Čtvrtletní zpráva

Ekonomické výhledy

Sazby: letos nic a pak víc

©iStock

■ **Oživení ekonomiky na obzoru** Po technické recesi ekonomika v prvním letošním pololetí stagnovala. Pro druhé pololetí a příští rok již očekáváme obnovení hospodářského růstu. Jeho hlavním zdrojem bude růst spotřeby domácností podpořený zvýšením reálných mezd a rozpouštěním přebytečných úspor. HDP letos vzroste o 0,1 % a v příštím roce o 1,8 %.

■ **Inflace klesne pod 2 %** Do konce letošního roku meziroční inflace zůstane kolem 8 %. K jejímu strmému poklesu na začátku příštího roku přispěje výrazné zlevnění energií a vládou navrhované změny DPH. Za celý letošní rok inflace dosáhne 11 %, příští rok zpomalí na 1,3 % a v roce 2025 opět mírně vzroste na 2,2 %. Jádrová složka ale setrvá nad 2 %.

■ **ČNB sazby do konce roku nezmění** Jejich první snížení čekáme až v únoru příštího roku, zatímco původně jsme s ním počítali už letos v září. O to rychlejší ale snižování sazeb v roce 2024 bude. Na jeho konci čekáme repo sazbu na 4 %.

■ **Dočasné přerušení poklesu tržních úrokových sazeb** Odložení zahájení cyklu uvolňování měnové politiky ČNB do příštího roku odsune i pokles tržních úrokových sazeb. Inverzní tvar si korunová křivka zřejmě udrží i po celý příští rok.

■ **Oslabující, avšak stále silná koruna** Politika ČNB v kombinaci s rychle oslabujícím americkým dolarem by měla udržet depreciační tlaky na uzdě. V ročním horizontu očekáváme dosažení úrovně 24,10 CZK/EUR.

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

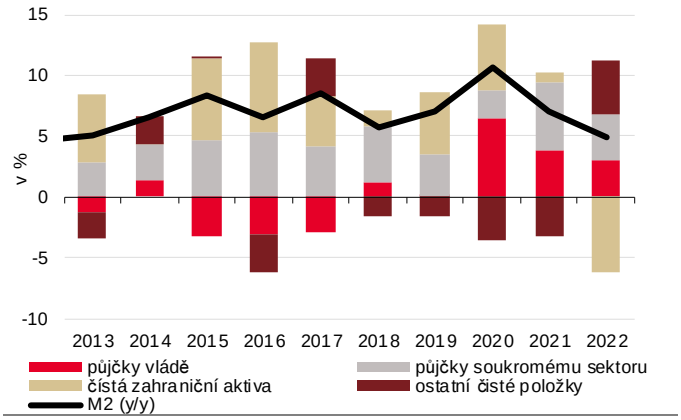
Hlavně to s tou restrikcí nepřehnat

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

I když se zdá, že tuzemská ekonomika v posledních třech měsících přešlapovala na místě a nic zásadního se nepřihodilo, **pro přípravu naší nové makroekonomické prognózy nejistot spíše přibylo.** Jejich hlavním zdrojem, jak to již často bývá, jsou kroky hospodářských politik.

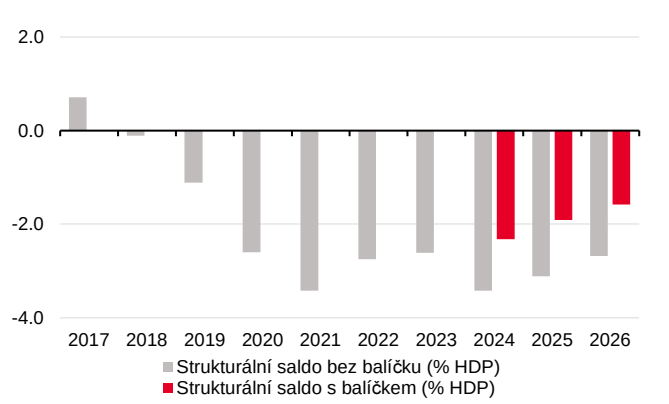
Na straně fiskální politiky je klíčovou otázkou dopad úsporného balíčku, který vláda představila na počátku května a který aktuálně prochází legislativním procesem v parlamentu. Jeho parametry se tak mohou ještě změnit. Základní rámec je už ale jasný, když prošel prvním čtením v Poslanecké sněmovně. Samotný vládní návrh počítá se snížením schodku veřejných financí k HDP o 1,1 pb v roce 2024 a o 1,2 pb v roce 2025. Simulaci takovéto restrikce do ekonomického růstu a inflace detailně v Boxu 2 rozebírá Jaromír Gec a dochází k závěru, že negativní dopad do růstu reálného HDP bude v roce 2024 maximálně 0,7 pb, zatímco v roce 2025 již bude výrazně nižší (kolem 0,2 pb). Prvořadým cílem balíčku však není srazit hospodářský růst, ale dostat veřejné finance na udržitelnou dráhu a podpořit růstový potencionál ekonomiky do budoucna.

Vládní sektor je v posledních třech letech významným zdrojem emise peněz



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

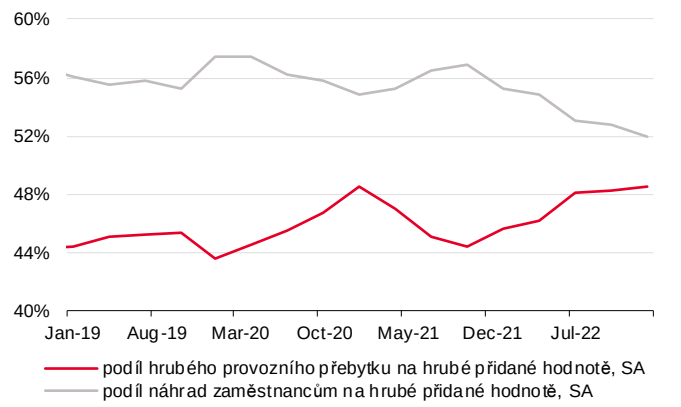
Bez zásahu se strukturální deficit výrazněji nesníží



Zdroj: Ministerstvo financí ČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Strukturální saldo veřejných financí podle odhadu KB, dopad balíčku podle předpokladů MFČR

Fiskální balíček je z logiky věci restriktivní a bude tak působit i ve směru snížení inflace. Jak vypočítal Martin Gürtler (viz speciální report *Dopad navrhovaných změn DPH by měl být mírně protiinflační* dostupný zde https://bit.ly/VAT_changes_CZ), i prvotní dopady změn v samotné DPH by měly být protiinflační. Pouze v extrémním scénáři tak silné poptávky, že ceny u položek přesouvající se do nižší sazby neklesnou, bude dopad změn DPH mírně proinflační. Balíček ale není jenom o DPH, ale zejména o poklesu deficitu. Dalším efektem tedy bude i snížení emise peněz ze strany vlády jako další protiinflační faktor. Celkově odhadujeme (viz Box 2), že balíček ubere v příštím roce

Ziskové marže nefinančních podniků rostou na úkor mezd zaměstnanců

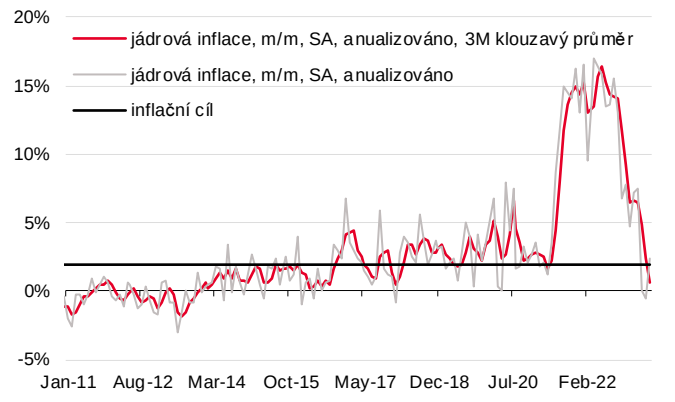


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

na inflaci 0,4 pb, v roce 2025 pak 0,3 pb.

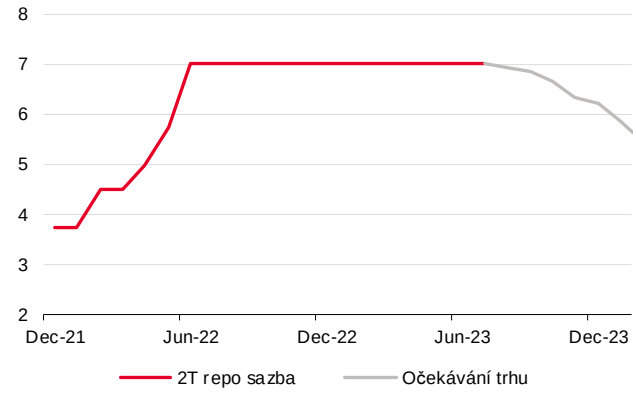
Restriktivní politikou bojuje s inflací i centrální banka. Kromě výše zmíněného protiinflačního působení fiskální politiky se bude do inflace postupně promítat i pokles cen energetických komodit a slabá spotřebitelská poptávka, ta se v inflaci nicméně již citelněji promítla v posledních měsících. Pokles reálné spotřeby trvající více jak rok a půl jasně dokumentuje, že české domácnosti nejsou ochotné vysoké ceny zboží a služeb platit. Jak ukazují Jaromír Gec a Kevin Tran Nguyen ve svém boxu (Box 1), postpandemický inflační šok dopadl především na zaměstnance. Loňský dramatický propad reálných mezd vedl k tomu, že se jejich vývoj vrátil k trendu reálné produktivity práce, mzdově inflační spirála tak podle nás spíše nehrozí. Výraznější inflační dopady nepředpokládáme ani z titulu rozpouštění nakumulovaných úspor. Jejich struktura se v inflačním prostředí posunuje k finančním instrumentům s nižší likviditou – od běžných účtů směrem k termínovaným vkladům a zejména do cenných papírů či investičních fondů.

Aktuální (jádrová) inflační dynamika je dokonce pod dvouprocentním cílem



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

Vpředhledícně se chovající trh očekává ještě letos poměrně výrazné snižování klíčové sazby ČNB



Zdroj: Bloomberg, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: aktualizováno k 24. 7. 2023

Tržní účastníci přikládají značnou váhu nízkým dynamikám jádrové inflace během druhého čtvrtletí. Ta po sezónním očištění a anualizaci spadla pod inflační cíl. Vzhledem k délce transmisního procesu měnové politiky by tato konstelace měla ve zbytku letošního roku umožnit znatelné snižování úrokových sazeb ze strany centrální banky. A této historické zkušenosti se drží i trh, když v cenách finančních instrumentů předpokládá, že ke konci roku budou úrokové sazby ČNB o více než procentní bod níže. Rétorika centrálních bankéřů je ale zásadně odlišná. Mantra „*vyšší sazby po delší dobu*“ nejen neutuchá, ale dokonce na červnovém zasedání nabrala na síle.

Obáváme se, že dojde k určitému „přetažení“ měnové restrikce, kdy se sazby letos nesníží. O to rychlejší pak samozřejmě bude ale jejich pokles v příštím roce. A implikace, kterou to podle nás přináší? Inflace bude příští rok pod cílem a hospodářský růst nižší, než když by ČNB sazby začala snižovat již letos. Inflaci tak v průměru čekáme na 1,3 % při růstu reálného HDP o 1,8 %. Jsme více než zvědavi na srpnové jednání bankovní rady ČNB a novou inflační prognózu. Ta totiž podle nás bude ukazovat potřebu brzkého snižování úrokových sazeb, což koneckonců indikovala již květnová prognóza centrální banky.

Ta horší polovina letošního roku je podle nás již za námi. Zejména výkonnost reálné ekonomiky během Q2 23 byla pro nás zklamáním, jehož výsledkem byla v podstatě ekonomická stagnace celého prvního pololetí. **Druhá polovina roku by již ale měla z pohledu producentů i spotřebitelů vypadat lépe. Výrobcům se zlevňují vstupy a ve zbytku roku věříme i v oživení poptávky domácností.** Od druhého čtvrtletí totiž

předpokládáme růst reálných mezd. V kombinaci s postupným rozpouštěním nahromaděných úspor by se to mělo v reálné spotřebě pozitivně projevit. Cesta k návratu na předpandemické úrovně spotřeby domácností ale bude dlouhá. Snad už jsme však na začátku této cesty. Přeji Vám příjemné čtení letního vydání *Ekonomických výhledů* Komerční banky!

Obsah

Vnější prostředí a předpoklady prognózy ... **6**

Makroekonomická prognóza ... **10**

Box 1: Domácí poptávkové tlaky v útlumu ... 15

Měnová politika ... **17**

Fiskální politika ... **19**

Box 2: Vládní konsolidační balíček má potenciál snížit inflaci i růst HDP ... 22

Tabulka prognózy ... **25**

Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy ... **26**

Korunový devizový trh ... **31**

Bankovní sektor ... **34**

Klíčové ekonomické ukazatele ... **37**

Upozornění ... **38**

Vnější prostředí a předpoklady prognózy

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

Inflace se na cíl hlavních centrálních bank letos nevrátí

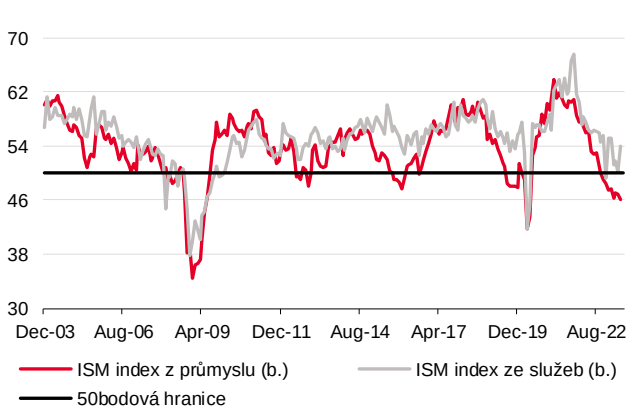
Inflace v USA i eurozóně sice výrazně zpomalila, k inflačnímu cíli centrálních bank má ale stále ještě daleko. Vysoko se drží především její jádrová složka. Evropská centrální banka tak bude muset v utahování měnových podmínek pokračovat. Depozitní sazba by se měla v září dostat na 4 %, rizika se ale koncentrují ve směru ještě vyšších úrokových sazeb. Ve Spojených státech se jejich zvyšování již blíží ke konci. Přísnější měnová politika povede k postupnému ochlazování ekonomické aktivity a v první polovině příštího roku očekáváme vstup USA do recese. Naproti tomu eurozóna bude prozatím benefitovat z oživení automobilového průmyslu, klesajících cen energií, vysokých ziskových marží firem, které jim umožní pokračovat v investiční aktivitě a najímat nové zaměstnance, a zároveň ze stále vysokých úspor a růstu mezd na straně domácností.

USA: ve druhém pololetí začne ekonomika ubírat na tempu

Měnová i fiskální politika budou působit restriktivně.

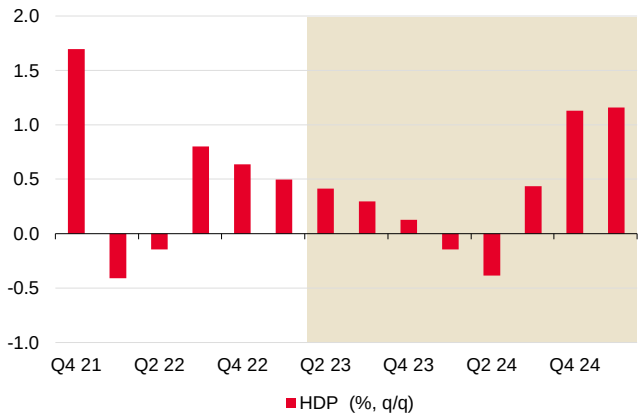
Ekonomika Spojených států rostla v Q1 23 tempem 2,0 % q/q anualizovaně. Vyhlídky jsou solidní i pro druhé čtvrtletí (náš odhad je 1,7 % q/q anualizovaně). Ve druhé polovině roku již ale čekáme ochlazení ekonomické aktivity, přičemž v první polovině příštího roku Spojené státy podle naší prognózy vstoupí do recese. Ta by nicméně měla být krátká a mělká. Povede k ní několik faktorů. Obavy z pádů dalších amerických bank se sice již rozptýlily, přetavily se ale ve větší opatrnost při poskytování úvěrů. To bude společně se snahou firem udržet si vysoké ziskové marže v prostředí rostoucích mzdových nákladů (kompenzace zaměstnancům nyní rostou tempem 5,0-5,5 % y/y) vytvářet tlak na snižování investic. Restriktivně bude působit i fiskální politika (Nejvyšší soud zablokoval plán prezidenta Bidena odpustit dluhy ze studentských půjček v hodnotě 430 miliard dolarů). Trh práce zůstává zatím utažený s měsíčními přírůstky nových pracovních míst výrazně převyšujícími hranici 150 tisíc, kterou považujeme za expanzivní. Poptávka je stále po pracovnících v pohostinství, ubytování, cestovním ruchu či zdravotnictví. Zde ještě počty zaměstnanců nedosáhly předcovidové úrovně. Jakmile se na ní dostanou, což by mělo být v řádu několika měsíců, bude tvorba pracovních míst výrazně nižší.

Ekonomická aktivita zpomaluje



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Počátkem roku 2024 čeká ekonomiku USA recese



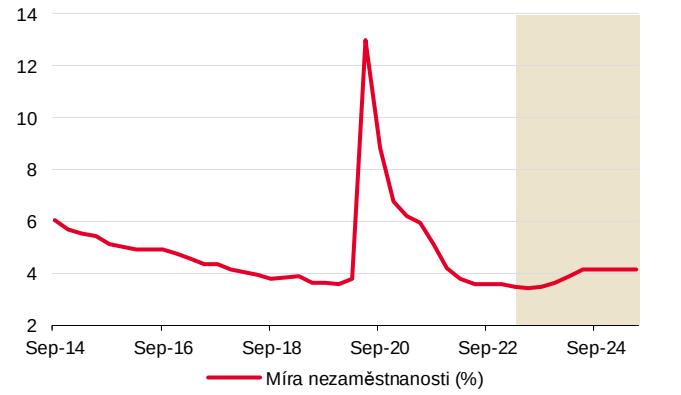
Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Ceny nájemného brzdí návrat inflace k cíli.

Ochlazení na trhu práce by mělo podle nás pomoci k tomu, že se inflace v závěru příštího roku vrátí na 2% cíl Fedu. Celková inflace sice již výrazně ubrala na tempu (z loňského vrcholu 9,1 % y/y na červnová 3 %), její jádrová složka se však stále drží vysoko, když v červnu dosáhla 4,8 % y/y. Příčinou jsou ceny nájemného, které tvoří největší položku

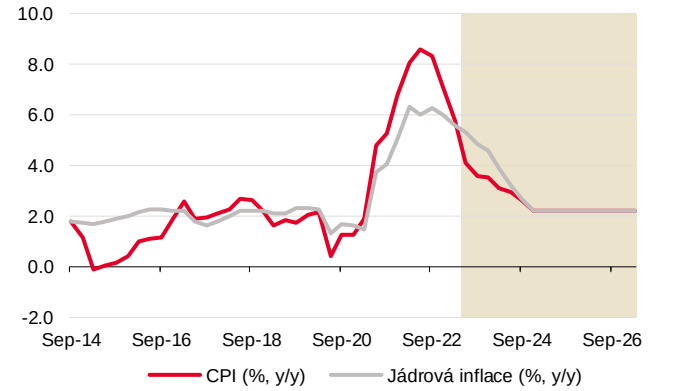
amerického spotřebního koše (25 %) a v červnu stále rostly meziročním tempem 7,8 %. Na to, aby se inflace začala blížit 2% cíli, by toto tempo muselo klesnout pod 4 %. K tomu by se ale mělo v následujících měsících přibližovat. Americká centrální banka tak podle našeho odhadu zvedne úrokové sazby již jenom jednou, a to na červencovém zasedání. První snížení sazeb pak očekáváme v prvním čtvrtletí příštího roku.

Trh práce zůstává utažený, …



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

… jádrové inflaci se proto dolů nechce



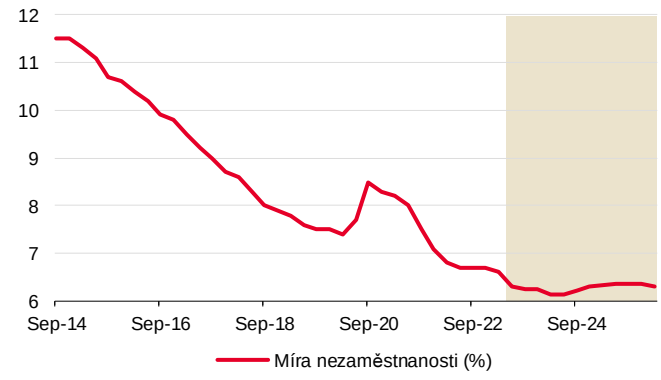
Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Eurozóna: vysoká inflace, nízký hospodářský růst

Při stále rostoucí zaměstnanosti je obtížné hovořit o recesi.

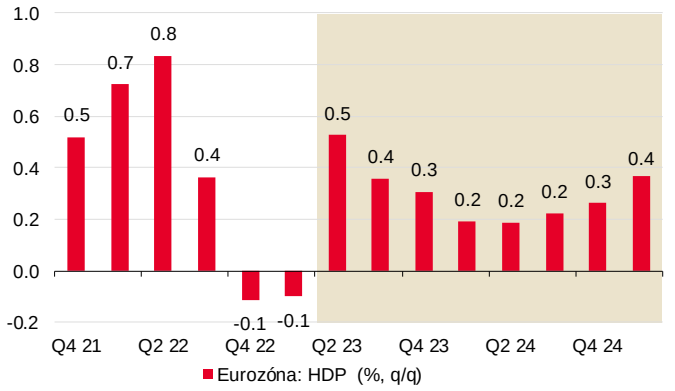
Eurozóna prokázala, že je vůči externím šokům velmi odolná (růst HDP o 3,5 % v 2022). HDP v Q1 23 sice již podruhé v řadě mezikvartálně poklesl o 0,1 % a dalo by se tak říci, že se evropská ekonomika nachází v technické recesi. Její pokles byl však velmi mírný. Obtížně lze zároveň hovořit o recesi v situaci, kdy roste zaměstnanost (0,3 % q/q v Q4 22 a 0,6 % q/q v Q1 23) a nezaměstnanost se nachází na historických minimech. Firmy jsou stále schopny přenášet vysoké ceny na koncové zákazníky, a těší se proto vysokým maržím. Zároveň mají značné polštáře likvidity z dob covidové krize, takže pokračují v investiční aktivitě, a to i navzdory utaženějším měnovým podmínkám. I tak bude ale investiční aktivita v následujících čtvrtletích podle nás slábnout, což je i důvodem, proč očekáváme pouze mírný růst ekonomiky eurozóny.

Trh práce zůstává napjatý



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

HDP eurozóny mírně poroste



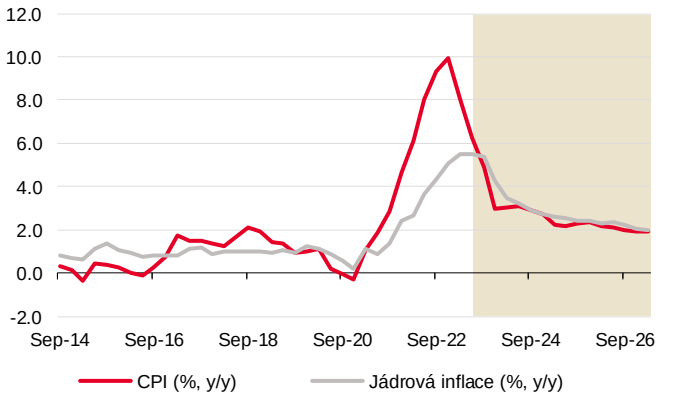
Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Poptávka v eurozóně v mnoha sektorech převyšuje nabídku.

Indikátory PMI se v průmyslu sice propadly výrazně pod padesátibodovou úroveň (43,4 bodu v červnu), což bylo zčásti dáno nižším objemem objednávek, pak ale i zlepšením podmínek v dodavatelských řetězcích. I tak ale vyhlídky pro evropský průmysl nejsou až tak špatné. Průmyslová výroba byla v minulých měsících ovlivněna především snahou o úsporu

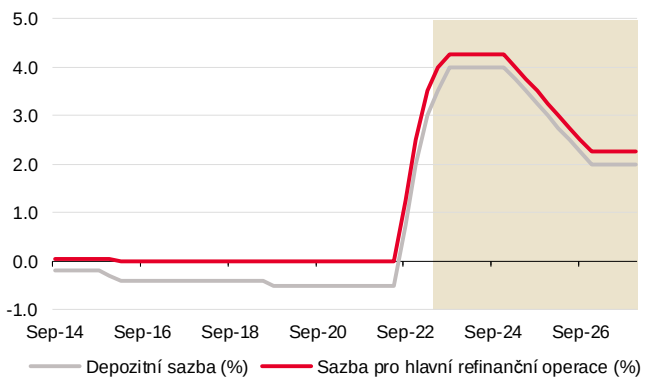
energie. Po očištění o tyto faktory nicméně rostla. V mnoha sektorech navíc poptávka převyšuje nabídku. Týká se to i automobilového průmyslu, kde je výroba stále pouze na 92 % předcovidové úrovně. Převaha poptávky nad nabídkou je patrná průřezově v celé ekonomice. Navzdory vysoké inflaci reálné příjmy domácností díky solidnímu růstu nominálních mezd a vládním opatřením poklesly pouze o 0,1 % v roce 2022. Domácnosti navíc stále disponují značným polštářem nadměrných úspor (8,2 % nominálního HDP v Q4 22), takže spotřeba domácností by měla, na rozdíl od investiční aktivity, ve druhé polovině letošního roku ožívat.

Jádrová inflace je zatím stále vysoká



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Sazby ECB půjdou ještě nahoru



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

ECB bude v utahování měnových podmínek dále pokračovat.

Rostoucí mzdy a oživující spotřeba domácností budou zároveň tím, co bude udržovat jádrovou inflaci na vysokých úrovních (5,5 % do srpna letošního roku, 5 % v průměru za celý letošní rok, 4 % na konci roku 2024) a neumožní Evropské centrální bance, aby snižovala úrokové sazby dříve než v roce 2025. V následujících měsících je bude naopak muset dále zvyšovat s tím, že vrcholu by podle nás depozitní sazba měla dosáhnout v září, a to na úrovni 4 %. Rizika se ovšem podle nás koncentrují ve směru ještě vyšší hodnoty. Zároveň bude ECB muset urychlit omezování bilanční sumy. Bude třeba ukončit reinvestování maturujících dluhopisů i z pandemického programu PEPP. Kvůli regulatorním důvodům i ztrátám, které ECB vznikají z držení přebytečné likvidity, bude muset centrální banka dříve či později začít prodávat dluhopisy i před jejich maturitou. Ve snižování bilanční sumy bude pravděpodobně pokračovat i v období, kdy už začne snižovat úrokové sazby, jinak se s její velikostí na zhruba poloviční úroveň, než je ta současná (tedy 4 biliony EUR) a kterou považujeme za rozumnou, nedostane. Pokračující utahování měnových podmínek, konec energetické krize i hospodářský růst by měl podpořit společnou evropskou měnu. Její kurz na konci letošního roku očekáváme na úrovni 1,16 USD/EUR, na konci příštího 1,21 USD/EUR.

Středoevropský region: inflace zpomaluje, měnová politika bude uvolněnější

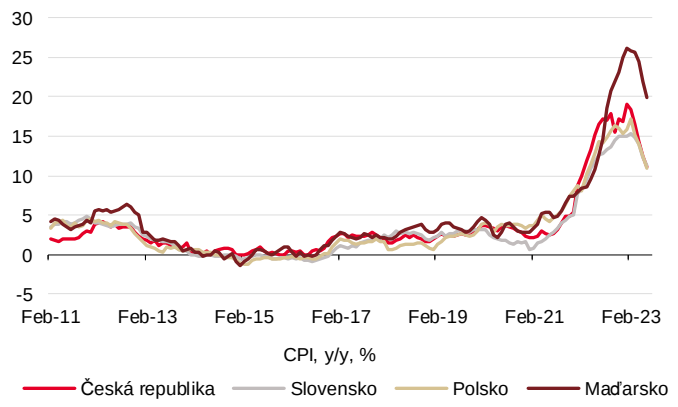
Maďarská centrální banka bude pokračovat ve snižování jednodenní depozitní sazby.

Inflace v regionu zpomaluje své tempo (v červnu na 11,5 % y/y v Polsku, 20,1 % y/y v Maďarsku). Maďarská centrální banka již začala snižovat jednodenní depozitní sazbu (z 18 % na současných 16 %), přičemž v těchto krocích v podobě redukce sazby každý měsíc o 100 bazických bodů bude pokračovat až do září, kdy jednodenní sazba dosáhne úrovně klíčové tříměsíční depozitní sazby, tedy 13 %. Se snižováním 3M depozitní sazby začne podle prognózy kolegů z SG v Q1 24, kdy by měla poklesnout na 10 %, v Q2 24 pak na 8 %. Centrální banka zatím preferuje spíše opatrnější přístup, který by zabránil výprodejům domácí měny. Maďarský forint se tak bude podle naší prognózy v následujících měsících pohybovat převážně v pásmu 375-380 HUF/EUR.

Polská centrální banka sníží sazby poprvé v září.

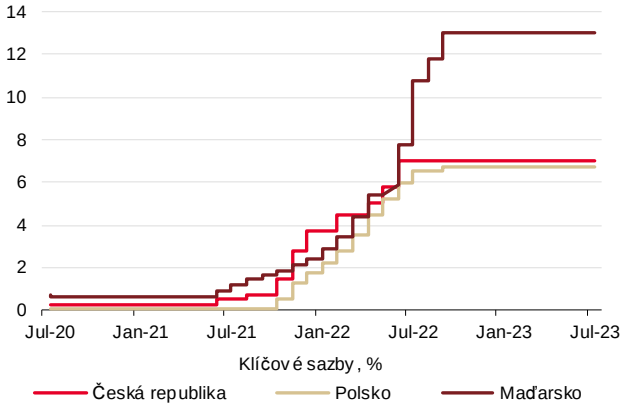
Se snižováním úrokových sazeb v letošním roce zřejmě začne i polská centrální banka. Inflace v září poklesne pod 10 % a v rychlé deceleraci bude pokračovat i nadále. Předpokládáme proto, že polská centrální banka sníží klíčovou sazbu ze současných 6,75 % o 25 bb poprvé v září letošního roku, přičemž následovat by měl říjnový pokles o 50 bb. V roce 2024 očekáváme čtvero snížení úrokových sazeb o 25 bb. Ve druhé polovině letošního roku tak polský zlotý podle našeho odhadu oslabí k 4,60-4,65 PLN/EUR.

Inflace v regionu klesá



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Sazby již nahoru nepůjdou



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Makroekonomická prognóza

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

Rychlý pokles inflace pomůže k oživení ekonomiky

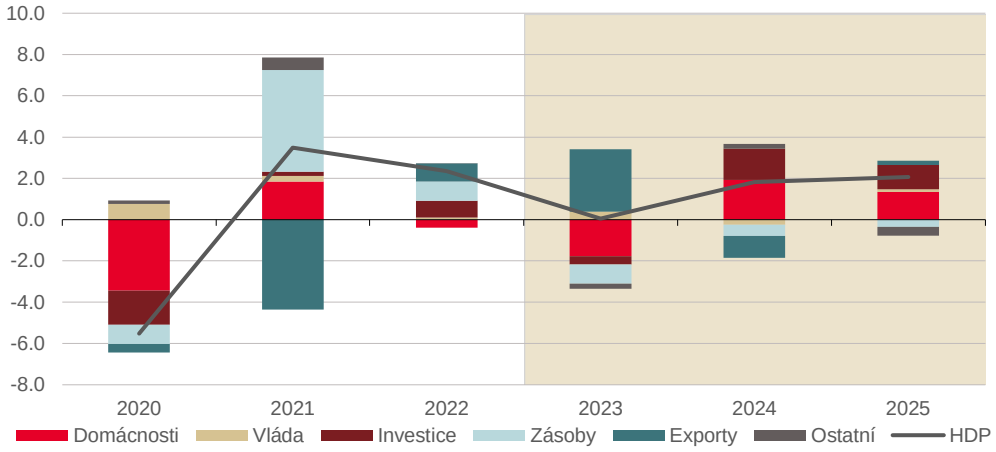
Poté co česká ekonomika prošla ve druhé polovině loňského roku mírnou recesí, nepotěšil ani vstup do letošního roku. V průběhu celého prvního pololetí totiž HDP podle našeho odhadu stagnoval. Pro druhou polovinu roku však již očekáváme obnovení hospodářského růstu. Přispět by k němu mělo především oživení spotřeby domácností, která dosud strmě klesala. S rychlým ústupem inflace a v prostředí stále napjatého trhu práce by měly začít růst reálné mzdy. Zpomalení cenového růstu by také mělo být impulsem k postupnému rozpouštění vysokého stavu nahromaděných úspor. Růst ekonomiky v příštím roce ale pravděpodobně zbrzdí plánovaná fiskální restrikce či nadměrně utažená měnová politika.

Hlavní změny

HDP:
Ekonomika letos podle nás vzroste o pouhých 0,1 %, což je méně, než jsme očekávali v minulé prognóze (0,6 %). Druhá polovina roku 2023 by již ale měla být ve znamení hospodářského oživení, když podle nás dojde k obnovení růstu spotřeby domácností. Pro rok 2024 předpovídáme stejné tempo růstu HDP jako v předchozí prognóze (1,8 %), avšak jen díky nižší srovnávací základně letošního roku.

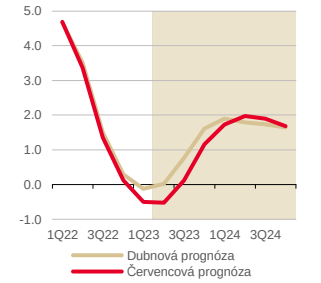
Inflace:
Odhad inflace jsme pro letošní rok snížili z 11,8 % na 11,0 % a pro příští rok z 2,0 % na 1,3 %. K tomu přispěl zejména rychlejší ústup inflace v průběhu posledního čtvrt roku. Za snížením inflace pod cíl centrální banky v roce 2024 stojí námi očekávaný pokles cen energií pro konečné spotřebitele, stejně tak i vládou navrhovaná fiskální restrikce a změny DPH. Jádrová inflace však v letošním i příštím roce zůstane nad 2 %.

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



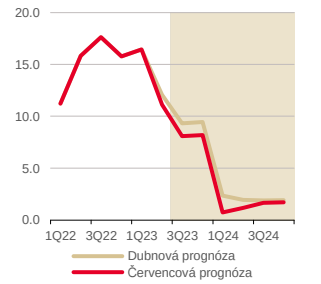
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Změna v prognóze HDP (%, y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Změna v prognóze inflace (%, y/y)

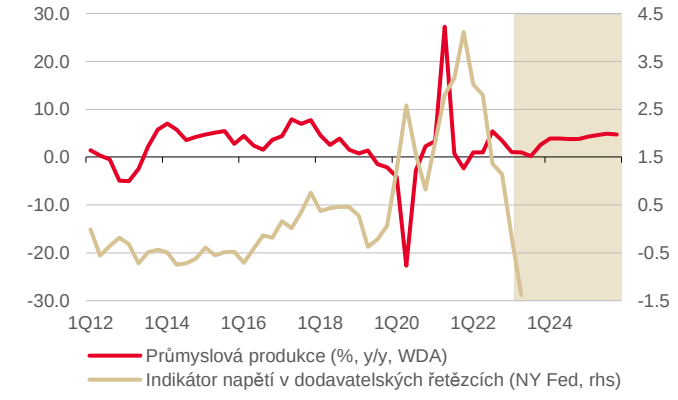


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ekonomika bude v letošním roce stagnovat

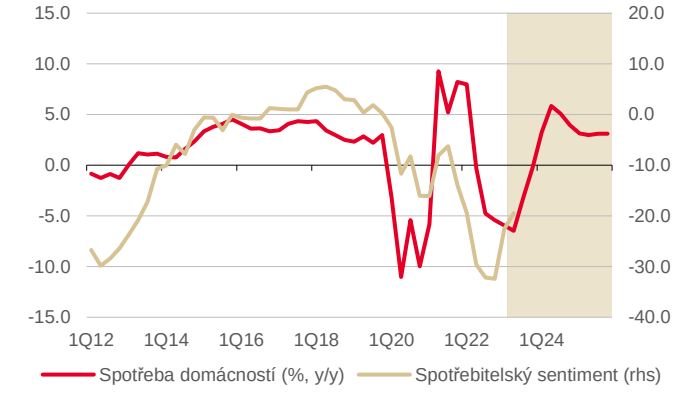
Vývoj tuzemské ekonomiky v prvním letošním čtvrtletí zaostal za naším očekáváním. HDP zůstal mezičtvrtletně beze změny, zatímco my jsme předpokládali jeho růst o 0,2 %. Výkon ekonomiky se tedy již dále nesnižoval, tak jako tomu bylo v průběhu technické recese z H2 22, k jejímu oživení však ale také nedošlo. Negativně překvapila spotřeba domácností, která oproti námi očekávanému mírnému růstu nadále klesala. V Q1 23 zaznamenala již šestý mezičtvrtletní pokles v řadě a oproti předpandemickému Q4 19 byla v reálném vyjádření nižší o 9,6 %. Její úroveň tak zhruba odpovídala druhé polovině roku 2016. Za strmým poklesem výdajů domácností pravděpodobně stál hlavně propad reálných mezd, který byl dosud obdobně výrazný. Nižší v Q1 23 byly i fixní investice. V tomto případě šlo o v pořadí třetí mezičtvrtletní pokles, jehož tempo se navíc významně urychlilo na -1,1 %. Celkově bylo tedy letošní první čtvrtletí ve znamení slabé domácí poptávky. Tu však na druhou stranu vyvažoval výrazně vyšší čistý vývoz, ať už v porovnání s předchozím čtvrtletím či naším očekáváním. Lze předpokládat, že vliv v tomto ohledu mělo zejména dokončení a následný vývoz dříve rozpracované produkce. Původně chybějící součástky byly totiž opět k dispozici zásluhou obnoveného fungování dodavatelských řetězců, což se pozitivně projevilo v automobilovém průmyslu. Tento scénář dokládá i skutečnost, že kladný příspěvek čistého vývozu k dynamice HDP byl z velké části kompenzován záporným příspěvkem změny stavu zásob. Produkce zpracovatelského průmyslu v samotném Q1 23 rozhodně silná nebyla, když mezičtvrtletně zhruba stagnovala. Ekonomika jako celek za předpandemickou úrovní v Q1 23 zaostávala o 1 %.

Dodavatelské řetězce se vrátily do normálu



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

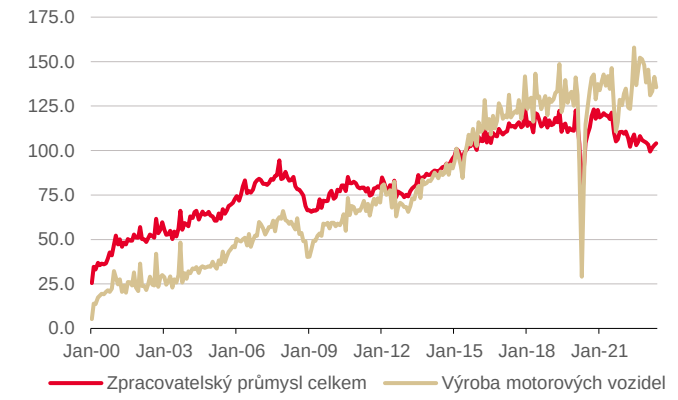
Spotřeba domácností by měla postupně oživit



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

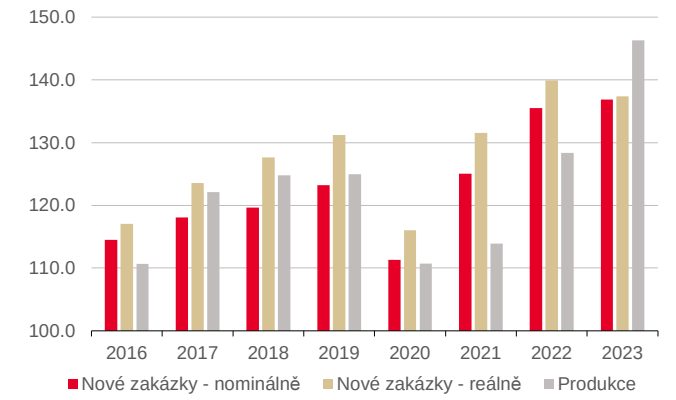
Slabost ekonomiky podle našeho odhadu ve druhém čtvrtletí pokračovala. Odhadujeme, že HDP mezičtvrtletně vzrostl pouze o 0,1 % (v minulé prognóze jsme přitom čekali +0,4 % q/q). Struktura jeho vývoje by měla být obdobná té z Q1 23. Situace na straně poptávky se nezlepšila. Naopak vývoj tržeb v oblasti maloobchodu a služeb ukazuje na další významné zhoršení. Pro Q2 23 očekáváme pokles spotřeby domácností o 1,4 % q/q po předchozích -1,8 %. Vysoce utlumená poptávka a nejistota kolem jejího dalšího vývoje nesvědčí fixním investicím, v případě kterých předpovídáme snížení o 0,8 % q/q. Nižší domácí poptávku by měl nadále vyvažovat vyšší čistý vývoz. Ve Q2 23 pravděpodobně ještě zesílil výše zmíněný vliv vývozu dříve rozpracované produkce, jak indikují měsíční statistiky zahraničního obchodu. To by zároveň znamenalo, že přetrval i záporný příspěvek změny stavu zásob. K vyššímu čistému vývozu ale pravděpodobně pomohlo také oživení růstu průmyslové produkce, ke kterému podle dostupných měsíčních dat v Q2 23 došlo. Pro Česko důležitý automobilový průmysl by měl stále disponovat nevyřízenými objednávkami z předchozích dvou let. Právě v letech 2021 a 2022 objem objednávek nových automobilů jak v nominálním, tak i reálném vyjádření kvůli chybějícím součástkám výrazně převyšoval produkci. V průběhu letošního roku však již výroba aut přerostla počet nových zakázek. Kromě snižující se poptávky po průmyslovém zboží k tomu podle nás přispěla právě realizace předchozích objednávek. Podle našeho hodnocení se ale zásoba nevyřízených zakázek z let 2021–2022 stále ještě plně nevyčerpala. Naproti tomu zbytek zpracovatelského průmyslu by na tom z hlediska objednávek měl být podle dostupných informací hůře.

Objem nových zakázek klesá, ve výrobě motorových vozidel však méně než ve zbytku průmyslu (reálně, SA, 2015=100)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Deflováno odpovídajícím indexem cen průmyslových výrobců (PPI).

Automobilový průmysl by měl mít stále k dispozici část nevyřízených objednávek z předchozích dvou let (2015=100)

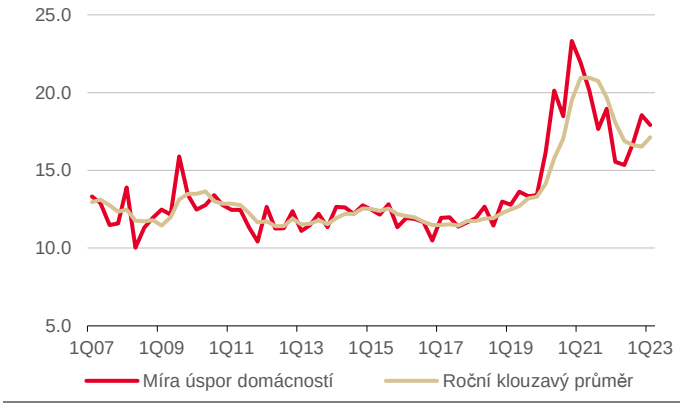


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Všechny tři ukazatele se týkají výroby motorových vozidel. Průměr pro letošní rok je počítán z dostupných dat od ledna do května.

Ekonomika se vrátí na předpandemickou úroveň konce roku 2019 v Q1 24. Spotřeba domácností však této mety dosáhne až koncem roku 2026.

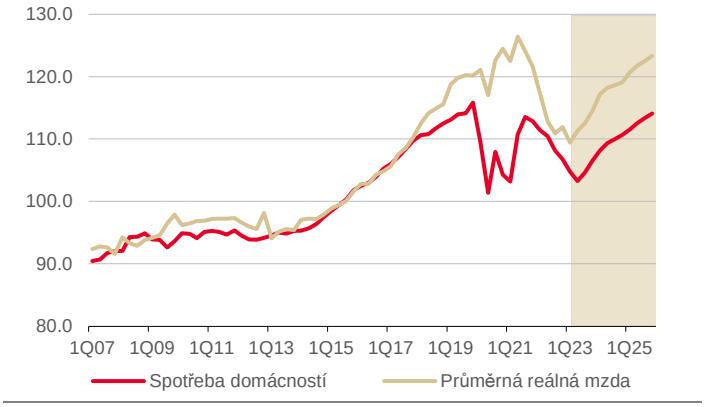
Česká ekonomika podle naší prognózy v letošním roce vzroste o pouhých 0,1 %, v roce příštím by její růst měl zrychlit na 1,8 %. V dubnové prognóze jsme letošní růst HDP odhadovali na 0,6 % a pro příští rok ve výši 1,8 %. Zatímco v první polovině roku 2023 HDP pravděpodobně zhruba stagnoval, pro jeho druhou polovinu naše nová prognóza obsahuje obnovení růstu. Pro Q3 23 očekáváme růst HDP o 0,4 % q/q a pro Q4 23 jeho mírné zrychlení na 0,6 % q/q. Hlavním motorem tohoto oživení ekonomické aktivity by měla být vyšší spotřeba domácností. V té by se podle nás měl odrážet obnovený růst reálných mezd, stejně tak ale i postupné rozpouštění vysokého stavu nakumulovaných úspor. Míra úspor domácností se od začátku pandemie pohybuje na zvýšených úrovních, a to navzdory níže zmíněnému výraznému poklesu reálných mezd. Od roku 1999 do roku 2019 si domácnosti odkládaly stranou v průměru 12 % svých disponibilních příjmů. V období Q1 20 až Q1 23 však tento podíl vzrostl na 18,5 %. V důsledku toho podle nás domácnosti aktuálně disponují velkým množstvím nadúspor. Jejich výši odhadujeme na necelých 10 % nominálního HDP v roce 2022 (viz Box 1). Z globálního hlediska však nejde o nic neobvyklého, neboť obdobnou úroveň nadbytečných úspor vykazují také ostatní země vyspělého světa.

Míra úspor zůstává zvýšená (v % disponibilních příjmů, SA)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pokles spotřeby souvisí s propadem reálných mezd (2015=100)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

S ústupem inflace a nejistoty tedy předpokládáme, že na horizontu prognózy bude docházet k postupnému rozpouštění nadúspor domácností. Argumentem hovořícím proti možnosti skokového rozpouštění, které by mohlo vytvořit silný proinflační impuls, je likviditní struktura nadúspor. Alespoň část z nich je totiž držena ve formě méně likvidních investičních instrumentů jako jsou akcie, podílové listy či dluhopisy. Ačkoliv na horizontu prognózy očekáváme kontinuální růst reálné spotřeby domácností, k obnovení její předpandemické úrovně z Q4 19 by mělo podle našeho scénáře dojít až na konci roku 2026. Podle našich předpokladů o vývoji vnějšího prostředí bude navíc k rozpouštění nahromaděných úspor docházet také v zahraničí. Oživení zahraniční poptávky by tak mohlo přinést povzbuzení rovněž pro tuzemský průmysl, který nyní trpí útlumem nových zakázek. Z hlediska struktury by měl letos ekonomiku podpořit hlavně vyšší čistý vývoz, a to i vlivem exportu dříve rozpracované produkce. Příspěvek domácí poptávky bude v letošním roce významně záporný. V příštím roce by se ale podle nás měla situace otočit. Námi očekávané oživení spotřeby domácností a fixních investic pravděpodobně povede k vyšším dovozům, v důsledku čehož čistý vývoz vykáže záporný příspěvek k růstu HDP. Předpandemické úrovně by ekonomika podle naší prognózy měla dosáhnout v Q1 24, oproti minulé prognóze tedy o dvě čtvrtletí později.

Hlavními riziky naší prognózy HDP jsou případný pokračující útlum spotřeby domácností, a také charakter hospodářských politik. Obnovení růstu spotřeby domácností v letošním druhém pololetí je klíčovým předpokladem naší prognózy. Pokud by k němu nedošlo, ekonomika by za celý letošní rok pravděpodobně klesla. Naše prognóza především

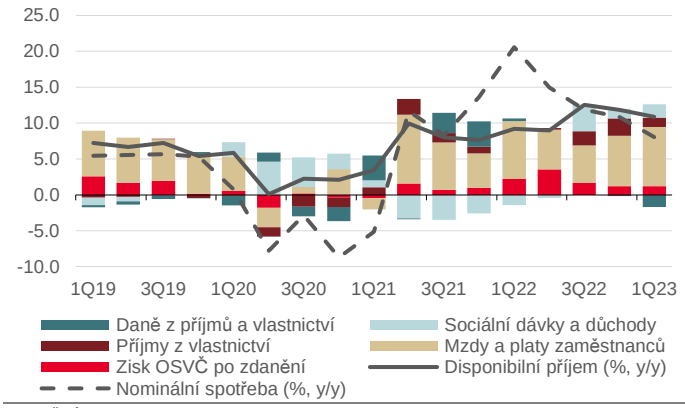
pro příští rok zároveň zahrnuje záporný efekt na růst HDP plynoucí z českou vládou ohlášené fiskální konsolidace (viz Box 2). V rámci struktury HDP je viditelný zejména v poklesu spotřeby vlády, zbrzdí ale i růst spotřeby domácností. Pokud by fiskální konsolidace v příštím roce proběhla v menší míře, či by k ní nakonec vůbec nedošlo, růst ekonomiky by mohl být mírně vyšší. Ve stejném směru by působilo i případné dřívější snižování úrokových sazeb ze strany centrální banky. Jak píšeme níže, ČNB podle nás bude držet úrokové sazby beze změny až do konce letošního roku, tedy o něco déle, než by bylo optimální. To v našem scénáři vede k nižšímu růstu ekonomiky na přelomu let 2024 a 2025. Obecnou nejistotou naší prognózy je pak vývoj zahraničních ekonomik, jež bude určujícím faktorem pro výkon tuzemského průmyslu.

Obnovený růst reálných mezd v prostředí napjatého trhu práce

Přetrvávající nedostatek pracovních sil a kompenzace předchozího hlubokého poklesu podle nás od Q2 23 pomůžou k obnovení mezičtvrtletního růstu reálných mezd.

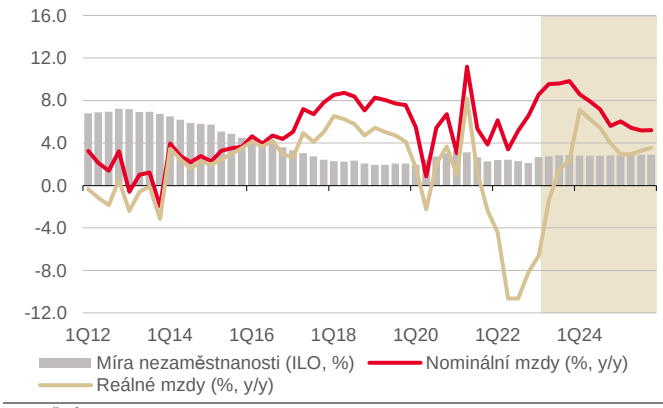
Trh práce se nadále potýká s významným nedostatkem pracovních sil, když nezaměstnanost zůstává minimální. Obecná míra nezaměstnanosti (metodika ILO) podle našeho odhadu jen nepatrně vzrostla, po sezonním očištění z 2,7 % v Q1 23 na 2,8 % v Q2 23. Podíl nezaměstnaných osob (metodika MPSV) naproti tomu stagnoval na 3,6 % (SA). Sezonně očištěný poměr počtu registrovaných nezaměstnaných k počtu volných pracovních míst nabízených prostřednictvím úřadů práce se mírně snížil z 0,95 v Q1 23 na 0,92 v Q2 23. V průběhu celého loňského roku přitom tento poměr setrvale rostl, v souhrnu však pouze o 0,2. Na jedno volné pracovní místo tudíž stále připadal zhruba jeden nezaměstnaný. Celkově si myslíme, že nezaměstnanost zůstane velmi nízká i na horizontu prognózy. Obecná míra nezaměstnanosti by se měla udržet pod 3 % a podíl nezaměstnaných osob pod 4 %. Spolu s oživením ekonomiky by se měl v letošním i příštím roce obnovit růst zaměstnanosti, avšak poté, co zaměstnanost v předchozích třech letech klesala.

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

Letos očekáváme růst průměrné nominální mzdy o 9,4 % a v příštím roce o 7,3 %. Letošní růst by tak ve srovnání s naší dubnovou prognózou (10,4 %) měl být mírně nižší, zatímco v příštím roce naopak vyšší (původně jsme čekali 6,6 %). Na přehodnocení prognózy vývoje průměrné mzdy se významně podílí oproti našemu očekávání pozvolnější růst v Q1 23 (8,6 % y/y vs 9,5 % v dubnové prognóze). I nadále si však myslíme, že přetrvávající silné napětí na trhu práce a dosavadní strmý pokles reálných výdělků bude v dalších čtvrtletích důvodem pro pokračující svižný růst nominálních mezd. Meziroční pokles reálných mezd v Q1 23 dosáhl 6,6 % a trval již šest čtvrtletí v řadě. Oproti předpandemickému Q4 19 se průměrná reálná mzda propadla o 8,9 % na úroveň druhé poloviny roku 2017 (propad tak byl obdobně strmý jako v případě reálné spotřeby). Pokles kupní síly domácností brzdil pouze růst starobních důchodů a sociálních dávek, který je navázán na výši inflace. S ústupem inflace a pokračujícím svižným růstem v nominálním vyjádření ale reálné mzdy podle našeho odhadu začaly v Q2 23 mezičtvrtletně růst. Tento růst by měl navíc pokračovat také ve zbytku

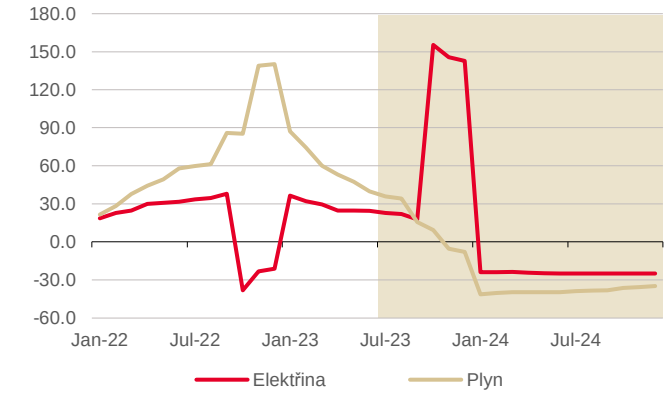
prognostického horizontu. Zvyšující se nominální mzdy by pro podniky neměly být zásadním problémem. Firmy v uplynulém období dokázaly přenášet zvýšené náklady na konečné spotřebitele, a dokonce zvyšovat své ziskové marže (viz Box 1). Růst mezd naproti tomu za inflací výrazně zaostal a na zaměstnance tak dopadalo hlavní břímě inflace. Tato skutečnost bude podle nás v popředí mzdových vyjednávání minimálně pro další rok. V průběhu roku 2025 by se tudíž reálné mzdy měly vrátit na předpandemickou úroveň roku 2019.

Inflace se zásluhou levnějších energií v příštím roce dostane pod 2 %

Jádrová inflace působením námi očekávaného oživení poptávky setrvá v letošním i příštím roce poměrně vysoko nad 2 %. Na inflační cíl ČNB se podle nás vrátí až v roce 2025.

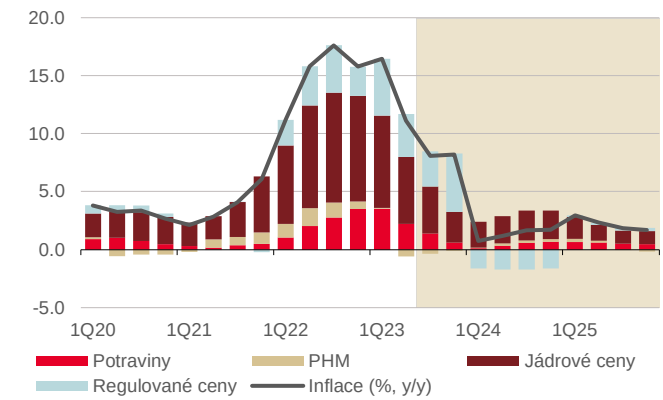
Druhé letošní čtvrtletí přineslo nečekaně rychlý ústup inflačních tlaků. Celková meziroční inflace zpomalila z průměrných 16,5 % v Q1 23 na 11,1 % v Q2 23, zatímco naše prognóza očekávala pokles na 12 %. Nižší dynamiku v porovnání s naší dubnovou prognózou vykázaly s výjimkou regulovaných cen všechny složky inflace. Nejvíce překvapivý byl však vývoj jádrové složky, která tradičně bývá nejvíce perzistentní. Meziroční jádrová inflace se snížila z 11,9 % v Q1 23 na 8,7 % v Q2 23. Ještě razantnější bylo ale podle našeho odhadu zpomalení její sezonně očištěné meziměsíční dynamiky, a to z průměrných 0,58 % v Q1 23 na 0,17 % v Q2 23. To znamená, že v anualizovaném vyjádření jádrová inflace klesla ze zhruba 7 % na 2 % a pohybovala se tak již na cíli centrální banky. Důvodem takto silného odeznění jádrových inflačních tlaků byl podle našeho názoru výrazný útlum tuzemské poptávky. Meziroční inflaci směrem dolů ve všech jejích složkách tlačil také efekt zvyšující se srovnávací základny loňského roku. V červnu meziroční inflace poprvé od ledna 2022 klesla do jednociferného teritoria (9,7 % y/y) a byla nejnižší od prosince 2021.

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, ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Po letošních 11 % očekáváme, že inflace v příštím roce výrazně klesne na 1,3 %, aby v roce 2025 opět mírně zrychlila na 2,2 %. Před čtvrt rokem jsme pro letošek čekali 11,8 % a pro rok 2024 rovná 2 %. V průběhu celé druhé poloviny letošního roku se meziroční inflace bude podle nás držet poblíž 8 %. Efekt statistické základny loňského roku bude totiž v letošním závěrečném čtvrtletí působit v opačném směru. Důvodem je zavedení úsporného tarifu v Q4 22, které výrazně srazilo ceny elektřiny. Půjde však o čistě statistický efekt, který dočasně urychlí meziroční dynamiku regulovaných cen. Spotřebitelské ceny energií pravděpodobně už dosáhly svého vrcholu a na začátku příštího roku by se měly naopak významně snížit. Nové ceníky dodavatelů energií by měly se zpožděním zohlednit pokles cen na velkoobchodních trzích. Podobně jako v naší minulé prognóze tak očekáváme, že ceny elektřiny, plynu a tepla budou v lednu příštího roku meziročně nižší o přibližně třetinu. V lednu 2024 by se ve spotřebitelských cenách měly projevit také vládou plánované změny DPH, které podle nás přispějí ke snížení meziroční inflace o 0,4 pb. Více k tomuto odhadu píšeme v našem speciálním reportu zde: https://bit.ly/VAT_changes_CZ. Tyto dva vlivy by dokonce měly na začátku příštího roku meziroční inflaci dočasně stlačit pod 1 %. Ta měnověpolitická, jež nezahrnuje vliv změn nepřímých daní, ovšem setrvá mírně nad 1 % a za celý příští rok

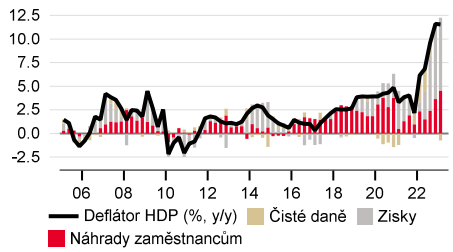
dosáhne v průměru 1,7 %. Jádrová inflace naproti tomu podle nás v příštím roce zůstane ještě poměrně vysoko. Očekáváme její snížení z letošních 7,6 % na 3,9 %. Důvodem je skutečnost, že oživení poptávky a rozpouštění nahromaděných úspor v prostředí přetrvávajícího napětí na trhu práce a vyššího růstu mezd podle nás povede k částečnému obnovení jádrových cenových tlaků. Na dvouprocentní cíl by se jádrová inflace měla vrátit až v roce 2025 (stejně jako ta celková po odeznění poklesu cen energií a působení změn DPH). I přes vliv obnovení poptávkových tlaků jsme však výhled jádrové inflace přehodnotili směrem dolů, když v dubnové prognóze jsme pro letošní rok očekávali 8,9 %, a poté pouze pozvolné zpomalení na 4,6 % v roce 2024 a 2,7 % v roce 2025.

Rizika prognózy inflace hodnotíme jako vychýlená směrem dolů. To souvisí hlavně s možností toho, že by nedošlo k obnovení růstu spotřeby domácností a poptávkové tlaky na růst cen by zůstaly hodně utlumené. Rizikem je i silnější průsak předchozího poklesu cen na komoditních trzích do spotřebitelských cen energií a potravin, než s jakým v prognóze počítáme.

Box 1: Domácí poptávkové tlaky v útlumu

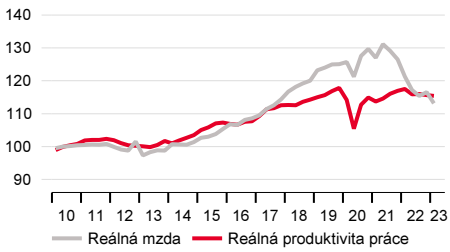
Postpandemický inflační šok měl v ekonomice nesymetrický dopad. Lze to ilustrovat například pomocí rozkladu deflátoru HDP na příspěvky jednotkových nákladů na práci a hrubého provozního přebytku. Ten naznačuje, že firmy byly schopny reagovat na růst nákladů vyššími cenami poměrně svižně a udržet si tak či dokonce krátkodobě zvýšit svou ziskovost. Svou roli zde mohla sehrát také snaha kompenzovat předchozí pokles marží či zvýšená nejistota a tvorba polštáře pro případ realizace černých scénářů. Mzdy naproti tomu vzhledem ke svému pomalému přizpůsobování a zmírnění napětí na trhu práce za dynamikou cen výrazně zaostaly, což vyústilo v absorbování větší části inflační zátěže zaměstnanci.

Deflátor HDP (%, y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Čisté daně jsou definovány jako daně z produkce a dovozu mínus dotace na výrobu; čisté daně, zisky i náhrady jsou vyjádřeny na jednotku reálné produkce.

Reálná mzda a produktivita práce (2010 = 100)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Produktivita práce je měřená jako podíl reálného HDP a celkové zaměstnanosti podle národních účtů.

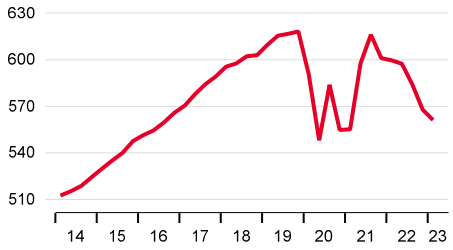
Z dlouhodobého hlediska loňský propad reálných mezd přiblížil jejich vývoj k trendovému vývoji produktivity práce. Zatímco zejména v letech 2017-2020 reálný růst mezd výrazně předbíhal produktivitu práce, loni se situace obrátila. Téměř čtyřletá epizoda citelných proinflačních tlaků z trhu práce tak odezněla.

Trh práce, kde stále chybí pracovní síla, se bude podle našeho názoru projevovat v tlaku zaměstnanců na alespoň částečnou kompenzaci předchozího výrazného propadu reálné mzdy. Pro budoucí vývoj cen však bude klíčové, zda firmy mzdový růst akceptují na úkor poklesu svých ziskových marží, anebo se je naopak budou snažit přenést na spotřebitele, což by hrozilo roztočením obávané mzdově-inflační spirály.

Ke scénáři mzdově-inflační spirály podle našeho názoru spíše nedojde. Nejen, že to nenaznačují poslední data o vývoji mzdové dynamiky, ale přenesení nákladů na spotřebitele a zachování zvýšených marží se podle našeho názoru nezhmotní hlavně proto, že firmy čelí

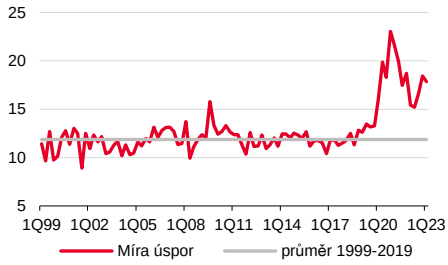
výrazně utlumené domácí poptávce. Spotřeba domácností dle statistik národních účtů v reálném vyjádření klesala v Q1 23 mezičtvrtletně již šesté čtvrtletí v řadě, což podle nás pokračovalo i ve druhém letošním čtvrtletí. Úrovňově již spotřeba v Q1 23 nebyla daleko od pandemických uzavírek ekonomiky. Vzhledem k tomu nemusí z našeho pohledu ani její případné postupné oživování vést k výrazným poptávkovým inflačním tlakům.

Spotřeba domácností (mld. CZK, ceny 2015)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

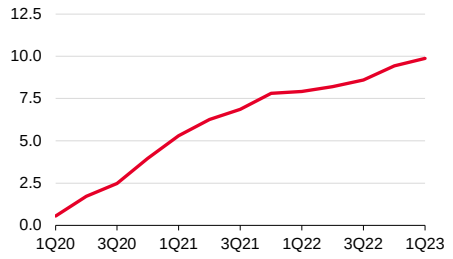
Hrubé úspory (% disponibilního důchodu)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Míra úspor domácností je definována jako podíl hrubých úspor a hrubého disponibilního důchodu se zahrnutím úpravy o čistý podíl domácností na rezervách penzijních fondů.

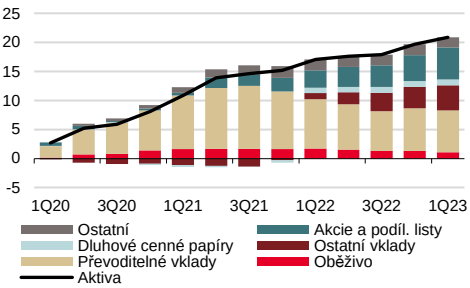
Proinflačním rizikem na straně poptávky však zůstává případné rychlejší rozpouštění nahromaděných úspor. Tvorba „nadměrných úspor“, která byla v průběhu pandemie zprvu vynucená uzavírkami ekonomiky, pokračovala i po znovuotevření ekonomiky. Ilustruje to přetrvávající vysoká míra úspor, která je v porovnání s předpandemickým dlouhodobým průměrem (11,9 % v období 1999-2019) stále výrazně zvýšená, když v Q1 23 dosáhla 17,9 %. Kumulativně v Q1 23 nadúspory podle našeho odhadu činily již téměř 10 % ročního HDP.

Kumulativní nadměrné úspory od Q4 19 (% ročního nom. HDP)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Nadměrné úspory jsou odhadnuty na základě odchylky míry úspor od dlouhodobého průměru (1999-2019) v období Q1 20 – Q1 23.

Kumulativní přítoky finančních aktiv domácností a NISD od Q4 19 (% ročního nom. HDP)



Zdroj: ČNB, ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Ostatní vklady = termínované, či jinak omezené vklady, včetně úsporných vkladů a nepřevoditelných dluhových cenných papírů, depozitních certifikátů a vkladových listů
NISD = neziskové instituce sloužící domácnostem

V základním scénáři naší prognózy nicméně předpokládáme, že rozpouštění nadúspor bude probíhat pozvolným tempem. K tomu nás vede hlavně struktura kumulativního přírůstku toků finančních aktiv domácností, která se v loňském roce začala významně překlápět do méně likvidních forem jako jsou akcie, podílové listy nebo termínované vklady. Případné nadměrné proinflační tlaky z tohoto titulu proto řadíme spíše mezi rizika.

Jaromír Gec
+420 222 008 598
jaromir_gec@kb.cz

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

Měnová politika

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

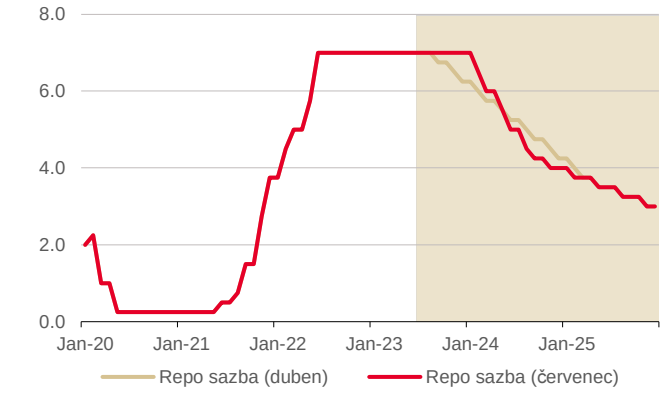
Stabilita sazeb ČNB do konce roku a následný rychlejší pokles

Česká národní banka bude pravděpodobně držet úrokové sazby beze změny po celý zbytek letošního roku. Zatímco v naší minulé prognóze jsme s prvním snížením úrokových sazeb počítali letos v září, nyní ho očekáváme až příští rok v únoru. O to rychlejší ale podle nás bude muset v roce 2024 pokles sazeb být. V jeho polovině očekáváme repo sazbu na 5 % a ke konci roku pokles na 4 %. K dosažení politicky neutrální úrovně ve výši 3 % by mělo dojít až koncem roku 2025.

ČNB podle naší prognózy ponechá repo sazbu na současných 7 % až do konce roku. Následovat pak ale podle nás bude poměrně rychlé snižování a na konci příštího roku se tak repo sazba dostane na 4 %.

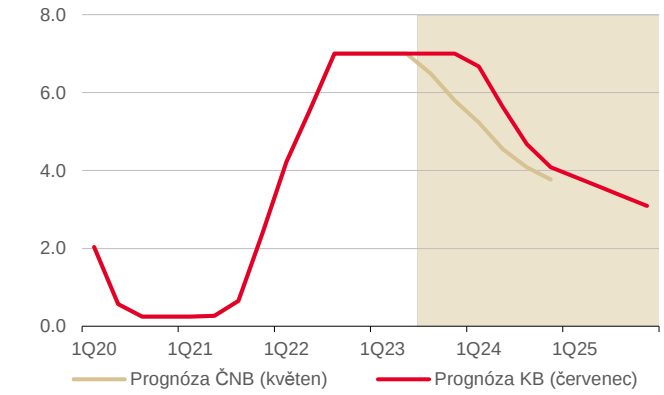
Česká národní banka bude pravděpodobně držet základní repo sazbu na 7 % po celý letošní rok, tedy déle, než jsme původně předpokládali. V naší dubnové prognóze jsme první snížení tuzemských úrokových sazeb očekávali v září a do konce letošního roku měla repo sazba klesnout na 6,25 %. Komunikace bankovní rady však měla v posledním čtvrt roce jestřábí charakter. Guvernér Michl na tiskové konferenci po posledním zasedání ČNB uvedl, že snižování úrokových sazeb nebylo vůbec diskutováno. Stejně jako již několikrát v minulosti zároveň zopakoval, že sazby na příštím zasedání, které se koná začátkem srpna, buď zůstanou opět beze změny či vzrostou. Úrokové sazby se podle něj budou pohybovat na současné či vyšší úrovni po delší dobu, a to i přes současný pokles inflace, který je oproti prognóze ČNB nepatrně rychlejší (centrální banka čekala červnovou inflaci ve výši 10,1 % y/y). Očekávání finančního trhu, který před červnovým zasedáním ČNB zaceňoval snížení sazeb o 100 bb do konce letošního roku, považuje guvernér za přehnaná. Centrální bankéři navíc komentují především meziroční inflaci. Jejím dostatečným poklesem a jasným směřováním ke dvouprocentnímu cíli podmiňují začátek snižování úrokových sazeb. Jak již bylo výše uvedeno, meziroční růst spotřebitelských cen se podle naší prognózy bude kvůli nižší srovnávací základně koncem letošního roku pohybovat kolem 8 %, tedy stále vysoko nad cílem ČNB a zároveň i nad samotnou repo sazbou. Výrazné snížení dynamiky meziměsíční inflace z předchozích měsíců zůstalo optikou vyjádření bankovní rady jakoby bez povšimnutí.

Repo sazba podle nás zůstane do konce roku beze změny (%)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prognóza ČNB indikuje rychlý pokles repo sazby již v H2 23 (%)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Stabilita úrokových sazeb na současných úrovních po delší dobu vyústí v jejich rychlejší snižování v příštím roce. Podle naší nové prognózy bude repo sazba činit 6 % ke konci Q1 24 a 5 % ke konci Q2 24, v závěru roku 2024 pak klesne na 4 %. Politicky neutrální hladiny 3 % by měla dosáhnout až v Q4 25. Navzdory rychlejšímu snižování úrokových sazeb ČNB v příštím roce zůstává průměrná úroveň repo sazby v letech 2024 a 2025 oproti naší dubnové prognóze zhruba beze změny. Ve srovnání s naší minulou prognózou bude měnová politika na přelomu roku pravděpodobně přísnější, než by vyžadoval vývoj ekonomiky a inflace. Tuto

skutečnost podtrhuje i přehodnocení naší prognózy inflace směrem dolů, a to především jádrové složky. Svůj díl na tom bude mít i nadhodnocená koruna. Tlaky na nižší sazby z titulu stále utlumené ekonomiky a slábnoucí inflace budou v průběhu druhého letošního pololetí sílit. To by mělo být zjevné i z prognózy ČNB. Už ta květnová doporučovala začít snižovat úrokové sazby v současném čtvrtletí a do konce letošního roku měla repo sazba klesnout pod 6 %. Rizika této prognózy se přitom od jejího zveřejnění koncentrují v protiinflačním směru. Pozdější reakci svými výroky de facto připouští i samotní centrální bankéři, když zmiňují, že raději ekonomiku více utlumí, než aby riskovali přetrvání vyšší inflace po delší dobu. Z komunikačního hlediska snižování sazeb v příštím roce usnadní zlom ve vývoji celkové inflace, ač tedy bude souviset zejména s nižšími cenami energií. Se snižováním úrokových sazeb podle nás ČNB začne na únorovém zasedání, a to hned o 50 bb. Centrální banka se totiž bude v té době pravděpodobně nacházet tzv. za křivkou. Lednová inflace v okamžiku únorového zasedání ČNB sice ještě známa nebude, odhady její výše by však již měly indikovat výrazný pokles.

Nejistota kolem dalšího vývoje úrokových sazeb ČNB zůstává vysoká, rizika naší prognózy ale hodnotíme jako vychýlená ve směru dřívějšího a rychlejšího poklesu. To souvisí s výše uvedenými riziky našeho makroekonomického scénáře. Zásadní přitom bude vývoj tuzemské poptávky. Pokud by v následujících měsících nedošlo k oživení spotřeby domácností, tak jak předpokládá naše prognóza, a meziměsíční jádrová inflace by ve výsledku zůstala silně utlumená, pak by tlaky na uvolnění měnové politiky výrazně sílily. Bude-li i tak centrální banka držet sazby beze změny, nadměrně utažená měnová politika by se podepsala na horším výkonu ekonomiky v příštím roce, než jaký máme v prognóze. Pokračující neochota bankovní rady naslouchat své vlastní prognóze výrazně ztěžuje predikci dalších kroků ČNB.

Fiskální politika

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

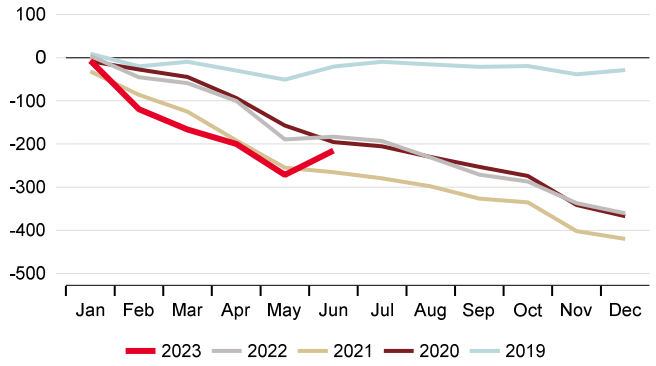
První krok k nápravě veřejných financí

Dosavadní letošní nesoulad mezi příjmy a výdaji na úrovni státního rozpočtu se v červnu výrazně zúžil. Schválených 295 mld. CZK však podle nás letošní deficit i tak bez dodatečných úspor pravděpodobně překročí. Navržený konsolidační balíček sníží v následujících letech nejen schodek státního rozpočtu, ale přibrzdí i růst HDP a inflaci. Očekáváme, že počínaje příštím rokem by se deficit veřejných financí měl vrátit pod 3 % HDP. Celkový veřejný dluh tak sice dále poroste, v poměru k nominálnímu hrubému domácímu produktu se však v letech 2025-2026 zhruba stabilizuje.

Červen zachránil výsledek státního rozpočtu za první pololetí

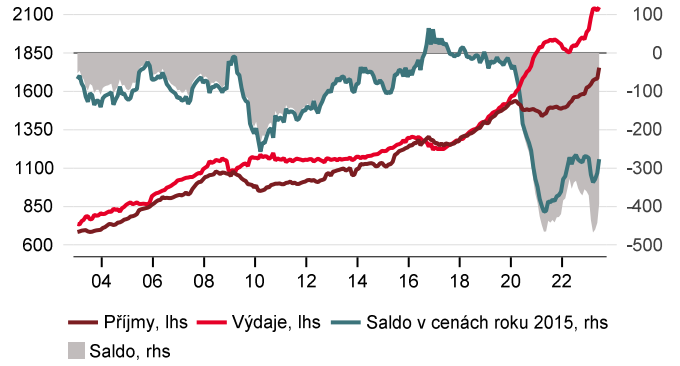
Stát do konce června hospodařil s deficitem ve výši 215,4 mld. CZK. Meziměsíčně se tedy deficit státního rozpočtu v červnu zmírnil o 56 mld. CZK (z květnových 271,4 mld. CZK). Červen býval i v předpandemickém období tradičně měsícem, kdy se průběžné hospodaření státu zlepšovalo, což bylo dáno zejména sezónním inkasem daně z příjmu právnických osob (DPPO). Příjem z DPPO přitom v letošním roce podpořila i solidní ziskovost korporátního sektoru. Červnovému výsledku ale tentokrát pomohly rovněž příjmy z EU, konkrétně na projekty z Národního plánu obnovy, které již byly na výdajové straně předfinancovány.

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



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

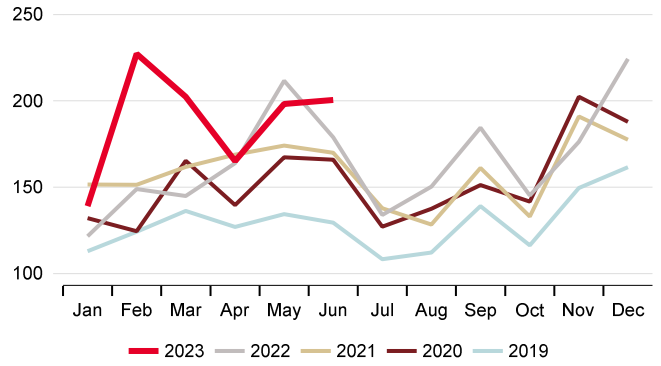
Příjmy a výdaje státního rozpočtu (mld. CZK, 12M kumulace)



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

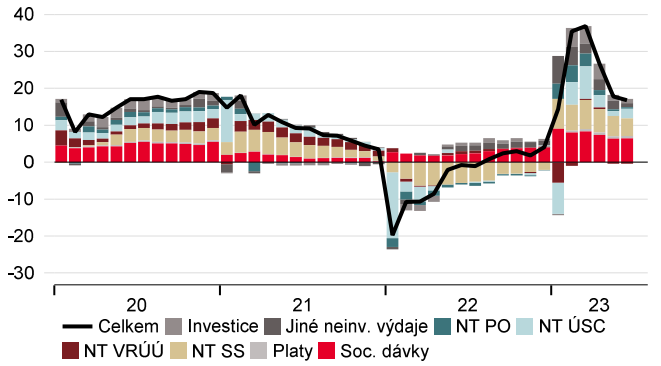
Za meziročním zhoršením salda státního rozpočtu o 32,4 mld. CZK stály především vyšší výdaje. Ty oproti loňsku vzrostly o 162,6 mld. CZK (+16,8 % y/y). Podepsal se na tom zejména nárůst sociálních výdajů, pomoc domácnostem a firmám v souvislosti s vysokými cenami energií, dražší obsluha státního dluhu a vyšší investice. Výdaje na sociální dávky především v důsledku valorizací důchodů za prvních šest měsíců letošního roku narostly meziročně o 16,8 % (62,5 mld. CZK). Samotný systém důchodového pojištění do konce června dosáhl rekordního schodku ve výši 40,3 mld. CZK (meziročně o 30,0 mld. CZK více). Od června se přitom začíná do výdajů na důchody promítat jejich další mimořádná valorizace.

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)

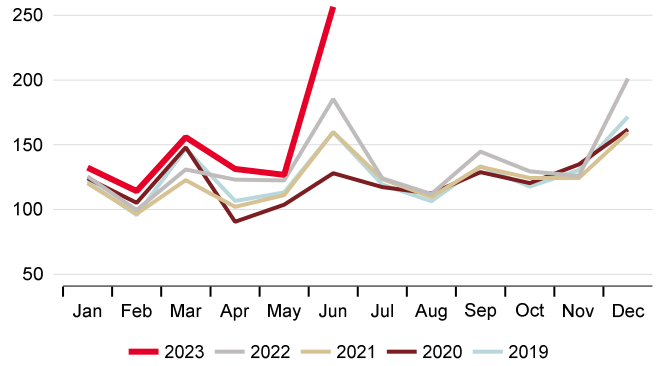


Zdroj: MFČR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

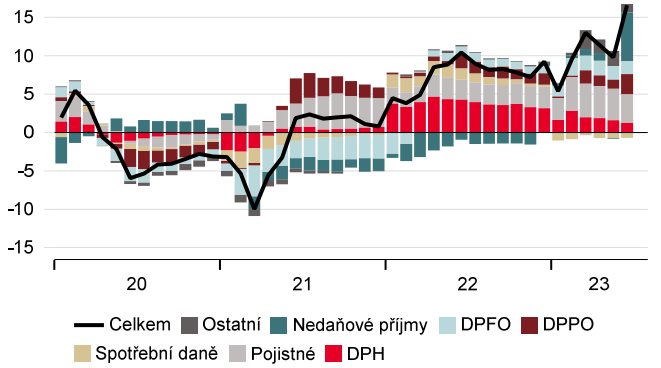
Růst příjmové strany v červnu výrazně zvýšil přítok prostředků z EU fondů v rámci Národního plánu obnovy. Celkové příjmy od začátku roku byly meziročně vyšší o 130,2 mld. CZK a relativně o 16,5 %. K nárůstu příjmů přispěly zejména příjmy z EU (44,6 mld. CZK), pojistné (29,1 mld. CZK), DPPO (20,9 mld. CZK), DPFO (13,3 mld. CZK), odvod z nadměrných příjmů výrobců elektřiny (12,8 mld. CZK) a vyšší výběr DPH (9,8 mld. CZK). Inkaso DPH (meziročně vyšší o 6,1 %) z našeho pohledu indikuje, že reálná spotřeba domácností zůstala v Q2 23 utlumená. To souvisí s propadem reálných mezd, které zejména loni, a podle naší prognózy v průměru ani letos, nedokážou držet krok s růstem cenové hladiny. Na druhou stranu nárůst inkasa DPPO meziročně o 23,8 % potvrzuje solidní ziskovost firem.

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

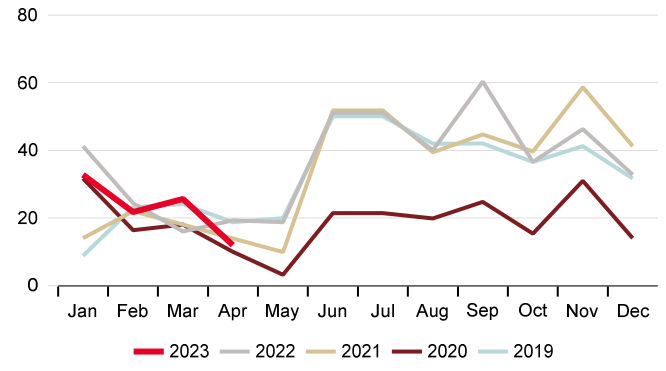
Červnová data ukazují, že šance na splnění schváleného schodku ve výši 295 mld. CZK ještě definitivně nezmizela, rizika však přetrvávají. Deficit státního rozpočtu se od července do prosince v letech 2002-2022 v průměru prohloubil o 67,3 mld. CZK (v letech 2020-2022 to bylo o 168,1 mld. CZK). Bilance rizik schváleného rozpočtu s deficitem 295 mld. CZK je přesto z našeho pohledu vychýlena spíše směrem k hlubšímu schodku. Oproti původnímu návrhu by měl totiž o téměř 20 mld. CZK zvyšovat schodek nižší výběr z windfall tax (po započítání snížených výdajů na energetickou pomoc), na příjmové straně vypadlo dalších 50 mld. CZK z emisních povolenek, které nelze započítat mezi příjmy státního rozpočtu. U výdajů navíc došlo od června k další mimořádné valorizaci starobních důchodů, která by měla zvýšit výdaje oproti plánu o cca 15 mld. CZK. Vyšší schválená dividenda z ČEZu spolu s vyšším inkasem

DPPO, pravděpodobně i DPFO a pojistným dokážou pokrýt pouze část těchto rizik. **Ve výsledku tak v základním scénáři (bez dodatečných úsporných opatření v letošním roce) stále předpokládáme deficit státního rozpočtu ve výši 315 mld. CZK.**

Přebytek municipalit se ztenčil

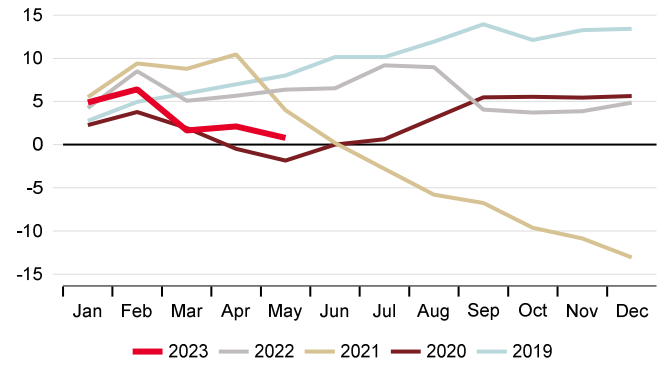
Rozpočty územních samospráv do konce června hospodařily s přebytkem 12,0 mld. CZK. Přestože příjmy meziročně narostly o 38,5 mld. CZK (18,3 %), vyšší výdaje (o 45,8 mld. CZK, 24 %) tažené hlavně nárůstem běžných výdajů vyústily v meziroční pokles kladného salda hospodaření o 7,4 mld. CZK na 12 mld. CZK. V mírném přebytku dle průběžných dat zůstávají také 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)



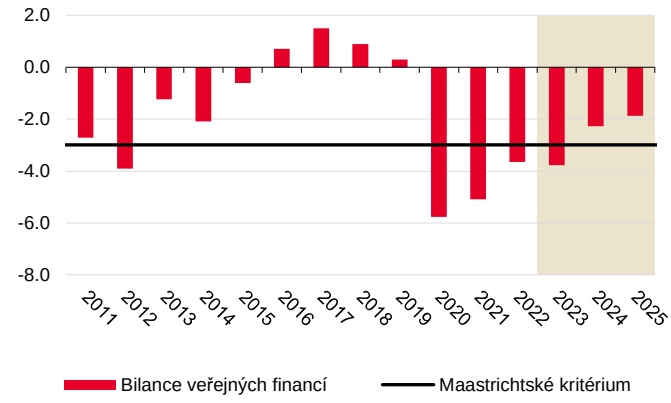
Zdroj: MFČR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Dynamika veřejných financí

	2021	2022	2023f	2024f	2025f	2026f
Bilance veřejných financí (% HDP)	-5,1	-3,6	-3,8	-2,3	-1,9	-1,6
Fiskální úsilí (pb HDP)	-0,8	0,7	0,1	0,3	0,4	0,3
Veřejný dluh (mld. CZK)	2 566,7	2 997,1	3 312,1	3 552,1	3 762,1	3 942,1
Veřejný dluh (% HDP)	42,0	44,2	45,1	45,6	46,4	46,4

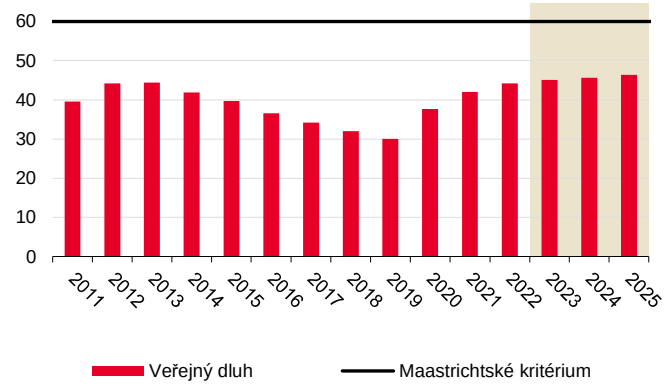
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn. Fiskální úsilí je měřeno jako meziroční změna salda operace sektoru vládních institucí očištěného o ekonomický cyklus a jednorázové operace v poměru k HDP v pb.

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

V roce 2024 se schodek dostane pod maastrichtská 3 % HDP

Celkový deficit veřejných financí by měl letos dosáhnout 3,8 % HDP. Navržený konsolidační balíček následně srazí v příštím roce deficit státního rozpočtu do blízkosti

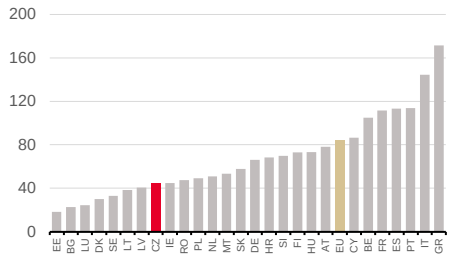
Letošní hospodaření veřejných financí podle nás skončí v poměru k HDP s mírně vyšším deficitem oproti loňsku. Konsolidační balíček přispěje k viditelnému snížení schodku v letech 2024 a 2025.

240 mld. CZK, což by mělo odpovídat 2,3 % HDP (více o konsolidačním balíčku v Boxu 2 níže). Nominální dluh veřejného sektoru v poměru k HDP v období 2023-2026 poroste podle našeho odhadu v průměru o 0,6 pb ročně, aby v roce 2026 dosáhl 46,4 % HDP. Přestože je konsolidační balíček vítaným příspěvkem ke zmírnění strukturálního nesouladu mezi příjmy a výdaji veřejných financí, jedná se z našeho pohledu pouze o první nutný krok k nápravě. Při nezměněných parametrech by se totiž hospodaření veřejných financí začalo od 30. let rychle zhoršovat vlivem nepříznivého demografického vývoje.

Box 2: Vládní konsolidační balíček má potenciál snížit inflaci i růst HDP

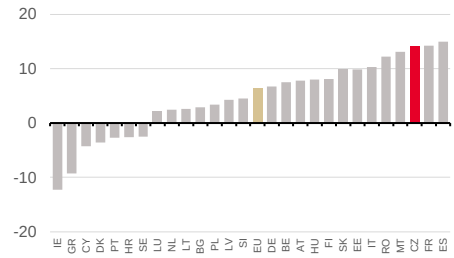
Tempo zadlužování českého veřejného sektoru bylo v letech 2020-2022 jedno z vůbec nejvyšších z celé EU. Kromě bezprostředních dopadů pandemie, války na Ukrajině a vysokých cen energií tuzemské veřejné finance zatěžuje vysoký strukturální deficit, který s pozicí ekonomiky v hospodářském cyklu nesouvisí. Jiné než cyklické vlivy se podle odhadů ministerstva financí většinově podílely na schodku veřejných financí v letech 2021 i 2022. Úroveň veřejného dluhu ČR k HDP přesto v mezinárodním srovnání zůstává poměrně nízká. V rámci EU jsme s dluhem ve výši 44,1 % HDP osmou nejméně zadluženou zemí a jen lehce nad polovinou úrovně průměru EU.

Veřejný dluh v roce 2022 (% HDP)



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Změna poměru veřejného dluhu k HDP v letech 2020-2022 (pb)



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

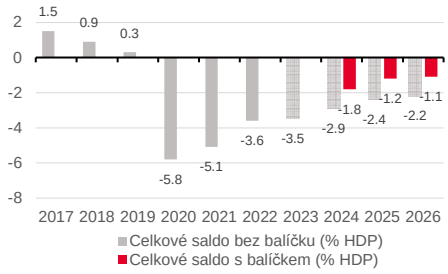
Úsporný balíček, který vláda navrhuje, by měl v příštím roce podle odhadu ministerstva financí přispět k poklesu deficitu sektoru vládních institucí na 1,8 % HDP oproti 2,9 % HDP bez konsolidace. V roce 2025 by následně měl schodek veřejných financí dosáhnout 1,2 % HDP, oproti 2,4 % HDP předpokládaným v dubnové prognóze ministerstva. Rozdíl v poměru deficitu k HDP je tak mezi oběma scénáři v roce 2024 1,1 pb a v roce 2025 1,2 pb. Proto se i většina námi odhadovaného efektu úsporných opatření na makroekonomické veličiny projevuje již v příštím roce.

Dopad navrhovaných opatření do státního rozpočtu (v mld. CZK)

	2024	2025
Snížení výdajů	**62,4**	**15,9**
Dotace	45,6	8,8
Provoz státu	6,1	5,1
Platy	9,7	0,0
Ostatní výdaje	1,0	2,0
Zvýšení příjmů	**31,7**	**37,5**
DPPO	0,0	22,0
Nemocenská	11,9	1,1
Daň z nemovitostí	9,0	0,3
Daňové výjimky	2,3	5,3
Odvody OSVČ	3,0	4,5
Daň z tabáku	3,1	2,8
Daň z hazardu	3,9	0,0
DPFO	1,8	0,9
Odvody z DPP	1,8	0,2
Daň z lihu	0,5	0,6
Ostatní příjmy	-1,6	-0,1
Revize DPH	-4,1	0,0
Celkem	**94,1**	**53,4**

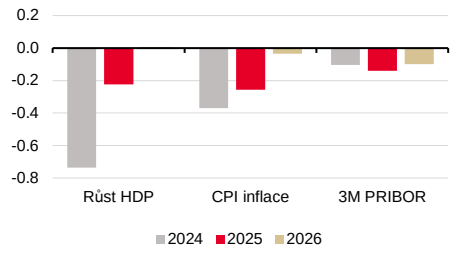
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Dopad balíčku na deficit sektoru vl. institucí – předpoklady MF



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
https://odok.cz/portal/services/download/attachment/KORNCS3KM4TB/

Dopady konsolidačního balíčku na ekonomiku – odhad KB (pb)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Odhad dopadů úsporného balíčku na základě BVAR modelu do růstu HDP a cenové hladiny, stejně tak i do výše krátkodobých úrokových sazeb. Strukturální šoky do poměru příjmů a výdajů sektoru vládních institucí k HDP byly identifikovány na základě znaménkových restrikcí.

Náš odhad efektů úsporného balíčku na ekonomiku vychází z BVAR simulace strukturálních šoků o velikosti, která odpovídá navrženým opatřením. Pro tyto účely kombinujeme separátní impulzní odezvy dvou typů agregátních strukturálních šoků: 1) strukturální šok měnící podíl vládních výdajů na HDP a 2) strukturální šok měnící podíl příjmů na HDP. Náš modelový přístup tedy abstrahuje od možných odlišných dopadů různých typů opatření. Přijali jsme také předpoklad, že účinnost změn pro roky 2024 a 2025 bude vždy od prvního ledna. Vzhledem ke konstrukci modelu, kdy jsou šoky modelovány jako neočekávané, je potřeba mít také na paměti, že zde prezentované odhady dopadů do makroekonomických veličin jsou spíše jejich horní hranicí. Racionální ekonomičtí agenti totiž začínají u očekávaných šoků v budoucnu přizpůsobovat svoje chování ještě před počátkem platnosti daných opatření a jejich dopad je v důsledku toho v čase více spojitý a má menší amplitudu než v případě neočekávaného šoku.

Konsolidační balíček podle nás pomůže ztlumit celkové inflační tlaky, avšak prostřednictvím pomalejšího růstu ekonomiky. V příštím roce by v porovnání se scénářem, kdy by konsolidační balíček nebyl přijat, měla být podle našeho modelového odhadu spotřebitelská inflace nižší až o 0,4 pb a růst HDP slabší až o 0,7 pb. V důsledku postupného

působení by se úspory ve státním rozpočtu měly projevit v inflaci ve zhruba obdobném rozsahu i v roce 2025. Dopad do HDP by už však měl být menší. Vlivem vysoké empiricky odhadnuté perzistence úrokových sazeb je jejich odezva na tyto šoky pouze mírná a má pozvolný náběh, avšak přetrvává po delší dobu. Dopady navrženého vládního konsolidačního balíčku na roky 2024-2025 jsme popisovali také ve speciálním reportu: https://bit.ly/3oAPa9a.

Jaromír Gec
+420 222 008 598
jaromir_gec@kb.cz

Tabulka prognózy

	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	2022	2023	2024	2025	2026	2027
HDP a jeho struktura														
HDP (reálně, y/y, %)	0,1	-0,5	-0,5	0,1	1,2	1,7	2,0	1,9	2,4	0,1	1,8	2,1	2,4	2,3
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	-5,4	-5,9	-6,5	-3,2	-0,2	3,2	5,8	5,1	-0,8	-4,0	4,5	3,1	2,1	1,6
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	0,6	3,1	3,0	1,9	0,0	-1,0	-1,7	-1,4	0,6	2,0	-1,2	0,6	1,7	2,0
Fixní investice (reálně, y/y, %)	0,8	-1,6	-2,5	-1,8	0,0	3,4	6,0	6,9	3,0	-1,5	5,8	4,3	3,4	3,3
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	2,2	3,1	4,2	2,6	2,2	-0,1	-1,7	-1,5	0,9	3,0	-1,1	0,2	0,6	0,6
Zásoby (příspěvek do y/y)	0,2	-0,8	-1,4	-0,7	-0,9	-0,7	-0,4	-0,5	0,9	-0,9	-0,5	-0,4	-0,2	-0,2
Měsíční data z reálné ekonomiky														
Zahraniční obchod (mld. CZK)	-53,6	42,0	41,6	28,1	15,1	51,2	25,6	19,4	-202,6	126,8	110,5	184,9	242,1	283,5
Vývozy (nominálně, y/y, %)	13,5	10,1	-0,6	2,4	6,5	4,8	8,9	8,8	13,8	4,5	6,9	8,9	6,8	7,0
Dovozy (nominálně, y/y, %)	15,5	4,9	-10,0	-5,8	0,5	4,2	10,7	9,8	18,8	-2,8	7,4	7,5	6,0	6,6
Průmyslová výroba (reálně, WDA, y/y, %)	3,4	1,1	1,0	0,2	2,6	3,9	3,9	3,8	2,7	1,2	3,8	4,6	4,2	4,0
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	-0,7	-0,6	-1,1	2,9	0,3	-2,2	6,0	7,6	3,6	0,4	5,5	5,5	3,7	3,7
Maloobchod (reálně, WDA, y/y, %)	-8,6	-7,7	-6,4	-2,6	0,9	4,0	6,5	5,3	-3,0	-3,9	4,8	1,5	1,7	1,6
Trh práce														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	6,6	8,6	9,5	9,6	9,8	8,6	7,9	7,2	5,3	9,4	7,3	5,5	4,4	4,2
Mzdy (reálně, y/y, %)	-8,1	-6,6	-1,4	1,5	2,4	7,1	6,2	5,4	-8,4	-1,0	5,7	3,2	2,4	2,0
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	3,6	3,8	3,5	3,6	3,6	3,9	3,5	3,6	3,4	3,6	3,6	3,7	3,8	3,9
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,2	2,6	2,7	2,8	3,0	2,8	2,7	2,7	2,3	2,8	2,8	2,9	2,9	3,0
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	-0,6	0,8	0,7	1,1	0,6	0,9	1,0	0,9	-0,5	0,8	0,9	0,3	0,1	0,1
Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu														
Inflace (y/y, %)	15,8	16,5	11,1	8,1	8,2	0,7	1,2	1,7	15,1	11,0	1,3	2,2	1,9	2,2
Daně (příspěvek do y/y CPI)	1,6	0,0	0,2	0,2	0,1	-0,4	-0,4	-0,4	0,6	0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0
Jádrová inflace (y/y, %) (*)	13,8	11,9	8,7	5,9	4,0	3,7	3,8	4,2	13,1	7,6	3,9	2,1	2,1	2,3
Ceny potravin (y/y, %) (*)	18,7	18,3	11,9	6,7	2,8	1,5	2,5	4,0	12,8	9,9	3,2	3,1	2,2	2,1
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*)	15,1	-5,0	-21,8	-17,7	-6,7	5,2	11,0	11,5	34,2	-12,8	9,7	1,9	-3,6	0,7
Regulované ceny (y/y, %)	16,3	32,7	25,2	20,2	34,8	-10,6	-11,1	-11,1	20,9	28,2	-10,8	1,5	2,0	2,0
Ceny v průmyslu (y/y, %)	21,8	15,0	3,6	0,8	0,3	-0,6	3,7	4,4	24,3	4,9	2,9	1,6	1,0	1,9
Finanční proměnné														
2W Repo (%, průměr)	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	6,7	5,6	4,7	6,0	7,0	5,3	3,5	3,0	3,0
3M PRIBOR (%, průměr)	7,3	7,2	7,2	7,3	7,3	6,9	5,9	4,9	6,3	7,2	5,5	3,7	3,3	3,3
CZK/EUR (průměr)	24,4	23,8	23,6	23,8	23,9	24,0	24,1	24,2	24,6	23,8	24,1	24,0	23,8	23,6
Vnější prostředí														
HDP v EMU (reálně, y/y, %)	1,8	1,0	0,7	0,7	1,1	1,4	1,1	0,9	3,5	0,9	1,1	1,3	1,5	1,4
HDP v Německu (reálně, y/y, %)	0,8	-0,5	-0,1	-0,3	0,5	1,0	0,9	0,8	1,9	-0,1	0,9	1,3	1,3	1,3
CPI v EMU (y/y, %)	9,9	8,0	6,2	4,9	3,0	3,1	3,1	2,9	8,4	5,5	2,9	2,2	2,1	1,9
Ropa Brent (USD/brl, průměr)	87,6	84,2	77,3	85,0	90,0	95,0	95,0	100,0	101,0	84,1	97,5	89,4	80,5	80,0
USD/EUR (čtvrtletí eop, roky průměr)	1,02	1,07	1,09	1,14	1,16	1,18	1,20	1,20	1,05	1,12	1,20	1,24	1,26	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

Dočasné přerušení trendového poklesu

Tuzemské tržní úrokové sazby od začátku druhého čtvrtletí na pozadí odeznívající inflace viditelně poklesly. Celá křivka tržních úrokových sazeb nadále zůstává výrazně invertovaná. Odhadujeme, že pokles jejího krátkého konce se dočasně zastaví v důsledku pozdějšího než trhem očekávaného zahájení uvolňování domácí měnové politiky. To podle nás odstartuje až začátkem příštího roku. U delších sazeb vnímáme omezenější prostor pro jejich výraznější pokles, byť i u nich určité snížení čekáme. Státní dluhopisy by v příštím roce měly za podpory výrazného meziročního propadu potřeby financování relativně k tržním sazbám zdražit. Pokles jejich výnosů by tak mohl být v příštím roce rychlejší než v případě korunových IRS.

Trh českých sazeb IRS: Dezinflace sráží tržní úroky

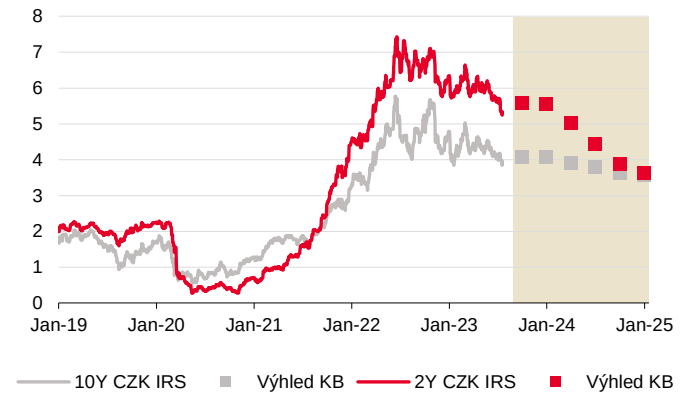
Námi očekávané odložení zahájení cyklu uvolňování měnové politiky ČNB do příštího roku odsune i pokles tržních úrokových sazeb. Inverzní tvar si tak korunová křivka zřejmě udrží i po celý příští rok.

Korunové sazby od začátku druhého čtvrtletí výrazně propadly. Na kratších splatnostech odepsaly zhruba 80 bb. To pravděpodobně souviselo hlavně s rychle odeznívající domácí inflací, ale i nevýrazným výkonem domácí ekonomiky. Naproti tomu eurové i dolarové tržní úrokové sazby ve stejném období mírně vzrostly s tím, jak v USA i eurozóně nadále vykazují odolnost zejména jádrové cenové tlaky.

Pokles domácích měnověpolitických sazeb bude podle nás pomalejší, než trhy očekávají. Podle tržních kontraktů se do konce roku repo sazba ČNB sníží v úhrnu o 100 bb. To je z našeho pohledu příliš agresivní. Počítáme spíše s opatrnějším přístupem ČNB, který by měl být konzistentní se stabilitou měnověpolitických sazeb do konce letošního roku. Jejich následný pokles od začátku příštího roku by ve srovnání s naší dubnovou prognózou měl být rychlejší, oproti trhu i tak očekáváme po celý příští rok vyšší měnověpolitické sazby, než je aktuálně zaceněno.

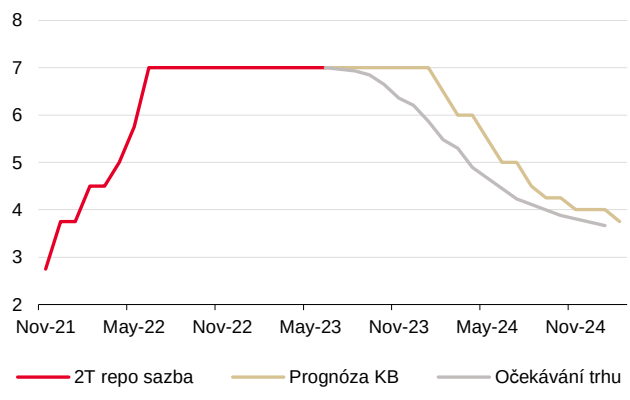
Krátký konec křivky tržních úrokových sazeb by se měl po korekci rozsahu snižování sazeb ČNB do konce roku zhruba stabilizovat. Oproti trhu se domníváme, že sestup výnosů bude pozvolnější a započne spíše až na přelomu roku. U delších korunových sazeb vidíme omezenější prostor pro jejich výraznější pokles, když by se měly zhruba kompenzovat efekty odeznívající vysoké inflace na straně jedné a oživení ekonomické aktivity v kombinaci s vysokými eurovými tržními sazbami na straně druhé.

Prognóza IRS (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj základní úrokové sazby ČNB k 24. 7. 2023 (%)



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

Zahájení cyklu snižování sazeb ČNB v příštím roce napomůže k postupné normalizaci tvaru domácí výnosové křivky. Vzhledem k tomu, že rovnovážných 3 % repo sazba podle naší prognózy dosáhne až na konci roku 2025, předpokládáme, že inverzní tvar si křivka udrží i po celý příští rok.

Výhled pro CZK IRS (%, konec období)

	Q3 23f	Q4 23f	Q1 24f	Q2 24f
2Y	5,60	5,55	5,05	4,40
5Y	4,45	4,50	4,20	3,90
10Y	4,05	4,05	3,90	3,80

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Forwardy a eurový trh stále nabízejí příležitost k zajištění úrokového rizika

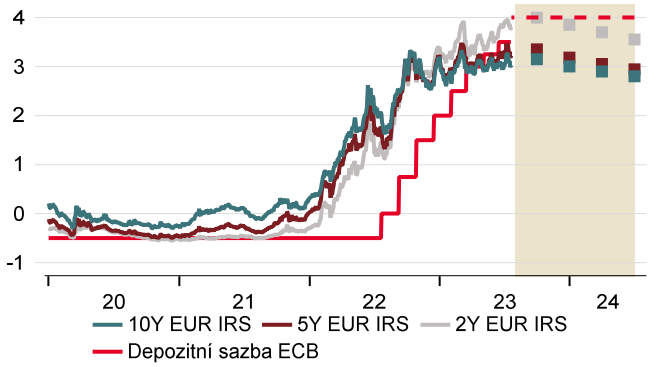
S poklesem tržních úrokových sazeb se podmínky zafixování sazeb začínají zlepšovat. Přetrvávající inverze celé křivky však stále přináší výhodnější podmínky na forwardovém trhu. Viditelně nižší úrokové sazby ve srovnání s domácími nadále panují také na eurovém trhu. Depozitní sazba ECB by sice měla podle našeho odhadu vrcholit až na 4,0 % a na této úrovni vydržet po delší dobu, eurové swapy se však již pravděpodobně nacházejí poblíž svého vrcholu.

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

Forward \ Maturita	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y
Spot	6.35	5.30	4.69	4.14	3.90
3M	5.86	4.84	4.36	3.95	3.80
6M	5.11	4.37	4.02	3.75	3.68
9M	4.64	4.07	3.81	3.62	3.61
1Y	4.09	3.76	3.59	3.50	3.54
2Y	3.42	3.33	3.31	3.37	3.45
3Y	3.23	3.25	3.31	3.41	3.49

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, k 24. 7. 2023

Úrokové sazby v eurozóně (%)



Zdroj: Bloomberg, SG Cross Asset Research/Economics

Nabídka CZGB se příští rok výrazně sníží

Vysoký schodek státního rozpočtu v kombinaci s ostatními potřebami financování udrží nabídku českých státních dluhopisů zvýšenou i ve zbytku letošního roku. Předpokládáme, že deficit státního rozpočtu bude letos směřovat k 315 mld. CZK, v případě dodatečných úspor však stále nelze vyloučit ani splnění plánovaného deficitu ve výši 295 mld. CZK, jak píšeme v kapitole *Fiskální politika*. V H1 23 ministerstvo financí (MF) potřebu financování pokrývalo nejen primárními aukcemi domácích státních dluhopisů, ale i aktivitou na sekundárním trhu. Do 24. července byly letos v aukcích prodány dluhopisy za 228,8 mld. CZK, zároveň MF uskutečnilo operace na sekundárním trhu (v podobě výměn a přímých prodejů) ve výši 68,3 mld. CZK. Z tohoto pohledu se tedy prozatím daří s rezervou plnit vytyčený plán, který letos počítá s emisí korunových dluhopisů ve výši 400-500 mld. CZK. Pro Q3 23 stanovilo MF indikativní objem nabízených korunových dluhopisů opět až na 125,0 mld. CZK. Dle zveřejněné aktualizace *Strategie financování*[1] je stále ve hře také vydání eurodluhopisu. **Celkově očekáváme, že potřeba financování v letošním roce dosáhne 665,7 mld. CZK (9,1 % HDP) oproti loňským 635,6 mld. CZK (9,4 % HDP).**

[1] https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/rizeni-statniho-dluhu/publikace/strategie-financovani-a-rizeni-statniho-/2023/strategie-financovani-a-rizeni-statniho-51792

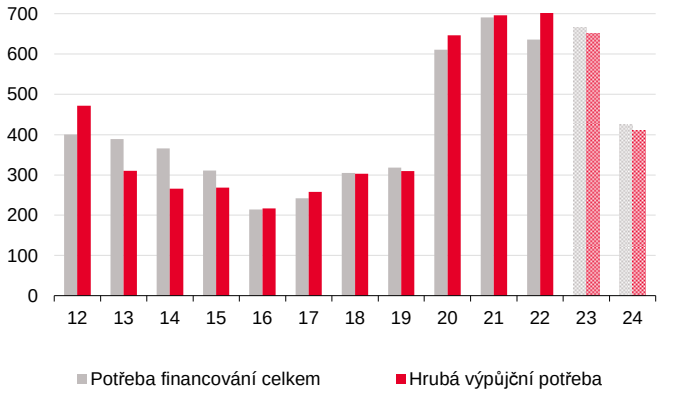
V příštím roce se emisní aktivita výrazně sníží. To bude odrážet nižší splátky maturujícího dluhu, ale i citelný pokles deficitu státního rozpočtu. Celkovou potřebu financování pro rok 2024 odhadujeme na 424,2 mld. CZK (5,4 % HDP).

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	1,0	1,0
Splátky instrument peněžního trhu	145,2	145,2
Splátky pokladničních poukázek		0,0
Splátky ostatních nástrojů peněžního trhu		145,2
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	3,0	3,0
Potřeba financování celkem	**645,7**	**665,7**
Nástroje peněžního trhu		80,0
Pokladniční poukázky		20,0
Ostatní nástroje peněžního trhu		60,0
Hrubá emise CZGB v domácí měně	Min. 400-500	475,5
Hrubá emise CZGB v cizí měně/eurobondů		51,9
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		**665,7**
Hrubá výpůjční potřeba		**650,7**
Čistá emise CZGB		**275,3**

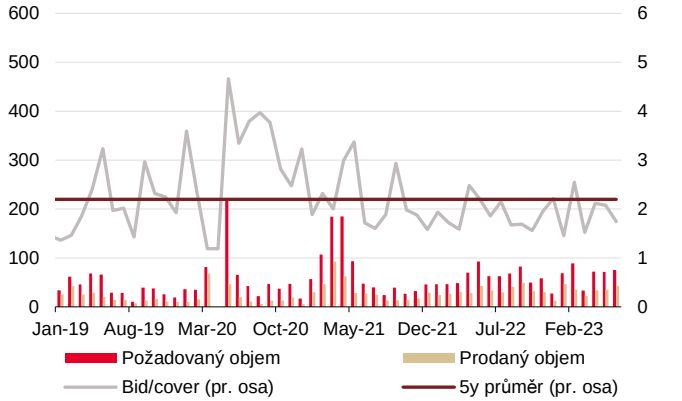
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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)

	Q3 23f	Q4 23f	Q1 24f	Q2 24f
Výnos 2Y CZGB (%)	5,40	5,35	4,70	4,10
Výnos 4Y CZGB (%)	4,65	4,65	4,15	3,75
Výnos 10Y CZGB (%)	4,20	4,20	3,95	3,85
10Y CZGB ASW (bb)	15	10	5	5

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Snížená nabídka urychlí pokles výnosů CZGB v příštím roce

Výnosy státních dluhopisů se obdobně jako IRS ve srovnání se začátkem druhého čtvrtletí nacházejí níže. Snížení výnosů však bylo v případě CZGB o něco méně citelné než

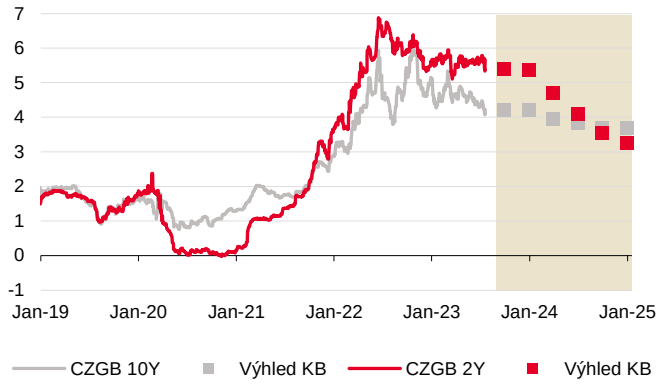
u IRS křivky. V ASW vyjádření tak dluhopisy lehce zlevnily. Nižší nabídka by v příštím roce měla přispět k výraznějšímu poklesu výnosů u dluhopisů než v případě korunových IRS (tedy jejich relativní zdražení). Tyto faktory bude do konce letošního roku dočasně tlumit přetrvávající zvýšená emisní aktivita. Celkově by ale stejně jako v případě tržních úrokových sazeb měly mít v příštím roce větší prostor k poklesu hlavně dluhopisy s kratší splatností. Snižování výnosů u delších splatností by mělo být výrazněji patrné rovněž až v roce 2024.

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	24. 11. 2023
Fitch	AA-	NEGATIVE	AA-	NEGATIVE	25. 08. 2023

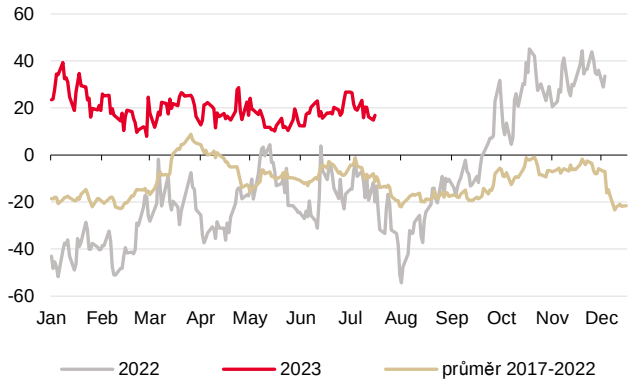
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prognóza výnosů CZGB (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

10y CZGB ASW (bb)



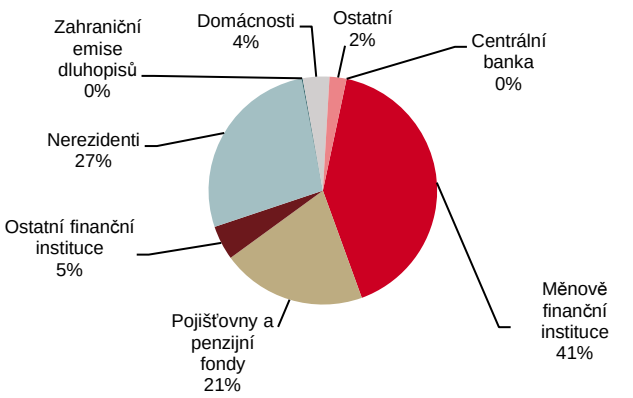
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

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
5.70 May-24	0.8	0.0	100%	5.79	3	8	3.41	-85	6	22	-162		-85	4.1	1	20.8	19	-92.0	20
0.00 Dec-24	1.3	0.0	34%	5.75	0	12	4.15	-30	-1	29	-106		-30	2.3	2	-18.5	3	-54.3	18
1.25 Feb-25	1.5	0.0	100%	5.30	-3	-11	3.87	-50	4	21	-99		-47	2.0	3	14.4	18	-57.2	19
2.40 Sep-25	2.0	0.0	85%	5.00	-5	-27	3.81	-26	-3	3	-59		-16	1.1	4	7.5	14	-46.4	17
6.00 Feb-26	2.3	0.0	67%	4.56	1	-30	3.49	-42	-4	0	-65		-35	1.0	5	28.8	20	-44.4	16
1.00 Jun-26	2.8	0.0	100%	4.64	0	-28	3.67	-17	-4	-2	-44		-3	0.5	6	5.1	13	-36.9	15
0.25 Feb-27	3.4	0.0	90%	4.47	3	-29	3.60	-7	4	1	-26		6	0.4	7	-1.4	11	-30.4	14
2.50 Aug-28	4.6	0.0	94%	4.22	-3	-28	3.43	1	-1	-3	-9		10	0.1	9	-11.4	6	-20.8	11
5.50 Dec-28	4.4	14.1	68%	4.06	-5	-25	3.28	-12	-1	-1	-24		2	-0.1	11	0.8	12	-21.5	12
2.75 Jul-29	5.4	0.0	100%	4.13	-6	-29	3.36	4	-2	-4	-3		17	-0.6	13	-11.5	5	-16.4	10
0.05 Nov-29	6.1	0.0	57%	4.10	-6	-30	3.33	1	-1	-8	0		19	-2.7	20	-9.5	7	-14.1	9
0.95 May-30	6.3	0.0	100%	4.09	-6	-28	3.31	3	-2	-5	1		18	-2.1	17	-8.6	8	-12.8	6
5.00 Sep-30	5.7	17.9	101%	4.07	-4	-27	3.31	5	1	-4	-10		14	0.2	8	-6.6	9	-13.5	7
1.20 Mar-31	7.0	0.0	100%	4.05	-7	-30	3.28	2	-1	-7	4		19	-2.4	19	-3.1	10	-10.7	4
1.75 Jun-32	7.9	0.0	100%	4.01	-6	-23	3.24	1	1	-4	1		18	-2.0	15	9.1	15	-8.6	2
2.00 Oct-33	8.7	0.0	100%	4.04	-6	-23	3.28	5	0	-4	7		23	-2.1	16	13.1	17	-8.0	1
3.50 May-35	9.4	4.7	41%	4.09	-3	-15	3.38	11	1	1	3		26	-0.4	12	9.4	16	-9.5	3
4.20 Dec-36	9.8	0.0	100%	4.14	-6	-17	3.45	17	0	2	7		27	-0.1	10	-14.1	4	-12.8	5
1.95 Jul-37	11.6	2.8	34%	4.10	-3	-18	3.35	6	0	0	3		25	-1.4	14	-25.7	2	-13.5	8
1.50 Apr-40	13.8	0.0	44%	4.23	1	-18	3.38	11	1	-1	10		30	-2.3	18	-179.1	1	-24.1	13

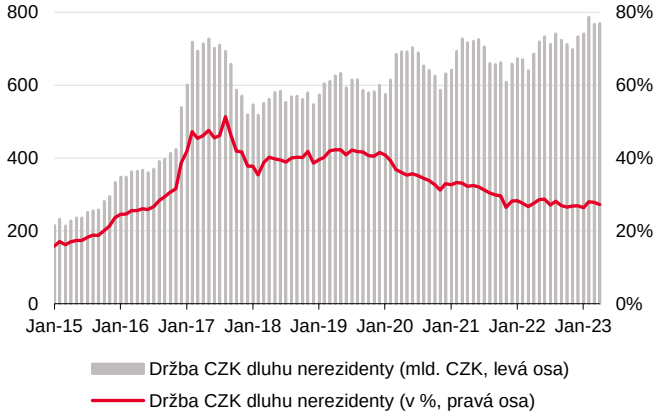
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; Pozn.: Detailní popis v aktuálním vydání CZGB Auction Alert

Držba státních dluhopisů podle typu držitele (květen 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

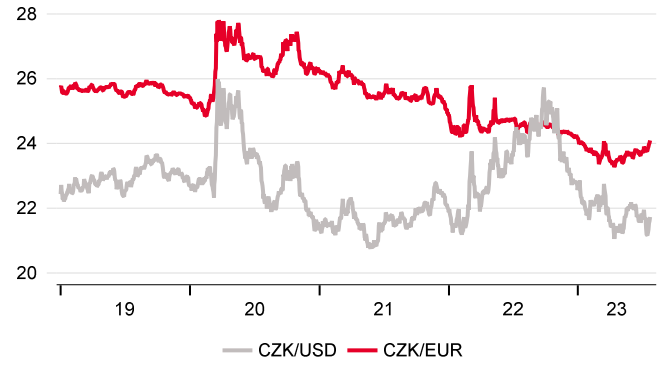
Oslabující, avšak stále silná koruna

Zužující se úrokový diferenciál přispěl v letošním druhém čtvrtletí k ukončení trendového posilování koruny k euru. Verbálně tuzemskou měnu nadále podporuje ČNB. Centrální banka však neintervenovala od loňského října, a stále tak disponuje značnými devizovými rezervami. Vzhledem vysokým úrokovým sazbám v eurozóně, pouze pozvolnému hospodářskému oživení a dosavadnímu citelnému reálnému zpevnění koruny předpokládáme v ročním horizontu dosažení úrovně 24,10 CZK/EUR.

Posilování koruny si vybírá pauzu

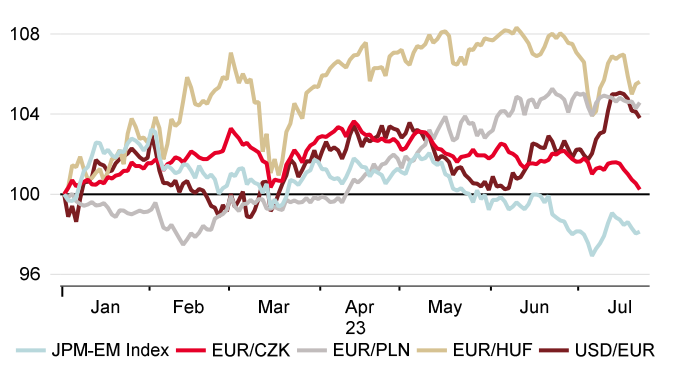
Trend posilování koruny k euru v Q2 23 nepokračoval. V prostředí zužujícího se úrokového diferenciálu se měnám rozvíjejících se trhů v letošním druhém čtvrtletí obecně příliš nedařilo. Za snížené volatility kurzu, ke které přispěly pokračující verbální intervence ČNB, v Q2 23 koruna v páru s eurem částečně korigovala předchozí zisky a oslabila o 1,2 %.

Vývoj kurzu koruny



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

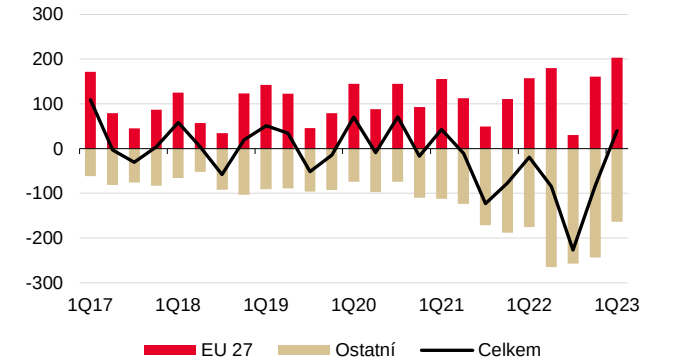


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Hodnota nad 100 značí posílení CZK, PLN nebo HUF vůči EUR, respektive posílení EUR vůči USD od 1. 1. 2023.

Korunu nadále podporoval zahraniční obchod. Patrné je to na výrazném nominálním přebytku obchodu se zbožím s eurozónou, který v průběhu druhého čtvrtletí dále rostl. Samotný běžný účet platební bilance v letošním prvním čtvrtletí poprvé po dvou letech skončil v plusu a kladné saldo zaznamenal i v dubnu a květnu. Oživení obchodní výměny s EU tak již více než kompenzuje dovoz (především komodit) z ostatních zemí.

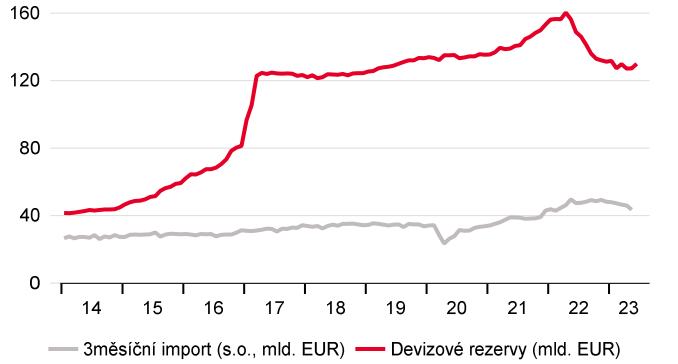
Nad korunou také stále drží ochrannou ruku ČNB. Naposledy však reálně intervenovala na podporu koruny loni v říjnu. Ke konci letošního června její devizové rezervy činily 130,0 mld. EUR, tedy zhruba 44 % ročního HDP. Tato úroveň dává ČNB poměrně komfortní prostor pro pokračování současné kurzové politiky. Obecná 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

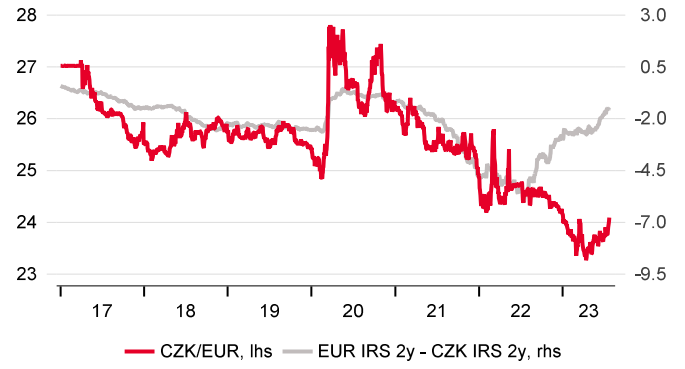


Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Naši prognózu kurzu koruny jsme posunuli ke slabším úrovním. V ročním horizontu očekáváme úroveň 24,10 CZK/EUR.

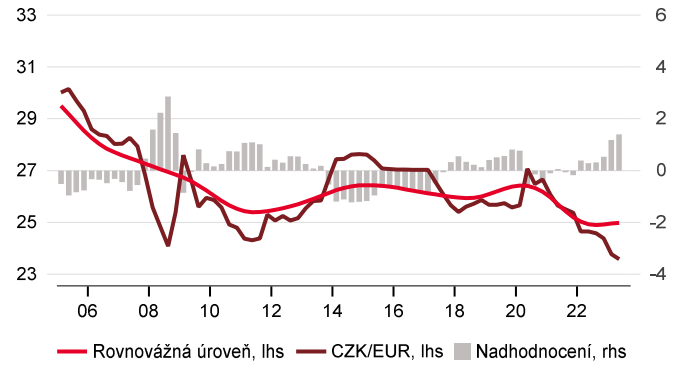
Zužující se úrokový diferenciál obnovení trendového posilování koruny příliš nenahrává. Rozdíl mezi dvouletými tržními úrokovými sazbami u nás a v eurozóně ze svého vrcholu loni v červenci v podmínkách zpřísňování měnové politiky v zahraničí a ukončení cyklu zvyšování sazeb ze strany ČNB propadl již o zhruba tři čtvrtiny (rozdíl 2y swapů se zmenšil z 6 pb na 1,5 pb). Jeho další výraznější zužování by se však mělo obnovit až v roce 2024 s ohledem na aktuálně příliš agresivní tržní zacenění tempa snižování domácích měnověpolitických sazeb (pokles repo sazby o cca 100 bb do konce roku), a to navzdory ještě dvojímu zvýšení úrokových sazeb ECB.

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
Pozn.: 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.

Zejména v uplynulém roce koruna také značně zpevňovala v reálném vyjádření. Cenová hladina měřená deflátorem HDP i CPI totiž rostla u nás citelně rychleji než v eurozóně. To může rovněž vyčerpávat potenciál pro její další nominální posilování. Přetrvávající fundamentální nadhodnocení kurzu koruny k euru nadále indikuje také náš rovnovážný model.[2]

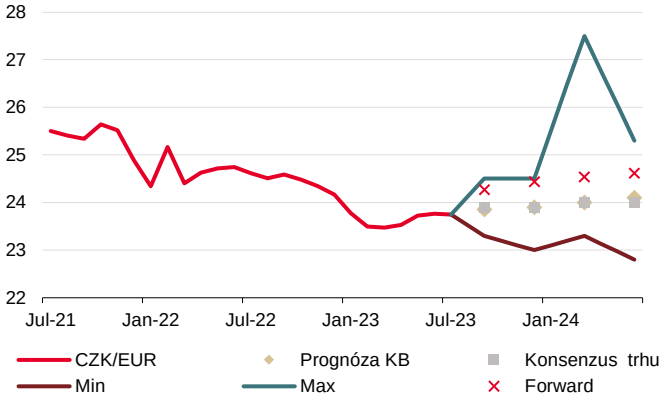
[2] Hypotetická rovnovážná hodnota vychází z průměru modelových filtrací reálných bilaterálních kurzů vůči euru, které jsou konzistentní s vnitřní a vnější rovnováhou ekonomiky. Reálné kurzy jsou deflovány pomocí CPI, PPI i deflátoru HDP, a to z důvodu zvýšené nejistoty ohledně spolehlivosti jednotlivých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

Prognóza kurzu koruny (konec období)

	Q3 23f	Q4 23f	Q1 24f	Q2 24f
CZK/EUR	23,85	23,90	24,00	24,10
CZK/USD	20,90	20,60	20,35	20,05
USD/EUR	1,14	1,16	1,18	1,20

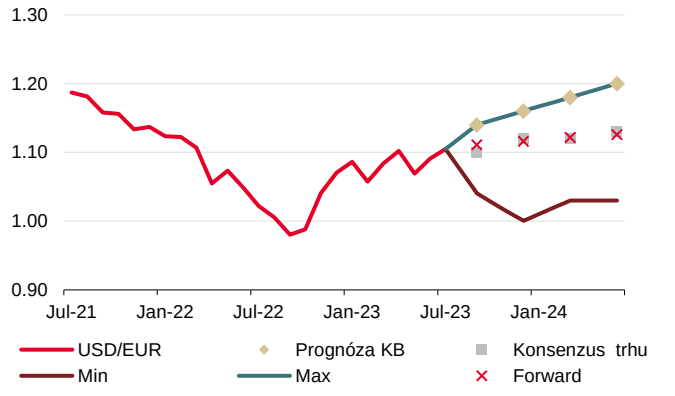
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 24. 7. 2023)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

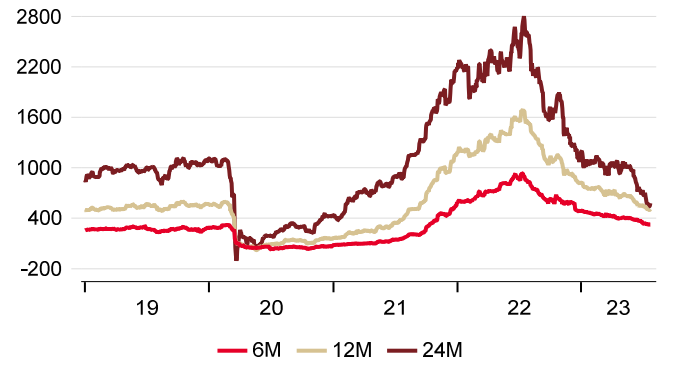
Předpokládaný vývoj kurzu USD/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 24. 7. 2023)



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

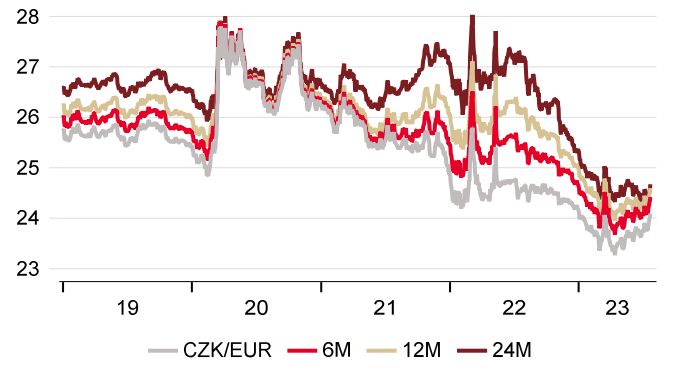
V ročním horizontu bude depreciační tlaky na korunu částečně vyvažovat kromě předpokládaného zlepšování bilance zahraničního obchodu také oslabování amerického dolaru. Ten by se podle našich předpokladů mohl do poloviny příštího roku posunout na 1,20 USD/EUR. Zpomalování domácí inflace by navíc mohlo 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 v ročním horizontu koruna dosáhne úrovně 24,10 CZK/EUR.**

Forwardové body



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Forwardový vs spotový kurz CZK/EUR



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Oslabení koruny zlepšilo podmínky zajištění pro exportéry

Forwardové kurzy k euru v souvislosti s depreciací spotového kurzu koruny oslabily. Do konce třetího čtvrtletí očekáváme nárůst tržních úrokových sazeb v eurozóně, ale i u nás. Pouze mírně klesající úrokový diferenciál by tedy měl forwardové kurzy tlačit k silnějším úrovním. Oslabení spotového kurzu by je naopak mělo vychylovat směrem ke slabším hodnotám. Ve výsledku by v nejbližších měsících měly forwardové kurzy k euru mít tendenci spíše mírně oslabovat.

Bankovní sektor

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

Kreditní impuls letos zůstane slabý, oživení přijde až příští rok

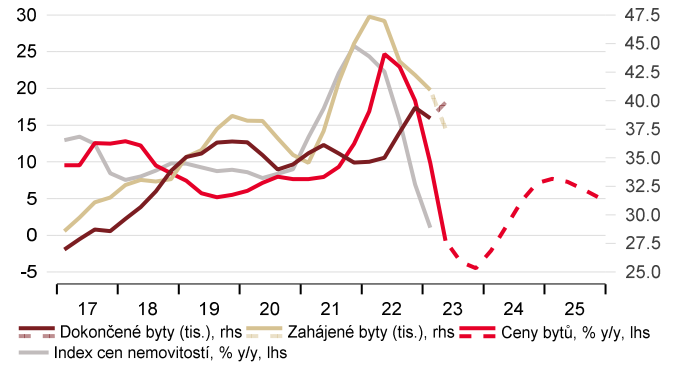
Pouze pozvolné oživení tuzemské ekonomiky a utažená domácí a zahraniční měnová politika by se měly podepsat na letošní nízké úvěrové aktivitě. K slabší úvěrové poptávce přispěje i značný objem vlastních prostředků jak podniků, tak domácností díky solidní ziskovosti, respektive nakumulovaným úsporám. Korekce cen nemovitostí bude letos pokračovat, celkový pokles by však měl být jen mírný. Hypoteční trh se bude nadále pozvolně rozhýbávat, citelnější oživení by se ale mělo dostavit až příští rok, stejně jako v případě spotřebního financování. Atraktivní zhodnocení úspor podpoří expanzi vkladů, jejichž růst letos opět předčí růst úvěrů. Přísnější měnová politika a slabý výkon domácí ekonomiky přinesou pouze nepatrný nárůst podílu nevýkonných úvěrů. Výraznější kreditní impuls se dostaví až s uvolněním měnové politiky na začátku příštího roku.

Pokračující pokles cen nemovitostí a pozvolné rozmrazování hypotečního trhu

Hypoteční trh se nadále bude pozvolně rozhýbávat. Korekce cen rezidenčních nemovitostí, byť pouze mírná, bude rovněž pokračovat.

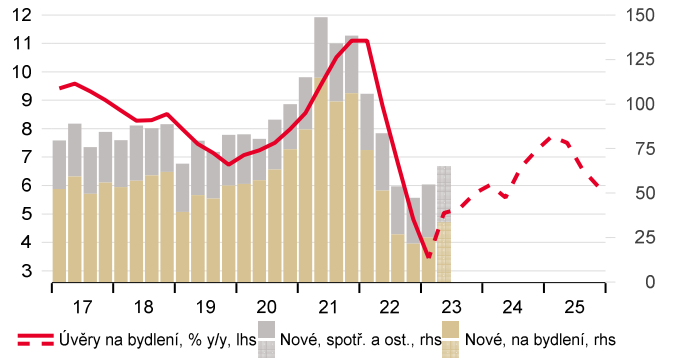
Korekce cen rezidenčních nemovitostí pokračovala i v letošním Q2. Nabídkové ceny bytů mezičtvrtletně klesly stejně jako v předešlém čtvrtletí o 1,6 %. S ohledem na vyšší srovnávací základnu byly meziročně nižší o 0,7 % po růstu o 9,8 % v Q1 23. Index (realizovaných) cen nemovitostí ukázal na pokles o 1,2 % q/q ve Q1 23 poté, co se na rozdíl od nabídkových cen snížily již ve Q4 22 (-1,7 %). Mezičtvrtletní pokles cen bude podle nás pokračovat i ve zbytku roku, postupně by se však měl zmírňovat. Meziroční snížení cen by podle našeho odhadu mělo na konci letoška dosáhnout 4,5 %. V příštím roce by však mělo dojít k obnovení růstu v prostředí zvedající se poptávky po nemovitostech v souvislosti se zpřístupněním hypoték a rozpouštěním úspor domácností. Na růst cen bude zároveň tlačit omezená nabídka vlivem slabší výstavby v loňském a letošním roce. Pouze mírná korekce nemovitostního trhu spolu se silným růstem mezd by měly přesto vést k pokračujícímu zlepšování cenové dostupnosti bydlení v ČR optikou poměru cen k příjmům, která je však stále jedna z nejhorších v rámci EU a OECD.

Mírný pokles cen nemovitostí bude v příštím roce následován opětovným růstem i vlivem slabší výstavby



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Údaje zahájených a dokončených bytů (poslední údaj z května) za červen jsou extrapolované a pouze indikativní pro Q2 23.

Pozvolné tání ledu na hypotečním trhu v letošním roce a citelnější oživení v tom příštím



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hypoteční trh od začátku roku vykazuje známky mírného oživení. Ve Q2 23 se objemy nových úvěrů mezičtvrtletně opět zvýšily. Ve srovnání s H1 22, která byla kvůli předzásobení hypoték velmi silná, byly objemy v letošní první polovině roku dle dat ČBA stále o 56 % nižší. K pozvolnému oživení by mělo docházet rovněž ve zbytku letošního roku, k čemuž přispěje i uvolnění limitu DSTI ze strany ČNB. Ve srovnání se zmiňovanou H1 22 by se však stále mělo jednat o značný útlum. Po loňském průměrném růstu o 7,9 % čekáme, že letos hypoteční trh

v průměru vzroste o 4,9 %.[3] K významnějšímu oživení by mělo dojít až v příštím roce (+6,4 %), a to díky poklesu úrokových sazeb, silnému růstu mezd jak letos, tak v příštím roce a čerpání nakumulovaných úspor domácností.

Bankovní úvěry a depozita (%, y/y)

	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Bankovní úvěry														
Celkem	5,8	4,9	6,1	5,4	5,6	6,7	6,3	6,9	6,2	5,5	6,7	6,7	5,9	5,6
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	4,8	3,4	5,0	5,2	5,7	6,0	5,6	6,6	7,9	4,9	6,4	6,9	5,3	4,9
Spotřebitelské úvěry domácnostem	7,3	7,0	9,9	9,8	7,9	6,5	5,3	6,0	7,3	8,6	6,1	6,8	6,2	6,0
Úvěry nefinančním podnikům	4,1	2,8	5,0	3,7	5,7	7,2	6,6	7,3	6,8	4,3	7,0	6,2	6,2	6,1
Bankovní vklady														
Celkem	6,5	7,3	5,3	5,3	6,7	5,4	5,4	5,2	6,8	6,2	5,4	5,1	5,0	4,7
Obyvatelstvo	5,1	5,8	5,6	5,8	5,7	6,2	6,3	5,9	4,2	5,7	6,0	5,4	5,3	4,6
Nefinanční podniky	4,4	9,9	11,6	6,2	8,1	2,6	2,3	2,7	7,3	8,9	3,2	3,3	3,8	3,9
Ostatní	12,2	8,0	0,5	4,0	7,8	6,1	6,2	5,7	11,7	5,1	6,1	5,9	5,5	5,3
Podíly na HDP														
Podíl úvěrů na HDP	60,0	59,1	59,0	59,3	58,5	59,0	59,1	59,6	61,4	59,0	59,2	60,2	61,1	61,6
Podíl vkladů na HDP	86,4	95,1	93,8	93,6	85,1	93,8	93,1	92,6	95,2	91,9	91,1	91,2	91,7	91,6
Podíl úvěrů na vkladech	69,5	62,1	62,9	63,4	68,7	62,9	63,5	64,4	64,7	64,3	65,1	66,1	66,7	67,3
Úrokové sazby														
Úvěry pro bytové potřeby	4,9	5,2	5,3	5,3	5,3	5,3	5,0	4,8	4,5	5,3	4,9	4,5	4,4	4,5
Spotřebitelské úvěry	9,7	9,5	9,5	9,6	10,0	10,2	10,1	9,6	9,1	9,6	9,7	8,5	8,3	8,6
Úvěry nefinančním podnikům	9,0	8,9	8,6	8,7	8,7	8,3	7,2	6,2	7,9	8,7	6,8	5,0	4,6	4,6
Podíl úvěrů v selhání														
Úvěry pro bytové potřeby	0,7	0,7	0,7	0,9	0,9	1,0	1,1	1,2	0,7	0,8	1,1	1,4	1,5	1,8
Spotřebitelské úvěry	3,9	3,9	3,9	4,8	5,1	5,2	6,1	6,6	4,1	4,4	6,3	7,6	7,8	8,5
Úvěry nefinančním podnikům	3,4	3,2	3,1	3,0	3,0	3,0	3,1	3,2	3,5	3,1	3,2	3,8	3,9	4,3

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

Spotřební financování vzroste jen mírně v prostředí nahromaděných úspor

Oživení poptávky domácností v letošním roce bude pouze mírným impulzem pro spotřební financování.

Zlepšení nálady spotřebitelů a námi předpokládané oživení jejich výdajů v H2 23 bude podle nás doprovázet jen mírný růst spotřebního financování. Domácnosti budou stále těžit ze silného růstu disponibilních příjmů a nahromaděných úspor. S poklesem úrokových sazeb a citelnějším oživením hypotečního trhu podle nás dojde v příštím roce k výraznějšímu zvýšení objemu spotřebního úvěrování a také mírnému zvyšení míry zadlužení, resp. poměru objemu úvěrů domácnostem k HDP. Podle našeho odhadu trh se spotřebními úvěry letos vzroste v průměru o 8,6 % po loňských 7,3 %, částečně také vlivem zvýšené cenové hladiny v ekonomice. V příštím roce pak předpokládáme růst v průměru o 6,1 %.

Úvěrový impuls nefinančních podniků zůstane letos poměrně slabý

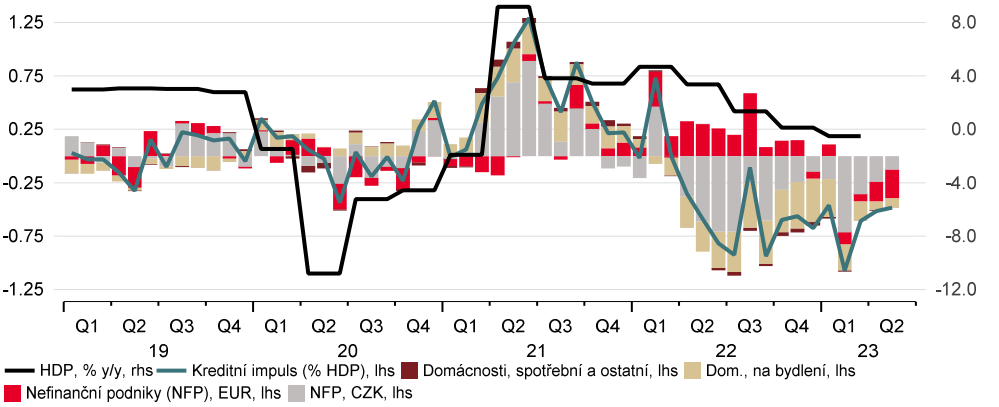
Utažená měnová politika a nižší potřeba provozního úvěrování letos omezí úvěrovou aktivitu nefinančních podniků.

Aktivita nefinančních podniků (NFP) na úvěrovém trhu zůstala slabá i v letošním Q2. Zatímco objem nových korunových úvěrů se z velmi slabých úrovní mezičtvrtletně mírně odrazil, objem eurového financování pokračoval v poklesu. Utaženější měnové podmínky u nás i v zahraničí budou nadále tlumit poptávku NFP po úvěrování. K tomu přispěje i nižší potřeba provozního financování díky lepší situaci v subdodávkách a dezinflaci ve výrobní sféře a rovněž značný objem vlastních prostředků, ze kterých by podniky mohly financovat svoji expanzi. Vzhledem k úrokovému diferenciálu, byť výrazně se ztenčujícímu, by cizoměnové financování tvořící 47 % všech úvěrů NFP mělo zůstat atraktivní a mírně podpořit úvěrovou aktivitu i letos. Silnější uvěrový impuls firem by měl přijít až v příštím roce s výraznějším růstem

[3] Letos v dubnu došlo k znovuzařazení úvěrového portfolia Sberbank, které významně zvýšilo stavový objem úvěrů. Portfolio Sberbank bylo vyřazeno ze statistik bankovního sektoru v loňském dubnu.

investic a uvolňováním domácí měnové politiky. Odhadujeme, že letos úvěry NFP vzrostou v průměru o 4,3 % (o 0,7 pb více ve srovnání s dubnovou prognózou) po loňském růstu o 6,8 %. Příští rok pak očekáváme zrychlení na 7,0 % v průměru.

Kreditní impuls zůstává slabý a přispívají k tomu jak domácnosti, tak letos výrazněji i podniky



Zdroj: ČNB, ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Kreditní impuls je definován jako změna objemu nových úvěrů, obvykle v poměru k HDP. Prezentovaný kreditní impuls vyjadřuje meziroční absolutní změnu objemu nových úvěrů soukromého nefinančního sektoru v poměru k nominálnímu ročnímu HDP. Impuls je rozložen dle účelu čerpaného úvěru u domácností a dle měny u podniků. Na rozdíl od měsíčních úvěrových ukazatelů (poslední údaj z května 2023) je HDP v čtvrtletní frekvenci (poslední údaj za Q1 23).

Růst vkladů letos zřejmě opět předčí tempo růstu úvěrů

Expanze vkladů bude letos podpořená růstem disponibilních příjmů na straně domácností a zároveň vyšším zhodnocením úspor a likvidity firem.

Silný růst disponibilních příjmů by měl podpořit expanzi vkladů domácností v letošním roce. V opačném směru bude zase působit oživení spotřebitelských výdajů v prostředí zvýšené cenové hladiny a odliv prostředků do nebankovních řešení za účelem vyššího zhodnocení. Dobré finanční postavení firem a stále vysoké úrokové sazby by se také měly odrazit v růstu celkových depozit, který i letos zřejmě výrazně předčí růst úvěrů. Podle našeho odhadu růst vkladů letos dosáhne v průměru 6,2 % po loňském silném růstu o 6,8 %, který byl zároveň podpořen atraktivitou tuzemské měny, respektive její výnosností.

Úvěrová portfolia tuzemských bank zůstávají i nadále velmi zdravá

Podíl nevýkonných úvěrů i přes mírný růst zůstane poblíž historicky nejnižších úrovní.

Míra delikvence setrvává napříč sektory velmi nízko, poblíž historických minim, a odráží jak solidní ziskovost firem, tak i finanční zdraví domácností, které je nadále podporováno objemným polštářem úspor. Přísnější úvěrové podmínky by se však měly postupně podepsat na pozvolném a mírném růstu rizika na úvěrových portfoliích. Dle šetření úvěrových podmínek již nedochází k výraznějšímu zpřísňování úvěrových standardů tváří v tvář slabší poptávce po úvěrech. Rizikem ve směru vyššího růstu podílu NPL jsou zvýšené objemy čerpaných cizoměnových úvěrů či refixace sazeb hypotečních úvěrů na vyšších úrovních. I to by však nemělo představovat výraznější problémy pro domácí dobře kapitálově vybavený bankovní sektor.

Klíčové ekonomické ukazatele

Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

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

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

Měna a úrokové sazby – výhled

		24-07-2023	Sep-23	Dec-23	Mar-24	Jun-24	Sep-24
CZK/EUR	konec období	24,12	23,85	23,90	24,00	24,10	24,25
USD/EUR	konec období	1,11	1,14	1,16	1,18	1,20	1,20
CZK/USD	konec období	21,81	20,90	20,60	20,35	20,05	20,20
3M PRIBOR	konec období, %	7,10	7,15	7,15	6,30	5,25	4,45
10Y IRS	konec období, %	3,86	4,05	4,05	3,90	3,80	3,65

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

Měsíční makroekonomická data

		X-22	XI-22	XII-22	I-23	II-23	III-23	IV-23	V-23	VI-23
Inflace (CPI)	%, y/y	15,1	16,2	15,8	17,5	16,7	15,0	12,7	11,1	9,7
Inflace (CPI)	%, m/m	-1,4	1,2	0,0	6,0	0,6	0,1	-0,2	0,3	0,3
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	24,1	21,3	20,1	19,0	16,0	10,2	6,4	3,6	1,9
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	0,6	-1,0	-1,1	5,8	-0,3	-1,0	-1,2	-0,8	-0,3
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	3,5	3,5	3,7	3,9	3,9	3,7	3,6	3,5	3,4
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	3,4	1,3	2,3	0,8	2,4	3,1	-1,8	-1,6	n.a.
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	19,9	18,3	9,1	9,1	12,9	13,5	7,2	2,1	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	2,1	-0,2	-4,4	7,3	-4,6	-2,6	-8,2	-4,5	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (nár. met.)	-25,2	-26,5	-1,8	8,8	15,1	18,1	10,3	11,8	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	-36,8	-42,5	-4,3	14,3	19,5	5,8	16,7	0,9	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	-7,4	-13,3	-38,4	26,8	17,3	33,8	29,1	-27,4	n.a.
M2	%, y/y	5,9	5,9	5,6	6,3	7,0	6,7	7,5	7,3	n.a.
Státní rozpočet	mld.CZK (od zač. roku)	-286,7	-337,1	-360,4	-6,8	-119,7	-166,2	-200,0	-271,4	-215,4
3M PRIBOR	%, průměr	7,28	7,27	7,26	7,22	7,20	7,19	7,18	7,18	7,15
CZK/EUR	průměr	24,5	24,4	24,3	23,9	23,7	23,7	23,4	23,6	23,7
CZK/USD	průměr	24,9	23,9	22,9	22,2	22,2	22,1	21,4	21,7	21,9

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

Upozornění

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku http:\\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