Čtvrtletní zpráva

Ekonomické výhledy

Recese už tu byla? A kdy?



©iStock

- **Postupné obnovení růstu ekonomiky.** V loňském druhém pololetí se ekonomika potýkala s mělkou a krátkou recesí. Letos podle nás již dojde k postupnému oživení. Průmysl bude těžit z vysokého stavu dosud nevyřízených objednávek a plynulejších dodávek vstupů. Tuzemskou poptávku podpoří vyšší růst mezd a uklidnění situace kolem cen energií.

- **Inflace letos zůstane dvouciferná.** V lednu vlivem odeznění úsporného tarifu a dalšího růstu cen energií meziroční inflace ještě zrychlí, poté by již ale mělo docházet k jejímu zmírňování. Vlivem dražších energií neklesne inflace do konce roku pod 10 %. V příštím roce ale již dojde k razantnímu snížení a inflace se dostane ke dvouprocentnímu cíli ČNB.

- **ČNB promeškala vhodný okamžik pro další růst sazeb.** Ty podle nás zůstanou na současných úrovních do letošního srpna, kdy by mohly začít postupně klesat až na politicky neutrální 3 % na konci roku 2024.

- **Tržní sazby na sestupném trendu.** Krátký konec výnosové křivky by měl nadále postupně klesat v souladu s očekávaným začátkem uvolňování domácí měnové politiky ve druhém pololetí 2023 a slábnoucími inflačními tlaky.

- **Koruna zatím nemá vyhráno.** Přes přítomnost ČNB na devizovém trhu a oživení zahraničního obchodu očekáváme do konce roku mírné oslabení koruny k euru, především v souvislosti s poklesem úrokového diferenciálu.


Jan Vejmělek
(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

SOCIETE GENERALE GROUP

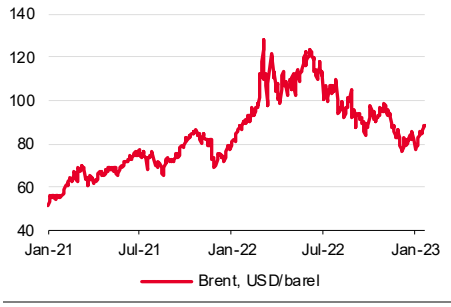
Kola ekonomiky nezamrzla



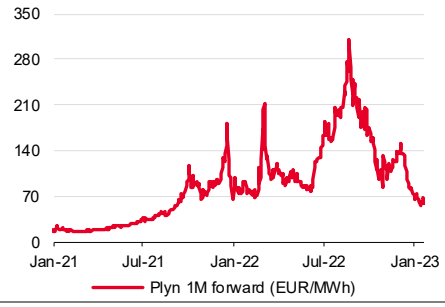
Jan Vejmělek
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

Máme za sebou rok 2022, který se do dějin zapíše černým písmem jako rok, kdy jsme na evropském kontinentě kvůli ruské agresi na Ukrajině čelili válečnému stavu. A to mělo samozřejmě i své ekonomické konsekvence. Významný dopad mělo rozpoutání války a následné ekonomické sankce ze strany západních zemí na ceny komodit, primárně těch energetických. Jejich dramatický vzestup jenom dále přilil do ohně vzlínajících inflačních tlaků. S blížící se zimou panovaly silné obavy ohledně fyzické a cenové dostupnosti klíčových surovin, hlavně plynu.

Ceny ropy



Ceny zemního plynu



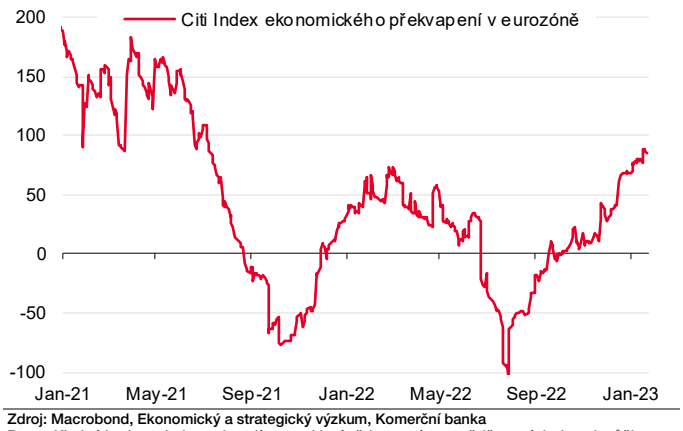
Ceny elektrické energie



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

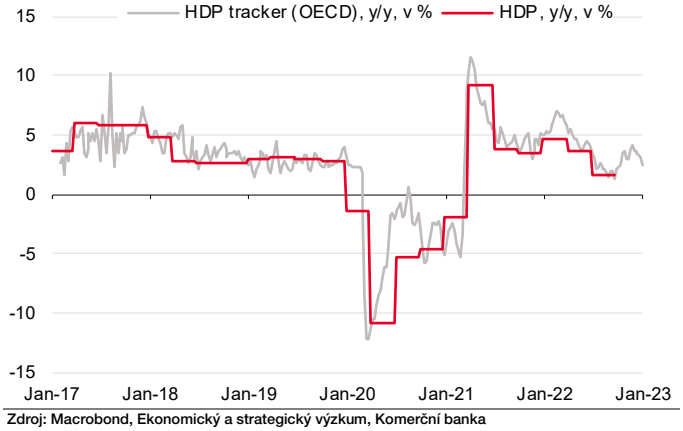
V úvodníku předchozího vydání *Ekonomických výhledů* s podtitulem *Česká ekonomika ztrácí energii*, jsme všem našim čtenářům přáli, ať kola českého hospodářství nezamrznou. A s odstupem čtvrtletí se zdá, že se toto přání vyplnilo. **Závěrečné tři měsíce loňského roku byly teplotně nadprůměrné**, jak potvrdila pro Českou republiku data ČHMÚ. A úplně stejně to zřejmě dopadlo i za leden letošního roku. Nezvykle teplé počasí ovšem nepanovalo pouze ve střední Evropě. Doposavad mírná zima je jedním z faktorů, které přispěly k otočení trendu vývoje na energetických trzích v kombinaci s úspornými opatřeními na straně evropských domácností i firem a solidní nabídkou z alternativních zdrojů. Ceny klíčových komodit se během ledna dostaly dokonce pod předválečné úrovně.

Ekonomické indikátory eurozóny příjemně překvapují



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Kladné hodnoty indexu ukazují na pozitivní překvapení ve zveřejňovaných datech vůči tržnímu konsensu, záporné hodnoty naopak na negativní překvapení.

OECD HDP tracker recesi v tuzemsku vůbec neindikuje



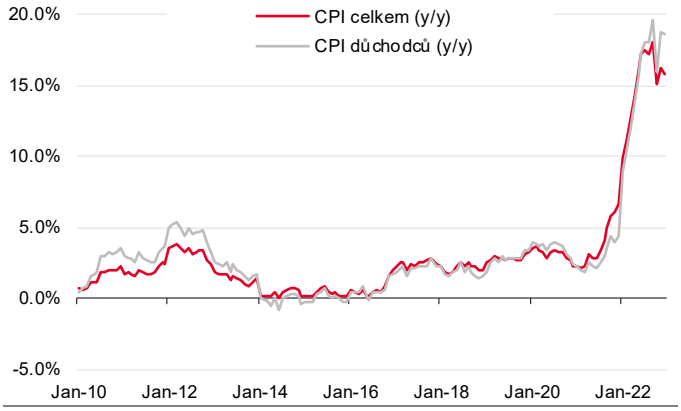
Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Tuzemské hospodářství skutečně ve druhé polovině loňského roku ztrácelo energii. Za třetí kvartál byl vykázán mezičtvrtletní reálný pokles o 0,2 %, za závěrečné čtvrtletí to podle našeho odhadu vypadá na pokles o 0,3 %. Zatím tak vše nasvědčuje tomu, že recese české ekonomiky bude skutečně pouze mělká. **A v průběhu letošního roku se již pravděpodobně můžeme těšit na postupné oživování ekonomické aktivity.** Jak už tomu tak v případě naší otevřené ekonomiky bývá, pomůže nám zahraničí. Nejenomže ekonomika eurozóny vůbec

do recese podle všeho nespadla, těsně se ji nakonec vyhnulo i pro nás klíčové Německo. A zveřejňované předstihové ekonomické indikátory z eurozóny navíc příjemně překvapují.

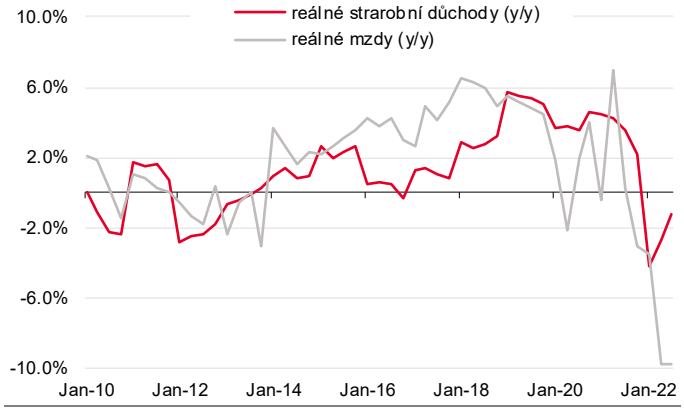
Loňský rok byl v Česku jednoznačně rokem inflace. Ta dosáhla v průměru 15,1 % a byla tak nejvyšší od roku 1993. Situace vyvolala diskusi o charakteru inflace z hlediska jejího zdroje, zda byla primárně poptávková či nabídková, což mělo zejména v souvislosti se změnou na postu guvernéra ČNB poměrně zásadní měnověpolitické implikace. S obměnou ve vedení centrální banky skočilo i zvyšování úrokových sazeb. Relevantní je i diskuse ohledně dopadu vysoké inflace na jednotlivé ekonomické subjekty. Tomuto tématu se v tomto vydání *Ekonomických výhledů* ve speciálním boxu věnuje Kevin Tran Nguyen. A výsledek je zřejmý, podniky byly dosud schopné přenášet vyšší náklady na své zákazníky. Ztráta kupní síly tak dopadá zejména na domácnosti. I zde ale rozdílnou měrou. Například přestože pro důchodce je míra inflace kvůli většímu poměrnému zastoupení drahých potravin a energií vyšší, díky valorizačním schématům byl v loňském roce pokles reálných starobních důchodů nevýznamný, a to zejména ve srovnání s propadem reálných mezd. Není tak divu, že spotřebitelská recese tu již dávno je. Spotřeba domácností klesá nepřetržitě od závěrečného čtvrtletí roku 2021.

I když je důchodcovská inflace vyšší, …



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

… pokles reálných příjmů je dramatičtější u zaměstnanců



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

Čeští spotřebitelé mají tendenci citlivě vnímat ekonomickou situaci. V dobách ekonomické expanze obvykle překonává důvěra spotřebitelů sentiment na straně podnikatelů, v dobách ekonomického útlumu je tomu přesně naopak. Tento vývoj má za uplynulý rok svoje opodstatnění. Jak již bylo zmíněno výše, a detailně to diskutujeme v boxu, firmám se vesměs dařilo přenášet rostoucí náklady do koncových cen. Současně však nedocházelo k odpovídajícímu růstu mezd a zaměstnancům tudíž rekordně klesala kupní síla výdělků a stejně tak i úspor. Spotřebitelská důvěra na přelomu roku atakovala nejnižší hodnoty od roku 1998.

Spotřebitelský sentiment na bodu mrazu



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ
Pozn.: Dlouhodobý průměr (2003-2021) = 100, sezónně očištěno.

I když letošní rok bude obtížný, k extrémnímu pesimismu důvod není. Tuzemská recese byla zřejmě pouze krátkodobou epizodou druhé poloviny loňského roku. Proto jsme jako titul tohoto vydání *Ekonomických výhledů* zvolili slogan *Recese už tu byla. A kdy?* I díky tomu se podle nás situace na trhu práce nijak dramaticky nezhorší ani v následujících měsících, zaměstnanost zůstane vysoká. Inflace kulminovala na počátku roku a je pouze otázkou času, kdy půjdou nejenom tržní, ale i měnově politické sazby dolů. Podle nás již ve druhé polovině roku.

Těšme se tedy na jaro. S ním by se měly vrásky na tvářích spotřebitelů začít vytrácet, a to nejenom kvůli delším slunečním dnům, ale i kvůli postupně se zlepšující ekonomické situaci. Pevně věřím, že zbylé zimní týdny Vám zpříjemní čtení *Ekonomických výhledů* Komerční banky!

Obsah

Vnější prostředí a předpoklady prognózy 6

Makroekonomická prognóza a měnová politika 10

Box: Inflační daň a její dopad na jednotlivé subjekty ekonomiky 15

Tabulka prognózy 22

Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy 23

Korunový devizový trh 29

Bankovní sektor 33

Klíčové ekonomické ukazatele 35

Upozornění 36

Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

Recesi se letos velké světové ekonomiky nejspíš vyhnou

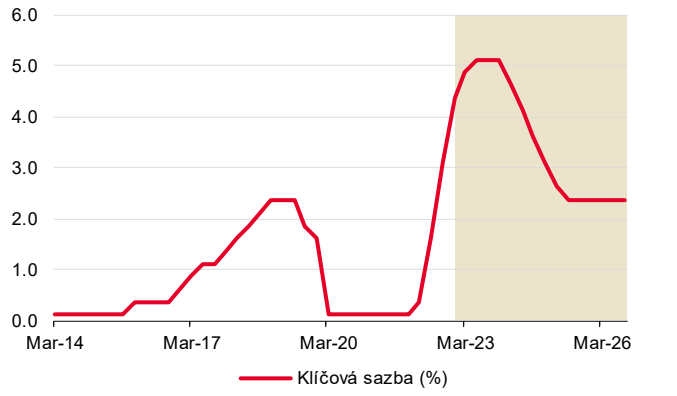
Inflace se na cíl americké ani evropské centrální banky letos nevrátí. Obě tak budou muset v utahování měnových podmínek pokračovat. V Americe by klíčová sazba měla vrcholit v květnu na úrovni 5,0-5,25 %, v eurozóně pak v červenci na 3,75 %. V obou případech finanční trhy podle našeho názoru kroky centrálních bank podceňují. Růst sazeb může být naopak ještě razantnější, než očekáváme my. Recesi se v letošním roce obě ekonomiky podle naší prognózy vyhnou. V Americe čekáme mělkou recesi až počátkem roku 2024.

USA: Trhy Fed podceňují

Klíčová sazba Fedu dosáhne vrcholu na úrovni 5,0-5,25 %, rizika se ale koncentrují ve směru ještě vyššího nárůstu.

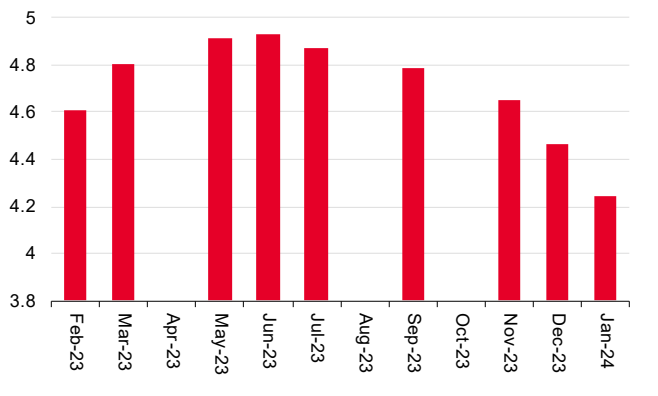
Americká centrální banka v prosinci zvýšila klíčovou úrokovou sazbu o 50 bb na 4,25-4,50 %. Nová projekce centrálních bankéřů zároveň implikuje další zvýšení v souhrnu o 75 bb, čímž by klíčová sazba dosáhla terminální úrovně 5-5,25 %. To je i v souladu s naší prognózou, která počítá s tím, že klíčová sazba se na tuto úroveň dostane v květnu letošního roku. Tržní očekávání se naproti tomu zastavila na pěti procentech. Navíc forwardové sazby ve svých cenách již zahrnují předpoklad, že by Fed měl ve druhé polovině letošního roku začít úrokové sazby snižovat. Na konci roku by již sazba měla být podle trhu zpět na 4,5 %. Tento předpoklad nicméně považujeme za neopodstatněný. Se snižováním úrokových sazeb ve své prognóze nepočítá ani samotná centrální banka. Ta naopak zdůrazňuje, že sazby budou muset na vyšší úrovni setrvat po delší období. Navíc, aby Fed mohl přistoupit k jejich snižování, musela by se inflace začít blížit ke 2-3 % y/y, popřípadě by musela hrozit hlubší recese. Takovéto signály zatím nicméně nepozorujeme. První snížení sazeb vidíme až v Q1 24. Na úroveň 2,25-2,50 % by se klíčová sazba měla dostat v polovině roku 2025.

Sazby Fedu budou podle nás vrcholit na 5,0-5,25 %



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Trh očekává snižování úrokových sazeb už v letošním roce

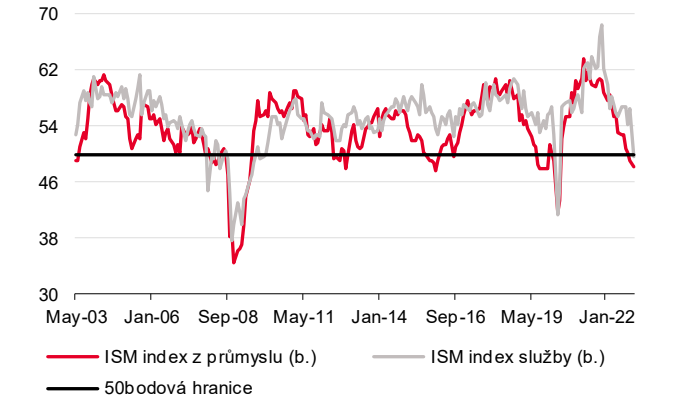


Zdroj: Bloomberg

Naše prognóza počítá s mírnou recesí ve Spojených státech až na počátku roku 2024. Americký HDP ve Q4 22 podle naše odhadu vzrostl v mezičtvrtletním anualizovaném vyjádření o 2,5 %, což by znamenalo, že jeho dynamika za celý rok byla vyšší, než jakou jsme původně očekávali (1,2 %). Předstihové indikátory se sice významně zhoršily a klesly pod 50bodovou hranici, stále se však podle nás nenacházejí v recesním teritoriu. Trh práce zůstává v USA velmi silný. Tempo růstu počtu nově vytvářených pracovních míst převyšuje tempo růstu pracovní síly. Sektory jako zdravotnictví, pohostinství, či zábava stále zaostávají s počtem pracovníků za úrovněmi z roku 2020 a hledají nové zaměstnance, aby se navrátily ke svému normálnímu výkonu. To následně přispívá k růstu mezd (za letošní rok očekáváme růst

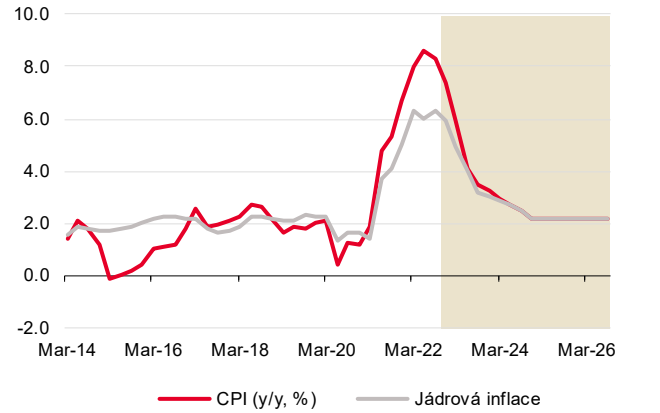
osobních příjmů v USA o 6 %) a přilévá tak oleje do inflačního ohně. Inflace v závěru loňského roku sice již zpomalila (z červnového maxima ve výši 9,1 % na 6,5 % y/y v prosinci), bylo to však především v důsledku poklesu cen ojetých automobilů a energií. Tyto kategorie ovšem nemají dostatečnou váhu na to, aby vyvážily rostoucí ceny nájemného (meziročně o 9 %, přičemž ke zpomalení inflace by byl třeba růst maximálně o 3-5 %).

ISM indexy pod padesátkou, v recesním teritoriu ale nejsou



Zdroj: Macrobond

Inflace se v USA vrátí na cíl nejdříve koncem roku 2024



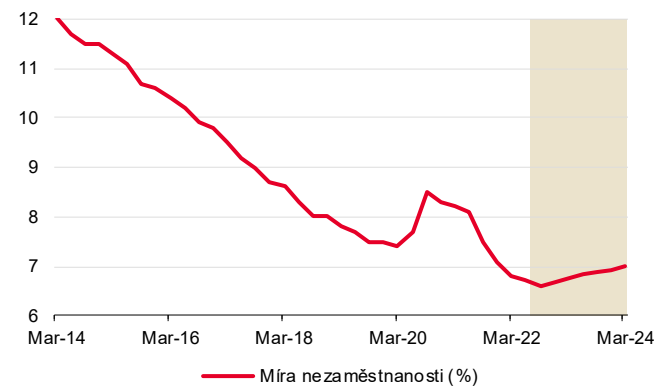
Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Eurozóna: recesi se zřejmě vyhne

Domácnosti těží z úspor i utaženého trhu práce.

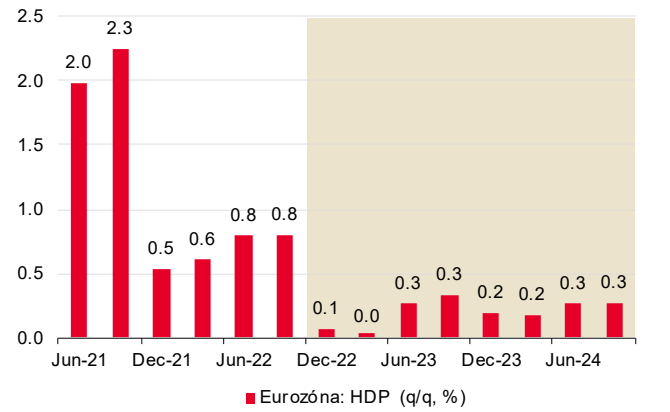
Ekonomika eurozóny v loňském roce prokázala solidní odolnost vůči energetickým a nákladovým šokům, když v prvních třech čtvrtletích rostla postupně o 0,6 %, 0,8 % a 0,3 % q/q. Domácnosti nadále těžily z nahromaděných pandemických úspor, vládní podpory a historicky nízké nezaměstnanosti (6,5 % v listopadu). Tyto faktory, i když v menší míře, by měly zůstat ve hře i letos, přičemž solidní růst nominálních mezd bude pokračovat (náš odhad pro letošní rok činí 4,5 %).

Míra nezaměstnanosti zůstává poblíž historických minim



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Eurozóna se recesi vyhne (HDP, q/q, %)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Míra nezaměstnanosti se sice letos pravděpodobně mírně zvýší (na 7,1 %), stále ale bude hluboko pod svou rovnovážnou úrovní (náš odhad NAIRU je 8,5 %). Podniky mezitím těží ze své silné schopnosti přenášet vyšší ceny vstupů na koncové zákazníky, což se pak odráží v jejich vysokých ziskových maržích. Ochota podniků investovat a nabírat nové zaměstnance tak přetrvává. Mizí také problémy se subdodávkami, což napomáhá k oživení v automobilovém průmyslu. Německá ekonomika, která ve Q4 22 mezičtvrtletně stagnovala,

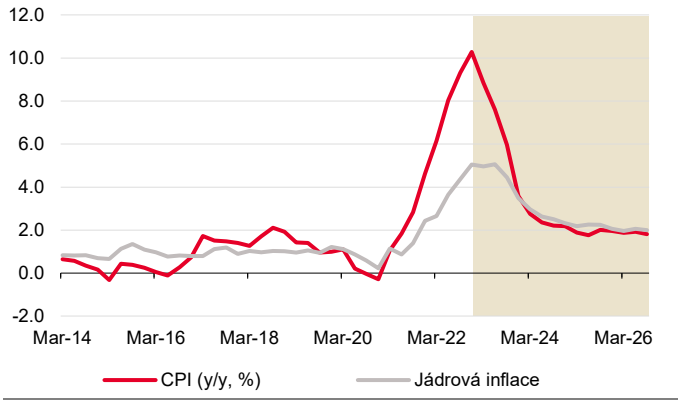
se také pravděpodobně nakonec vyhne recesi. Zatímco původně jsme čekali, že bude v celoročním vyjádření stagnovat, nyní očekáváme její mírný růst o 0,5 %.

Jádrová inflace zůstane v eurozóně nad pěti procenty i v následujících měsících.

Evropská centrální banka zvýšila v prosinci úrokové sazby o 50 bb tak, jak se očekávalo (depozitní sazbu na 2,0 % a repo sazbu na 2,5 %). Zároveň oznámila, že od března začne s kvantitativním utahováním ve výši 15 mld. EUR měsíčně. To je podle našeho názoru velmi umírněné tempo, což znamená, že ECB bude muset inflaci tlačit na nižší úrovně více prostřednictvím vyšších úrokových sazeb. Depozitní sazba by se tak v červenci letošního roku měla vyšplhat až na 3,75 %. V lednu a březnu očekáváme 50bodové zvýšení všech tří úrokových sazeb, v květnu, červnu a červenci pak již standardní 25bodové, přičemž v červenci by už měla růst pouze depozitní sazba.

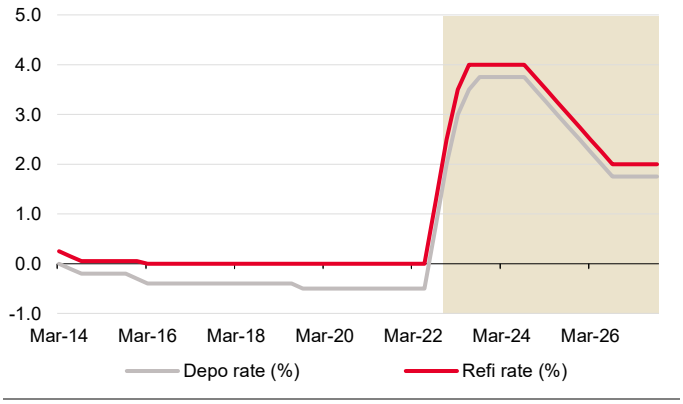
Rizika se ovšem koncentrují ve směru ještě razantnějšího utažení měnových podmínek skrze úrokový kanál. Vše bude záležet na dalším vývoji inflace, která sice již zřejmě v říjnu loňského roku dosáhla svého vrcholu na úrovni 10,7 % y/y, zpomalovat bude ale jen pozvolna. Jádrová inflace se bude podle naší prognózy pohybovat kolem 5 % celé první pololetí letošního roku, přičemž podstatně nad 2 % se bude držet až do konce roku 2024. Se snižováním úrokových sazeb tak ECB nebude moci začít dříve, než si bude jistá, že se inflace v horizontu zhruba jednoho roku udrží poblíž inflačního cíle. První snižování sazeb očekáváme až na konci roku 2024.

Inflace v eurozóně za vrcholem (%, y/y, čtvrtletní průměry)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

ECB bude ve zvyšování sazeb pokračovat (%)



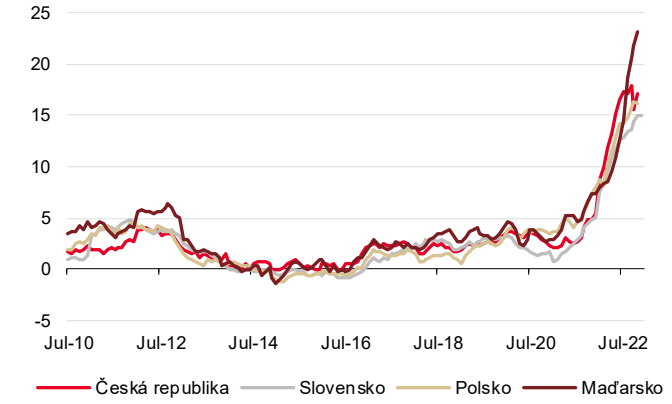
Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Středoevropský region: sazby už nahoru nepůjdou

Maďarská ani polská centrální banka podle nás už sazby dále zvyšovat nebude.

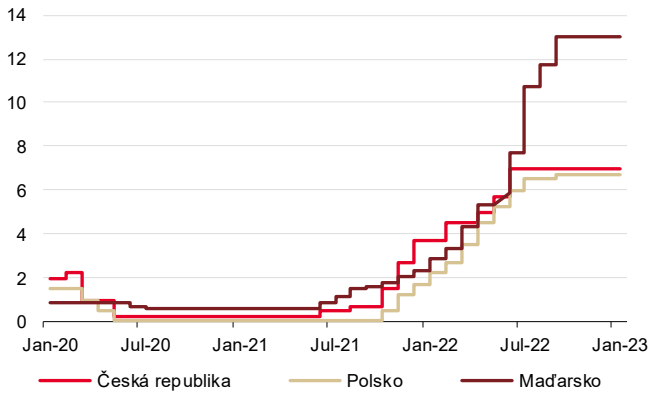
Inflace v regionu se již blíží svému vrcholu. Polská inflace v prosinci překvapila zpomalením na 16,6 % y/y, když trh čekal, že zůstane zhruba na listopadové úrovni (17,5 % y/y). V lednu a únoru inflace v Polsku pravděpodobně ještě stoupne, přes dvacetiprocentní úroveň se už ale zřejmě nedostane. Centrální banka, jejíž většina v čele s guvernérem Glapinskym zůstává holubičí, tak podle našeho názoru již ponechá sazby beze změny na současných 6,75 %. První snížení sazeb (o 50 bb) pak očekáváme v říjnu. Se sazbami v nejbližším období nebude zřejmě hýbat ani maďarská centrální banka. V důsledku odstranění stropu na ceny pohonných hmot inflace v prosinci akcelerovala z listopadových 22,5 % na 26,0 % y/y. Inflace v Maďarsku pravděpodobně v prvních měsících letošního roku ještě dále mírně zrychlí, takže předpokládáme, že centrální banka bude O/N depozitní facilitu nadále držet na současné vysoké úrovni 18 %. Stejně tak základní 3M depozitní sazba podle našeho odhadu zůstane na současných 13 %, kam se ve druhém pololetí letošního roku podle naší prognózy vrátí i O/N sazba.

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



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zvyšování úrokových sazeb je u konce (klíčové sazby, %)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Makroekonomická prognóza a měnová politika

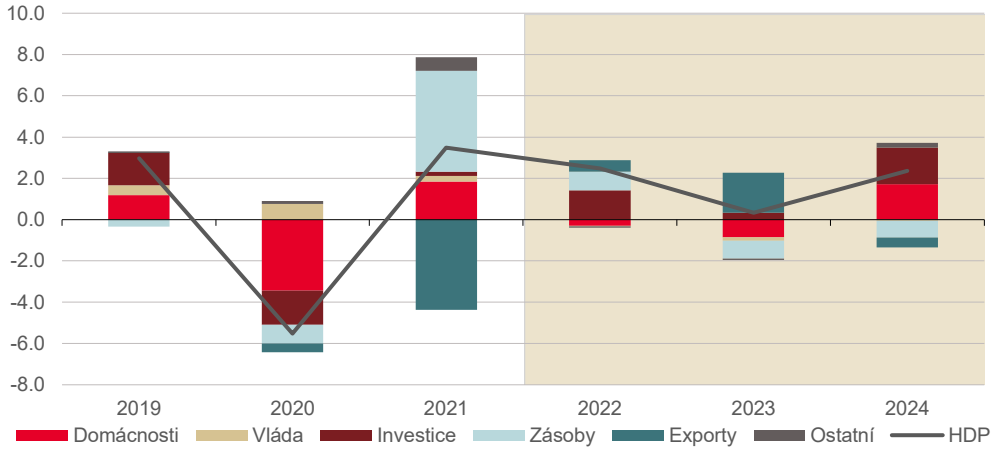


Martin Gürtler
(420) 222 008 509
martin_gurtler@kb.cz

Mělká a krátká recese je za námi

Česká ekonomika ve druhém loňském pololetí podle našeho odhadu klesla o 0,5 %. V letošním roce již očekáváme postupné obnovení hospodářského růstu. Recese tedy podle nás byla ryze technického rázu, způsobená především klesající tuzemskou poptávkou. Trh práce tak zůstane nadále napjatý s jen nepatrným nárůstem nezaměstnanosti. To přispěje k vyšší dynamice nominálních mezd. Kupní sílu domácností bude ale i letos snižovat vysoká inflace, která pravděpodobně neklesne pod 10 % y/y. Ke dvouprocentnímu cíli se přiblíží až v roce 2024. ČNB už sazby dále nezvýší, naopak se blíží počátek jejich opětovného snižování.

Letos očekáváme růst ekonomiky pouze o 0,3 %, příští rok pak jeho zrychlení na 2,4 % (%, y/y)



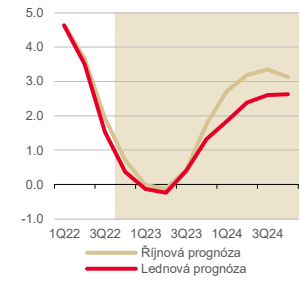
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní změny

HDP:
Ekonomika letos podle nás vzroste o pouhá 0,3 %, což je oproti minulé prognóze (0,5 %) ještě o něco méně. Dobrou zprávou ale je, že recesi, která byla mělká a krátká, máme již pravděpodobně za sebou. V průběhu letošního roku by mělo docházet k postupnému oživení, které by se mělo promítnout ve vyšším růstu HDP v příštím roce. Ten odhadujeme ve výši 2,4 %, což je ale i tak oproti minulé prognóze (3,1 %) slabší tempo.

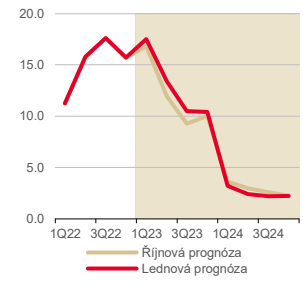
Inflace:
Odhad letošní inflace jsme zvýšili z 12,0 % na 12,9 %. To je ovlivněno očekávaným výraznějším nárůstem cen energií. V příštím roce již zdražování energií odezní a ke zmírnění růstové dynamiky by mělo dojít i v ostatních složkách inflace. Ta by tak měla výrazně klesnout na průměrných 2,5 %, což je nepatrně méně, než jsme předpovídali o kvartál dříve (2,8 %).

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

Technická recese pominula, následovat bude pozvolné oživení ekonomiky

Nižší spotřeba domácností se ve třetím čtvrtletí loňského roku podepsala na mezičtvrtletním poklesu české ekonomiky. HDP oproti druhému čtvrtletí klesl o 0,2 %, což byl ve srovnání s naší poslední prognózou nepatrně horší vývoj. Původně jsme očekávali mezičtvrtletní stagnaci ekonomiky. Vlivem vysoké inflace a s tím souvisejícího poklesu reálných mezd, stejně tak i v důsledku zvýšené ekonomické nejistoty spojené nejdříve s pandemií a poté s válkou na Ukrajině, se útraty domácností snižovaly již čtvrté čtvrtletí v řadě. Zatímco v nominálním vyjádření byly ve Q3 22 meziročně vyšší o 12,4 %, po odečtení vlivu rostoucích cen za stejné období klesly o 5,7 %. V reálném vyjádření se tak spotřeba domácností dostala na úroveň začátku roku 2021 a ve srovnání s předpandemickým Q4 19 byla dokonce o 6 % nižší. Strmý propad spotřebitelských výdajů však ve Q3 22 vyvažoval kladný příspěvek čistého vývozu k mezičtvrtletní dynamice HDP. Ten souvisel s oživením průmyslové produkce, kterému pomohlo částečné obnovení dodávek výrobních vstupů. K nárůstu výroby došlo zejména v automobilovém průmyslu.

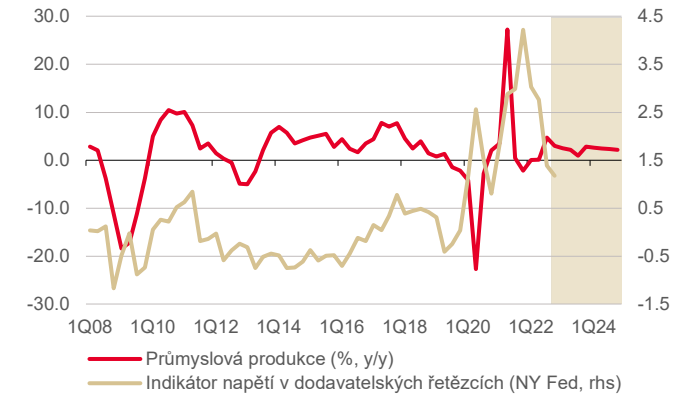
Ve druhé polovině loňského roku se ekonomika podle našeho odhadu nacházela v mělké a krátké recesi. Pro Q4 22 očekáváme pokles HDP o 0,3 % q/q. Dva po sobě jdoucí mezičtvrtletní poklesy by tak naplňovaly definici technické recese. Pokračující snižování ekonomické výkonnosti podle nás nadále souviselo především s negativním vývojem spotřeby domácností. Po jejím poklesu o 3,2 % q/q ve Q3 22 čekáme pro Q4 snížení o 1,4 % q/q. Rychlý růst cen a zvýšená nejistota, tedy stejné faktory jako v případě domácností, pak pravděpodobně negativně ovlivnily i vývoj fixních investic. Ty by se tak ve výsledku snižovaly po celé druhé pololetí loňského roku. Pozitivně by měl naopak působit další nárůst

průmyslové produkce. Poptávka po průmyslovém zboží sice klesá, podniky však stále disponují větším počtem nevyřízených objednávek z předchozích měsíců. Ty nemohly být realizovány kvůli chybějícím součástkám. Situace v dodavatelských řetězcích se ale vylepšila natolik, že omezení ve formě nedostatku materiálu je pro podniky stále méně limitující. Podle ukazatele od newyorského Fedu je napětí v dodavatelských řetězcích nejmenší za poslední zhruba dva roky. Struktura hospodářského vývoje tak byla na konci loňského roku pravděpodobně obdobná té o čtvrtletí dříve. Vyšší čistý vývoz z velké části kompenzoval pokles tuzemské poptávky.

Mělkou recesi, která byla způsobená především poklesem spotřebitelské poptávky, má již podle nás ekonomika za sebou. V průběhu letošního roku očekáváme postupné oživení hospodářského růstu.

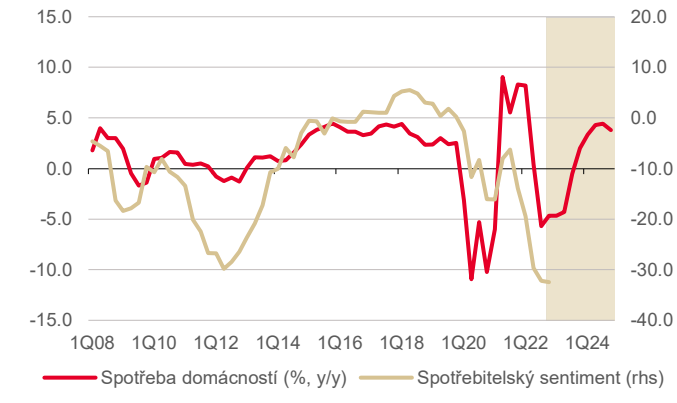
Recesi letos vystřídá pozvolné oživení hospodářského růstu. Ekonomika má stále co dohánět, ještě se totiž ani nedostala na předpandemickou úroveň. Vůči té v loňském třetím čtvrtletí zaostávala o zhruba 0,6 %. Po celý letošní rok by podle nás měl pokračovat růst průmyslové produkce. Pozitivní vliv doběhu realizace předchozích zakázek by tak měl zůstat – alespoň pro několik nejbližších měsíců – silnější než negativní efekt plynoucí z nižšího stavu těch nově vytvořených. Přetrvávající vysoký stav rozpracovaného zboží v národním účetnictví nadále indikuje vysoká úroveň zásob. Pro vývozně orientovaný průmysl je navíc dobrou zprávou optimistický výhled zahraniční poptávky. Podle našich vnějších předpokladů prognózy by se recesi měla vyhnout nejen ekonomika eurozóny jako celku, ale nakonec i ekonomika pro ČR nejvýznamnějšího obchodního partnera, tedy Německa. Vzpruhou pro energeticky náročná průmyslová odvětví by pak měla být výrazná korekce cen na velkoobchodních energetických trzích. Jak elektřina, tak i zemní plyn se na začátku letošního roku obchodovaly za předválečné ceny. Elektřina na velkoobchodních trzích stála zhruba 120 EUR/MWh a plyn přibližně 60 EUR/MWh. To je v obou případech nejméně od podzimu 2021. Se zpomalujícím růstem spotřebitelských cen a zrychlující dynamikou mezd, stejně tak i vlivem uklidnění situace kolem fyzické a cenové dostupnosti energií, v letošním roce očekáváme nejprve zastavení poklesu a poté postupné obnovení růstu domácí poptávky. Týkat by se to mělo spotřeby domácností i fixních investic. Spotřebitelský sentiment již dále neklesá, i nadále se však pohybuje na velmi nízkých úrovních. V letošním prvním čtvrtletí čekáme růst HDP o 0,1 % q/q, v tom druhém pak jeho mírné zrychlení na 0,2 % q/q. První polovina roku tak ještě zůstane ve znamení poměrně slabého výkonu ekonomiky.

Problémy v dodavatelských řetězcích se významně zmírnily



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

Spotřeba domácností by se měla postupně obnovit



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ekonomika dosáhne předpandemické úrovně konce roku 2019 až v letošním posledním čtvrtletí.

Letos podle naší prognózy tuzemská ekonomika vzroste o pouhá 0,3 %, aby v příštím roce její růst zrychlil na 2,4 %. Ve srovnání s minulou prognózou je letošní růst mírně nižší (0,3 % vs 0,5 %), zatímco pro příští rok výrazně nižší (2,4 % vs 3,1 %). Hloubka a délka recese ekonomiky zůstaly v naší prognóze beze změny (trvající dvě čtvrtletí a znamenající snížení HDP v souhrnu o 0,5 %), hospodářský pokles však oproti našim původním předpokladům přišel o čtvrtletí dříve. Tempo námi očekávaného oživení v letošní roce je oproti předešlé prognóze pozvolnější. Změny prognózy HDP souvisí především se slabším výhledem spotřeby

domácností. Ten je ale významně ovlivněn již jejím poklesem ve Q3 22, který byl oproti naší minulé prognóze výrazně silnější. Za celý letošní rok by měla spotřeba domácností podle nás klesnout o 1,9 %, v příštím roce naopak vzrůst o 4,0 %. Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP očekáváme letos výrazně kladný, zatímco v roce příštím mírně záporný. Tento obrat bude ovlivněn postupným vyčerpáním efektu dobíhání průmyslové produkce v kombinaci s oživením domácí poptávky, která se bude postupně přelévat do vyššího dovozu. Fixní investice se podle nás v letošním roce zvýší jen nepatrně (o 1,2 %), rychleji porostou až v tom příštím (o 6,4 %). Pomoci by k tomu mělo čerpání fondů EU, v němž ČR dosud zaostává za plánem. Dosažení předpandemické úrovně HDP ze Q4 19 se v prognóze opět o jeden kvartál odsouvá, a to až na poslední čtvrtletí letošního roku.

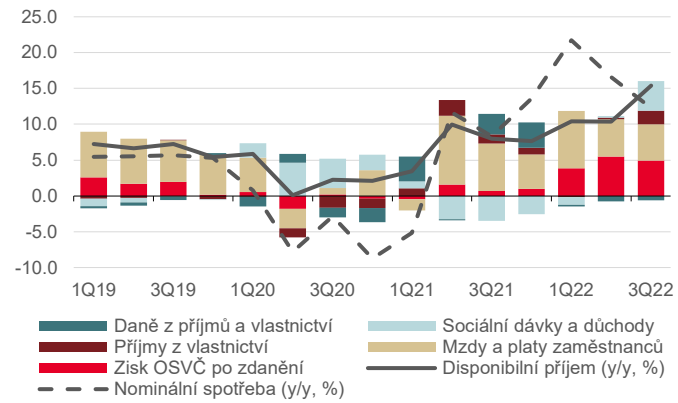
Rizikem naší prognózy HDP je především možný horší hospodářský vývoj v zahraničí či pokračující rychlý pokles tuzemské spotřeby. Možné přerušení dodávek plynu sice zůstává rizikem, jeho význam se však snížil. Přispívá k tomu vysoká naplněnost plynových zásobníků i dodávky z alternativních zdrojů, stejně tak i dosud mírný průběh zimy.

Nízká nezaměstnanost přetrvá a růst mezd zrychlí

Trh práce zůstane navzdory technické recesi ekonomiky utažený. To přispěje k vyšší dynamice nominálních mezd, na pokrytí inflace to ale ani letos stačit nebude.

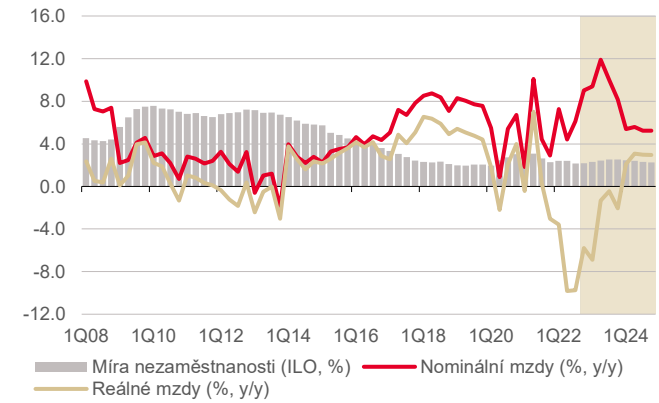
Míra nezaměstnanosti zůstává na velmi nízkých úrovních a napětí na trhu práce tudíž přetrvává. Jak obecná míra nezaměstnanosti, tak i podíl nezaměstnaných osob se vrátily do blízkosti předpandemických, a tedy rekordně nízkých úrovní. Počet volných pracovních míst se sice v předešlých měsících snížil, stále ale převyšuje počet nezaměstnaných registrovaných na úřadech práce. Napjaté jsou i trhy práce v okolních zemích, když míra nezaměstnanosti v eurozóně klesla na nejnižší úroveň v celé její historii. To může zejména v případě kvalifikovanějších profesí ještě zesílit poptávku po tuzemských zaměstnancích. Námi očekávaná mělká a krátká recese podle nás se zpožděním přinese jen drobný nárůst nezaměstnanosti, v případě obecné míry nezaměstnanosti ze současné úrovně poblíž 2 % ke 2,5 %. To je méně, něž jsme čekali v předchozí prognóze. Přispívá k tomu i oproti očekávání nižší míra nezaměstnanosti v uplynulých měsících. S opětovným růstem ekonomiky by mělo postupně dojít také k obnovení mírného růstu zaměstnanosti.

Důchody a sociální dávky podpořily růst disponibilních příjmů



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Reálné mzdy budou kvůli vysoké inflaci klesat i letos



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Průměrná nominální mzda v letošním roce podle našeho odhadu vzroste o 9,9 % a v příštím roce o 5,4 %. Závěr loňského roku byl podle předstihových indikátorů ve znamení silnější mzdové dynamiky. Řada podniků se rozhodla, že zaměstnancům bude kompenzovat alespoň část poklesu reálných mezd kvůli vysoké inflaci, ať už formou mimořádných odměn či vyšších tarifů. Ke zvýšení mezd došlo na podzim také u části zaměstnanců veřejného sektoru. Podle našeho odhadu tak meziroční růst průměrné nominální mzdy v posledním loňském čtvrtletí zrychlil z 6,1 % na 9,0 % a za celý loňský rok činil 6,7 %. To však zdaleka nestačilo na loňskou inflaci ve výši 15,1 % a reálně tak mzdy v roce 2022 pravděpodobně propadly

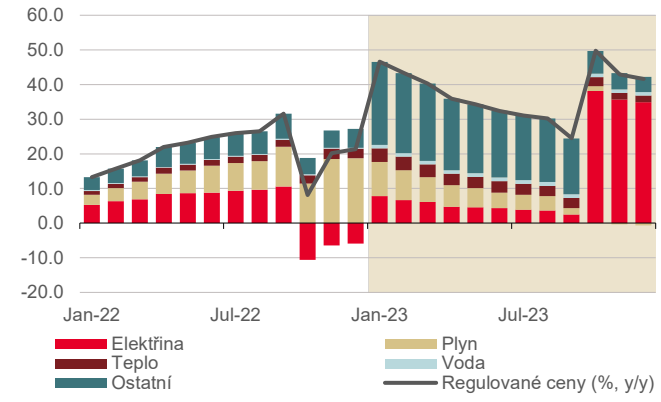
o výrazných 7,2 %. Napjatý trh práce a hluboký loňský propad reálných mezd by podle naší prognózy měly podpořit další akceleraci nominálních mezd v letošním roce, kdy očekáváme jejich zvýšení v průměru o 9,9 %. Ve srovnání s minulou prognózou (+12,2 %) se jedná o mírně nižší dynamiku. Prognózu pro příští rok jsme ale naopak zvýšili ze +4,2 % na +5,4 %. Vyšší růst průměrné nominální mzdy tak podle našeho aktuálního výhledu bude více rozprostřen v čase. Ke zrychlující dynamice mezd by měla přispívat rovněž dobrá finanční situace firem, a také skutečnost, že zaměstnanci byli dosud hlavním nositelem inflační zátěže (tomuto tématu se věnujeme více v níže uvedeném boxu). V reálném vyjádření letos mzdy pravděpodobně zaznamenají další pokles, a to podle našeho odhadu ve výši 2,7 %, před obnovením mírného růstu v příštím roce. Se zmírňováním inflace a vyšší mzdovou dynamikou by však v mezičtvrtletním vyjádření mohly reálné mzdy růst již od druhé poloviny letošního roku. I tento faktor by měl přispět nejprve ke stabilizaci a poté mírnému růstu spotřeby domácností. Ta by měla těžit i z poměrně silné dynamiky disponibilních příjmů, které ve Q3 22 rostly meziročně o 15,4 %, tedy výrazně více než mzdy. Důvodem je rychlé zvyšování objemu vyplacených starobních důchodů a sociálních dávek. Míra úspor i přes snižující se kupní sílu domácností nadále zůstává zvýšená nad 15 %, zatímco před pandemií byla obvyklá úroveň kolem 10 %.

V letošním roce zůstane inflace ještě dvouciferná

Meziroční inflace v důsledku odeznění efektu úsporného tarifu a dalšího zdražení energií v lednu zrychlí k 19 % a ještě na konci letošního roku se bude pohybovat kolem 10 %.

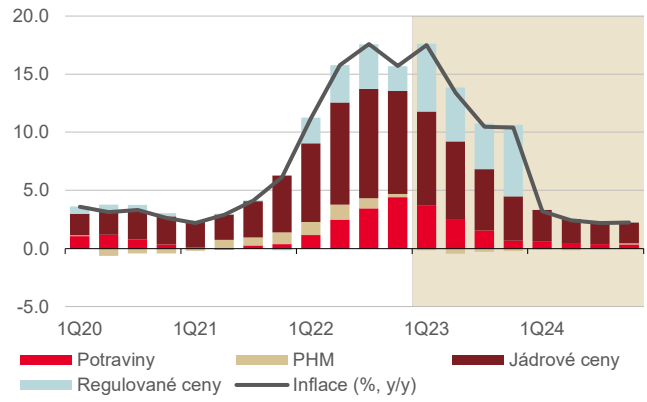
Vývoj spotřebitelských cen ve Q4 22 odpovídal naší prognóze. Inflace klesla na průměrných 15,7 % y/y, což bylo plně v souladu s naším očekáváním. K poklesu meziroční inflace z jejího dosavadního zářijového vrcholu ve výši 18 % přispělo zohlednění vládou zavedeného úsporného tarifu, který domácnostem výrazně snížil zálohy na spotřebu elektrické energie (více jsme k tomu tématu psali zde: https://bit.ly/3yvsJny). Směrem dolů meziroční inflaci rovněž tlačilo zpomalení růstu cen pohonných hmot. V tom se odrážela jednak vyšší srovnávací základna, stejně tak ale i faktický pokles cen surové ropy v důsledku silné korekce na komoditních trzích. Jádrová inflace naproti tomu zůstala výrazná, a to i přes její drobné snížení mírně nad 13 % y/y. Růst cen potravin pak dokonce ještě dále zrychlil nad 20 % y/y.

Růst regulovaných cen letos ještě zrychlí



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Inflace zůstane kvůli regulovaným cenám zvýšená



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V lednu inflace podle nás zrychlí k 19 % y/y, když bude působit odeznění efektu úsporného tarifu a další růst cen energií. Oproti našemu původnímu odhadu tak bude inflace na začátku letošního roku pravděpodobně vyšší. Významnou měrou se na tomto přehodnocení podílí ohlášené výrazné zdražení dodávek tepla a vody, které by se podle našich odhadů mohlo v obou případech pohybovat kolem 20 % m/m. Meziměsíční nárůst průměrné ceny elektřiny, která se začátkem roku zřejmě dostane na vládou stanovený stop, by pak mohl činit zhruba 125 % (kombinace odeznění úsporného tarifu a dalšího zdražení silové složky elektřiny). Nad stropem se ke konci loňského roku podle nás naopak již nacházela cena plynu, která v předešlých měsících svižně rostla. Se zavedením cenových

stropů by tak v lednu mohlo dojít v případě plynu k jeho mírnému zlevnění. Razantní zdražení energií jako celku se promítne ve výrazném růstu celé skupiny regulovaných cen, které se podle naší prognózy letos zvýší v průměru o 37,3 % a jejich podíl na tuzemské inflaci bude v průběhu roku postupně narůstat. Loni v prosinci se náklady spojené bydlením, zahrnující právě i energie, podílely na celkové meziroční inflaci přibližně z třetiny.

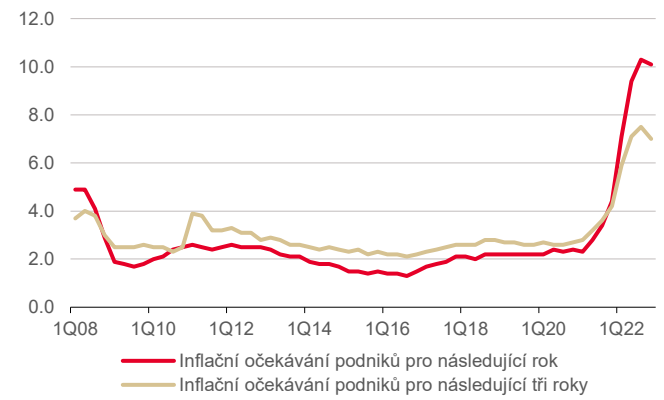
Po loňských 15,1 % bude letos inflace v průměru činit 12,9 %. Příští rok by již mělo dojít k jejímu významnému snížení na průměrných 2,5 %.

Letos očekáváme inflaci v průměrné výši 12,9 % a pro příští rok již její výrazné zpomalení na 2,5 %. Letošní odhad je tak oproti naší předchozí prognóze (12,0 %) mírně vyšší, zatímco ten pro příští rok naopak nepatrně nižší (minule jsme čekali 2,8 %). Letošní leden by měl být vrcholem současné inflační vlny, poté by už mělo docházet ke zmírňování meziročního růstu spotřebitelských cen. Významně na to bude působit vyšší srovnávací základna u pohonných hmot a jádrové inflace. Ta by měla v důsledku slabé poptávky postupně slábnout. Její další vývoj je ale ze všech složek nejvíce nejistý, a to hlavně s ohledem na míru tradičního lednového přecenění, která v podstatě nastaví výši meziroční jádrové inflace pro zbytek roku. Na konci roku 2023 by podle naší prognózy měla jádrová inflace činit zhruba 6 % y/y. Zmírňovat by se měl i růst cen potravin. Po lednovém nárůstu očekáváme po zbytek prvního letošního pololetí zpomalování také celkové meziroční inflace. Její pokles se však ve druhém pololetí podle naší prognózy zastaví a po celé toto období pravděpodobně zůstane kolem 10 % y/y. Důvodem bude nižší srovnávací základna ze Q4 22 související s dopady úsporného tarifu na cenu elektřiny. Až tento vliv pomine, tak by celková inflace měla na začátku roku 2024 zásadně klesnout a v jeho prvním čtvrtletí se pohybovat na průměrných zhruba 3 % y/y. Návrat do blízkosti dvouprocentního cíle očekáváme podobně jako v minulé prognóze až ve druhé polovině příštího roku. Rizika naší prognózy inflace vnímáme jako vyrovnaná. Jak již bylo uvedeno výše, největší nejistota panuje kolem lednového přecenění. V tom se na jedné straně může promítnout výrazné zdražení energií, na té druhé by ale růst cen mohl být brzděn pozorovaným poklesem poptávky. Velmi nejistý je také další vývoj cen energií. V důsledku toho jsme v naší prognóze přijali zjednodušující předpoklad, že po lednovém zvýšení zůstanou ve zbytku prognostického horizontu regulované ceny beze změny.

Dalšího růstu úrokových sazeb ČNB se už neobáváme

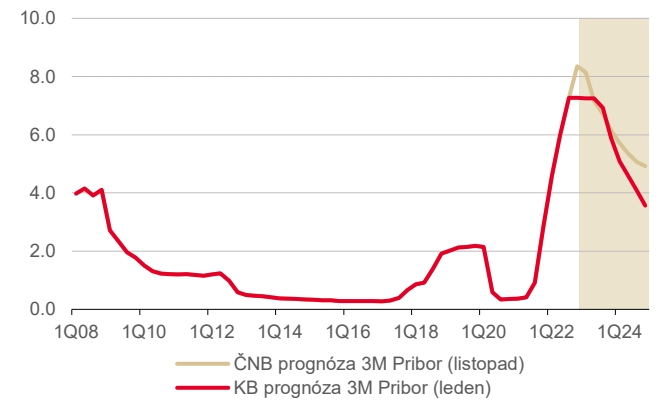
Očekáváme, že základní repo sazba centrální banky zůstane na současných 7 % až do letošního srpna a poté by již mohlo docházet k jejímu pozvolnému poklesu. Na konci letošního roku odhadujeme repo sazbu na úrovni 5 % a politicky neutrálních 3 % by měla dosáhnout v závěru roku 2024. Prognóza sazeb ČNB tak zůstává oproti té minulé beze změny. Počátek snižování sazeb je však spojen s velkou mírou nejistoty, když bude podle nás záviset na vývoji tuzemské ekonomiky a inflace, případně i politice zahraničních centrálních bank.

Inflační očekávání podniků zůstávají vysoko (%)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Úrokové sazby ČNB již dosáhly svého vrcholu (%)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

ČNB podle nás ponechá repo sazbu na současných 7 % do letošního srpna, kdy by mohla začít postupně klesat až na politicky neutrální hladinu 3 % na konci roku 2024.

Rizika naší prognózy úrokových sazeb ČNB hodnotíme jako zhruba vyrovnaná, zatímco minule jsme zdůrazňovali spíše riziko jejich dalšího možného růstu. Důvodem je zejména dosavadní vyčkávací politika bankovní rady, která již podle nás promeškala ideální chvíli pro další zvýšení sazeb, a tedy zároveň i pro dřívější návrat inflace ke dvouprocentnímu cíli. Další zvyšování úrokových sazeb by se kvůli zpoždění v působení měnové politiky (1-1,5 roku) již mohlo minout účinkem, neboť by se promítlo ve vývoji spotřebitelských cen až zhruba v polovině příštího roku. V tu dobu by se však, pokud nedojde k působení dalších nepředvídatelných šoků, již měla inflace podle naší prognózy nacházet, a to i bez dalšího zvýšení sazeb, v tolerančním pásmu centrální banky. Odhodlání holubičí bankovní rady ke snižování úrokových sazeb by mohla podpořit nová prognóza centrální banky zveřejněná začátkem února či pravděpodobný počátek globálně pozorovaného dezinflačního trendu. Zatímco dalšímu zvyšování sazeb se bankovní rada doposavad poměrně bránila, směrem dolů by takový ostych podle našeho názoru mít nemusela. Riziky ve směru vyšších úrokových sazeb či spíše jejich stability po delší dobu pro naši prognózu zůstávají odkotvená inflační očekávání a zrychlující dynamika mezd. Nefinanční podniky podle prosincového šetření ČNB očekávají v horizontu jednoho roku inflaci ve výši 10,1 % y/y a v horizontu tří let na úrovni 7,0 % y/y. Oproti zářijovému průzkumu (10,3 % pro 1 rok a 7,5 % pro 3 roky) je to sice nepatrně méně, stále ale vysoko nad dvouprocentním inflačním cílem. Celkově lze nicméně uvést, že s každým dalším měsícem stabilních úrokových sazeb šance na to, že ještě dále vzrostou, významně klesá. V naší prognóze zároveň předpokládáme, že ČNB bude v případě potřeby pokračovat v intervencích proti nadměrnému oslabení koruny, přestože na přelomu roku vývoj na devizovém trhu její fyzickou přítomnost nevyžadoval.

Box: Inflační daň a její dopad na jednotlivé subjekty ekonomiky

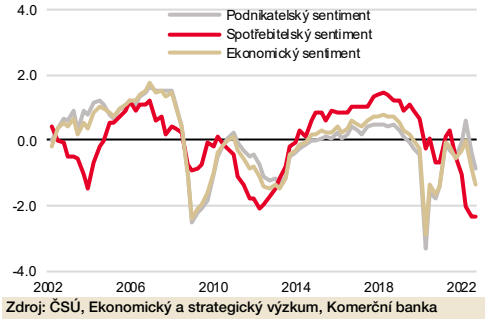
Tuzemská ekonomika se vloni potýkala s bezprecedentním inflačním šokem, na který ČNB vpředhledícně zareagovala prvním zvýšením úrokových sazeb již v červnu 2021, aby se cyklus utahování měnové politiky zastavil v srpnu loňského roku. V tomto boxu se chceme zaměřit na analýzu charakteru inflačního zatížení a zároveň souvisejících dopadů restriktivní měnové politiky na různé sektory ekonomiky.

Prostředí vysoké inflace, zesílené prudkým nárůstem cen energií, vedlo v loňském roce k propadu tuzemské spotřebitelské důvěry na historická minima. Naproti tomu podnikatelský sentiment zůstal v porovnání s dlouhodobými průměry blízko relativně příznivých úrovní, přestože v H2 22 již postupně klesal. Spotřeba domácností od Q4 21 mezičtvrtletně klesá, což tvrdě dopadá na oblast obchodu. Na druhou stranu zejména oblasti průmyslu a služeb zůstaly odolné a významně přispěly k růstu ekonomiky. Pomohlo odeznívání problémů v dodavatelských řetězcích, resp. oživení ekonomiky v H1 22 po pandemických uzavírkách.

Vysoká inflace, která vloni dosáhla v průměru 15,1 %, si vybrala značnou daň na finanční situaci domácností. Rostoucí životní náklady donutily domácnosti sáhnout do svých nadměrných úspor nabytých během pandemie. To spolu s expanzivní fiskální politikou pravděpodobně výrazně tlumilo dopady vysoké inflace. Reálné mzdy se mezitím v Q3 22 meziročně propadly o 9,8 %, když nominální růst mezd o 6,1 % zdaleka nestačil na pokrytí inflace. Podobně se kupní síla vkladů domácností v reálném vyjádření vrátila až na úroveň před pandemií. Od Q2 21, kdy byla jejich kupní síla nejsilnější, se z bankovních vkladů domácností vypařilo více než 380 mld. CZK ve stálých cenách roku 2015. V nominálním vyjádření se poměr vkladů domácností k HDP snížil o téměř 5 pb oproti vrcholu zaznamenaného v Q1 21, který ilustroval zmíněnou akumulaci úspor během pandemie. Navíc i likvidita těchto přebytečných úspor se mírně zhoršila, když domácností začaly přesouvat prostředky na termínované vklady a do jiných investičních nástrojů ve snaze využít vyšších úrokových sazeb a při hledání výnosů. Údaje za Q3 22 ukazují, že míra úspor domácností zůstává v porovnání s historickými hodnotami nadále vysoká. K tomu přispěl rychlejší a nadále

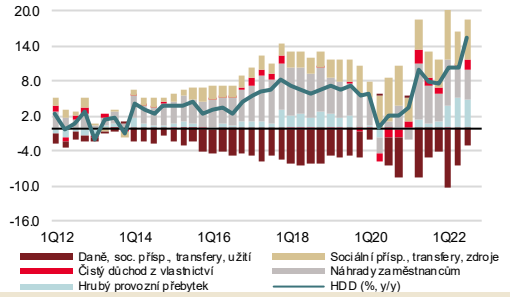
silný růst nominálního hrubého disponibilního důchodu (NHDD) o více než 15 % y/y, s rostoucím příspěvkem zejména sociálních dávek a důchodů a také příjmů ze samostatné výdělečné činnosti, kde však působila i nižší srovnávací základna. Zatímco náhrady zaměstnancům vzrostly meziročně v porovnání s přechozími složkami s dvouciferným meziročním růstem jen o 6 %, tedy stejně jako o čtvrtletí dříve.

Rozdíl mezi spotřebitelskou a podnikatelskou důvěrou je značný (standardizované skóre)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

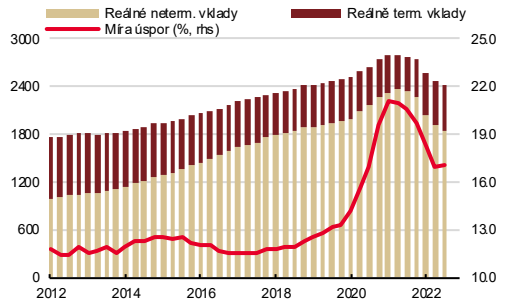
Důchody a sociální dávky výrazně přispěly k růstu NHDD (příspěvky v pb, % y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: HDD (hrubý disponibilní důchod) a jeho složky jsou v nominálním vyjádření

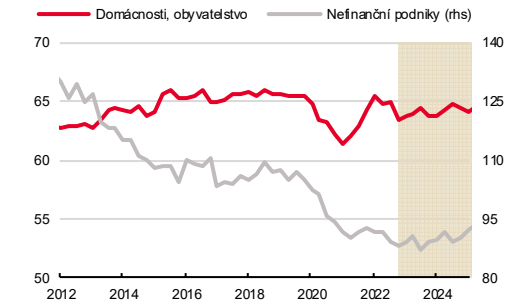
Tíha inflace dopadá zvláště silně na domácnosti vzhledem k jejich převisu vkladů nad úvěry, který se ještě zintenzivnil s přebytečnými úsporami a s tím, jak úvěrová aktivita výrazně zpomalila, zejména v H2 22. Očekáváme, že zůstane potlačena i po většinu letošního roku. Pro srovnání, v rámci statistik bankovního sektoru, vklady nefinančních podniků (NFP) začaly převyšovat úvěry teprve nedávno (od roku 2020). Přestože poptávka NFP po úvěrech minulý rok nezaznamenala výrazné zhoršení, zůstala i tak solidní. Je však třeba zmínit, že zatímco stav korunových úvěrů od Q1 22 vytrvale klesá, firmy ve velké míře vyhledávaly eurové financování kvůli atraktivnímu úrokovému rozpětí. Úvěry v cizí měně v současnosti tvoří více než 45 % všech úvěrů poskytnutých NFP, přičemž před pěti lety to bylo pouze 28 %. Tento efekt však již začíná slábnout.

Domácnosti nadále spoří, zatímco kupní síla jejich vkladů klesá (mld. CZK, %)



Zdroj: ČNB, ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Vklady deflované indexem CPI (2015 = 100)

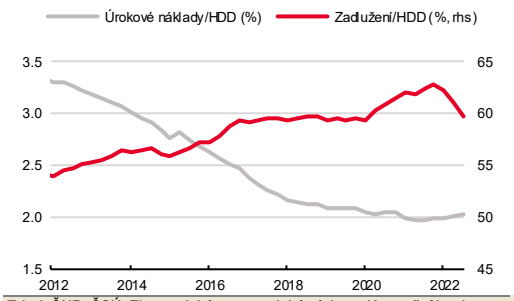
Poměr úvěrů a vkladů v bankovním sektoru (%)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Sektor domácností zde nezahrnuje živnostníky a ostatní

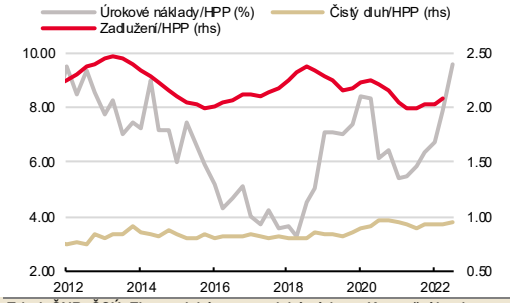
Solidní úvěrová aktivita – z velké části tažená provozním financováním, když se firmy potýkaly s vyššími cenami vstupů – však nevedla k nadměrnému zadlužování ze strany NFP. Poměr celkového dluhu (vč. sekuritizovaného) k hrubému provoznímu přebytku (HPP) zůstává poblíž historických minim. Ve srovnání s tím poměr zadluženosti k HDD domácností výrazněji klesá, a to i vzhledem k růstu disponibilních příjmů.

Zadluženost domácností klesá a úrokové náklady se pohybují poblíž historických minim



Zdroj: ČNB, ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Úrokové náklady ze stavu úvěrů v bankovním sektoru

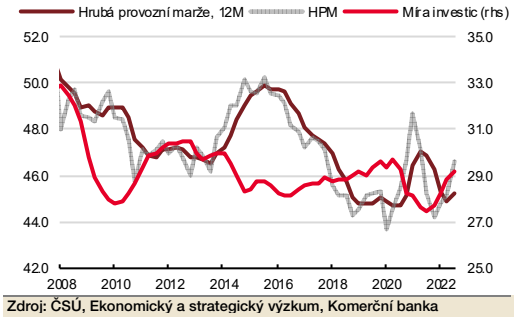
Dluh nefinančních podniků zůstává nízký, zatímco náklady na jeho obsluhu rostou



Zdroj: ČNB, ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Úrokové náklady z národních účtů NFP. Čistý dluh je očištěn o oběživo a vklady

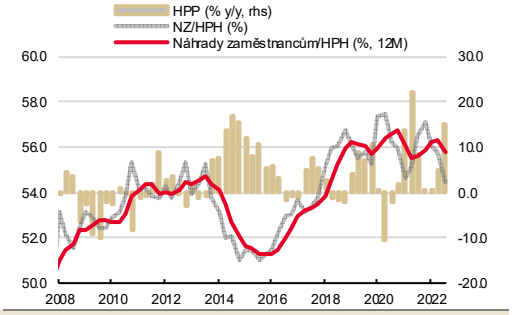
Navzdory nepříznivým podmínkám se hrubá provozní marže NFP od Q3 21 nadále zlepšuje. Podíl mzdových nákladů na hrubé přidané hodnotě (HPH) v sektoru NFP se mezitím v Q3 22 opět snížil a v posledních třech letech se ustálil poblíž 56 %; od roku 2015 však podíl vytrvale rostl. V rámci celé ekonomiky na faktor práce připadá zhruba 51 % celkové produkce, podíl se však v posledních čtvrtletích pomalu snižuje.[1] Marže NFP (podíl provozního přebytku na přidané hodnotě) se v poslední době nedostaly pod nadměrný tlak, navíc podniky nadále více investují. I přes vysoký růst cen vstupů – ceny průmyslových výrobců v roce 2022 v průměru rostly o 24,3 % y/y – se firmám daří přenášet zvýšené náklady na konečné spotřebitele, aniž by to nijak vážněji poškodilo jejich hospodářské výsledky.

Hrubá provozní marže a míra investic NFP (%)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: 12M značí roční klouzavé úhrny, HPM značí hrubou provozní marži

Podíl mzdových nákladů na HPH se stabilizoval



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: HPH, NZ značí hrubou přidanou hodnotu, resp. náhrady zaměstnancům v sektoru NFP

Současné nastavení měnové politiky vedlo ke zpomalení finančního cyklu, zejména v sektoru domácností, když hypoteční trh téměř zamrzl. Na druhé straně, přestože transmise měnové politiky je rychlejší v případě NFP – pokud jde o úrokové sazby na úvěrech ve srovnání s domácnostmi[2] – úvěrová aktivita zůstala silná, a to hlavně díky cizoměnovým úvěrům. Úroková zátěž domácností, vyjádřená poměrem úrokových nákladů ze stavu úvěrů k hrubému disponibilnímu důchodu, posledních deset let klesala a nyní se stále pohybuje poblíž historických minim. Dopad přísnějších měnových podmínek je více patrný z rostoucí zátěže úrokových nákladů pro NFP v poměru k HPP. Nicméně vzhledem k nižší míře zadlužení a převisu bankovních vkladů nad úvěry, které jsou navíc z podstaty úročeny vyššími sazbami než vklady domácností, není čisté finanční zatížení pro NFP neúměrně horší.

[1] Podíl připadající na faktor práce je upraven s ohledem na podíl samostatně výdělečných osob.

[2] Rychlejší transmise měnové politiky pro NFP oproti domácnostem je u úvěrů dáno fixacemi na straně domácností. Nižší sazby na depozitech domácností jsou zase dány splatnostní transformací a potřebami likvidity.

Inflace si vybírá zvláště těžkou daň na domácnostech, jejichž kupní síla se jak z hlediska mezd, tak i přebytečných úspor masivně snížila. Současně se ukázalo, že NFP zatím dokázaly, alespoň částečně, úspěšně přenést břemeno zvýšených nákladů na konečné spotřebitele, aniž by stlačily provozní marže. Zároveň se jim daří držet podíl mzdových nákladů na uzdě, resp. nezměněný, a to i přes zvýšené marže. Dobré rozpoložení firem pravděpodobně nechává prostor pro solidní růst mezd posilující příjmy domácností, odrážet by to měla i jen omezená míra propouštění. Úrokové náklady vzhledem k našemu očekávání ohledně nastavení měnové politiky a postupnému průsaku vyšších sazeb do stávajících úvěrů pravděpodobně nadále porostou, ale vzhledem k výše uvedeným faktorům by měly být pro domácnosti i firmy stále v pásmu tolerance.

Kevin Tran Nguyen
+420 222 008 569
kevin_tran@kb.cz

Fiskální politika: inflace zpomaluje růst zadlužení



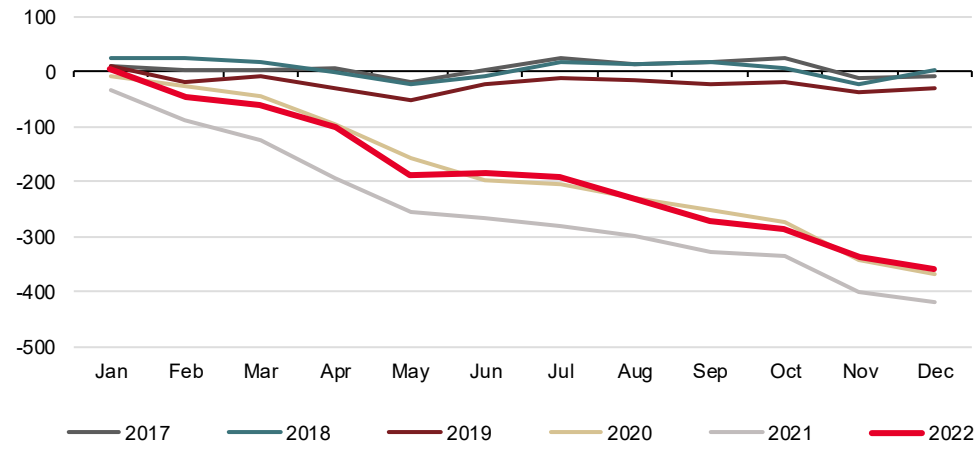
Jaromír Gec
(420) 222 008 598
jaromir_gec@kb.cz

Státní rozpočet uzavřel loňský rok se schodkem ve výši 360,4 mld. CZK, tedy obdobně jako v pandemickém roce 2020. Letošní deficit by podle nás mohl schválených 295 mld. CZK překonat alespoň o 20 mld. CZK, a to hlavně z titulu další mimořádné valorizace starobních důchodů. Očekáváme, že snižování schodků státního rozpočtu bude na pozadí negativních dopadů utlumeného růstu ekonomiky a hlubokého strukturálního schodku pokračovat v následujících letech pouze pozvolným tempem. Celkový veřejný dluh tak sice dále poroste, inflace však jeho nárůst v poměru k nominálnímu hrubému domácímu produktu (zejména v letošním roce) bude brzdit.

Státní rozpočet loni zaznamenal třetí nejhorší výsledek v historii

Stát za celý loňský rok hospodařil s deficitem ve výši 360,4 mld. CZK. Oproti rekordnímu roku 2021 byl schodek nižší o 59,3 mld. CZK, což souviselo s vyššími daňovými příjmy. Meziročně narostly i výdaje, ve kterých se odrazila především loňská (trojí) valorizace starobních důchodů.

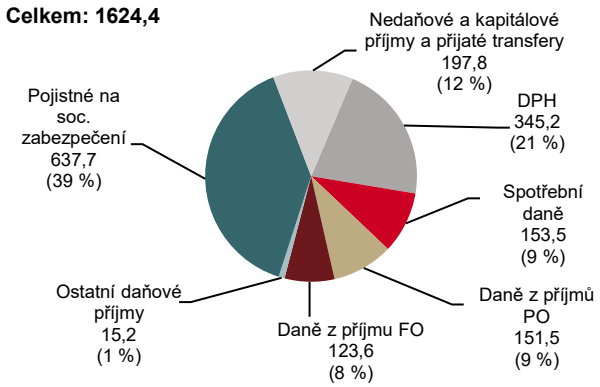
Vývoj státního rozpočtu (mld. CZK)



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

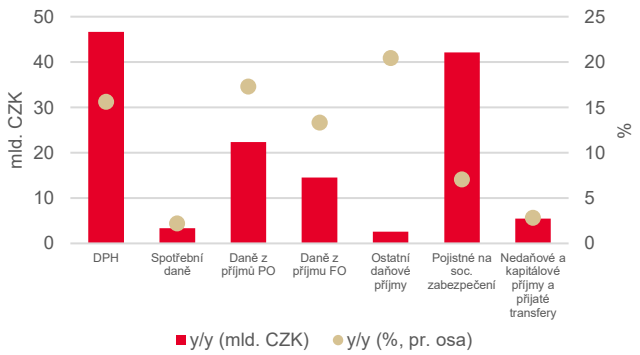
Růst mezd, zaměstnanosti, ale i zvýšená inflace pomohly rozpočtu k vyšším příjmům. Jejich celkový meziroční nárůst o 137,2 mld. CZK souvisel zejména s vyšším výběrem DPH, ale také s inkasem příspěvků na sociální zabezpečení, DPPO, DPFO a spotřebních daní. Meziročně naopak poklesly příjmy z rozpočtů EU (o 8,3 mld. CZK na 118 mld. CZK), když se podařilo vyčerpat pouze 58,5 % celoročního plánu.

Příjmy státního rozpočtu v roce 2022 (mld. CZK, % z celku)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

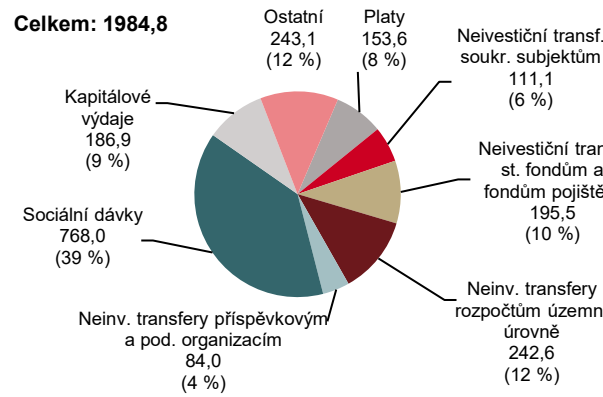
Meziroční změna příjmů státního rozpočtu v roce 2022



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

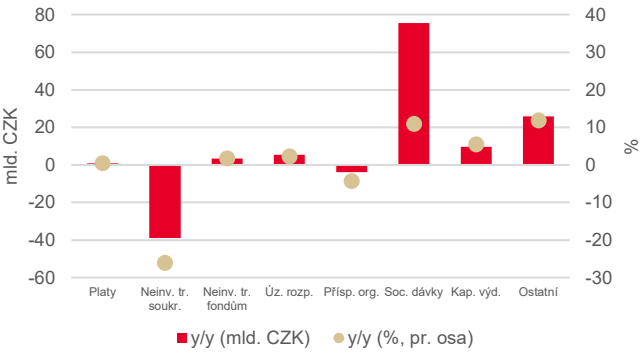
Loňské zvýšení výdajů (meziročně o 77,9 mld. CZK) bylo spojeno především s nárůstem sociálních dávek, kapitálových výdajů, ale i obsluhou státního dluhu. O 75,7 mld. CZK více bylo meziročně vynaloženo na sociální dávky. Největší položku z nich tvoří důchody, které byly loni třikrát valorizovány, a výdaje na ně tak vzrostly meziročně o 57,6 mld. CZK na 588,1 mld. CZK. V sociální oblasti stejným směrem působilo rovněž navýšení dávek na bydlení a v hmotné nouzi, jednorázový příspěvek na dítě či humanitární pomoc. Do plnění rozpočtu se projevilo i zavedení tzv. *úsporného tarifu* včetně odpuštění poplatku za obnovitelné zdroje energie. Výdaje na obsluhu státního dluhu loni spolkly 49,7 mld. CZK, tedy meziročně o 7,5 mld. CZK více. Mírný meziroční nárůst nastal u kapitálových výdajů (+9,7 mld. CZK), kde hlavní roli sehrály vyšší transfery Státnímu fondu dopravní infrastruktury. Dodatečné výdaje částečně kompenzovala absence pandemické pomoci, což se odrazilo na meziročně o 36,1 mld. CZK nižších transferech podnikatelům.

Výdaje státního rozpočtu v roce 2022 (mld. CZK, % z celku)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Meziroční změna výdajů státního rozpočtu v roce 2022



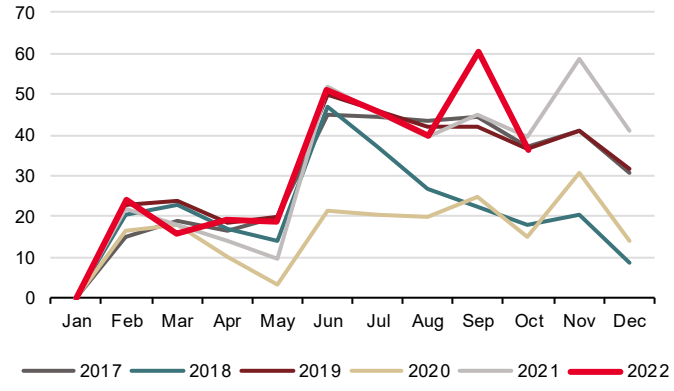
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Letošní deficit státního rozpočtu patrně znovu překročí hranici 300 mld. CZK. Vláda sice schválila rozpočet se schodkem ve výši 295 mld. CZK, podmínka pro další mimořádnou valorizaci starobních důchodů (nezahrnutou ve schváleném rozpočtu) však byla podle nás pravděpodobně splněna již v lednu 2023 a k výplatě vyšších důchodů tak bude s tradičním pětiměsíčním zpožděním docházet od června 2023. Odhadujeme, že v důsledku toho by oproti původnímu návrhu měly být výdaje vyšší o zhruba 20-25 mld. CZK. Dynamiku daňových příjmů bude navíc oslabovat výrazně utlumený růst tuzemské ekonomiky. Celkově tak očekáváme schodek státního rozpočtu ve výši 315 mld. CZK.

Municipality zůstávají v přebytku

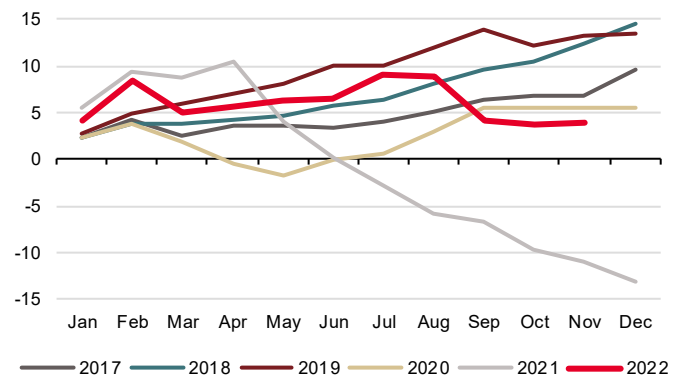
Rozpočty územních samospráv ke konci října 2022 skončily v přebytku 36,6 mld. CZK. Nadále k tomu přispívaly především rostoucí daňové příjmy mj. v návaznosti na vyšší inkaso DPH v souvislosti s vysokou inflací. Částečně to bylo kompenzováno nárůstem výdajů, avšak ty meziročně vzrostly oproti příjmům méně. Za celý loňský rok stále očekáváme přebytek územních rozpočtů ve výši 30 mld. CZK. Rovněž hospodaření zdravotních pojišťoven bylo za rok 2022 pravděpodobně mírně přebytkové.

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	-5,0	-3,8	-3,3	-2,9	-2,4
Fiskální úsilí (pb HDP)	-0,9	0,6	1,4	0,4	0,4	0,5
Veřejný dluh (mld. CZK)	2566,6	2927,0	3242,0	3522,0	3782,0	4012,0
Veřejný dluh (% HDP)	42,0	43,1	44,1	45,3	46,2	46,6

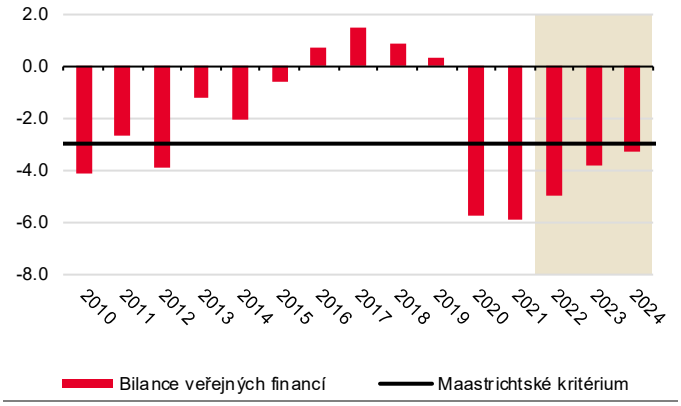
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ministerstvo financí, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn. Fiskální úsilí je měřeno jako meziroční změna cyklicky očištěného salda sektoru vládních institucí na HDP v pb.

Růst cen zlepšuje bilanci veřejných financí vůči HDP

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

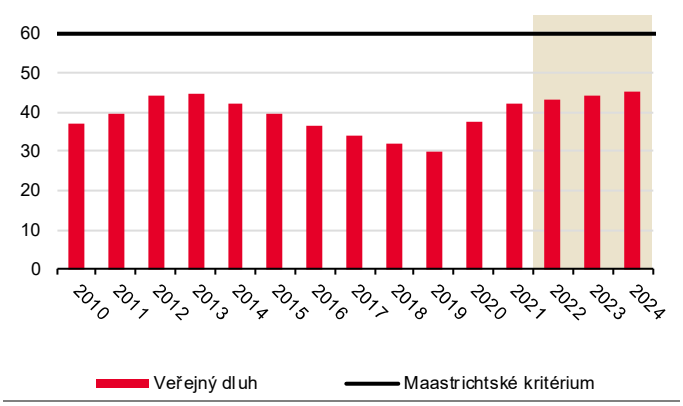
Celkový deficit veřejných financí by měl letos dosáhnout 3,8 % HDP. To je o 1,2 pb méně než loni. Ke zmírnění deficitu podle nás přispěje jednak pokračující svižný růst cen a rovněž o něco větší fiskální úsilí, které odráží mj. snahu o krytí dodatečných výdajů mimořádnými příjmy. Ve směru nižšího deficitu veřejných financí by i letos mělo působit tradičně přebytkové hospodaření municipalit. Předpokládáme, že konsolidace veřejných financí by měla v prostředí hrozby zhoršení ratingu a rostoucích výdajů na obsluhu státního dluhu pokračovat i do budoucna. Vláda však ve svém schváleném střednědobém výhledu s výraznými úsporami nebo zvyšováním příjmů nepočítá (v roce 2025 dosahuje schodek státního rozpočtu 260 mld. CZK), a tak předpokládáme pouze pozvolnou konsolidaci veřejných rozpočtů. Celkově tak podle nás dojde v příštím roce ke snížení schodku veřejných financí na 3,3 % HDP. Nominální dluh veřejného sektoru v poměru k HDP v období 2023-2026 poroste podle našeho odhadu v průměru o 0,9 pb ročně, aby v roce 2026 dosáhl 46,6 % HDP. Do budoucna však bude zapotřebí výrazné reformy na příjmové i výdajové straně. Při nezměněných parametrech by se totiž hospodaření začalo ve 30. letech velmi rychle zhoršovat vlivem nepříznivého demografického vývoje.

Bilance veřejných financí (% HDP)



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

Veřejný dluh (% HDP)



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

Tabulka prognózy

	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	2021	2022	2023	2024	2025	2026
HDP a jeho struktura														
HDP (reálně, y/y, %)	3,5	1,5	0,4	-0,1	-0,2	0,4	1,3	1,8	3,5	2,5	0,3	2,4	2,5	2,6
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	0,4	-5,7	-4,7	-4,7	-4,3	-0,5	2,0	3,4	4,1	-0,6	-1,9	4,0	2,6	2,6
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	1,8	-1,6	-3,0	-2,2	-1,4	0,4	0,0	0,2	1,4	-0,2	-0,8	-0,2	1,4	1,9
Fixní investice (reálně, y/y, %)	6,8	4,7	3,0	0,1	-0,3	1,4	3,8	6,2	0,8	5,4	1,2	6,4	5,5	4,4
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	-0,1	3,5	2,5	2,9	3,1	1,1	0,6	-0,5	-4,4	0,6	1,9	-0,5	0,1	0,4
Zásoby (příspěvek do y/y)	1,3	0,2	0,0	-0,3	-0,8	-1,0	-1,3	-1,0	4,9	0,9	-0,9	-0,8	-0,2	-0,2
Měsíční data z reálné ekonomiky														
Zahraniční obchod (mld. CZK)	-70,7	-65,6	-76,2	20,4	-25,6	-45,3	-59,2	55,5	-9,0	-223,6	-109,7	65,6	137,3	239,7
Vývozy (nominálně, y/y, %)	11,3	21,9	16,3	16,3	11,9	6,0	9,9	5,0	13,4	14,2	11,0	6,5	7,2	7,4
Dovozy (nominálně, y/y, %)	19,8	21,7	20,2	13,2	7,5	3,9	8,0	2,2	19,8	19,6	8,0	3,0	5,9	5,7
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	0,0	5,3	2,6	3,2	0,7	0,2	2,6	1,3	8,0	2,1	1,7	2,8	2,5	2,9
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	3,0	-1,7	-0,8	-2,9	-3,7	2,8	1,3	1,1	2,0	2,7	-0,6	7,8	5,4	2,0
Maloobchod (reálně, y/y, %)	-2,8	-7,1	-8,0	-6,4	-3,3	0,4	4,2	5,8	4,2	-2,8	-1,3	5,9	3,5	2,7
Trh práce														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	4,4	6,1	9,0	9,4	11,9	10,0	8,2	5,4	4,8	6,7	9,9	5,4	4,6	4,6
Mzdy (reálně, y/y, %)	-9,8	-9,7	-5,8	-6,9	-1,3	-0,4	-2,0	2,1	1,0	-7,2	-2,7	2,8	2,4	2,7
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	3,1	3,5	3,7	3,9	3,7	3,8	4,1	4,0	3,7	3,4	3,9	3,8	3,7	3,7
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,4	2,2	2,1	2,4	2,4	2,6	2,5	2,5	2,8	2,3	2,5	2,4	2,2	2,3
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	-0,1	-1,3	-1,6	0,3	-0,7	0,1	0,4	0,5	-0,4	-0,9	0,0	0,5	0,3	0,2
Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu														
Inflace (y/y, %)	15,8	17,6	15,7	17,5	13,4	10,5	10,4	3,2	3,8	15,1	12,9	2,5	2,1	1,9
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,2	0,1	1,2	0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	-0,1	0,5	0,2	0,1	0,0	0,0
Jádrová inflace (y/y, %) (*)	13,8	14,7	13,9	12,8	10,5	8,3	6,1	4,2	4,8	13,2	9,4	3,3	2,7	2,5
Ceny potravin (y/y, %) (*)	14,6	20,0	25,6	22,3	15,2	9,1	4,6	3,1	0,8	16,7	12,8	2,4	1,9	1,8
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*)	44,4	31,5	13,5	3,4	-8,7	-6,7	-3,4	-3,7	15,3	31,6	-3,8	-2,3	1,1	-1,2
Regulované ceny (y/y, %)	23,3	28,0	16,4	43,0	33,8	28,2	44,3	0,0	-0,1	20,9	37,3	0,0	0,0	0,0
Ceny v průmyslu (y/y, %)	27,7	25,9	21,8	12,3	6,2	4,7	4,6	3,5	7,1	24,3	7,0	2,8	2,8	2,3
Finanční proměnné														
2W Repo (%, průměr)	5,6	7,0	7,0	7,0	7,0	6,7	5,6	4,8	0,9	5,9	6,6	4,1	3,0	3,0
3M PRIBOR (%, průměr)	6,0	7,3	7,3	7,3	7,3	6,9	5,9	5,1	1,1	6,3	6,8	4,3	3,3	3,3
CZK/EUR (průměr)	24,6	24,6	24,4	24,1	24,2	24,2	24,2	24,3	25,6	24,6	24,2	24,4	24,6	24,7
Vnější prostředí														
HDP v EMU (reálně, y/y, %)	4,3	2,3	1,8	1,2	0,7	0,7	0,8	1,0	5,5	3,5	0,9	1,0	1,4	1,6
HDP v Německu (reálně, y/y, %)	1,7	1,3	1,3	0,6	0,8	0,6	0,9	1,0	2,8	1,9	0,7	1,1	1,3	1,3
CPI v EMU (y/y, %)	8,0	9,3	10,3	8,9	7,6	6,0	3,6	2,8	2,6	8,4	6,5	2,4	1,9	1,9
Ropa Brent (USD/brl, průměr)	113,2	107,1	87,6	98,0	108,0	100,0	94,0	95,5	70,2	101,0	100,0	97,8	100,0	100,0
USD/EUR (čtvrtletí eop, roky průměr)	1,06	1,01	1,02	1,06	1,10	1,12	1,12	1,13	1,18	1,05	1,10	1,14	1,16	1,20

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

Na sestupném trendu

Tuzemské tržní úrokové sazby od začátku loňského závěrečného čtvrtletí v návaznosti na domácí i globální dezinflaci a vidinu zpomalení utahování měnové politiky klíčovými centrálními bankami značně poklesly napříč splatnostmi. Celá křivka tržních úrokových sazeb nadále zůstává výrazně invertovaná. Krátký konec křivky tržních úrokových sazeb by měl v souladu s předpokládaným zahájením uvolňování domácí měnové politiky v H2 23 dále postupně klesat. U delších sazeb vnímáme omezenější prostor pro jejich výraznější pokles, byť i u nich určité snížení čekáme. Podmínky pro fixaci úrokových sazeb se s jejich poklesem zlepšily. Příležitost stále nabízí forwardy, případně využití nižších sazeb na eurovém trhu. Státní dluhopisy vlivem přetrvávající zvýšené nabídky patrně relativně k tržním sazbám výrazněji zdražovat nebudou. Vývoj jejich výnosů by proto v nejbližších čtvrtletích měl být obdobný jako u tržních sazeb.

Trh českých sazeb IRS: Ve vleku globální dezinflace i neměnných sazeb ČNB

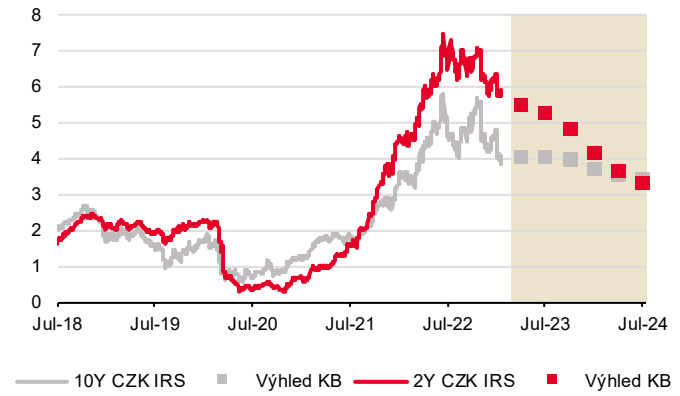
Ustupující inflační tlaky u nás i v zahraničí posunuly domácí IRS křivku dolů napříč splatnostmi. Očekáváme, že zejména kratší sazby budou dále postupně klesat. Výrazně inverzní tvar si křivka zřejmě udrží i po celý letošní rok.

Tržní úrokové sazby zaznamenaly od začátku loňského čtvrtého čtvrtletí viditelný pokles. Přispěly k tomu množící se indikace toho, že globální inflace je již za svým vrcholem, hrozba energetické krize se zmenšuje a tempo utahování měnově politiky ze strany klíčových centrálních bank bude zpomalovat. Výrazný pokles nastal od začátku závěrečného čtvrtletí loňského roku jak u eurových (o cca 40 bb), tak i dolarových tržních úrokových sazeb (až o 50 bb), což kromě snižující se inflace souviselo také s obavami investorů z recese. V případě středoevropského regionu potom trhy začaly ve stále větší míře sázet na to, že cyklus utahování měnové politiky byl ukončen, a další změnou úrokových sazeb bude jejich snížení, které se navíc přibližuje. Křivka domácích tržních úrokových sazeb se s výjimkou nejkratších splatností propadla za stejné období o více než 100 bb.

Finanční trhy očekávají, že k prvnímu snížení repo sazby ČNB sáhne v horizontu 3-6 měsíců. Podle nás by postupný pokles měnověpolitických úrokových sazeb mohl začít ve třetím čtvrtletí letošního roku. Stále sice vnímáme rizika (vyššího růstu mezd, uvolněnější fiskální politiky, odkotvení inflačních očekávání a pokračujícího zpřísňování měnové politiky v zahraničí), která by obrat kormidla domácí měnové politiky mohla pozdržet. Současně ale vzhledem k rychlosti globálního dezinflačního procesu a efektu „vysezení“ již hodnotíme celkovou bilanci rizik jako zhruba vyrovnanou, nikoliv vychýlenou směrem k vyšším sazbám.

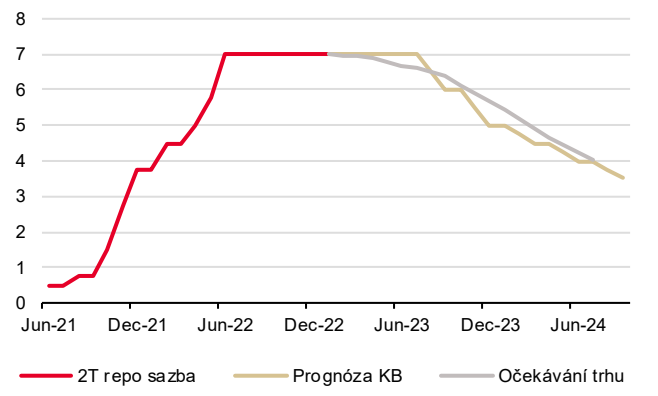
Krátký konec křivky tržních úrokových sazeb by měl v souladu se zahájením uvolňování domácí měnové politiky v H2 23 dále postupně klesat. Oproti trhu však očekáváme o něco mírnější sestup z důvodu námi předpokládaného pozdějšího zahájení snižování domácích měnověpolitických sazeb a vyšší terminální sazbě ECB. U delších sazeb vidíme omezenější prostor pro jejich výraznější pokles. Jednak podle předpokladů naší prognózy letos nedojde k recesi v USA ani eurozóně (minimálně v Americe je však stále tržním konsenzem). Sestupný trend může také být pozdržen lednovým zrychlením tuzemské inflace, která se podle našich odhadů pohybovala kolem 19 % y/y. To by ve výsledku mohlo udržet inflační očekávání zvýšená po delší dobu.

Prognóza IRS (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj základní úrokové sazby ČNB k 24. 1. 2023 (%)



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

Zahájení cyklu snižování sazeb ČNB v letošním roce napomůže k normalizaci tvaru výnosové křivky. Předpokládáme, že inverzní tvar si nicméně křivka udrží ještě po celý letošní rok. K jejímu narovnání bude docházet až v průběhu H1 24 především v souvislosti s poklesem krátkého konce.

Výhled pro CZK IRS (%, konec období)

	Q1 23f	Q2 23f	Q3 23f	Q4 23f
2Y	5,55	5,25	4,85	4,20
5Y	4,45	4,40	4,15	3,75
10Y	4,05	4,10	4,00	3,75

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Forwardy a eurový trh stále nabízejí příležitost k zajištění úrokového rizika

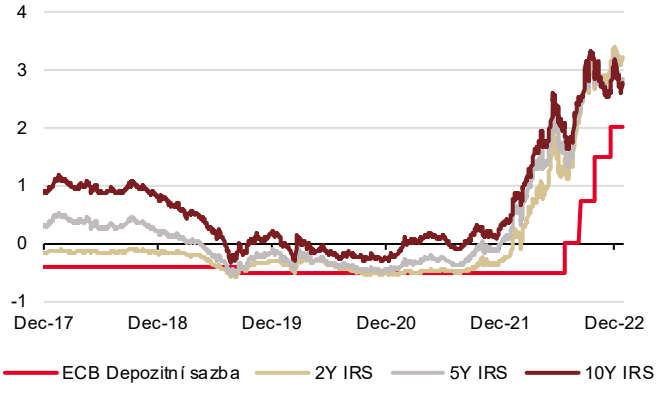
Vzhledem k poklesu IRS během posledních měsíců se podmínky zafixování sazeb zlepšily. Přetrvávající inverze celé křivky přináší výhodnější podmínky na forwardovém trhu. Viditelně nižší úrokové sazby ve srovnání s domácími nadále panují také na eurovém trhu. U eurových swapů přitom v nejbližších měsících očekáváme jejich další nárůst. Depozitní sazba ECB by totiž měla podle našeho odhadu vrcholit až na 3,75 %, zatímco trh ji aktuálně vidí zhruba na 3,3 %.

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

Forward \ Maturita	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y
Spot	7.05	5.93	5.18	4.54	4.09
3M	6.75	5.47	4.84	4.33	3.96
6M	6.16	5.03	4.51	4.12	3.86
9M	5.44	4.57	4.21	3.94	3.76
1Y	4.73	4.17	3.94	3.78	3.67
2Y	3.57	3.52	3.51	3.51	3.53
3Y	3.47	3.47	3.49	3.50	3.72

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, k 24. 1. 2023

Eurové sazby pokračují v růstu (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rok 2023 bude ve znamení pokračující zvýšené nabídky CZGB

Výrazný schodek státního rozpočtu v kombinaci s ostatními potřebami financování udrží nabídku českých státních dluhopisů vysokou i v letošním roce. Předpokládáme, že deficit státního rozpočtu bude letos směřovat k 315 mld. CZK. To by znamenalo v kombinaci

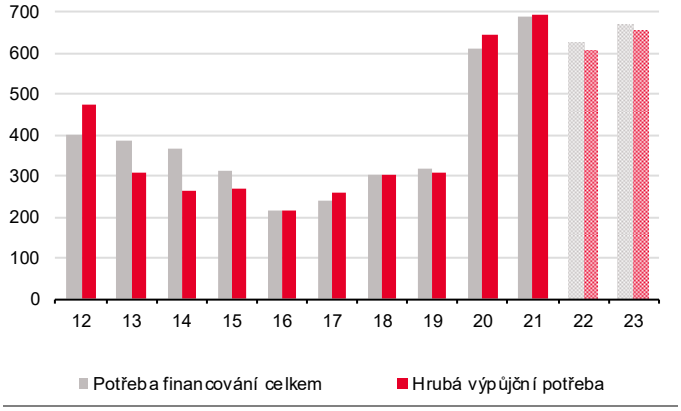
s ostatními potřebami financování (zejména splátkami maturujících dluhopisů) celkovou emisi korunových dluhopisů za zhruba 464,5 mld. CZK. Nabídka CZGB by tak letos mohla meziročně narůst podle našeho odhadu o cca 40 mld. CZK. Pro Q1 23 Ministerstvo Financí (MF) stanovilo indikativní objem nabízených korunových dluhopisů na až 125,0 mld. CZK a pro rok 2023 jako celek 400-500 mld. CZK. Konečná suma bude podle Strategie MF záviset na vývoji na finančním trhu, míře zapojení státních finančních aktiv do krytí finančních požadavků a také případném využití úvěrů EIB a CEB. Pokud jde o nové (minimálně 3) benchmarkové korunové dluhopisy, MF plánuje klást důraz na dlouhodobější splatnosti, a to vzhledem k tvaru výnosové křivky a také střednědobému cíli průměrné splatnosti státního dluhu ve výši 6,5 roku (ke konci loňského roku byla průměrná splatnost 6,2 roku). Ve hře bude také vydání eurodluhopisu. Testovací emise v podobě 1 mld. EUR (kombinace primárního a sekundárního trhu) přitom proběhla již v loňském roce. **Celkově očekáváme, že potřeba financování v letošním roce dosáhne 669,0 mld. CZK (9,1 % HDP) oproti loňským 626,0 mld. CZK (9,2 % HDP).**

Potřeba a zdroje financování (v mld. CZK)

	2023	
	MinFin	**KB**
Saldo státního rozpočtu	295,0	315,0
Převod a další operace finančních aktiv státu	1,4	1,4
Splátky státních dluhopisů v domácí měně	200,2	200,2
Splátky státních dluhopisů v cizí měně	0,0	0,0
Splátky a předčasné splátky spořících dluhopisů	0,4	0,4
Splátky instrument peněžního trhu	149,5	149,5
Splátky pokladničních poukázek		0,0
Splátky ostatních nástrojů peněžního trhu		149,5
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	2,6	2,6
Potřeba financování celkem	**649,0**	**669,0**
Nástroje peněžního trhu		40,0
Pokladniční poukázky		20,0
Ostatní nástroje peněžního trhu		20,0
Hrubá emise CZGB v domácí měně	Min. 400-500	464,5
Hrubá emise CZGB v cizí měně/eurobondů		55,5
Hrubá emise spořících dluhopisů		0,0
Přijaté zápůjčky a úvěry (vč. EUR)		94,0
Operace finančních aktiv a řízení likvidity		15,0
Zdroje financování celkem		**669,0**
Hrubá výpůjční potřeba		**654,0**
Čistá emise CZGB		**284,3**

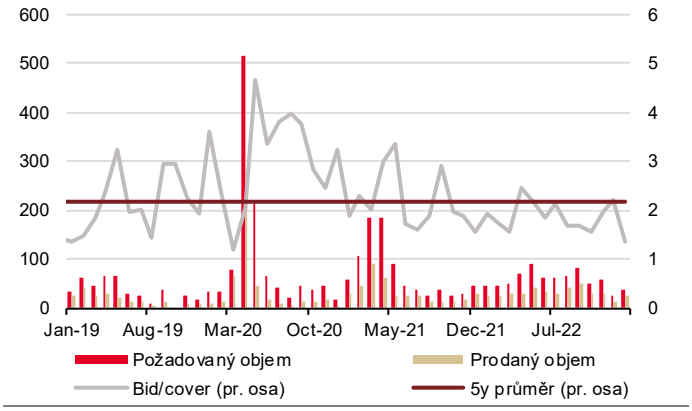
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Potřeba financování (mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Primární trh CZGB (mld. CZK)



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

Prognóza výnosů CZGB (konec období)

	Q1 23f	Q2 23f	Q3 23f	Q4 23f
Výnos 2Y CZGB (%)	5,15	4,85	4,40	3,75
Výnos 5Y CZGB (%)	4,65	4,55	4,30	3,85
Výnos 10Y CZGB (%)	4,35	4,35	4,20	3,95
10Y CZGB ASW (bb)	30	25	20	20

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výnosy delších dluhopisů se zřejmě viditelněji sníží až koncem roku

Výnosy státních dluhopisů, obdobně jako IRS v uplynulých měsících viditelně klesaly. Za poslední čtvrtletí však bylo snížení výnosů CZGB o něco méně citelné než v případě IRS křivky, v ASW vyjádření tak dluhopisy relativně zlevnily o cca 8-25 bb, výrazněji na kratších splatnostech. Vzhledem ke zvýšené nabídce předpokládáme, že u delších splatností (5-10 let) bude zdražování dluhopisů v ASW vyjádření z aktuálně zvýšených úrovní směrem k dlouhodobé rovnováze postupovat pouze pozvolně. Vývoj jejich výnosů by tak měl do značné míry kopírovat tržní úrokové sazby, které (jak bylo popsáno výše) budou pozvolna klesat. Naopak kratší dluhopisy (2y) jsou aktuálně pohledem ASW relativně k IRS o něco dražší v porovnání s dlouhodobými úrovněmi, a tak může naopak docházet k jejich nepatrnému relativnímu zlevňování. Hlavní trend výnosů dluhopisů s kratší splatností bude však také obdobný jako v případě tržních sazeb, tedy ve znamení pokračování sestupného trendu.

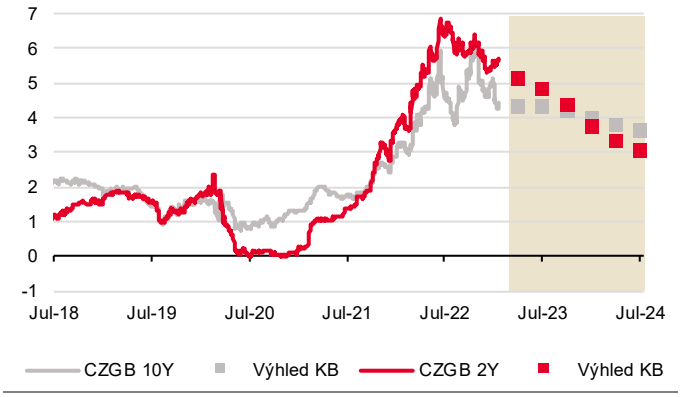
Oproti naší poslední prognóze se zmenšilo riziko nárůstu rizikové prémie. Mimo dlouhodobé (ne)udržitelnosti současného nastavení tuzemských veřejných financí totiž bylo jedním z hlavních důvodů, proč loni agentury Fitch i Moody's sáhly ke zhoršení výhledu tuzemského ratingu na „negativní", riziko prohloubení energetické krize. To se přitom nematerializovalo, když tržní ceny energetických komodit klesly pod úrovně před začátkem války na Ukrajině.

Přehled ratingu hlavních agentur pro Českou republiku

	Domácí závazky	Výhled	Zahraniční závazky	Výhled	Další hodnocení
S&P	AA	STABLE	AA-	STABLE	14. 04. 2023
Moody's	Aa3	NEGATIVE	Aa3	NEGATIVE	26. 05. 2023
Fitch	AA-	NEGATIVE	AA-	NEGATIVE	03. 03. 2023

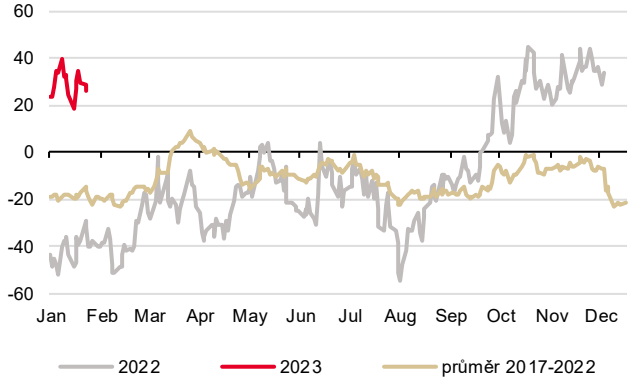
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prognóza výnosů CZGB (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

10y CZGB ASW (bb)



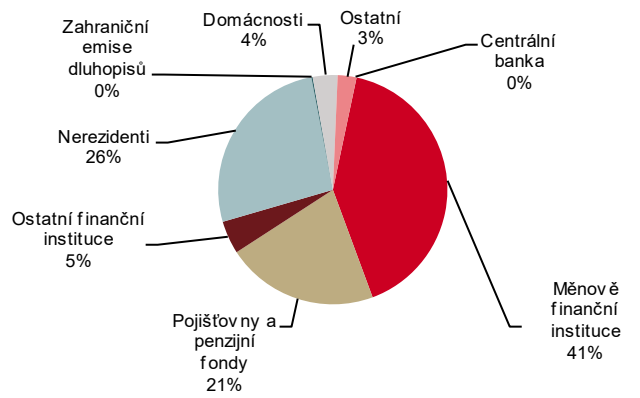
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

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	0.7	0.0	80%	6.51	-14	6	2.87	-73	-6	4	-93		-10	-0.5	19	-46.2	1	-63.7	21
5.70 May-24	1.2	0.0	100%	5.58	2	13	2.82	-115	-14	23	-148		-83	0.0	12	18.1	21	-56.7	20
0.00 Dec-24	1.8	0.0	34%	5.40	12	19	3.09	-69	-12	36	-105		-52	0.5	3	12.8	18	-42.1	19
1.25 Feb-25	1.9	0.0	100%	5.35	19	-2	3.12	-57	-3	22	-81		-31	-0.1	13	10.2	16	-39.4	18
2.40 Sep-25	2.4	3.7	85%	5.23	16	3	3.32	-22	-3	34	-63		6	1.0	1	1.4	11	-32.9	17
6.00 Feb-26	2.7	0.0	67%	4.93	15	-20	3.21	-29	-4	20	-61		-17	0.5	2	16.8	20	-31.9	16
1.00 Jun-26	3.2	0.0	100%	4.84	18	-33	3.22	-19	1	6	-49		9	-0.1	15	16.0	19	-28.3	15
0.25 Feb-27	3.8	6.0	90%	4.79	16	-25	3.29	-3	3	22	-36		13	0.3	7	4.8	13	-23.7	14
2.50 Aug-28	5.0	0.0	94%	4.57	15	-41	3.27	5	1	11	-27		25	0.1	10	-2.1	9	-17.9	12
5.50 Dec-28	4.9	17.7	41%	4.52	13	-38	3.28	4	-2	13	-24		21	0.3	5	-1.2	10	-18.3	13
2.75 Jul-29	5.7	0.0	100%	4.55	13	-40	3.32	15	1	13	-23		30	0.3	6	-11.6	2	-15.2	11
0.05 Nov-29	6.5	0.0	57%	4.50	19	-44	3.26	12	0	8	-12		33	-0.4	17	-9.3	6	-13.3	9
0.95 May-30	6.7	0.0	100%	4.48	12	-45	3.27	14	1	8	-6		34	-0.5	18	-10.2	5	-12.6	8
5.00 Sep-30	6.2	11.7	45%	4.42	13	-38	3.31	14	1	15	-17		29	0.3	8	-6.9	7	-13.3	10
1.20 Mar-31	7.3	0.0	100%	4.44	13	-48	3.29	16	1	6	-11		34	-0.2	16	-10.3	4	-10.9	7
1.75 Jun-32	8.2	15.9	102%	4.35	8	-53	3.29	14	0	2	-7		35	-0.6	20	-2.3	8	-9.1	6
2.00 Oct-33	9.1	0.0	100%	4.33	8	-57	3.34	16	-3	0	-2		55	-0.7	21	2.7	12	-7.6	5
3.50 May-35	9.4	1.7	34%	4.33	7	-48	3.45	22	-4	7	2		38	-0.1	14	8.3	14	-7.1	4
4.20 Dec-36	10.2	0.0	100%	4.36	8	-48	3.55	29	-8	6	1		43	0.3	4	10.4	17	-6.5	2
1.95 Jul-37	11.8	12.0	19%	4.38	8	-42	3.47	24	-4	12	1		44	0.1	11	9.8	15	-5.9	1
1.50 Apr-40	13.8	0.0	41%	4.52	10	-30	3.50	31	-5	19	11		47	0.2	9	-11.1	3	-6.9	3

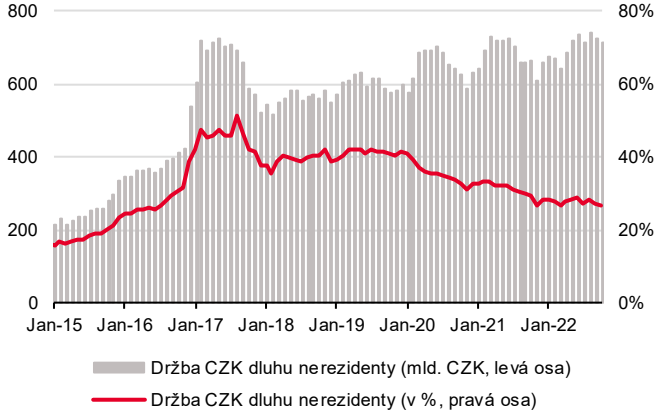
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; Pozn.: Detailní popis v aktuálním vydání CZGB Auction Alert

Držba státních dluhopisů podle typu držitele (listopad 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

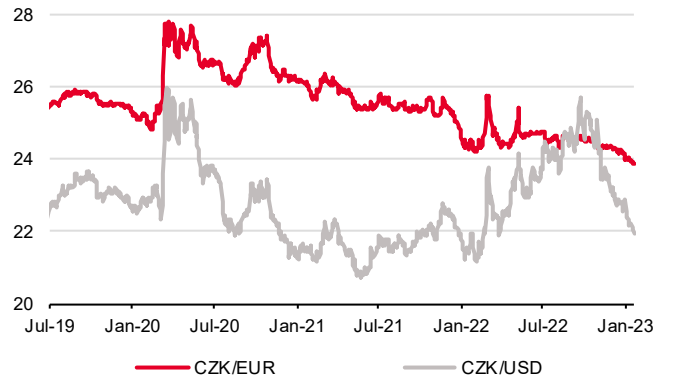
Koruna zatím nemá vyhráno

Ústup rizikové averze a oživení zahraničního obchodu v závěrečném čtvrtletí loňského roku pomohly koruně k silnějším úrovním. Ochrannou ruku nad tuzemskou měnou pak nadále drží ČNB. Od listopadu však zřejmě intervenovat nemusela, a stále tak disponuje značnými devizovými rezervami. Výrazné zisky, které koruna zaznamenala na začátku letošního roku, si podle nás pravděpodobně neudrží a bude je zejména v souvislosti s dalším zúžením úrokového diferenciálu korigovat. Podmínky pro zajištění proti posílení koruny se vlivem poklesu úrokového diferenciálu viditelně zhoršily, prostor pro pokračování tohoto trendu je však omezený.

Sentiment na trzích se v Q4 22 obrátil

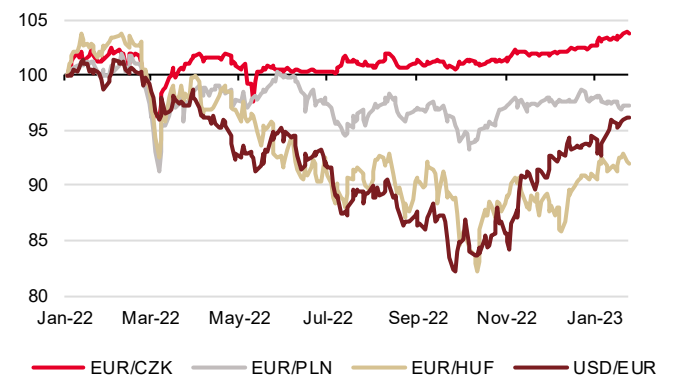
Regionálním měnám v závěru loňského roku nahrával ústup rizikové averze. Černé scénáře v podobě akutního nedostatku plynu se nenaplnily. Na přelomu roku obratu v sentimentu vůči středoevropskému regionu pomohl i propad cen energetických komodit na trzích v souvislosti s relativně teplou zimou a útlumem poptávky po zemním plynu. Investoři, kteří po většinu uplynulého roku preferovali hlavně americký dolar coby bezpečný přístav, se tak začali navracet.

Vývoj kurzu koruny



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

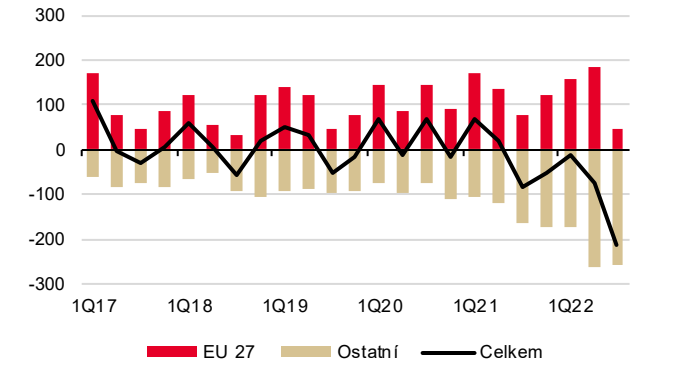


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Hodnota nad 100 značí posílení CZK, PLN nebo HUF vůči EUR, respektive posílení EUR vůči USD od 1. 1. 2022.

S koncem roku 2022 se začalo projevovat oživení zahraničního obchodu v důsledku uvolňování dodavatelských řetězců. Patrné to bylo ve výrazném nárůstu přebytku obchodu se zbožím s eurozónou v říjnu a listopadu. Samotný běžný účet platební bilance sice (stejně jako celkové saldo zahraničního obchodu) nadále zůstává v deficitu, ten je ale způsoben hlavně dovozem drahých komodit (zejména ropy a plynu), a bezprostředně by tedy měl dopadat spíše na kurz koruny k dolaru. Pro eurokorunový pár důležitější bilance běžného účtu s eurozónou, respektive EU, zůstala i v Q3 22 kladná, přestože došlo k nadstandardnímu odlivu dividend z přímých zahraničních investic, což se odrazilo v deficitu salda primárních důchodů. Tento odliv ale v Q4 22 dle měsíčních údajů za říjen a listopad nepokračoval. Lze tedy předpokládat (data běžného účtu platební bilance v teritoriálním členění jsou dostupná pouze čtvrtletně), že v závěrečném čtvrtletí loňského roku došlo k citelnému nárůstu přebytku běžného účtu s EU. Vedle obratu v sentimentu to mohl být další z faktorů, proč se fundamentální depreciační tlaky (také za přispění nízké likvidity) na koruně vůči euru v poslední době citelně zmírnily.

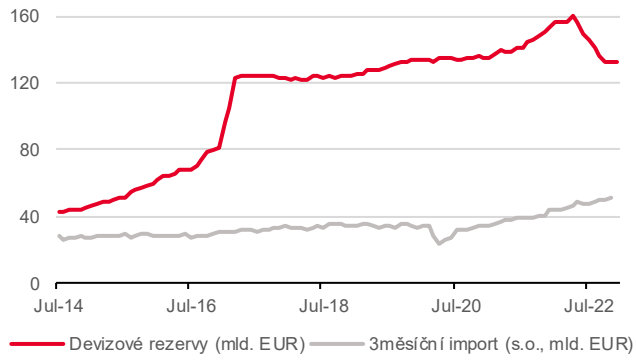
Nad korunou také stále drží ochrannou ruku ČNB. Od loňského listopadu nicméně podle našeho odhadu na podporu koruny intervenovat nemusela. Za období od května do listopadu ČNB dle posledních dat na obranu koruny proti oslabování vydala v součtu 25,6 mld. EUR, což odpovídá 15,9 % celkových devizových rezerv z jejich maxima v dubnu 2022, kdy jejich objem dosahoval 160,4 mld. EUR. Na konci loňského roku pak devizové rezervy činily 132,2 mld. EUR, tedy zhruba 50 % HDP. Tato úroveň tak v kombinaci s útlumem tlaků na depreciaci dává ČNB bezpečný prostor pro pokračování současné politiky.

Běžný účet platební bilance ČR (mld. CZK)



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

Devizové rezervy ČNB



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

Naši prognózu kurzu koruny jsme vlivem o něco menších tlaků na depreciaci přehodnotili k silnějším úrovním. Vlivem poklesu úrokového diferenciálu očekáváme do konce roku oslabení koruny k 24,25 CZK/EUR.

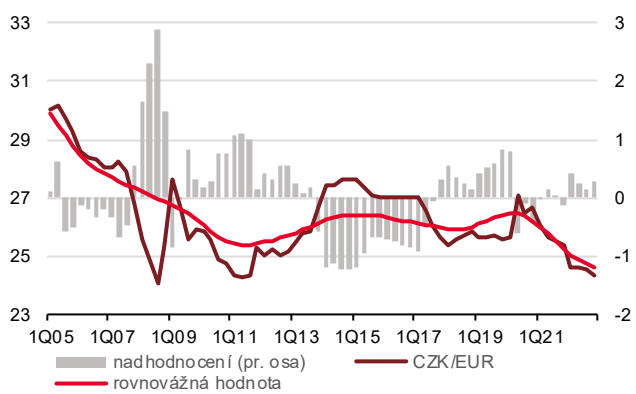
Depreciační tlaky ještě nemusely říct poslední slovo. Úrokový diferenciál se od svého vrcholu loni v červenci v podmínkách zpřísňování měnové politiky v zahraničí a holubičího obratu v bankovní radě ČNB propadl již o více než polovinu. Když byl úrokový diferenciál měřený rozdílem dvouletých úrokových swapů před více než rokem na obdobné úrovni jako nyní (2,7 pb), obchodovala se koruna za 25,5 CZK/EUR. Očekáváme navíc, že depozitní sazba ECB by měla ze současných 2 % letos v červenci vystoupat až na 3,75 %, trh však očekává terminální sazbu na zhruba 3,3 %. Relativně k eurozóně je tuzemská ekonomika (a měnový kurz) v nevýhodě i s ohledem na ekonomický růst. Zatímco poptávka v domácí ekonomice se výrazně snížila, a přispěla k její (technické) recesi ve druhé polovině loňského roku, u eurozóny pracujeme s předpokladem, že se recesi zcela vyhne. V uplynulém roce také koruna značně zpevňovala v reálném vyjádření, když cenová hladina měřená deflátorem HDP i CPI indexem rostla u nás citelně rychleji než v eurozóně. To může do budoucna rovněž odčerpávat potenciál pro její nominální posilování.

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 filtrace reálného bilaterálního kurzu konzistentního s vnitřní (produkční mezera) a vnější (mezera podílu čistého exportu na HDP) rovnováhou ekonomiky.

Na konci loňského roku byla koruna podle našeho odhadu nadhodnocená oproti rovnovážné hodnotě zhruba o 0,3 CZK/EUR (24,3 vs 24,6 CZK/EUR).[3]

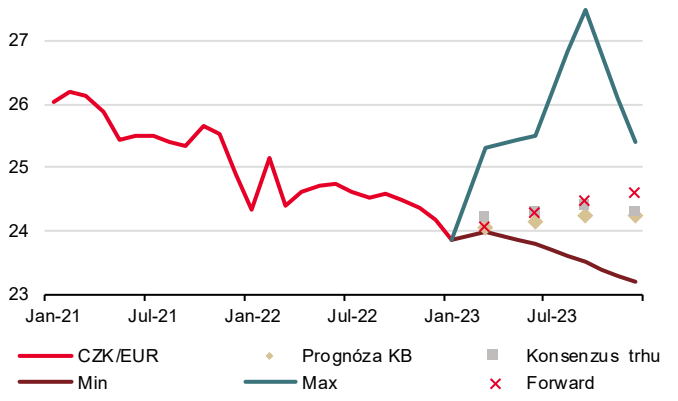
Tlaky na korunu bude částečně vyvažovat oslabování amerického dolaru a zlepšování bilance zahraničního obchodu. Dolar by se podle našich předpokladů mohl do konce letošního roku posunout na 1,12 USD/EUR. Pokračovat by letos mělo rovněž oživování zahraničního obchodu, které bude zároveň podpořeno znovuotevřením čínské ekonomiky. Zpomalování domácí inflace by navíc mohlo přispět k uzavírání inflační mezery tuzemské ekonomiky vůči eurozóně. Předpokládáme, že ve stejném směru budou působit i stále značné devizové rezervy ČNB. **Celkově očekáváme, že depreciační tendence i tak mírně převáží, což vyústí do konce roku v lehké oslabení koruny k úrovni 24,25 CZK/EUR.**

Prognóza kurzu koruny (konec období)

	Q1 23f	Q2 23f	Q3 23f	Q4 23f
CZK/EUR	24,05	24,15	24,25	24,25
CZK/USD	22,70	21,95	21,65	21,65
USD/EUR	1,06	1,10	1,12	1,12

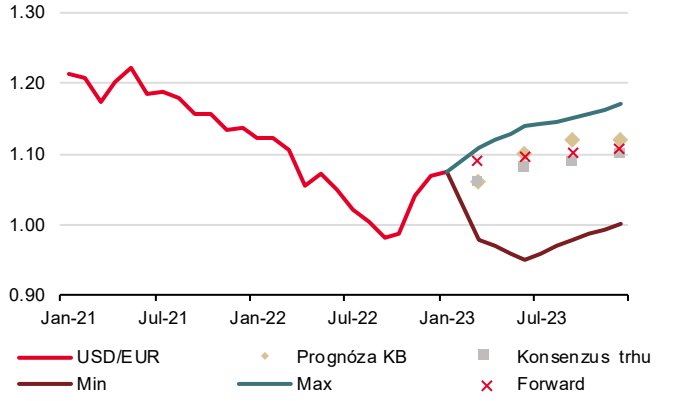
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 24. 1. 2023)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Předpokládaný vývoj kurzu USD/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 24. 1. 2023)



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

Rizika pro výhled koruny zůstávají výrazná

Riziko je zejména pro druhou polovinu letošního roku spojeno s případným obnovením problémů s nedostatkem energií. To by mohlo opět vystupňovat tlak na středoevropské měny. V opačném směru by mohla překvapit rychlejší dezinflace a výraznější obnovení zahraničního obchodu. Významnou nejistotou zůstává i zahraniční vývoj, a to jak hloubka případné recese v USA a/nebo EU, tak vývoj amerického dolaru, resp. rychlost utahování měnových podmínek a výše terminální úrokové sazby Fedu a ECB. Zvýšenou volatilitu by mohlo přinést také případné veřejné ukončení současného intervenčního režimu ze strany ČNB.

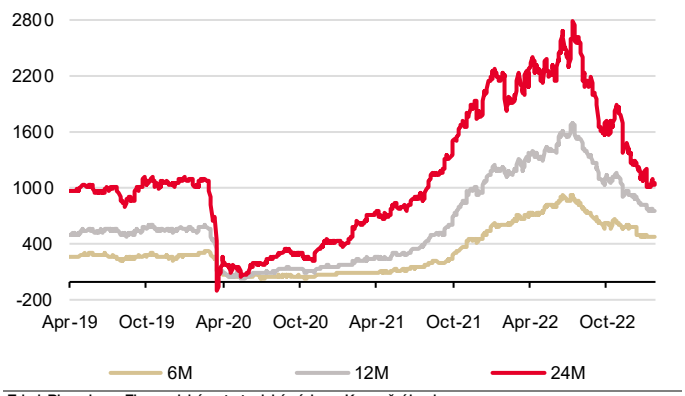
Pokles úrokového diferenciálu dále sráží forwardové body

Podmínky pro zajištění kurzu proti posílení se v souvislosti s poklesem úrokového diferenciálu dále zhoršovaly. V nejbližších měsících očekáváme další nárůst tržních úrokových sazeb v eurozóně. Úrokový diferenciál se tak může ještě mírně ztenčit. To by mělo

[3] Hypotetická rovnovážná hodnota vychází z průměru modelových filtrací reálných bilaterálních kurzů vůči euru, které jsou konzistentní s vnitřní a vnější rovnováhou ekonomiky. Reálné kurzy jsou deflovány pomocí CPI, PPI i deflátoru HDP, a to z důvodu zvýšené nejistoty ohledně spolehlivosti jednotlivých ukazatelů cenové hladiny, které se od sebe v uplynulém roce značně odchýlily.

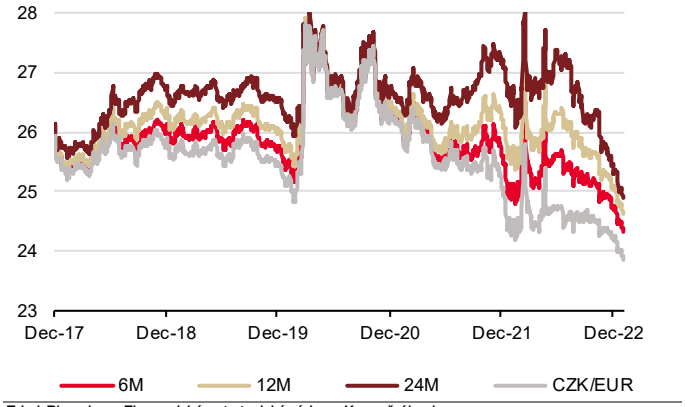
do značné míry kompenzovat lehké oslabení spotového kurzu. Forwardové kurzy tak z našeho pohledu již v nejbližších měsících velký prostor pro další posilování nemají.

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

Letošní rok bude doprovázet mírný útlum úvěrové aktivity

Půjčky nefinančním podnikům, zejména v H2 22, výrazně přispěly k solidnímu růstu úvěrů v minulém roce. Letošní rok by se však již měl nést ve znamení utlumené úvěrové aktivity, v souvislosti se slabším růstem ekonomiky a postupným doznínáním přísnějších měnových podmínek. Trh s rezidenčními nemovitostmi pokračoval v ochlazování. V následujících čtvrtletích podle nás průměrné ceny domů a bytů klesnou, byť jen mírně. Nicméně slabší poptávka a dražší financování udrží hypoteční trh v útlumu. Podobný příběh zažije i spotřební financování. Expanzi vkladů pravděpodobně podpoří spoření domácností a solidní finanční situace firem. Pozvolné zotavení z mělké a krátké recese bude doprovázeno jen mírným nárůstem rizika na bankovních portfoliích.

Hypoteční trh zůstane po většinu letošního roku v útlumu. Ceny nemovitostní přitom projdou nepatrnou korekcí.

Hypoteční trh v útlumu, ceny nemovitostí však čeká jen mírný pokles

Trh s rezidenčními nemovitostmi ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku pokračoval v ochlazování. Nabídkové ceny bytů nicméně mezičtvrtletně dále rostly o 0,5 % po sezonním očištění (vs 2,4 % q/q v Q3 22), zatímco realizované ceny, zveřejňované s větším zpožděním, v Q3 22 rostly o 1,2 % q/q. Meziročně byly nabídkové ceny o více než 18 % vyšší. Nadále tak platí, že v Česku panuje jedna z nejhorších cenových dostupností bydlení v rámci nejen EU, ale i OECD. Ochlazování nemovitostního trhu by mělo pokračovat i nadále a v nejbližším horizontu by podle nás mělo dojít k mírnému poklesu cen. Ten bude patrný zejména v nižších segmentech nemovitostí společně s energeticky náročnými a rekreačními objekty, které postupně připlouvají na trh, zatímco hypoteční trh pomalu zamrzává. Mírný pokles cen spolu s námi očekávanou solidní mzdovou dynamikou implikuje zlepšení cenové dostupnosti bydlení, které však pouze mírně zkoriguje předchozí dramatické zhoršení od roku 2020 vlivem razantního tempa zdražování nemovitostí.

Bankovní úvěry a depozita (y/y, %)

	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Bankovní úvěry														
Celkem	6,9	7,6	6,4	4,9	5,2	4,3	4,3	4,6	**4,9**	**6,3**	**4,7**	**5,8**	**6,5**	**6,4**
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	8,8	6,8	4,9	2,9	3,5	3,0	3,0	3,5	**9,9**	**7,9**	**3,1**	**5,1**	**6,8**	**6,5**
Spotřebitelské úvěry domácnostem	7,0	6,0	7,5	6,3	6,8	6,6	4,5	4,7	**3,3**	**7,4**	**6,1**	**5,8**	**6,4**	**7,0**
Úvěry nefinančním podnikům	7,7	7,9	6,2	4,2	5,3	4,0	5,0	5,8	**0,9**	**7,3**	**4,6**	**6,8**	**6,8**	**6,3**
Bankovní vklady														
Celkem	8,3	7,9	7,9	9,4	7,9	5,6	5,4	4,3	**8,3**	**7,2**	**7,1**	**5,0**	**5,3**	**5,5**
Obyvatelstvo	4,1	3,6	4,3	6,5	5,6	5,2	4,6	3,4	**10,2**	**4,0**	**5,5**	**4,9**	**6,1**	**6,2**
Nefinanční podniky	5,6	11,1	9,9	8,5	8,8	4,4	5,8	4,7	**8,3**	**8,7**	**6,9**	**5,4**	**4,7**	**4,7**
Ostatní	18,0	13,1	14,9	15,0	11,1	7,2	6,9	5,5	**4,9**	**12,3**	**10,1**	**4,9**	**4,3**	**5,1**
Podíly na HDP														
Podíl úvěrů na HDP	61,6	61,5	60,2	59,1	58,5	58,7	58,0	57,7	**63,5**	**61,5**	**58,6**	**58,3**	**58,9**	**59,5**
Podíl vkladů na HDP	98,6	97,1	87,3	96,9	96,1	93,9	85,0	94,5	**97,7**	**95,4**	**93,0**	**91,9**	**91,8**	**92,0**
Podíl úvěrů na vkladech	62,4	63,3	68,9	61,0	60,8	62,6	68,2	61,1	**65,1**	**64,6**	**63,1**	**63,6**	**64,3**	**64,9**
Úrokové sazby														
Úvěry pro bytové potřeby	4,4	4,9	4,8	4,8	4,8	4,7	4,5	4,3	**2,4**	**4,5**	**4,7**	**4,1**	**3,9**	**3,9**
Spotřebitelské úvěry	8,8	9,7	9,7	10,1	10,2	10,5	10,5	10,0	**7,4**	**9,1**	**10,3**	**9,5**	**8,5**	**8,6**
Úvěry nefinančním podnikům	7,9	8,4	8,0	8,1	8,2	7,9	6,9	6,1	**2,4**	**7,6**	**7,8**	**5,3**	**4,1**	**4,1**
Podíl úvěrů v selhání														
Úvěry pro bytové potřeby	0,8	0,7	0,7	0,9	1,1	1,2	1,3	1,3	**1,0**	**0,7**	**1,1**	**1,4**	**1,6**	**1,7**
Spotřebitelské úvěry	4,0	4,0	3,9	4,3	5,2	5,9	6,0	6,5	**5,2**	**4,1**	**5,4**	**7,1**	**7,8**	**7,9**
Úvěry nefinančním podnikům	3,5	3,3	3,5	3,8	4,1	4,4	4,6	4,7	**4,1**	**3,5**	**4,2**	**4,8**	**5,0**	**4,7**

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

Loňské druhé pololetí se neslo ve znamení výrazného ochlazení hypotečního trhu. Čísla za H2 22 však stále významně ovlivnilo čerpání předzásobených hypoték s výhodnějšími podmínkami. Po odhadovaném růstu o 7,9 % v roce 2022 čekáme, že hypoteční trh po většinu letošního roku zůstane téměř zamrzlý, když v průměru poroste o 3,1 %. K růstu stavu úvěrů významně přispěje opětovné zařazení úvěrového portfolia Sberbank do statistik očekávané v Q2 23. S návratem delších úrokových sazeb na příznivější úrovně a postupným obnovováním růstu ekonomiky podle nás příští rok dojde i k oživení hypotečního trhu (5,1 %).

Slabší poptávka domácností povede ke zpomalení spotřebního financování

Růst spotřebního financování zpomalí v souvislosti s útlumem poptávky domácností a vyšší mírou spoření.

Výrazný útlum spotřeby a přetrvávající negativní sentiment domácností se vloni, především v H2 22, podepsal na pomalejším růstu spotřebního financování.[4] Slabší poptávka domácností a vyšší sazby na spotřebních úvěrech značně omezí spotřební úvěrování i tento rok. Naproti tomu však bude působit pokračující dobrá situace na trhu práce a s tím spojený solidní růst mezd. Čekáme, že růst spotřebitelských úvěrů po odhadovaných 7,4 % v minulém roce letos zpomalí na 6,1 % y/y. K tomu významně pozitivně přispěje i nadále vysoká inflace, která se promítá ve vyšších osobních nákladech domácností, a tudíž vyšší míře zadlužování.

Výraznější ochlazení úvěrové aktivity čeká letos i sektor nefinančních podniků

Poptávka po provozním a cizoměnovém financování bude v porovnání s minulým rokem pravděpodobně výrazně nižší.

Úvěrový apetit nefinančních podniků (NFP) v minulém roce vykázal vysokou odolnost, když úvěry NFP podle nás vzrostly v průměru o 7,3 %, a to především díky provoznímu financování a substituci korunových a eurových úvěrů. Zatímco stav korunových úvěrů od Q2 22 setrvale klesal, poptávka po cizoměnových úvěrech výrazně vzrostla. Současně se jejich podíl na celkovém stavu úvěrů pohybuje lehce nad 45 %, přitom pět let zpět činil necelých 28 %. Trend provozního financování by měl nadále slábnout s odezněním problémů v subdodávkách a již pouze mírnějším růstem cen výrobních vstupů v souvislosti s poklesem cen komodit na světových trzích. Zároveň i zdražení eurového financování, vzhledem k námi očekávaným krokům ECB, by mělo přispět k ochlazení úvěrové aktivity NFP. Odhadujeme, že slabší růst ekonomiky v letošním roce, byť s vysokým příspěvkem čistého exportu a pozvolným oživením investic v H2 22, povede ke zpomalení růstu úvěrů pro nefinanční podniky na 4,6 % za celý rok 2023, resp. 5,1 % v případě objemu celkových podnikatelských úvěrů.

Expanze vkladů letos předčí růst úvěrů

Spoření domácností spolu s dobrou finanční situací a odkladem investic nefinančních podniků posílí expanzi vkladů.

Snaha domácností o spoření, podpořené solidním růstem disponibilních příjmů jak díky valorizaci důchodů, tak i solidnímu mzdovému růstu, pomůže expanzi vkladů domácností, které podle nás letošní rok celkově porostou v průměru o 5,5 %. V opačném směru budou však působit zvýšené osobní náklady a odliv prostředků do nebankovních řešení za účelem hledání výnosů s ohledem na stále vysokou inflaci. Dobrá finanční situace podniků a odložená investiční aktivita se pozitivně podepíše na celkovém růstu depozit, který podle našeho odhadu bude tento rok činit v průměru 7,1 %, podobně jako minulý rok.

Loňská mělká recese a letošní slabší růst vyústí v mírné zvýšení rizik úvěrů

Mělká recese a následné pozvolné oživení tuzemské ekonomiky povedou pouze k mírnému nárůstu podílu NPL.

Zatím stále nedochází k výraznější realizaci rizika na bankovních portfoliích, podíly nevýkonných úvěrů (NPL) se nadále pohybují poblíž historických minim. Slabší výkon ekonomiky a přísnější úvěrové podmínky by letos podle nás měly vést k mírnému nárůstu NPL. Vzhledem k opožděné reakci kreditního cyklu na makroekonomický vývoj bude ale nárůst NPL velmi pozvolný. Navíc úrokové náklady jak firem, tak i domácností se momentálně pohybují na stále relativně příznivých úrovních (viz Box). Rostoucí expozice bank vůči cizoměnovým pozicím mírně zvyšuje potenciální riziko, nicméně nadcházející tvorba oprávek by měla být zcela dostatečná i s ohledem na odolnost tuzemského bankovního sektoru.

[4] Q4 22 byl významně ovlivněn reklasifikací některých úvěrů v objemu zhruba 6 mld. CZK, které byly přidány do kategorie spotřebních úvěrů.

Klíčové ekonomické ukazatele

Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
HDP	reálný, %	3,0	-5,5	3,5	2,5	0,3	2,4	2,5	2,6
Inflace	průměr období, %	2,8	3,2	3,8	15,1	12,9	2,5	2,1	1,9
Běžný účet platební bilance	% HDP	0,3	2,0	-0,8	-6,2	-3,8	-1,8	-1,4	-0,3
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	24,6	24,2	24,4	24,6	24,7
CZK/USD	průměr	22,9	23,2	21,7	23,4	22,0	21,4	21,2	20,6

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

Měna a úrokové sazby – výhled

		24-01-2023	Mar-23	Jun-23	Sep-23	Dec-23	Mar-24
CZK/EUR	konec období	23,9	24,05	24,15	24,25	24,25	24,30
USD/EUR	konec období	1,08	1,06	1,10	1,12	1,12	1,13
CZK/USD	konec období	22,1	22,70	21,95	21,65	21,65	21,45
3M PRIBOR	konec období, %	7,21	7,25	7,30	6,40	5,40	4,85
10Y IRS	konec období, %	3,94	4,05	4,10	4,00	3,75	3,60

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

Měsíční makroekonomická data

		IV-22	V-22	VI-22	VII-22	VIII-22	IX-22	X-22	XI-22	XII-22
Inflace (CPI)	%, y/y	14,2	16,0	17,2	17,5	17,2	18,0	15,1	16,2	15,8
Inflace (CPI)	%, m/m	1,8	1,8	1,6	1,3	0,4	0,8	-1,4	1,2	0,0
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	26,6	27,9	28,5	26,8	25,2	25,8	24,1	21,3	20,1
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	2,3	1,9	1,4	0,3	-0,1	1,2	0,6	-1,0	-1,1
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	3,3	3,2	3,1	3,3	3,4	3,5	3,5	3,5	3,7
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	-7,3	4,5	2,7	-2,5	9,9	8,4	2,9	0,5	n.a.
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	0,7	18,8	18,2	12,8	29,6	26,9	19,5	17,8	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	3,4	4,3	1,5	-4,1	1,8	-2,9	1,0	-0,8	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (nár. met.)	-28,4	-27,7	-14,6	-22,6	-29,6	-13,3	-25,1	-25,5	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	-2,3	-21,2	-50,6	-40,7	-101,1	-68,9	-34,8	-39,3	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	-12,5	-47,9	-58,4	-57,9	-123,0	-41,0	-26,8	-17,2	n.a.
M2	%, y/y	5,6	6,3	5,3	5,3	5,3	5,5	5,9	5,9	n.a.
Státní rozpočet	mld.CZK (od zač. roku)	-100,1	-189,3	-183,0	-192,7	-231,1	-270,9	-286,7	-337,1	-360,4
3M PRIBOR	%, průměr	5,36	5,97	6,64	7,30	7,27	7,25	7,28	7,27	7,26
CZK/EUR	průměr	24,4	24,8	24,7	24,6	24,6	24,6	24,5	24,4	24,3
CZK/USD	průměr	22,6	23,4	23,4	24,2	24,3	24,8	24,9	23,9	22,9

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

Upozornění

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku https://www.trading.kb.cz.

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM


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

Ekonomové


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


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


Kevin Tran Nguyen
(420) 222 008 598
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


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


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


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

Velká Británie


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

Severní Amerika


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

Indie


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

Korea


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

Čína


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

Čína a okolí


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

Japonsko


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

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

Vedoucí strategie sazeb pro USA


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


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


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


Mathias Kpade
+33 157294393
mathias.kpade@socgen.com


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


Theodore Kalambokidis
+1 212 278 4504
theodore.kalambokidis@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


Gergely Urmossy
+44 20 7762 4815
gergely.urmossy@sgcib.com


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


Marek Dřímal
(44) 20 7550 2395
marek.drimal@sgcib.com


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


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