Čtvrtletní zpráva

Ekonomické výhledy

Ceny energií – z padoucha hrdinou



©iStock

■ **Recese za námi, růst ekonomiky před námi.** Ve druhé polovině loňského roku ekonomika prošla technickou recesí. Letos již čekáme oživení spotřeby domácností i průmyslové produkce. HDP poroste o 0,6 % a v příštím roce o 1,8 %.

■ **Levnější energie pomohou stlačit inflaci k cíli.** Na vývoj meziroční inflace bude i nadále působit vyšší srovnávací základna a její pokles tak bude pokračovat. Za celý rok 2023 však i tak dosáhne 11,8 %. Očekávané zlevnění spotřebitelských cen energií přispěje k výraznému snížení inflace na průměrná 2 % v roce 2024. Jádrová složka ale setrvá nad 2 %.

■ **Sazby ČNB zůstanou vyšší po delší dobu.** Ukazují na to vyjádření bankovní rady spolu s námi očekávaným oživením ekonomiky a zrychlením růstu mezd. První snížení sazeb čekáme letos v září a dosažení rovnovážných 3 % až v roce 2025.

■ **Pozdější a mírnější sestup tržních sazeb.** Krátký konec výnosové křivky by měl v souladu se zahájením uvolňování domácí měnové politiky v Q3 23 postupně klesat a snižovat tak inverzi celé křivky.

■ **Posilující trend koruny se vyčerpává.** V souvislosti s dalším zužováním úrokového diferenciálu vůči eurozóně a dosavadním citelným reálným zpevněním očekáváme v ročním horizontu mírné oslabení koruny k euru.


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 se začínají opět roztáčet

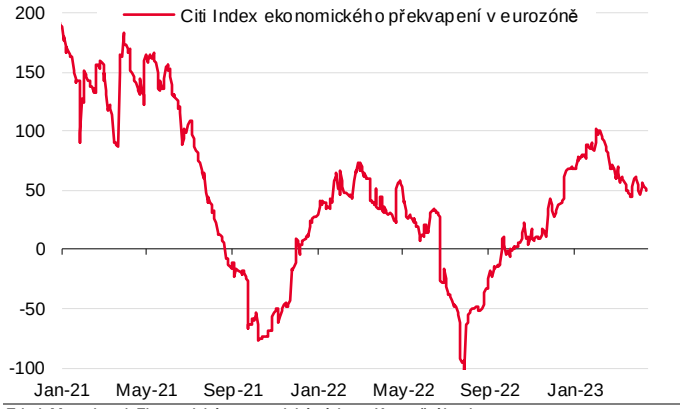


Jan Vejmělek
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

V lednovém vydání *Ekonomických výhledů* jsem svůj úvodník končil přáním „*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.*“ S odstupem pár měsíců můžeme konstatovat, že i když březnové a dubnové pocitové teploty příliš jarní nebyly, na ekonomickém poli začalo být zvyšování obrátek patrné.

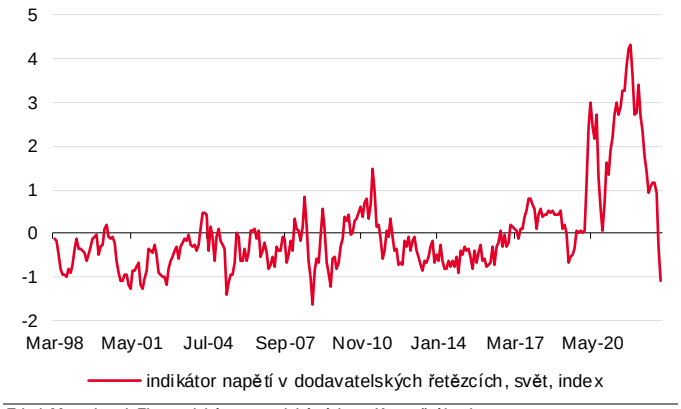
Vstup do roku 2023 se české ekonomice vydařil, recese podle našeho odhadu s loňským rokem skončila. S podtitulem předchozího vydání *Ekonomických výhledů*, který zněl *Recese už tu byla? A kdy?* jsme šli s kůží na trh. Jako jedni z mála jsme čekali, že tuzemská ekonomika po mírných mezičtvrtletních poklesech během druhé poloviny loňského roku v průběhu letošního prvního kvartálu vzroste. Sice o nepatrných 0,1 %, ale vzroste. Nyní je naše přesvědčení ještě silnější. První tři měsíce roku 2023 podle nás vykázaly mezičtvrtletní vzestup českého hospodářství o 0,2 %. A ještě lépe to vypadá u našeho klíčového obchodního partnera. V případě Německa totiž kolegové ze Société Générale předpokládají mezičtvrtletní růst tamní ekonomiky během Q1 23 o 0,4 %. Zdá se, že potíže v globálním dodavatelském řetězci jsou za námi, zveřejněné evropské indikátory, a to nejenom z německého průmyslu, nadále příjemně překvapují.

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.

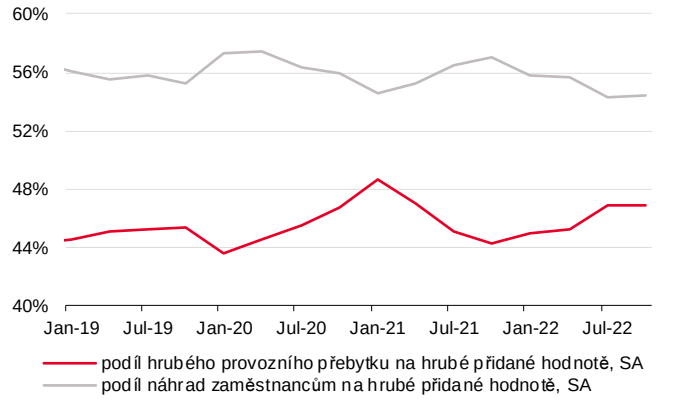
Potíže v globálním výrobním řetězci jsou minulostí



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

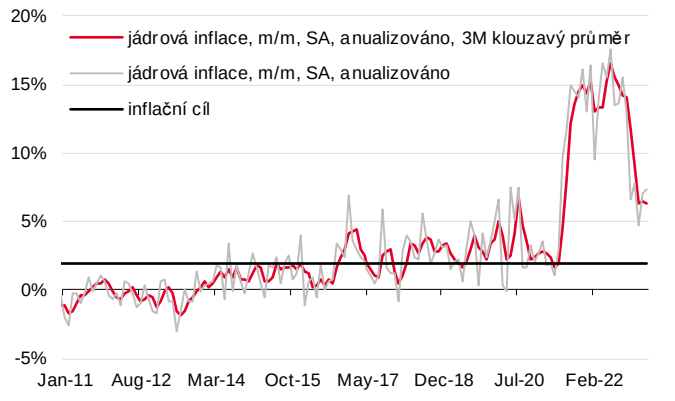
Mělká forma recese druhé poloviny loňského roku prakticky nepoznamenala napjatý trh práce, který se navíc potýkal s přílivem ukrajinských migrantů. Podíl nezaměstnaných se zastavil těsně pod 4 % a nyní již posílen sezónními faktory opět míří směrem dolů. Důvodem je obecný nedostatek pracovní síly a zkušenost z poslední krize, kdy firmy obtížně najímaly dříve propuštěné pracovníky zpět. Trh práce je významným proinflačním rizikem. Síla pracovníků zohlednit loňský inflační šok a s tím související propad reálných mezd v letošních mzdových vyjednávání se zdá být hodně silná, soudě podle neúplných statistik za první měsíce letošního roku. V průmyslu i ve stavebnictví pozorujeme dvouciferná meziroční tempa u nominálních mezd a dosavadní vývoj mzdových vyjednávání ukazuje, že zaměstnavatelé jsou ochotni vysokou inflaci do značné míry kompenzovat. Koneckonců se jim v loňském roce dařilo zvýšené náklady na straně vstupů přenášet na koncové spotřebitele, jak dokumentuje vývoj ziskovosti v sektoru nefinančních podniků. Podíl hrubého provozního přebytku na vytvořené přidané hodnotě se v průběhu loňského roku zvyšoval, a to právě na úkor náhrad zaměstnancům. Pro letošní rok pak prostor pro zvýšení mezd na straně firem vytváří i pokles cen ostatních vstupů jako jsou energie, ceny v mezinárodní tranzitní dopravě apod. Růst mezd a hospodaření sektoru vládních institucí, který v posledních třech letech napumpoval do ekonomiky velké množství peněz, jsou tedy těmi faktory, které musí vzbuzovat v centrálních bankéřích obavy.

Ziskové marže nefinančních podniků vloni vzrostly na úkor zaměstnanců



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

Jádrová inflace neklesá dostatečně rychle



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

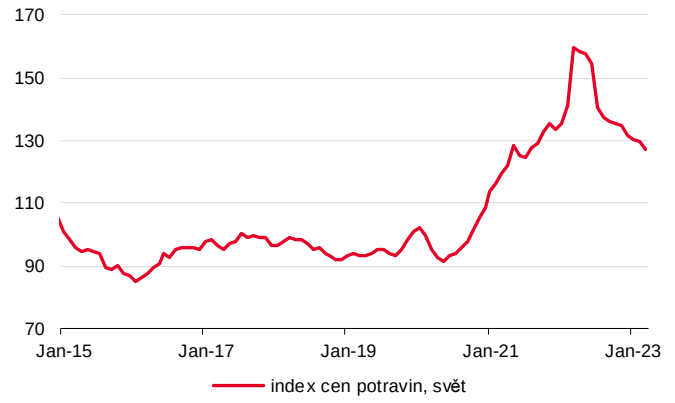
Inflace půjde dolů, úrokové sazby také. Otázkou je ovšem kdy. Ceny potravin podle nás z pohledu meziroční dynamiky aktuálně kulminují, ceny energetických komodit na trzích jsou již na předválečných úrovních. Tak jak ceny energií vloni výrazně přispěly k inflaci, nyní již budou působit opačně, zkrátka *pro ceny energií platí, že z padoucha se stávají hrdiny*. Vzhledem k loňské vysoké statistické základně tak meziroční inflace půjde dále rychle dolů, v polovině roku již může spadnout do jednociferných hodnot. Největší neznámou a rizikem je, že jádrová inflace půjde k inflačnímu cíli jen velmi neochotně. A to by mělo centrální bankéře od snižování úrokových sazeb odrazovat. Během nadcházejících týdnů by mělo být jasno, jak moc to vláda myslí vážně s konsolidací veřejných financí a od toho se pak bude zřejmě odvíjet i ochota centrálních bankéřů, pokud vývoj mezd dovolí, přistoupit na podzim k prvnímu snížení úrokových sazeb.

Velkoobchodní cena elektrické energie je na předválečných úrovních



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ceny potravin ve světě mají vrchol za sebou (2014-2016=100)



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

Za pár dní se dozvíme rychlý odhad výkonnosti české ekonomiky během prvního čtvrtletí. I námi předpokládaný mezičtvrtletní vzestup o 0,2 %, který patří k nejoptimističtějším na trhu, bude znamenat meziroční pokles HDP (o -0,1 %). Za Q2 23 pak předpokládáme pouze meziroční nulu. **Média i někteří politici se nám budou snažit vsugerovat, že jsme v recesi. Nejsme. Již během letošního třetího čtvrtletí se vrátíme na předpandemickou úroveň**, kde bohužel stále jako téměř jediní ze zemí EU (spolu se Španělskem) nejsme.

Naše aktualizovaná makroekonomická prognóza předpokládá pro nejbližší měsíce pokračující pokles inflace, nízkou míru nezaměstnanosti a zvyšování ekonomické aktivity. V kombinaci

s dále se zlepšující zahraniční poptávkou by se to vše mělo odrazit v dalším zlepšení indikátorů důvěry. A nedávné turbulence v americkém a evropském bankovním sektoru na tom nic nezmění. Jak popisuje Kevin Tran Nguyen v boxu *Český bankovní sektor kotvou finanční stability*, tuzemský bankovní trh je velmi odolný. V klidu Vám tedy mohu popřát příjemné čtení jarního vydání *Ekonomických výhledů* Komerční banky.

Obsah

Vnější prostředí a předpoklady prognózy **6**

Makroekonomická prognóza a měnová politika **9**

Fiskální politika **15**

Tabulka prognózy **19**

Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy **20**

Korunový devizový trh **25**

Bankovní sektor **29**

Box: Český bankovní sektor je kotvou finanční stability 31

Klíčové ekonomické ukazatele **34**

Upozornění **35**

Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

Snižování úrokových sazeb není na pořadu dne

Zpřísňování měnové politiky v USA jde do finále. Snižování úrokových sazeb v letošním roce ale nečekáme. Vzhledem k vysoké jádrové inflaci i utaženému trhu práce naše prognóza počítá s uvolňováním měnových podmínek kvůli tamní recesi až v roce 2024. To eurozóně se recese spíše vzdaluje. Vyhne se jí dokonce i německá ekonomika. Prioritou pro Evropskou centrální banku tak bude inflace, jejíž jádrová složka se bude vracet k cíli pouze pozvolna. Depozitní sazba podle našeho odhadu vzroste až na 4 %, a to v září letošního roku. Evropský bankovní sektor považujeme za dostatečně stabilní na to, aby se ECB mohla plně věnovat plnění svého cíle. Pro zajištění bankovní stability má jiné nástroje než úrokové sazby.

USA: Uvolňování měnové politiky přijde později, než trh čeká

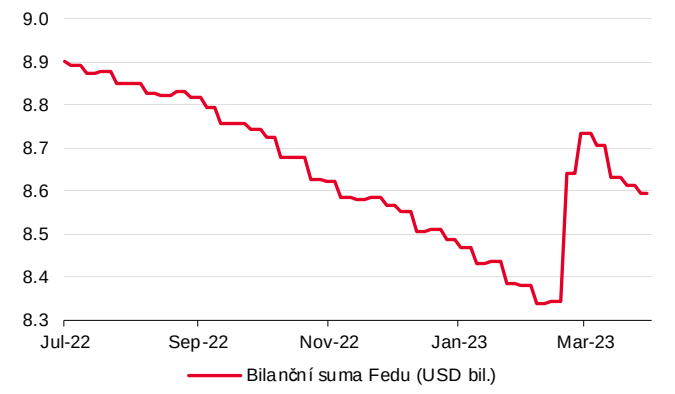
Klíčová sazba Fedu dosáhne vrcholu na úrovni 5,00-5,25 %.

Americká centrální banka v březnu zvýšila klíčovou úrokovou sazbu o 25 bb na 4,75-5,00 %. Centrální bankéři k tomuto kroku přistoupili navzdory potížím v tamním bankovním sektoru, přičemž šéf centrální banky J. Powell uvedl, že další zpřísnění měnové politiky může následovat. S tím počítá i stávající prognóza Fedu. To, že obavy z dalšího vývoje amerického bankovního sektoru nejsou malé, dokládá i vysoký zájem bank o dodatečnou likviditu. Bilanční suma Fedu, která díky omezování nákupů aktiv zahájeného v polovině loňského roku poklesla o 0,6 bilionu dolarů (k 10. 3. 2023), opět ve spojitosti s bankovní krizí vzrostla na 8,7 bilionu (k 24. 3. 2023). Je sice pravděpodobné, že po zklidnění obav opět klesne, celou situaci nicméně dobře dokresluje. Přesto počítáme s tím, že centrální banka zvýší úrokové sazby v květnu ještě jednou, a to o 25 bb na terminálních 5,00-5,25 %. Zde by sazby měly nějakou dobu zůstat, což je i v souladu s prognózou Fedu.

Trh očekává snižování úrokových sazeb již v letošním roce.

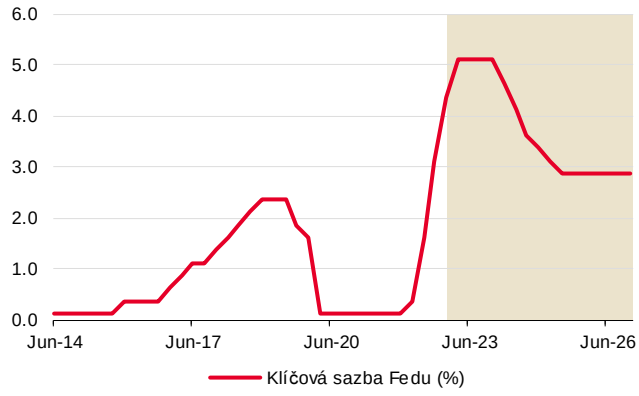
Trh je v očekávání opětovného uvolňování měnové politiky Fedu výrazně agresivnější. Od druhé poloviny letošního roku již počítá se snižováním úrokových sazeb, a to o více než 50 bb do konce letošního roku. Naše prognóza vzhledem k vysoké jádrové inflaci a prozatím solidní výkonnosti ekonomiky předpokládá, že k prvnímu snížení sazeb dojde až počátkem příštího roku.

Bankovní krize opět nafoukla bilanční sumu Fedu



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Utahování měnové politiky se blíží svému vrcholu



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Zpomalování jádrové inflace brzdí rostoucí ceny nájemného.

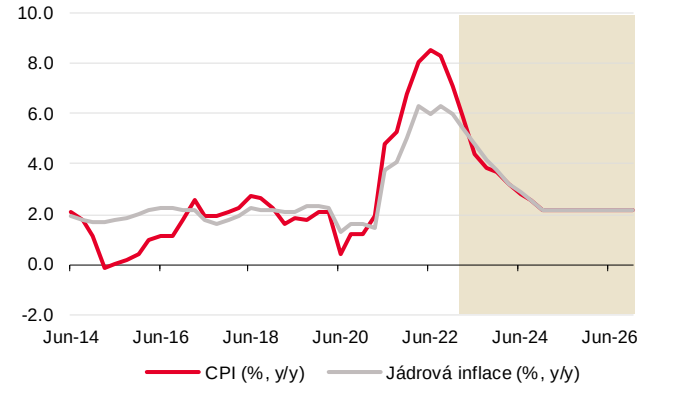
Jádrová inflace dosáhla v březnu 5,6 % y/y. K jejímu zpomalení bude třeba nižší tempo růstu cen nájemného (které očekáváme v nadcházejících měsících) než současných 8-9 % y/y, a zároveň ochlazení trhu práce. Tvorba nových pracovních míst překvapovala v posledních měsících ve směru nahoru. Některá odvětví, jako zdravotnictví, rekreace či školství, se stále ještě v počtu pracovníků nedostala na předcovidovou úroveň. Té bude dosaženo

v následujících měsících, přičemž tvorba pracovních míst poté začne zpomalovat. S tím by měla začít klesat i jádrová inflace, která by se podle nás měla dostat ke 2 % v závěru příštího roku.

Ekonomika v Q1 23 rostla solidním tempem.

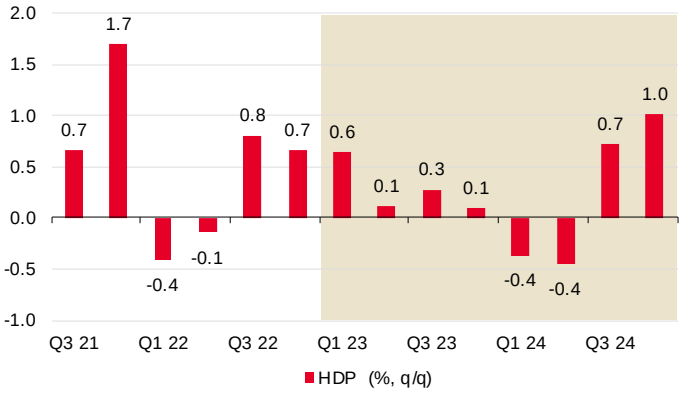
Díky dobré situaci na trhu práce i solidně rostoucím mzdám zůstávají výdaje Američanů v reálném vyjádření vysoké (v Q1 23 si podle našeho odhadu připsaly 4,4 % q/q anualizovaně). To by v Q1 23 mělo pomoci ekonomice k růstu o 2,2 % q/q v anualizovaném vyjádření. V dalších čtvrtletích pak již očekáváme podstatně nižší dynamiku HDP s tím, že v prvním pololetí roku 2024 si americká ekonomika projde mělkou recesí. Zároveň s tím začne Fed podle naší prognózy snižovat sazby, a to až na úroveň 2,75-3,00 % v H1 25.

Inflace se v USA vrátí na cíl nejdříve koncem roku 2024



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Počátkem roku 2024 čeká ekonomiku USA recese



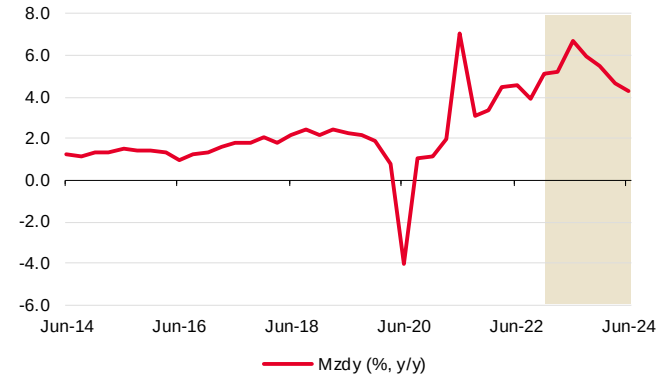
Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Eurozóna: recese se vzdaluje

Německá ekonomika se recesi vyhne.

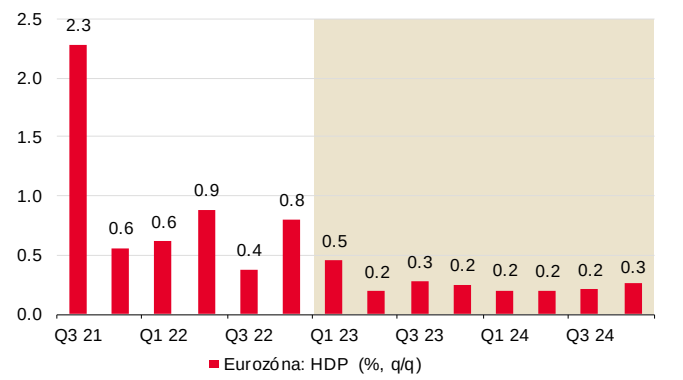
Eurozóna se v letošním roce recesi s největší pravděpodobností vyhne, a to včetně německé ekonomiky. Ekonomika našeho klíčového obchodního partnera v závěrečném čtvrtletí loňského roku doplácela na svou výraznou průmyslovou orientaci. S odeznívajícími problémy v subdodávkách a klesajícími cenami energií však rychle ožívá automobilový průmysl i odvětví silně závislá na dodávkách energií. Německý průmysl tak překvapuje ve směru nahoru, což by mělo pomoci k slušnému růstu tamního HDP o 0,4 % q/q v Q1.

Mzdy v Evropě solidně rostou



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Eurozóna se recesi spíše vzdaluje



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

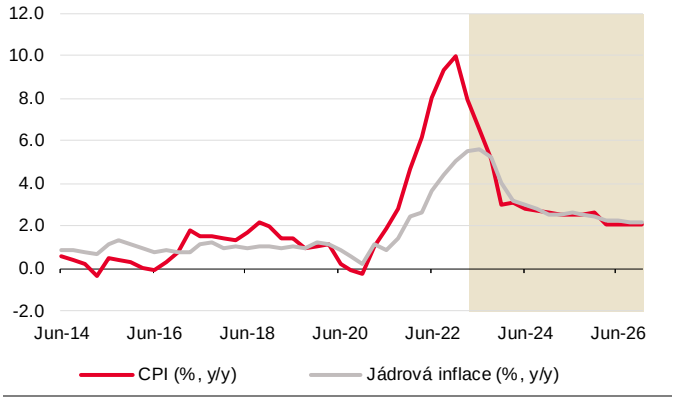
Eurozóna jako celek v Q1 23 podle našeho odhadu vzrostla o 0,5 % q/q, přičemž dynamika HDP by měla zůstat kladná i v dalších čtvrtletích. Pomáhají k tomu covidové úspory domácností, vládní podpůrné programy, nezaměstnanost na historických minimech

(odhad SG: 6,6 % v letošním roce) i solidní růst mezd (odhad SG: 5,7 % v 2023). Firmy se zároveň těší relativně vysokým maržím, jsou ochotny investovat i nabírat nové zaměstnance.

ECB bude muset ve zvyšování úrokových sazeb pokračovat.

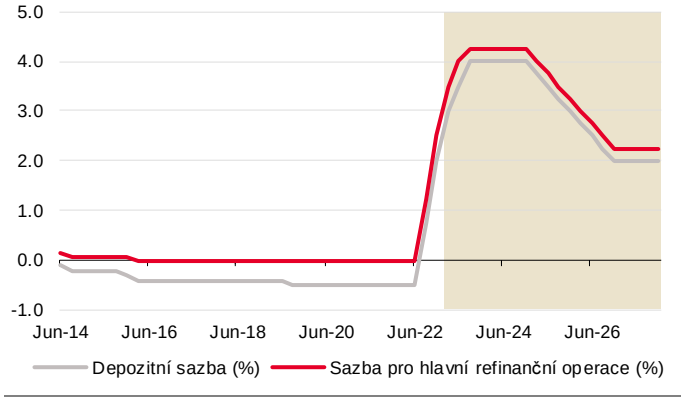
Evropská centrální banka zvýšila v březnu depozitní sazbu o avizovaných 50 bb na 3 %, a to i navzdory problémům druhé největší švýcarské banky Credit Suisse. Se zvyšováním úrokových sazeb bude podle našeho názoru pokračovat, a to až do úrovně 4 %, kam by se depozitní sazba měla dostat v září letošního roku. Rizika se vzhledem k nejistotě spojené s dalším vývojem bankovního sektoru koncentrují ve směru menšího utažení měnové politiky. Finanční trhy ve svých cenách zahrnují očekávání necelého trojího zvýšení sazeb, přičemž zároveň vidí jejich první snížení počátkem příštího roku. My první uvolnění měnových podmínek očekáváme až v Q1 25. Důvodem je fakt, že inflace, především její jádrová složka, se ke dvěma procentům přiblíží až na konci roku 2026. Zároveň předpokládáme, že ECB v červnu zrychlí tempo snižování bilanční sumy na 20 mld. EUR měsíčně, v září na 25 mld. EUR měsíčně, přičemž v únoru 2024 začne redukovat i objem aktiv nakoupených v rámci pandemického programu (o 15-20 mld. EUR měsíčně).

Jádrová inflace zůstává vysoká (%, 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 dolů, otázka je kdy

Polská centrální banka sníží sazby poprvé v září letošního roku.

Polská inflace v březnu zpomalila na 16,2 % y/y z únorových 18,4 %. Tento trend by měl pokračovat i v následujících měsících. Polská centrální banka začne dle vyjádření některých jejích členů o snižování úrokových sazeb uvažovat až inflace poklesne pod 10 % y/y. První snížení úrokových sazeb tak očekáváme v září letošního roku, a to o 25 bb. Další takovýto krok v rozsahu 50 bodů by měl následovat v říjnu, čímž by se klíčová úroková sazba dostala ze současných 6,75 % na 6 %. Kurz polského zlotého by měl být podle naší prognózy v průběhu letošního roku stabilní a pohybovat se kolem úrovní 4,65-4,75 PLN/EUR.

Maďarská centrální banka začne nejprve snižovat jednodenní depozitní sazbu.

Inflace dosáhla svého vrcholu i v Maďarsku, ačkoli stále zůstává na vysokých úrovních (25,2 % y/y v březnu). Jádrová inflace nicméně v březnu ještě mírně vzrostla (z 25,2 % na 25,7 % y/y). Snižování klíčové tříměsíční úrokové sazby tak očekáváme až v Q1 24, kdy by měla poklesnout ze současných 13 % na 10 %. Snížení jednodenní depozitní sazby, která je nyní na 18 %, centrální banka podle nás zahájí v květnu letošního roku. Na 13 % by se sazba měla dostat ve třetím čtvrtletí. V každém případě k takovýmto krokům centrální banka sáhne až tehdy, když si bude jistá, že nepovedou k výprodejům maďarského forintu a opětovnému růstu inflace. Kurz maďarského forintu by měl být v průběhu letošního roku stabilní a pohybovat se kolem 380 HUF/EUR.

Makroekonomická prognóza a měnová politika



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

Obnovený růst ekonomiky a ústup inflace

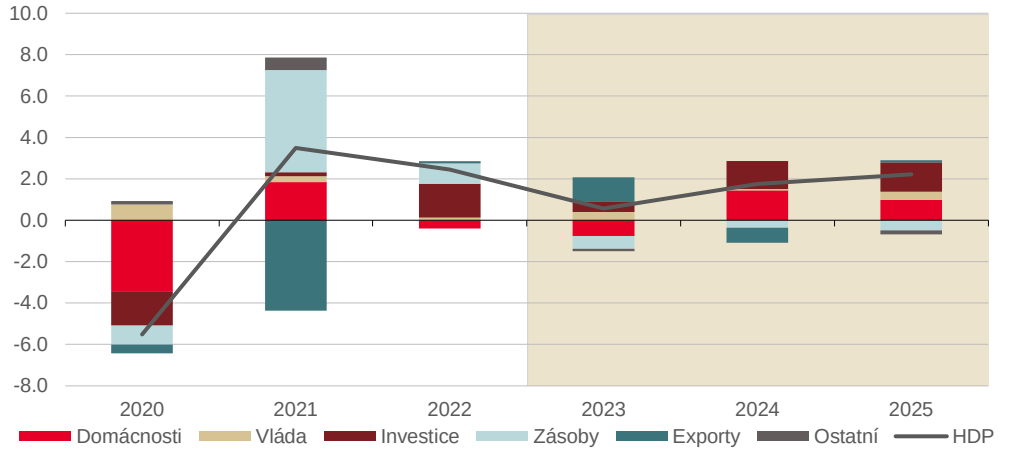
Česká ekonomika si ve druhém loňském pololetí prošla mírnou recesí, která však podle nás skončila. Letos očekáváme postupné oživení spotřeby domácností a ekonomiky jako celku. K obnovení růstu spotřebitelských výdajů pomůže nižší nejistota a vyšší růst mezd související s nadále napjatým trhem práce. Technická recese zatím k nárůstu nezaměstnanosti nevedla a pravděpodobně už ani nepovede. K obnovenému hospodářskému růstu by měl přispět i výkon průmyslu, který podpoří pozitivní růstové vyhlídky zahraničních ekonomik. Oživení tuzemské poptávky se podepíše na pomalejším odeznívání jádrové inflace. Celková inflace by se ale již v příštím roce měla dostat na dvouprocentní cíl ČNB, k čemuž pomohou především levnější energie. Výrazně nižší ceny na velkoobchodních trzích se již začínají propisovat do cen energií pro konečné spotřebitele. ČNB sazby dále nezvýší, bude je ale držet vyšší po delší dobu.

Hlavní změny

HDP:
Ekonomika letos podle nás vzroste o 0,6 %, což je více než jsme předpokládali v minulé prognóze (0,3 %). Oživit by měla spotřeba domácností i výkon průmyslu. V roce 2024 očekáváme zrychlení růstu HDP na 1,8 % (oproti 2,4 % v minulé prognóze).

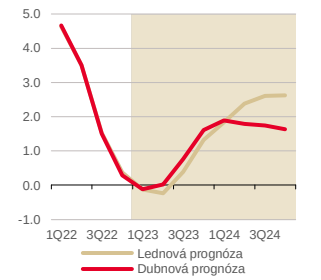
Inflace:
Odhad inflace jsme pro letošní rok snížili z 12,9 % na 11,8 % a pro příští rok z 2,5 % na 2,0 %. Důvodem je především zapracování předpokladu o postupném poklesu cen energií pro konečné spotřebitele. Jádrová inflace naproti tomu v obou zmíněných letech zůstane nad dvouprocentním cílem ČNB.

Letos očekáváme růst ekonomiky o 0,6 %, příští rok pak jeho zrychlení na 1,8 % (%, y/y)



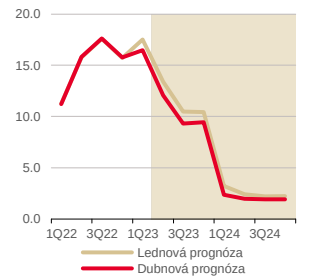
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

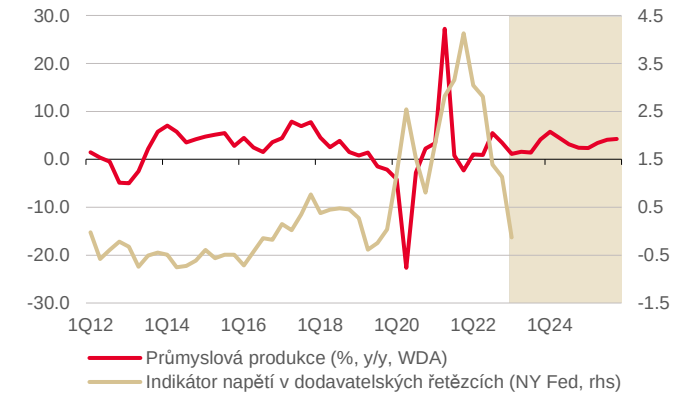
Recese skončila, letos již ekonomika poroste

Tuzemská ekonomika prošla ve druhém loňském pololetí mírnou recesí. Po mezičtvrtletním snížení o 0,3 % ve třetím čtvrtletí klesl HDP ve čtvrtletí čtvrtém o 0,4 % q/q. To byl jen nepatrně horší vývoj, než s jakým jsme počítali (naše lednová prognóza pro Q4 22 předpokládala pokles HDP o 0,3 % q/q). Naplnilo se tak naše očekávání, že recese ekonomiky bude pouze mělká. Z kvalitativního hlediska se v souladu s naší prognózou vyvíjela také struktura HDP. Na pokles ekonomiky nadále působila hlavně nižší spotřeba domácností. Ta se v reálném vyjádření snižovala již pět čtvrtletí v řadě, když ve Q4 22 klesla o 2,8 % q/q a ve srovnání s předpandemickým Q4 19 byla nižší o zhruba 8 %. Domácnosti utrácely méně kvůli vysokým cenám, jejichž růstové tempo výrazně předčilo dynamiku nominálních mezd. To pak vedlo k poklesu kupní síly spotřebitelů. K tomu navíc docházelo v prostředí zvýšené nejistoty spojené s dopady vysokých cen energií a možného nárůstu nezaměstnanosti. Ve Q4 22 mezičtvrtletně klesly i fixní investice. To bylo dáno nižšími investicemi vlády, zatímco soukromé investice pokračovaly v pozvolném růstu. Negativní trend domácí poptávky na druhou stranu vyvažoval setrvale rostoucí čistý vývoz. Ten odrážel oživení průmyslu a kompletaci rozpracovaných výrobků vlivem lépe fungujících dodávek výrobních vstupů. Tvorba zásob se ve Q4 22 mezičtvrtletně mírně snížila, stále se ale pohybovala na vysokých úrovních. Ekonomika jako celek za předpandemickou úrovní ve Q4 22 zaostávala o 1 %.

Ekonomika dosáhne předpandemické úrovně z konce roku 2019 v letošním třetím čtvrtletí. Oproti minulé prognóze tedy o kvartál dříve.

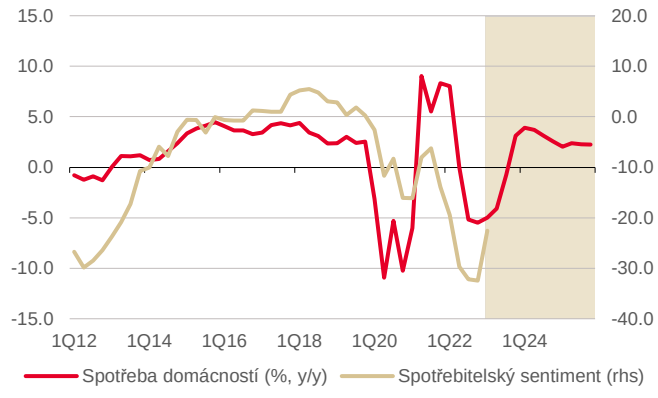
Nadále si myslíme, že recese je již záležitostí minulosti a letošní rok podle nás bude ve znamení pozvolného oživení ekonomiky. Ta v letošním první čtvrtletí podle našeho odhadu mezičtvrtletně vzrostla o 0,2 %, což je o 0,1 pb vyšší růst, než jsme odhadovali v naší minulé prognóze. Očekáváme nepatrné zvýšení spotřeby domácností, na které ukazují měsíční indikátory tržeb z oblasti maloobchodu a služeb. Pesimistické scénáře ohledně silných negativních dopadů vysokých cen energií se nenaplnily a spotřebitelský sentiment se tudíž počátkem letošního roku začal zvyšovat. Podle ukazatele ČSÚ dosáhl nejvyšší úrovně od března loňského roku, kdy v důsledku ruské invaze na Ukrajinu došlo k jeho strmému propadu. Složka hodnotící obavy domácností z růstu cen byla letos v březnu dokonce nejnižší od roku 2016. Nad rámec nižších obav z dopadů vysokých cen energií spojených i s plošnou finanční podporou ze strany státu pravděpodobně působil rovněž obrat trendu vývoje inflace, která v meziročním vyjádření začala od února klesat. Na začátku letošního roku navíc podle našeho odhadu došlo k dalšímu zrychlení růstu nominálních mezd. Tyto faktory budou podle nás působit i po zbytek roku, což povede k pokračujícímu zvyšování výdajů domácností v dalších letošních čtvrtletích. Výkon průmyslu naopak začátkem roku slábl, a to zejména v důsledku obnovených problémů s dodávkami výrobních dílů v automobilovém průmyslu. Březen však podle dat Sdružení automobilového průmyslu (AutoSAP) přinesl silný meziměsíční nárůst produkce aut o 35,5 %, což po sezonním očištění podle našeho odhadu představovalo vzestup o 10,5 % m/m. Letošní březen byl z hlediska objemu produkce automobilového průmyslu nejlepším měsícem od konce roku 2019 a výkon producentů aut se, i přes slabší začátek roku, v prvním letošním čtvrtletí pohyboval poblíž úrovní z doby před pandemií. Situace v globálních dodavatelských řetězcích se podle ukazatele GSCPI (Global Supply Chain Pressure Index) vrátila do normálu. Jeho březnová hodnota se nacházela v blízkosti minim časové řady dostupné od roku 1997. Pro exportně orientovaný výrobní sektor jsou povzbudivou zprávou také velmi silná čísla německého průmyslu z posledních měsíců či očekávaný rychlejší růst čínské ekonomiky. Jako poslední pozitivní faktor zmiňme pokles cen energií na velkoobchodních trzích. Celkově tudíž očekáváme, že se průmyslová produkce bude ve zbytku letošního roku zvyšovat a prostřednictvím čistého exportu významně přispěje k růstu HDP.

Fungování globálních dodavatelských řetězců se plně obnovilo



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

Spotřeba domácností se bude postupně zvyšovat



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Letos podle naší aktuální prognózy česká ekonomika vzroste o 0,6 % a v příštím roce její růst zrychlí na 1,8 %. Ve srovnání s minulou prognózou je námi očekávaný růst pro letošní rok mírně vyšší (0,6 % vs 0,3 %), zatímco pro příští rok nižší (1,8 % vs 2,4 %). HDP by podle našich nových výhledů měl ve všech třech zbylých kvartálech letošního roku růst mezičtvrtletním tempem v rozmezí 0,4-0,5 % a ve výsledku by tak v jeho druhé polovině mělo dojít k uzavření mírně negativní mezery výstupu. K dosažení předpandemické úrovně hospodářské aktivity podle nás dojde v letošním třetím čtvrtletí, oproti předchozí prognóze

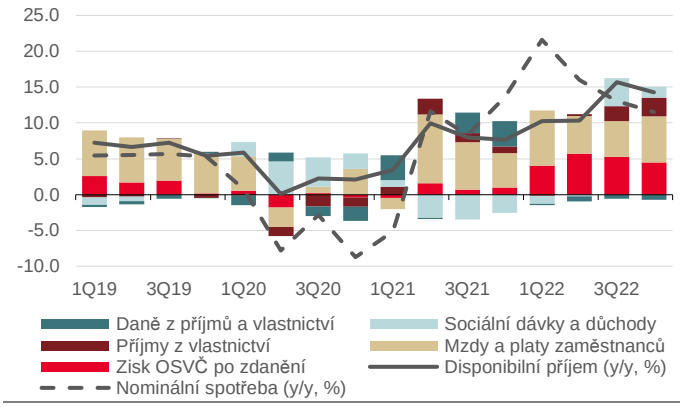
tedy o kvartál dříve. Z hlediska struktury ekonomiku letos podpoří především vyšší čisté vývozy související se silnějším exportním výkonem průmyslu a slabšími dovozy z titulu stále relativně utlumené domácí poptávky. Očekáváme, že spotřeba domácností se bude mezičtvrtletně zvyšovat ve všech kvartálech letošního roku. Oživení však bude spíše pozvolné a v celoročním vyjádření bude vývoj nadále odrážet hluboké poklesy z druhé poloviny loňského roku. Za celý letošní rok tak predikujeme pokles spotřeby domácností o 1,7 %, v tom příštím pak růst o 3,3 %. Fixní investice se podle nás v letošním roce mírně zvýší (o 1,8 %), rychleji porostou až v tom příštím (o 4,9 %). Pomoci by k tomu měly investice do automatizace motivované přetrvávajícím nedostatkem pracovních sil na tuzemském trhu práce či transformace ekonomiky směrem k udržitelnějším způsobům produkce a spotřeby, a to s významnou podporou ze strany EU.

Nezaměstnanost se zvyšovat nebude, mzdy ovšem ano

Technická recese zatím nevedla k nárůstu nezaměstnanosti a podle naší prognózy již ani nepovede. Přetrvávající napětí na trhu práce tak přispěje k letošní akceleraci růstu nominálních mezd nad 10 %.

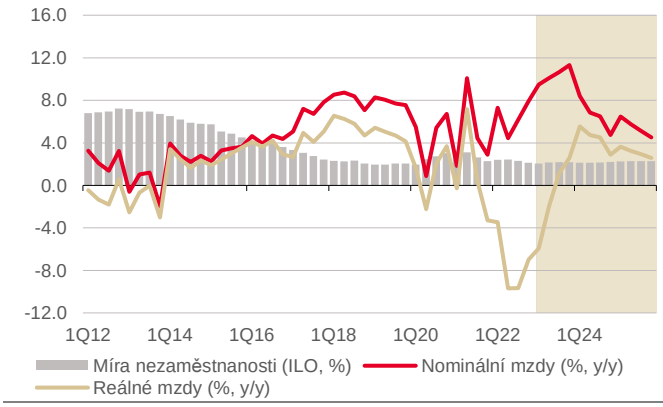
K nárůstu nezaměstnanosti vlivem technické recese dosud nedošlo a zřejmě už ani nedojde. Obecná míra nezaměstnanosti (ČSÚ) i podíl nezaměstnaných osob (MPSV) podle našeho odhadu naopak po sezonním očištění v Q1 23 nepatrně klesly (na 2,1 % resp. 3,6 %). Podle dat z úřadů práce na jedno volné pracovní místo připadal v letošním prvním čtvrtletí zhruba jeden nezaměstnaný. V naší lednové prognóze jsme v důsledku poklesu poptávky a vysokých cen energií očekávali, že k drobnému nárůstu nezaměstnanosti dojde. Pokles velkoobchodních cen energií na předválečné úrovně a námi očekávané oživení tuzemské a globální ekonomiky však i drobnému nárůstu nezaměstnanosti pravděpodobně pomohou předejít. Silné napětí na tuzemském trhu práce charakterizované nedostatkem pracovních sil napříč jednotlivými profesemi tak přetrvá. V souladu s tím očekáváme stagnaci míry nezaměstnanosti poblíž současných úrovní. 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

V průběhu letošního roku dojde k obnovení růstu reálných mezd



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Růst nominálních mezd podle naší prognózy v letošním roce dosáhne v průměru 10,4 % a v roce příštím zpomalí na 6,6 %. To je ve srovnání s minulou prognózou v obou letech více (minule jsme předpovídali růst o 9,9 %, resp. 5,4 %). Skutečnost, že mzdový růst zrychlí z průměrných 6,5 % dosažených vloni na letošních zhruba 10 %, indikují zveřejněné informace o výsledcích kolektivního vyjednávání v jednotlivých podnicích. Některé z nich přitom dokonce ukazují na dynamiku přesahující 10 %. Pomalu se tak naplňuje naše dosud nadkonsensuální očekávání, že letošní růst mezd již bude výrazněji odrážet vysokou inflaci v kombinaci s přetrvávajícím napětím na trhu práce. I přes vyšší růst v nominálním vyjádření však reálné mzdy pravděpodobně letos opět klesnou. Zatímco loni se reálné mzdy snížily v průměru o 7,5 %, letos čekáme pokles o 1,0 %. Stejně jako loni by tak i v letošním roce měl vývoj reálných mezd zaostávat za vývojem produktivity práce, která by podle naší prognózy měla zhruba stagnovat. Ani dvojciferný růst nominálních mezd by tak neměl zhoršit dosud příznivou

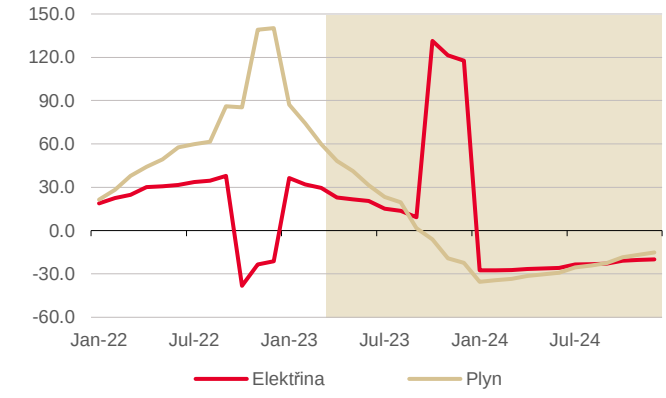
finanční situaci českých firem. V mezičtvrtletním vyjádření by se však reálné mzdy měly vlivem postupného snižování inflace a pokračujícího růstu v nominálním vyjádření zvyšovat po celý zbytek letošního roku. To spolu s výše uvedenými faktory přispěje k oživení spotřeby domácností. Úspory domácností se navíc i nadále pohybují na zvýšených úrovních, k čemuž přispívá stále vysoká míra úspor. Ta ve Q4 22 dosahovala 21,8 %, zatímco před pandemií se běžně pohybovala mírně nad 10 %. Nominální mzdy ve Q4 22 meziročně vzrostly v průměru o 7,9 %, růst celkových disponibilních příjmů domácností byl však téměř dvojnásobný (14,3 % y/y). To souviselo s rychlým zvyšováním starobních důchodů a sociálních dávek. Vývoj příjmů domácností by tak měl poskytovat dostatečnou podporu pro oživení na straně výdajů.

Inflace v příštím roce klesne na 2 %, ale jen díky levnějším energiím

Po loňských 15,1 % bude letos inflace podle naší prognózy v průměru činit 11,8 %. Příští rok by již mělo dojít k jejímu výraznému snížení na průměrná 2 %, což bude souviset především se zlevněním energií.

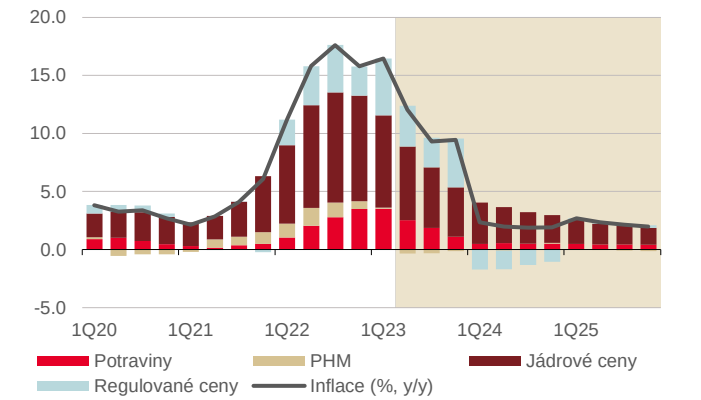
Růst spotřebitelských cen byl v Q1 23 nižší, než jsme čekali v předchozí prognóze. Meziroční inflace dosáhla průměrných 16,5 % oproti námi odhadovaným 17,5 % y/y. Odchylka se týkala především míry tradiční lednové úpravy cen, kolem níž panovala velká nejistota a která nakonec nebyla tak vysoká, jak jsme se obávali. I tak ale leden přinesl silný cenový skok. Ten souvisel hlavně s cenami energií, u kterých došlo k promítnutí vlivu odeznění úsporného tarifu a dalšího zdražení na úroveň vládních cenových stropů. Přestože meziroční inflace v lednu zrychlila, k překonání dosavadního rekordu ze září loňského roku ve výši 18 % y/y nedošlo. V únoru a březnu se již meziroční inflace rychle snižovala, a to až na 15 % y/y. Vliv měla především rostoucí statistická základna. Ta je patrná u všech složek inflace, nejvíce však u pohonných hmot. Ty byly v březnu meziročně levnější o 17,6 %.

Čekáme, že elektřina a plyn zlevní o zhruba třetinu (%, y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Průměrné spotřebitelské ceny elektřiny a plynu.

Regulované ceny budou hlavním hybatelem celkové inflace



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Tak, jak inflaci vloni a letos ceny energií tlačily směrem vzhůru, příští rok by tomu mělo být naopak. Od naší poslední prognózy došlo k výraznému obratu na energetických trzích. Velkoobchodní ceny elektřiny a plynu klesly na předválečné úrovně, a co je důležitější, na těchto úrovních po dobu posledních třech měsíců zůstaly. Na to již začínají reagovat i tuzemští dodavatelé a průměrné ceny elektřiny a plynu pro domácnosti tak během února a března nepatrně klesly. Většina domácností však pravděpodobně stále platí ceny na úrovni vládních stropů. Ve zbytku letošního roku by tak pokles cen energií pro konečné spotřebitele měl podle nás pokračovat, avšak pouze pozvolným tempem. Výraznější zlevnění čekáme až na začátku příštího roku, kdy dodavatelé nejčastěji upravují ceníky. Elektřina s dodáním za zhruba rok nyní na velkoobchodních trzích stojí přibližně 150 EUR/MWh, zatímco plyn 50 EUR/MWh. To je ve srovnání s vládními stropy výrazně méně. Vládní cenové stropy pro silovou složku elektřiny a plynu jsou nastaveny na 6 050 CZK/MWh a 3 025 CZK/MWh, což je při současném kurzu koruny zhruba 250 EUR/MWh a 125 EUR/MWh. Velkoobchodní cena elektřiny je tak nyní oproti cenovému stropu o přibližně 40 % níže, u plynu dokonce o 60 % níže. Naše předpoklady ohledně vývoje cen energií, na kterých je nová prognóza postavena,

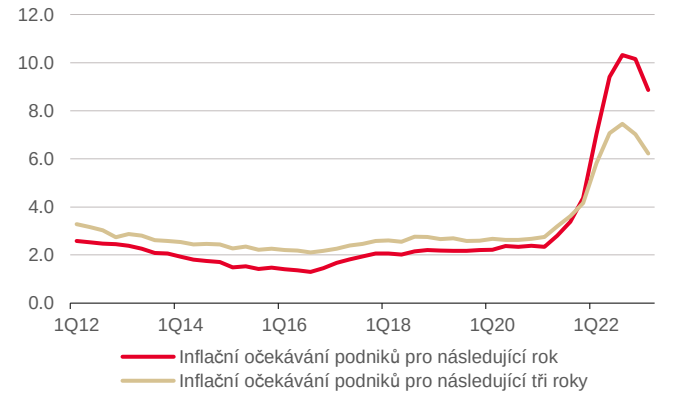
počítají s tím, že průměrná cena elektřiny pro konečné spotřebitele bude v lednu příštího roku meziročně nižší o zhruba 30 %, v případě plynu o 35 %. Naše předpoklady jsou tedy spíše konzervativní, zároveň ale berou v úvahu skutečnost, že silová složka elektřiny a plynu tvoří pouze část ceny energií pro konečné spotřebitele. I tak jsme ale výrazně revidovali prognózu vývoje regulovaných cen. Zatímco v lednové prognóze jsme pro letošní rok očekávali jejich průměrné zvýšení o 37,3 % a příští rok jejich stagnaci, v současné prognóze pro letošní rok čekáme růst o 25,2 % a příští rok pokles o 9,9 %. Změny v očekávaném vývoji cen energií jsou tak hlavním faktorem stojícím za změnou prognózy celkové inflace.

Jádrová inflace bude v důsledku oživení poptávky a rychlejšího růstu mezd odeznívat pouze pomalu a nad 2 % setrvá v letošním i příštím roce.

Letos očekáváme inflaci v průměrné výši 11,8 % a pro příští rok již její výrazné zpomalení na 2,0 %. Odhady pro oba roky jsou tak oproti naší předchozí prognóze nižší (minule jsme čekali 12,9 % pro 2023 a 2,5 % pro 2024). V následujících měsících by se měla meziroční inflace nadále snižovat. Kolem poloviny roku se podle nás dostane mírně pod 10 % y/y, tam však pravděpodobně setrvá po celou jeho druhou polovinu. Zatímco v prvních třech letošních čtvrtletích bude meziroční inflaci směrem dolů tlačit vyšší srovnávací základna, ve čtvrtletí čtvrtém se situace otočí. V loňském posledním kvartále se totiž ve statistikách spotřebitelských cen promítlo zavedení úsporného tarifu, vlivem čehož došlo k výraznému poklesu cen elektřiny. Působením tohoto efektu tak meziroční růst regulovaných cen ve Q4 23 dočasně zrychlí. Na začátku příštího roku by ale podle našich předpokladů mělo dojít k již zmíněnému skokovému zlevnění cen energií pro domácnosti. Celková inflace by se tak měla v Q1 24 dostat pod 3 % y/y a od Q2 24 klesnout na úroveň dvouprocentního cíle ČNB.

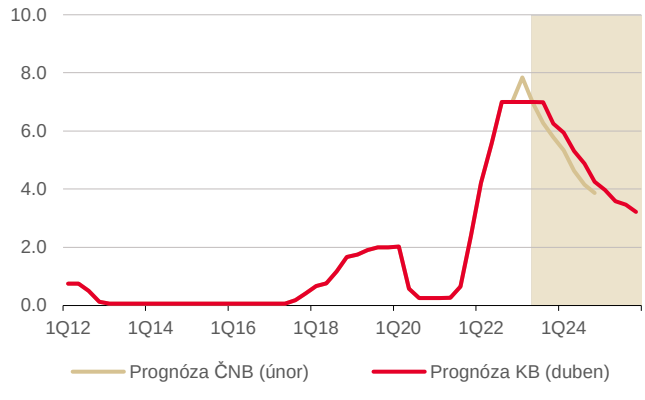
Jádrová inflace bude odeznívat jen velmi pomalu a v letošním i příštím roce zůstane nad 2 %. Z hlediska meziměsíčního vývoje se její pokles v prvním letošním čtvrtletí v podstatě zastavil, když sezonně očištěná jádrová inflace v anualizovaném vyjádření oscilovala kolem 7 %. Vliv na to mohlo mít námi odhadované oživení spotřebitelské poptávky a zrychlení dynamiky nominálních mezd, stejně tak ale i nedostatečné zvýšení úrokových sazeb ČNB v minulém roce. Na konci letošního roku očekáváme pokles jádrové inflace k 6 % y/y (stejně jako v minulé prognóze) z březnových 11,5 % y/y. Za celý letošní rok by jádrová inflace měla podle naší prognózy dosáhnout 8,9 % a v příštím roce klesnout na průměrných 4,6 %. K naplnění dvouprocentního cíle z hlediska meziměsíčního anualizovaného vývoje jádrové inflace by podle nás mělo dojít až v roce 2025. Nad dvouprocentním cílem ČNB se v letošním i příštím roce bude pravděpodobně pohybovat také růst cen potravin.

Inflační očekávání zůstávají i přes mírný pokles vysoko (%)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Repo sazba ČNB by mohla v druhé polovině roku začít klesat (%)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Úrokové sazby ČNB zůstanou vyšší po delší dobu

Centrální banka v prvním letošním čtvrtletí nadále držela úrokové sazby beze změny. Ač vidíme jako velmi reálné, že se naplní proinflační rizika, která členové bankovní rady ČNB uvádějí, tak v další zvýšení úrokových sazeb nevěříme. Jde především o dvouciferný růst

nominálních mezd spojený s napjatým trhem práce a související oživení poptávky domácností, které jak již bylo zmíněno, podle nás zbrzdí pokles jádrové inflace. Naplnění těchto rizik však pravděpodobně vyústí v setrvání úrokových sazeb na současné úrovni po delší dobu. Tvrzení o vyšších sazbách po delší dobu je mottem téměř všech vyjádření bankovní rady ČNB.

ČNB podle nás ponechá repo sazbu na současných 7 % do letošního září, kdy by mohla začít postupně klesat až na politicky neutrální hladinu 3 % na konci roku 2025. Oproti minulé prognóze tak čekáme vyšší sazby po delší dobu.

ČNB podle naší prognózy přistoupí k prvnímu snížení úrokových sazeb letos v září, na konci letošního roku by se pak repo sazba měla pohybovat na 6,25 % a politicky neutrální hladiny 3 % by měla dosáhnout až na konci roku 2025. Oproti lednové prognóze jsme tak mírně posunuli počátek očekávaného snižování tuzemských úrokových sazeb (původně jsme očekávali první snížení v srpnu). Výrazně jsme pak v naší prognóze zredukovali tempo, s jakým bude bankovní rada úrokové sazby snižovat. Dosažení politicky neutrální úrovně sazeb se tak v naší prognóze posunulo o jeden rok (v minulé prognóze jsme odhadovali dosažení 3 % na konci roku 2024). Hlavním důvodem jsou perzistence jádrové inflace, zrychlení růstu mezd, oživení poptávky a celé ekonomiky, stejně tak ale i pokračující silné tendence k vyhlazování úrokových sazeb ze strany současné bankovní rady. Ve směru vyšších úrokových sazeb po delší dobu působí rovněž stále vysoká inflační očekávání. Podle posledního průzkumu ČNB z března nefinanční podniky očekávají inflaci v horizontu jednoho roku na úrovni 8,9 % y/y a v horizontu tří let ve výši 6,2 % y/y. Nadále platí, že jak počátek, tak i tempo snižování úrokových sazeb, je spojeno s velkou mírou nejistoty. K tomu přispívá i neochota bankovní rady řídit se prognózou ČNB, která v minulosti představovala vodítko pro další vývoj měnové politiky. Bankovní rada v boji s inflací v poslední době navíc sází spíše na měnový kurz, což předpokládáme, že bude minimálně po zbytek roku pokračovat. Jeho samotný vývoj a dopad na ekonomiku a ceny je však v delším období mnohem hůře predikovatelný než v případě úrokových sazeb. Vyšší sazby po delší dobu a politika silné koruny centrální banky, jejíž kurz je podle našich odhadů vzhledem k ekonomickým fundamentům aktuálně nadhodnocený, budou mít zároveň negativní dopad na vývoj reálné ekonomiky a jsou hlavním důvodem pro přehodnocení naší prognózy růstu tuzemského HDP pro rok 2024 (z 2,4 % na 1,8 %).

Fiskální politika



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

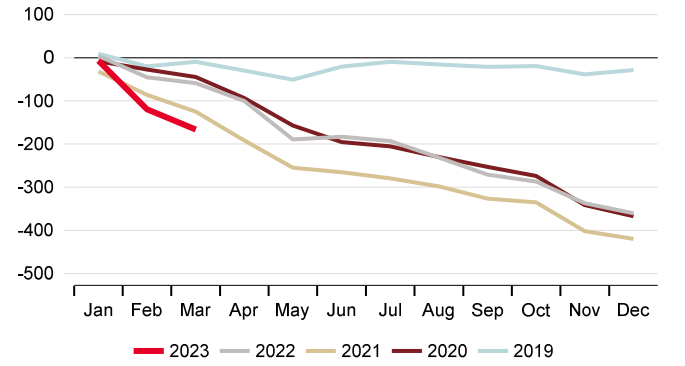
Nadále v krizovém módu

Nesoulad mezi příjmy a výdaji na úrovni státního rozpočtu se po jeho loňském zmírnění od začátku letošního roku opět prohloubil. Letošní deficit podle nás zřejmě překoná schválených 295 mld. CZK, a to alespoň o 20 mld. CZK. Očekáváme, že v následujících letech bude docházet k pozvolnému snižování schodků státního rozpočtu. Počínaje příštím rokem by se deficit veřejných financí měl podle našeho předpokladu vrátit ke 3 % HDP. Celkový veřejný dluh tak sice dále poroste, zvýšená inflace však jeho nárůst v poměru k nominálnímu hrubému domácímu produktu bude zejména v letošním roce viditelně brzdit.

Nůžky mezi příjmy a výdaji státu se letos začaly opět rozevírat

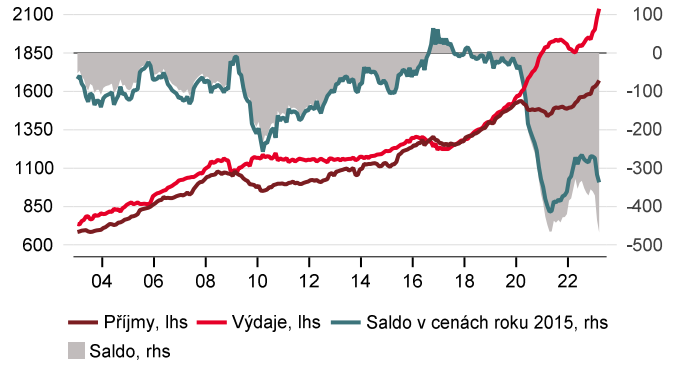
Dosavaní letošní deficit státního rozpočtu ve výši 166,2 mld. CZK je vůbec nejhorší výsledek ke konci března. Zatímco příjmy vzrostly za první kvartál meziročně o 13 % a za inflací tak jejich růst stále zaostává, dynamika výdajů letos nabrala na síle, a naopak tempo zvyšování spotřebitelských cen výrazně předbíhá. Rovněž kumulovaný schodek za posledních 12 měsíců byl v březnu historicky nejhlubší, když dosáhl 467,4 mld. CZK. Trendový nesoulad mezi příjmy a výdaji je tedy srovnatelný s rokem 2021. V poměru k nominálnímu HDP je ale vzhledem k vysoké inflaci schodek státního rozpočtu oproti pandemickému období o něco mírnější.

Bilance státního rozpočtu (mld. CZK, kumulace od začátku roku)



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

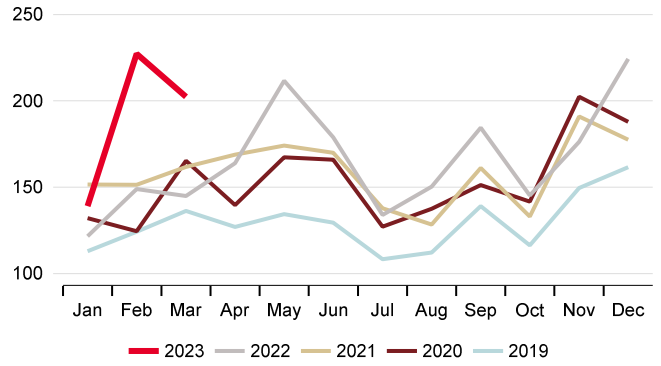
Příjmy a výdaje státního rozpočtu (mld. CZK, 12M kumulace)



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

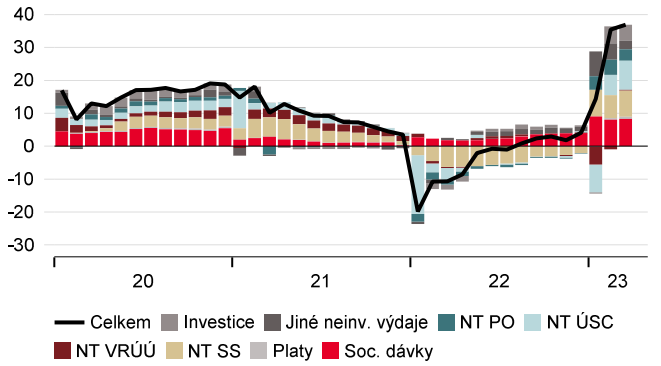
Za meziročním zhoršením salda státního rozpočtu v Q1 23 o 107 mld. CZK stály především vyšší výdaje. Ty vzrostly oproti loňsku o 153,3 mld. CZK (36,9 %), na čemž se podepsaly zejména nárůst sociálních výdajů, pomoc domácnostem a firmám v souvislosti s vysokými cenami energií, dražší obsluha státního dluhu, ale i loňské rozpočtové provizorium doprovázené nižším předfinancováním. Výdaje na sociální dávky, především v důsledku valorizací důchodů, za první tři měsíce letošního roku narostly meziročně o 18,7 % (34,5 mld. CZK). Dodatečné výdaje přitom prozatím nebyly vykryty mimořádnými příjmy, což ale souvisí i s jejich zákonnou splatností. Na odvodech z nadměrných příjmů výrobců elektřiny bylo dosud vybráno 8,2 mld. CZK. Za celý rok přitom ministerstvo počítá, že by tyto odvody (12,3 mld. CZK) dohromady s tzv. daní z neočekávaných zisků – WFT (28 mld. CZK) měly přinést celkem 40,3 mld. CZK. To je sice ve srovnání se 100 mld. CZK, které byly součástí původního rozpočtu, viditelně méně, nižší tržní ceny energií však na druhé straně nebudou vyvolávat tak výraznou potřebu výdajů na jejich kompenzace. Zejména ve druhé polovině roku by tak mělo být prohlubování deficitu státního rozpočtu výrazně pomalejší než doposud.

Výdaje státního rozpočtu (mld. CZK, nekumulovaně)



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

Výdaje st. rozpočtu (%, pb, y/y, kumulace od začátku roku)

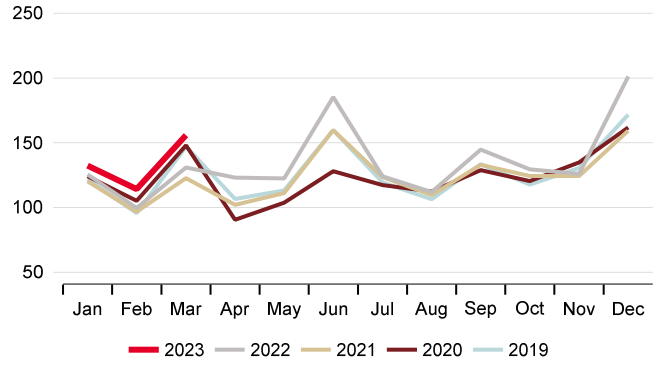


Zdroj: MFČR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

NT SS – neinvestiční transfery soukromoprávním subjektům
NT VRÚÚ – neinvestiční transfery veřejným rozpočtům ústřední úrovně a státním fondům
NT ÚSC – neinvestiční transfery veřejným rozpočtům územní úrovně
NT PO – neinvestiční transfery příspěvkovým a podobným organizacím

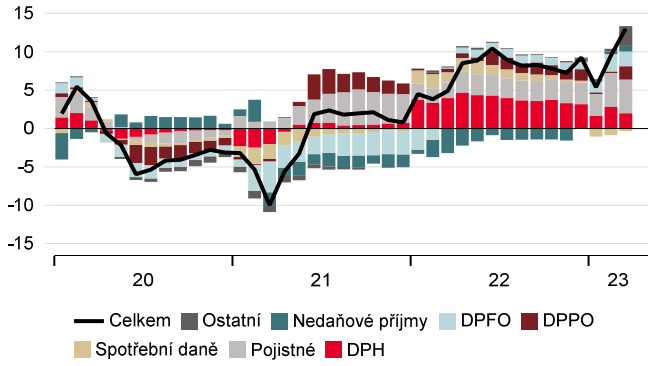
Růst příjmové strany nadále zaostává za inflací. Celkové příjmy sice byly v prvním čtvrtletí meziročně vyšší o 46,2 mld. CZK a relativně o 13,0 %. Růst cenové hladiny ale dosáhl za Q1 v průměru 16,5 % y/y. Inkaso DPH (meziročně vyšší o 9,7 %) tak z našeho pohledu indikuje, že reálná spotřeba domácností zůstala i přes námi očekávaný mírný mezičtvrtletní nárůst utlumená. To souvisí jednak s propadem reálných mezd, které zejména loni, a podle naší prognózy v průměru ani letos, nedokážou držet krok s růstem cenové hladiny, přestože nominálně jejich dynamika na začátku roku podle dat ze státního rozpočtu i měsíčních indikátorů viditelně zrychlila. Zároveň ale domácnosti patrně i na začátku letošního roku pokračovaly ve výrazné tvorbě úspor. Jejich míra podle dat z národních účtů zůstala v Q4 22 oproti dlouhodobým průměrům stále zhruba dvojnásobná.

Příjmy státního rozpočtu (mld. CZK, nekumulovaně)



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

Příjmy státního rozpočtu (%, pb, y/y, kumulace od začátku roku)



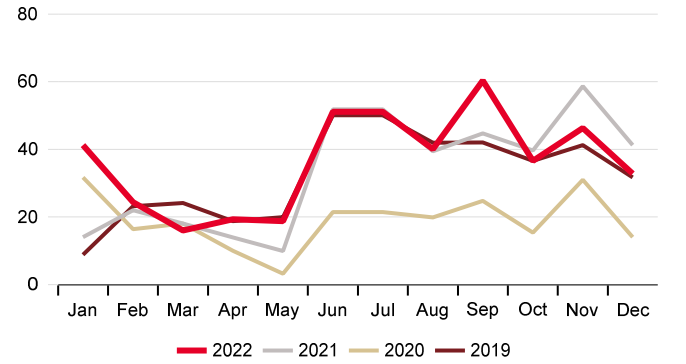
Zdroj: MFČR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Letošní deficit státního rozpočtu patrně znovu překročí hranici 300 mld. CZK. Schválený rozpočet sice počítá se schodkem ve výši 295 mld. CZK, další mimořádná valorizace starobních důchodů však přinese dodatečné výdaje ve výši cca 15 mld. CZK, které původní návrh neobsahoval. Dynamiku daňových příjmů bude navíc v letošním roce oslabovat utlumený růst tuzemské ekonomiky. Celkově tak očekáváme v základním scénáři schodek státního rozpočtu ve výši 315 mld. CZK. V souvislosti s výše zmíněnou výraznou sestupnou revizí očekávaného výběru z WFT v letošním roce však vidíme riziko vychýlené směrem k ještě hlubšímu schodku.

Přebytek municipalit se loni lehce ztenčil

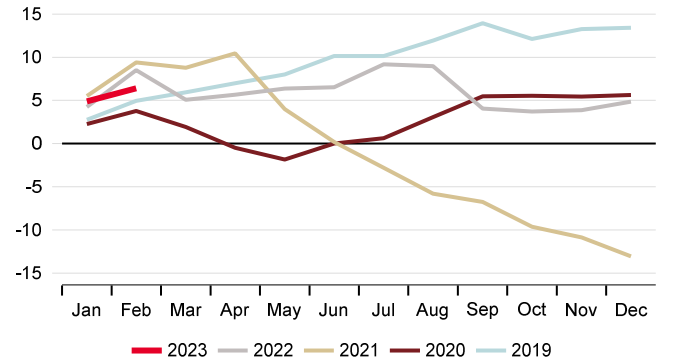
Rozpočty územních samospráv loni hospodařily s přebytkem 32,8 mld. CZK. Přestože výdaje meziročně narostly o 74,3 mld. CZK, saldo bylo ve srovnání s rokem 2021 nižší jen o 8,6 mld. CZK, když nadále rostly jejich daňové příjmy mj. v návaznosti na celostátně vyšší inkaso DPH v souvislosti s vysokou inflací. K mírně kladné bilanci hospodaření mají letos dle průběžných dat nakročeny zdravotní pojišťovny.

Hospodaření municipalit (mld. CZK, kumulace od začátku roku)



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

Hospodaření zdrav. pojišťoven (mld. CZK, kumulace od začátku roku)



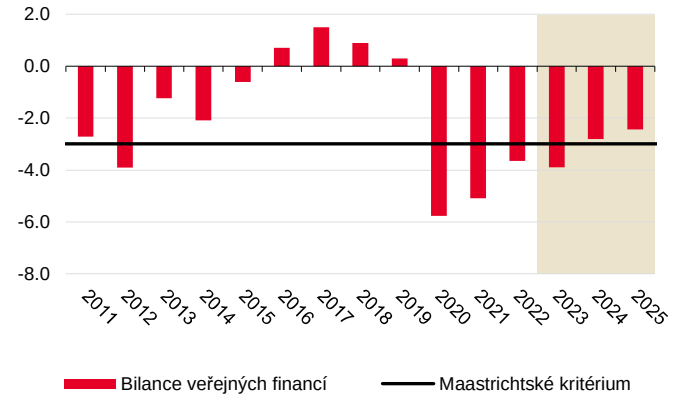
Zdroj: MFČR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Dynamika veřejných financí

	2021	2022	2023f	2024f	2025f	2026f
Bilance veřejných financí (% HDP)	-5,1	-3,6	-3,9	-2,8	-2,4	-2,1
Fiskální úsilí (pb HDP)	-0,8	0,7	0,2	-0,2	0,4	0,3
Veřejný dluh (mld. CZK)	2566,7	2997,1	3312,1	3572,1	3812,1	4032,1
Veřejný dluh (% HDP)	42,0	44,1	45,7	46,3	47,1	47,6

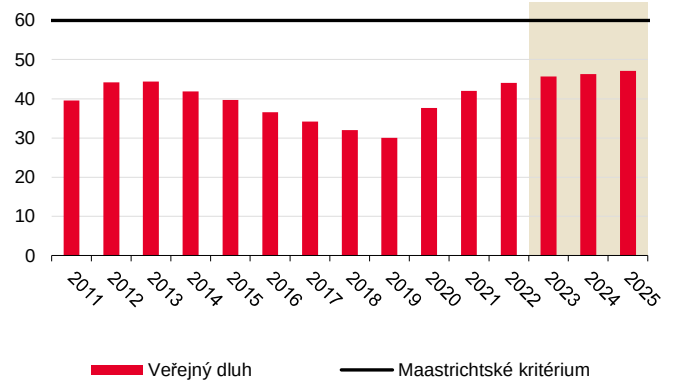
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ministerstvo financí, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn. Fiskální úsilí je měřeno jako meziroční změna salda operace sektoru vládních institucí očištěného o ekonomický cyklus a jednorázové operace v poměru k HDP v pb.

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

Letošní hospodaření veřejných financí podle nás skončí v poměru k HDP s mírně vyšším deficitem oproti loňsku. Konsolidace hospodaření vlády bude v dalších letech pouze mírná.

V roce 2024 by se schodek mohl dostat pod maastrichtská 3 % HDP

Celkový deficit veřejných financí by měl letos dosáhnout 3,9 % HDP. Výraznějšímu nárůstu schodku však brání pokračující svižný růst cen a rovněž fiskální úsilí české vlády, které odráží mj. snahu o krytí dodatečných výdajů mimořádnými příjmy. Ve směru nižšího deficitu veřejných financí by i letos mělo působit také 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 nadále

komunikuje odhodlanost snižovat strukturální deficit, konkrétní návrhy však dosud nebyly projednány, a tak v příštím roce stále předpokládáme deficit státního rozpočtu ve výši 260 mld. CZK. Celkově tak podle nás v roce 2024 dojde ke snížení schodku veřejných financí na 2,8 % 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 47,6 % HDP. Do budoucna však budou zapotřebí výrazné reformy veřejných financí. Při nezměněných parametrech by se totiž hospodaření začalo od 30. let rychle zhoršovat vlivem nepříznivého demografického vývoje.

Tabulka prognózy

	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	2022	2023	2024	2025	2026	2027
HDP a jeho struktura														
HDP (reálně, y/y, %)	1,5	0,3	-0,1	0,0	0,8	1,6	1,9	1,8	2,5	0,6	1,8	2,2	2,5	2,4
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	-5,2	-5,5	-5,0	-4,1	-0,7	3,1	3,9	3,7	-0,9	-1,7	3,3	2,2	2,1	2,4
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	-1,8	0,9	2,3	2,7	4,2	-0,8	-0,4	-0,4	0,6	2,1	0,3	2,0	1,9	1,8
Fixní investice (reálně, y/y, %)	7,2	4,6	1,9	2,4	0,4	2,7	4,2	4,8	6,2	1,8	4,9	5,0	4,1	3,4
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	2,7	1,8	2,0	2,3	0,4	-0,1	-0,9	-1,1	0,1	1,2	-0,7	0,1	0,5	0,4
Zásoby (příspěvek do y/y)	-0,1	-0,4	-0,8	-1,3	-0,1	-0,2	0,0	-0,2	1,0	-0,6	-0,4	-0,5	-0,4	-0,2
Měsíční data z reálné ekonomiky														
Zahraniční obchod (mld. CZK)	-66,2	-50,7	38,9	1,9	-35,0	-32,0	45,0	27,0	-200,1	-26,3	74,1	126,9	178,2	218,4
Vývozy (nominálně, y/y, %)	22,4	13,6	11,4	7,3	4,6	8,7	10,0	9,1	13,8	8,0	8,5	7,4	6,8	5,9
Dovozy (nominálně, y/y, %)	22,3	15,2	6,5	0,8	1,7	6,8	9,8	7,1	18,6	3,9	6,3	6,5	6,0	5,4
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	6,1	2,3	1,1	0,7	1,0	4,1	4,9	4,9	2,6	1,7	4,2	3,4	3,9	3,8
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	-0,8	-0,7	-2,1	-1,5	5,2	2,4	2,8	8,1	3,6	1,0	7,8	5,2	2,6	3,3
Maloobchod (reálně, y/y, %)	-7,5	-9,2	-6,6	-3,5	0,2	3,8	4,7	4,6	-3,3	-1,5	3,7	1,3	1,5	2,3
Trh práce														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	6,2	7,9	9,5	10,1	10,7	11,3	8,4	6,8	6,5	10,4	6,6	5,5	4,3	4,7
Mzdy (reálně, y/y, %)	-9,7	-7,0	-5,9	-2,0	1,2	2,6	5,5	4,7	-7,5	-1,0	4,4	3,1	2,3	2,7
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	3,4	3,6	3,8	3,7	3,7	3,6	3,9	3,7	3,4	3,7	3,7	3,8	3,9	3,9
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1	2,3	2,2	2,1	2,3	2,1	2,2	2,3	2,3	2,3
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	-1,2	-0,6	1,0	0,7	0,8	0,1	0,1	0,2	-0,5	0,7	0,2	0,1	0,2	0,2
Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu														
Inflace (y/y, %)	17,6	15,8	16,5	12,0	9,3	9,4	2,3	2,0	15,1	11,8	2,0	2,3	1,9	2,0
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,1	1,6	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,6	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Jádrová inflace (y/y, %) (*)	14,5	13,8	11,9	9,5	7,7	6,3	5,5	4,8	13,1	8,9	4,6	2,7	2,2	2,1
Ceny potravin (y/y, %) (*)	15,2	18,7	18,3	13,2	9,2	5,2	2,8	3,2	12,8	11,5	3,0	2,5	1,9	1,6
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*)	37,3	15,1	-5,0	-16,1	-16,6	-9,6	0,5	-2,2	34,2	-11,8	0,1	-2,0	-2,5	0,2
Regulované ceny (y/y, %)	28,1	16,3	32,7	23,4	16,2	28,5	-11,8	-11,1	20,9	25,2	-9,9	1,2	1,8	2,0
Ceny v průmyslu (y/y, %)	25,9	21,8	15,6	9,7	7,7	6,6	4,1	3,1	24,3	9,9	3,1	1,7	1,2	1,5
Finanční proměnné														
2W Repo (%, průměr)	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	6,3	5,9	5,3	6,0	6,8	5,1	3,6	3,0	3,0
3M PRIBOR (%, průměr)	7,3	7,3	7,2	7,3	7,2	6,6	6,2	5,7	6,3	7,1	5,4	3,9	3,3	3,3
CZK/EUR (průměr)	24,6	24,4	23,8	23,5	23,7	23,8	23,8	23,8	24,6	23,7	23,8	23,7	23,5	23,3
Vnější prostředí														
HDP v EMU (reálně, y/y, %)	2,4	1,8	1,6	1,0	0,9	1,2	1,0	0,9	3,6	1,2	0,9	1,3	1,5	1,4
HDP v Německu (reálně, y/y, %)	1,4	0,9	0,3	0,4	0,2	0,9	1,0	1,0	1,9	0,5	1,0	1,2	1,3	1,3
CPI v EMU (y/y, %)	9,3	9,9	7,9	6,6	5,0	3,0	3,1	2,8	8,4	5,6	2,8	2,6	2,1	1,9
Ropa Brent (USD/brl, průměr)	107,1	87,6	84,2	105,0	95,0	95,0	90,0	92,5	101,0	94,8	90,9	85,0	80,8	80,9
USD/EUR (čtvrtletí eop, roky průměr)	1,01	1,02	1,07	1,10	1,14	1,18	1,15	1,16	1,05	1,12	1,16	1,20	1,24	1,26

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

Pozdější a mírnější sestup sazeb

Tuzemské tržní úrokové sazby v letošním prvním čtvrtletí pokračovaly ve zvýšené volatilitě. Propad globálních výnosů po pádu amerických bank je již ale v případě evropských sazeb téměř zapomenut. Celá křivka tržních úrokových sazeb nadále zůstává výrazně invertovaná. Její krátký konec by měl v souladu s předpokládaným zahájením uvolňování domácí měnové politiky v H2 23 dále postupně klesat, oproti minulé prognóze však viditelně pomaleji. U delších sazeb vnímáme omezenější prostor pro jejich výraznější pokles, byť i u nich určité snížení čekáme. Podmínky pro fixaci úrokových sazeb se od začátku roku mírně zlepšily. Příležitost stále nabízí korunové forwardy, případně zůstává zajímavou možností 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: Otřesy v bankovním sektoru téměř zapomenuty

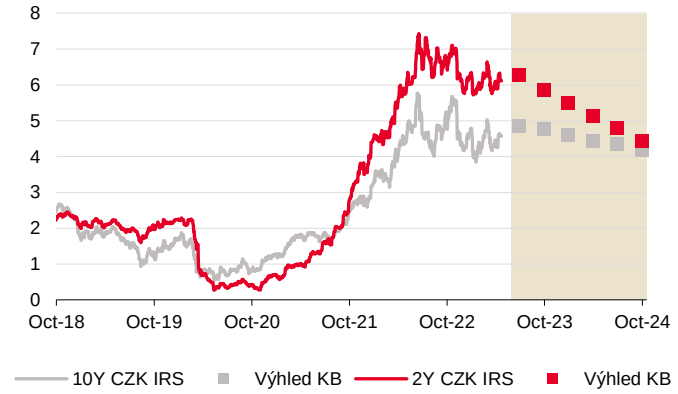
Očekávané zahájení cyklu uvolňování měnové politiky ČNB na pozadí zvýšené volatility postupně snižuje úrokové sazby, zejména ty s kratšími splatnostmi. To by podle nás mělo pokračovat. Inverzní tvar si však korunová křivka zřejmě udrží nejen letos, ale i po většinu příštího roku.

Tržní úrokové sazby od začátku roku pokračují ve zvýšené volatilitě. Počáteční nárůst, který odrážel překvapivou setrvačnost inflačních tlaků i odolnost globální ekonomiky, byl jak u nás, tak zejména v případě amerických úrokových swapů více než vykompenzován opačným pohybem na začátku března. To souviselo s turbulencemi v zámořském bankovním sektoru i obnovenými obavami trhů z recese. S uklidněním celé situace se ale úrokové sazby v Evropě, náš region nevyjímaje, vydaly znovu vzhůru, což u tuzemských sazeb ještě podpořila jestřábí rétorika ČNB. Ve výsledku jsou tak domácí sazby momentálně oproti začátku roku nižší o zhruba 30 bodů podle splatnosti.

Finanční trhy očekávají, že cyklus snižování repo sazby ČNB bude zahájen v Q3 23. To je i v souladu s naší prognózou. K prvnímu poklesu o 25 bb by podle nás ČNB mohla sáhnout v září. Oproti minulé prognóze hlavně v důsledku perzistentní jádrové inflace a zrychlení mzdového růstu v kombinaci s opakovaným ujišťováním ze strany ČNB o tom, že snižování sazeb zatím není na stole, čekáme pozdější a zároveň i pozvolnější tempo uvolňování domácí měnové politiky.

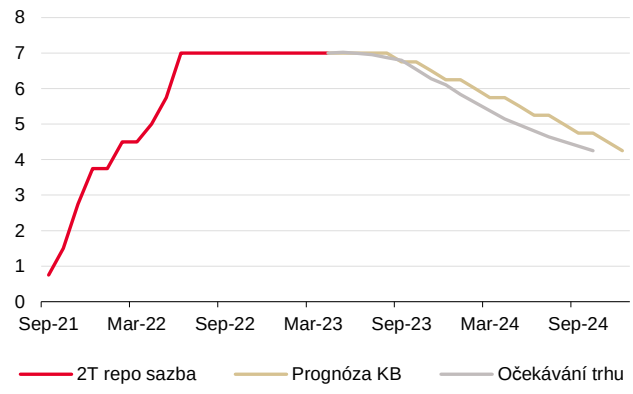
Krátký konec křivky tržních úrokových sazeb by měl střednědobě v souladu se zahájením uvolňování domácí měnové politiky v Q3 23 dále postupně klesat. Krátkodobě však může dojít ještě k mírnému nárůstu, podobně jako to očekáváme v případě tržních sazeb v eurozóně i USA. Oproti trhu se domníváme, že sestup výnosů bude pozvolnější, a to hlavně z důvodu námi předpokládaného pozdějšího zahájení snižování měnověpolitických sazeb v USA, a v případě eurozóny navíc i vyšší terminální sazby ECB (více v kapitole *Vnější prostředí*). U domácích delších sazeb vidíme omezenější prostor pro jejich výraznější pokles. Podle předpokladů naší prognózy totiž letos v USA nedojde k poklesu ekonomiky, zatímco trhy tento scénář stále zaceňují.

Prognóza IRS (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj základní úrokové sazby ČNB k 25. 4. 2023 (%)



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

Zahájení cyklu snižování sazeb ČNB napomůže k postupné normalizaci tvaru domácí výnosové křivky. Vzhledem k pouze pozvolnému návratu měnověpolitických sazeb zpět k rovnovážným 3 % ale předpokládáme, že inverzní tvar si křivka udrží nejen po celý letošní rok, ale také většinu toho příštího. K jejímu narovnání bude docházet až koncem roku 2024 především v souvislosti s poklesem krátkého konce.

Výhled pro CZK IRS (%, konec období)

	Q2 23f	Q3 23f	Q4 23f	Q1 24f
2Y	6,25	5,85	5,50	5,10
5Y	5,30	5,10	4,90	4,65
10Y	4,85	4,75	4,60	4,45

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Forwardy a eurový trh stále nabízejí příležitost k zajištění úrokového rizika

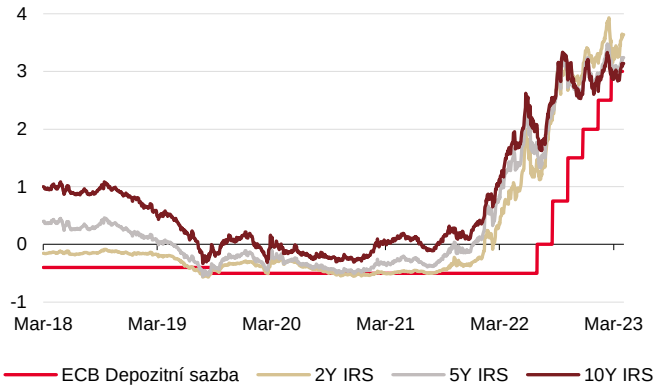
Vzhledem k poklesu tržních úrokových sazeb se podmínky zafixování sazeb začínají zlepšovat. Přetrvávající inverze celé křivky však stále přináší výhodnější podmínky na forwardovém trhu. Viditelně nižší úrokové sazby ve srovnání s domácími nadále panují také na eurovém trhu. U eurových swapů přitom v nejbližších měsících očekáváme jejich další nárůst. Depozitní sazba ECB by totiž měla podle našeho odhadu vrcholit až na 4,0 % a na této úrovni vydržet po delší dobu. Trh naproti tomu očekává vrchol sazby na 3,75 % a počátek jejího snižování již na začátku příštího roku.

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

Forward \ Maturita	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y
Spot	6.93	5.94	5.34	4.80	4.38
3M	6.60	5.54	5.05	4.61	4.32
6M	5.98	5.12	4.76	4.43	4.22
9M	5.41	4.76	4.51	4.27	4.14
1Y	4.76	4.41	4.26	4.12	4.06
2Y	4.06	4.00	3.95	3.93	3.97
3Y	3.95	3.89	3.90	3.89	3.99

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, k 25. 4. 2023

Úrokové sazby v eurozóně (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

MF plní plán, nabídka CZGB zůstane zvýšená

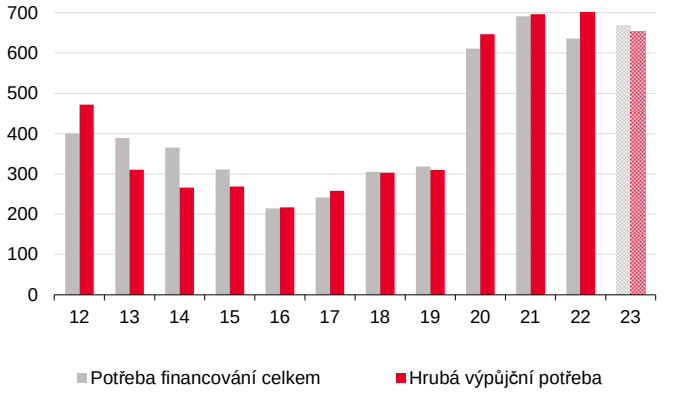
Výrazný schodek státního rozpočtu v kombinaci s ostatními potřebami financování udrží nabídku českých státních dluhopisů vysokou i ve zbytku letošního roku. Předpokládáme, že deficit státního rozpočtu bude letos směřovat k 315 mld. CZK, rizika jsou však vychýlena k ještě hlubšímu schodku, jak popisujeme v kapitole *Fiskální politika*. V Q1 23 ministerstvo financí (MF) potřebu financování pokrývalo nejen primárními aukcemi domácích státních dluhopisů, ale i výraznou aktivitou na sekundárním trhu. Do 19. dubna byly letos v aukcích prodány dluhopisy za celkem 115,7 mld. CZK, zároveň MF uskutečnilo (převážně switchové) operace na sekundárním trhu ve výši 45,5 mld. CZK. Z tohoto pohledu se tedy prozatím daří plnit vytyčený plán, který letos počítá s emisí korunových dluhopisů ve výší 400-500 mld. CZK. Pro Q2 23 MF stanovilo indikativní objem nabízených korunových dluhopisů opět až na 125,0 mld. CZK. Dle zveřejněné *Strategie financování* je stále ve hře také vydání eurodluhopisu. **Celkově očekáváme, že potřeba financování v letošním roce dosáhne 669,0 mld. CZK (9,2 % HDP) oproti loňským 635,6 mld. CZK (9,4 % 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		80,0
Pokladniční poukázky		20,0
Ostatní nástroje peněžního trhu		60,0
Hrubá emise CZGB v domácí měně	Min. 400-500	474,5
Hrubá emise CZGB v cizí měně/eurobondů		56,2
Hrubá emise spořících dluhopisů		10,0
Přijaté zápůjčky a úvěry (vč. EUR)		33,3
Operace finančních aktiv a řízení likvidity		15,0
Zdroje financování celkem		**669,0**
Hrubá výpůjční potřeba		**654,0**
Čistá emise CZGB		**274,3**

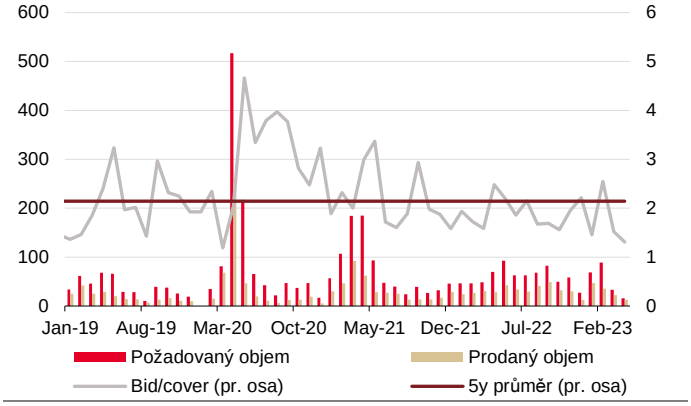
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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)

	Q2 23f	Q3 23f	Q4 23f	Q1 24f
Výnos 2Y CZGB (%)	5,65	5,30	5,00	4,80
Výnos 4Y CZGB (%)	5,45	5,20	4,95	4,70
Výnos 10Y CZGB (%)	5,05	4,95	4,80	4,65
10Y CZGB ASW (bb)	20	20	20	20

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výnosy delších dluhopisů se zřejmě viditelněji sníží až v roce 2024

Výnosy státních dluhopisů se obdobně jako IRS ve srovnání se začátkem roku nacházejí níže. Snížení výnosů však bylo v případě CZGB o něco méně citelné než u IRS křivky. V ASW vyjádření tak dluhopisy na kratších splatnostech relativně zlevnily o cca 10 bb. 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 relativnímu zlevňování. Hlavní trend výnosů dluhopisů s kratší splatností bude však také obdobný jako v případě tržních sazeb, tedy ve znamení pokračování pozvolného sestupného trendu.

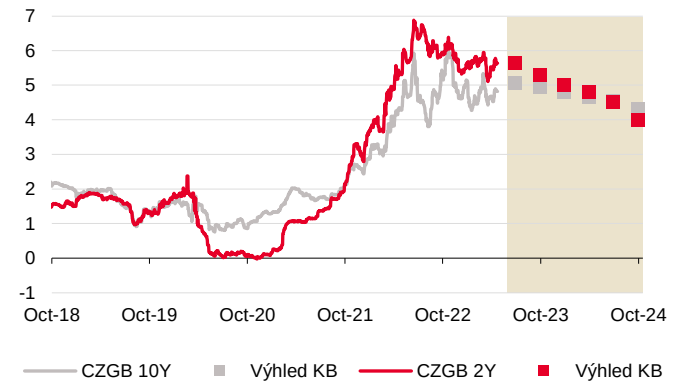
Zhoršení ratingu, a s tím související nárůst rizikové prémie, v základním scénáři neočekáváme. Na začátku března agentura Fitch potvrdila současný rating ČR i jeho negativní výhled. Ke zhoršení ratingu by podle ní mohla vést případná nedostatečná fiskální konsolidace (pokračující nárůst veřejného dluhu vůči HDP) a/nebo setrvání inflace na vysokých úrovních. V dubnu pak rating ČR včetně stabilního výhledu potvrdila i agentura S&P. Po loňské hrozbě energetické krize, která se nenaplnila, se tak do centra pozornosti ratingových agentur dostává zdraví tuzemských veřejných financí. Vzhledem k dobré výchozí pozici v podobě relativně nízkého absolutního dluhu vůči HDP ale i při mírném tempu konsolidace nemusí prozatím ke zhoršení ratingu ČR z našeho pohledu dojít.

Přehled ratingu hlavních agentur pro Českou republiku

	Domácí závazky	Výhled	Zahraniční závazky	Výhled	Další hodnocení
S&P	AA	STABLE	AA-	STABLE	13. 10. 2023
Moody's	Aa3	NEGATIVE	Aa3	NEGATIVE	26. 05. 2023
Fitch	AA-	NEGATIVE	AA-	NEGATIVE	25. 08. 2023

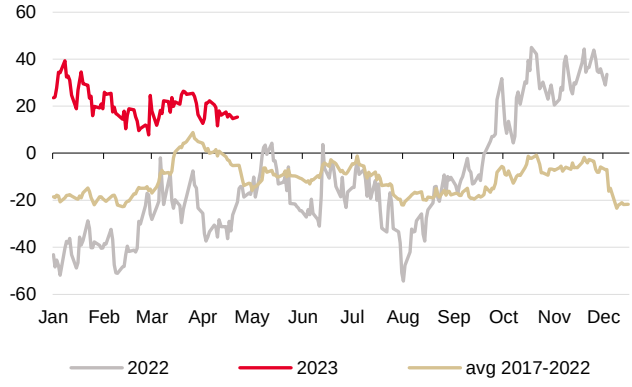
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prognóza výnosů CZGB (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

10y CZGB ASW (bb)



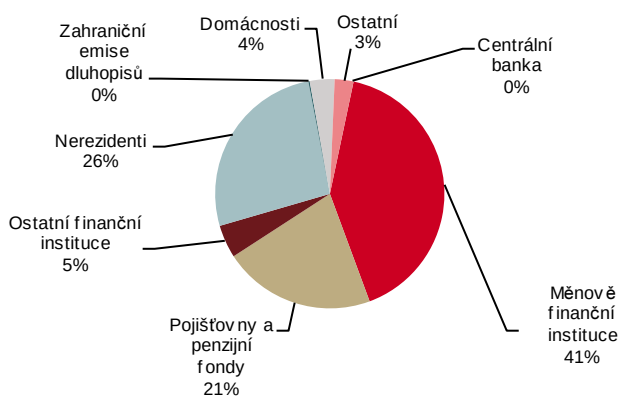
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

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	0.5	0.0	80%	6.09	2	60	2.80	-117	13	71	-245		-10	-0.5	12	-12.3	1	-118.5	21
5.70 May-24	1.0	0.0	100%	5.63	-5	34	2.87	-136	-1	15	-160		-103	-0.3	9	8.5	19	-64.9	20
0.00 Dec-24	1.5	0.0	34%	5.59	-4	43	3.47	-77	9	22	-106		-52	0.2	3	-8.1	2	-33.3	19
1.25 Feb-25	1.7	0.0	100%	5.32	-17	27	3.27	-86	4	8	-99		-47	-0.8	15	13.0	21	-32.4	18
2.40 Sep-25	2.2	0.0	88%	5.31	-14	28	3.45	-42	6	7	-75		6	0.2	4	-3.8	6	-23.3	17
6.00 Feb-26	2.5	0.0	67%	5.05	-24	25	3.33	-45	2	12	-70		-21	0.2	2	9.4	20	-18.5	16
1.00 Jun-26	3.0	0.0	100%	5.04	-15	24	3.40	-28	4	9	-47		-6	0.0	6	3.1	16	-16.2	14
0.25 Feb-27	3.6	3.0	91%	4.94	-22	20	3.41	-17	1	5	-33		10	-0.4	11	0.4	13	-14.2	13
2.50 Aug-28	4.7	0.0	94%	4.77	-28	12	3.35	-6	0	2	-18		20	-0.7	14	-1.7	10	-6.3	11
5.50 Dec-28	4.6	16.2	77%	4.76	-26	20	3.39	-3	-2	6	-24		19	0.4	1	-3.6	7	-16.4	15
2.75 Jul-29	5.4	0.0	101%	4.72	-27	11	3.36	0	-1	1	-10		28	-0.8	16	-3.2	8	-3.1	4
0.05 Nov-29	6.3	0.0	58%	4.72	-27	10	3.36	3	-1	0	-3		30	-1.5	20	-4.4	3	0.4	1
0.95 May-30	6.5	0.0	100%	4.71	-26	11	3.36	5	-1	-1	-2		31	-1.2	17	-4.0	5	-1.4	3
5.00 Sep-30	5.9	33.8	87%	4.66	-23	13	3.36	4	0	-1	-9		29	-0.1	7	0.5	14	-4.4	7
1.20 Mar-31	7.2	0.0	100%	4.68	-24	12	3.36	6	-2	-2	2		33	-1.4	19	-2.0	9	-4.1	5
1.75 Jun-32	7.9	4.1	102%	4.64	-14	13	3.36	9	1	-6	1		30	-0.6	13	3.1	17	-6.1	10
2.00 Oct-33	8.9	0.0	100%	4.68	-12	15	3.44	15	2	-5	6		55	-0.3	10	1.9	15	-7.2	12
3.50 May-35	9.1	5.1	42%	4.62	-14	9	3.50	16	2	-8	3		38	-0.2	8	7.2	18	-5.1	9
4.20 Dec-36	9.9	0.0	100%	4.66	-13	12	3.61	22	4	-5	3		43	0.1	5	-4.0	4	-5.0	8
1.95 Jul-37	11.5	10.4	37%	4.57	-14	5	3.49	8	2	-10	0		44	-1.3	18	-1.6	11	-4.1	6
1.50 Apr-40	13.9	2.9	45%	4.67	-15	8	3.54	13	1	-6	8		47	-1.7	21	0.0	12	0.0	2

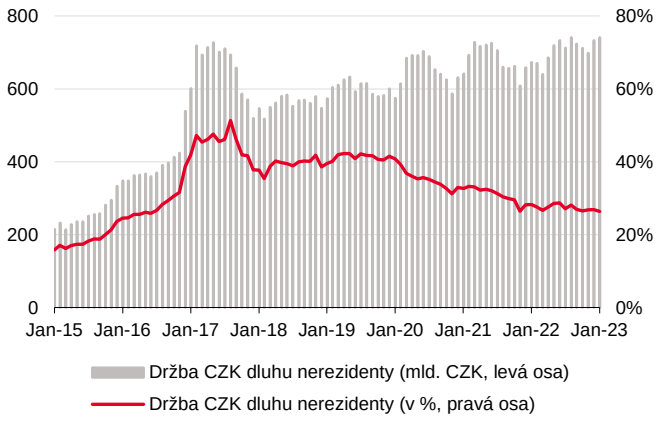
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; Pozn.: Detailní popis v aktuálním vydání CZGB Auction Alert

Držba státních dluhopisů podle typu držitele (únor 2023)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podíl nerezidentů se stabilizoval



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Korunový devizový trh



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

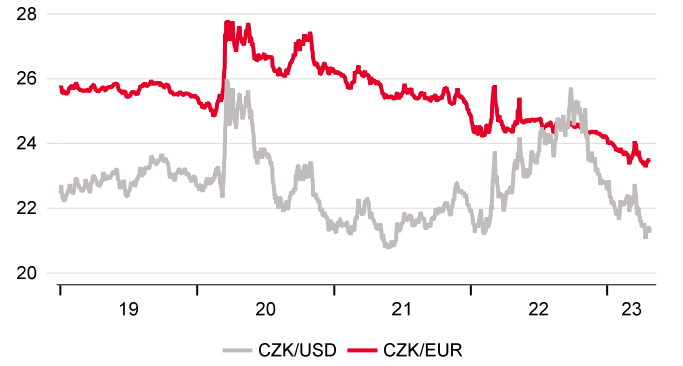
Posilující trend koruny se vyčerpává

Pokračující návrat investorů do středoevropského regionu a oživení zahraničního obchodu v prvním čtvrtletí letošního roku pomohly koruně k silnějším úrovním. Ochrannou ruku nad tuzemskou měnou pak nadále drží ČNB. Od loňského listopadu však intervenovat nemusela, a stále tak disponuje značnými devizovými rezervami. Výrazně posilující trend si koruna podle nás, zejména v souvislosti s dalším zužováním úrokového diferenciálu a dosavadním citelným reálným zpevněním, však neudrží. V ročním horizontu předpokládáme její mírné oslabení k 23,80 CZK/EUR.

Měny středoevropského regionu letos dále upevňují svoje pozice

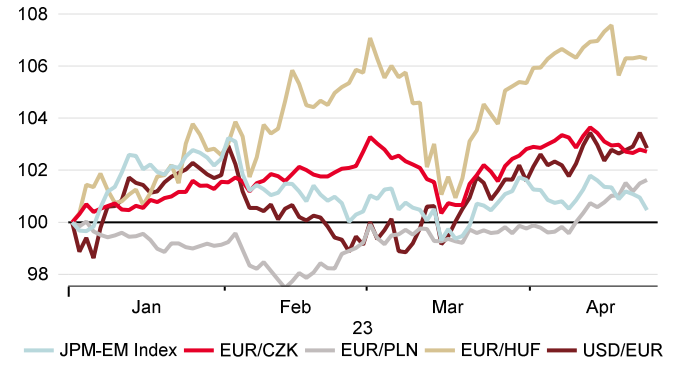
Maďarský forint i česká koruna v prvním čtvrtletí zpevnily k euru ještě více než euro k dolaru. Pozitivnímu sentimentu pomohly nižší ceny energetických komodit na trzích v souvislosti s relativně teplou zimou, novými alternativními zdroji a energetickými úsporami. Recese v Evropě se navíc začíná podle posledních dat stále více vzdalovat. Investoři, kteří po většinu loňského roku preferovali hlavně americký dolar coby bezpečný přístav, se tak začali navracet do měn rozvíjejících se trhů, a to včetně těch středoevropských.

Vývoj kurzu koruny



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vývoj ve středoevropském regionu (1. 1. 2023 = 100)

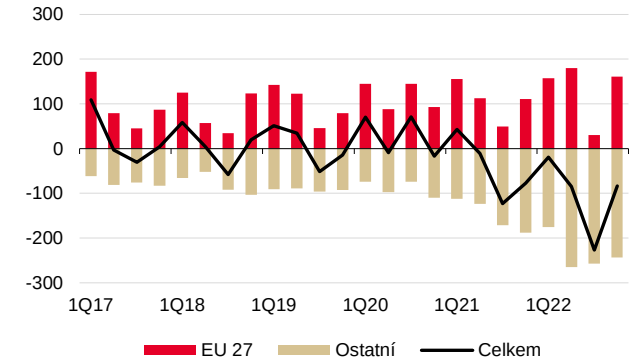


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Hodnota nad 100 značí posílení CZK, PLN nebo HUF vůči EUR, respektive posílení EUR vůči USD od 1. 1. 2023.

Korunu podporuje i zahraniční obchod, který vlivem uvolnění dodavatelských řetězců postupně oživuje. Patrné je to na výrazném nominálním přebytku obchodu se zbožím s eurozónou, který v lednu a únoru dále rostl. Samotný běžný účet platební bilance v letošním prvním čtvrtletí poprvé po dvou letech skončil podle dat za první dva měsíce roku v plusu (po sezónním očištění se ale podle našeho odhadu stále jedná o deficit). Oživení obchodní výměny s eurozónou tak začíná ve větší míře kompenzovat dovoz komodit z ostatních zemí, jejichž ceny se navíc již výrazně snížily.

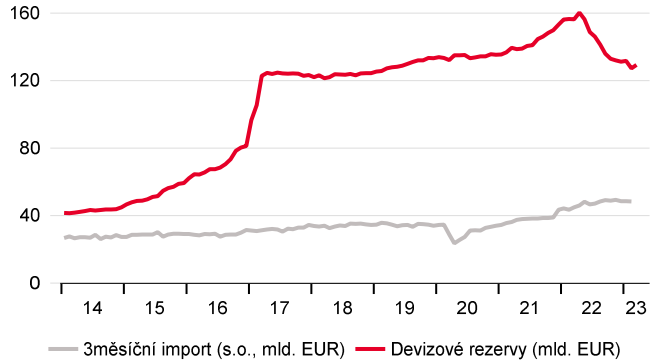
Nad korunou také stále drží ochrannou ruku ČNB. Od loňského listopadu nicméně podle našeho odhadu na podporu koruny intervenovat nemusela. Ke konci letošního března její devizové rezervy činily 129,3 mld. EUR, tedy necelých 50 % HDP. Tato úroveň tak v kombinaci s útlumem tlaků na depreciaci dává ČNB komfortní prostor pro pokračování současné politiky. Obecně veřejná proklamace o zabránění „*nadměrným výkyvům kurzu koruny*“ ze strany centrální banky zvyšuje atraktivitu domácí měny pro zahraniční investory, kteří jsou v důsledku toho v menší míře vystaveni případným kurzovým ztrátám.

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 hlavně vlivem lepšího vývoje v zahraničním obchodě přehodnotili k silnějším úrovním. S poklesem úrokového diferenciálu očekáváme v ročním horizontu oslabení koruny k 23,80 CZK/EUR.

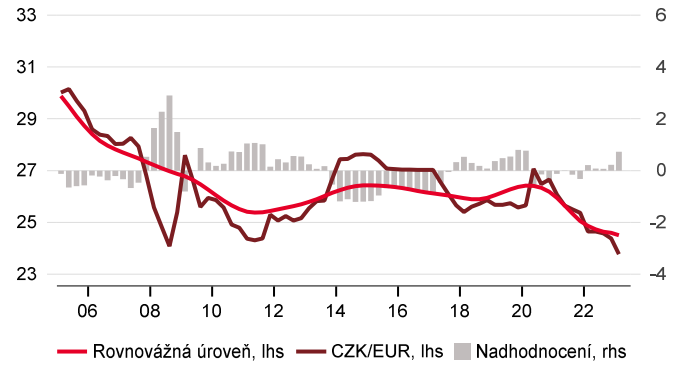
Úrokový diferenciál pokračování trendového posilování koruny příliš nenahrává. Rozdíl mezi dvouletými tržními úrokovými sazbami u nás a v eurozóně ze svého vrcholu loni v červenci v podmínkách zpřísňování měnové politiky v zahraničí a holubičího obratu v bankovní radě ČNB propadl již o více než polovinu, byť se v průběhu prvního čtvrtletí jeho další pokles nekonal. Očekáváme však, že se může ještě o něco zúžit. Depozitní sazba ECB by totiž podle nás měla ze současných 3 % letos v září vystoupat až na 4 % a zde následně setrvat po delší dobu. Trh naproti tomu očekává terminální sazbu na zhruba 3,7 % a začátek jejího poklesu již na přelomu letošního a příštího roku. 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 vyčerpávat potenciál pro její nominální posilování. Přetrvávající fundamentální nadhodnocení kurzu koruny k euru nadále indikuje také náš rovnovážný model.[1]

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.

Depreciační 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 1,18 USD/EUR. Pokračovat by letos mělo rovněž oživování zahraničního obchodu, které bude zároveň podpořeno znovuotevřením čínské ekonomiky.

[1] 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.

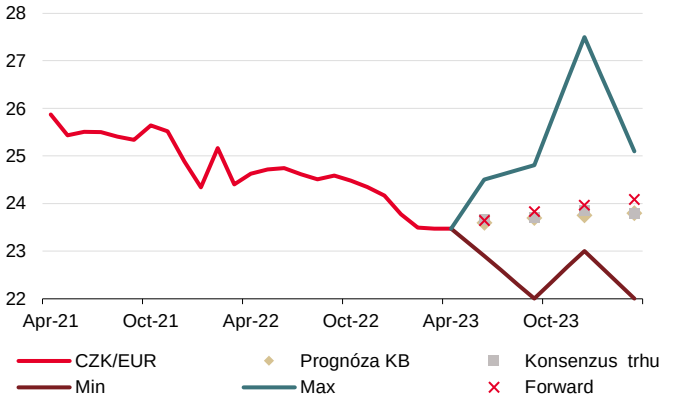
Zpomalování domácí inflace by navíc mohlo přispět k uzavírání inflační mezery tuzemské ekonomiky vůči eurozóně. Předpokládáme, že ve stejném směru budou působit i stále značné devizové rezervy ČNB. **Celkově očekáváme, že depreciační tendence i tak mírně převáží, což vyústí v ročním horizontu v oslabení koruny k úrovni 23,80 CZK/EUR.**

Prognóza kurzu koruny (konec období)

	Q2 23f	Q3 23f	Q4 23f	Q1 24f
CZK/EUR	23,60	23,70	23,75	23,80
CZK/USD	21,45	20,80	20,15	20,70
USD/EUR	1,10	1,14	1,18	1,15

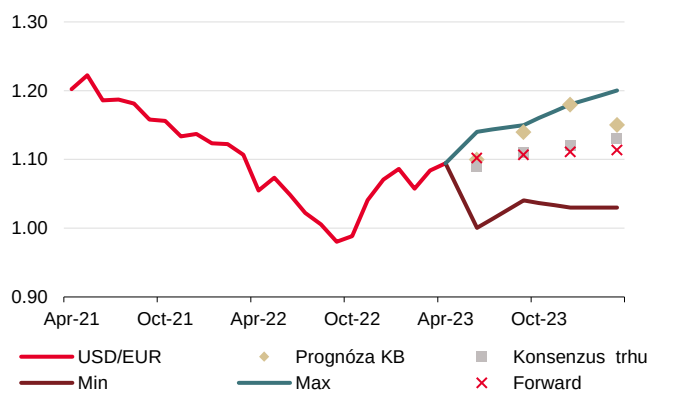
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 25. 4. 2023)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Předpokládaný vývoj kurzu USD/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 25. 4. 2023)

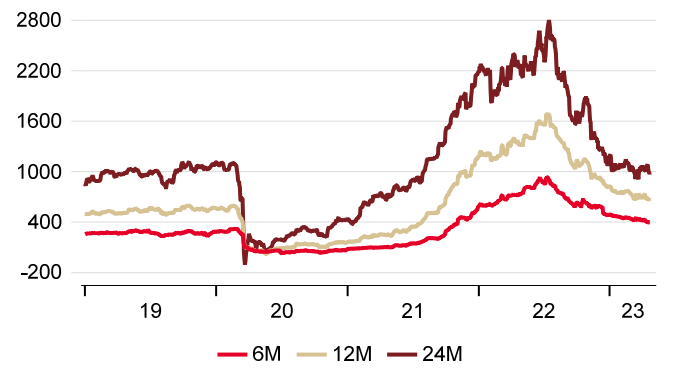


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

Rizika pro výhled koruny zůstávají výrazná

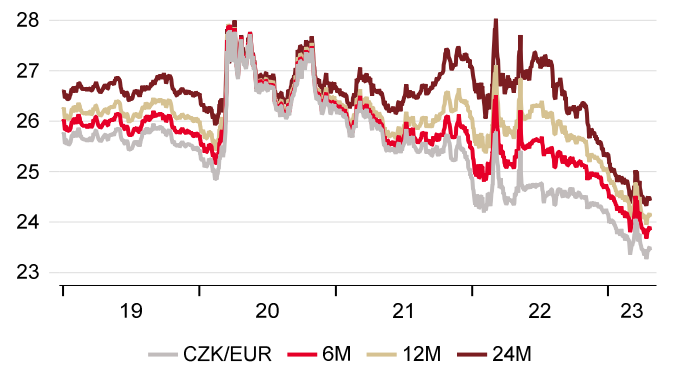
Obecným rizikem pro druhou polovinu letošního roku zůstává případné obnovení problémů s nedostatkem energií. To by mohlo opět vystupňovat tlak na středoevropské měny. V opačném směru by mohla překvapit rychlejší dezinflace a výraznější oživení zahraničního obchodu. Významnou nejistotou zůstává zahraniční vývoj i v obecné rovině, a to jak s ohledem na hloubku případné recese v USA, tak vývoj amerického dolaru, resp. rychlost utahování měnových podmínek, a výši terminální úrokové sazby Fedu a ECB. Zvýšenou volatilitu by mohlo přinést také případné veřejné ukončení současného intervenčního režimu ze strany ČNB.

Forwardové body



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Forwardový vs spotový kurz CZK/EUR



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Posílení koruny zhoršilo podmínky zajištění pro exportéry

Forwardové kurzy k euru v souvislosti s posilujícím spotovým kurzem koruny také zpevnily. V nejbližších měsících očekáváme další nárůst tržních úrokových sazeb v eurozóně. Úrokový diferenciál se tak může ještě mírně ztenčit. To by mělo do značné míry kompenzovat lehké oslabení spotového kurzu. Forwardové kurzy tak z našeho pohledu již střednědobě velký prostor pro další výrazné zpevňování nemají. Krátkodobě však riziko dalšího posílení vyloučit nelze.

Bankovní sektor



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

Útlum úvěrové aktivity bude následován pomalým rozjezdem

Úvěrová aktivita nefinančních podniků by měla nadále výrazně zpomalovat. Pozvolné oživení tuzemské ekonomiky a doznívání jak domácí, tak zahraniční utažené měnové politiky by se měly podepsat na útlumu úvěrové aktivity. Mírná korekce cen rezidenčních nemovitostí bude pokračovat i po zbytek roku, nicméně aktivita na hypotečním trhu zůstane i letos poměrně slabá s ohledem na vysoké úrokové sazby. Spotřební financování by na tom mělo být podobně, byť postupný nárůst spotřebitelské poptávky nabídne mírný pozitivní impulz. Vyšší zhodnocení úspor a odložená investiční aktivita zase letos podpoří výraznou expanzi vkladů, která předčí růst úvěrů. Doznívání přísnějšího nastavení měnové politiky a pozvolné obnovení ekonomického růstu vyústí v pouze mírný nárůst podílu nevýkonných úvěrů.

Hypoteční aktivita bude i nadále váznout. Korekce cen rezidenčních nemovitostí, byť pouze mírná, bude pokračovat.

Pomalé rozmrazování hypotečního trhu a mírná korekce cen nemovitostí

Ochlazování trhu s rezidenčními nemovitostmi pokračuje. V letošním prvním čtvrtletí nabídkové ceny bytů mezičtvrtletně klesly o 1,5 % (SA), zatímco realizované ceny (starších) bytů, zveřejňované se zpožděním, zaznamenaly pokles o 0,6 % q/q již v loňském posledním čtvrtletí. Meziročně jsou však nabídkové ceny stále vyšší o 9,8 %. Ochlazování nemovitostního trhu podle nás bude pokračovat i po zbytek roku. Mělo by se však jednat o pouze mírnou korekci cen v průměru dosahující zhruba -6 % y/y, která se bude primárně koncentrovat v nižším segmentu nemovitostí společně s energeticky náročnými a rekreačními objekty. Mírný pokles cen nemovitostí spolu se solidní dynamikou mezd v letošním roce by měly výrazně zlepšit cenovou dostupnost bydlení v ČR, která je však i nadále jedna z nejhorších v mezinárodním srovnání zemí EU, resp. OECD, a to především v souvislosti s razantním zdražováním bytů a domů od roku 2020.

Bankovní úvěry a depozita (y/y, %)

	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Bankovní úvěry														
Celkem	7,6	5,8	5,7	6,0	5,1	5,1	5,4	5,5	**6,2**	**5,5**	**6,2**	**7,2**	**6,1**	**5,5**
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	6,8	4,8	3,7	5,1	4,9	5,1	5,1	4,6	**7,9**	**4,7**	**5,6**	**7,0**	**5,9**	**5,0**
Spotřebitelské úvěry domácnostem	6,0	7,3	6,1	7,9	7,5	5,7	5,3	4,8	**7,3**	**6,8**	**5,5**	**6,9**	**6,9**	**6,1**
Úvěry nefinančním podnikům	7,9	4,0	3,2	4,1	2,6	4,7	4,8	5,5	**6,8**	**3,6**	**6,3**	**7,8**	**6,5**	**6,0**
Bankovní vklady														
Celkem	7,9	6,5	9,2	6,6	6,7	7,7	4,3	5,0	**6,8**	**7,5**	**5,1**	**5,2**	**4,6**	**4,5**
Obyvatelstvo	3,6	5,1	5,9	6,4	6,4	6,5	6,5	6,3	**4,2**	**6,3**	**6,4**	**5,9**	**4,9**	**4,6**
Nefinanční podniky	11,1	4,4	9,2	9,3	5,5	8,0	2,4	5,2	**7,3**	**8,0**	**4,5**	**3,5**	**3,5**	**3,9**
Ostatní	13,1	12,2	14,6	5,0	8,1	10,2	2,1	2,7	**11,7**	**9,5**	**3,2**	**5,3**	**4,9**	**5,0**
Podíly na HDP														
Podíl úvěrů na HDP	61,5	59,9	60,0	59,6	60,0	59,0	59,2	59,0	**61,4**	**59,7**	**59,4**	**60,5**	**61,2**	**61,7**
Podíl vkladů na HDP	97,1	86,2	97,4	96,0	96,2	87,0	95,2	94,5	**95,1**	**94,2**	**92,7**	**92,7**	**92,5**	**92,4**
Podíl úvěrů na vkladech	63,3	69,5	61,6	62,1	62,4	67,8	62,2	62,4	**64,7**	**63,5**	**64,1**	**65,3**	**66,3**	**66,9**
Úrokové sazby														
Úvěry pro bytové potřeby	4,9	4,9	5,1	5,1	5,1	4,9	4,8	4,7	**4,5**	**5,0**	**4,7**	**4,3**	**4,2**	**4,2**
Spotřebitelské úvěry	9,7	9,7	9,8	10,0	10,1	10,2	10,0	9,9	**9,1**	**10,0**	**9,7**	**8,9**	**8,6**	**8,8**
Úvěry nefinančním podnikům	8,4	9,0	8,7	8,8	8,8	8,2	7,7	7,2	**7,9**	**8,6**	**6,9**	**5,3**	**4,7**	**4,7**
Podíl úvěrů v selhání														
Úvěry pro bytové potřeby	0,7	0,7	0,7	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	**0,7**	**0,9**	**1,2**	**1,4**	**1,6**	**1,8**
Spotřebitelské úvěry	4,0	3,9	4,0	4,8	5,5	5,8	6,0	6,4	**4,1**	**5,0**	**6,6**	**7,6**	**8,0**	**8,5**
Úvěry nefinančním podnikům	3,3	3,4	3,3	3,4	3,4	3,5	3,5	3,6	**3,5**	**3,4**	**3,8**	**4,4**	**4,4**	**4,6**

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

Objemy nových hypoték na začátku roku vzrostly. Stav úvěrů však i nadále ovlivňuje čerpání na základě dříve uzavřených smluv s výhodnějšími podmínkami. Celkově by však měla být letos aktivita na hypotečním trhu poměrně utlumená. Po loňském průměrném růstu o 7,9 % by letos měl hypoteční trh vzrůst v průměru o 4,7 %, a to navíc s výrazným přispěním znovuzařazení portfolia Sberbank.[2] S postupným poklesem úrokových sazeb a podporou v podobě letošního solidního mzdového růstu by k významnějšímu oživení hypotečního trhu mělo dojít až v příštím roce (+5,6 %).

Postupné oživení spotřeby domácností lehce podpoří spotřební financování

Postupné oživení spotřebitelské poptávky bude mírným pozitivním impulzem pro spotřební financování.

Poměrně utlumený růst spotřebních úvěrů by podle nás měl pokračovat i v H1 23 v souvislosti s pouze mírným nárůstem spotřebitelské poptávky a stále vysokou mírou spoření. S pokračujícím oživením spotřebitelské poptávky, poháněným silnou dynamikou mezd avšak v prostředí značných úspor domácností, by mělo v H2 23 dojít k mírnému zvýšení objemu spotřebního financování. Nicméně míra zadlužení domácností – poměr objemu úvěrů k HDP – by neměla výrazně vzrůst i s ohledem na stále značný objem vlastních prostředků v podobě nahromaděných úspor. Čekáme, že trh se spotřebními úvěry letos vzroste o 6,8 % po loňských 7,3 %.

Výrazné ochlazení úvěrové aktivity čeká segment nefinančních podniků

Nižší potřeba provozního financování a utaženější měnové podmínky omezí úvěrovou aktivitu nefinančních podniků.

V minulém roce úvěrovou aktivitu nefinančních podniků (NFP) výrazně podpořila potřeba provozního financování v souvislosti s problémy v dodavatelských řetězcích a zejména pak substituce korunových a eurových úvěrů. Nicméně v prostředí odeznívání problémů v subdodávkách, výrazného zmírnění inflačních tlaků ve výrobní sféře a zároveň utaženější měnové politiky jak u nás, tak v zahraničí, tyto faktory ztrácejí výrazně na váze. To by se letos mělo podepsat na zpomalení růstu úvěrů NFP. Jejich míra zadlužení by tak podle nás měla nadále klesat. Podobně jako v minulém roce, kdy ziskovost NFP rostla, a to i přes loňskou silnou úvěrovou aktivitu. Vzhledem k úrokovému diferenciálu, byť postupně se zužujícím, by cizoměnové financování – současně tvořící 46 % všech úvěrů – mělo zůstat poměrně atraktivní a podpořit tak úvěrovou aktivitu i letos, byť podstatněji méně. Odhadujeme, že po loňském průměrném růstu o 6,8 % dojde letos ke značnému zpomalení na 3,6 %.

Míra spoření a odložená investiční aktivita firem podpoří expanzi vkladů

Expanze vkladů i letos opět předčí růst úvěrů.

Nadále vysoká míra úspor, podpořená solidním růstem disponibilních příjmů, spolu s pouze pozvolným oživením spotřebitelské poptávky by měla podpořit expanzi vkladů domácností, které podle nás letos porostou v průměru o značných 6,3 %. V opačném směru však budou i nadále působit zvýšené osobní náklady a odliv prostředků do nebankovních řešení za účelem vyššího zhodnocení objemných úspor. Solidní finanční postavení podniků, odložená investiční aktivita a vyšší zhodnocení prostředků, díky nadále vysokým úrokovým sazbám, by se měly také pozitivně podepsat na celkovém růstu depozit, který bude letos podle našeho odhadu činit v průměru výrazných 7,5 % po loňském růstu o 6,8 %, tedy výrazně nad tempem růstu úvěrů.

Úvěrové portfolio tuzemských bank zaznamená pouze mírné zvýšení rizika

Pouze mírný nárůst rizika na úvěrových portfoliích.

Zatím stále nedochází k růstu podílu nevýkonných úvěrů (NPL) napříč sektory. Ty se tak stále pohybují poblíž historických minim. Přísnější úvěrové podmínky by se však se zpožděním měly podepsat na postupném růstu rizika na úvěrových portfoliích, byť jen mírném, a to i s ohledem na značný polštář úspor domácností a zároveň dobré finanční rozpoložení NFP. Rizikem směrem k vyššímu růstu podílu NPL jsou však vyšší objem čerpaných cizoměnových úvěrů či větší objem refixací hypotečních úvěrů v letošním roce. I to by však nemělo představovat výraznější problémy pro domácí bankovní sektor, jak ukazujeme i dále v Boxu.

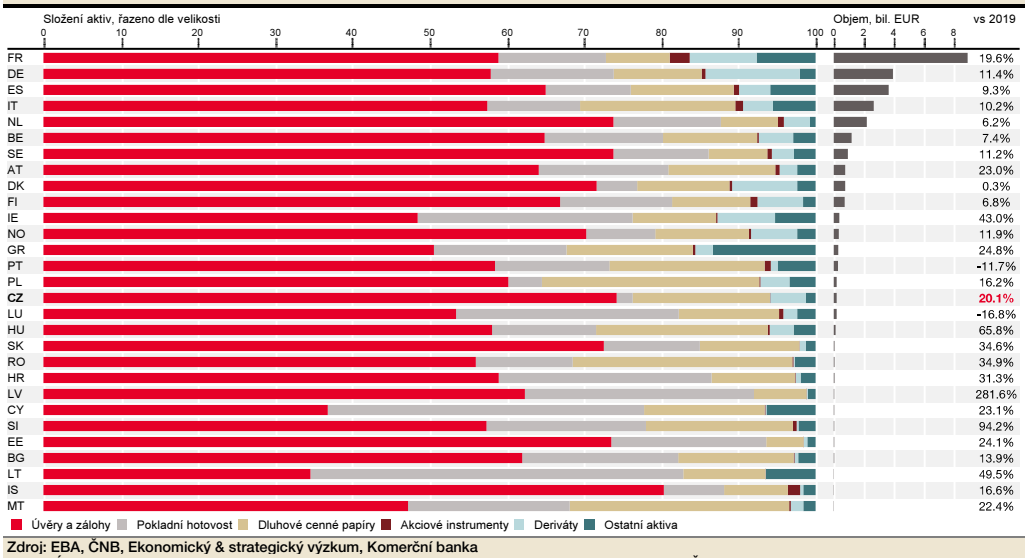
[2] Odhadujeme, že znovuzařazení úvěrového portfolia Sberbank zvýší ve Q2 23 stavový objem hypotečních úvěrů o 1,5 % q/q, podobně jako u spotřebních úvěrů, zatímco u podnikatelských úvěrů odhadujeme zvýšení o 0,8 % q/q.

Box: Český bankovní sektor je kotvou finanční stability

V tomto boxu se zaměřujeme na zhodnocení kondice tuzemského bankovního sektoru ve světle nedávných turbulencí v zahraničí. Nervozitu nejprve vnesl na finanční trhy pád několika amerických bank, zejména Silicon Valley Bank (SVB), za kterým stál primárně odliv depozit. Problémy se nevyhnuly ani evropskému kontinentu, na kterém rychlým zásahem regulátoři zabránili blížícímu se kolapsu systémově důležité švýcarské banky Credit Suisse. Tyto události vyvolaly značnou nervozitu mezi investory ohledně bankovního sektoru a vzbudily obavy ohledně finanční stability. Jak ale popisujeme dále, v kontextu domácího bankovního sektoru jsou důvody k obavám podstatně menší vzhledem k tomu, že tuzemské banky se nacházejí v dobré kondici.

Jedním z charakteristických rysů domácího bankovního sektoru je poměrně konzervativní model podnikání. Klientské úvěrové portfolio tvoří více jak 46 % aktiv na konsolidované bilanci tuzemských bank.[3] Z toho téměř 39 % tvoří pouze hypoteční úvěry, přičemž podíl zajištěných úvěrů bude ještě vyšší, a to i s ohledem na významnou expozici vůči developerskému segmentu. Relativně stabilní strana aktiv je navíc spojena s nízkým rizikem financování. Konzervativní portfolio je totiž z velké části zajištěno diverzifikovanou základnou klientských vkladů. Poměr úvěrů a vkladů činí necelých 62 %, přičemž před dvěma lety byl poměr o zhruba 7 pb vyšší. To souvisí zejména s klesající mírou zadlužení nefinančních podniků.

Konzervativní báze aktiv tuzemských bank s jedním z nejvyšších podílů úvěrového portfolia



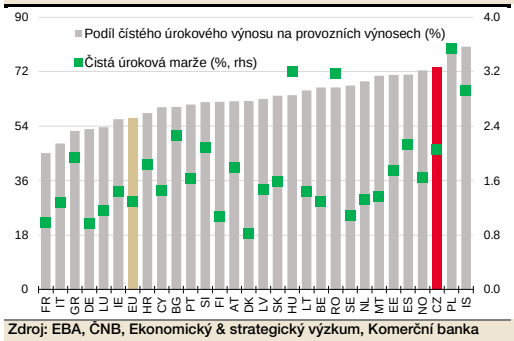
Zdroj: EBA, ČNB, Ekonomický & strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Úvěry a zálohy zahrnují i úvěry a pohledávky, kde protistranou jsou centrální banky. V případě ČR je podíl významně ovlivněn i likviditou uloženou u centrální banky

Nejenže se české banky těší poměrně stabilnímu zdroji příjmů, ale i na relativně nízkorizikovém portfoliu oproti evropským protějškům generují nadprůměrné zisky. Ukázkou konzervativnějšího přístupu je jeden z nejvyšších podílů čistého úrokového výnosu na celkových provozních výnosech (74 % vs medián EU 64 %). V poměru k průměrné bázi aktiv je pak ziskovost českých bank jedna z nejvyšších v Evropě.[4]

[3] Včetně úvěrů a depozit s protistranou, kterou je jiná úvěrová instituce, tj. včetně mezibankovních půjček.

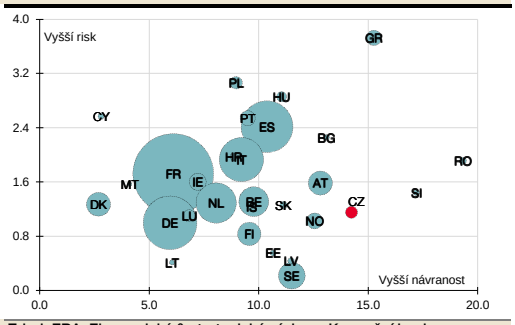
[4] Porovnání s ostatními evropskými zeměmi je v rámci Evropského hospodářského prostoru (EHP), které spadají pod gesci Evropského orgánu pro bankovnictví (EBA).

Jeden z nejvyšších podílů NII* (Q4 22)



Zdroj: EBA, ČNB, Ekonomický & strategický výzkum, Komerční banka
*NII = čistý úrokový výnos

Vysoce ziskový tuzemský bankovní sektor (ROE x NPE, %)

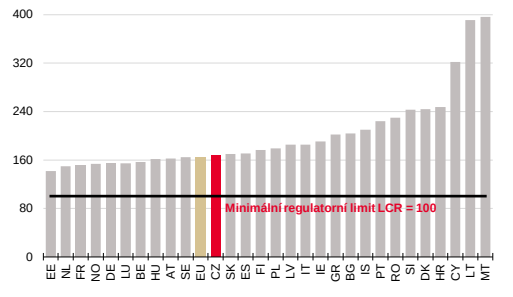


Zdroj: EBA, Ekonomický & strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Velikost ukazatelů je odvozena od velikosti bankovního sektoru. ROE (návratnost kapitálu) na ose x a NPE (podíl nevýkonných expozic) na ose y.

I přes mělkou recesi ekonomiky v druhé polovině loňského roku a setrvání úrokových sazeb na vyšších úrovních zatím nedochází ke zhoršování zdraví úvěrového portfolia. Podíl nevýkonných úvěrů (NPL) se stále nachází poblíž historických minim napříč sektory. Zmíněné faktory by se však měly s tradičním zpožděním podepsat na postupném růstu podílu NPL, byť pouze mírném.

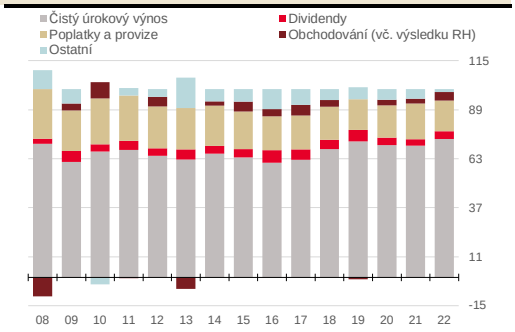
Riziko případného odlivu depozit zmírňuje i poměrně značná likvidita tuzemských bank, které pohodlně vyhovují regulatorním požadavkům. Ukazatel krytí likvidity (LCR), tedy poměr vysoce kvalitních likvidních aktiv (HQLA) k simulovanému odlivu prostředků během 30denního zátěžového období, je zhruba na průměru ostatních evropských bank a výrazně nad regulatorním minimem. Tuzemské banky navíc disponují významnými prostředky uloženými u centrálních bank – k únoru 2023 objem expozice vůči centrální bance činil 27 % všech aktiv, resp. 2,6 bil. CZK. Dluhopisové portfolio (držené do splatnosti) také nepředstavuje významné riziko v souvislosti s jeho přeceněním. Přestože jejich podíl na aktivech narostl o téměř 7 pb během posledních dvou let, je efekt jejich přecenění na regulatorní kapitál pouze malý.

Ukazatel krytí likvidity (LCR, %, Q4 22)



Zdroj: EBA, Ekonomický & strategický výzkum, Komerční banka

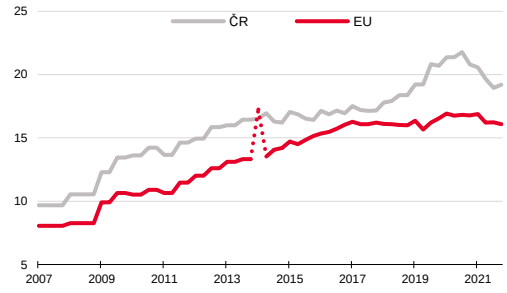
Dekompozice (čistých) provozních výnosů



Zdroj: ČNB, Ekonomický & strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: RH = rovnovážná hodnota

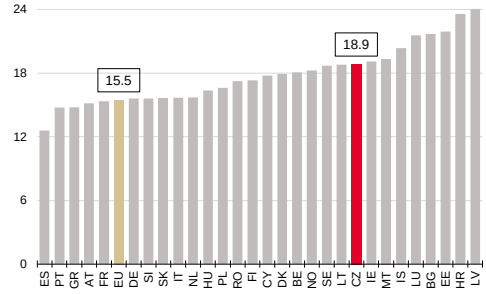
Od finanční krize 2008 došlo také k výraznému zpřísnění kapitálových požadavků. Český bankovní sektor však dlouhodobě disponuje značnými kapitálovými rezervami a ve srovnání s ostatními evropskými bankami jsou ty české jedny z nejlépe kapitálově vybavených. Od roku 2008 kapitálový poměr Tier 1 vzrostl o téměř 9 pb na 19,2 % v Q3 22. Přitom pokud jde o návratnost vlastního kapitálu, tak si domácí sektor v evropském srovnání vede nadprůměrně dobře (viz výše).

Vývoj kapitálových poměrů T1 (%)



Zdroj: ECB, Ekonomický & strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Konec roku 2014 je nejspíše ovlivněn přechodem na nový regulatorní rámec.

Kapitálový poměr CET1 (%, Q4 22)



Zdroj: EBA, Ekonomický & strategický výzkum, Komerční banka

Celkově tak jejich solidní postavení částečně imunizuje české banky vůči obavám a potenciálním dopadům hlubší krize důvěry, která již navíc částečně vyprchala. Tuzemské banky disponují relativně konzervativním a zdravým portfoliem s nízkým rizikem financování, i díky vysokému převisu vkladů nad úvěry, dostatečnou likviditou a mohutným kapitálovým polštářem na absorpci potencionálních ztrát. Oblastí, kde však nejvíce stále rezonují dopady krize důvěry v bankovním sektoru a která se alespoň z části týká také našich bank, je primární trh s bankovními emisemi cenných papírů, který se vzpamatovává pouze pomalu.

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

Bohumil Trampota
+420 222 008 560
bohumil_trampota@kb.cz

Klíčové ekonomické ukazatele

Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
HDP	reálný, %	-5,5	3,5	2,5	0,6	1,8	2,2	2,5	2,4
Inflace	průměr období, %	3,3	3,8	15,1	11,8	2,0	2,3	1,9	2,0
Běžný účet platební bilance	% HDP	2,0	-2,8	-6,1	-1,8	-0,9	-0,5	-0,2	0,0
3M PRIBOR	průměr, %	0,9	1,1	6,3	7,1	5,4	3,9	3,3	3,3
CZK/EUR	průměr	26,5	25,6	24,6	23,7	23,8	23,7	23,5	23,3
CZK/USD	průměr	23,2	21,7	23,4	21,1	20,5	19,9	19,0	18,5

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

Měna a úrokové sazby – výhled

		25-04-2023	Jun-23	Sep-23	Dec-23	Mar-24	Jun-24
CZK/EUR	konec období	23,5	23,60	23,70	23,75	23,80	23,85
USD/EUR	konec období	1,10	1,10	1,14	1,18	1,15	1,16
CZK/USD	konec období	21,4	21,45	20,80	20,15	20,70	20,55
3M PRIBOR	konec období, %	7,18	7,20	7,05	6,55	6,05	5,55
10Y IRS	konec období, %	4,41	4,85	4,75	4,60	4,45	4,35

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

Měsíční makroekonomická data

		VII-22	VIII-22	IX-22	X-22	XI-22	XII-22	I-23	II-23	III-23
Inflace (CPI)	%, y/y	17,5	17,2	18,0	15,1	16,2	15,8	17,5	16,7	15,0
Inflace (CPI)	%, m/m	1,3	0,4	0,8	-1,4	1,2	0,0	6,0	0,6	0,1
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	26,8	25,2	25,8	24,1	21,3	20,1	19,0	16,0	10,2
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	0,3	-0,1	1,2	0,6	-1,0	-1,1	5,8	-0,3	-1,0
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	3,3	3,4	3,5	3,5	3,5	3,7	3,9	3,9	3,7
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	13,9	31,1	27,7	19,9	18,3	9,1	9,4	13,1	n.a.
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	-1,6	10,7	9,2	3,4	1,3	2,3	0,9	2,0	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	-2,5	2,8	-2,6	2,1	-0,2	-4,4	7,3	-4,3	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (nár. met.)	-23,0	-29,8	-13,4	-25,2	-25,0	-0,5	9,2	14,3	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	-45,7	-110,9	-70,7	-36,8	-42,5	-4,3	12,7	13,3	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	-57,7	-143,7	-24,0	-7,4	-13,3	-38,4	8,3	-5,8	n.a.
M2	%, y/y	5,3	5,3	5,5	5,9	5,9	5,6	6,3	7,0	n.a.
Státní rozpočet	mld.CZK (od zač. roku)	-192,7	-231,1	-270,9	-286,7	-337,1	-360,4	-6,8	-119,7	-166,2
3M PRIBOR	%, průměr	7,30	7,27	7,25	7,28	7,27	7,26	7,22	7,20	7,19
CZK/EUR	průměr	24,6	24,6	24,6	24,5	24,4	24,3	23,9	23,7	23,7
CZK/USD	průměr	24,2	24,3	24,8	24,9	23,9	22,9	22,2	22,2	22,1

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