vysokých velkoobchodních cen do těch spotřebitelských nebudou zatím bránit ani vládou schválené stropy na ceny elektřiny a plynu, které by však mohly být podle našich odhadů u průměrných cen pro domácnosti dosaženy na přelomu letošního a příštího roku. V případě plynu k tomu může dojít i dříve, když jen během září došlo k jeho zdražení o 15 %. Ke změnám cen elektřiny velká část dodavatelů přistupuje v lednu. V kombinaci s tím, že s koncem letošního roku skončí úsporný tarif, lze na začátku toho příštího očekávat výraznější nárůst spotřebitelských cen elektrické energie.

Vývoj regulovaných cen ovlivní opatření proti drahým energiím



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vládní opatření přispějí k dočasnému snížení inflace ve Q4 22



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Dvouprocentního cíle centrální banky inflace dosáhne až na přelomu 2024 a 2025.

V letošním roce podle naší prognózy dosáhne inflace v průměru 15,1 %, v tom příštím klesne na 12,0 %. V naší předchozí prognóze jsme pro letošní rok očekávali 16,8 % a pro ten příští 11,2 %. Na letošní nižší inflaci působí slabší cenový růst za Q3 a zmíněná vládní opatření ve Q4, obojí prostřednictvím nižší srovnávací základny zároveň přispívá k vyšší inflaci v příštím

roce. Na začátku příštího roku inflace pravděpodobně opět mírně zrychlí k 17 % y/y, když se projeví další zdražení energií a odeznění vlivu úsporného tarifu. Její další akceleraci ale budou bránit vládní cenové stropy, u kterých ceny energií pravděpodobně setrvají po delší dobu. Meziroční růst spotřebitelských cen by se měl v průběhu příštího roku postupně snižovat, a to vlivem zpomalující dynamiky jádrové inflace a cen pohonných hmot. V obou případech bude působit vysoká srovnávací základna, ceny pohonných hmot by se nad to měly podle našich předpokladů nadále postupně snižovat a jádrovou inflaci by měla tlumit klesající poptávka (tyto faktory budou působit již od Q4 22). Pomaleji by měly růst i ceny potravin. Po velkou část příštího roku ale zůstane celková inflace dvouciferná. Na jeho konci se bude podle nás pohybovat kolem 10 %, když bude u cen elektřiny působit nižší srovnávací základna ze závěru letošního roku. Ke dvouprocentnímu cíli centrální banky se meziroční inflace dostane až na přelomu let 2024 a 2025. Rizika naší prognózy inflace hodnotíme jako vyvážená. Rizikem ve směru vyšší inflace je hlavně potenciální výraznější přenos vyšších cen energií do ostatních cenových okruhů. Ve směru nižší inflace naopak může působit rychlejší odeznívání její jádrové složky způsobené poklesem poptávky. V závěru letošního roku je pak náš odhad zpomalení meziročního růstu spotřebitelských cen spojen s vyšší mírou nejistoty, když není zřejmé, jakým způsobem statistický úřad ve svých statistikách zohlední vliv úsporného tarifu na ceny energií.

ČNB bude držet úrokové sazby delší dobu beze změny

Repo sazba zůstane na současných 7 % až do poloviny příštího roku, poté by mohla začít postupně klesat. Na rovnovážná 3 % se však podle nás dostane až na konci roku 2024.

Centrální banka pravděpodobně ponechá úrokové sazby na současné úrovni až do poloviny příštího roku, kdy by mohla začít s jejich postupným snižováním. Nová bankovní rada v čele s guvernérem Michlem dává nadále jasně najevo, ať už prostřednictvím posledních dvou rozhodnutí či vyjádření jejích představitelů, že současná úroveň úrokových sazeb je podle ní již dostatečná ke zkrocení inflace. Častými argumenty jsou snižující se úvěrová aktivita, nižší růst peněžní zásoby či zpomalující ekonomika. Ve vyčkávacím módu bankovní rada zřejmě utvrzuje i pomalejší nárůst tuzemské inflace ve třetím čtvrtletí. Ta se zvýšila z průměrných 15,8 % y/y ve Q2 na 17,6 % ve Q3, ČNB však čekala nárůst na 19,5 %. Výrazně vyšší však na druhou stranu oproti prognóze ČNB byla dynamika průmyslových cen v eurozóně, která představuje riziko pokračujících silných tlaků na vyšší tuzemskou inflaci ze strany dovozních cen. Rizikem pro setrvání inflace na vysokých úrovních po delší dobu jsou i odkotvená inflační očekávání. Ta pokračují v růstovém trendu. Podle posledního šetření ČNB za září očekávají nefinanční podniky v horizontu jednoho roku inflaci ve výši 10,3 % y/y a v horizontu tří let na úrovni 7,5 % y/y. Posledním proinflačním rizikem, které často zmiňuje i řada centrálních bankéřů z holubičí většiny bankovní rady ČNB, je mzdový vývoj. Ten předčil očekávání centrální banky již ve druhém čtvrtletí letošního roku, kdy nominální průměrná mzda vzrostla meziročně o 4,4 %, zatímco ČNB čekala růst pouze o 2,7 %. Pro celý letošní rok pak ČNB předpovídá růst mezd v průměru o 4,5 % a v příštím roce o 6,2 %, což je výrazně méně, než odhadujeme my.

Repo sazba podle nás zůstane na současných 7 % až do srpna příštího roku. Na konci roku 2023 bude činit 5 % a politicky neutrálních 3 % dosáhne až v závěru roku 2024.

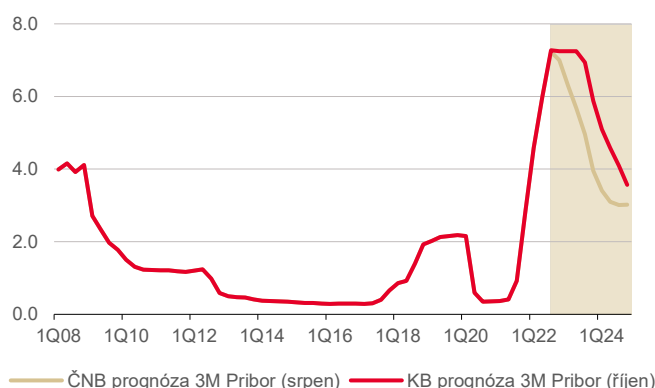
Samotný počátek snižování tuzemských úrokových sazeb je však v tuto chvíli spojen s velkou mírou nejistoty, když bude zřejmě záviset na vývoji tuzemské ekonomiky a inflace, stejně tak na charakteru politiky zahraničních centrálních bank. Rizika zmíněné prognózy úrokových sazeb, především v důsledku námi očekávaného mzdového vývoje a odkotvenosti inflačních očekávání, hodnotíme jako vychýlená ve směru vyšších sazeb. Tímto směrem působí i nadále uvolněná fiskální politika české vlády a pokračující rychlé zvyšování úrokových sazeb v zahraničí. Oproti srpnové prognóze ČNB čekáme úrokové sazby na celém prognostickém horizontu vyšší. Nižší flexibilita měnové politiky související s vyčkávací strategií současné bankovní rady pravděpodobně přispěje k přetrvání vyšší inflace po delší dobu. Jádrová inflace by podle naší prognózy měla odeznívat jen velmi pomalu. Letos ji čekáme na úrovni 13,3 % a příští rok na 9,4 %. V naší prognóze 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

Úrokové sazby ČNB již dosáhly svého vrcholu



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Box: ESG: energetická krize uspíší klimatickou změnu a popožene investice

K dosažení cílů uhlíkové neutrality se Evropská unie zavázala již v roce 2019. Současná energetická krize a snaha snížit závislost na dovozu ruských fosilních paliv však úsilí o využívání obnovitelných zdrojů a dosažení energetických úspor ještě více zintenzivnila. Cílem závazku uhlíkové neutrality je snížit emisi skleníkových plynů o 55 % do roku 2030 (v porovnání s rokem 1990) a dosažení neutrality do roku 2050. Smyslem je udržet nárůst globálního oteplování na 1,5 stupňů celsia oproti předindustriálnímu období. Aby toho bylo dosaženo, bude třeba do roku 2030 snížit produkci CO₂ na polovinu, a to celosvětově. Největším producentem CO₂ s téměř 30% podílem světové produkce je Čína, následovaná USA se 14 % a EU s 8 %. Pozitivní je, že se k závazku klimatické neutrality přihlásilo již 136 zemí, které dohromady produkují 87 % emisí, a to včetně Číny, která by chtěla uhlíkové neutrality dosáhnout v roce 2060.

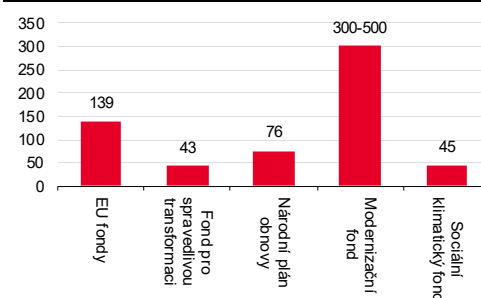
V rámci EU oblast klimatické změny legislativně upravuje balíček Fit for 55. Ten řeší tři základní oblasti. První jsou tzv. tržní mechanismy, kam spadá systém obchodování s emisními povolenkami. Zahrnuta by do něj měla být od roku 2026 i další odvětví jako je silniční, námořní či letecká doprava. Výnosy z povolenek by měly být použity výlučně na záležitosti týkající se změny klimatu, když doposud na tyto účely směřovala pouze polovina získaných prostředků. Ceny emisních povolenek se nyní pohybují kolem 70 EUR/t, ve srovnání s 20 EUR/t v roce 2020. Poptávka po povolenkách zůstává nicméně stále vysoká, neboť při současných cenách plynu je výroba elektřiny z uhlí levnější i při dražších povolenkách. Podle odhadů Evropské komise by se cena povolenek měla v roce 2030 pohybovat v rozmezí 50-85 EUR/t. Vyšší ceny povolenek zároveň znamenají vyšší výnosy z jejich prodeje. Česká republika by tak mohla z Modernizačního fondu, kam výnosy plynou, získat do roku 2030 300-500 mld. CZK. Kromě toho budou na klimatická opatření směřovat i prostředky z EU fondů (25 %) či z Národního plánu obnovy (42 %). Celkově může Česká republika na tyto účely z EU obdržet až 800 mld. CZK, což bude představovat významný stimul pro domácí investiční aktivitu. Mezi tržní mechanismy, které řeší první oblast Fit for 55, spadají i uhlíková cla, které by měly platit pro podniky dovážející do EU neekologicky vyráběné průmyslové produkty.

Ceny emisních povolenek (EUR/t)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

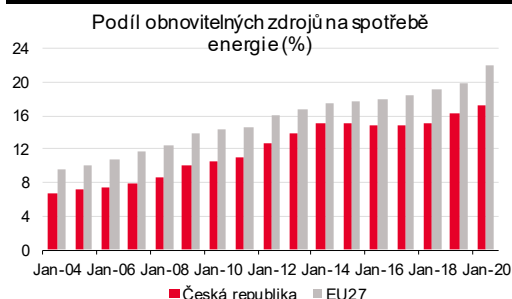
Finance z EU fondů a Modernizačního fondu na klimatická opatření v ČR (mld. CZK)



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

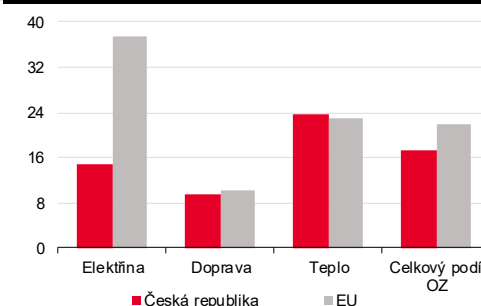
Druhou oblastí, kterou balíček Fit for 55 upravuje jsou cíle a regulace, kam spadají i směrnice o obnovitelných zdrojích energie. Kvůli současné energetické krizi se Evropská komise a členské státy rozhodly navýšit cílový podíl obnovitelných zdrojů energie na celkové spotřebě na 45 % ze 40 %, přičemž původně byl tento cíl stanoven pouze na úrovni 32 %. To bude znamenat i výrazné navýšení cílů pro Českou republiku. Pokud by byl národní cíl navýšen proporcionálně, znamenalo by to zvýšit podíl obnovitelných zdrojů na spotřebě na 31 %. Doporučení ze strany EU však bude pravděpodobně ještě vyšší. V roce 2020 činil podíl obnovitelných zdrojů v Česku 17 %, v EU to bylo 22 %. Cíl se stanovuje pro sektor výroby elektrické energie, tepla a chladu a dopravy. V dopravě bude podíl OZ navyšován prostřednictvím většího využití biopaliv (bioetanol, bionafta), biopaliv vyráběných z odpadní biomasy a elektromobilů. S vyšším nárůstem využití biomasy pak počítá i sektor výroby tepla. Pro splnění celkového cíle však bude třeba, aby výrazně stoupl podíl OZE v elektřině. Aby bylo dosaženo 31% cíle, bude podle dopadové studie Evropské komise třeba zvýšit OZE v elektřině oproti současnému stavu třikrát (o 23 TWh). Podíl elektřiny na celkovém národním mixu OZE by tak měl ze současné zhruba jedné třetiny výrazně stoupnout. Technický potenciál pro navýšení výroby elektřiny z OZE nepředstavuje problém. Problémem je především neflexibilní regulační prostředí. V tomto ohledu by měla pomoci novela českého energetického zákona, která počítá s vyšším limitem pro výrobu energie bez licence, či instalaci obnovitelného zdroje energie do určité kapacity bez stavebního povolení. Řadu oblastí, jako například pravidla pro fungování komunitní energetiky, však novela neřeší.

Do splnění cílů podílu obnovitelných zdrojů má ČR i EU daleko



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

Podíl obnovitelných zdrojů v jednotlivých oblastech (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Macrobond

Součástí balíčku Fit for 55 je také směrnice o snižování spotřeby primární energie.

V souvislosti s energetickou krizí Evropský parlament zvýšil cíl EU pro snížení konečné spotřeby a spotřeby primární energie. Státy musí společně zajistit, aby se do roku 2030 snížila konečná spotřeba energie alespoň o 40 % a spotřeba primární energie o 42,5 % ve srovnání s projekcemi z roku 2007. Problémem je, že už při nastavení původních limitů, tedy 32,5%

úspory z konečné spotřeby, což by pro Českou republiku znamenalo roční úsporu 0,8 %, dosahovaly náklady na snížení spotřeby stejné úrovně jako náklady na budování nové výrobní kapacity obnovitelných zdrojů. Při současném požadavku tak budou úsporná opatření výrazně nákladnější než budování nové kapacity obnovitelných zdrojů.

Předpokládáme, že v nejbližších letech bude politika ESG pro domácí ekonomiku pozitivním stimulem. Na tuto oblast je alokováno značné množství peněz plynoucích z EU fondů i z prodeje emisních povolenek. Velká část firem si je problematiky ESG vědoma a na její implementaci se aktivně připravuje. S povinným reportováním malých a středních firem od roku 2027 se tyto tendence ještě zintenzivní. V souvislosti s ESG tak očekáváme nárůst veřejných ale i soukromých investic do této oblasti. V dlouhodobějším horizontu však toto ke splnění klimatických cílů nebude dostačující. Ekonomové SG, kteří tuto oblast mapují celosvětově na základě toho, jak náročná je tvorba HDP z hlediska produkce skleníkových plynů a na základě dlouhodobých prognóz HDP pro jednotlivé ekonomiky, odhadují, že klimatické cíle se do roku 2030 splnit nepodaří, přičemž globální emise skleníkových plynů poroste i po roce 2030. Splnit by je bylo možné pouze za významné ztráty HDP (několik desetin pb ročně), k čemuž zatím chybí vůle tvůrců hospodářských politik.¹

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

¹ Global Economic Outlook June 2022: Focus - Update on GHG emissions in 2030 - Still on course to cause 2.4°C of global warming



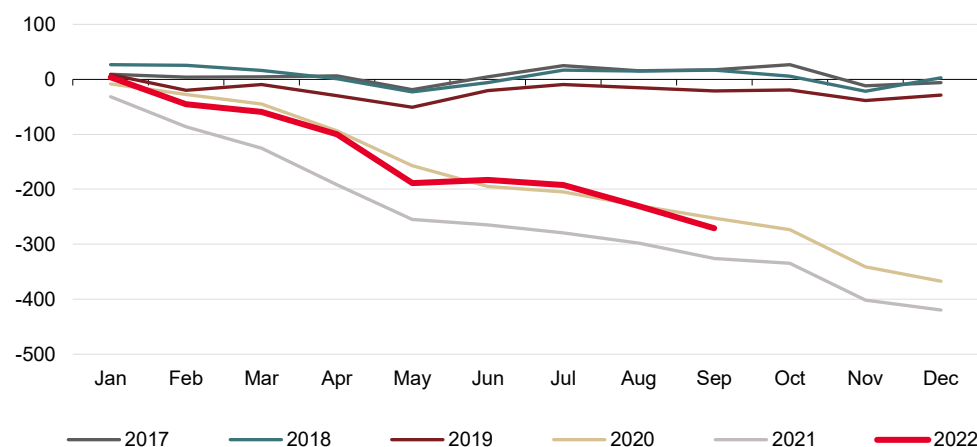
Jaromír Gec
(420) 222 008 598
jaromir_gec@kb.cz

Fiskální politika: hluboké deficity novým normálem

Vysoké ceny energií si do konce roku vyžádají nové rozpočtové výdaje, které převáží nad vyšším daňovým inkasem. Letošní deficit státního rozpočtu by tak mohl zamířit ke schváleným 375 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 jeho nárůst v poměru k nominálnímu hrubému domácímu produktu výrazně zbrzdí. Nejvýznamnějším rizikem ve směru ještě hlubšího schodku je pro příští rok nedostatečné pokrytí výdajů v souvislosti s kompenzacemi vysokých cen energií dodatečnými příjmy.

Státní rozpočet má našlápnuto ke druhému nejhoršímu výsledku v historii. Stát do konce letošního září hospodařil s deficitem ve výši 270,9 mld. CZK. Oproti loňskému roku je schodek nižší o 55,4 mld. CZK, což je dáno zejména vyššími daňovými příjmy. Meziročně narostly i výdaje, ve kterých se odráží především letošní trojí valorizace důchodů, začínají se však projevovat i výdaje na boj s vysokými cenami energií.

Vývoj státního rozpočtu (mld. CZK)



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

Letošní dosavadní zvýšení výdajů (meziročně o 33,5 mld. CZK) bylo spojeno především s nárůstem sociálních dávek, kapitálových výdajů, ale i se zavedením úsporného tarifu na energie. O téměř 50 mld. CZK více bylo meziročně vynaloženo na sociální dávky. Největší položku z nich tvoří důchody, které byly letos již třikrát valorizovány, a výdaje na ně tak vzrostly meziročně o 36,8 mld. CZK. Za celý letošní rok na ně bude vynaloženo o zhruba 56 mld. CZK více než loni. V sociální oblasti stejným směrem působilo rovněž navýšení dávek na bydlení a v hmotné nouzi, jednorázový příspěvek na dítě či humanitární pomoc. V září se do plnění rozpočtu již také projevilo zavedení tzv. *úsporného tarifu*, na který bylo vynaloženo 17,4 mld. CZK. Výrazný byl také meziroční nárůst u kapitálových výdajů (+13,2 mld. CZK), kde hlavní roli sehrály vyšší transfery Státnímu fondu dopravní infrastruktury. Dodatečné výdaje naopak částečně kompenzovala absence pandemické pomoci, což se odrazilo na meziročně o 41,2 mld. CZK nižších transferech podnikatelům.

Růst mezd, zaměstnanosti, ale i zvýšená inflace pomáhají rozpočtu k vyšším příjmům. Jejich celkový meziroční nárůst o 88,9 mld. CZK souvisel zejména s vyšším výběrem DPH, ale také inkasem příspěvků na sociální zabezpečení, DPPO, DPFO a spotřebních daní. Z EU bylo sice do konce září vyčerpáno pouze 39,7 % celoročního plánu (loni to přitom touto dobou bylo

63,2 %), MF však sdělilo, že nerovnoměrný tok evropských peněz momentálně negativně zkresluje saldo státního rozpočtu (-14,1 mld. CZK) a ve výsledku by měl působit neutrálně.

Deficit státního rozpočtu by letos mohl skončit okolo 375 mld. CZK. Jednalo by se o druhý nejhorší výsledek v historii. K prohlubování deficitu ve zbytku roku podle nás přispěje nástup recese, která do určité míry oslabí dynamiku daňových příjmů. Zároveň budou dále narůstat výdaje související s kompenzací vysokých cen energií pro domácnosti, firmy a veřejné instituce.

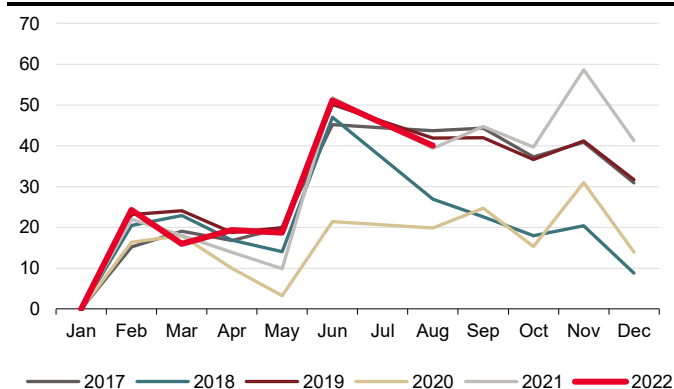
Pro příští rok vláda zatím plánuje deficit státního rozpočtu ve výši 295 mld. CZK. Námi odhadované daňové inkaso v kombinaci s ministerstvem očekávanými výdaji však v příštím roce ukazuje spíše na schodek okolo 315 mld. CZK. Nad rámec toho navíc identifikujeme riziko, že se veškeré výdaje v souvislosti s kompenzacemi zvýšených nákladů na energie nepodaří plně pokrýt dodatečnými daňovými příjmy.

V tuzemských veřejných financích také nadále přetrvává vysoký strukturální deficit. Podle našeho odhadu se bude i do budoucna pohybovat výrazně nad 200 mld. CZK. K jeho výraznému nárůstu v posledních letech přitom došlo v důsledku dodatečných výdajů, které neměly dočasný, ale trvalý charakter. To platí např. pro daňový balíček schválený v průběhu pandemie Covid-19, v důsledku kterého došlo k trvalému poklesu na příjmové straně o více než 100 mld. CZK ročně. Saldo ale výrazně zhoršuje na výdajové straně i série nadzákonných valorizací starobních důchodů v posledních letech.

Municipality zůstávají v přebytku

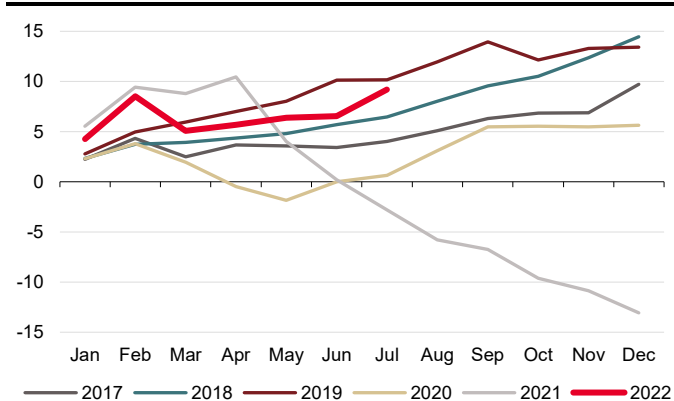
Rozpočty územních samospráv ke konci srpna skončily v přebytku 40 mld. CZK. Nadále k tomu přispívají především rostoucí daňové příjmy mj. v návaznosti na vyšší inkaso DPH v souvislosti s vysokou inflací. Částečně to bylo kompenzováno i nárůstem výdajů, avšak ty vzrostly oproti příjmům méně. Za celý letošní rok stále očekáváme přebytek územních rozpočtů ve výši 30 mld. CZK. Hospodaření zdravotních pojišťoven může podle našeho odhadu na základě měsíčního plnění skončit letos v mírném přebytku.

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 | -5,2 | -3,9 | -3,3 | -2,9 | -2,6 |
| Fiskální úsilí (pb HDP) | -0,9 | 0,4 | 1,5 | 0,5 | 0,4 | 0,3 |
| Veřejný dluh (mld. CZK) | 2566,6 | 2941,6 | 3256,6 | 3546,6 | 3816,6 | 4066,6 |
| Veřejný dluh (% HDP) | 42,0 | 43,1 | 43,5 | 44,1 | 45,2 | 46,3 |

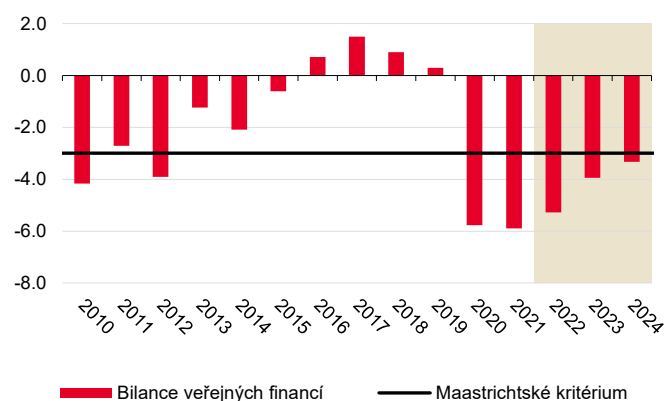
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ministerstvo financí, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn. Fiskální úsilí je měřeno jako meziroční změna cyklicky očištěného salda sektoru vládních institucí na HDP v pb.

Letošní hospodaření veřejných financí podle nás skončí s mírně menším deficitem oproti loňsku. Konsolidace hospodaření vlády však bude v dalších letech pouze mírná.

Vidina brzké konsolidace veřejných rozpočtů se rozplývá

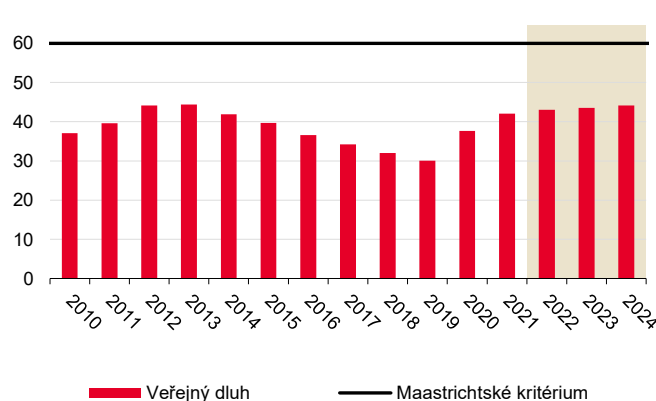
Celkový deficit veřejných financí by letos měl dosáhnout 5,2 % HDP. To je o 0,7 pb méně než loni. Ke zmírnění deficitu podle nás letos přispěje ve srovnání s loňskem jak vyšší růst nominálního HDP, tak i větší fiskální úsilí. Ve směru nižšího deficitu veřejných financí by i letos mělo působit tradičně prebytkové hospodaření municipalit. Předpokládáme, že konsolidace veřejných financí by měla v prostředí hrozby zhoršení ratingu a rostoucích výdajů na obsluhu státního dluhu pokračovat i v příštím roce, kdy vlivem krytí dodatečných výdajů mimořádnými příjmy pravděpodobně dojde i k výraznému nárůstu fiskálního úsilí. Pro další roky nicméně vláda ve svém střednědobém výhledu s výraznými úsporami nebo zvyšováním příjmů nepočítá, a tak předpokládáme pouze pozvolnou konsolidaci veřejných rozpočtů. Celkově tak podle nás dojde v příštím roce ke snížení schodku veřejných financí na 3,9 % HDP. Nominální dluh veřejného sektoru v poměru k HDP v období 2022-2026 poroste podle našeho odhadu v průměru o 0,9 pb ročně, aby v roce 2026 dosáhl 46,3 % HDP. Do budoucna však bude zapotřebí výrazné reformy na příjmové i výdajové straně. Jak totiž upozorňuje Národní rozpočtová rada, při nezměněných parametrech by se hospodaření začalo ve 30. letech velmi rychle zhoršovat vlivem nepříznivého demografického vývoje.²

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

² https://unrr.cz/wp-content/uploads/2022/09/Zprava-o-dlouhodobu-udrzitelnosti-verejnych-financi_2022.pdf

Tabulka prognózy

| | Q1 22 | Q2 22 | Q3 22 | Q4 22 | Q1 23 | Q2 23 | Q3 23 | Q4 23 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|--------|--------|-------|------|------|
| HDP a jeho struktura | | | | | | | | | | | | | | |
| HDP (reálně, y/y, %) | 4,6 | 3,7 | 1,9 | 0,7 | 0,0 | -0,1 | 0,4 | 1,8 | 3,5 | 2,7 | 0,5 | 3,1 | 2,6 | 2,4 |
| Spotřeba domácností (reálně, y/y, %) | 8,2 | 0,2 | -3,4 | -1,2 | -0,6 | -0,3 | 0,8 | 1,6 | 4,0 | 0,8 | 0,4 | 2,2 | 2,5 | 2,7 |
| Spotřeba vlády (reálně, y/y, %) | 2,1 | 1,3 | -1,3 | -1,7 | -2,0 | -0,2 | 1,6 | 0,6 | 1,5 | 0,1 | 0,0 | 1,1 | 1,5 | 2,2 |
| Fixní investice (reálně, y/y, %) | 6,9 | 6,1 | 5,3 | 4,6 | 2,8 | 2,7 | 2,1 | 3,2 | 0,6 | 5,7 | 2,7 | 3,9 | 4,1 | 3,4 |
| Čisté exporty (příspěvek do y/y) | -3,8 | -0,7 | 1,6 | 0,1 | 0,8 | 1,4 | 1,4 | 1,8 | -4,4 | -0,7 | 1,3 | 0,9 | 1,2 | 1,7 |
| Zásoby (příspěvek do y/y) | 2,2 | 2,4 | 0,9 | 0,1 | -0,8 | -2,1 | -2,1 | -1,4 | 4,9 | 1,4 | -1,6 | -0,4 | -0,5 | -0,7 |
| Měsíční data z reálné ekonomiky | | | | | | | | | | | | | | |
| Zahraniční obchod (mld. CZK) | -11,0 | -66,9 | -70,1 | -63,8 | -6,3 | -43,5 | -56,9 | -48,4 | -9,0 | -211,8 | -155,1 | -96,2 | 13,8 | 94,1 |
| Vývozy (nominálně, y/y, %) | 8,0 | 11,2 | 24,7 | 19,4 | 20,3 | 17,3 | 12,3 | 13,4 | 13,4 | 15,7 | 15,7 | 8,2 | 4,8 | 5,1 |
| Dovozy (nominálně, y/y, %) | 16,4 | 19,4 | 24,9 | 22,1 | 19,7 | 14,4 | 10,5 | 11,6 | 19,8 | 20,8 | 13,8 | 6,9 | 2,8 | 3,8 |
| Průmyslová výroba (reálně, y/y, %) | 0,4 | 0,0 | 5,4 | 2,9 | 4,2 | 1,9 | 2,5 | 5,4 | 8,0 | 2,2 | 3,5 | 4,8 | 3,2 | 3,1 |
| Stavebnictví (reálně, y/y, %) | 10,3 | 6,6 | 7,6 | -2,4 | -2,8 | -2,1 | 3,7 | 4,4 | 2,0 | 5,5 | 0,8 | 8,8 | 5,4 | 2,0 |
| Maloobchod (reálně, y/y, %) | 6,8 | -2,8 | -8,0 | -5,1 | -3,8 | -0,9 | 2,5 | 2,3 | 4,2 | -2,3 | 0,0 | 2,1 | 1,7 | 1,8 |
| Trh práce | | | | | | | | | | | | | | |
| Mzdy (nominálně, y/y, %) | 7,3 | 4,4 | 6,0 | 10,4 | 11,9 | 14,5 | 12,6 | 9,6 | 4,8 | 7,0 | 12,2 | 4,2 | 4,4 | 4,6 |
| Mzdy (reálně, y/y, %) | -3,6 | -9,8 | -9,8 | -4,5 | -4,2 | 2,3 | 3,1 | -0,4 | 1,0 | -6,9 | 0,2 | 1,3 | 2,7 | 3,0 |
| Míra nezaměstnanosti (MPSV, %) | 3,4 | 3,1 | 3,5 | 3,8 | 4,0 | 3,8 | 3,9 | 4,1 | 3,7 | 3,5 | 3,9 | 3,6 | 3,5 | 3,6 |
| Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %) | 2,5 | 2,4 | 2,5 | 2,4 | 2,7 | 2,7 | 2,9 | 2,7 | 2,8 | 2,4 | 2,7 | 2,4 | 2,3 | 2,5 |
| Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %) | -0,5 | -0,1 | -0,5 | 0,7 | 2,3 | 1,2 | 1,0 | -0,2 | -0,4 | -0,1 | 1,1 | 0,3 | 0,2 | -0,2 |
| Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu | | | | | | | | | | | | | | |
| Inflace (y/y, %) | 11,2 | 15,8 | 17,6 | 15,7 | 16,8 | 11,9 | 9,3 | 10,0 | 3,8 | 15,1 | 12,0 | 2,8 | 1,6 | 1,6 |
| Daně (příspěvek do y/y CPI) | 0,4 | 0,2 | 0,1 | 1,2 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | -0,1 | 0,5 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 |
| Jádrová inflace (y/y, %) (*) | 10,5 | 13,8 | 14,7 | 14,1 | 13,0 | 9,9 | 8,0 | 6,6 | 4,8 | 13,3 | 9,4 | 4,2 | 2,3 | 1,5 |
| Ceny potravin (y/y, %) (*) | 6,7 | 14,6 | 20,0 | 22,7 | 19,9 | 12,7 | 6,8 | 5,3 | 0,8 | 16,0 | 11,2 | 1,5 | 0,9 | 1,7 |
| Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*) | 36,8 | 44,4 | 31,5 | 5,2 | -8,5 | -24,7 | -25,1 | -17,4 | 15,3 | 29,5 | -18,9 | -7,1 | -0,8 | 2,9 |
| Regulované ceny (y/y, %) | 15,7 | 23,3 | 28,0 | 17,6 | 41,2 | 32,6 | 27,5 | 42,6 | -0,1 | 21,2 | 36,0 | 0,6 | 0,0 | 1,3 |
| Ceny v průmyslu (y/y, %) | 21,8 | 27,7 | 25,3 | 21,6 | 13,3 | 6,1 | 4,8 | 3,0 | 7,1 | 24,1 | 6,8 | 2,0 | 1,9 | 1,2 |
| Finanční proměnné | | | | | | | | | | | | | | |
| 2W Repo (% , průměr) | 4,2 | 5,6 | 7,0 | 7,0 | 7,0 | 7,0 | 6,7 | 5,6 | 0,9 | 5,9 | 6,6 | 4,1 | 3,0 | 3,0 |
| 3M PRIBOR (% , průměr) | 4,6 | 6,0 | 7,3 | 7,3 | 7,3 | 7,3 | 6,9 | 5,9 | 1,1 | 6,3 | 6,8 | 4,3 | 3,3 | 3,3 |
| CZK/EUR (průměr) | 24,6 | 24,6 | 24,6 | 24,7 | 25,0 | 25,1 | 25,1 | 25,1 | 25,6 | 24,7 | 25,1 | 24,9 | 24,7 | 24,6 |
| Vnější prostředí | | | | | | | | | | | | | | |
| HDP v EMU (reálně, y/y, %) | 5,4 | 4,2 | 2,1 | 1,6 | 1,1 | 0,8 | 1,2 | 1,7 | 5,5 | 3,3 | 1,2 | 1,8 | 1,6 | 1,6 |
| HDP v Německu (reálně, y/y, %) | 3,5 | 1,7 | 0,5 | 0,3 | -0,2 | 0,0 | 0,8 | 1,5 | 2,8 | 1,5 | 0,5 | 1,7 | 1,5 | 1,4 |
| CPI v EMU (y/y, %) | 6,1 | 8,0 | 9,3 | 9,7 | 8,5 | 7,1 | 5,3 | 3,6 | 2,6 | 8,3 | 6,1 | 1,9 | 1,8 | 1,9 |
| Ropa Brent (USD/bbl, průměr) | 96,1 | 113,2 | 107,1 | 110,0 | 105,0 | 95,0 | 90,0 | 85,0 | 70,2 | 106,6 | 93,8 | 91,3 | 90,6 | 84,3 |
| USD/EUR (čtvrtletí eop, roky průměr) | 1,11 | 1,05 | 0,98 | 0,97 | 1,00 | 1,03 | 1,07 | 1,10 | 1,16 | 1,03 | 1,05 | 1,17 | 1,24 | 1,29 |

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

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

Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy



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

Výše po delší dobu

Tuzemské tržní úrokové sazby i ve třetím čtvrtletí čelily zvýšené volatilitě. Zejména v návaznosti na přetrvávající silné inflační tlaky u nás i v zahraničí od srpnového lokálního minima opět narůstaly, hlavně na delších splatnostech. Celá křivka tržních úrokových sazeb však zůstává výrazně invertovaná. Vrcholu by sazby měly dosáhnout v H1 23. Především kratší konec křivky by se následně mohl začít postupně snižovat, a to s vidinou zahájení návratu sazeb ČNB zpět k neutrálním úrovním na pozadí odeznívajících inflačních tlaků. Podmínky pro fixaci úrokových sazeb se s jejich růstem opět zhoršily. Příležitost stále nabízí inverze celé křivky, případně využití nižších sazeb na eurovém trhu. Státní dluhopisy vlivem vyššího než očekávaného nárůstu jejich nabídky v souvislosti s navyšováním deficitu státního rozpočtu v posledních měsících výrazně zlevnily. Jejich výnosy se podle nás udrží zvýšené alespoň do poloviny příštího roku. Značnou emisní aktivitu lze očekávat i v příštím roce, což zejména u delších splatností udrží jejich výnosy nad IRS.

Přetrvávající inflační tlaky u nás i v zahraničí posunuly domácí IRS křivku opět nahoru, zejména na jejím delším konci. Očekáváme, že sazby budou vrcholit v H1 23. Výrazně inverzní tvar si křivka udrží po většinu příštího roku. K jejímu narovnání bude docházet až v H1 24 především v souvislosti s poklesem krátkých sazeb.

Trh českých sazeb IRS: Domácí sazby ve vleku zahraničí i holubičí ČNB

Tržní úrokové sazby zaznamenaly ve třetím čtvrtletí letošního roku další výrazný nárůst.

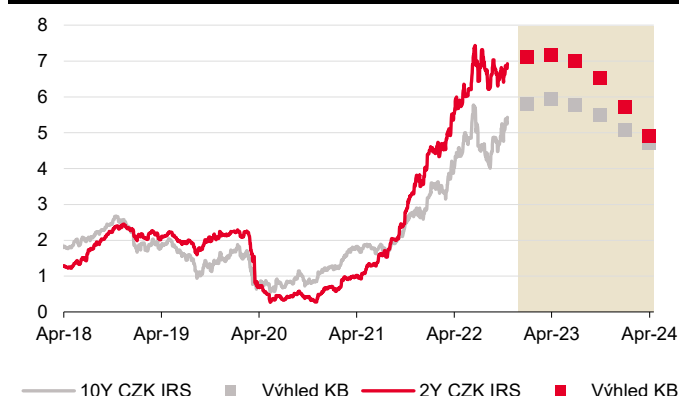
K tomu pomohly přetrvávající silné globální inflační tlaky, které zvýšily sázky na výraznější zpřísnění měnové politiky klíčových světových centrálních bank. Dramatický nárůst nastal hlavně u kratších eurových a dolarových sazeb (až o 180 bb). Domácí výnosová křivka se nicméně zvyšovala spíše na delším konci (až o 90 bb), mimo jiné v souvislosti se zaceňováním očekávání déletrvajícího setrvání inflace nad cílem centrální banky. Finanční trhy v poslední době přijaly pohled většiny bankovní rady ČNB, která se k dalšímu výraznému zvyšování domácích úrokových sazeb staví skepticky. Tuzemské sazby s kratší splatností tak rostly v uplynulém čtvrtletí na rozdíl od těch eurových nebo dolarových mnohem pomaleji (dvoutelé swapy „pouze“ o cca 50 bb).

Trh očekává, že dvoutýdenní repo sazba ČNB bude vrcholit na úrovni 7-7,25 %. Podle nás již měnověpolitické sazby dosáhly svého maxima. Následné postupné snižování úrokových sazeb může podle našeho názoru začít ve 3. čtvrtletí příštího roku. Vzhledem k rizikům vyššího růstu mezd, uvolněnější fiskální politiky, odkotvení inflačních očekávání a pokračujícímu zpříšňování měnové politiky v zahraničí však hodnotíme celkové riziko naší prognózy jako vychýlené směrem k vyšším měnověpolitickým i tržním úrokovým sazbám.

Očekáváme, že na zvýšených úrovních setrvají úrokové sazby i po většinu příštího roku.

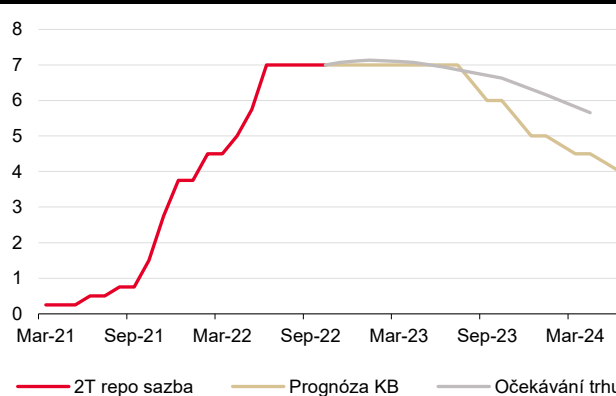
Domácím sazbám bude v poklesu bránit jejich další růst v zahraničí. Robustní zůstávají i inflační tlaky a jejich odeznívání podle nás bude pouze pozvolné. K viditelnému snižování tuzemských tržních úrokových sazeb by tak podle nás mohlo docházet až koncem příštího roku v souvislosti se zahájením návratu domácích měnověpolitických sazeb zpět k neutrální úrovni.

Prognóza IRS (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj základní úrokové sazby ČNB k 25. 10. 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 po většinu příštího roku. K jejímu narovnání bude docházet až v průběhu 1H24 především v souvislosti s poklesem krátkého konce.

Výhled pro CZK IRS (% , konec období)

| | Q4 22f | Q1 23f | Q2 23f | Q3 23f |
|-----|--------|--------|--------|--------|
| 2Y | 7,10 | 7,15 | 7,00 | 6,55 |
| 5Y | 6,35 | 6,50 | 6,35 | 5,95 |
| 10Y | 5,80 | 5,95 | 5,75 | 5,50 |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

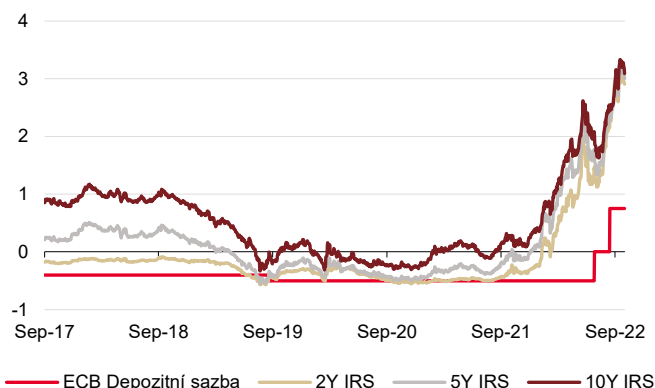
Forwardy a eurový trh stále nabízejí příležitost k zajištění úrokového rizika
Vzhledem k výraznému nárůstu IRS křivky během posledních měsíců se podmínky zafixování sazeb opět zhoršily. Blížkost jejich vrcholu rovněž v současnosti neindikuje vhodnost načasování domácí úrokové fixace. Určitou příležitost lze stále spatřit v přetrvávající vysoké inverzi celé IRS křivky, což s sebou přináší výhodnější podmínky na forwardovém trhu. Rovněž 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 | | | | |
|---------|------|----------|------|------|------|------|
| | | 1Y | 2Y | 3Y | 5Y | 10Y |
| Forward | Spot | 7.40 | 6.98 | 6.42 | 5.97 | 5.54 |
| | 3M | 7.36 | 6.73 | 6.23 | 5.82 | 5.44 |
| | 6M | 7.17 | 6.49 | 6.03 | 5.70 | 5.35 |
| | 9M | 7.57 | 6.53 | 6.07 | 5.72 | 5.36 |
| | 1Y | 6.51 | 5.89 | 5.66 | 5.46 | 5.20 |
| | 2Y | 5.24 | 5.20 | 5.17 | 5.13 | 4.99 |
| | 3Y | 5.15 | 5.14 | 5.13 | 5.08 | 4.95 |

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ke dni 25. 10. 2022

Eurové sazby pokračují v růstu (%)



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

Výrazná emise CZGB zřejmě přetrvá i v příštím roce
Hluboké schodky státního rozpočtu udrží nabídku českých státních dluhopisů vysokou po zbytek letošního i v celém příštím roce. Předpokládáme, že letos skončí státní rozpočet

v deficitu ve schválené výši, tedy 375 mld. CZK, což by znamenalo v kombinaci s ostatními potřebami financování (zejména splátkami dříve vydaných dluhopisů) celkovou emisi korunových dluhopisů za zhruba 482,6 mld. CZK, z čehož bylo (včetně poslední aukce 19. října) dosud v primárních aukcích emitováno 335,9 mld. CZK. Dalších 42,7 mld. CZK ministerstvo získalo prodejem dluhopisů denominovaných v korunách na sekundárním trhu a 41,1 mld. CZK prostřednictvím emise Dluhopisu Republiky na začátku roku. 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). Odhadujeme, že celkově bylo po aukci 19. října pokryto cca 80,2 % celoročních potřeb financování. Předpokládáme proto, že výraznější nabídka v primárních aukcích by ve zbytku roku mohla přetrvat, a tím kompenzovat tlaky na zdrazování státních dluhopisů vůči IRS křivce (viditelné ve druhé polovině roku minulých let).

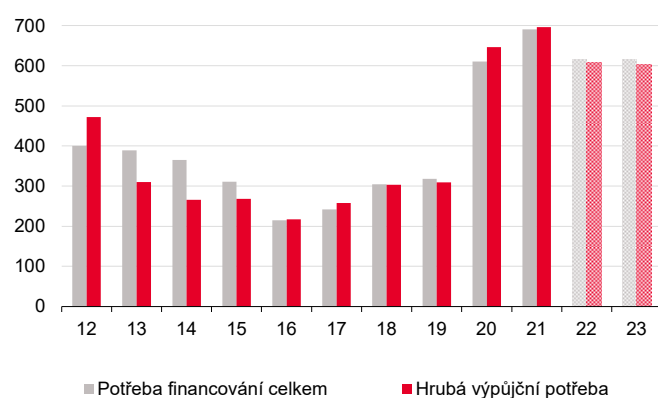
Očekáváme, že potřeba financování v příštím roce dosáhne 614,1 mld. CZK (8,2 % HDP), tedy o něco nižší úroveň než v letošním roce (640,6 mld. CZK, 9,4 % HDP). Nabídka CZGB tak vzhledem k absenci výrazné konsolidace rozpočtu za předpokladu výraznějšího nevyužití jiných instrumentů (půjčky, retailové dluhopisy apod.) ke krytí výpůjční potřeby může dokonce oproti letošku viditelně vzrůst (o cca 30 mld. CZK).

Potřeba a zdroje financování (v mld. CZK)

| | 2023 | |
|---|--------------|--------------|
| | MinFin | KB |
| Saldo státního rozpočtu | 295.0 | 315.0 |
| Převod a další operace finančních aktiv státu | 1.5 | 1.5 |
| Splátky státních dluhopisů v domácí měně | 208.3 | 208.3 |
| Splátky státních dluhopisů v cizí měně | 0.0 | 0.0 |
| Splátky a předčasné splátky spořicí dluhopisů | 0.0 | 0.0 |
| Splátky instrument peněžního trhu | 86.7 | 86.7 |
| Splátky pokladničních poukázek | | 25.0 |
| Splátky ostatních nástrojů peněžního trhu | | 61.7 |
| Splátky přijatých zápůjček a úvěrů | 2.6 | 2.6 |
| Potřeba financování celkem | 594.0 | 614.1 |
| Nástroje peněžního trhu | | 25.0 |
| Pokladniční poukázky | | 25.0 |
| Ostatní nástroje peněžního trhu | | 0.0 |
| Hrubá emise CZGB v domácí měně | | 517.4 |
| Hrubá emise CZGB v cizí měně/eurobondů | | 61.7 |
| Hrubá emise spořicí dluhopisů | | 0.0 |
| Přijaté zápůjčky a úvěry (vč. EUR) | | 0.0 |
| Operace finančních aktiv a řízení likvidity | | 10.0 |
| Zdroje financování celkem | | 614.1 |
| Hrubá výpůjční potřeba | | 604.1 |
| Čistá emise CZGB | | 309.1 |

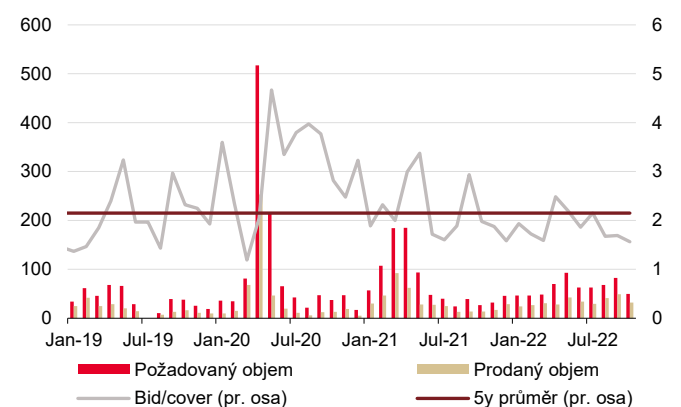
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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)

| | Q4 22f | Q1 23f | Q2 23f | Q3 23f |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| Výnos 2Y CZGB (%) | 6,25 | 6,40 | 6,35 | 5,80 |
| Výnos 5Y CZGB (%) | 6,45 | 6,50 | 6,35 | 5,90 |
| Výnos 10Y CZGB (%) | 6,15 | 6,25 | 6,00 | 5,65 |
| 10Y CZGB ASW (bb) | 35 | 30 | 25 | 15 |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výnosy CZGB zřejmě zůstanou zvýšené alespoň do poloviny příštího roku

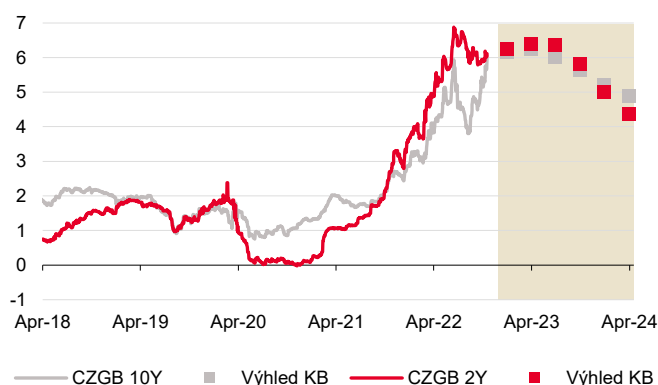
Výnosy státních dluhopisů, obdobně jako IRS od srpnového lokálního minima znovu rostly, hlavně v delších splatnostech. Za poslední čtvrtletí byl nárůst delších výnosů CZGB dokonce o něco výraznější než v případě IRS křivky, v ASW vyjádření tyto dluhopisy zlevnily o cca 30 bb. Vzhledem ke zvýšené nabídce a relativně nižším reálným výnosům vůči americkým dluhopisům v nejbližších týdnech nevidíme mnoho prostoru pro jejich zdražování. Poblíž svého vrcholu by se podle nás měly výnosy českých státních dluhopisů pohybovat v první polovině příštího roku, aby následně, stejně jako IRS, začaly pozvolně klesat. Stále podle nás přetrvává také riziko nárůstu rizikové premie. Agentury Fitch i Moody's ve svých posledních revizích tuzemského ratingu sice k jeho změně nesáhly, obě však vidí jeho výhled jako negativní. Hlavním faktory hovořícími pro případné zhoršení ratingu se stávají v očích ratingových agentur hlavně střednědobá a dlouhodobá (ne)udržitelnost současného nastavení tuzemských veřejných financí a riziko prohloubení energetické krize.

Přehled ratingu hlavních agentur pro Českou republiku

| | Domácí závazky | Výhled | Zahraniční závazky | Výhled |
|---------|----------------|----------|--------------------|----------|
| S&P | AA | STABLE | AA- | STABLE |
| Moody's | Aa3 | NEGATIVE | Aa3 | NEGATIVE |
| Fitch | AA- | NEGATIVE | AA- | NEGATIVE |

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prognóza výnosů CZGB (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

10y CZGB ASW (bb)



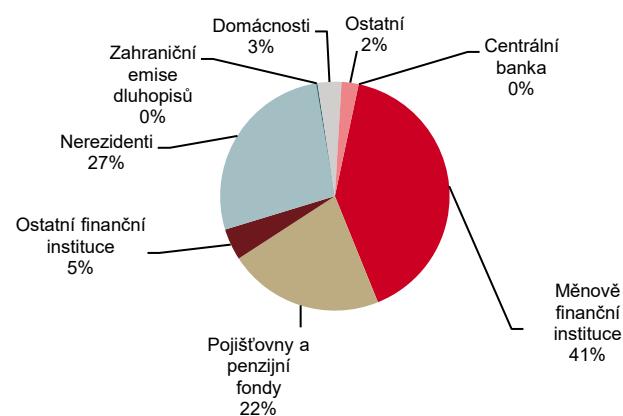
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

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 | 0.9 | 0.0 | 80% | 7.01 | 13 | 20 | 2.36 | | -56 | 3 | -15 | -68 | | -4 | -1.0 | 18 | -45.7 | 1 | -30.4 | 19 |
| 5.70 May-24 | 1.4 | 0.0 | 100% | 6.16 | 15 | 22 | 2.12 | | -111 | -3 | -18 | -126 | | -32 | -1.4 | 19 | 29.3 | 19 | -33.4 | 20 |
| 0.00 Dec-24 | 2.0 | 1.4 | 34% | 5.97 | 16 | 33 | 2.34 | | -85 | 2 | -5 | -102 | | 4 | -1.5 | 20 | 39.6 | 20 | -25.2 | 18 |
| 1.25 Feb-25 | 2.1 | 0.0 | 100% | 6.39 | 23 | 70 | 2.82 | | -41 | 0 | 23 | -71 | | 11 | 0.0 | 17 | -5.2 | 8 | -18.4 | 17 |
| 2.40 Sep-25 | 2.7 | 0.0 | 85% | 6.23 | 25 | 84 | 2.97 | | -28 | -2 | 28 | -63 | | -3 | 0.9 | 16 | 4.0 | 14 | -16.0 | 16 |
| 6.00 Feb-26 | 2.9 | 26.9 | 67% | 6.22 | 34 | 92 | 3.14 | | -17 | 1 | 34 | -79 | | -13 | 1.9 | 15 | 0.0 | 12 | -14.6 | 15 |
| 1.00 Jun-26 | 3.4 | 0.0 | 100% | 6.21 | 36 | 103 | 3.20 | | -4 | 5 | 41 | -61 | | 3 | 2.2 | 10 | -2.1 | 11 | -12.3 | 14 |
| 0.25 Feb-27 | 4.0 | 0.0 | 83% | 6.22 | 41 | 109 | 3.34 | | 9 | 2 | 40 | -50 | | 9 | 2.6 | 6 | -6.7 | 7 | -10.0 | 13 |
| 2.50 Aug-28 | 5.1 | 0.0 | 94% | 6.13 | 43 | 112 | 3.48 | | 20 | 10 | 39 | -49 | | 20 | 2.9 | 5 | -3.5 | 10 | -7.8 | 10 |
| 5.50 Dec-28 * | 5.0 | 34.4 | 25% | 6.13 | 39 | 102 | 3.58 | | 22 | 13 | 40 | -57 | | 22 | 2.1 | 11 | -4.4 | 9 | -7.6 | 9 |
| 2.75 Jul-29 | 5.8 | 0.0 | 100% | 6.19 | 46 | 121 | 3.60 | | 33 | 11 | 48 | -53 | | 33 | 3.1 | 2 | -11.2 | 3 | -6.1 | 7 |
| 0.05 Nov-29 | 6.7 | 0.0 | 57% | 6.16 | 42 | 120 | 3.54 | | 35 | 11 | 42 | -34 | | 35 | 3.1 | 3 | -7.8 | 4 | -5.4 | 5 |
| 0.95 May-30 | 6.8 | 0.0 | 100% | 6.15 | 40 | 118 | 3.58 | | 36 | 9 | 40 | -33 | | 36 | 2.9 | 4 | -6.8 | 6 | -5.2 | 3 |
| 5.00 Sep-30 * | 6.2 | 48.5 | 37% | 6.03 | 30 | 108 | 3.62 | | 29 | 3 | 41 | -50 | | 29 | 2.0 | 14 | 4.6 | 16 | -6.1 | 6 |
| 1.20 Mar-31 | 7.4 | 0.0 | 100% | 6.07 | 40 | 116 | 3.58 | | 34 | 8 | 37 | -33 | | 34 | 3.1 | 1 | 0.3 | 13 | -5.0 | 1 |
| 1.75 Jun-32 | 8.2 | 7.7 | 100% | 5.97 | 34 | 107 | 3.60 | | 33 | 1 | 32 | -46 | | 33 | 2.5 | 7 | 9.5 | 18 | -5.1 | 2 |
| 2.00 Oct-33 | 9.1 | 0.0 | 100% | 5.94 | 34 | 107 | 3.67 | | 36 | 2 | 28 | -41 | | 36 | 2.5 | 8 | 9.3 | 17 | -5.3 | 4 |
| 3.50 May-35 | 9.3 | 3.0 | 33% | 5.88 | 32 | 101 | 3.76 | | 38 | -2 | 22 | -45 | | 38 | 2.3 | 9 | 4.0 | 15 | -6.7 | 8 |
| 4.20 Dec-36 | 9.6 | 0.0 | 100% | 5.79 | 25 | 95 | 3.73 | | 32 | -1 | 20 | -40 | | 34 | 2.1 | 12 | -7.2 | 5 | -8.5 | 11 |
| 1.95 Jul-37 | 11.6 | 0.0 | 10% | 5.74 | 26 | 91 | 3.61 | | 26 | -4 | 14 | -33 | | 30 | 2.0 | 13 | -14.0 | 2 | -8.7 | 12 |

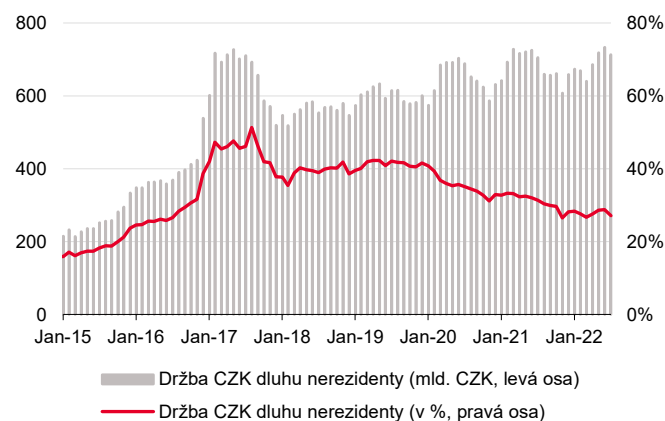
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Detailní popis v aktuálním vydání CZGB Auction Alert

Držba státních dluhopisů podle typu držitele (srpen 2022)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podíl nerezidentů trendově klesá



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Korunový devizový trh



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

Tlaky na oslabení přetrvávají

ČNB se dosud daří korunu stabilizovat. Na obranu před jejím oslabením od května centrální banka vydala bezmála pětinu svých devizových rezerv. Stále tak zbývá dostatečný prostor pro dočasné udržování koruny na o něco silnějších úrovních, než je její dlouhodobá rovnovážná hodnota daná fundamenty. Očekáváme, že ČNB postupně opustí cílování konkrétní hladiny kurzu koruny a dovolí jí se skrze mírné oslabování přiblížit k její rovnovážné hodnotě tak, aby minimalizovala riziko nutnosti intervenovat v rostoucích objemech. Ke konci roku by se tak kurz mohl pohybovat poblíž úrovně 24,85 CZK/EUR a v horizontu jednoho roku okolo 25,10 CZK/EUR. Podmínky pro zajištění proti posílení koruny se vlivem poklesu úrokového diferenciálu viditelně zhoršily, což by mělo podle nás alespoň krátkodobě pokračovat. Hlavním rizikem pro korunu je případná eskalace geopolitické situace. Panuje i výrazná nejistota ohledně dalších měnově-politických rozhodnutí ČNB.

Koruna s podporou ČNB premiantem regionu

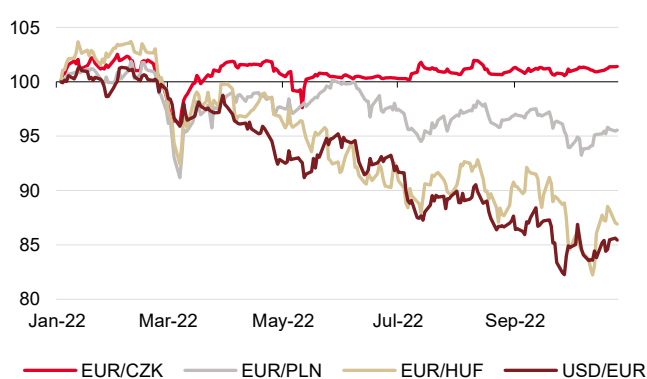
Koruna jako jediná v regionu odolává. Rostoucí pravděpodobnost recese v Evropě, zesílená i vysokou závislostí na dodávkách ruského plynu, zhoršování bilance zahraničního obchodu a běžného účtu platební bilance vyvíjejí na regionální měny tlak. Koruna na tyto okolnosti zdánlivě nereaguje, výrazně ji v tom však pomáhá ČNB, která intervenuje proti jejímu oslabování. Odhadujeme, že od května do 10. října mohla centrální banka uzavřít spotové operace v celkové výši bezmála 29 mld. EUR, což představuje zhruba 18 % devizových rezerv (ve srovnání s koncem dubna 2022, kdy dosáhl svého maxima na 160,4 mld. EUR).

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 o něco méně výrazných tlaků na depreciaci přehodnotili k lehce silnějším úrovním. Na konci roku očekáváme oslabení koruny k 24,85 CZK/EUR a v ročním horizontu na 25,10 CZK/EUR. Výraznější depreciaci bude bránit ČNB.

Depreciační tlaky na koruně pravděpodobně ještě zůstanou. Úrokový diferenciál se od svého vrcholu v červenci v podmínkách zpřísnování měnové politiky v zahraničí a holubičitého obratu v bankovní radě ČNB propadl již o více než třetinu. Proti ziskům koruny bude působit také silný dolar, při jehož nedávné apreciaci regionální měny (s výjimkou koruny, kterou bránila ČNB) viditelně oslabovaly. Pod paritou v páru s eurem by přitom měl zůstat podle našich předpokladů až do konce letošního roku. Letos koruně pravděpodobně nepomůže ani zahraniční obchod. Importní stranu totiž stále nafukuje dovoz drahých energií. K deficitu běžného účtu platební bilance potom přispívá i negativní saldo primárních důchodů, kde se odráží odliv dividend z přímých zahraničních investic. Do konce letošního roku navíc identifikujeme riziko dalšího odlivu kapitálu zadrženého v průběhu pandemie z domácího bankovního sektoru. V neposlední řadě tuzemskou ekonomiku čeká podle naší prognózy na přelomu letošního a příštího roku mělká recese.

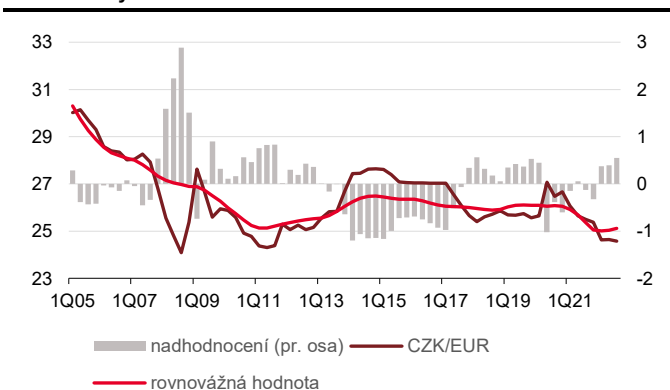
Koruna byla podle našeho odhadu na konci letošního třetího čtvrtletí nadhodnocená oproti rovnovážné hodnotě zhruba o 0,6 CZK/EUR. Hypotetická rovnovážná hodnota vychází z modelové filtrace reálného bilaterálního kurzu vůči euru, který je konzistentní s vnitřní a vnější rovnováhou ekonomiky.

Vývoj CZK/EUR a úrokového diferenciálu



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

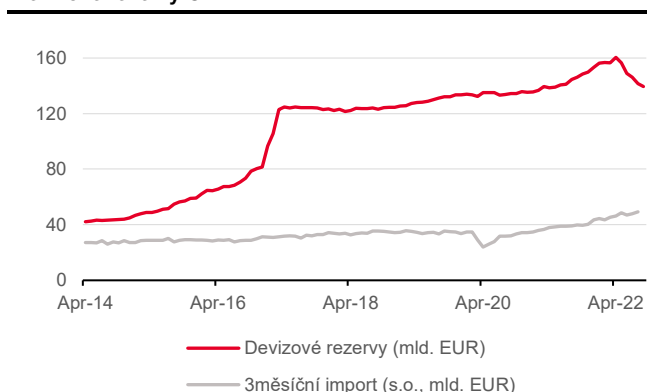
Rovnovážný kurz CZK/EUR



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Odhadovaný rovnovážný měnový kurz vychází z modelu vnitřní (produkční mezera) a vnější (mezera podílu čistého exportu na HDP) rovnováhy ekonomiky.

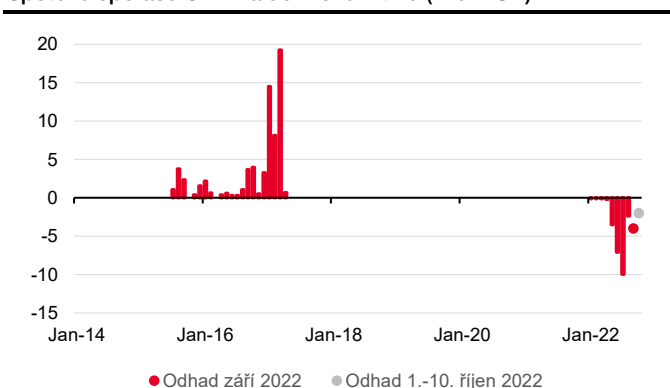
Předpokládáme, že ČNB bude dále přítomna na devizovém trhu, a koruně tak ve výrazném oslabování zabrání. K hranici tříměsíčního importu, který někdy bývá zjednodušeně uváděn jako doporučená úroveň devizových rezerv, ČNB stále zbývá výrazný polštář ve výši zhruba 85 mld. EUR. Nedávné objemy devizových intervencí jsou prozatím optikou celkové „palebné síly“ tuzemské centrální banky alespoň dočasně udržitelné. Vzhledem k tomu, že ekonomické fundamenty posilování české koruny v letošním roce příliš nenahrávají, očekáváme, že ČNB již nebude bránit konkrétní hladinu kurzu, ale přejde do režimu, kdy se bude snažit předejít pouze skokovému oslabení, které by přilévало olej do ohně zvýšených domácích inflačních tlaků prostřednictvím zdražení dovozu. Ve hře by mohlo být i zavedení režimu pravidelných intervencí v předem daném objemu. Pohledem mezery měnového kurzu vůči rovnováze očekáváme, že koruna zůstane i nadále nadhodnocená, avšak míra tohoto nadhodnocení se bude s postupnou depreciaí koruny zmenšovat. Na konci roku by podle nás mohla koruna přes pokračující podporu ze strany centrální banky oslabit k 24,85 CZK/EUR. Další oslabení by mělo následovat i první polovině příštího roku, a to k hladině 25,15 CZK/EUR.

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.

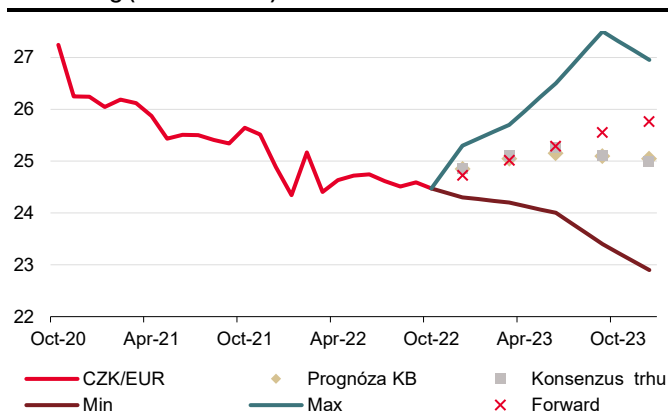
Pozvolné posilování koruny by se podle nás mohlo obnovit ve druhé polovině příštího roku. Stát by za tím mělo podle našich předpokladů mimo jiné oslabení amerického dolaru v souvislosti s odezníváním negativního sentimentu vůči evropským ekonomikám, což bude působit i směrem k silnější koruně. Stejným směrem by mělo působit rovněž opětovné oživení zahraničního obchodu v návaznosti na uvolňování dodavatelských řetězců a zmírňování dopadů vysoké inflace na poptávku. Celkově očekáváme od koruny ve H2 23 postupné posilování, na konci příštího roku zpět k 25,05 CZK/EUR.

Prognóza kurzu koruny (konec období)

| | Q4 22f | Q1 23f | Q2 23f | Q3 23f |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| CZK/EUR | 24,85 | 25,05 | 25,15 | 25,10 |
| CZK/USD | 25,60 | 25,05 | 24,40 | 23,45 |
| USD/EUR | 0,97 | 1,00 | 1,03 | 1,07 |

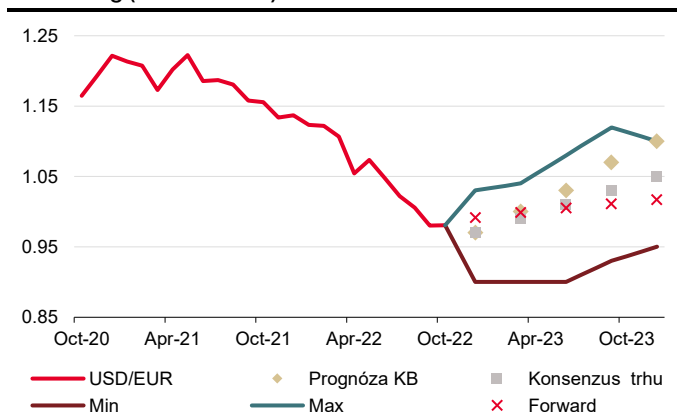
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 25. 10. 2022)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Předpokládaný vývoj kurzu USD/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 25. 10. 2022)



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

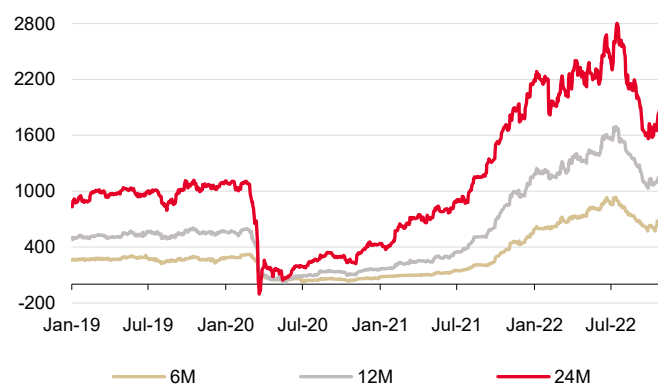
Rizika pro výhled koruny jsou stále značná

Výrazné riziko je spojeno s případnou eskalací geopolitické situace, která by mohla vystupňovat tlak na středoevropské měny. Riziko identifikujeme rovněž v souvislosti s dalšími měnověpolitickými kroky ČNB. Bankovní rada se staví odmítavě k dalšímu růstu sazeb. Zároveň však patrně mezi jejími členy neexistuje ani jednoznačná podpora pro devizové intervence, hrozí tak riziko jejich náhlého ukončení. Na druhou stranu stále není vyloučeno ani to, že se ČNB pod tíhou přetrvávajících inflačních tlaků rozhodne korunu podpořit zvýšením úrokových sazeb. Významným rizikem zůstává i zahraniční vývoj, a to jak případné prohloubení německé recese, tak vývoj amerického dolaru, resp. rychlost utahování měnové politiky v USA a eurozóně.

Pokles úrokového diferenciálu sráží forwardové body

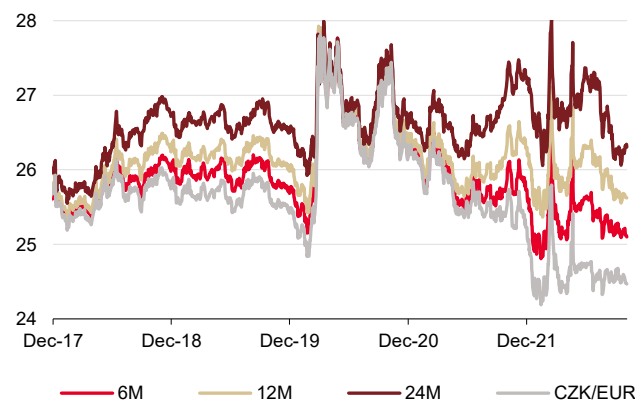
Podmínky pro zajištění kurzu proti posílení se v souvislosti s poklesem úrokového diferenciálu viditelně zhoršily. V nejbližších měsících očekáváme další nárůst tržních úrokových sazeb v eurozóně, přičemž u těch domácích bude zřejmě již chybět podpora v podobě zvyšování domácích měnověpolitických sazeb. Úrokový diferenciál se tak může do konce roku dále ztenčít. Oslabení spotového kurzu přitom podle nás bude spíše mírné. Celkové podmínky zajištění proti posílení se tedy podle nás budou i nadále zhoršovat. Do značné míry to však závisí na tom, jak velkou depreciaci kurzu ČNB připustí a zda ji nakonec zhmotnění některých proinflačních rizik nedonutí přistoupit k dalšímu zvýšení úrokových sazeb.

Forwardové body



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

Útlum úvěrového cyklu přinese jen mírné zvýšení rizika

K vyššímu růstu úvěrů v letošním roce oproti minulé prognóze přispějí úvěry nefinančním podnikům. Vlekřejší zotavení ekonomiky z mělké recese na přelomu roku spolu s vyššími úrokovými sazbami na úvěrech povede k ochlazení úvěrové aktivity napříč segmenty. Tempo zdražování rezidenčních nemovitostí bude nadále ustávat, nicméně dražší financování a slabá poptávka se podepíší na dalším výrazném zpomalení v dynamice hypotečních úvěrů. Podobně na tom bude i spotřební financování. Expanze na straně vkladů bude nadále brzdit, když domácnosti vlivem vysoké inflace budou ukrajovat ze svých úspor. Slabý výkon ekonomiky v příštím roce vyústí pouze v omezenou realizaci rizika na úvěrovém portfoliu.

Pokračující ochlazení na hypotečním a nemovitostním trhu

Dynamika cen rezidenčních nemovitostí po vysokém tempu zdražování od konce roku 2020 v letošním třetím čtvrtletí významně polevila, když mezičtvrtletně po sezónním očištění ceny vzrostly o 2,4 % (vs 8,8 % q/q v Q2). Meziročně byly ceny však stále o téměř 23 % vyšší a cenová dostupnost bydlení je stále jedna z nejhorších v EU. To spolu s dražším financováním bydlení povede k pokračující zvýšené poptávce po nájmech, a tudíž k jejich dalšímu růstu. Zdražování rezidenčních nemovitostí by mělo nicméně nadále zmírňovat své tempo a v nejbližším horizontu by ceny měly mírně klesnout a poté pouze pozvolně růst. Pokles cen půjde především na vrub energeticky náročných a rekreačních nemovitostí spolu s nižším segmentem vlivem reverze covidového trendu a vysokých cen energií.

Dražší financování, horší cenová dostupnost a útlum ekonomické aktivity povedou ke zpomalení nemovitostního a hypotečního trhu.

Bankovní úvěry a depozita (y/y, %)

| | Q1 22 | Q2 22 | Q3 22 | Q4 22 | Q1 23 | Q2 23 | Q3 23 | Q4 23 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|
| Bankovní úvěry | | | | | | | | | | | | | | |
| Celkem | 4,4 | 6,9 | 8,2 | 7,0 | 6,6 | 6,2 | 4,6 | 4,5 | 4,9 | 6,6 | 5,5 | 5,7 | 6,6 | 6,6 |
| Úvěry domácnostem na byt. potřeby | 11,1 | 8,8 | 6,9 | 4,9 | 3,6 | 3,6 | 3,3 | 3,7 | 9,9 | 7,9 | 3,5 | 5,4 | 6,7 | 6,9 |
| Spotřebitelské úvěry domácnostem | 8,9 | 7,0 | 5,8 | 4,9 | 3,6 | 3,1 | 3,1 | 3,3 | 3,3 | 6,7 | 3,3 | 5,9 | 6,6 | 6,6 |
| Úvěry nefinančním podnikům | 7,6 | 7,7 | 10,9 | 9,7 | 8,9 | 9,1 | 4,2 | 4,3 | 0,9 | 9,0 | 6,6 | 6,5 | 6,5 | 6,3 |
| Bankovní vklady | | | | | | | | | | | | | | |
| Celkem | 4,7 | 8,3 | 5,4 | 6,0 | 7,3 | 5,6 | 5,8 | 5,6 | 8,3 | 6,1 | 6,1 | 5,2 | 6,0 | 5,8 |
| Obyvatelstvo | 4,1 | 4,1 | 3,5 | 3,4 | 4,6 | 3,9 | 4,1 | 4,8 | 10,2 | 3,7 | 4,3 | 5,6 | 6,5 | 6,2 |
| Nefinanční podniky | 8,1 | 5,6 | 8,4 | 8,6 | 8,0 | 7,5 | 6,2 | 5,8 | 8,3 | 7,7 | 6,9 | 5,0 | 5,4 | 5,4 |
| Ostatní | 3,4 | 18,0 | 6,7 | 9,8 | 11,6 | 7,1 | 8,6 | 7,2 | 4,9 | 9,5 | 8,6 | 4,8 | 5,4 | 5,3 |
| Podíly na HDP | | | | | | | | | | | | | | |
| Podíl úvěrů na HDP | 62,6 | 61,6 | 61,9 | 60,3 | 59,7 | 58,5 | 58,3 | 57,5 | 63,5 | 61,6 | 58,5 | 57,2 | 57,6 | 58,9 |
| Podíl vkladů na HDP | 98,5 | 98,6 | 94,9 | 85,4 | 94,5 | 93,1 | 90,5 | 82,3 | 97,7 | 94,3 | 90,1 | 87,7 | 87,8 | 89,0 |
| Podíl úvěrů na vkladech | 63,6 | 62,4 | 65,2 | 70,6 | 63,1 | 62,8 | 64,4 | 69,9 | 65,1 | 65,5 | 65,1 | 65,3 | 65,7 | 66,2 |
| Úrokové sazby | | | | | | | | | | | | | | |
| Úvěry pro bytové potřeby | 3,8 | 4,4 | 4,8 | 4,9 | 4,9 | 4,9 | 4,8 | 4,5 | 2,4 | 4,5 | 4,7 | 4,1 | 4,0 | 4,0 |
| Spotřebitelské úvěry | 8,2 | 8,8 | 10,1 | 11,2 | 11,6 | 12,0 | 12,2 | 12,2 | 7,4 | 9,6 | 12,0 | 11,0 | 9,8 | 10,0 |
| Úvěry nefinančním podnikům | 6,2 | 7,9 | 8,2 | 8,2 | 8,3 | 8,3 | 8,0 | 7,0 | 2,4 | 7,6 | 7,9 | 5,3 | 4,1 | 4,1 |
| Podíl úvěrů v selhání | | | | | | | | | | | | | | |
| Úvěry pro bytové potřeby | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,9 | 1,1 | 1,2 | 1,3 | 1 | 0,7 | 1,1 | 1,5 | 1,6 | 1,7 |
| Spotřebitelské úvěry | 4,3 | 4,0 | 4,0 | 4,2 | 4,6 | 5,5 | 6,3 | 6,9 | 5,2 | 4,1 | 5,8 | 7,9 | 8,2 | 8,0 |
| Úvěry nefinančním podnikům | 3,7 | 3,5 | 3,2 | 3,2 | 3,3 | 3,6 | 3,8 | 4,1 | 4,1 | 3,4 | 3,7 | 4,2 | 4,4 | 4,4 |

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

Horší cenová dostupnost a setrvání úrokových sazeb na vyšších úrovních přispěje k ochlazení hypotečního trhu. A to zejména v příštím roce, jelikož během H2 22 se stále na trhu projevuje efekt předzásobení hypoték s výhodnějšími podmínkami neovlivněné přísnějšími parametry čerpání. Po téměř 10% růstu v minulém roce čekáme zpomalení na 7,9 % pro letošní rok. Na hypoteční úvěrové aktivitě příští rok se plně odrazí výše úrokových sazeb a slabší výkon ekonomiky z velké části zapříčiněný slabou spotřebou domácností. Hypoteční úvěry by měly v roce 2023 růst v průměru pouze o 3,5 %, kde značně pozitivní vliv bude mít návrat hypotečního portfolia Sberbank do statistik. Obvykle zpožděná reakce úvěrového cyklu na vývoj v reálné ekonomice zřejmě povede také k nižšímu růstu v 2024 (+5,9 %).

Horší solventnost domácností a slábnoucí poptávka se promítne v nízkém růstu spotřebního financování.

Slabý spotřebitelský sentiment povede ke zpomalení spotřebního financování
Útlum spotřeby domácností a jejich zhoršující se sentiment nasvědčují zpomalování ve spotřebním financování. Větší rizikovost úvěrů spjatá s negativními ekonomickými vyhlídkami a horší solventnost domácností implikuje vyšší sazby na spotřebních úvěrech. Zatímco napjatý trh práce a s ním spojený silný růst mezd přispěje v letošním roce k solidnímu růstu spotřebního financování o 6,4 %, v tom příštím bude slabá poptávka domácností doprovázena jeho nízkým růstem (+3,5 %). V obou letech vysoká inflace nejspíše podpoří jeho růst, když se promítne ve vyšších osobních nákladech.

Zájem o provozní a cizoměnové financování bude postupně klesat a v příštím roce dojde u firem ke značnému zpomalení celkové úvěrové aktivity.

Úvěrový apetit nefinančních podniků začne polevovat

Přestože úrokové sazby dosahovaly lokálních maxim, úvěry pro nefinanční podniky vykazaly během Q3 překvapivě silný růst. Ten by díky tomu mohl letos v průměru činit 9 %. Od Q2 je ale tažen výhradně eurovými úvěry, kdy těží z atraktivního úrokového rozpětí, které nicméně pomalu ale jistě mizí, zatímco objem korunových úvěrů prohlubuje svůj meziroční pokles. Problémy v subdodávkách a vysoké nárůsty cen výrobních vstupů podpořily růst provozního financování, kde významným faktorem bylo odvětví energetiky kvůli tzv. margin calls. Tento trend by měl pokračovat i nadále, zejména na úkor dlouhodobých investičních úvěrů. Vzhledem ke zmírnění turbulencí na komoditních trzích ale bude postupně slábnout. S ohledem na setrvání úrokových sazeb na vyšších úrovních včetně těch zahraničních spolu se slabším výkonem ekonomiky odhadujeme, že úvěry pro nefinanční podniky porostou v příštím roce v průměru o 6,6 %, objem celkových podnikatelských úvěrů pak o 7 %. K tomu pravděpodobně významně přispějí opět překlenovací a jiné krátkodobé typy úvěrů.

Expanze vkladů bude nadále brzdít, přesto v příštím roce předčít růst úvěrů.

Expanzi vkladů bude nadále brzdít slabší úvěrová aktivita a inflace

Lepší zhodnocení vložených prostředků a růst nominálních mezd sice pomohou expanzi vkladů, nicméně vysoká inflace nutí jak domácnosti, tak i podniky vyhledávat výnosnější instrumenty, a tudíž poohlížení se po nebankovních řešeních a investicích. Zhoršená finanční situace domácností vlivem přetrvávající vysoké inflace povede k dalšímu ukrojení covidových úspor. V opačném směru však bude působit expanzivní fiskální politika. Navíc nižší úvěrová aktivita napříč segmenty negativně ovlivní růst vkladů. Odhadujeme, že tento a příští rok vklady porostou shodně v průměru o 6,1 %, čímž dojde ke značnému zpomalení z předchozích let, kdy především domácnosti stírály covidové úspory na účtech.

Slabší ekonomický růst v příštím roce se promítne v mírném zvýšení rizika s nárůstem NPL.

Vleklé zotavení z mělké recese povede k mírné realizaci rizika na úvěrech

Ve třetím kvartále podíly nevýkonných úvěrů (NPL) nadále klesaly napříč segmenty a dosahovaly rekordních minim. Nicméně vlivem slabého ekonomického růstu a vyšších úrokových nákladů vidíme mírná rizika pro vývoj v příštím roce. Vzhledem k opožděné reakci úvěrového cyklu na makroekonomický vývoj bude ale nárůst NPL velmi pozvolný. Navíc úrovně, kterých dosáhnou, budou relativně nízké a neměly by tak představovat výrazné riziko, tj. nadcházející tvorba oprávek by měla být dostatečná na jejich pokrytí. Rostoucí expozice bilance bank vůči cizoměnovým pozicím by mohla potenciálně přinést vyšší nárůst rizika, byť stále zvládnutelný s ohledem na 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 | 2,7 | 0,5 | 3,1 | 2,6 | 2,4 |
| Inflace | průměr období, % | 2,8 | 3,2 | 3,8 | 15,1 | 12,0 | 2,8 | 1,6 | 1,6 |
| Běžný účet platební bilance | % HDP | 0,3 | 2,0 | -0,8 | -4,4 | -3,2 | -2,6 | -1,6 | -0,8 |
| 3M PRIBOR | průměr, % | 2,1 | 0,9 | 1,1 | 6,3 | 6,8 | 4,3 | 3,3 | 3,3 |
| CZK/EUR | průměr | 25,7 | 26,5 | 25,6 | 24,7 | 25,1 | 24,9 | 24,7 | 24,6 |
| CZK/USD | průměr | 22,9 | 23,2 | 21,7 | 23,8 | 24,2 | 21,3 | 19,9 | 19,1 |

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

Měna a úrokové sazby – výhled

| | | 24-10-2022 | Dec.22 | Mar.23 | Jun.23 | Sep.23 | Dec.23 |
|-----------|-----------------|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| CZK/EUR | konec období | 24,5 | 24,85 | 25,05 | 25,15 | 25,10 | 25,05 |
| USD/EUR | konec období | 0,99 | 0,97 | 1,00 | 1,03 | 1,07 | 1,10 |
| CZK/USD | konec období | 24,8 | 25,60 | 25,05 | 24,40 | 23,45 | 22,75 |
| 3M PRIBOR | konec období, % | 7,30 | 7,30 | 7,30 | 7,30 | 6,40 | 5,40 |
| 10Y IRS | konec období, % | 5,53 | 5,80 | 5,95 | 5,75 | 5,50 | 5,10 |

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

Měsíční makroekonomická data

| | | I-22 | II-22 | III-22 | IV-22 | V-22 | VI-22 | VII-22 | VIII-22 | IX-22 |
|----------------------|------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| Inflace (CPI) | %, m/m | 9,9 | 11,1 | 12,7 | 14,2 | 16,0 | 17,2 | 17,5 | 17,2 | 18,0 |
| Inflace (CPI) | %, y/y | 4,4 | 1,3 | 1,7 | 1,8 | 1,8 | 1,6 | 1,3 | 0,4 | 0,8 |
| Výrobní ceny (PPI) | %, m/m | 19,4 | 21,3 | 24,7 | 26,6 | 27,9 | 28,5 | 26,8 | 25,2 | 25,8 |
| Výrobní ceny (PPI) | %, y/y | 6,9 | 2,2 | 4,2 | 2,3 | 1,9 | 1,4 | 0,3 | -0,1 | 1,2 |
| Míra nezaměstnanosti | %, MPSV | 3,6 | 3,5 | 3,4 | 3,3 | 3,2 | 3,1 | 3,3 | 3,4 | 3,5 |
| Průmyslové tržby | %, y/y, stálé ceny | 3,9 | -1,0 | -1,4 | -7,3 | 4,5 | 2,7 | -1,9 | 10,3 | n.a. |
| Průmyslová produkce | %, y/y, stálé ceny | 15,8 | 8,8 | 7,2 | 0,7 | 18,8 | 18,2 | 13,0 | 30,2 | n.a. |
| Stavebnictví | %, y/y, stálé ceny | 5,4 | 16,7 | 8,8 | 3,4 | 4,3 | 1,5 | -4,0 | 1,0 | n.a. |
| Zahraniční obchod | mld. CZK (nár. met.) | 7,4 | -6,5 | -11,9 | -27,7 | -26,1 | -13,1 | -21,5 | -28,2 | n.a. |
| Běžný účet PB | mld. CZK | 9,0 | -8,6 | -13,9 | -2,2 | -21,1 | -49,4 | -24,2 | -80,6 | n.a. |
| Finanční účet PB | mld. CZK | -12,5 | -13,1 | 21,9 | -12,7 | -42,6 | -46,3 | -43,7 | -106,6 | n.a. |
| M2 | %, y/y | 6,9 | 6,1 | 5,9 | 5,6 | 6,3 | 5,3 | 5,3 | 5,3 | n.a. |
| Státní rozpočet | mld.CZK (od zač. roku) | 3,9 | -45,3 | -59,1 | -100,1 | -189,3 | -183,0 | -192,7 | -231,1 | -270,9 |
| 3M PRIBOR | %, průměr | 4,21 | 4,69 | 4,86 | 5,36 | 5,97 | 6,64 | 7,30 | 7,27 | 7,25 |
| CZK/EUR | průměr | 24,5 | 24,5 | 25,0 | 24,4 | 24,8 | 24,7 | 24,6 | 24,6 | 24,6 |
| CZK/USD | průměr | 21,6 | 21,6 | 22,7 | 22,6 | 23,4 | 23,4 | 24,2 | 24,3 | 24,8 |

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

Upozornění

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <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