Čtvrtletní zpráva

Ekonomické výhledy

Hledá se růstový impuls



©iStock

■ **Oživení ekonomiky letos nečekáme** Ta podle nás v roce 2023 klesne o 0,3 %. Důvodem je pokračující velmi slabá spotřeba domácností a problémy v průmyslu. Příští rok očekáváme obnovení růstu HDP, avšak o stále skromných 1,6 %.

■ **Inflace se v roce 2024 dostane ke 2 %** Po letošních 10,8 % čekáme, že inflace v příštím roce klesne na průměrných 1,9 %. Pomoci by tomu mělo zlevnění energií pro domácnosti, které ale bude brzděno efektem zrušení vládních dotací. V roce 2025 však dojde vlivem přetrvávající vyšší jádrové inflace podpořené oživením poptávky ke zrychlení na 2,4 %.

■ **Pokles úrokových sazeb ČNB se blíží** Slabá ekonomika a pokles inflace podle nás v příštím roce přispěje k rychlému snižování repo sazby ze současných 7 % na 4 % ke konci roku. Politicky neutrální úrovně 3 % by ale měla dosáhnout až na konci roku 2025.

■ **Opatrný sestup korunových úroků** Zmírňování inverze výnosové křivky by mělo v příštím roce pokračovat v návaznosti na uvolňování měnové politiky ČNB. Pokles sazeb s delší splatností bude brzděn vysokými úroky v zahraničí.

■ **Koruna dostala volnost** Bez přítomnosti ČNB na trhu koruna k euru podle nás ještě mírně oslabí. Obnovení posilování očekáváme v souvislosti s oživením domácí ekonomiky a slábnutím amerického dolaru až od druhé poloviny příštího roku.


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

Bez obnovení důvěry spotřebitelů to nepůjde



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

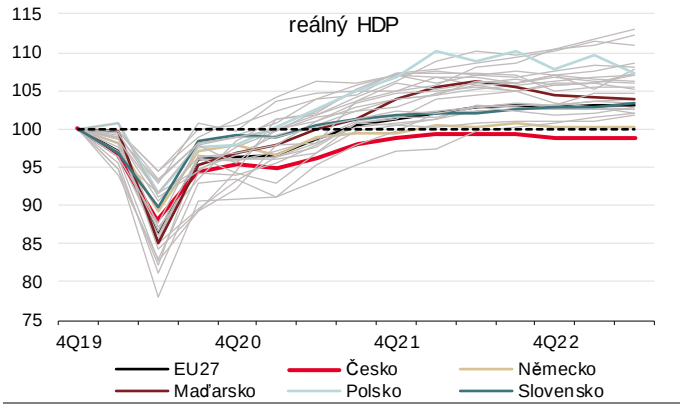
Námi očekávané hospodářské oživení s druhou polovinou letošního roku nenastalo. Po mělké recesi druhé poloviny loňského roku a ekonomické stagnaci během první půlky toho letošního jsme v minulých *Ekonomických výhledech* předpokládali, že s létem přijde první růstový impuls v souvislosti s obnoveným růstem reálných mezd. Leč, zčásti i kvůli obnoveným potížím v dodavatelských řetězcích, které opět postihly náš automobilový průmysl, reálný HDP během třetího čtvrtletí podle našich aktuálních odhadů mezičtvrtletně dokonce mírně klesl (o 0,1 %).

Oživení se odkládá, a to spíše až do nového roku.

Naše ekonomika zaostává hlavně kvůli bezprecedentně slabé spotřebě domácností.

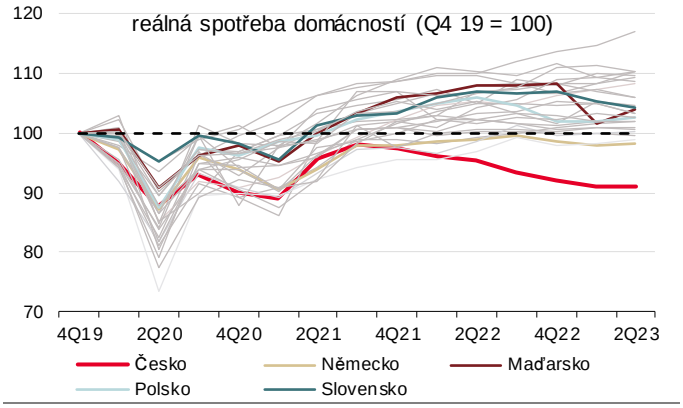
Česko zůstává jedinou zemí EU, která se z pohledu ekonomické výkonnosti stále nenachází nad předpandemickou úrovní. A po zohlednění nových informací, které od předchozího vydání našich *Ekonomických výhledů* přišly, se návrat nad předpandemickou úroveň HDP odkládá o jedno čtvrtletí, tedy do poloviny příštího roku. Při pohledu na vývoj jednotlivých výdajových složek hrubého domácího produktu je naprosto zřejmé, že hlavním viníkem zaostávání české ekonomiky je razantní pokles reálné spotřeby domácností. Ten byl i z evropské perspektivy unikátní. Ještě v polovině letošního roku byla spotřeba domácností téměř 9 % pod předpandemickou úrovní. Druhé nejhorší v Evropě je Německo, kde ovšem byla úroveň spotřeby pouze o 1,7 % pod úrovní z konce roku 2019. Nepatrně níže byla ještě spotřeba ve Španělsku (-1,0 %) a Francii (-0,6 %). Ve všech ostatních zemích EU jsou reálné spotřební výdaje domácností vyšší.

Česko je jediná země EU s reálným HDP pod předpandemickou úrovní (Q4 19 = 100)



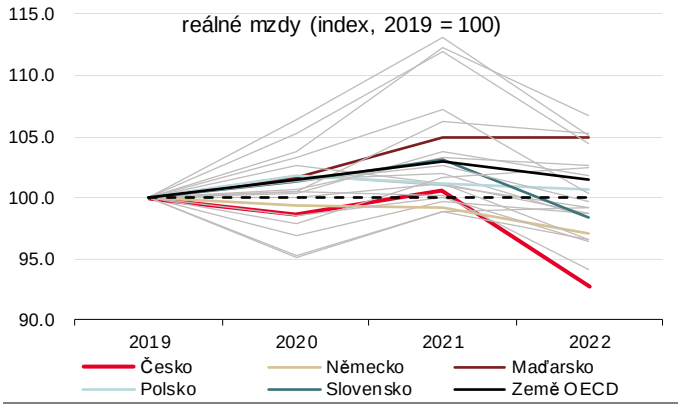
Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Propad tuzemské spotřeby domácností je v evropském kontextu nevídaný, …



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: bez Irska

… ve světle největšího propadu reálných mezd mezi zeměmi OECD ovšem není divu



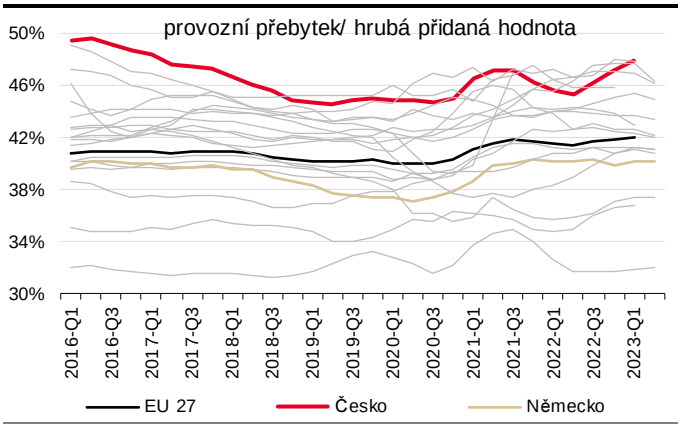
Zdroj: OECD, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: v mezinárodním dolaru, PPP, stálé ceny roku 2022

Za poklesem reálné spotřeby českých domácností stojí zejména propad v reálných mzdách.

Razantní omezení spotřebních výdajů na straně českých domácností je důsledkem celé řady faktorů, prim ale mezi nimi drží dramatický propad reálných mezd. Ty se k polovině letošního roku nacházely na úrovni druhé poloviny roku 2017, tedy šest let zpátky. Jedna

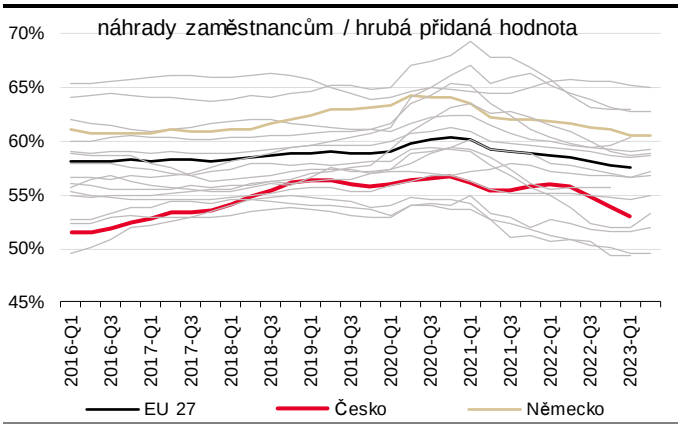
z nejvyšších měr inflace v Evropě, kterou v posledních již téměř dvou letech v Česku zažíváme, se zároveň podepsala na ztrátě kupní síly domácností. Nízkopříjmové domácnosti narazily na své rozpočtové omezení, vysokopříjmové zase navyšovaly opatrnostní úspory, respektive přesouvaly prostředky směrem ke spořicím produktům s delší dobou splatnosti či rizikovějším investičním instrumentům s cílem dosáhnout vyššího výnosu a eliminace ztrát způsobených inflací.

Ziskové marže tuzemských firem patří v Evropě k nejvyšším, v posledních čtvrtletích dokonce výrazně rostou, …



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn. Klouzavý průměr za poslední 4 čtvrtletí

… a to na úkor náhrad zaměstnancům.



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn. Klouzavý průměr za poslední 4 čtvrtletí

Spoří nejenom domácnosti, ale i firmy.

Nefinanční podniky i finanční instituce v posledních čtvrtletích navyšují svůj podíl na vytvořené přidané hodnotě na úkor náhrad zaměstnancům. Vzhledem k celkové nejistotě přetrvává omezená investiční aktivita, i na straně firem se tak hromadí úspory. Vytvořený hrubý provozní přebytek převyšuje současné investiční potřeby firem v prostředí vysokých úrokových sazeb. Investice tak mohou být realizovány za pomoci vlastních prostředků. Ještě hůře z pohledu zaměstnanců vypadá rozdělení vytvořené přidané hodnoty mezi práci a kapitál v celoevropském kontextu, jak ukazují výše uvedené grafy. Ziskové marže v tuzemském podnikatelském sektoru patří v Evropě mezi nejvyšší, naopak podíl náhrad zaměstnancům se pohybuje na opačné straně pólu, a to navzdory vysoké náročností tuzemské ekonomiky na pracovní sílu.

Úrokové příjmy domácností rostou rychleji než jejich náklady na obsluhu dluhu.

Tuzemský sektor domácností těží z vysokých úrokových sazeb. Jak ve speciálním boxu těchto *Ekonomických výhledů* detailně rozebírá kolega Kevin Tran, tuzemským domácnostem jako celku utažená měnová politika centrální banky přináší i určité benefity. Úvěrová aktivita sice výrazně ochladla, vyšší úročení depozit se ale podepsalo na tom, že ze současného úrokového prostředí domácností profitují. Z hlediska mixu měnových podmínek, který si ve světle klesající inflace, ale i stagnující ekonomiky již žádá jisté uvolnění, tak podle nás dává větší smysl slabší hodnota domácí měny. Depreciační trend již skutečně několik měsíců pozorujeme. Že se snížení úrokových sazeb ze strany centrální banky blíží, je neoddiskutovatelné. Jestli přijde ještě letos nebo až se začátkem roku 2024 je z makroekonomického pohledu téměř nezajímavé. Na konci příštího roku ale sazby budou již znatelně níže.

Bez oživení reálné spotřeby ekonomika neporoste.

Zda bude rok 2024 z pohledu reálné ekonomiky úspěšnější a vymaníme se ze spárů hospodářské letargie, to bude záležet na tom, jestli se podaří najít růstový impuls. Je ale nadmíru zřejmé, že bez obnovení reálné spotřeby domácností to nepůjde. A to se nestane, pokud reálné disponibilní důchody domácností neporostou. Klíčem je tedy na straně jedné srazit inflaci a na straně druhé podpořit obnovení kupní síly zaměstnanců, a to i na úkor dočasně nižších zisků firem. Vzhledem k přetrvávajícímu napětí na trhu práce ve smyslu

nedostatku pracovní síly a vysokým ziskovým maržím mají zaměstnanci jedinečnou šanci si v příštím roce polepšit a docílit růstu reálných mezd.

I když aktuální vydání *Ekonomických výhledů* Komerční banky nepatří mezi ty nejoptimističtější, pevně věříme, že v roce 2024 bude české hospodářství v lepší kondici: inflace se dostane na cíl a výkonnost ekonomiky jako celku nad předpandemickou úroveň. Příjemné čtení!

Obsah

Vnější prostředí a předpoklady prognózy **6**

Makroekonomická prognóza **10**

Box 1: Fundamenty domácí ekonomiky zůstávají odolné 15

Měnová politika **19**

Fiskální politika **22**

Tabulka prognózy **26**

Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy **27**

Korunový devizový trh **32**

Bankovní sektor **35**

Klíčové ekonomické ukazatele **38**

Upozornění **39**

Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

Mantra centrálních bank: vyšší sazby po delší období

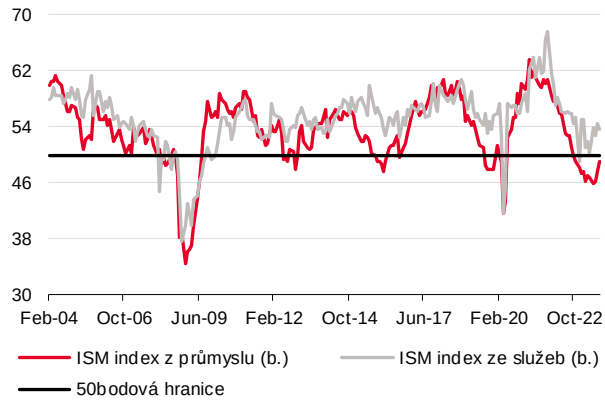
Americká ani evropská centrální banka podle našeho názoru již úrokové sazby nezvednou. Ačkoli je riziko vychýleno ve směru vyšších sazeb, přejdou nyní spíše na mantru „vyšší sazby po delší období“. Platit to bude především pro Evropskou centrální banku, která podle naší prognózy sníží úrokové sazby poprvé až v roce 2025. To je dáno jednak relativně odolným ekonomickým vývojem, jednak jádrovou inflací, která se na 2% cíl nevrátí dříve než v roce 2026. Ve Spojených státech očekáváme ve druhém a třetím čtvrtletí příštího roku recesi. Ta bude sice mělká a krátká, i tak ale odstartuje cyklus snižování úrokových sazeb.

USA: Po silném třetím čtvrtletí začne ekonomika zpomalovat

Náš odhad růstu amerického HDP jsme pro Q3 23 revidovali výrazně směrem nahoru.

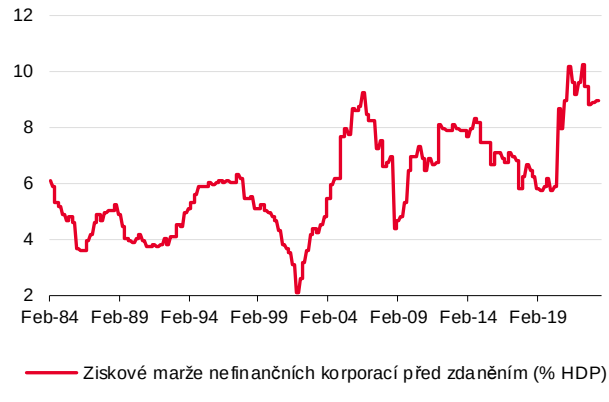
Třetí čtvrtletí se americké ekonomice vydařilo. Z trhu práce přicházela velmi silná data, když počet nově vytvořených pracovních míst dosáhl v září 336 tisíc, tedy dvojnásobku tržních očekávání, přičemž za srpen byl navíc revidován výrazně směrem nahoru (na 227 tisíc). Silné byly i spotřebitelské výdaje, které v červenci i v reálném vyjádření rostly (v srpnu jejich tempo růstu již nicméně zpomalilo). Index ISM mapující aktivitu v průmyslu sice zůstal v září pod padesátibodovou hranicí značící fázi kontrakce, zvýšil se nicméně na 49 bodů ze srpnových 47,6 bodů. Pozitivní překvapení přinesl i vývoj maloobchodních tržeb a zahraničního obchodu. Zároveň ziskové marže firem zůstaly ve druhém čtvrtletí letošního roku na vysokých úrovních a výraznější zpomalení ekonomiky tak nenaznačily. To se odrazilo v revizi námi očekávaného růstu HDP za Q3 z původně avizovaných 3,6 % q/q anualizovaně na 4,8 % q/q anualizovaně. V nadcházejících čtvrtletích ale již dynamika HDP podle nás zdaleka tak silná nebude. Prodeje automobilů ztrácejí momentum, v mnoha sektorech již počet pracovních míst dosáhl předcovidové úrovně, takže jejich tvorba bude rychle slábnout. K tomu se přidá slabší spotřebitelská poptávka (i v důsledku obnovených splátek studentských úvěrů) a negativní dopady vysokých úrokových sazeb na nemovitostní trh i investice korporací. Americká ekonomika si tak podle nás v Q2 a Q3 příštího roku projde recesí. Ta by však měla být mělká a krátká.

Ekonomická aktivita v USA se mírně zlepšila



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Ziskové marže amerických korporací zůstávají vysoké



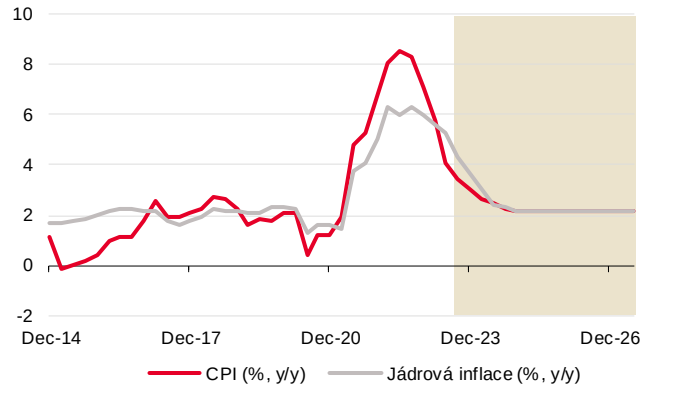
Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

První snížení sazeb Fedu očekáváme ve druhém čtvrtletí příštího roku.

Makroekonomická situace i výroky amerických centrálních bankéřů naznačují, že měnová politika Fedu se ponese ve znění mantry „vyšší sazby po delší období“. Klíčová úroková sazba se nyní nachází na úrovni 5,25-5,50 %, a tam podle nás zůstane až do druhého čtvrtletí příštího roku. Medián výhledu úrokových sazeb Fedu v letošním roce sice počítá ještě s jedním zvýšením, to ale vzhledem k očekávánému ekonomickému vývoji nepředpokládáme. Zářijová inflace překvapila mírně ve směru nahoru (3,7 % y/y). Vysoko se drží především její

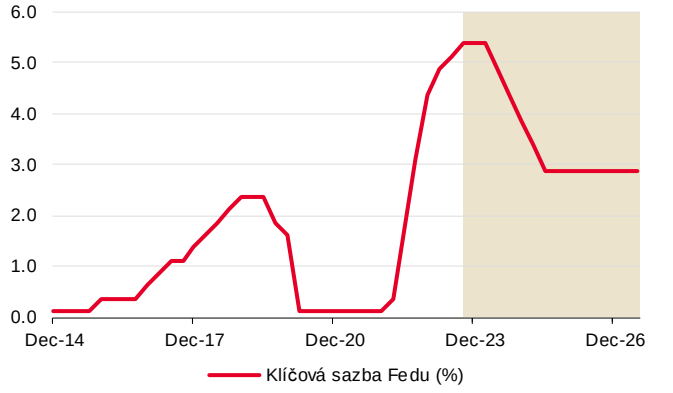
jádrová složka, která v září v souladu s tržními očekáváními dosáhla 4,1 % y/y. Pro její pokles bude nezbytné pokračování zpomalení růstu cen nájemného, které tvoří téměř třetinu amerického spotřebního koše. K tomu již dochází a významněji k němu ještě přispěje uvolnění napětí na trhu práce. V příštím roce výhled Fedu počítá s dvojím snížením úrokových sazeb. V tomto je prognóza našich kolegů z SG agresivnější, když na konci příštího roku vidí jejich úroveň na 3,75-4,00 %. V polovině roku 2025 pak na 3 %, kde by se snižování sazeb mělo zastavit.

Inflace v USA klesá



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Fed sníží sazby poprvé v Q2 24



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics,

Eurozóna: vyšší sazby po delší období

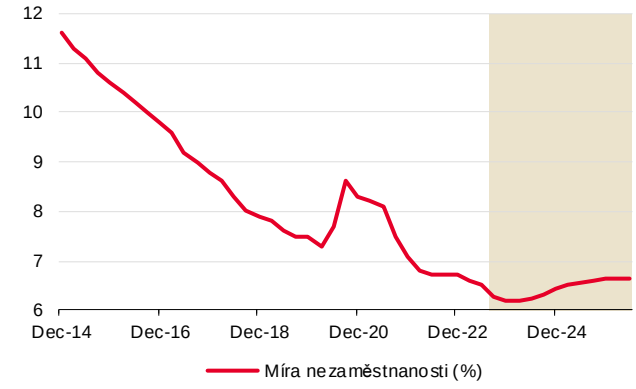
Problémem eurozóny je spíše nabídková strana než ta poptávková.

Ekonomika eurozóny se prozatím recesi vyhnula. Zatímco předběžné odhady ukazovaly na dvojí pokles v závěrečném čtvrtletí loňského roku a prvním toho letošního, zpřesněné odhady nakonec přinesly pro první čtvrtletí stagnaci HDP a pro to druhé růst o 0,2 % q/q. Recesi neočekáváme ani v nadcházejících kvartálech, a to i přes pokračující špatné výsledky předstihových indikátorů (PMI, Ifo, ESI). Důvodem našeho optimismu jsou vysoké ziskové marže korporací, které v podmínkách robustní poptávky stále těží ze své síly stanovovat si vysoké ceny pro koncové zákazníky. Z dob covidové krize mají navíc zásoby likvidity, takže pokračují v investiční aktivitě, a to i navzdory utaženějším měnovým podmínkám. Jako bariéry růstu produkce firmy reportují nedostatek výrobních zařízení a kvalifikované pracovní síly, a to více než nedostatek nových objednávek. To vše nasvědčuje tomu, že problémem eurozóny je spíše nedostatečná nabídka než poptávka. To bylo patrné především v automobilovém průmyslu, ačkoli zde se převis poptávky postupně narovnává. I tak ale výkonnost evropského průmyslu zůstane ve třetím a v závěrečném čtvrtletí letošního roku podle nás spíše utlumená. Směrem dolů jí potáhne snaha o energetické úspory, horší výkonnost energeticky náročných odvětví i slabá zahraniční poptávka. V příštím roce by ale měl evropský průmysl pozvolna ožívat.

Spotřeba by měla být motorem evropské ekonomiky.

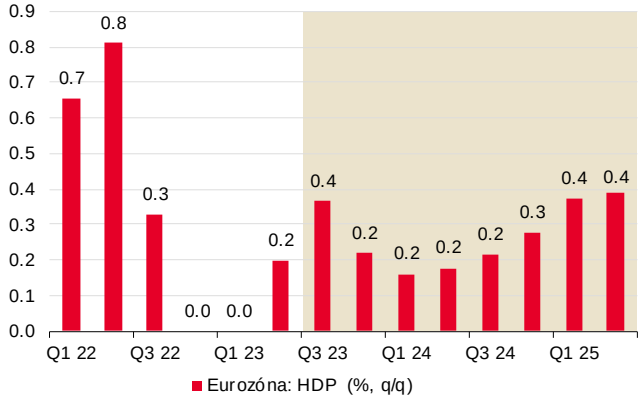
Spotřebu domácností by měla podporovat vysoká míra úspor, historicky nízká nezaměstnanost, a tím i solidní pozice pro mzdová vyjednávání. Reálné disponibilní příjmy domácností navíc vylepšuje růst úrokových příjmů a dosavadní silná fiskální podpora. Spotřeba domácností by tak měla být hlavním motorem evropské ekonomiky. Pokud by se tak nestalo, jediným důvodem by bylo, že by domácnosti začaly ještě více šetřit. To ale nepředpokládáme. Náš odhad tak pro letošní rok počítá s růstem HDP eurozóny o 0,7 %, pro ten příští o 0,9 %. Významným rizikem pro naši prognózu je fiskální restrikce v příštím roce, která může být v jednotlivých zemích výraznější, než předpokládáme.

Trh práce v eurozóně zůstává napjatý



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

HDP eurozóny mírně poroste

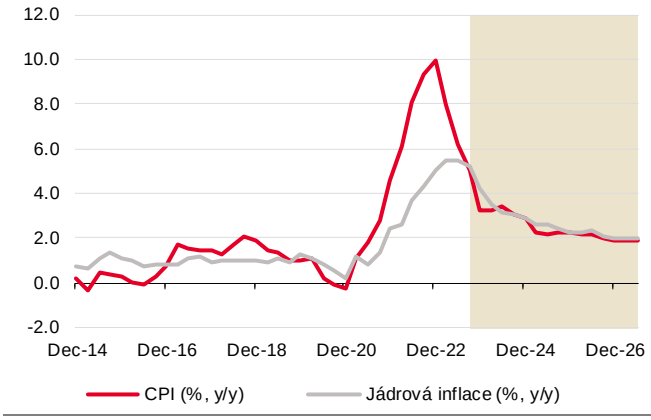


Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Úrokové sazby ECB zůstanou beze změny až do roku 2025.

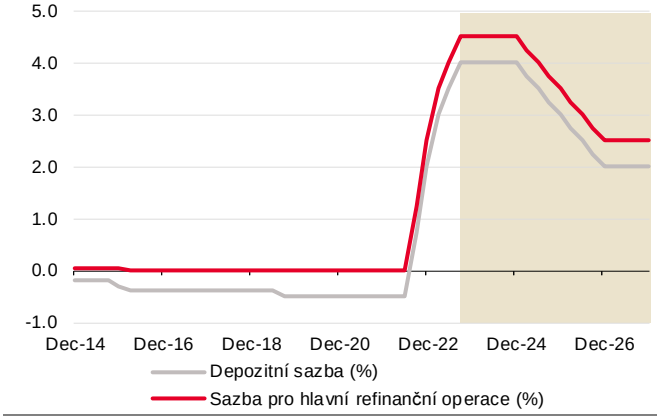
Inflace v eurozóně sice již zpomalila své tempo, na 2% cíl ECB se však v příštím roce nevrátí. Problémem je především jádrová inflace, kterou bude na vyšších úrovních držet silný mzdový růst. Bude se tak v závěru letošního roku pohybovat kolem 4 % y/y, přičemž na konci toho příštího to podle našeho odhadu bude 2,6 % y/y. Nad 2 % zůstane i v roce 2025. To je hlavní důvod, proč se domníváme, že ECB bude muset ponechat úrokové sazby na stávající úrovni po delší období. Další zvýšení úrokových sazeb nelze plně vyloučit, není to ale naším hlavním scénářem. První snížení sazeb očekáváme až v H1 25. Na úroveň 2 % by se depozitní sazba měla dostat ze stávajících 4 % na konci roku 2026.

Jádrová inflace v eurozóně je zatím stále vysoká



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Sazby ECB: až do roku 2025 beze změny



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Kvantitativní utahování ECB zintenzivní.

Předpokládáme, že ECB zintenzivní snižování své bilance. To běží od března letošního roku a ve třetím čtvrtletí dosáhne v průměru 23 mld. EUR/měsíc (z programu APP), přičemž v Q4 by mělo být rozšířeno na 26 mld. EUR. V únoru příštího roku podle našeho odhadu ECB tento objem zvýší na 30 mld. EUR měsíčně a začne omezovat i reinvestice z pandemického programu (PEPP), a to v rozsahu 15-20 mld. EUR měsíčně, případně může začít prodávat dluhopisy z programu APP přímo. K redukci bilanční sumy významně přispívají i splátky TLTRO programů, tedy levných peněz poskytovaných komerčním bankám. Z těch bylo ke konci září splaceno kolem 1,7 bil. EUR. S omezováním bilanční sumy bude muset ECB pravděpodobně pokračovat i v období, kdy začne snižovat úrokové sazby. Jak se k těmto otázkám centrální banka postaví, by mohla napovědět jarní revize jejích strategických nástrojů.

Středoevropský region: uvolňování měnových podmínek odstartováno

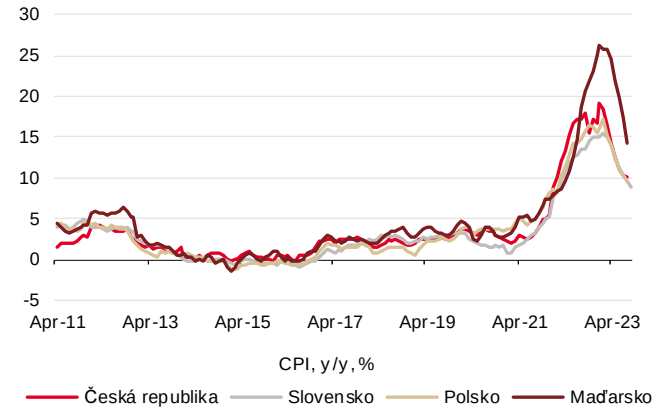
Polské úrokové sazby zůstanou po delší období beze změny.

Polská centrální banka v září překvapila finanční trhy snížením klíčové sazby o 75 bb, přičemž v říjnu pokračovala 25 bodovým „cutem" na 5,75 %. Ten byl ale podle našeho názoru na delší dobu poslední. Polský trh práce zůstává utažený (nezaměstnanost 5 % v srpnu), přičemž mzdy rostou dvojciferným tempem (minimální mzda byla zvýšena o 18 %, meziroční růst mezd v září činil 10,3 %). To bude držet jádrovou inflaci na vyšších úrovních, přičemž výraznějšímu poklesu cenové hladiny zabrání i zrušení podpůrných opatření (0 % DPH na potraviny, dotace na energie). To hovoří pro ponechání sazeb na stávající úrovni až do Q2 24 s tím, že na konci roku 2024 očekáváme sazby na úrovni 5,25 %.

Maďarská centrální banka v říjnu poprvé snížila klíčovou sazbu 3M sazbu.

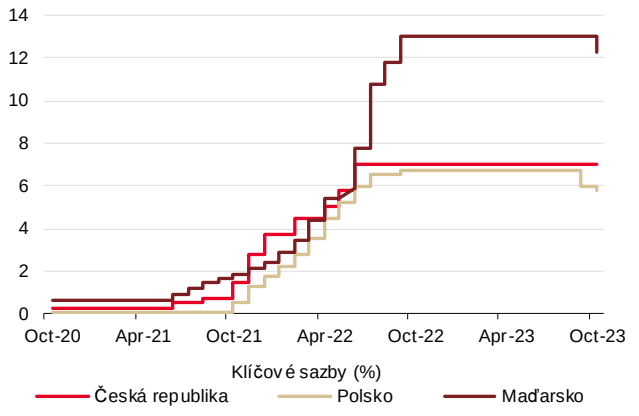
Maďarská centrální banka pokračovala ve snižování jednodenní depozitní sazby, která se tak již v září dostala na 13% úroveň klíčové 3M depozitní sazby. V říjnu pak snížila i 3M depozitní sazbu, a to na 12,25 %. Klíčová sazba by se na konci letošního roku měla nacházet na 11,5 %, na konci příštího roku pak na 5 %.

Inflace v regionu klesá (%, y/y, HICP)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Centrální banky snižují klíčové úrokové sazby (%)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Makroekonomická prognóza

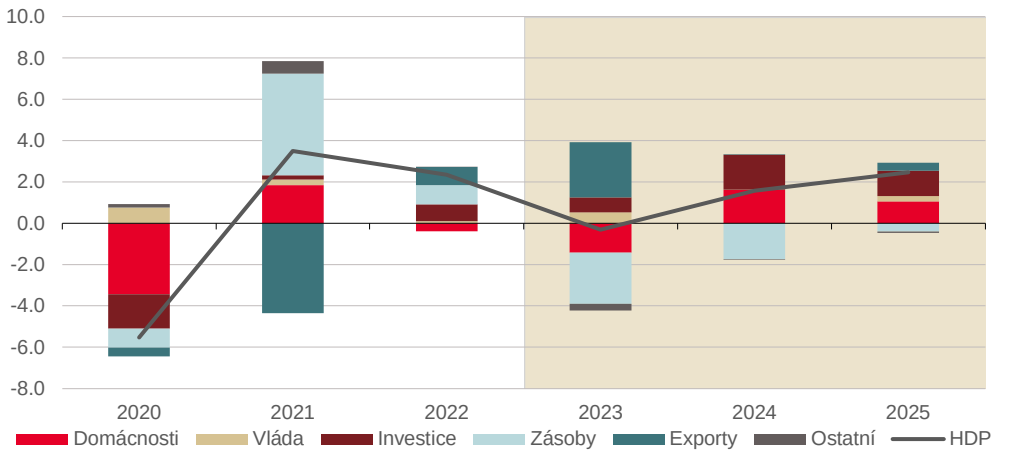


Martin Gürtler
(420) 222 008 509
martin_gurtler@kb.cz

Ekonomika začíná být větší problém než inflace

Česká ekonomika stagnuje a nic se na tom pravděpodobně nezmění ani ve druhé polovině roku. Oživení spotřeby domácností a s ní i celé ekonomiky se prozatím nedostavilo. Kupní síla domácností se kvůli vysoké inflaci výrazně snížila a ty tak ve výsledku omezily své výdaje. Trh práce však zůstává napjatý, zatímco ziskovost firem nadále roste. Vyšší růst nominálních mezd by měl tudíž v příštím roce pokračovat a společně s rychlým poklesem inflace ke dvouprocentnímu cíli centrální banky přispět k obnovení růstu reálných mezd. To by spolu s vysokou úrovní nahromaděných úspor mělo pomoci k obnovenému zvyšování spotřebitelských výdajů, které jsou nyní hlavní brzdou hospodářského růstu. V příštím roce ale růst ekonomiky zbrzdí nadále přísná měnová politika a ohlášená fiskální konsolidace.

Letos očekáváme pokles ekonomiky o 0,3 %, příští rok její růst o 1,6 % (%, y/y)



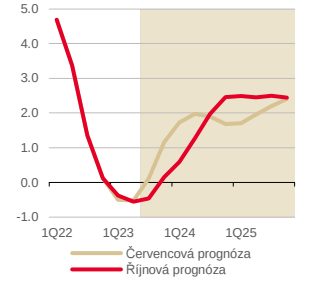
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní změny

HDP:
Ekonomika podle nás letos klesne o 0,3 %, zatímco v příštím roce by už měla vzrůst o 1,6 %. Oproti naší minulé prognóze je výhled pro oba roky horší, a to kvůli přetrvávající velmi slabé poptávce domácností a chybějícím výrobním součástkám v průmyslu. Hospodářská stagnace tak bude podle nás ve druhém letošním pololetí pokračovat. Poté by měla ekonomika oživit vlivem rozpouštění vysokého stavu úspor a obnoveného růstu reálných mezd.

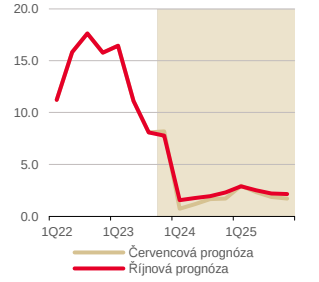
Inflace:
Odhad inflace jsme pro letošní rok snížili z 11,0 % na 10,8 % a pro rok 2024 naopak zvýšili z 1,3 % na 1,9 %. Směrem dolů v letošním roce působí dřívější pokles cen energií pro domácnosti. V příštím roce se pak v inflaci projeví administrativní vlivy vyplývající z konsolidačního balíčku a zrušení vládní podpory v oblasti energií. Jádrová inflace podle nás zůstane i v příštím roce nad 2 %, a to v důsledku námi očekávaného oživení spotřeby domácností.

Změna v prognóze HDP (%, y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Změna v prognóze inflace (%, y/y)



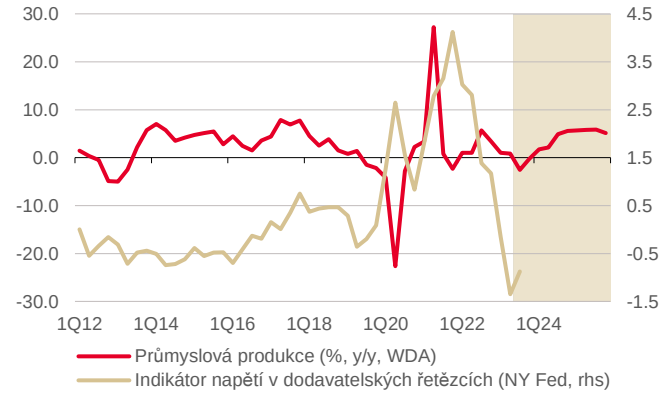
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Letošní druhé pololetí oživení ekonomiky zřejmě nepřinese

Tuzemské hospodářství pokračovalo v letošním druhém čtvrtletí ve stagnaci. Zatímco HDP zůstal mezičtvrtletně beze změny, my jsme v naší poslední prognóze počítali s jen nepatrným růstem o 0,1 % q/q. Naplnilo se tak naše očekávání, že po mírné recesi z druhé poloviny loňského roku ekonomika po celé letošní první pololetí zhruba stagnovala. Dobrou zprávou je, že spotřeba domácností se po roce a půl přestala snižovat (v Q2 23 vzrostla o 0,2 % q/q). Předchozí setrvalý a hluboký pokles se však na útratách domácností významně podepsal, když ty byly v reálném vyjádření oproti předpandemickému období stále o 9 % nižší a byly nadále hlavním důvodem toho, proč ani ekonomika jako celek této mety jako jediná v EU nedosáhla. Z hlediska struktury v Q2 mezičtvrtletně rostly hlavně výdaje na zboží krátkodobé spotřeby jako jsou potraviny a mírně také útraty v oblasti služeb. Naopak výdaje na zboží střednědobé a dlouhodobé spotřeby nadále poměrně svižně klesaly. Přetrvávající neochotu utrácet za zbytné zboží potvrzuje i konjunkturální průzkum ČSÚ, podle kterého se výhodnost dnešní doby pro pořizování velkých nákupů drží poblíž historických minim. Nízký ve výsledku zůstává i celkový spotřebitelský sentiment. Největší podporu ekonomice ve druhém čtvrtletí poskytly rychle se zvyšující fixní investice (+3,4 % q/q). Ty se týkaly hlavně nákupů dopravních prostředků, nejspíše ve formě obměn firemních vozových parků, jež byly v nedávné minulosti omezovány nedostatkovými výrobními součástkami. Pozitivní vliv pravděpodobně měly i vyšší investice vlády do obrany. Kladně k mezičtvrtletní dynamice HDP opět přispěl také čistý vývoz. Brzdou ekonomiky v Q2 ve výsledku byla pouze nižší tvorba zásob, jejíž příspěvek byl ale silně negativní. To jen podporuje skutečnost, že ekonomika nyní zčásti žije z dříve rozpracované produkce, která mohla být dokončena a vyvezena až

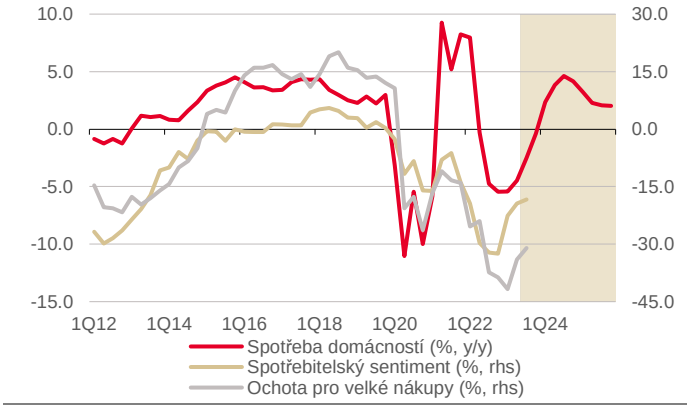
s obnoveným fungováním dodavatelských řetězců. V rámci průzkumu PMI průmyslníci zároveň uvádějí, že snižují objem skladových zásob kvůli slabé poptávce.

Nedostatek výrobních vstupů v ČR má pouze lokální povahu



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

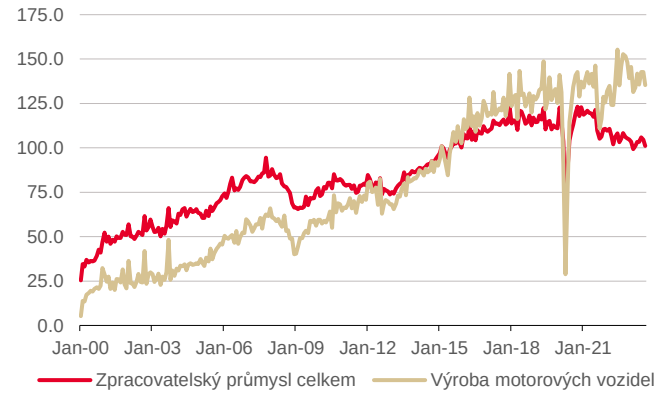
Spotřeba domácností by měla postupně oživit



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

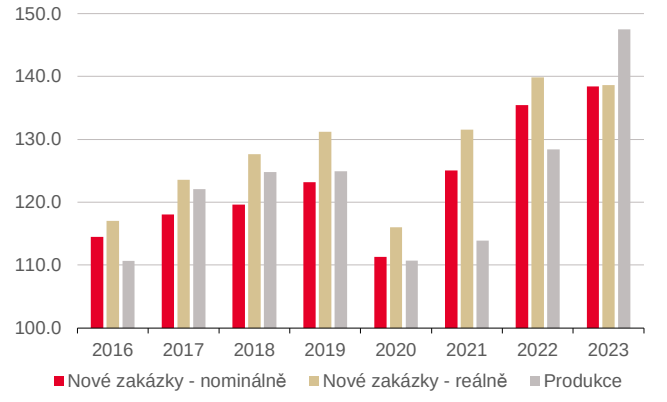
Oživení ekonomiky pravděpodobně letos nepřijde. Pro třetí kvartál odhadujeme pokles HDP o 0,1 % q/q, na který by měl podle nás navázat jen nepatrný růst o 0,2 % q/q v posledním letošním čtvrtletí. To je oproti červencové prognóze horší výhled, když původně jsme pro druhou polovinu roku očekávali zvýšení HDP v souhrnu o 1 %. Na tomto přehodnocení se významně podílí pokračující útlum spotřeby domácností, která podle našeho odhadu v Q3 mezičtvrtletně stagnovala. Na přetrvávající slabost výdajů domácností ukazují předstihové měsíční indikátory tržeb z oblasti maloobchodu a služeb, již zmíněný nízký spotřebitelský sentiment, stejně tak i za očekáváními zaostávající růst nominálních mezd. Dobře situace nevypadá ani na straně průmyslu. K nižší poptávce po průmyslovém zboží se totiž přidaly obnovené problémy s dodávkami výrobních dílů v automobilovém průmyslu, zejména vlivem záplav ve Slovinsku. Produkce zpracovatelského průmyslu by tak měla za Q3 vykázat silný mezičtvrtletní pokles. Příspěvek čistého vývozu k mezičtvrtletní dynamice HDP se kvůli tomu pravděpodobně snížil. I tak by měl ale zůstat kladný, neboť měsíční data zahraničního obchodu nadále ukazují na pokračující vývoz dříve rozpracované produkce. Výrazně záporný však ruku v ruce s tím zřejmě zůstal příspěvek změny stavu zásob. Růst fixních investic by měl podle nás ve druhém pololetí pokračovat s tím, že jeho struktura by mohla zůstat podobná té z Q2. Prodeje aut nadále rostou a nezměnil se ani důraz vlády na investice v oblasti obrany.

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)

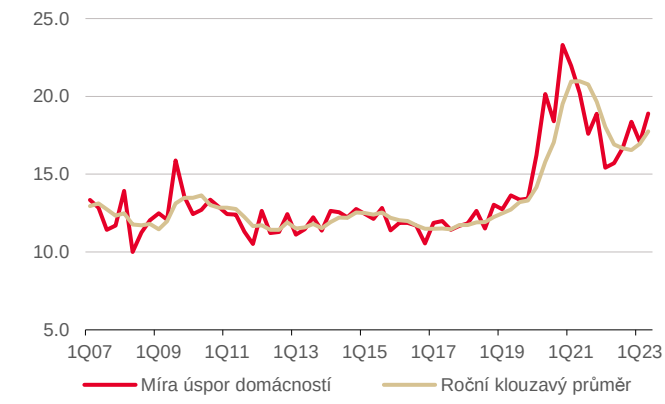


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Všechny tři ukazatele se týkají výroby motorových vozidel. Průměr pro letošní rok je počítán z dostupných dat od ledna do srpna.

K obnovení předpandemické úrovně ekonomické aktivity z Q4 19 podle naší prognózy dojde až v Q2 24.

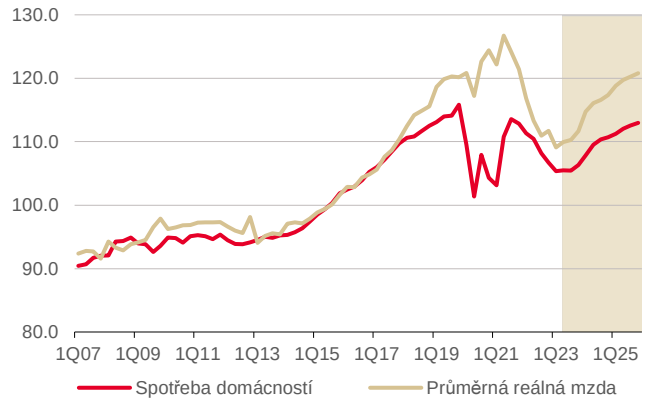
Česká ekonomika podle naší prognózy v letošním roce klesne o 0,3 %, zatímco v příštím roce by měla vzrůst o 1,6 %. Ve srovnání s naší minulou prognózou, která očekávala letos růst o 0,1 % a příští rok o 1,8 %, se jedná o zhoršení. Pokračující slabá poptávka a problémy průmyslu jsou hlavními důvody. Navzdory tomu si ale myslíme, že hospodářský růst by se měl postupně obnovit, přestože ekonomika pravděpodobně nějakou dobu zůstane pod svým potenciálem. Váhově důležitý automobilový průmysl podle našeho hodnocení stále disponuje částí nevyřízených objednávek z předchozích dvou let, které by měly vyvážit aktuální slabší poptávku po průmyslové produkci. Poslední data z Číny a USA navíc pozitivně překvapila a dávají naději na oživení zahraniční poptávky. Stejně jako v minulé prognóze i v té současné předpokládáme postupné oživení spotřeby domácností. Pomoci by k tomu mělo rozpouštění vysoké úrovně nahromaděných úspor, která se stále zvyšuje, stejně tak i obnovený růst reálných mezd. Vzhledem k tomu, že významná část úspor je držena v méně likvidních spořících a investičních instrumentech a ani růst reálných mezd zatím rozhodně neoslňuje, bude oživení spotřeby domácností pravděpodobně pouze pozvolné. Ve shodě s tím podle naší prognózy dojde k dosažení předpandemické úrovně spotřeby až v prvním čtvrtletí roku 2027, zatímco ekonomika jako celek by této úrovně měla dosáhnout ve druhém čtvrtletí příštího roku. Růst ekonomiky by v příštím roce měla ale naopak přibrzdit nadále utažená měnová politika a fiskální konsolidace. O dopadech fiskálního balíčku na HDP jsme více psali zde: https://bit.ly/3oAPa9a.

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

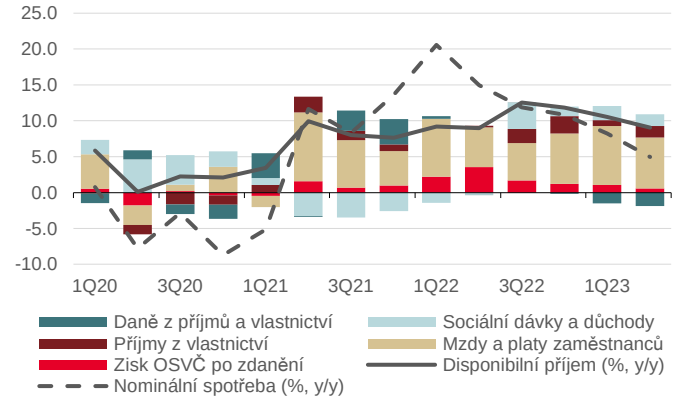
Kupní síla mezd se navzdory napjatému trhu práce zatím nezlepšila

Přetrvávající nedostatek pracovních sil, kompenzace předchozího hlubokého poklesu kupní síly domácností a příznivá finanční pozice podniků podle nás přispějí k udržení vyššího růstu nominálních mezd v příštím roce.

Nominální mzdy letos porostou tempem 7,7 %, což je oproti našemu předchozímu odhadu výrazně méně, a příští rok jejich růst dosáhne 7,6 %. V červencové prognóze jsme letošní růst odhadovali ve výši 9,4 % a následně jeho zpomalení na 7,3 % v roce 2024. Již údaj za Q2 23 zaostal za našimi očekáváními, když ukázal na zvýšení průměrné mzdy pouze o 7,7 % y/y, zatímco my jsme v červencové prognóze čekali 9,5 %. Reálné mzdy kvůli poklesu inflace sice mírně mezičtvrtletně vzrostly, meziročně ale byly stále o 3 % nižší. Při srovnání s předpandemickým obdobím se pak kupní síla mezd propadla o výrazných 9 %, tedy ve stejném rozsahu jako spotřeba domácností. Lze předpokládat, že razantní pokles kupní síly domácností je hlavním důvodem jejich nižších výdajů, především pak u váhově významnějších nízkopříjmových domácností s vyšším sklonem ke spotřebě. Mezičtvrtletní růst reálných mezd by měl podle nás ve druhém letošním pololetí pokračovat. Navzdory tomu ale za celý letošní rok očekáváme pokles reálných mezd v průměru o 2,5 % po poklesu o 8,4 % v roce 2022. Zatímco podíl objemu vyplacených mezd na celkové přidané hodnotě v ekonomice klesal, podíl zisků firem naopak rostl (viz *Box 1*). To by se podle našeho názoru mělo projevit ve mzdových vyjednáváních pro příští rok. Udržení vyššího nominálního mzdového růstu

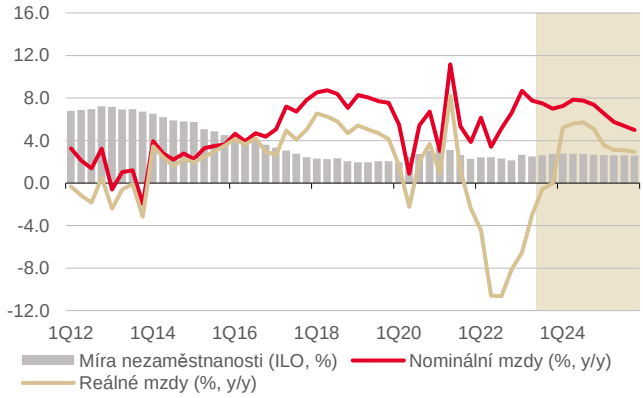
a souběžný pokles inflace by tak měly přispět k alespoň částečné kompenzaci předchozího propadu kupní síly domácností a pomoci k oživení jejich spotřeby. Obnovení aktuálně velmi slabé poptávky by mělo být i v zájmu samotných podniků, neboť je nezbytnou podmínkou dlouhodobé udržitelnosti vyšší míry zisku. Koloritem tuzemského trhu práce tlačícím mzdy vzhůru pak na celém horizontu prognózy zůstane významný nedostatek pracovních sil reprezentovaný nízkou mírou nezaměstnanosti. Obecná míra nezaměstnanosti by se podle nás měla udržet pod 3 % a podíl nezaměstnaných osob pod 4 %. V letošním i příštím roce by se měl 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

Meziroční růst reálných mezd se obnoví až v příštím roce



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Inflace v příštím roce dosáhne 2% cíle centrální banky

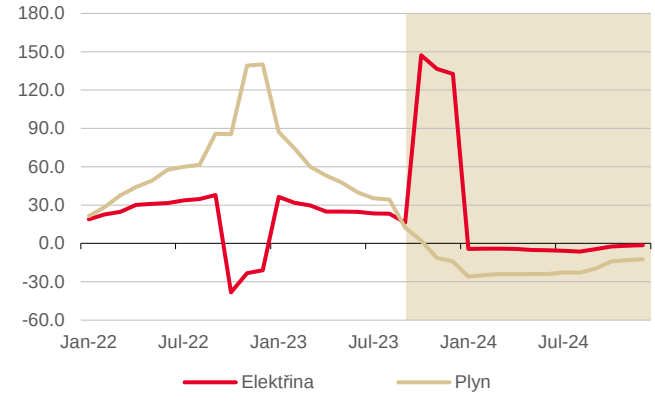
Ve třetím čtvrtletí pokračoval rychlý pokles inflace. Zatímco ta celková se snížila z průměrných 11,1 % y/y v Q2 23 na 8,1 % v Q3 23, její jádrová složka klesla z 8,7 % y/y na 5,9 %. To bylo v obou případech plně v souladu s naší červencovou prognózou. Meziroční růst cen potravin byl ve srovnání s naší prognózou mírně vyšší, což však bylo kompenzováno nepatrně nižšími regulovanými cenami. V těch se projevil dřívější pokles cen energií pro domácnosti, který začal již v září a bude pravděpodobně pokračovat i ve zbytku letošního roku. V naší poslední prognóze jsme naproti tomu čekali, že významnější zlevnění energií přijde až na začátku příštího roku. Pro měnovou politiku důležitá jádrová inflace neklesala pouze kvůli vlivu vyšší srovnávací základy. V jejím vývoji je podle nás stále více patrné působení velmi utlumené poptávky. Její sezonně očištěná mezičtvrtletní dynamika se podle našeho odhadu snížila z 1,1 % v Q2 23 na 0,6 % v Q3 23, což by znamenalo, že v anualizovaném vyjádření se již nacházela mírně nad dvouprocentním cílem centrální banky. Na ten se vlivem nadále slabé spotřebitelské poptávky mezičtvrtletní dynamika jádrové inflace podle našeho odhadu dostane v posledním letošním čtvrtletí.

K poklesu inflace na cíl ČNB v příštím roce pomůže snížení cen energií pro domácnosti, které však bude kvůli zrušení vládních dotací oproti našim původním předpokladům nakonec mírnější.

Ke konci letošního roku inflace působením statistického efektu dočasně zrychlí, v příštím roce ale již očekáváme v důsledku zlevnění energií její snížení na průměrných 1,9 %. V září inflace dosáhla 6,9 % y/y. Od října se do vývoje meziroční inflace promítne nižší srovnávací základna loňského roku, a to v souvislosti se zavedením úsporného energetického tarifu, který v Q4 22 vedl ke snížení cen energií pro konečné zákazníky (více jsme o tom psali zde: https://bit.ly/3yvsJny). Ve výsledku tak čekáme, že meziroční inflace v říjnu zrychlí k 8-9 % a do konce roku neklesne pod 7 %. Nebýt zmíněného statistického efektu, tak by meziroční inflace v průběhu letošního čtvrtého čtvrtletí byla podle našeho odhadu o zhruba 2-3 pb nižší. Proti tomuto efektu by mělo částečně působit dodavateli energií ohlášené snižování spotřebitelských cen energií, které následuje předchozí pokles cen na velkoobchodních energetických trzích. První vlna většího zlevňování energií se odehrála již

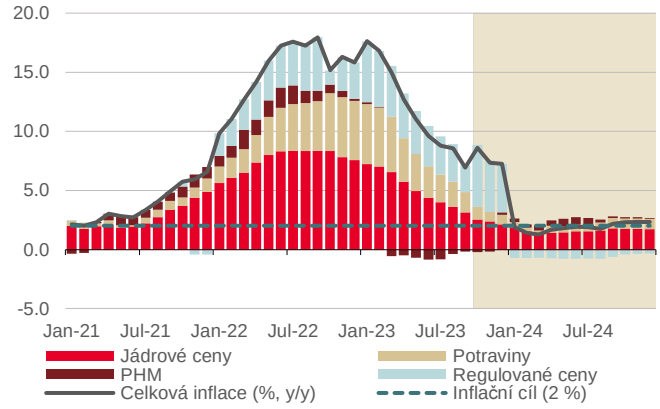
v září a druhá vlna by podle dostupných informací zveřejněných jednotlivými dodavateli měla následovat v říjnu. Poslední vlnu většího zlevňování energií očekáváme na začátku příštího roku. Podle naší prognózy by výsledkem měl být pokles tržní části spotřebitelské ceny elektřiny na začátku příštího roku o přibližně 20 % y/y a v případě plynu o zhruba 30 % y/y. V návaznosti na to lze očekávat významnější zlevnění také u dodávek tepla pro domácnosti. Z hlediska celkového rozsahu předpokládaného poklesu tržních částí cen energií pro domácnosti zůstává naše prognóza zhruba beze změny. Jediné, co se v tomto ohledu mění, je časové rozložení. V červencové prognóze jsme totiž předpokládali, že k významnějšímu snížení spotřebitelských cen energií dojde až na začátku příštího roku.

Pokles cen elektřiny v příštím roce zbrzdí zrušení vládních dotací včetně obnovení plateb na obnovitelné zdroje energie (%, y/y)



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

Říjnové zrychlení meziroční inflace bude souviset s loňským zavedením úsporného tarifu, který výrazně snížil ceny elektřiny



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

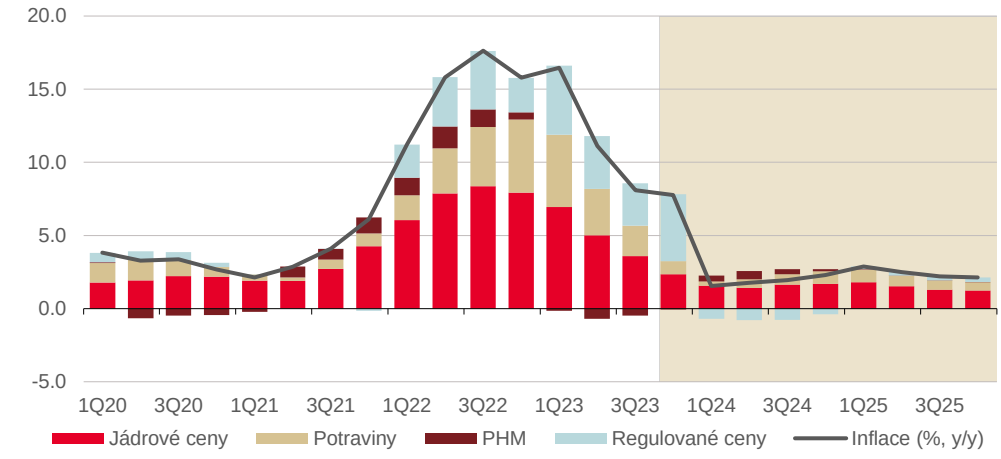
Vlivem administrativních opatření souvisejících se zavedením konsolidačního balíčku jsme zvýšili náš odhad inflace na příští rok, a to z původních 1,3 % na současných 1,9 %. Konsolidační balíček byl již schválen Poslaneckou sněmovnou a s ohledem na současné rozložení politických sil lze očekávat, že do konce roku dojde ke schválení Senátem a ke konečnému podpisu prezidentem. Většina opatření obsažených v konsolidačním balíčku by tak měla začít platit začátkem příštího roku. Naše červencová prognóza zahrnovala pouze dopad změn DPH, které v té době měly již konkrétní obrysy a zřejmou politickou podporu. Nadále si myslíme, že změny DPH by měly v roce 2024 přispět ke snížení inflace o zhruba 0,4 pb (podrobněji tento odhad rozebíráme zde: https://bit.ly/VAT_changes_CZ). Významný vliv by mělo mít především snížení sazby DPH z 15 % na 12 % na potraviny a stavební práce. Průsak nižších sazeb DPH do konečných cen by mělo podpořit i současné prostředí silně utlumené poptávky. Proti tomuto bude ale působit zvýšení spotřební daně na tabák a alkohol. To by mělo podle našeho odhadu v příštím roce zvýšit celkovou inflaci o zhruba 0,4 pb a v období let 2025-2027 v každém roce o přibližně 0,2 pb. Souhrnný vliv změn nepřímých daní na inflaci tak bude podle nás v příštím roce zhruba neutrální a v letech 2025-2027 mírně proinflační.

Zrušení vládní podpory v energetické oblasti, které bude zahrnovat i obnovení plateb na obnovitelné zdroje energie, povede k nárůstu regulovaných složek cen energií a ve výsledku tak zmírní pokles cen pro konečné zákazníky.

Fiskální konsolidace obsahuje také opětovné zavedení plateb na obnovitelné zdroje energie, což se promítne v nárůstu regulované části ceny elektřiny. Jen samotné obnovení plateb na obnovitelné zdroje energie, které spotřebitelé neplatí od loňského října, podle nás povede ke zvýšení regulované části ceny elektřiny o zhruba 30 %. Vláda ovšem plánuje zrušit také dotace na krytí technických ztrát v rámci elektrizační soustavy a na služby výkonové rovnováhy. Očekáváme tak, že nárůst regulované složky ceny elektřiny bude v příštím roce vyšší, když předpokládáme její zvýšení v souhrnu o 40 %. V případě regulované části ceny plynu pak očekáváme nárůst o 10 %. Zrušení vládní podpory v energetické oblasti tudíž povede k tomu, že pokles konečných cen energií pro domácnosti bude v příštím roce nižší, než jsme původně očekávali, a to hlavně v případě elektřiny. Ta by podle naší nové

prognózy měla domácnostem v příštím roce zlevnit v průměru o 4 %, zatímco zlevnění plynu by mělo být výraznější a čítat zhruba 20 %. Jedná se však stále o odhady spojené s vyšší mírou nejistoty, když cenová rozhodnutí pro rok 2024 Energetický regulační úřad zveřejní pravděpodobně v průběhu listopadu. Nárůst regulované části cen energií tak pravděpodobně částečně vykompenzuje zlevnění v rámci tržní části. Regulované ceny jako celek by ve výsledku měly v roce 2024 podle nás klesnout o 4,6 % oproti -10,8 %, které jsme očekávali v minulé prognóze.

Po letošních 10,8 % podle nás inflace v příštím roce vlivem levnějších energií výrazně klesne na 1,9 %, aby v roce 2025 vlivem obnovených poptávkových tlaků opět zrychlila na 2,4 % (%, y/y)



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

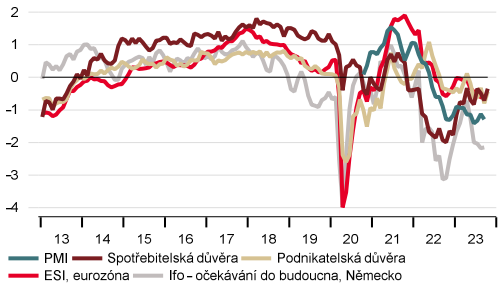
Námi předpokládané oživení spotřebitelské poptávky by mělo zbrzdit návrat jádrové inflace k dvouprocentnímu cíli centrální banky. Po letošních 7,6 % očekáváme snížení jádrové inflace na 2,9 % v roce 2024 a 2,4 % v roce 2025. Oproti červencové prognóze je však aktuální trajektorie nižší, a to kvůli zhoršení výhledu vývoje ekonomiky a mezd. Stále si však myslíme, že oživení poptávky podpořené vysokou úrovní nahromaděných úspor a napjatým trhem práce povede k jistému obnovení tlaků na růst jádrových cen. Vývoj spotřebitelské poptávky a s tím související vývoj jádrové inflace je však největší nejistotou této prognózy.

Box 1: Fundamenty domácí ekonomiky zůstávají odolné

Česká ekonomika se zatím příliš neoklepala z mělké recese ze závěru loňského roku. Velkou měrou se na jejím slabém výkonu podílí utlumená spotřeba domácností, kterou dosud kompenzovala kladná bilance čistého vývozu. V tomto boxu ukazujeme, že i přes současný nepříznivý vývoj jsou fundamenty domácností a podniků silné. Ty by tak měly tvořit solidní základ pro robustnější oživení tuzemské ekonomiky, které pro příští rok očekáváme.

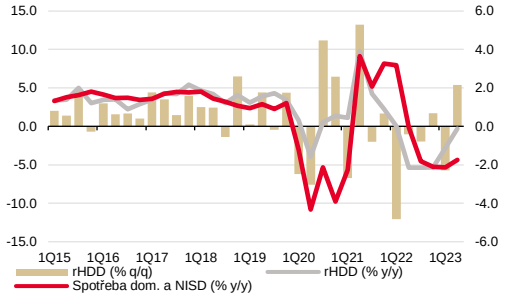
Nálada v ekonomice ve třetím letošním čtvrtletí zůstala skleslá. Zatímco spotřebitelská důvěra se i přes dílčí pokles v srpnu a září v průměru mezičtvrtletně nepatrně zlepšila, ta podnikatelská se naopak výrazně zhoršila. Ani v zahraničí nepanuje přílišný optimismus, zejména v Německu, které je pro domácí exportní sektor klíčové. Nižší zahraniční poptávka v kombinaci s domácí slabou spotřebitelskou poptávkou je špatnou zprávou pro tuzemský průmysl, který ve Q3 navíc čelil obnovení problémů v dodavatelských řetězcích. I přes panující pesimistickou náladu však věříme, že se v tuzemské ekonomice nachází robustní fundamenty, které by měly pomoci k oživení hospodářské aktivity. Koneckonců výrazně pesimisticky vyznívající indikátory sentimentu od loňského roku jak u nás, tak v eurozóně nakonec skutečně pozorovaný mírný pokles ekonomické aktivity významně přeceňovaly.

Indikátory sentimentu (standardizované skóre)



Zdroj: ČSÚ, EK, ifo Institute, S&P Global, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

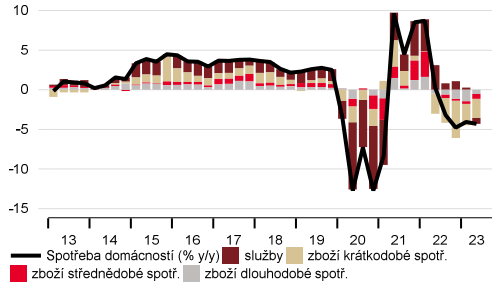
Spotřeba domácností a disponibilní důchod



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Disponibilní (reálný) důchod (rHDD) je deflován pomocí deflátoru spotřeby domácností. NISD = Neziskové instituce sloužící domácnostem.

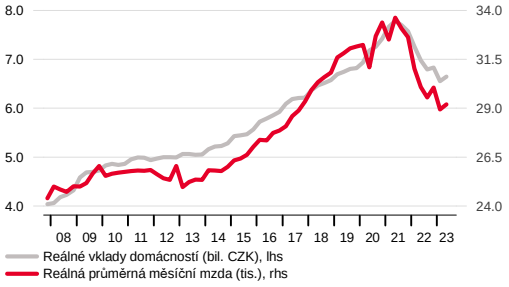
Domácnosti v souladu s poklesem reálných disponibilních příjmů výrazně omezily své výdaje. Inflace si však zároveň vybrala daň i na vysokém stavu úspor, které domácnosti naakumulovaly od dob pandemie. Kupní síla bankovních vkladů domácností na netermínovaných účtech v cenách roku 2015 letos v srpnu odpovídala úrovni ze začátku roku 2018.[1] To je ovšem částečně dáno i přesunem prostředků do výnosnějších nástrojů a nebankovních instrumentů. Kromě eroze kupní síly je však patrný také opatrnostní motiv domácností, které pokračovaly v rozsáhlé tvorbě úspor.

Spotřeba domácností dle trvanlivosti předmětu



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

Pokles kupní síly tuzemských spotřebitelů

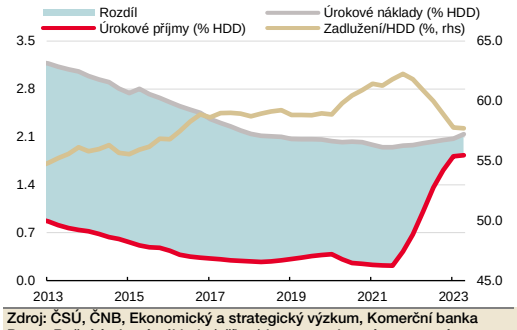


Zdroj: ČSÚ, ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Deflováno CPI (2015=100)

Prostředí vysokých úrokových sazeb domácnostem poskytuje i významné benefity v krátkodobém horizontu. A to díky splatnostnímu profilu bankovních depozit a úvěrů. Vzhledem k pozici domácností jako čistých věřitelů v bankovním sektoru (převis vkladů nad úvěry) a pozitivnímu efektu rychleji přeceňovaných depozit oproti déle fixovaným úvěrům, jsou domácnosti díky setrvání sazeb na vyšších úrovních zvýhodněny. Ve výsledku růst přijatých úroků výrazně kompenzuje rostoucí úrokovou zátěž. To lze vyvodit z průměrných úrokových sazeb a stavů depozit a úvěrů v bankovním sektoru anebo národních sektorových účtů. Na čistém úrokovém příjmu domácností se podepisuje i vyšší míra úspor a ochlazení úvěrové aktivity. Hypoteční a nemovitostní trh však již vykazují známky oživení, což je možný náznak zlepšující se spotřebitelské nálady, byť to průzkumy zatím neindikují. Při poklesu sazeb a oživení úvěrové aktivity budou zmíněné efekty pochopitelně působit v opačném směru.

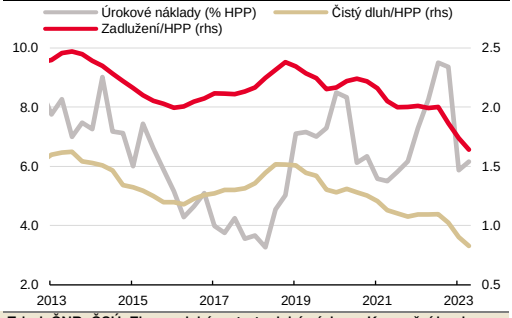
[1] Kupní síla celkových bankovních vkladů (včetně termínovaných depozit) odpovídá úrovni ze začátku roku 2019.

Úrokové náklady a příjmy domácností a NISD



Zdroj: ČSÚ, ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Roční úrokové náklady (příjmy) jsou aproximovány pomocí průměrných úrokových sazeb ze stavu bankovních úvěrů (vkladů) domácnostem a NISD.

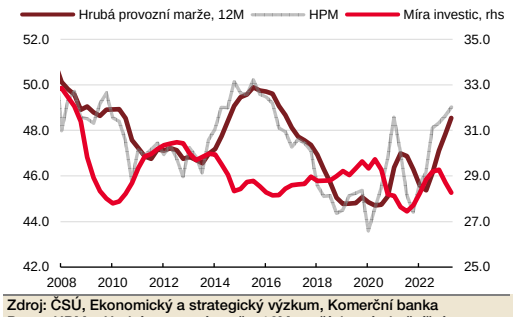
Úrokové náklady a zadlužení NFP



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

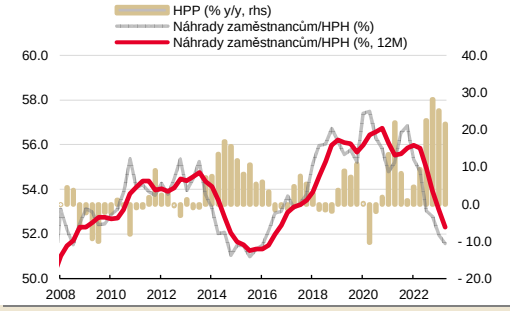
Pro domácnosti čistých dlužníků, například střední příjmové percentily s hypotečními úvěry, může být menší útěchou i přerozdělení bohatství vlivem inflace od věřitelů k dlužníkům.[2] Tento efekt však jen nepatrně kompenzuje přímý dopad inflace na pokles kupní síly, který mzdový růst zatím příliš nekompenzoval, ačkoli solidní finanční postavení podniků pro navyšování mezd nepochybně prostor ponechává. Podíl mzdových nákladů na hrubé přidané hodnotě (HPH) nefinančních podniků (NFP) letos pokračoval v poklesu pod 52 % až na úrovně odpovídající období 2015-2016. V celé ekonomice byl v Q2 podíl HDP připadající na faktor práce 50,5 %, přičemž od začátku roku 2021 se snížil o 2,3 pb. I přes vysoký nárůst cen vstupů podniky dokázaly vylepšit svou hrubou provozní marži (HPM), která v Q2 23 dosáhla 49 %. To spolu s klesajícím zadlužením a nižším tlakem na růst úrokové zátěže, která je navíc zmírněna převisem vysoko úročených vkladů nad úvěry[3], hovoří o dobrém finančním rozpoložení NFP. Zároveň však otevírá prostor k akceleraci růstu mezd, který by vedl k obnovení kupní síly domácností.

Solidní finanční postavení NFP (%)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: HPM = Hrubá provozní marže, 12M značí dvanáctiměsíční klouzavý průměr,

Klesající podíl náhrad zaměstnancům na HPH



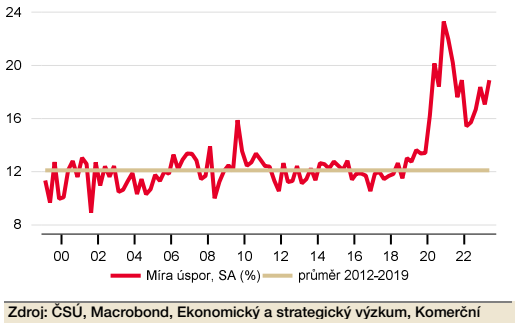
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Jedná se o HPH sektoru nefinančních podniků. HPP = hrubý provozní přebytek, HPH = hrubá přidaná hodnota.

Pozice domácností v mzdových vyjednávání je poměrně silná vzhledem k napětí na trhu práce a odolné finanční situaci podniků. To by mělo podpořit snahu zaměstnanců o částečnou kompenzaci propadu kupní síly a skrze růst mezd efektivně vést k přerozdělení produkce v ekonomice alespoň zčásti zpět k zaměstnancům a následně výraznějšímu oživení domácí poptávky.

[2] Detailněji zde: International Monetary Fund (IMF). 2023. Fiscal Monitor: On the Path to Policy Normalization. Washington, DC: IMF, April (https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2023/04/03/fiscal-monitor-april-2023)

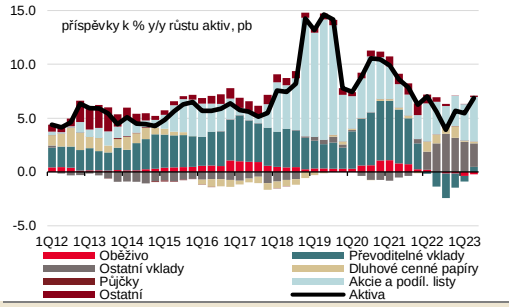
[3] Převis vkladů nad úvěry NFP je především dán velkým objemem vkladů veřejných NFP, byť i rámci soukromého sektoru poměr úvěrů a vkladů NFP výrazně klesl.

Míra úspor (%)



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

Finanční aktiva domácností a NISD (% y/y, pb)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Fundamenty podle nás hovoří pro robustnější oživení ekonomiky v příštím roce. Spotřebu by mělo pohánět zvyšování reálných disponibilních příjmů domácností podpořených růstem mezd či výnosy z úspor spolu s jejich vysokým stavem. Rozpouštění nahromaděných úspor, které navíc tvořily zejména vyšší příjmové percentily s menším mezním sklonem ke spotřebě, by však mělo být jen pozvolné i vzhledem k jejich nižší likvidní struktuře. Robustní rozvahy domácností a podniků i s ohledem na klesající (čisté) dluhové zatížení poskytují solidní základ pro ekonomický růst v příštím roce, kdy pokles úrokových sazeb zároveň již nabídne výraznější impuls i pro úvěrový trh. Přetrvávající skleslá nálada v ekonomice se tak může jevit krátkodobě jako problematická, ale silné fundamenty hovoří v opačném směru.

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

Měnová politika



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

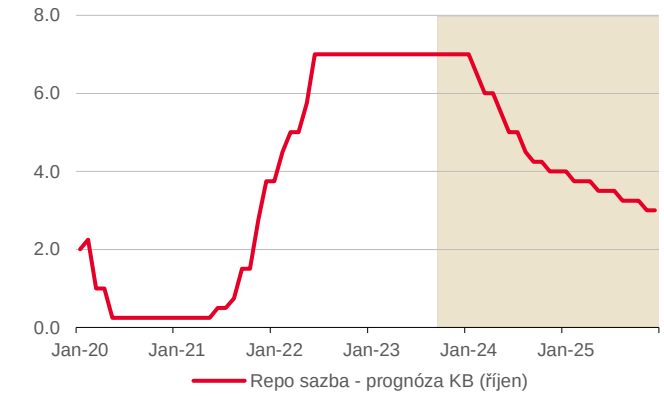
ČNB sníží úrokové sazby až v příštím roce

Česká národní banka podle nás ponechá úrokové sazby beze změny až do konce letošního roku. Vývoj ekonomiky a inflace již tlačí na uvolnění měnových podmínek, které ale částečně doručilo nedávné oslabení kurzu koruny. Další vývoj inflace zůstává spojen s riziky. Dosud obezřetná bankovní rada tak podle nás s prvním snížením úrokových sazeb počká až na únorové zasedání. Ve hře je i posunutí termínu jeho konání až po zveřejnění lednové inflace, aby centrální bankéři pro snížení úrokových sazeb získali potřebnou jistotu. Snížení sazeb ještě do konce letošního roku zůstává významným rizikem naší prognózy, na což může ukázat těsný výsledek hlasování bankovní rady v listopadu či prosinci. V příštím roce by již úroky měly jít rychle dolů, když na jeho konci očekáváme repo sazbu ve výši 4 %. Politicky neutrální úrovně 3 % by však podle nás měla dosáhnout až na konci roku 2025.

Česká koruna byla v Q3 23 oproti prognóze ČNB slabší o 1,3 % a přispěla k uvolnění měnových podmínek, přestože úrokové sazby zůstaly beze změny.

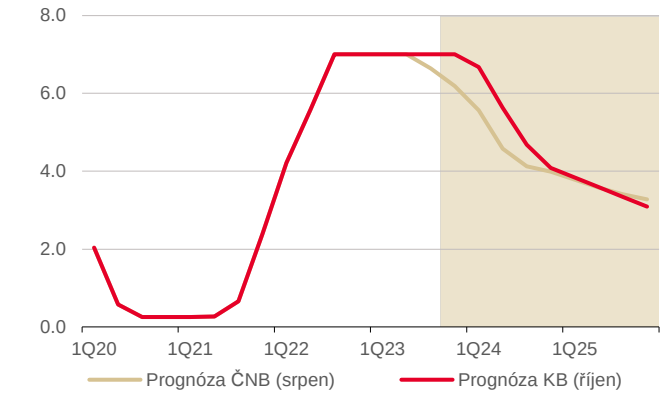
Slabá poptávka a ekonomika jako celek, stejně tak i aktuálně utlumené momentum jádrové inflace hovoří ve prospěch bezprostředního snížení úrokových sazeb; k uvolnění měnových podmínek však pomohlo oslabení české koruny. Prognóza ČNB ze srpna radila do konce roku snížit úroky o zhruba 75 bb s tím, že s jejich snižováním měla bankovní rada začít již v letošním třetím čtvrtletí. Data od té doby zveřejněná lze v kontextu prognózy ČNB hodnotit jako spíše mírně protiinflační. Meziroční pokles spotřeby domácností byl sice v Q2 23 mírnější, ta ale i tak v podstatě pouze mezičtvrtletně stagnovala. Výrazně za prognózou ČNB naopak zaostal růst nominálních mezd, který ČNB čekala ve výši 8,6 % y/y oproti skutečně dosaženým +7,7 % v Q2 23. Jen nepatrně nižší pak byla v Q3 23 celková inflace i její jádrová složka. Úrokové sazby sice zůstaly nakonec v Q3 23 beze změny, uvolnění měnových podmínek ale doručil výrazně slabší kurz české koruny. Ten prognóza ČNB v Q3 23 předpokládala v průměrné výši 23,8 CZK/EUR po 23,6 CZK/EUR v Q2 23, nakonec však došlo k významnějšímu oslabení na průměrných 24,1 CZK/EUR. Koruna tak byla oproti prognóze ČNB slabší o 1,3 %. Trend oslabující koruny navíc stále pokračuje.

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



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

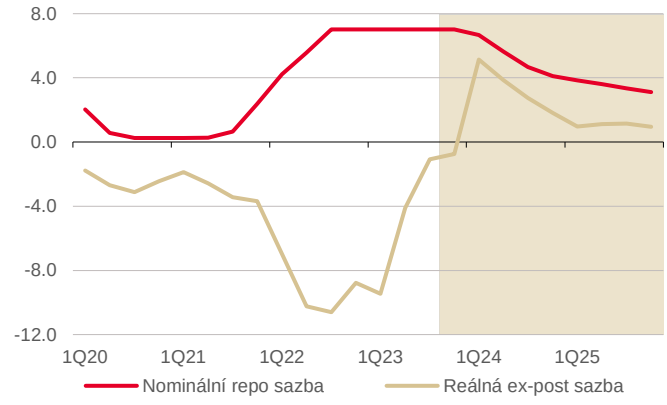


Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ačkoliv Česká národní banka začíná připouštět blížící se snižování úrokových sazeb, my si nadále myslíme, že s tím počká až na začátek příštího roku. Ve srovnání s červencovou prognózou tak naše trajektorie tuzemských měnověpolitických sazeb zůstává beze změny. Následující zasedání se koná 2. listopadu, tedy ještě před zveřejněním říjnové inflace. Od té se čeká, že ukáže na významné zrychlení meziročního růstu spotřebitelských cen. Otázkou je, jak moc silné. Bankovní rada dosud ve své komunikaci kladla velký důraz na meziroční inflaci

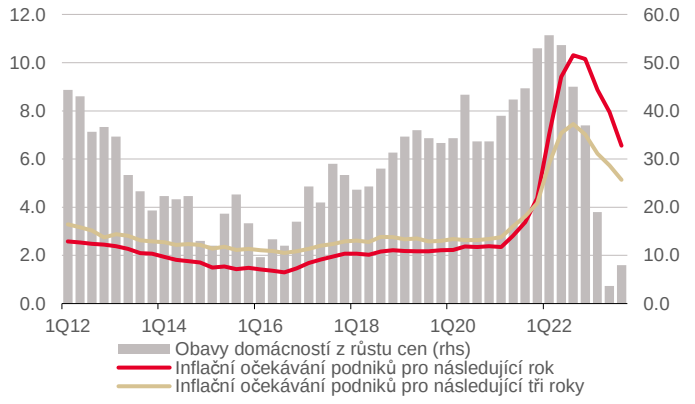
a začátek snižování sazeb podmiňovala jejím jasným směřováním ke dvouprocentnímu cíli. Zrychlení inflace oznámené krátce po možném listopadovém snížení úrokových sazeb by tak pro bankovní radu mohlo být problematické z pohledu komunikace tohoto rozhodnutí široké veřejnosti. Vysoký meziroční růst spotřebitelských cen převyšující poslední údaj za září navíc pravděpodobně přetrvá až do konce roku a tento argument tak zůstává v platnosti i pro prosincové zasedání. To se navíc koná těsně před vánočními svátky, konkrétně 21. prosince. Tedy zároveň v době, kdy již finanční trhy vykazují nižší míru likvidity. První snížení úrokových sazeb v prosinci, které by bylo také signálem o začátku cyklu uvolňování měnové politiky, by mohlo vyvolat výraznější reakci na straně české koruny. Stále si tedy myslíme, že bankovní rada s prvním snížením úrokových sazeb počká až na únor. Se začátkem příštího roku je spojena jedna velká nejistota, a to míra s jakou dojde k tradičnímu lednovému přecenění. Bankovní rada tuto nejistotu dlouhodobě komunikuje. Ve vztahu k tomu zmiňme ještě jednu skutečnost. ČNB dosud nezveřejnila plán měnověpolitických zasedání na příští rok. K tomu běžně dochází až koncem roku. Lednová inflace bývá tradičně zveřejňována krátce po únorovém zasedání. Podle našeho názoru ale centrální bance nic nebrání v tom, aby únorové zasedání posunula až za termín zveřejnění lednové inflace. Výrazný pokles meziroční inflace v lednu, který v naší prognóze očekáváme, by opatrné bankovní radě měl dodat potřebnou jistotu pro první snížení úrokových sazeb.

Reálné ex-post sazby se v příštím roce dostanou do kladného teritoria a v první polovině roku budou silně restriktivní (%)



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

Obavy domácností z růstu cen se již výrazně snížily, inflační očekávání podniků však zůstávají stále vysoko (%)



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

Repo sazba podle naší prognózy zůstane na současných 7 % až do konce letošního roku, na konci roku příštího klesne na 4 % a politicky neutrální hladiny 3 % dosáhne až ke konci roku 2025.

Stabilita repo sazby na současných 7 % až do konce roku bude podle nás znamenat, že v roce 2024 dojde k jejímu rychlému poklesu, i tak ale měnová politika zůstane restriktivní. První snížení úrokových sazeb v únoru očekáváme ve výši 50 bb. Ve stejném rozsahu pak budou podle naší prognózy sazby sníženy na každém následujícím zasedání, konče tím srpnovým. Bankovní rada říká, že bude preferovat postupné snižování sazeb, a tak si myslíme, že snížení o více než 50 bb na jednom zasedání je méně pravděpodobné. Naopak slabá ekonomika a pozdější reakce měnové politiky budou pravděpodobně vyžadovat, aby bankovní rada postupovala rychleji než o standardních 25 bb. Kolem poloviny příštího roku by mělo dojít k narovnání nesouladu mezi přísnou měnovou politikou a stále relativně slabou ekonomikou. Pro zářijové a listopadové zasedání tak očekáváme již snížení sazeb o standardních 25 bb a v prosinci by měly sazby zůstat beze změny. Na konci příštího roku by tak repo sazba měla podle naší prognózy činit 4 %. V roce 2025 pak očekáváme snížení sazeb o 25 bb pouze na každém tzv. velkém zasedání, tedy takovém, kde bankovní rada bude mít k dispozici novou prognózu ČNB. Teprve na konci roku 2025 by se tudíž repo sazba měla dostat na politicky neutrální úroveň 3 %. Pouze pozvolný pokles úrokových sazeb směrem k politicky neutrální úrovni by byl konzistentní s námi očekávaným oživením poptávky.

Nejistota kolem dalšího vývoje úrokových sazeb ČNB zůstává vysoká, rizika naší prognózy hodnotíme jako vychýlená ve směru jejich dřívějšího poklesu. Z nedávných vyjádření centrálních bankéřů je zjevná ochota o snižování úrokových sazeb do konce letošního roku alespoň uvažovat. Je tak možné, že listopadové či prosincové hlasování dopadne těsným výsledkem, možná tím vůbec nejtěsnějším. Většinovou podporu podle našeho základního scénáře však snížení úrokových sazeb získá právě až v únoru.

Fiskální politika



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

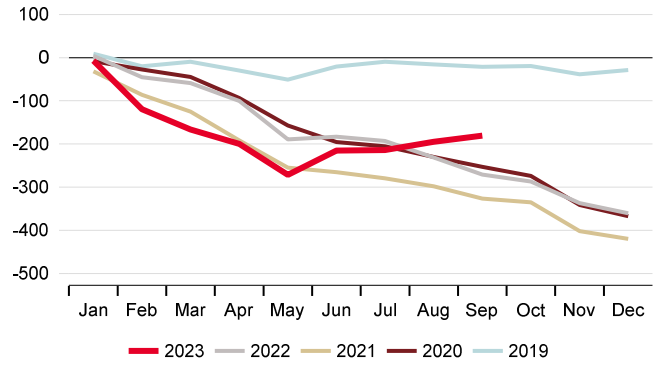
Na udržitelnější cestě

Dosavadní plnění letošního státního rozpočtu naznačuje, že schválený deficit ve výši 295 mld. CZK by nakonec mohl být splněn. Konsolidační balíček v kombinaci s odezněním některých mimořádných podpůrných opatření a oživením domácí ekonomiky sníží podle našeho odhadu v následujících letech schodek veřejných financí viditelně pod 3 % HDP. Strukturální deficit však zůstává poblíž 2 % HDP. Celkový veřejný dluh sice dále poroste, v poměru k nominálnímu hrubému domácímu produktu ale jen pozvolně.

Letošní plán hospodaření státu se pravděpodobně nakonec podaří splnit

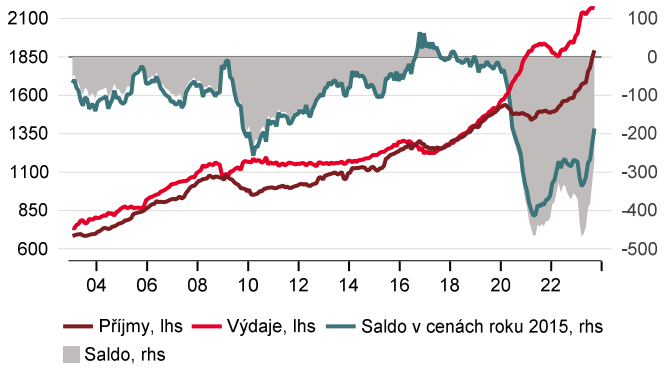
Stát do konce září hospodařil s deficitem ve výši 180,7 mld. CZK. Meziměsíčně se deficit státního rozpočtu již počtvrté v řadě zmírnil. Výraznou měrou se na tom v září podílela první záloha na tzv. windfall tax (WFT). V předchozích měsících zase hospodaření státu zlepšovaly příjmy z EU, dividenda z ČEZu nebo příjmy z DPPO. V meziročním srovnání byl zářijový deficit v kumulaci od začátku roku menší o 90,2 mld. CZK.

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



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

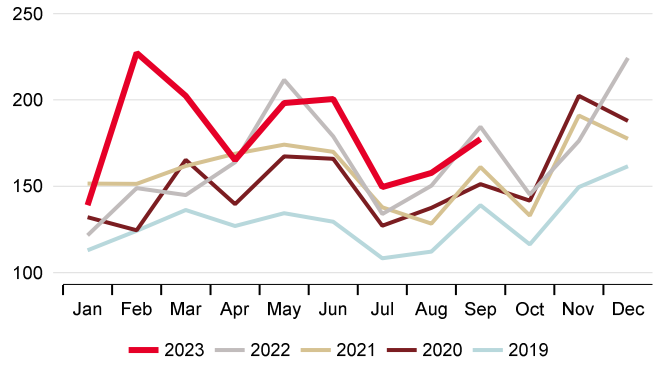
Příjmy a výdaje státního rozpočtu (mld. CZK, 12M kumulace)



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

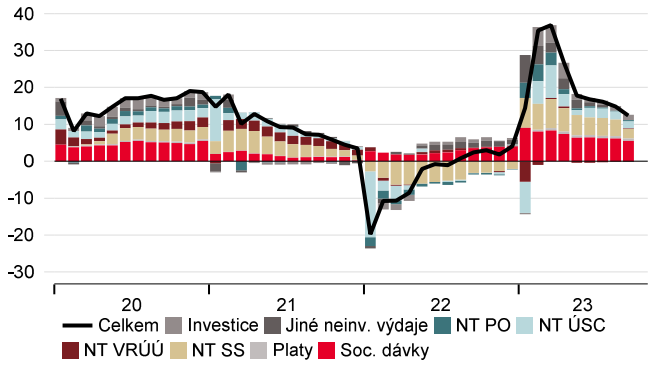
Výdaje meziročně oproti loňsku vzrostly do konce září o 178,6 mld. CZK (12,4 %). Na tom se podepsaly zejména nárůst sociálních výdajů, pomoc domácnostem a firmám v souvislosti s vysokými cenami energií, vyšší investice, transfery územním rozpočtům v oblasti školství a dražší obsluha státního dluhu.

Výdaje státního rozpočtu (mld. CZK, nekumulovaně)



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

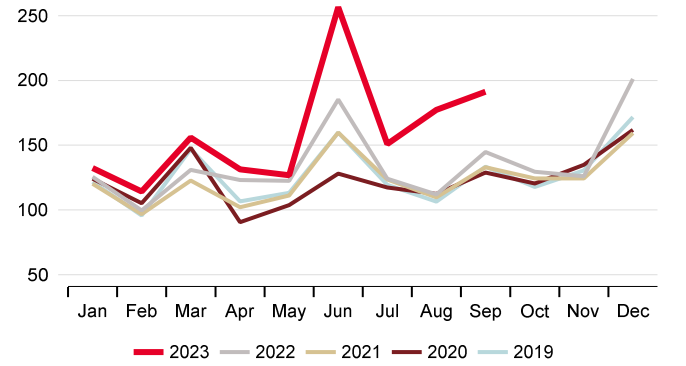
Výdaje st. rozpočtu (%, pb, y/y, kumulace od začátku roku)



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

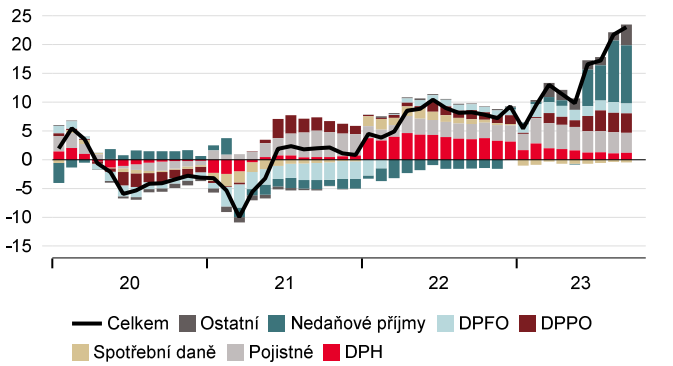
Meziroční růst příjmové strany táhnou prostředky z EU, pojistné, DPPO, ale i další mimořádné příjmy. Celkové příjmy byly v září od začátku roku meziročně vyšší o 268,8 mld. CZK a relativně o 23,0 %. K nárůstu příjmů nejvíce přispěly prostředky z EU (59,1 mld. CZK), pojistné (40,9 mld. CZK), DPPO (39,1 mld. CZK), WFT (25,6 mld. CZK), DPFO (20,1 mld. CZK) a odvod z nadměrných příjmů výrobců elektřiny (16,7 mld. CZK). Inkaso DPH (meziročně vyšší pouze o 5,5 %) z našeho pohledu indikuje, že reálná spotřeba domácností zůstala relativně utlumená, což patrně souvisí s předchozím propadem reálných mezd a přetrvávající vysokou mírou úspor. Na druhou stranu nárůst inkasa DPPO (bez WFT) meziročně o 32,5 % potvrzuje solidní ziskovost firem.

Příjmy státního rozpočtu (mld. CZK, nekumulovaně)



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

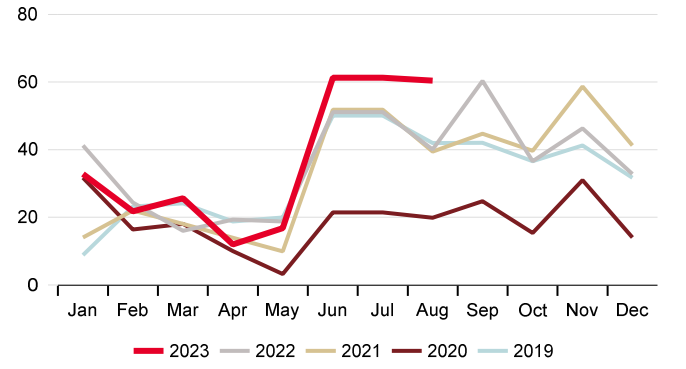
Příjmy státního rozpočtu (%, pb, y/y, kumulace od začátku roku)



Zdroj: MFČR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Mezi nedaňové příjmy patří např. příjmy z EU

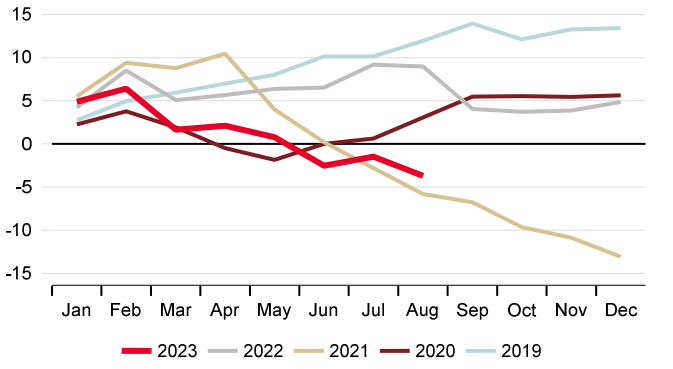
Rozpočty územních samospráv do konce srpna hospodařily s přebytkem 60,4 mld. CZK. Meziročně vyšší příjmy (o 75,8 mld. CZK, 15,7 %) překonaly nárůst výdajů (o 55,4 mld. CZK, 12,5 %), což vyústilo v meziroční zvýšení kladného salda hospodaření o 20,4 mld. CZK. Nadále pokračuje kumulace prostředků územních samosprávných celků na bankovních účtech. Ke konci června měly podle dat Ministerstva financí obce a kraje na účtech celkem 474,3 mld. CZK, zatímco jejich dluh činil 93,8 mld CZK.

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

Očekáváme, že plánovaný schodek státního rozpočtu pro letošní rok ve výši 295 mld. CZK by mohl být splněn. Přestože v závěrečném čtvrtletí deficit vlivem sezónnosti výdajů a předchozí realizací většiny mimořádných příjmů pravděpodobně vzroste, splnění schváleného cíle se již se znalostí dat za první tři čtvrtletí letošního roku nejeví jako nereálné.

Ministerstvo financí navíc opakovaně ujišťuje o dodatečných úsporách ve výši 15-20 mld. CZK do konce roku.

V příštím roce deficit státního rozpočtu poklesne na 250 mld. CZK

Ke zmírnění deficitu státního rozpočtu přispěje schválený konsolidační balíček. Svou roli však sehraje i očekávané oživení domácí ekonomiky a zrušení zastropování cen energií (včetně plánovaného ukončení státní podpory přenosové soustavy a distribuční sítě). Zmíněné faktory bude v příštím roce dle vládou schváleného rozpočtu částečně kompenzovat nárůst výdajů na obranu (2 % HDP), školství (platy učitelů), obsluhu státního dluhu nebo platby za státní pojištěnce do systému veřejného zdravotního pojištění.

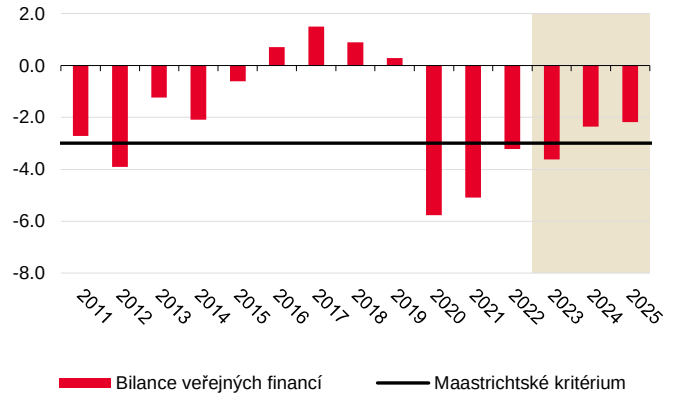
Mírné snižování schodku státního rozpočtu očekáváme v souladu se střednědobým výhledem Ministerstva financí i v dalších letech. V roce 2025 by tak deficit měl dosáhnout 235 mld. CZK a v roce 2026 potom 220 mld. CZK.

Dynamika veřejných financí

	2021	2022	2023f	2024f	2025f	2026f
Bilance veřejných financí (% HDP)	-5,1	-3,2	-3,6	-2,4	-2,2	-2,0
Fiskální úsilí (pb HDP)	-0,8	1,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Veřejný dluh (mld. CZK)	2 566,7	2 997,6	3 292,1	3 542,1	3 777,1	3 997,1
Veřejný dluh (% HDP)	42,0	44,2	44,7	45,7	46,5	47,0

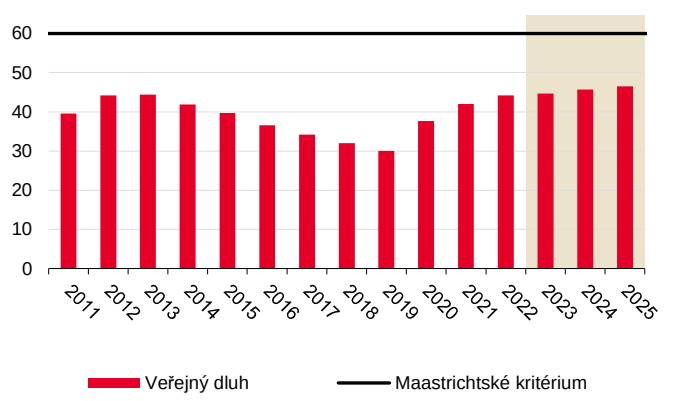
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn. Fiskální úsilí je měřeno jako meziroční změna salda operace sektoru vládních institucí očištěného o ekonomický cyklus a jednorázové operace v poměru k HDP v pb.

Bilance veřejných financí (% nominálního HDP)



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

Veřejný dluh (% nominálního HDP)



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

Letošní hospodaření veřejných financí podle nás skončí v poměru k HDP s mírně hlubším deficitem oproti loňsku (3,6 % HDP po 3,2 % HDP). Konsolidační balíček přispěje k viditelnému snížení schodku v letech 2024 a 2025.

Schodek veřejných financí bude v roce 2024 po čtyřech letech pod 3 % HDP

Celkový deficit veřejných financí by měl letos pravděpodobně dosáhnout 3,6 % HDP. Zmírnění schodku oproti naší původní prognóze (3,8 % HDP) odráží hlavně námi očekávané splnění letošního plánovaného deficitu státního rozpočtu (295 mld. CZK). Ve srovnání s loňským rokem se bude podle nás jednat o mírné zhoršení, a to hlavně z důvodu revize schodku v loňském roce z původních 3,6 % HDP na 3,2 % HDP v důsledku vyššího inkasa DPPO. To je v akruálním vyjádření započítáno do roku 2022, přestože v hotovostních statistikách plnění státního rozpočtu se projevuje až v letošním roce. V příštím roce by podle našeho odhadu měl být deficit veřejných financí jako celku oproti státnímu rozpočtu znovu nižší. Tradičně přebytkové hospodaření municipalit však bude částečně vyvažováno schodkovým hospodařením Státního fondu dopravní infrastruktury. **V poměru k HDP by se deficit měl poprvé od roku 2019 vrátit pod 3 % HDP, konkrétně na 2,4 % HDP.** Dluh veřejného sektoru v poměru k HDP v období 2023-2026 poroste podle našeho odhadu v průměru o 0,7 pb ročně, aby v roce 2026 dosáhl 47 % HDP.

Strukturální nerovnováha veřejných financí přetrvává. Přestože je konsolidační balíček vítaným příspěvkem ke zmírnění nesouladu mezi příjmy a výdaji veřejných financí, jedná se z našeho pohledu pouze o první nutný krok k nápravě. Toto úsilí je totiž do značné míry kompenzováno novými výdaji ve velikostně nejvýznamnějších kapitolách, které navíc budou automaticky valorizovány (důchody, školství, obrana, zdravotnictví). Strukturální deficit tak ve výsledku stále zůstává okolo 2 % HDP (podle našeho odhadu v příštím roce poklesne z letošních 2,3 % HDP na 2,2 % HDP). Střednědobá nerovnováha daná nepříznivým demografickým vývojem, který se začne výrazně projevovat již od 30. let, si také vyžádá změnu parametrů důchodového systému (např. svázání věku odchodu do důchodu s očekávanou dobou dožití i po roce 2030).

Tabulka prognózy

	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	2022	2023	2024	2025	2026	2027
HDP a jeho struktura														
HDP (reálně, y/y, %)	-0,4	-0,6	-0,5	0,1	0,6	1,3	2,0	2,5	2,4	-0,3	1,6	2,5	2,5	2,7
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	-5,4	-4,5	-2,5	-0,4	2,3	3,8	4,6	4,1	-0,8	-3,2	3,7	2,4	1,9	2,0
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	3,2	3,2	2,7	1,5	1,0	0,1	-0,6	-0,2	0,6	2,7	0,1	1,3	1,9	2,0
Fixní investice (reálně, y/y, %)	-0,8	2,5	3,7	5,8	7,6	5,4	5,9	5,8	3,0	2,8	6,1	4,3	2,8	3,1
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	3,0	3,1	2,3	2,2	0,7	0,0	-0,4	-0,1	0,9	2,7	0,0	0,4	0,5	0,7
Zásoby (příspěvek do y/y)	-1,0	-2,6	-2,9	-3,4	-3,2	-1,8	-1,1	-0,9	0,9	-2,5	-1,8	-0,4	-0,2	-0,3
Měsíční data z reálné ekonomiky														
Zahraniční obchod (mld. CZK)	38,7	37,5	4,3	19,7	52,8	25,6	2,1	32,2	-204,8	100,3	112,7	131,7	184,6	256,7
Vývozy (nominálně, y/y, %)	10,1	0,4	-6,5	0,5	0,6	2,0	11,6	7,7	13,6	1,0	5,3	8,5	6,4	6,8
Dovozy (nominálně, y/y, %)	5,1	-8,9	-12,1	-5,7	-0,6	3,1	11,9	6,7	18,5	-5,7	5,1	8,3	5,5	5,7
Průmyslová výroba (reálně, WDA, y/y, %)	1,0	0,8	-2,6	-0,2	1,7	2,1	5,0	5,6	2,8	-0,2	3,6	5,6	3,9	3,8
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	-0,6	-4,1	-0,5	-1,2	-2,5	3,9	7,4	9,6	3,6	-1,6	4,6	6,1	3,5	3,8
Maloobchod (reálně, WDA, y/y, %)	-7,4	-6,1	-3,3	-1,0	1,8	4,6	5,1	4,5	-3,1	-4,4	4,0	2,3	2,0	2,0
Trh práce														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	8,7	7,7	7,5	7,0	7,3	7,9	7,7	7,4	5,3	7,7	7,6	5,7	4,6	4,2
Mzdy (reálně, y/y, %)	-6,5	-3,0	-0,6	0,0	5,2	5,6	5,7	5,1	-8,4	-2,5	5,4	3,2	2,4	2,2
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	3,8	3,5	3,6	3,7	4,1	3,7	3,7	3,6	3,4	3,7	3,8	3,7	3,6	3,7
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,6	2,6	2,5	2,8	2,7	2,8	2,6	2,7	2,3	2,6	2,7	2,6	2,6	2,6
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	0,8	1,1	0,9	0,3	0,6	0,2	0,7	0,8	-0,5	0,8	0,6	0,5	0,2	0,2
Spotřebitelské a výrobní ceny														
Inflace (y/y, %)	16,5	11,1	8,1	7,7	1,5	1,8	1,9	2,3	15,1	10,8	1,9	2,4	2,1	2,0
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,0	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2
Jádrová inflace (y/y, %) (*)	11,9	8,7	5,9	3,9	2,9	2,7	3,0	3,1	13,2	7,6	2,9	2,4	2,1	2,0
Ceny potravin (y/y, %) (*)	18,2	11,8	7,3	3,1	1,2	2,2	2,7	3,2	12,8	10,1	2,4	2,4	2,1	1,8
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*)	-5,0	-21,8	-15,5	-2,4	11,9	17,9	11,3	5,1	34,1	-11,1	11,6	0,4	-3,1	-4,1
Regulované ceny (y/y, %)	32,8	25,2	19,9	31,8	-4,9	-5,4	-5,2	-2,7	20,9	27,4	-4,6	1,5	2,0	2,0
Ceny v průmyslu (y/y, %)	15,0	3,9	1,3	1,7	0,9	4,2	4,5	3,7	24,3	5,5	3,3	2,2	0,9	0,3
Finanční proměnné														
2W Repo (%, průměr)	7,0	7,0	7,0	7,0	6,7	5,6	4,7	4,1	6,0	7,0	5,3	3,5	3,0	3,0
3M PRIBOR (%, průměr)	7,2	7,2	7,1	7,1	6,9	5,9	4,9	4,3	6,3	7,1	5,5	3,7	3,3	3,3
CZK/EUR (průměr)	23,8	23,6	24,1	24,6	24,8	24,8	24,8	24,7	24,6	24,0	24,7	24,3	24,0	23,8
Vnější prostředí														
HDP v EMU (reálně, y/y, %)	1,2	0,5	0,5	0,8	0,9	0,9	0,8	0,8	3,4	0,7	0,9	1,3	1,5	1,5
HDP v Německu (reálně, y/y, %)	-0,3	-0,1	-0,3	0,2	0,3	0,5	0,6	0,9	1,9	-0,1	0,6	1,3	1,3	1,3
CPI v EMU (y/y, %)	8,0	6,1	5,0	3,2	3,3	3,4	3,0	2,9	8,4	5,6	3,1	2,2	2,1	1,9
Ropa Brent (USD/brl, průměr)	84,2	77,3	82,4	90,0	95,0	95,0	100,0	100,0	101,0	83,5	97,5	106,3	92,5	77,6
USD/EUR (čtvrtletí eop, roky průměr)	1,07	1,09	1,09	1,08	1,10	1,12	1,15	1,17	1,05	1,08	1,14	1,21	1,25	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

Opatrný sestup korunových úroků

Inverze křivky tržních úrokových sazeb se v uplynulém čtvrtletí výrazně zmírnila. Krátké splatnosti stále zaceňují brzké zahájení snižování tuzemských měnovědpolitických sazeb, zatímco nárůst delších splatností byl tažen zejména vývojem na globálních trzích. Odhadujeme, že pokles krátkého konce křivky se dočasně zastaví v důsledku pozdějšího než trhem očekávaného zahájení uvolňování domácí měnové politiky a obnoví se spíše až na přelomu roku. Pokles sazeb s delší splatností by měl být částečně brzděn vysokými úroky v zahraničí. Rovněž výnosy státních dluhopisů by v příštím roce měly postupně klesat, a to i za přispění meziročního snížení jejich hrubé emise.

Trh českých sazeb IRS: dlouhé sazby ve vleku zahraničí

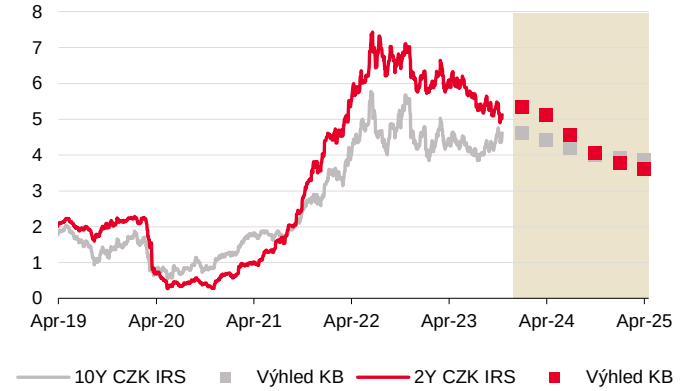
Trendový pokles domácích tržních úrokových sazeb by měl v příštím roce pokračovat. Inverzní tvar si korunová křivka zřejmě udrží i po celý příští rok.

Křivka korunových sazeb od začátku třetího čtvrtletí výrazně zmírnila svou inverzi. Pokles u kratších splatností patrně souvisel se sázkami trhu na brzký počátek uvolňování domácí měnové politiky. Delší sazby jsou naopak dominantně ve vleku globálního nárůstu tržních úrokových sazeb v návaznosti na překvapivě příznivá data z ekonomiky Spojených států (více v kapitole *Vnější prostředí*) a taktéž obavy o zdraví tamních veřejných financí, které přiživilo i srpnové snížení ratingu USA agenturou Fitch. Nově zveřejněná domácí data potvrzující odeznívání inflačních tlaků a pokračující stagnaci ekonomiky by totiž měla tlačit spíše na snížení delších korunových výnosů.

Pokles domácích měnovědpolitických sazeb bude podle nás o něco pomalejší, než trhy očekávají. Podle tržních kontraktů se do konce roku repo sazba ČNB sníží v úhrnu o 50-75 bb. To je z našeho pohledu příliš agresivní. Počítáme spíše s opatrnějším přístupem ČNB, který by měl být konzistentní se stabilitou měnovědpolitických sazeb do konce letošního roku. Jejich následný pokles od začátku příštího roku zůstal ve srovnání s naší červencovou prognózou nezměněn. Oproti trhu nadále očekáváme zejména v první polovině příštího roku o něco vyšší měnovědpolitické sazby, než je aktuálně zaceněno.

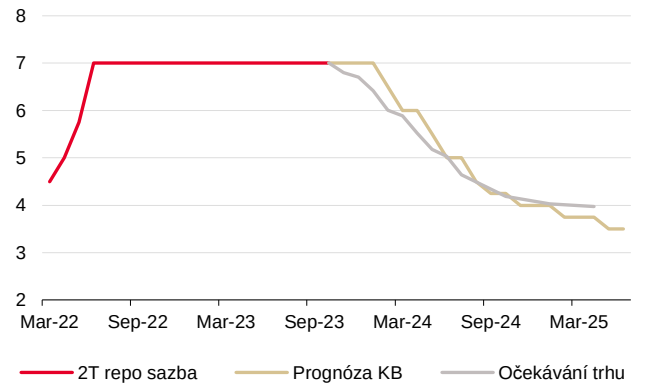
Tržní úrokové sazby s kratší splatností by se měly do konce roku zhruba stabilizovat. Oproti trhu se domníváme, že sestup výnosů bude pozvolnější a započne spíše až na přelomu roku. U delších korunových sazeb vidíme omezenější prostor pro jejich výraznější pokles, když by se měly zhruba kompenzovat efekty odeznívající vysoké inflace a mírné recese americké ekonomiky v průběhu Q2–Q3 24 na straně jedné a oživení domácí ekonomické aktivity v kombinaci s vysokými eurovými tržními sazbami na straně druhé.

Prognóza IRS (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj repo sazby ČNB k 23. 10. 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)

	Q4 23f	Q1 24f	Q2 24f	Q3 24f
2Y	5,35	5,10	4,55	4,05
5Y	4,75	4,50	4,15	3,90
10Y	4,60	4,40	4,20	4,00

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Eurový trh stále nabízí nižší úroky

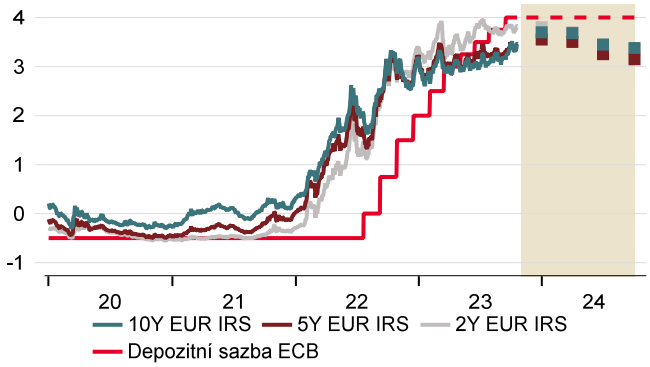
S globálním nárůstem delších tržních úroků se podmínky zafixování přestaly zlepšovat. Na forwardovém trhu sice panují oproti spotovým IRS nižší sazby, ovšem na delších splatnostech se jejich výhodnost z našeho pohledu již vyčerpala. S poklesem inflace a mělkou recesí v USA v příštím roce totiž očekáváme výraznější pokles sazeb s dlouhou splatností, než je dosažitelné na forwardovém trhu. **Viditelně nižší úrokové sazby ve srovnání s korunovými nadále panují v eurozóně.** Depozitní sazba ECB je podle našeho odhadu již na svém vrcholu, kde by měla vydržet po delší dobu a prostor pro nárůst eurových swapů se pravděpodobně rovněž brzy vyčerpá.

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

Forward \ Maturita	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y
Spot	6.05	5.21	4.85	4.63	4.67
3M	5.51	4.87	4.63	4.53	4.62
6M	4.91	4.52	4.40	4.40	4.54
9M	3.94	4.02	4.08	4.21	4.45
1Y	4.17	4.13	4.18	4.29	4.49
2Y	4.10	4.18	4.25	4.39	4.57
3Y	4.27	4.33	4.40	4.51	4.67

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, k 23. 10. 2023

Úrokové sazby v eurozóně (%)



Zdroj: Bloomberg, SG Cross Asset Research/Economics

Nabídka CZGB se příští rok sníží

Pravděpodobné splnění plánovaného schodku v letošním roce nechává Ministerstvo financí v komfortní pozici. Předpokládáme, že státní rozpočet bude letos směřovat k plánovanému deficitu ve výši 295 mld. CZK, jak píšeme v kapitole *Fiskální politika*. Od začátku letošního roku Ministerstvo financí (MF) potřebu financování pokrývalo nejen primárními aukcemi domácích státních dluhopisů, ale i aktivitou na sekundárním trhu. Do 20. října byly letos v aukcích prodány dluhopisy za 357,2 mld. CZK, zároveň MF uskutečnilo operace na sekundárním trhu (v podobě výměn a přímých prodejů) ve výši 72,6 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 Q4 23 snížilo MF indikativní objem nabízených korunových dluhopisů až na 70,0 mld. CZK, přičemž v říjnu emitovalo dluhopisy za 27,3 mld. CZK. **Celkově očekáváme, že potřeba financování v letošním roce dosáhne 645,8 mld. CZK (8,8 % HDP) oproti loňským 635,6 mld. CZK (9,4 % HDP).**

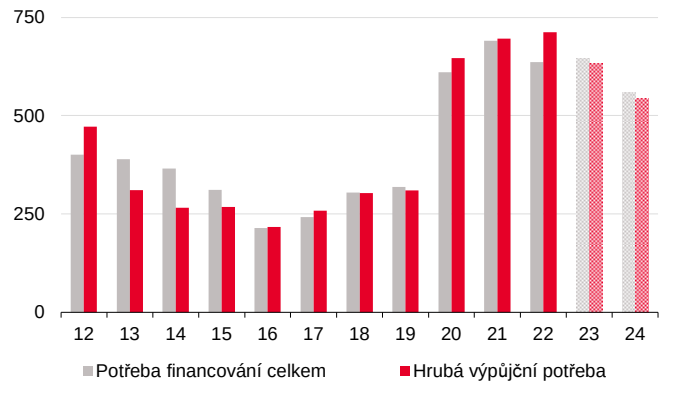
Potřeba a zdroje financování (v mld. CZK)

	2023		2024	
	MinFin	KB	MinFin	KB
Saldo státního rozpočtu	295,0	295,0	235,0	250,0
Převod a další operace finančních aktiv státu	1,4	1,4	2,4	2,4
Splátky státních dluhopisů v domácí měně	200,2	200,2	156,7	148,8
Splátky státních dluhopisů v cizí měně	0,0	0,0	24,5	24,8
Splátky a předčasné splátky spořících dluhopisů	1,0	1,0	0,0	10,0
Splátky instrument peněžního trhu	145,2	145,2	0,0	122,3
Splátky pokladničních poukázek		0,0		22,3
Splátky ostatních nástrojů peněžního trhu		145,2		100,0
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	3,0	3,1	0,6	0,6
Potřeba financování celkem	**645,7**	**645,8**	**419,2**	**558,9**
Nástroje peněžního trhu		122,3		80,0
Pokladniční poukázky		22,3		20,0
Ostatní nástroje peněžního trhu		100,0		60,0
Hrubá emise CZGB v domácí měně	Min. 400-500	474,5		415,3
Hrubá emise CZGB v cizí měně/eurobondů		0,0		24,8
Hrubá emise spořících dluhopisů		10,0		5,8
Přijaté zápůjčky a úvěry (vč. EUR)		24,0		18,0
Operace finančních aktiv a řízení likvidity		15,0		15,0
Zdroje financování celkem		**645,8**		**558,9**
Hrubá výpůjční potřeba		**630,8**		**543,9**
Čistá emise CZGB		**274,3**		**266,5**

Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

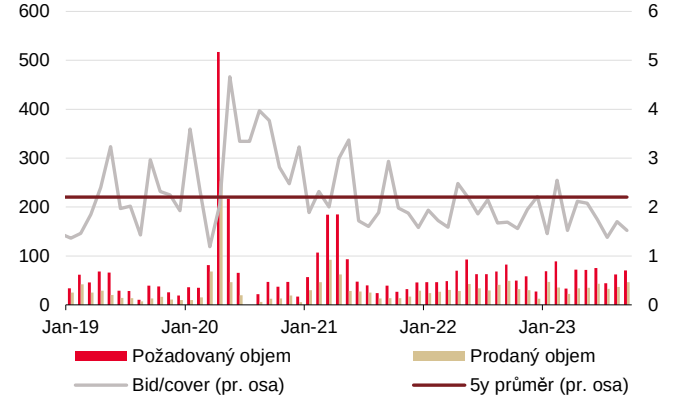
V příštím roce se emisní aktivita sníží. To bude odrážet nižší splátky maturujícího dluhu, ale i citelný pokles deficitu státního rozpočtu. Celkovou potřebu financování pro rok 2024 odhadujeme na 558,9 mld. CZK (7,2 % HDP).

Potřeba financování (mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Primární trh CZGB (mld. CZK)



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

Prognóza výnosů CZGB (konec období)

	Q4 23f	Q1 24f	Q2 24f	Q3 24f
Výnos 2Y CZGB (%)	5,45	5,15	4,55	4,05
Výnos 5Y CZGB (%)	4,85	4,60	4,20	3,80
Výnos 10Y CZGB (%)	4,75	4,55	4,30	4,15
10Y CZGB ASW (bb)	15	15	15	15

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Snížená nabídka podpoří pokles výnosů CZGB v příštím roce

Obdobně jako korunové IRS rovněž výnosová křivka státních dluhopisů ve srovnání se začátkem třetího čtvrtletí výrazně zmírnila svou inverzi. Pohyb výnosů byl v tomto období

obdobný jako u tržních úrokových sazeb. Významný rozdíl byl patrný pouze u dvouleté splatnosti, kde výnos dluhopisu poklesl relativně méně než 2y IRS. V ASW vyjádření tak zlevnil o zhruba 25 bb. Celkově by 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 vlivem vyšších výnosů v zahraničí pozvolnější. Globální faktory však podle našeho odhadu přesto budou převáženy poklesem nabídky CZGB v příštím roce.

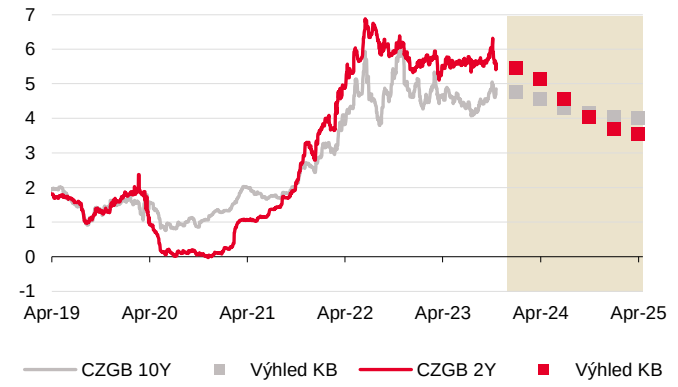
Ratingové hodnocení ČR zůstává nezměněno. V srpnu potvrdila současný rating i jeho negativní výhled agentura Fitch. Konsolidační balíček podle ní zmírnil obavy o vývoj veřejných financí v letech 2024-2025, nadále však přetrvává nejistota ohledně střednědobé strukturální nerovnováhy. V říjnu zveřejnila periodické hodnocení agentura S&P. Rovněž ta ponechala rating na současné úrovni a zároveň zachovala jeho stabilní výhled. Vyzdvihla zejména relativně nízké zadlužení, vysoké devizové rezervy a zlepšenou energetickou bezpečnost. Zároveň však konstatuje, že konsolidační opatření vlády nemusí dostatečně zlepšit strukturální rozpočtové schodky kvůli zvýšeným výdajům na obranu a sociální politiku.

Přehled ratingu hlavních agentur pro Českou republiku

	Domácí závazky	Výhled	Zahraniční závazky	Výhled	Další hodnocení
S&P	AA	STABLE	AA-	STABLE	
Moody's	Aa3	NEGATIVE	Aa3	NEGATIVE	24. 11. 2023
Fitch	AA-	NEGATIVE	AA-	NEGATIVE	

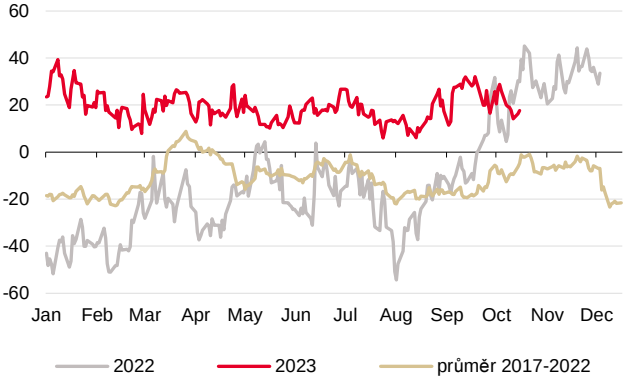
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prognóza výnosů CZGB (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

10y CZGB ASW (bb)



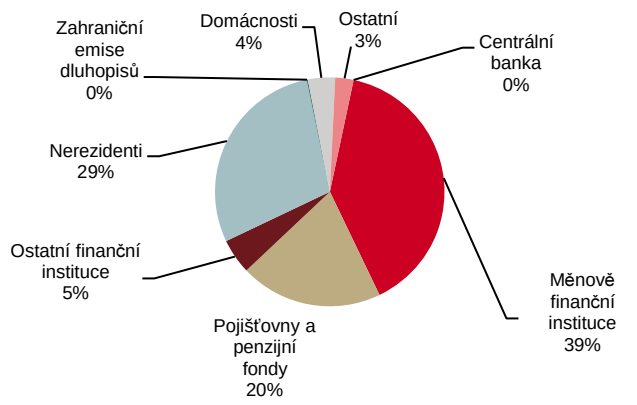
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Přehled českých státních dluhopisů

Government bond overview								Rich-cheap analysis											
Bond	Dur.	Issued last 90D	Issuance limit	Yield	Δ1W	Δ1M	FX hedged	ASW	Δ1W	Δ1M	Min	90D	Max	Z-Score	Rank	Spline spread	Rank	Carry Roll 90D	Rank
5.70 May-24	0.6	0.0	100%	5.05	3	-8	2.89	-163	28	29	-220		-105	-0.4	16	8.5	19	-165.2	24
0.00 Dec-24	1.1	0.0	34%	5.19	8	-32	3.79	-83	0	-12	-86		-27	-1.5	21	-15.5	2	-64.0	23
1.25 Feb-25	1.2	0.0	100%	5.32	-6	-19	4.06	-47	-4	5	-72		-9	-0.1	11	-30.7	1	-50.7	22
2.40 Sep-25	1.8	0.0	85%	4.93	13	-8	3.93	-40	-2	-10	-50		-10	-1.1	20	0.4	14	-39.3	21
6.00 Feb-26	2.1	0.0	67%	4.57	15	-7	3.59	-54	3	-4	-67		-33	-0.9	18	31.3	24	-37.5	20
1.00 Jun-26	2.5	0.0	100%	4.73	19	-9	3.78	-27	6	-7	-33		1	-1.8	22	12.2	23	-29.0	19
0.25 Feb-27	3.1	0.0	90%	4.68	15	-5	3.74	-15	1	-11	-19		15	-1.8	23	11.9	22	-23.0	18
2.50 Aug-28	4.4	0.0	94%	4.72	20	12	3.73	2	5	-6	-9		20	-0.3	15	1.2	16	-15.3	16
5.50 Dec-28	4.2	0.0	68%	4.62	19	7	3.63	-7	1	-9	-24		15	0.2	8	11.1	21	-15.8	17
5.75 Mar-29 *	4.5	42.3	110%	4.78	26	14	3.79	9	3	-8	-12		27	0.2	9	-4.5	8	-13.9	15
2.75 Jul-29	5.1	0.0	100%	4.76	27	16	3.72	7	7	-2	-4		20	-0.1	13	-3.5	10	-12.2	14
0.05 Nov-29	5.8	0.0	57%	4.75	26	17	3.66	5	7	-3	-3		19	-0.5	17	-1.7	12	-10.5	13
0.95 May-30	6.0	0.0	100%	4.82	31	20	3.72	11	8	-1	-3		21	0.3	6	-7.8	4	-9.5	11
5.00 Sep-30	5.7	8.5	101%	4.83	29	23	3.79	14	8	-1	-9		22	1.1	2	-7.2	6	-9.9	12
1.20 Mar-31	6.7	0.0	100%	4.85	30	26	3.73	11	8	-1	-2		20	0.3	7	-8.3	3	-8.1	9
6.20 Jun-31	6.0	5.3	72%	4.83	28	27	3.81	15	7	3	-5		22	1.4	1	-5.2	7	-9.2	10
1.75 Jun-32	7.6	0.0	100%	4.87	34	33	3.76	10	11	4	-6		17	0.7	3	-4.2	9	-6.6	7
4.50 Nov-32 *	7.2	28.2	20%	4.86	29	26	3.83	15	6	-1	-3		24	0.6	4	-1.7	11	-7.0	8
2.00 Oct-33	8.6	0.0	100%	4.89	33	30	3.80	9	9	-1	-4		23	-0.1	12	-0.5	13	-5.6	3
4.90 Apr-34	7.8	15.1	42%	4.90	30	24	3.91	15	13	-5	-2		27	0.5	5	0.8	15	-6.2	5
3.50 May-35	9.0	4.2	48%	4.91	32	29	3.90	11	7	-7	-3		23	0.1	10	5.3	17	-5.5	2
4.20 Dec-36	9.4	0.0	100%	4.93	30	28	3.98	13	6	-10	0		27	-0.2	14	7.0	18	-5.7	4
1.95 Jul-37	11.2	0.0	34%	4.91	31	27	3.90	5	6	-12	0		25	-1.1	19	9.0	20	-5.1	1
1.50 Apr-40	13.3	0.0	44%	4.96	29	24	3.92	4	5	-16	4		30	-2.3	24	-7.7	5	-6.4	6

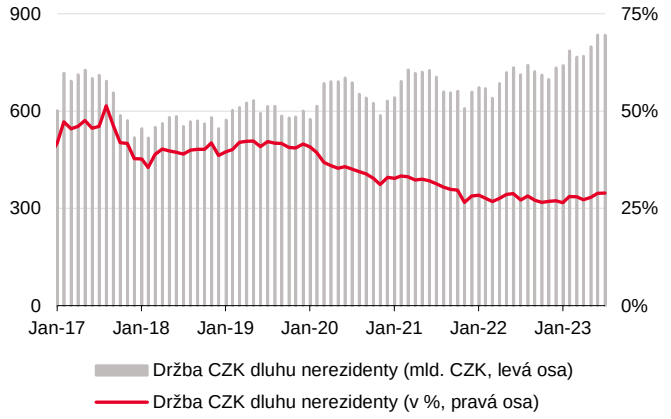
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; Pozn.: Detailní popis v aktuálním vydání CZGB Auction Alert

Držba státních dluhopisů podle typu držitele (srpen 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

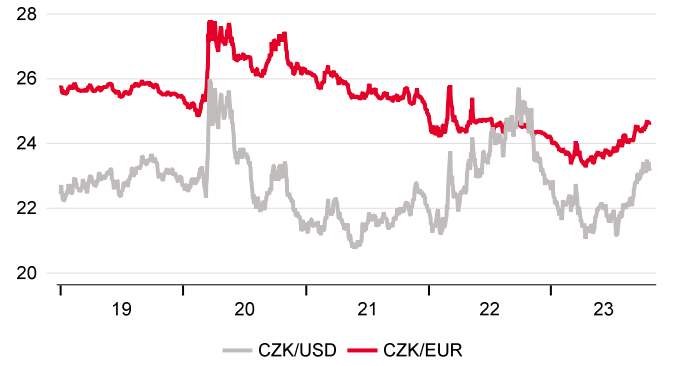
Koruna dostala volnost

Formální ukončení intervenčního režimu centrální bankou na srpnovém zasedání na pozadí pokračujícího útlumu domácí ekonomiky a síly amerického dolaru vyústilo v citelné oslabení koruny, které podle našeho odhadu odmazalo většinu jejího nadhodnocení vůči euru. Krátkodobě by faktory na depreciační straně ještě mohly převažovat, avšak budou podle nás tlumeny mimo jiné příliš agresivním zaceněním tempa snižování domácích měnověpolitických sazeb. Obnovení trendového posilování koruny k euru očekáváme v souvislosti s oživením domácí ekonomiky a slábnutím amerického dolaru od druhé poloviny příštího roku.

Nadhodnocení koruny přestává být tématem

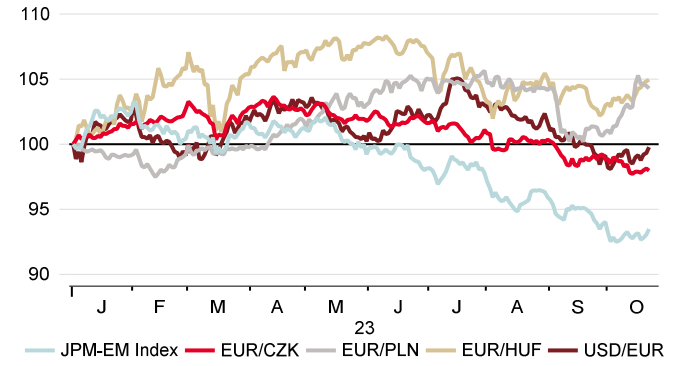
Od svého dubnového maxima koruna v páru s eurem oslabuje. V prostředí zužujícího se úrokového diferenciálu se ani dalším měnám rozvíjejících se trhů obecně příliš nedařilo. Na globálních devizových trzích naopak svoje pozice dále upevňoval především americký dolar v souvislosti s překvapivou odolností tamní ekonomiky. Kromě globálních vlivů pak k oslabování koruny po ukončení intervenčního režimu na podporu tuzemské měny ze strany ČNB (na jejím srpnovém zasedání) patrně přispěla i obecně slabší data z domácí ekonomiky a podle našeho odhadu rovněž její přetrvávající nadhodnocení oproti fundamentům. Celkově od začátku Q3 23 koruna v páru s eurem ztratila téměř 4 %.

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.

Naši prognózu kurzu koruny k euru jsme posunuli ke slabším úrovním. Přehodnocení odráží hlavně ukončení intervenčního režimu ČNB, silnější americký dolar a pokračující stagnaci domácí ekonomiky.

Faktory hovořící ve prospěch slabší koruny podle nás budou převažovat zhruba do poloviny příštího roku. V podmínkách zpřísňování měnové politiky v zahraničí a ukončení cyklu zvyšování sazeb ze strany ČNB se výhoda koruny v podobě úrokového diferenciálu (měřeného rozdílem dvouletých tržních úrokových sazeb u nás a v eurozóně) ze svého vrcholu loni v červenci propadla již o zhruba čtyři pětiny (z 6 pb na 1,3 pb). Další zúžení by však mělo nastat až v roce 2024 s ohledem na aktuálně příliš agresivní tržní zacenění tempa snižování domácích měnověpolitických sazeb (pokles repo sazby o cca 50-75 bb do konce roku). Návrat kurzové intervenční politiky ČNB se podle dostupných vyjádření nechystá. Podle našeho odhadu přitom nadále přetrvává nadhodnocení koruny, které se však s posledním oslabením již výrazně zmírnilo. Pro Q3 odhadujeme rovnovážnou[4] hladinu kurzu koruny k euru na

[4] 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.

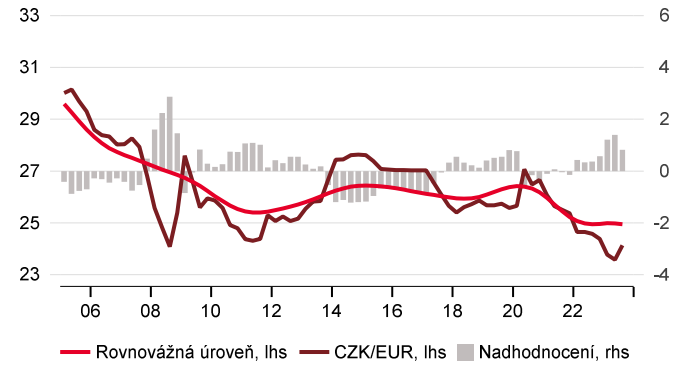
24,9 CZK/EUR. V dalších čtvrtletích by se ale měla podle nás rovnováha začít snižovat, čímž se nadhodnocení v kombinaci s mírným oslabením spotového kurzu v podstatě eliminuje.

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.

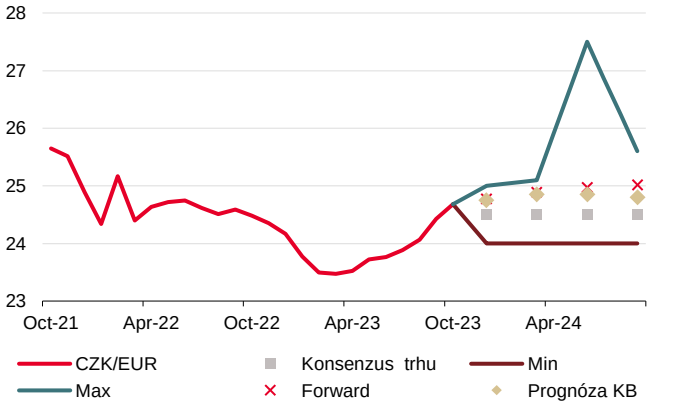
Depreciační tlaky by mělo převážit kromě předpokládaného oživení domácí ekonomiky v příštím roce také oslabování amerického dolaru. Ten by se podle našich předpokladů mohl do konce Q3 24 posunout na 1,15 USD/EUR. Zpomalování domácí inflace přispěje k uzavírání inflační mezery tuzemské ekonomiky vůči eurozóně. To v kombinaci s oživením domácí ekonomiky může pomoci k obnovení posilování nominálního kurzu. Krátkodobě by proti dalšímu oslabování mělo působit oproti našim předpokladům trhy zaceněné dřívější a výraznější snižování repo sazby ČNB. Výrazný vliv naopak v současných objemech (v srpnu 105 mil. EUR) neočekáváme od znovuobnovení programu odprodeje části výnosů z devizových rezerv, které bylo oznámeno zároveň se srpnovým ukončením intervenčního režimu ČNB. Celkově očekáváme, že nejslabších úrovní koruna dosáhne v první polovině příštího roku, aby následně postupně obnovila svoje zpevňování. V ročním horizontu očekáváme hladinu 24,80 CZK/EUR.

Prognóza kurzu koruny (konec období)

	Q4 23f	Q1 23f	Q2 24f	Q3 24f
CZK/EUR	24,75	24,85	24,85	24,80
CZK/USD	22,90	22,60	22,20	21,55
USD/EUR	1,08	1,10	1,12	1,15

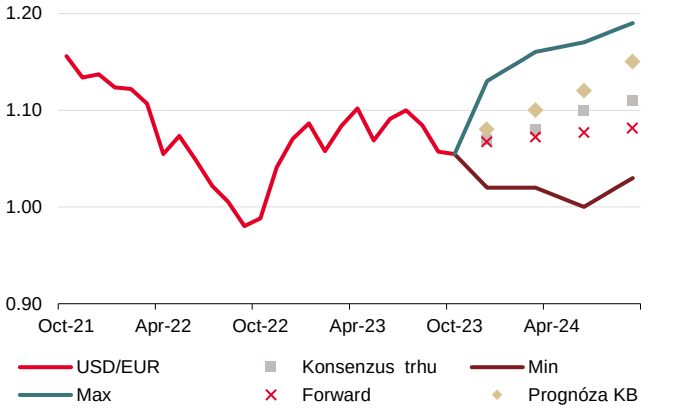
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 23. 10. 2023)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Předpokládaný vývoj kurzu USD/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 23. 10. 2023)

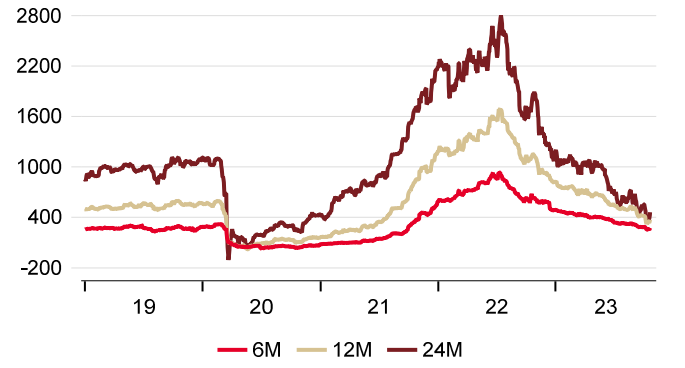


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

Bilance rizik je vychýlena směrem ke slabšímu kurzu

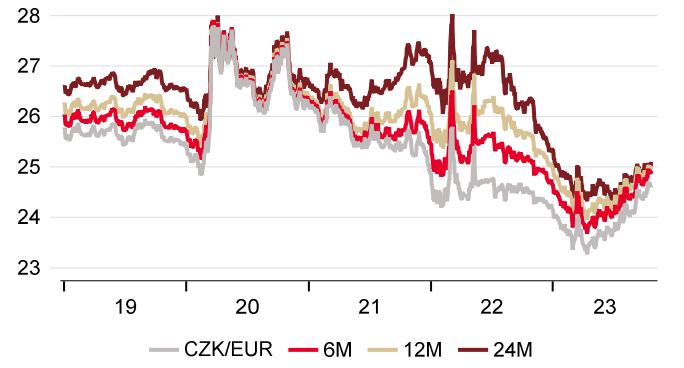
Z domácích faktorů vnímáme hlavně riziko pomalejšího oživení domácí ekonomiky a zahájení snižování úrokových sazeb ČNB již v letošním roce. Globální sentiment vůči rozvíjejícím se trhům by mohla zhoršit případná eskalace geopolitické situace. Obecným rizikem je vývoj amerického dolaru, který by v případě jiného scénáře než hladkého přistání, respektive pouze mírné recese v USA v příštím roce, mohl svoje silné pozice držet po delší dobu.

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. Do konce roku neočekáváme další zúžení úrokového diferenciálu, a tedy ani pokles forwardových bodů. Oslabení spotového kurzu by tak forwardové kurzy mohlo vychylovat směrem k ještě o něco slabším hodnotám.

Bankovní sektor



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

Kreditní impuls podpoří ekonomiku až v příštím roce

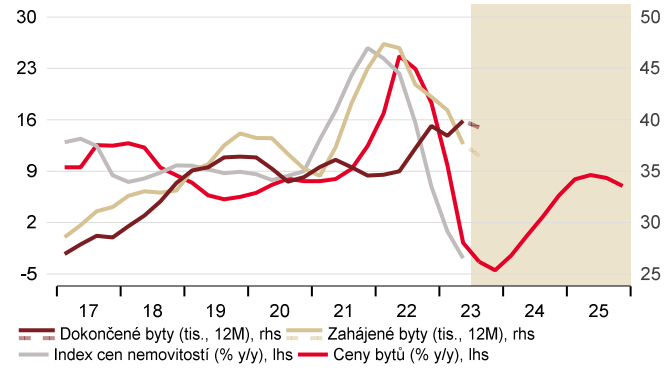
Úvěrová aktivita by do konce roku měla zůstat slabá s ohledem na utaženou měnovou politiku a slabý výkon tuzemské ekonomiky. K tomu bude nadále přispívat i nižší potřeba financování díky značnému objemu vlastních finančních prostředků firem a domácností. Kreditní impuls by v souvislosti s poklesem úrokových sazeb měl podpořit ekonomiku až v příštím roce. Pozvolné oživení hypotečního trhu by letos ovšem mělo pokračovat, citelnější ale bude až v příštím roce. To by mělo zároveň vést k obnovení růstu cen nemovitostí po letošní pouze mírné cenové korekci. Růst vkladů díky atraktivnímu zhodnocení úspor letos předčí růst úvěrů, v příštím roce by však měl již zpomalit. Přísné nastavení měnové politiky a nevýrazný výkon ekonomiky by měly přinést jen mírný nárůst podílu nevýkonných úvěrů, který dosud zůstává nízký, a dokládá tak solidní finanční situaci domácností a firem.

Tání ledu na hypotečním a nemovitostním trhu v příštím roce zrychlí

Hypoteční trh bude nadále nabírat na obrátkách. Citelnější oživení ale přinese až příští rok, kdy by zároveň mělo dojít k obnovení růstu cen nemovitostí.

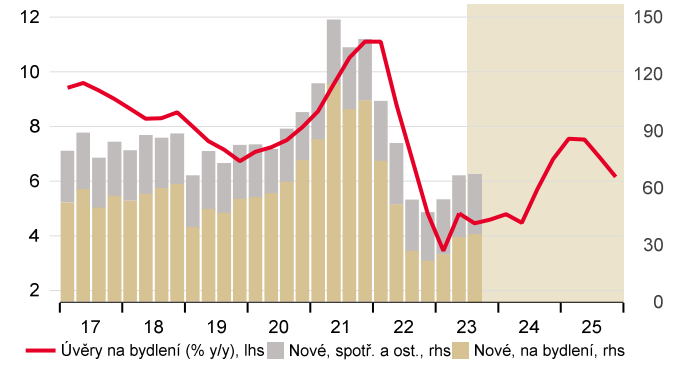
Ceny rezidenčních nemovitostí v letošním Q3 opět klesly, oproti předchozímu čtvrtletí však mírněji. Mezičtvrtletní pokles nabídkových cen bytů v Q3 zpomalil na 0,7 % q/q po snížení o 1,7 % v obou předcházejících čtvrtletích. Nabídkové ceny se tak v Q3 meziročně snížily o 3,3 %, přičemž podle indexu cen nemovitostí (HPI, publikovaný se zpožděním) byly ceny v Q2 meziročně nižší o 2,8 %, když došlo ke zmírnění mezičtvrtletního tempa poklesu na 0,6 % (vs -1,4 % q/q v Q1). Mírné snižování cen nemovitostí bude podle nás pokračovat a ke konci Q4 23 by měl pokles dosáhnout 4,5 % y/y. Na začátku příštího roku by ovšem mělo dojít k jejich opětovnému zdražování s ohledem na výraznější oživení aktivity na nemovitostním trhu. K tomu by měl přispět pokles hypotečních úrokových sazeb a odložená poptávka domácností, která bude podpořena rozpouštěním nahromaděných úspor. Tlak na růst cen bude zároveň vyvíjet i nižší nabídka vzhledem k omezené výstavbě rezidenčních projektů v posledních dvou letech. Vcelku mírná korekce nemovitostního trhu v kombinaci se solidním růstem mezd by však měla vést k dalšímu zlepšení cenové dostupnosti bydlení v ČR. Ta se od roku 2015 zhoršila jednou z největších měr v rámci zemí EU a OECD. Oproti našemu původnímu očekávání ale slabší růst mezd tempo zlepšování omezí. Více jsme se kondici trhu s rezidenčními nemovitostmi věnovali ve vydaném speciálním reportu *Podhoubí pro obnovu silného růstu cen nemovitostí* zde: https://bit.ly/Spec_Res_RealEstate_CZ.

Převaha poptávky nad nabídkou přispěje k obnovení růstu cen nemovitostí v příštím roce



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Údaje zahájených a dokončených bytů (poslední údaj ze srpna) za září jsou extrapolované a pouze indikativní pro Q3 23. 12M značí dvanáctiměsíční úhrny.

K citelnějšímu oživení hypotečního trhu dojde také až v roce 2024



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Data nových úvěrů nejsou očištěná o sezónní vlivy.

Hypoteční trh ve Q3 pokračoval v oživování. Objem čistých nových úvěrů však z historického pohledu zůstává nízký a od začátku roku (leden-srpen) je meziročně nižší o 45 % ve srovnání se stejným obdobím vloni, což zejména reflektuje silnou první polovinu loňského roku. Pozvolný nárůst hypoteční aktivity by podle nás měl pokračovat, nicméně vyšší objemy by se na růstu stavu úvěrů měly podepsat se zpožděním vzhledem k odloženému čerpání. To je tak hlavní faktor, který stojí za naší revizí letošního očekávaného růstu tohoto segmentu směrem dolů o 1,1 pb na 4,6 % y/y ke konci Q4 23. V příštím roce by mělo dojít k citelnějšímu oživení, které bude pohánět pokles úrokových sazeb, odložená poptávka domácností podpořená nahromaděnými úsporami či předchozí uvolnění hypotečních limitů DSTI. Příští rok by tak podle našeho odhadu měl trh s úvěry na bydlení vzrůst v průměru o 7,0 % po letošních odhadovaných 5,4 %.

Bankovní úvěry a depozita (%, y/y)

	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Bankovní úvěry														
Celkem	4,9	6,3	5,3	5,1	6,0	5,4	6,1	6,8	6,2	5,4	6,1	7,0	6,0	5,7
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	3,4	4,8	4,5	4,6	4,8	4,5	5,7	6,8	7,9	4,3	5,4	7,0	5,3	5,0
Spotřebitelské úvěry domácnostem	7,0	9,8	10,2	8,6	6,9	5,8	5,9	6,5	7,3	8,9	6,3	7,5	6,5	6,1
Úvěry nefinančním podnikům	2,8	5,9	4,6	6,8	7,5	6,4	7,1	7,3	6,8	5,0	7,1	6,9	6,2	6,0
Bankovní vklady														
Celkem	7,3	7,7	5,9	7,1	6,3	5,0	5,3	5,5	6,8	7,0	5,5	4,7	5,2	4,9
Obyvatelstvo	5,8	6,0	6,7	6,2	7,0	6,7	6,1	5,7	4,2	6,2	6,4	4,9	5,3	4,7
Nefinanční podniky	9,9	13,7	3,0	7,1	1,6	0,2	4,6	4,6	7,3	8,4	2,7	3,3	4,2	4,7
Ostatní	8,0	6,5	6,7	9,5	8,6	6,0	4,3	5,9	11,7	7,7	6,2	5,4	5,7	5,6
Podíly na HDP														
Podíl úvěrů na HDP	59,1	59,0	59,1	58,1	58,6	58,8	59,5	59,0	61,4	58,8	59,0	59,9	60,7	61,2
Podíl vkladů na HDP	95,2	95,9	93,8	85,2	94,5	95,1	93,7	85,5	95,2	92,5	92,2	91,8	92,2	92,3
Podíl úvěrů na vkladech	62,1	61,6	63,0	68,2	62,0	61,8	63,5	69,0	64,7	63,7	64,1	65,4	65,9	66,4
Úrokové sazby														
Úvěry pro bytové potřeby	5,2	5,4	5,5	5,5	5,4	5,1	4,9	4,7	4,5	5,4	5,0	4,6	4,5	4,5
Spotřebitelské úvěry	9,5	9,5	9,6	10,0	10,1	10,2	9,8	9,3	9,1	9,6	9,9	8,7	8,3	8,6
Úvěry nefinančním podnikům	8,9	8,7	8,5	8,5	8,3	7,2	6,2	5,6	7,9	8,6	6,9	5,0	4,5	4,5
Podíl úvěrů v selhání														
Úvěry pro bytové potřeby	0,7	0,7	0,7	0,8	1,0	1,0	1,1	1,2	0,7	0,7	1,0	1,3	1,4	1,6
Spotřebitelské úvěry	3,9	3,9	4,1	4,5	4,8	5,7	6,0	6,5	4,1	4,1	5,8	7,2	7,4	8,1
Úvěry nefinančním podnikům	3,2	3,0	2,8	2,8	3,0	3,2	3,4	3,5	3,5	3,0	3,3	3,8	3,8	4,2

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

Umírněný růst spotřebního financování v prostředí vysokých úspor

Oživení spotřebitelské poptávky bude vlivem nahromaděných úspor doprovázet jen umírněný růst spotřebního financování.

Vyšší objem spotřebního financování v letošním roce odráží zejména zvýšenou cenovou hladinu. V reálném vyjádření je objem nových spotřebních úvěrů oproti H1 22 stále velmi nízký, byť od začátku roku narůstá. To však neodráží stále utlumená reálná spotřeba domácností, přestože kreditní impuls domácností ve Q3 již dosahoval kladných hodnot. Mírný nárůst spotřebních úvěrů s pozvolným oživováním hypotečního trhu může reflektovat zlepšenou náladu spotřebitelů, byť to průzkumy zatím neindikují. Impuls pro spotřební financování by v příštím roce mělo přinést citelnější oživení hypotečního trhu a celkové poptávky. To ovšem bude vycházet také z nahromaděných úspor, a tudíž nepovede k výraznějšímu zadlužování domácností. Odhadujeme, že růst spotřebních úvěrů v letošním roce dosáhne v průměru 8,9 % a 6,3 % v tom příštím.

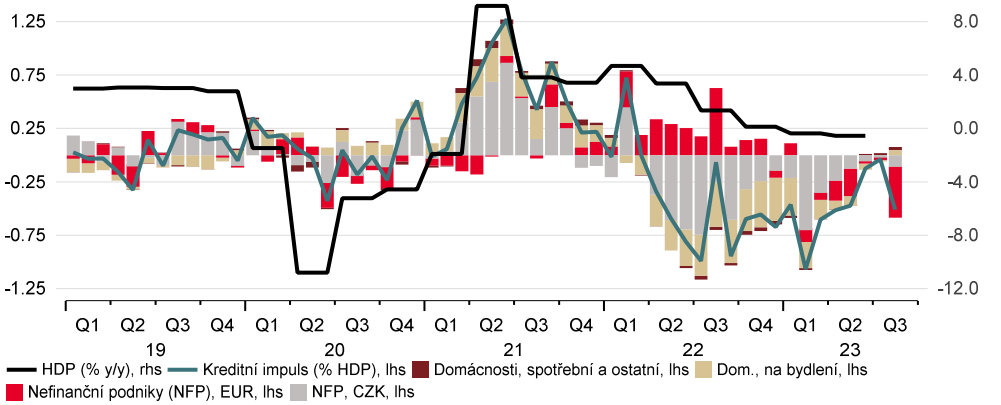
Kreditní impuls nefinančních podniků zřejmě posílí až příští rok

Úvěrová aktivita nefinančních podniků (NFP) zůstává značně utlumená. K tomu přispívá utažená měnová politika u nás i v zahraničí a zároveň značné množství vlastních prostředků,

S ohledem na dostatečnou likviditu a nižší potřeby financování zůstane úvěrová aktivita firem letos slabá. Pokles úrokových sazeb v příštím roce však kreditní impuls posílí.

za pomoci kterých jsou firmy schopné financovat méně kapitálově náročné investice a provozní činnost. Objem nově poskytnutých korunových půjček NFP je letos v úhrnu od ledna do srpna meziročně nižší o více jak 41 % oproti srovnatelnému období vloni, zatímco objem eurových půjček klesl o 27 %. Značně negativní kreditní impuls, byť postupně se zlepšující, však nutně neodráží špatné finanční zdraví podniků ale spíše dostatečnou likviditu firem a nižší potřeby financování díky odeznění problémů v subdodávkách a dezinflaci ve výrobní sféře. K obnově silnějšího úvěrového impulsu by mělo dojít v příštím roce s poklesem úrokových sazeb a výraznější investiční aktivitou. I přes slabou úvěrovou aktivitu je však letos růst stavu úvěrů NFP poměrně silný. Podílet se na tom může i technický faktor kurzového přehodnocení, který nabyl na větším významu vzhledem k současnému 50% podílu cizoměnových úvěrů na celkovém stavu úvěrů NFP. Podle našeho odhadu letos stav úvěrů NFP vzroste v průměru o 5,0 % (vs 4,3 % v červencové prognóze). Pro příští rok pak očekáváme zrychlení na 7,1 %.

Kreditní impuls zůstává slabý, pomalu se však překlápí do kladných hodnot



Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Kreditní impuls je definován jako změna objemu nových úvěrů, obvykle v poměru k HDP. Kreditní impuls zde vyjadřuje meziroční 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 ze srpna 2023) je HDP v čtvrtletní frekvenci (poslední údaj za Q2 23).

Růst vkladů letos zůstane silný a významně předčí nárůst úvěrů

Expanzi vkladů v příštím roce i přes zpomalení mírně podpoří úrokové výnosy a zvýšená úvěrová aktivita.

Expanzi vkladů v letošním roce nadále podporuje značná míra úspor domácností a zároveň solidní ziskovost podniků. Odliv prostředků do nebankovních instrumentů za účelem dosažení vyššího výnosu je ovšem významným faktorem, který ředí silný růst. Vysoký stav likvidity v bankovním sektoru nicméně také odráží atraktivitu české měny díky výši úrokových sazeb. V příštím roce by měl růst vkladů domácností zpomalit s ohledem na oživení spotřebitelských výdajů. Nicméně zvýšená úvěrová aktivita a vysoké úrokové výnosy z dříve uložených vkladů by měly zmírnit zpomalení růstu vkladů v příštím roce. Odhadujeme, že po letošním růstu v průměru o 7,0 % v příštím roce růst celkových vkladů zpomalí na 5,5 %.

Pouze malé zhoršení platební morálky dokládá silné fundamenty v ekonomice

Podíl nevýkonných úvěrů i přes mírný růst zůstane v historickém srovnání relativně nízký.

Míra delikvence ve Q3 zůstala poblíž historických minim a odráží tak dobrou finanční situaci jak domácností, tak i firem. Přísné nastavení měnové politiky a slabý výkon ekonomiky v letošním roce by však s odstupem měly vyústit v pozvolný nárůst podílu nevýkonných úvěrů (NPL). Nárůst rizika na bankovních portfoliích by měl být poměrně omezený. Rizikem ve směru rychlejšího nárůstu NPL je zvýšený objem úvěrů v cizí měně či refixace sazeb hypotečních úvěrů na vyšších úrovních. Nicméně jak ukazujeme v *Boxu 1*, náklady firem a domácností na obsluhu dluhu zatím nepředstavují významné riziko. S blížícím se poklesem úrokových sazeb v příštím roce by se přitom toto riziko mělo postupně zmenšovat, zejména pak u podniků s ohledem na splatností profil jejich úvěrů.

Klíčové ekonomické ukazatele

Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
HDP	reálný, %	-5,5	3,5	2,4	-0,3	1,6	2,5	2,5	2,7
Inflace	průměr období, %	3,3	3,8	15,1	10,8	1,9	2,4	2,1	2,0
Běžný účet platební bilance	% HDP	2,0	-2,8	-6,1	-0,9	-0,1	0,2	0,6	1,1
3M PRIBOR	průměr, %	0,9	1,1	6,3	7,1	5,5	3,7	3,3	3,3
CZK/EUR	průměr	26,5	25,6	24,6	24,0	24,7	24,3	24,0	23,8
CZK/USD	průměr	23,2	21,7	23,4	22,2	21,8	20,2	19,3	18,9

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

Měna a úrokové sazby – výhled

		24-10-2023	Dec-23	Mar-24	Jun-24	Sep-24	Dec-24
CZK/EUR	konec období	24,6	24,75	24,85	24,85	24,80	24,65
USD/EUR	konec období	1,06	1,08	1,10	1,12	1,15	1,17
CZK/USD	konec období	23,2	22,90	22,60	22,20	21,55	21,05
3M PRIBOR	konec období, %	7,03	7,15	6,25	5,30	4,50	4,20
10Y IRS	konec období, %	4,57	4,60	4,40	4,20	4,00	3,90

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

Měsíční makroekonomická data

		I-23	II-23	III-23	IV-23	V-23	VI-23	VII-23	VIII-23	IX-23
Inflace (CPI)	%, y/y	17,5	16,7	15,0	12,7	11,1	9,7	8,8	8,5	6,9
Inflace (CPI)	%, m/m	6,0	0,6	0,1	-0,2	0,3	0,3	0,5	0,2	-0,7
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	19,0	16,0	10,2	6,4	3,6	1,9	1,4	1,8	0,8
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	5,8	-0,3	-1,0	-1,2	-0,8	-0,3	-0,1	0,2	0,3
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	3,9	3,9	3,7	3,6	3,5	3,4	3,5	3,6	3,6
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	0,8	2,4	3,1	-1,2	-2,3	0,9	-2,9	-1,7	n.a.
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	9,1	12,9	13,5	6,8	1,4	2,5	-2,2	-3,1	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	7,3	-4,6	-2,6	-8,9	-5,0	0,9	-2,1	-0,2	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (nár. met.)	7,9	14,3	16,6	9,2	9,9	18,4	-7,2	-3,8	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	12,1	17,6	4,3	33,4	-11,9	-52,0	-16,5	-26,3	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	25,9	15,6	32,5	30,7	-22,7	-5,4	-20,3	-27,7	n.a.
M2	%, y/y	6,3	7,0	6,7	7,5	7,3	8,1	9,3	8,5	n.a.
Státní rozpočet	mld.CZK (od zač. roku)	-6,8	-119,7	-166,2	-200,0	-271,4	-215,4	-214,1	-194,6	-180,7
3M PRIBOR	%, průměr	7,22	7,20	7,19	7,18	7,18	7,15	7,11	7,10	7,09
CZK/EUR	průměr	23,9	23,7	23,7	23,4	23,6	23,7	23,9	24,1	24,4
CZK/USD	průměr	22,2	22,2	22,1	21,4	21,7	21,9	21,6	22,1	22,9

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

Upozornění

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku 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



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

Vedoucí strategie sazeb pro USA



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



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



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



Jorge Garayo
(44) 20 7676 7404
jorge.garayo@sgcib.com



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



Mathias Kpade
+33 157294393
mathias.kpade@socgen.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