Čtvrtletní zpráva

Ekonomické výhledy

Ospalý rozjezd ekonomiky



©iStock

■ **Ekonomika letos opět poroste, ale jen pomalu** Po loňském poklesu o 0,4 % očekáváme růst o 0,8 %. Pozvolné oživení bude souviset s vyšší spotřebou domácností podpořenou obnoveným růstem reálných mezd a rozpouštěním vysokých úspor.

■ **Výrazný pokles inflace na dosažení 2% cíle stačit nebude** Růst spotřebitelských cen podle nás letos zpomalí na 2,7 % po loňských 10,7 %. Zatímco růst regulovaných a jádrových cen zůstane nad cílem centrální banky, potraviny by naopak měly po započtení nižší DPH zlevnit.

■ **ČNB bude nadále snižovat sazby, její politika však zůstane restriktivní** Na konci letošního roku by repo sazba měla podle naší prognózy klesnout ze současných 6,75 % na 4 %, politicky neutrálních 3 % dosáhne ale až na konci roku 2025. Přístup bankovní rady zůstane podle nás opatrný, a to i s ohledem na pouze pozvolný ústup jádrové inflace.

■ **Tržní úroky se po svém předchozím propadu stabilizují** Zmírňování inverze výnosové křivky by letos mělo pokračovat v návaznosti na uvolňování měnové politiky ČNB. Dalšímu poklesu sazeb s delší splatností by však měl bránit vývoj v zahraničí.

■ **Obrat oslabujícího trendu koruny je nadohled** Krátkodobě koruna k euru podle nás ještě mírně oslabí. Obnovení jejího posilování očekáváme v souvislosti se zlepšováním fundamentů domácí ekonomiky a oslabujícím dolarem od druhé poloviny 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

Za bodem zlomu



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

Říjnové vydání *Ekonomických výhledů* jsme doprovodili titulkem *Hledá se růstový impuls*. Tuzemská ekonomika totiž po stagnaci v první polovině loňského roku v jeho třetím čtvrtletí mezičtvrtletně propadla o výrazných 0,6 %. Do technické recese ale nespadla. Podle našeho odhadu v závěrečném kvartále loňského roku oproti tomu předchozímu o 0,2 % vzrostla.

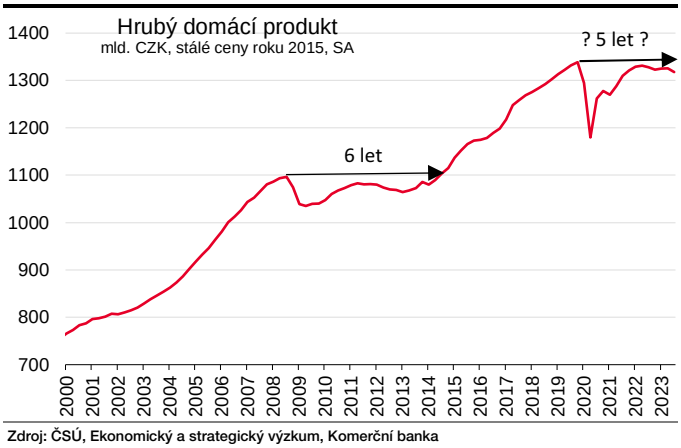
Tuzemská ekonomika vloni klesla, technické recesi se však vyhnula. Lokálního dna ekonomika dosáhla v Q3 23.

Žádný výrazný růstový stimul jsme sice nenašli, přesto je to nejhorší z pohledu reálné ekonomické dynamiky podle nás již za námi. Letošní oživení ale bude hodně pomalé, oproti předchozí prognóze jsme růstové vyhlídky pro rok 2024 snížili na polovinu. Předpokládaný růst ve výši 0,8 % znamená, že předpandemické úrovně konce roku 2019 dosáhneme až s koncem toho aktuálního. Tedy o celá dvě čtvrtletí později, než jsme se domnívali loni v říjnu. Období pandemie a války na Ukrajině, respektive energetické krize tak české ekonomice sebralo bezmála pět let. Pro srovnání po recesi následující po globální finanční krizi roku 2008 a následné evropské dluhové krizi trval návrat produkce české ekonomiky na předkrizovou úroveň šest let. Zásadně odlišná byla ovšem struktura.

Investice byly v loňském roce příjemným překvapením.

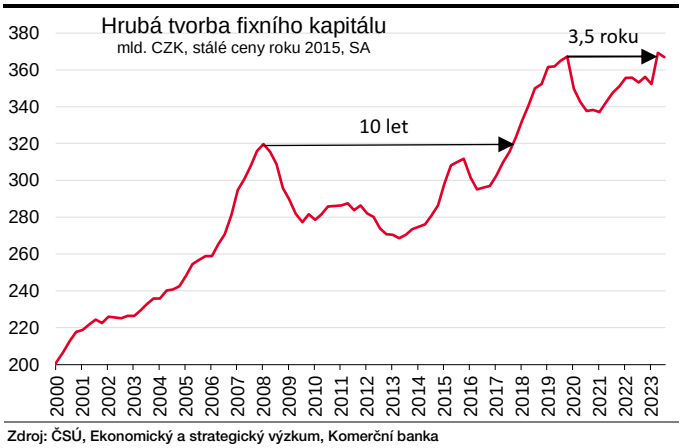
Česko jako malá exportně zaměřená ekonomika je citlivá na šoky ve vnější poptávce. Zároveň je ale poměrně flexibilní a tuzemští exportéři velmi rychle a pružně reagují. Ve výsledku mnohem výraznějším problémem v obou zmíněných obdobích recese byla nakonec vždy domácí poptávka. A právě její naprosto odlišná struktura v obou krizích je zásadní. Z hlediska investiční aktivity trvalo celou dekádu, než se objem investic vrátil na předkrizovou úroveň poloviny roku 2008. Naopak v případě aktuálního cyklu byly investice zpět na hodnotách konce roku 2019 již v polovině loňského roku. Za první tři čtvrtletí loňského roku byla tuzemská míra investic jedna z nejvyšších v Evropské unii. Kombinace předpokládaného snížení nákladů na financování díky nižším úrokovým sazbám a dostupnosti prostředků ve fondech EU by měly solidní investiční aktivitu udržet i v letošním a příštím roce, i když zejména pro letošní rok jsme investice přehodnotili proti říjnové prognóze níže.

Z pohledu celkové produkce ještě nejsme nad předpandemickou úrovní, …



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

… z hlediska investic ale už ano.

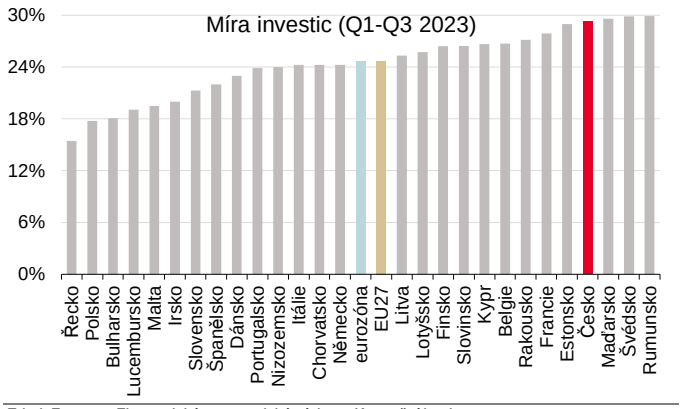


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Naopak spotřeba domácností vloni opravdu zklamala.

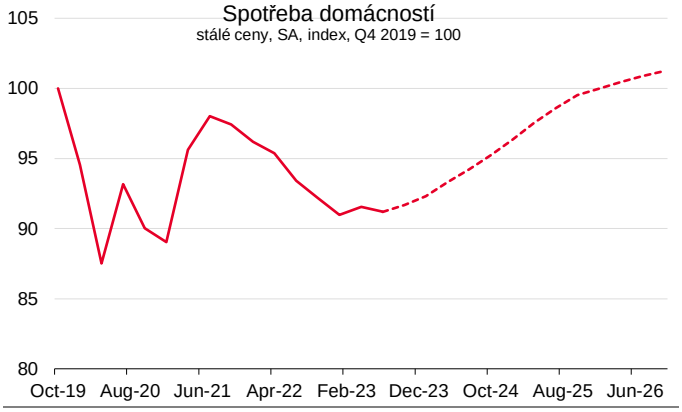
Klíčovým problémem v současném cyklu je absence domácí spotřebitelské poptávky, a to primárně kvůli propadu reálných mezd, jak jsme detailně rozebírali v říjnových *Ekonomických výhledech*. I tady začíná svítat na lepší časy. Reálné mzdy i díky přetrvávající napjatosti na trhu práce, když se ekonomický útlum na vzestupu nezaměstnanosti nijak výrazně nepodepsal, mezičtvrtletně rostou již od druhého čtvrtletí loňského roku a tento trend bude letos pokračovat. Předpokládáme, že k dosažení předpandemické úrovně dojde v případě úrovně reálných mezd i spotřeby domácností v první polovině roku 2026.

Investiční aktivita byla vloni jedna z nejvyšších v EU



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Míra investic je definována jako podíl hrubé tvorby fixního kapitálu a vyprodukované přidané hodnoty.

Předpandemické úrovně dosáhne spotřeba domácností v první polovině roku 2026



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Oživení ekonomiky letos pomůže nižší inflace a úrokové sazby.

Významnou roli v nastartování spotřeby domácností bude mít ústup inflace. Přes přetrvávající obrovskou nejistotu spojenou s počátkem roku, a to i v souvislosti s implementaci fiskálního balíčku, počítáme, že meziroční růst spotřebitelských cen se bude v letošním roce pohybovat po většinu roku pod horní hranou tolerančního pásma ČNB, tedy pod třemi procenty. I když pro letošní závěrečné čtvrtletí vidíme inflaci v průměru na 3 %. To centrální bance umožní na každém zasedání až do listopadu snížit úrokové sazby, což se bude odrážet i v tržních úrokových sazbách a výše zmíněných nižších nákladech financování investiční aktivity. Dopady do cen hypoték a obecně do trhu nemovitostí se detailně ve svém boxu zabývá Kevin Tran. Ne překvapivě předpokládáme oživení aktivity na nemovitostním trhu včetně mírného růstu cen.

Růst začne být zjevný ve druhé polovině roku.

Nacházíme se tedy za lokálním ekonomickým dnem. Oživení ale bude hodně pozvolné. Přeci jen je počátek roku ve znamení implementace vládního restriktivního balíčku a měnová politika bude ze své restriktivnosti ubírat postupně. Oživení ekonomické aktivity tak začne být patrné zejména ve druhé polovině letošního roku.

Kombinace nižší inflace a hospodářského růstu pro letošní rok znamená jediné, proti loňsku bude letos líp. Příjemné čtení zimního vydání *Ekonomických výhledů* Komerční banky!

Obsah

Vnější prostředí a předpoklady prognózy ... **5**

Makroekonomická prognóza ... **9**

Měnová politika ... **15**

Fiskální politika ... **17**

Tabulka prognózy ... **21**

Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy ... **22**

Korunový devizový trh ... **27**

Bankovní sektor ... **30**

Box 1: Nemovitostní trh letos čeká postupná revitalizace ... 33

Klíčové ekonomické ukazatele ... **37**

Upozornění ... **38**

Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

Sazby Fedu a ECB půjdou dolů, otázka je kdy a jak moc

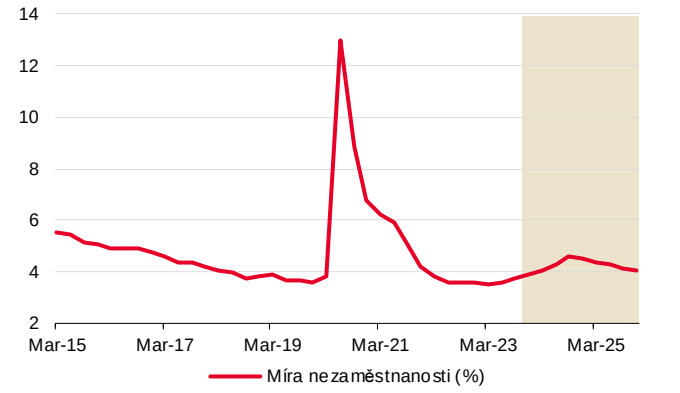
Cyklus zvyšování úrokových sazeb ve Spojených státech i eurozóně s loňským rokem skončil. Nyní bude hlavním předmětem diskuse, kdy FED a ECB přistoupí k jejich prvnímu snížení a v jakém rozsahu to bude. Tržní očekávání jsou v tomto ohledu poměrně razantní, když v letošním roce ve svých cenách zahrnují předpoklad uvolnění měnových podmínek o zhruba 140 bazických bodů v USA, stejně tak i v eurozóně. Náš odhad počítá s prvním snížením sazeb v USA letos v květnu. Tamní ekonomika si totiž podle nás v Q2 a Q3 projde recesí, která by však měla být jen mělká a krátká. Na konci roku tak klíčovou sazbu Fedu očekáváme v rozmezí 3,75-4,00 %. K prvnímu kroku bude nicméně třeba uvolnění na trhu práce a výraznějších známek zpomalování ekonomické aktivity. Rizika se tak vychylují spíše k pozdějšímu snižování úroků, než předpokládáme my i finanční trhy. V eurozóně očekáváme první redukci sazeb až v září letošního roku, další by měla následovat v prosinci. Důvodem opatrnosti je jádrová inflace, která se na cíl ECB dostane až v roce 2026 a zároveň i fakt, že eurozóna se recesi podle našich předpokladů vyhne.

USA: ekonomika zpomaluje, v Q2 vstoupí do recese

Podmínkou pro zahájení cyklu snižování úrokových sazeb bude ochlazení trhu práce.

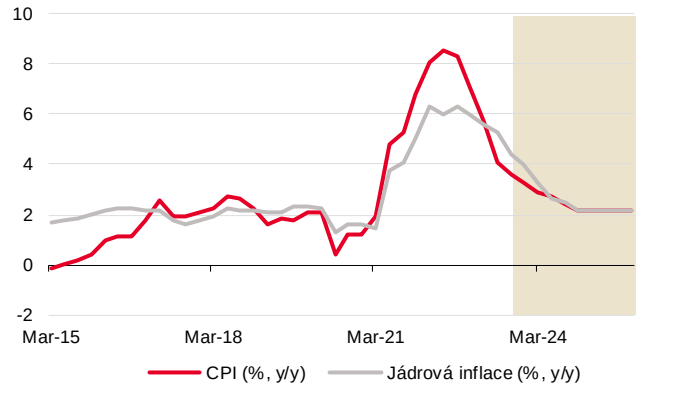
Americký trh práce je stále schopen vytvářet relativně vysoký počet nových pracovních míst, v prosinci to bylo 216 tisíc. Důvodem je zejména fakt, že některé sektory ještě dohánějí předpandemickou úroveň zaměstnanosti. Té se ale již blíží a po jejím dosažení by tvorba nových pracovních míst měla rychle zpomalovat. To bude i jedna z hlavních podmínek k tomu, aby americká centrální banka přistoupila ke snižování úrokových sazeb. Vývoj inflace by měl takovéto kroky rovněž umožňovat. Rizikem ale zůstávají ceny nájemného, kde pro dosažení inflačního cíle bude třeba zpomalení tempa jejich růstu alespoň na zhruba 3,5 % y/y (v prosinci dosáhl meziroční růst 6,2 %). Inflace po očištění o ceny nájemného nicméně již na 2 % je, což umožňuje Fedu, aby o snižování úrokových sazeb hovořil. Podle našeho odhadu by se celková inflace měla v závěru letošního roku dostat těsně nad dvě procenta. Klesat by měla i její jádrová složka, a to v důsledku již zmiňovaného zhoršování situace na trhu práce.

Trh práce v USA zůstává utažený



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Inflace se bude vracet k 2% cíli



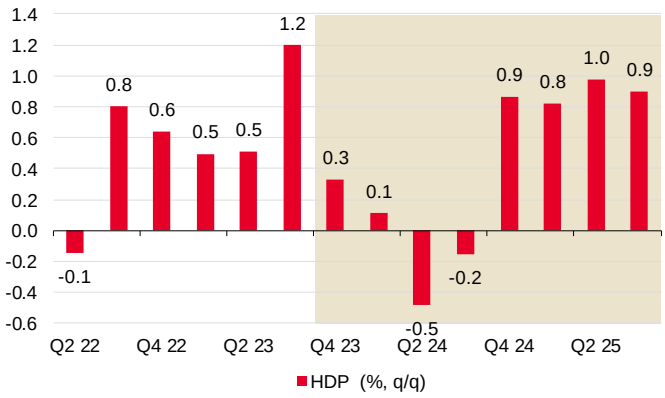
Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

První snížení sazeb ze strany FEDu očekáváme v květnu.

V každém případě je na vývoji ekonomiky již patrný dopad dosud utažené měnové politiky. Nemovitostní trh je silně utlumený, slábnou i korporátní investice. Populární 30leté hypoteční sazby sice již klesly k úrovním okolo 6,5 %, když ještě v říjnu se nacházely na téměř 8 %, i tak ale čerpání nových úvěrů stále výrazně brzdí. Trpí tím především menší banky, které jsou na výši úrokových sazeb senzitivnější. Momentum ztrácejí i prodeje automobilů a obecně slabší je i spotřebitelská poptávka. Americká ekonomika si tak podle nás v Q2 a Q3 letošního

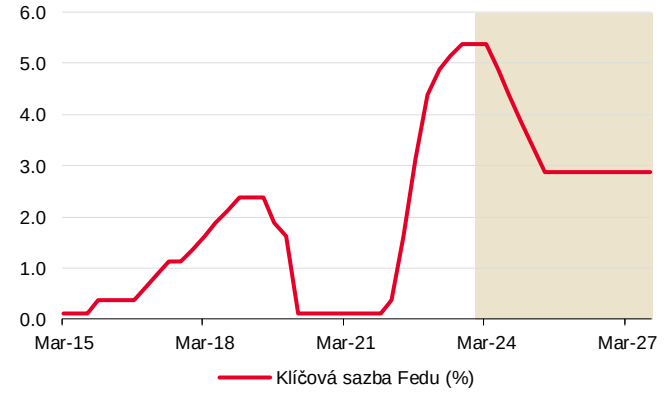
roku projde mělkou recesí. V důsledku zpomalování ekonomické aktivity Fed podle naší prognózy zahájí v květnu cyklus snižování úrokových sazeb. Na konci roku by se klíčová sazba měla nacházet na 3,75-4,00 %. Její pokles by se poté měl zastavit na 3 %, a to v polovině příštího roku. V tomto období by ekonomika měla již opět svižně růst. Po letošním odhadovaném růstu HDP o 0,9 % by růst v příštím roce měl podle nás zrychlit na 2,7 %.

Ekonomika USA si projde mělkou recesí



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Fed sníží úrokové sazby poprvé v květnu



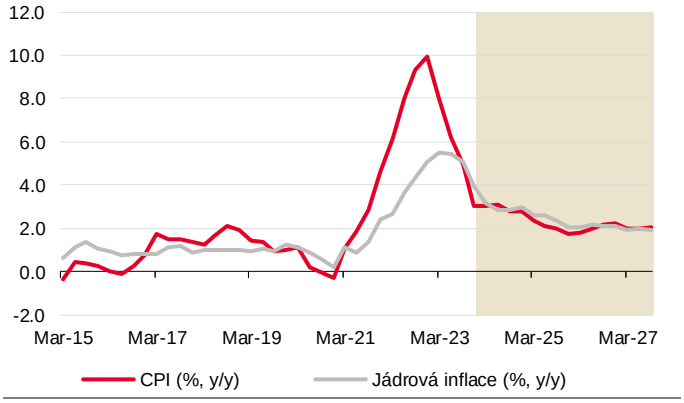
Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Eurozóna: první snížení sazeb v září letošního roku

Sazby ECB zůstanou stabilní do září letošního roku.

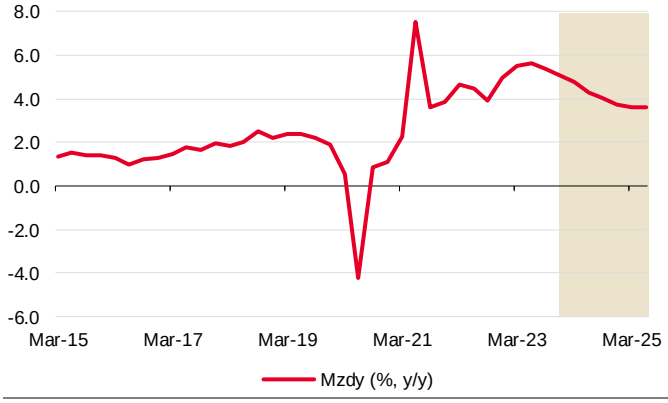
Evropská centrální banka podle našeho názoru ponechá úrokové sazby beze změny až do září, kdy očekáváme jejich první snížení. Takovýto krok může sice přijít i dříve, pravděpodobně však ne již v H1 24 tak jak to očekávají finanční trhy. Ty ve svých cenách pro letošek zahrnují snížení sazeb o zhruba 140 bb. Podle našeho názoru bude centrální banka potřebovat dostatek důkazů, že se inflace skutečně vrací k 2% cíli. Ta v prosinci činila 2,9 % y/y, zatímco její jádrová složka dosáhla 3,4 %. Přestože oba ukazatele budou v průběhu roku klesat, 2% cíle ECB do konce roku zřejmě nedosáhnou. Celková inflace se podle nás bude na konci roku nacházet poblíž 2,6 % y/y, jádrová pak na 2,4 %. Vzhledem k nezaměstnanosti na historicky nízkých úrovních (6,4 % v listopadu) a rostoucím mzdovým nákladům při zároveň klesající produktivitě práce se domníváme, že ECB bude se zvyšováním úrokových sazeb vyčkávat až do září letošního roku. Podstatná pro ni bude lednová a únorová inflace, a především mzdový vývoj, který by mohl cenovou spirálu opět roztočit.

Inflace v eurozóně se na cíl letos nedostane



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Mzdový růst je na evropské poměry rychlý



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Snižování bilanční sumy je pomalé.

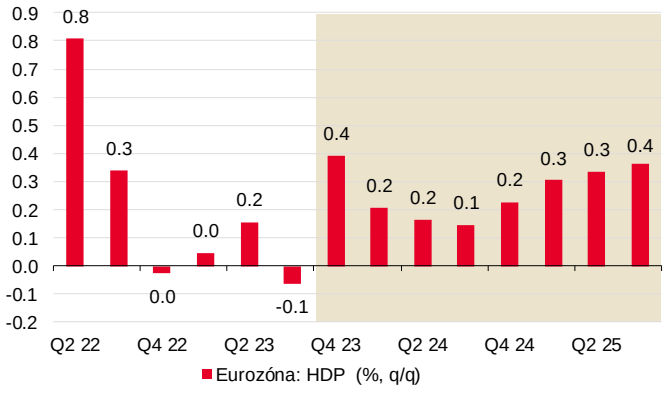
Snižování bilanční sumy ECB pokračuje pomalu. Reinvestice z pandemického programu PEPP by měly být v polovině letošního roku zhruba poloviční (7,5 mld. EUR měsíčně). Skončit

by měly na začátku roku 2025. To by znamenalo navýšení kvantitativního utahování (QT) v letošním roce pouze o 45 mld. EUR, což není nikterak ambiciózní plán. Omezování v rámci programu APP běží v rozsahu 30 mld. EUR měsíčně. Finanční trhy tak tyto objemy zřejmě neovlivní, zároveň ale k normalizaci bilanční sumy příliš nepřispějí. Centrální banka by se měla k těmto otázkám více vyjádřit v rámci revize svých operačních nástrojů letos na jaře. Pokud tempo QT nezrychlí, hrozí, že bude kritizována za vysokou držbu vládních dluhopisů i z narůstajících ztrát vyplývajících z její obří bilanční sumy.

Spotřeba domácností by měla být motorem evropské ekonomiky.

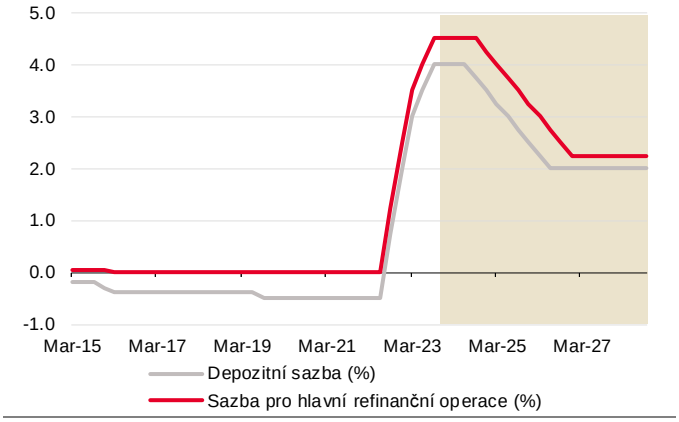
Závěr loňského roku svými hospodářskými výsledky příliš neoslnil. Výstup německého průmyslu meziměsíčně poklesl v listopadu již po šesté v řadě a v kombinaci se slabými maloobchodními tržbami vedl podle předběžných dat k poklesu tamní ekonomiky o 0,3 % q/q (vyplývá z již zveřejněného HDP za rok 2023, v němž ekonomika klesla rovněž o 0,3 %). Technické recesi se Německo nicméně zřejmě vyhnulo, když za Q3 byl výkon ekonomiky revidován z -0,1 % q/q na 0,0 %. Růstové vyhlídky zůstávají utlumené i nadále, když podle našeho odhadu bude ekonomika zhruba stagnovat po většinu letošního roku. Eurozóna jako celek by na tom měla být letos o něco lépe. Hlavním motorem oživení by měla být spotřeba domácností, které nahrává již výše zmiňovaná historicky nízká nezaměstnanost, vysoká míra úspor i solidní růst mezd. Reálné disponibilní příjmy domácností navíc vylepšují vyšší úrokové příjmy a dosavadní silná fiskální podpora. Aby spotřeba nezačala růst, musely by domácnosti začít ještě více šetřit, což považujeme za nepravděpodobné. Firmy navíc stále disponují zásobami levné likvidity, kterou načerpaly v dobách covidové krize. Mohou tedy investovat i navzdory utaženým měnovým podmínkám. Riziko představují rostoucí mzdové náklady, které začnou ukrajovat z jejich doposud vysokých ziskových marží. Za celý letošní rok by tedy růst HDP eurozóny měl podle našeho odhadu dosáhnout 0,8 %.

Růst potáhne spotřeba domácností



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

ECB poprvé sníží sazby v září



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Středoevropský region: regionální banky zahájily cyklus snižování úroků

Polské úrokové sazby zůstanou po loňském snížení po delší období beze změny.

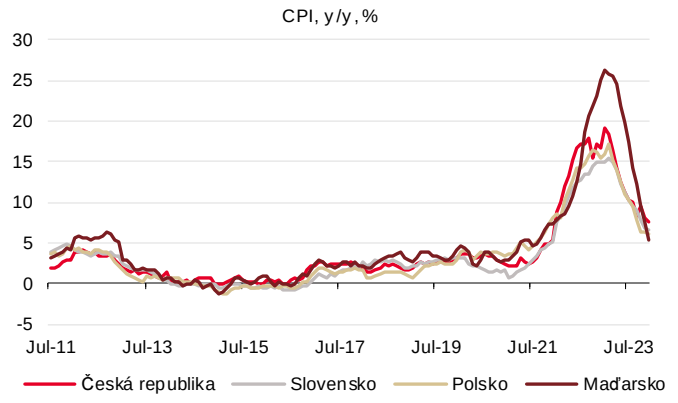
Polská centrální banka ponechala úrokové sazby od října loňského roku, kdy je snížila o 25 bb na 5,75 %, beze změny. Další uvolňování měnové politiky neočekáváme ani v první polovině letošního roku. Polská inflace sice výrazně zpomalila své tempo (na 6,2 % y/y v prosinci), tento vývoj byl ale dán především prodloužením nulové daně z přidané hodnoty na potraviny a dotacemi na energie. Podle guvernéra tamní centrální banky Glapinského se inflace v důsledku těchto opatření v kombinaci se silným polským zlotým, slabší domácí poptávkou i globálně klesajícími cenami energií může v Q1 24 vrátit do tolerančního pásma centrální banky, tedy 2,5 % +/- 1 pb. V závěru roku, kdy budou podpůrná opatření zrušena, však inflace dočasně zřejmě strmě vyskočí, a to až k úrovním okolo 6-8 % y/y. Vývoj

ekonomiky v H2 je navíc dle guvernéra nejistý a inflace se podle jeho slov udržitelněji vrátí k cíli až v roce 2025. Z těchto důvodů se domníváme, že polské úrokové sazby zůstanou beze změny až do Q3, kdy očekáváme jejich další snížení (o 25 bb v červenci a říjnu). Vzhledem k dobré kondici tamní ekonomiky očekáváme posilování polského zlotého směrem k úrovním okolo 4,25 PLN/EUR v závěru letošního roku.

Maďarská centrální banka bude pokračovat ve snižování úrokových sazeb.

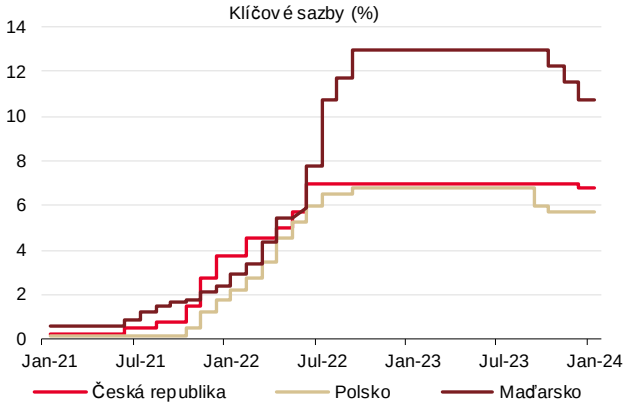
Maďarská centrální banka i v loňském čtvrtém čtvrtletí pokračovala v uvolňování měnových podmínek. Klíčovou tříměsíční depozitní sazbu snížila v průběhu Q4 23 o 225 bb na stávajících 10,75 %. V uvolňování měnové politiky bude podle jejich vyjádření pokračovat. Z posledního zasedání navíc vyplynulo, že ve hře již nemusí být pouze 75bodové „cuty“, tak jak tomu bylo doposud, ale i 100bodové. Náš odhad počítá s poklesem klíčové tříměsíční depozitní sazby na 6,75 % v polovině letošního roku, přičemž na jeho konci by se měla nacházet na 5,5 %. Maďarský forint tak bude politikou centrální banky zřejmě držen v pásmu 375-385 HUF/EUR. Pokud by měna příliš oslabovala, může centrální banka snižování úrokových sazeb zpomalit či dokonce zastavit. V opačném případě může příliš výrazné posilování forintu rozvázat MNB ruce s uvolňováním měnové politiky a vést k jeho zrychlení.

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



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Centrální banky zahájily cyklus snižování úrokových sazeb (%)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, data k 23. lednu

Makroekonomická prognóza



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

Ani přetrvávající slabost ekonomiky nestlačí inflaci na cíl

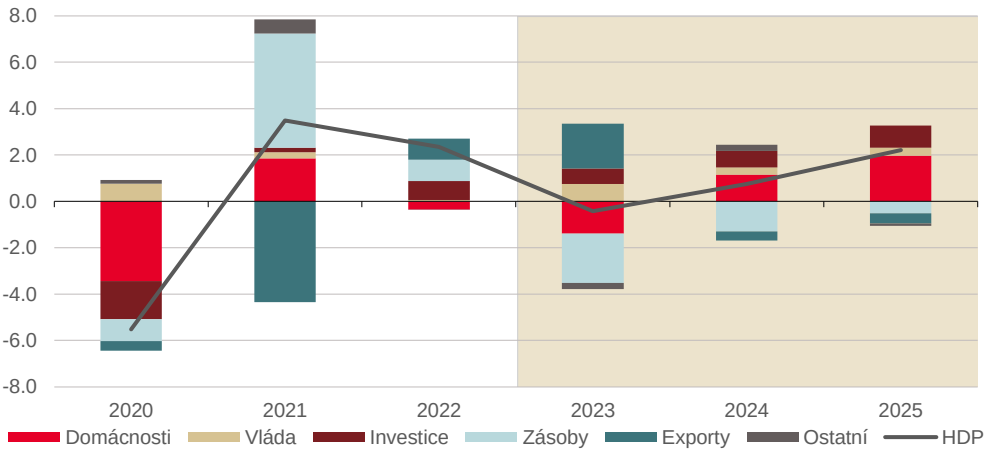
Česká ekonomika již více než rok neroste. Naopak za celý loňský rok podle našeho odhadu reálný HDP klesl o 0,4 %. Hlavním důvodem bylo snížení spotřeby domácností vyvolané hlubokým propadem kupní síly mezd. V letošním roce očekáváme zlepšení hospodářské situace, i když jen velmi pozvolné. Reálné mzdy by měly po dvou letech poklesu opět vzrůst a přispět tak k oživení spotřebitelské poptávky. K tomu by mělo pomoci i postupné rozpouštění nahromaděných úspor domácností. Brzdou vývoje ekonomiky ale pravděpodobně bude nízký výkon průmyslu související se slabou zahraniční poptávkou. Letošní růst HDP tudíž očekáváme ve výši pouhých 0,8 %. Nízká poptávka doma i v zahraničí ale přispívá k rychlému ústupu inflace. Ta by se po loňských 10,7 % měla podle nás letos dostat na průměrných 2,7 %. V důsledku stále vysokého růstu regulovaných cen a jen pozvolna odeznívající jádrové inflace se tak centrální banka dosažení dvouprocentního cíle letos nejspíše ještě nedočká.

Hlavní změny

HDP:
Ekonomika podle nás vloni klesla o 0,4 % a letos poroste o pouhých 0,8 %. Oproti naší říjnové prognóze je odhad pro oba roky horší. Dosavadní vývoj ukazuje, že oživení ekonomiky bude pozvolnější, než jsme se původně domnívali. I přesto by ale k němu mělo docházet. Stejně jako v minulé prognóze očekáváme, že hlavním tahounem tohoto oživení bude postupný nárůst spotřeby domácností podpořený obnoveným růstem reálných mezd a také rozpouštěním vysokých úspor.

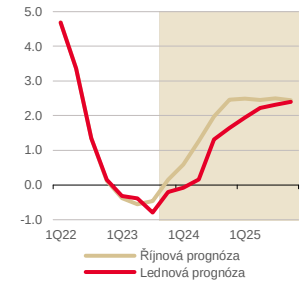
Inflace:
Po loňských 10,7 % by podle našeho odhadu měla letos inflace výrazně klesnout na 2,7 %. V říjnové prognóze jsme však pro rok 2024 očekávali ještě nižší inflaci ve výši 1,9 %. Důvodem přehodnocení je zejména výraznější nárůst regulovaných cen energií od letošního ledna, než s jakým jsme původně počítali. Stejně jako v minulé prognóze nadále čekáme, že jádrová inflace v roce 2024 i 2025 zůstane nad 2% cílem ČNB.

Po loňském poklesu o 0,4 % podle nás ekonomika letos vzroste o pouhých 0,8 % (%, pb, y/y)



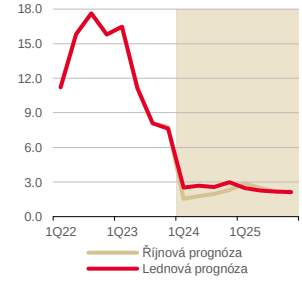
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Změna v prognóze HDP (%, y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Změna v prognóze inflace (%, y/y)



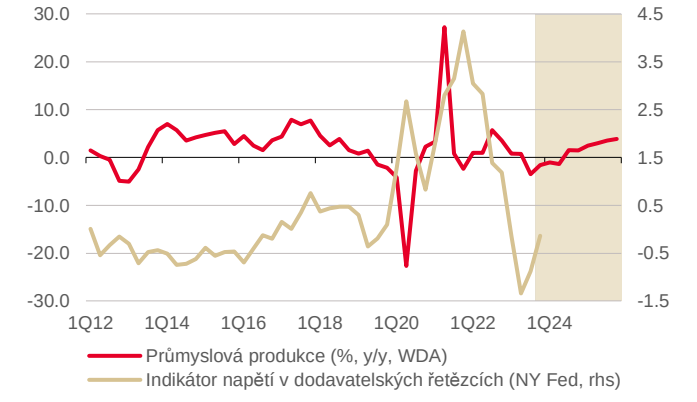
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Silnější domácí poptávka povede k pozvolnému obnovení růstu ekonomiky

Česká ekonomika ve třetím čtvrtletí loňského roku výrazně klesla, především však vlivem tradičně volatilních zásob. Mezičtvrtletně se HDP snížil o 0,6 %, zatímco naše říjnová prognóza očekávala pokles pouze o 0,1 % q/q. O to více ale platí, že úroveň výkonu zůstala nízká poté, co ekonomika v H1 23 zhruba stagnovala a v H2 22 si prošla mírnou recesí. Ekonomická aktivita tak byla v Q3 23 oproti předpandemickému Q4 19 nižší o 1,6 %. Na samotném poklesu v Q3 23 se nižší tvorba zásob podílela z 0,5 pb a její příspěvek k mezičtvrtletní dynamice HDP byl záporný již páté čtvrtletí v řadě. Tempo kumulace zásob se tak postupně vrací do normálu. Z fundamentálního úhlu pohledu v tomto směru působí obnovené fungování dodavatelských řetězců, stejně tak i slabá poptávka. Položka zásob je dlouhodobě spojena s větší mírou nejistoty a často v jejím případě dochází ke statistickým revizím. Celkově by ale sestupný trend měl ještě nějakou dobu pokračovat a zásoby tak přinejmenším letos pravděpodobně zůstanou významnou brzdou hospodářského růstu v ČR. Vývoj ostatních složek HDP rovněž nebyl příznivý. Spotřeba domácností, která v Q2 23 po dlouhé sérii mezičtvrtletních poklesů nadějně vzrostla o 0,6 %, v Q3 23 opět klesla, a to o 0,4 % q/q. Reálná úroveň spotřebitelských výdajů tak odpovídala přelomu let 2016 a 2017 (-9 % v Q3 23 oproti Q4 19). Za hlavní důvod tohoto nepříznivého vývoje lze označit strmý pokles reálných mezd na úroveň konce roku 2017. Fixní investice po rychlém růstu o 4,8 % q/q v Q2 23 klesly v Q3 o 0,6 %. Na tom se nejspíše podílela zhoršená situace

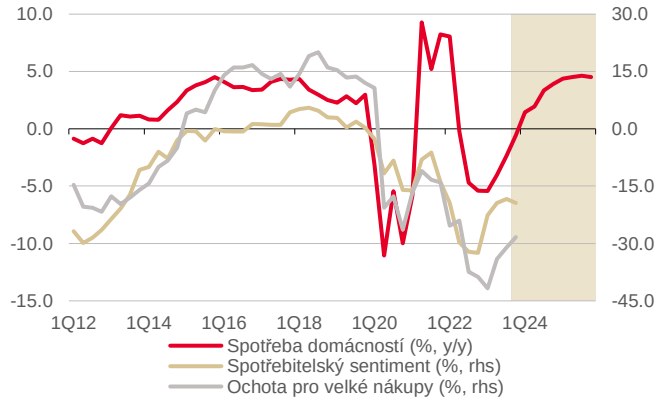
ve zpracovatelském průmyslu, jehož produkce byla v Q3 nižší o výrazných 3,1 % q/q. Důvodem byly zejména dočasné výpadky dodávek výrobních dílů v automobilovém průmyslu. Příspěvek čistého vývozu k mezičtvrtletní dynamice HDP byl ve výsledku v Q3 záporný (-0,1 pb).

Globální dodavatelské řetězce začaly v roce 2023 opět fungovat



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

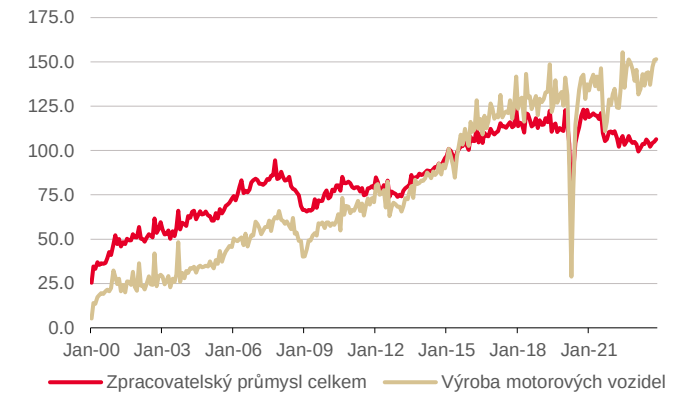
Spotřeba domácností bude hlavním zdrojem oživení ekonomiky



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

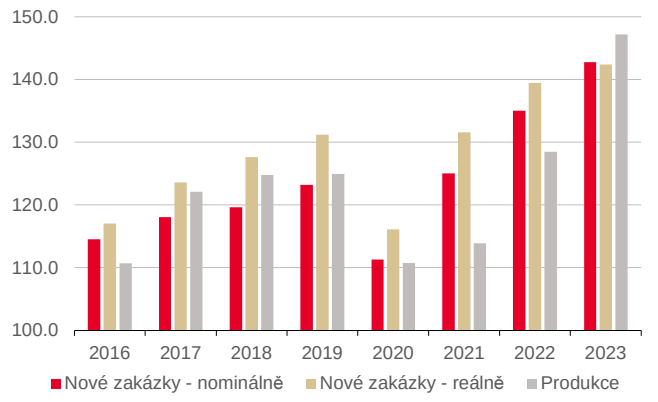
Pro čtvrté čtvrtletí očekáváme nárůst HDP o 0,2 % q/q, což by znamenalo, že za celý loňský rok ekonomika vykázala pokles o 0,4 %. Náš odhad HDP pro Q4 23 tak zůstal oproti říjnové prognóze beze změny. K mírnému oživení ke konci roku podle nás přispěla spotřeba domácností. Ta podle našeho odhadu vzrostla o 0,5 % q/q. Nárůst poptávky v Q4 23 indikují měsíční statistiky tržeb v maloobchodu a službách, a to navzdory stále vysoce podprůměrnému spotřebitelskému sentimentu. Pomoci by měl obnovený mezičtvrtletní růst reálných mezd. V důsledku toho, že došlo k odeznění problémů s dodávkami dílů v automobilovém průmyslu, očekáváme rovněž mezičtvrtletní růst průmyslové produkce. To by se podle nás mělo v Q4 projevit ve zvýšení fixních investic (+0,4 % q/q) a kladném příspěvku čistého vývozu (+0,1 pb), což však pravděpodobně vyvažoval záporný příspěvek změny stavu zásob (-0,4 pb). Celkově byl ale rok 2023 ve znamení hospodářského poklesu souvisejícího s propadem spotřeby domácností a nižší tvorbou zásob. Nejsilnější protiváhou byl pak rychle rostoucí čistý vývoz, který spíše než samotný výkon průmyslu odrážel exporty dříve rozpracovaných výrobků, stejně tak i klesající tuzemskou poptávku. Výkon průmyslu se v roce 2023 výrazně snížil, když podle našeho odhadu odepsal zhruba 1 %. Jedním z faktorů byl pokles zahraniční poptávky, když pro český obchod významná německá ekonomika podle předběžného odhadu vloni klesla o 0,3 %.

Celkový objem nových zakázek se přestal snižovat; výroba aut je na tom lépe než zbytek 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)

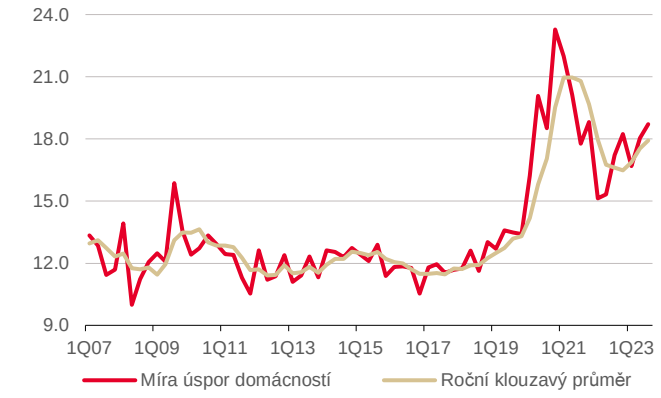


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Všechny tři ukazatele se týkají výroby motorových vozidel. Průměr pro loňský rok je počítán z dostupných dat od ledna do listopadu.

Oživení ekonomiky bude pouze pozvolné a k obnovení její předpandemické úrovně podle naší prognózy dojde až v posledním čtvrtletí letošního roku.

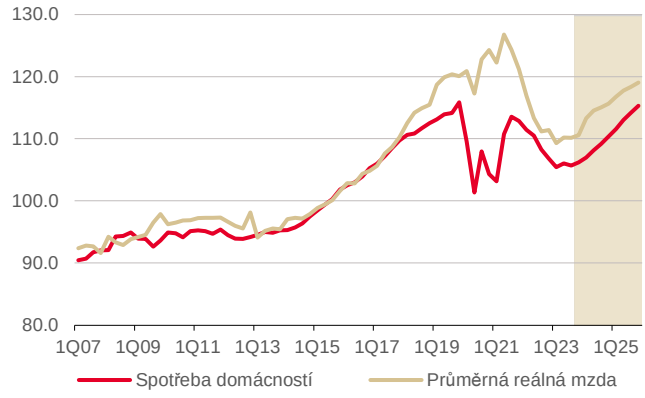
Podle naší prognózy letos tuzemská ekonomika vzroste pouze o 0,8 %, zatímco v příštím roce její růst zrychlí na 2,2 %. Ve srovnání s naší minulou prognózou jde o horší výhled, když původně jsme pro rok 2024 čekali růst o 1,6 % a pro rok 2025 o 2,5 %. Hlavním zdrojem letošního mírného hospodářského oživení by podle nás měla být vyšší spotřeba domácností. Tu by měl podpořit obnovený růst reálných mezd a také postupné rozpouštění vysokého stavu nahromaděných úspor. I přesto si nadále myslíme, že oživení spotřeby bude pouze pozvolné, když k dosažení její předpandemické úrovně podle naší prognózy dojde až v H1 26. Na to ukazuje i skutečnost, že část úspor je držena v méně likvidních spořících a investičních instrumentech. Lze navíc předpokládat, že některé domácnosti své úspory budou směrovat spíše na nemovitostní trh. Poptávka po vlastním bydlení a investice do nemovitostí byly v posledních dvou letech utlumeny vysokými úrokovými sazbami. Nyní, když sazby začínají klesat, dochází podle posledních dat k oživení na trhu nemovitostí. Růst by podle nás v roce 2024 měly také fixní investice. Přispět by k tomu měl trvající nedostatek pracovních sil, snahy o energetické úspory související s vysokými cenami energií a celkový tlak na udržitelnější způsoby výroby. Vláda pak slibuje investice do dopravní infrastruktury. Investiční aktivitu ve všech těchto oblastech by navíc měly podpořit fondy EU. Záporný příspěvek k růstu ekonomiky letos očekáváme od již zmíněných zásob, a také čistého vývozu. Ten by měl odrážet postupné vyprchávání pozitivního efektu odložených exportů a slabý vývoj průmyslu. Průmyslová produkce po poklesu v roce 2023 bude podle nás letos zhruba stagnovat, a to navzdory námi předpokládanému obnovení jejího růstu od Q2 24. Oživení domácí poptávky by zároveň mělo vést k nárůstu dovozů. Celkově by se ekonomika podle našeho odhadu měla po celý letošní rok nacházet pod svým potenciálem. Z části k tomu přispěje utažená měnová politika a fiskální konsolidace. Náš letošní odhad HDP je však spojen s celou řadou nejistot. Ty se týkají hlavně míry oživení domácí poptávky, která bude odvislá od letošního růstu mezd a vývoje inflace, stejně tak i výkonu ostatních ekonomik.

Na horizontu prognózy očekáváme postupné rozpouštění dosud rychle rostoucích úspor (v % disponibilních příjmů, SA)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Obnovený růst reálných mezd přispěje k oživení spotřeby domácností (2015=100)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

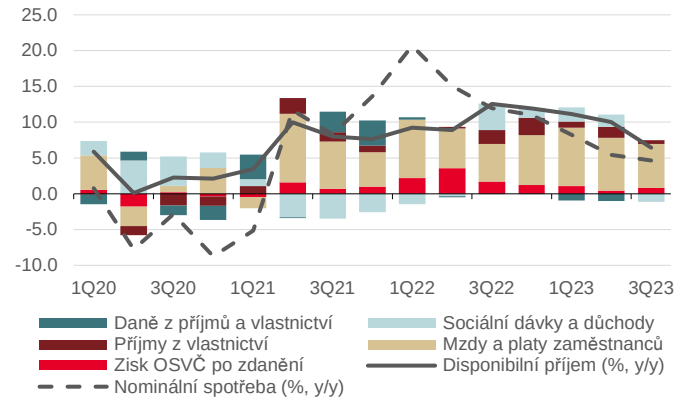
Reálné mzdy opět porostou a pomůžou k vyšším útratám domácností

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.

Růst mezd podle nás letos dosáhne 6,9 % a mírně tak zpomalí z loňských 7,7 %. Ve srovnání s říjnovou prognózou jsme náš odhad pro rok 2023 ponechali beze změny, zatímco ten pro letošní rok jsme snížili z původních 7,6 %. Souběžný výrazný ústup inflace by měl dopomoci k obnovení růstu reálných mezd po dvou letech jejich poklesu. V souhrnu za roky 2022 a 2023 se kupní síla průměrné mzdy snížila o přibližně 11 %. Pro letošek očekáváme nárůst o 4,2 %. Kompenzace předchozího poklesu by tak měla být pouze částečná, což je další důvod pro pouze povolné oživení spotřeby domácností. Na předpandemickou úroveň by se reálné mzdy měly podle naší prognózy dostat až v průběhu roku 2026. Pro pokračující růst nominálních mezd hovoří především trvající nedostatek

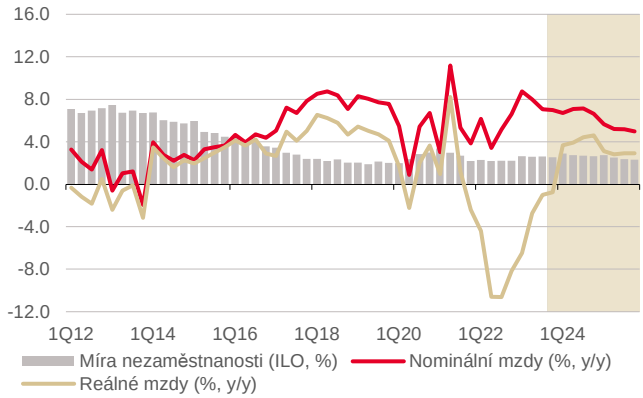
pracovních sil a dobrá finanční situace podnikového sektoru, kterému se v uplynulých čtvrtletích rychle zvyšovala ziskovost. V důsledku slabé poptávky a pokračujícího růstu mezd lze očekávat pozvolné narovnávání nesouladu mezi podílem zisků a mezd na přidané hodnotě, jehož jsme byli dosud svědky. Slabý výkon ekonomiky se zatím neprojevil ve výraznějším nárůstu nezaměstnanosti a podle nás k tomu nedojde ani na horizontu prognózy. Stejně jako v té minulé očekáváme setrvání obecné míry nezaměstnanosti (ILO) na celém horizontu prognózy pod 3 % a v případě podílu nezaměstnaných osob pak pod 4 %.

Vliv rychle se zvyšujících starobních důchodů a sociálních dávek na růst disponibilních příjmů domácností vyprchal



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Reálné mzdy začnou letos opět meziročně růst, když pomůže přetrvávající nízká nezaměstnanost a výrazný pokles inflace



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Inflace letos výrazně klesne, na dosažení 2% cíle to ale stačit nebude

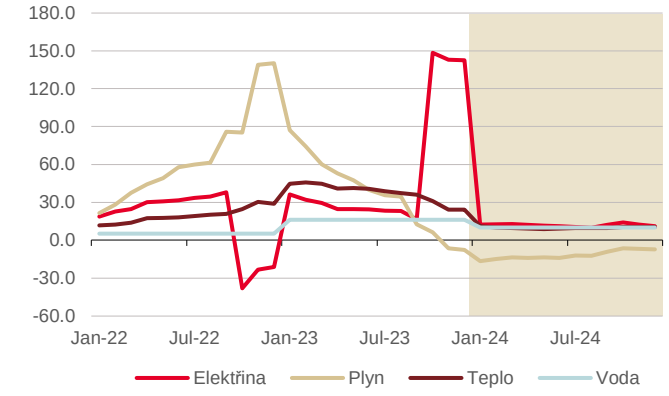
Růst spotřebitelských cen se v loňském závěrečném čtvrtletí vyvíjel zhruba v souladu s našimi očekáváními. Inflace v Q4 23 dosáhla v průměru 7,6 % y/y, což bylo pouze o desetinu méně, než jsme čekali. V říjnu došlo k výraznému nárůstu inflace z 6,9 % na 8,5 % y/y z důvodu čistě technického vlivu nižší srovnávací základny konce roku 2022, kdy byl zaveden úsporný energetický tarif. Tento vliv však v průběhu posledních dvou měsíců loňského roku slábl a do vývoje inflace se propsal také dlouho očekávaný pokles cen potravin a nadále slabá poptávka. V prosinci se tak meziroční inflace vrátila na zářijových 6,9 % a po odečtení efektu nižší statistické základny by podle ČSÚ již činila 4,2 %. Slabá poptávka byla patrná hlavně ve vývoji jádrové inflace, která v Q4 23 klesla v průměru na 3,9 % y/y po 5,9 % v Q3, což bylo plně v souladu s naší prognózou z října. Meziměsíční jádrová inflace byla oproti začátku roku 2023 výrazně nižší. I tak se ale s koncem roku postupně zvyšovala, v anualizovaném vyjádření ke 3 %. Podle nás to může být indikace částečného oživení spotřebitelské poptávky.

Výrazný růst regulovaných cen energií nakonec v letošním roce udrží celkovou inflaci nad 2 %.

Inflace v lednu podle našeho odhadu klesla mírně pod 3 % y/y, kde by měla zůstat po velkou část letošního roku. Za celý rok 2024 očekáváme inflaci v průměru na 2,7 %. To je výrazně více, než ukazovala naše říjnová prognóza (1,9 %). Hlavním důvodem je ke konci loňského roku ohlášený výraznější než námi očekávaný nárůst regulovaných cen energií. Regulovaná část spotřebitelské ceny elektřiny se podle Energetického regulačního úřadu od ledna zvýší v průměru o 65,7 %, u plynu pak o 38,8 %. Ve výsledku by se tak konečná cena elektřiny pro domácnosti měla v letošním roce podle nás zvýšit o přibližně 12 %. U plynu naopak očekáváme zhruba 12% pokles, když podíl regulované složky je v tomto případě o poznání nižší, stejně tak i rozsah jejího nárůstu. Vývoj průměrné ceny elektřiny pravděpodobně nepříznivě ovlivní i postupný konec dříve uzavřených fixací za výrazně lepších podmínek, který bude vyvažovat pokles u zákazníků dosud platících ceny na úrovni vládního stropu. K významnému růstu cen v roce 2024 podle všeho dojde i u dodávek tepla a vody (kolem +10 %), kde bude navíc působit zvýšení sazby DPH z 10 % na 12 %. Růst zřejmě vykáží i ceny ve veřejné dopravě, jak již ukázala data za prosinec. Celkově naše prognóza pro

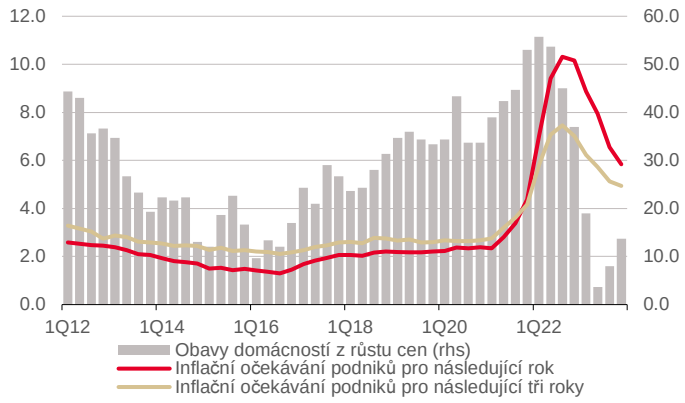
letošní rok očekává zvýšení regulovaných cen o 4,6 %, na čemž se podepisuje také zdražení roční dálniční známky o 53 % od března 2024.

S výjimkou zemního plynu letos očekáváme zdražení u většiny energií v průměru o zhruba 10 % (%, y/y)



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

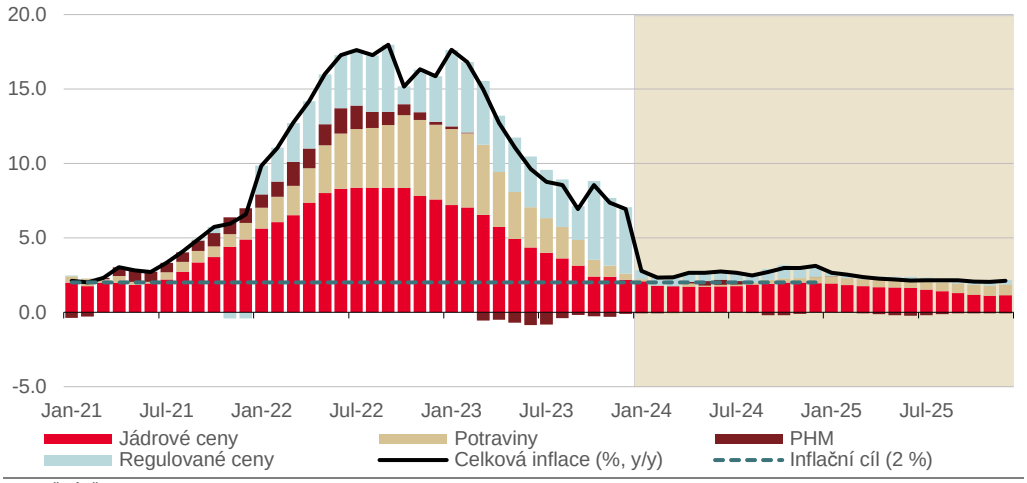
Inflační očekávání podniků zůstávají na zvýšených úrovních, zatímco obavy domácností z růstu cen se mírně zvýšily (%)



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

Prognóza inflace je ovlivněna množstvím změn nepřímých daní. Ty vešly v platnost se zavedením opatření tzv. konsolidačního balíčku začátkem letošního roku. Zatímco základní sazba DPH zůstává beze změny na 21 %, místo dvou snížených sazeb 15 % a 10 % byla od ledna zavedena pouze jedna ve výši 12 %. Z hlediska výpočtu inflace váhově nejvýznamnější skupinou položek spotřebního koše, u kterých došlo k poklesu sazby DPH, jsou stavební práce a potraviny (s výjimkou nápojů). V obou případech se sazba snížila z 15 % na 12 %. Vyjma stavebních prací ale většina služeb pocítila zvýšení DPH. To se týká např. stravovacích, ubytovacích a kadeřnických služeb, stejně tak i vstupného na sportovní a kulturní akce. Celkový dopad změn DPH do letošní inflace odhadujeme ve výši -0,4 pb a podrobněji ho popisujeme zde: https://bit.ly/VAT_changes_CZ. Tento efekt působící na nižší inflaci v letošním roce však bude podle našeho odhadu plně kompenzován zvýšením spotřebních daní na tabákové výrobky a alkohol. Celkově tak očekáváme, že dopad změn nepřímých daní na inflaci bude letos zhruba neutrální. Spotřební daně z tabákových výrobků a alkoholu se budou zvyšovat také v dalších letech. V rozmezí let 2025 až 2027 dojde podle našeho odhadu v důsledku periodické úpravy spotřebních daní ke zvýšení inflace o 0,2 pb v každém ze zmíněných roků.

Inflace podle nás letos klesne na 2,7 % po loňských 10,7 % (%, pb, y/y)



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

Jádrová inflace bude odeznívat jen pomalu a v letošním i příštím roce zůstane nad dvouprocentním cílem ČNB. Přispěje k tomu i námi očekávané oživení spotřebitelské poptávky.

Z hlediska struktury v letošním roce očekáváme stále relativně vysokou jádrovou inflaci, konečné ceny potravin by naproti tomu měly mírně klesnout. Ceny potravin včetně všech nápojů a tabáku (cenový agregát sledovaný ČNB) bez zahrnutí daně z přidané hodnoty by podle naší prognózy měly v letošním roce vzrůst v průměru pouze o 0,6 %. Potraviny již koncem roku 2023 vykazovaly nižší cenovou dynamiku, když se zpožděním začaly reflektovat nižší ceny potravinářských a zemědělských výrobců. Tento pozitivní vliv by měl pokračovat i v roce 2024 a přispět k nižšímu růstu, než k jakému podle nás dojde u jádrových cen. Po započtení DPH očekáváme, že konečné ceny potravin letos klesnou v průměru o necelé procento. Dopad změn sazeb DPH v rámci cenového agregátu potravin odhadujeme na -1,4 pb, když vliv nižší DPH na potravinářské výrobky je částečně kompenzován zvýšením DPH u nealkoholických nápojů z 15 % na 21 %. V případě jádrové inflace odhadujeme její snížení z loňských 7,6 % na letošních 3,2 %. Nad dvouprocentním cílem by dynamiku jádrových cen měly udržet dopady vyšší DPH v oblasti služeb, oživení poptávky a napjatý trh práce. Vliv mohou mít i sekundární dopady plynoucí z výrazného nárůstu regulovaných cen energií u firem. Na konci letošního roku by přitom jádrová inflace měla podle naší prognózy zrychlit ke 3,5 % y/y. Důvodem však bude nižší srovnávací základna druhé poloviny loňského roku, kdy oproti H1 23 došlo k významnému zmírnění dynamiky jádrové inflace. Stejný profil vývoje bychom měli pozorovat v případě regulovaných cen, když tržní části cen energií začaly v H2 23 klesat. Ve výsledku koncem roku 2024 očekáváme i mírné zrychlení celková inflace, a to na zhruba 3 % y/y.

Po loňských 10,7 % letos očekáváme celkovou inflaci ve výši 2,7 % a příští rok její další pokles na 2,2 %. Jádrová inflace by v letošním i příštím roce měla setrvat nad dvouprocentním cílem centrální banky. V roce 2025 čekáme jádrovou inflaci na 2,4 %, když by mělo pokračovat oživení spotřebitelské poptávky podpořené obnoveným růstem reálných mezd. Nebýt ale vlivu změn spotřebních daní (+0,2 pb), byla by celková inflace v roce 2025 na cíli. Proinflačním rizikem naší prognózy jsou obnovené problémy v námořní dopravě působící na nárůst jejích cen.

Měnová politika



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

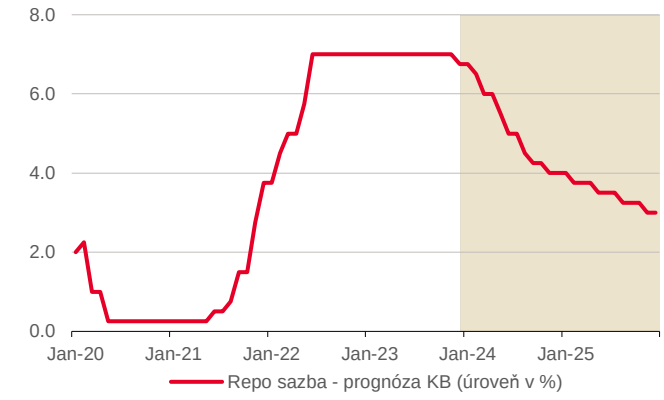
Jak moc letos sazby ČNB klesnou, rozhodne lednová inflace

Česká národní banka bude podle nás letos pokračovat se snižováním úrokových sazeb, které započala těsně před Vánoci. Vliv na to bude mít nadále slabý výkon ekonomiky a významný pokles inflace. Zpočátku roku ale zůstane bankovní rada ještě opatrná, když rychlejší tempo poklesu sazeb očekáváme až po zveřejnění lednové inflace. Ta bude zároveň pravděpodobně klíčovým faktorem, který rozhodne o tom, jak moc nakonec půjdou sazby v letošním roce dolů. My do konce roku 2024 očekáváme pokles repo sazby na 4 % a politicky neutrální hladiny 3 % by měla dosáhnout až na konci roku 2025. Měnová politika tak v obou letech pravděpodobně zůstane v restriktivním módu. Důvodem podle nás bude pouze pozvolné odeznívání jádrové inflace.

Centrální banka se oproti své prognóze úrokových sazeb nachází tzv. za křivkou a její politika je tedy touto optikou přísnější, než by bylo optimální.

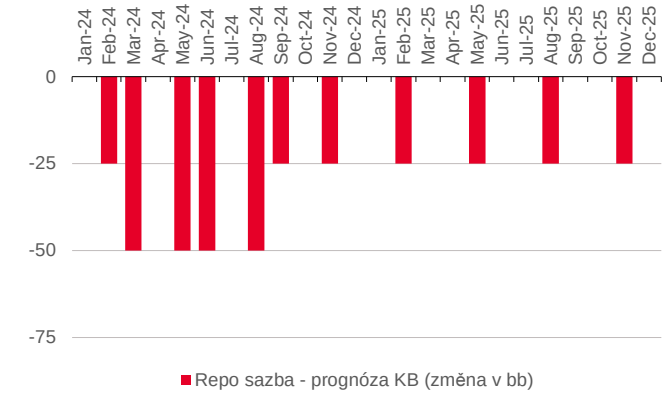
Pokles tuzemské ekonomiky v Q3 23 byl hlubší, než centrální banka čekala, inflace se ovšem vyvíjela zhruba v souladu s její prognózou. ČNB očekávala, že HDP v Q3 23 klesne o 0,2 % q/q oproti skutečným -0,6 % q/q. Za listopadovou prognózou ČNB zaostaly čistý vývoz a fixní investice, zatímco vývoj spotřeby domácností zcela naplnil předpoklad centrální banky. V podstatě stejně tomu bylo i v případě růstu průměrné nominální mzdy, který v Q3 23 činil 7,1 % y/y (oproti 7,0 % v prognóze ČNB). Inflaci centrální banka pro Q4 23 předpovídala v průměru na 7,5 % y/y, tedy o desetinu nižší než byla skutečnost. Jádrová inflace ale naopak skončila nepatrně pod prognózou ČNB (4,0 % y/y vs skutečnost 3,9 %). Dosavadní vývoj lze tudíž zejména v důsledku slabší ekonomiky hodnotit ve srovnání s prognózou ČNB jako mírně protiinflační. To jen umocňuje skutečnost, že tuzemská měnová politika je nyní přísnější, než by podle prognózy ČNB bylo optimální. Podle té měla totiž základní repo sazba v Q4 23 klesnout na průměrných 6,5 %, ve skutečnosti však v průměru setrvala na 7,0 %. Bankovní rada sice nakonec ke snížení úrokových sazeb přistoupila, avšak až v závěru roku, což průměr za celé Q4 ovlivnilo jen nepatrně. Na prosincovém zasedání úrokové sazby snížila o 25 bb a repo sazba tak nyní činí 6,75 %. Kurz koruny oslabil z průměrných 24,1 CZK/EUR v Q3 23 na 24,5 CZK/EUR v Q4 23 a byl tak oproti centrální bankou očekávaným 24,6 CZK/EUR mírně silnější.

Na konci letošního roku podle nás repo sazba klesne na 4 %, politicky neutrální hladiny 3 % ale dosáhne až na konci roku 2025



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rychlejší snižování úrokových sazeb ČNB očekáváme až po zveřejnění lednové inflace



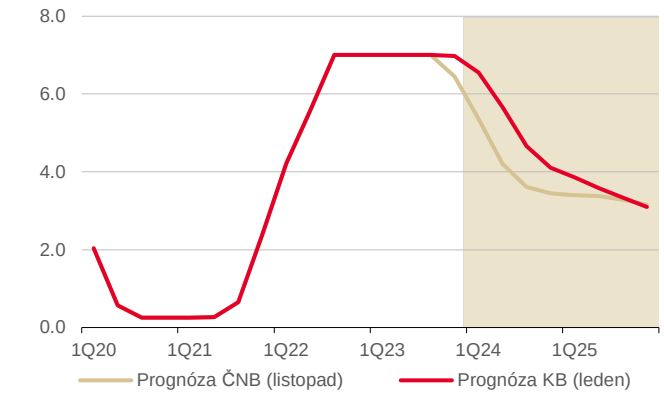
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Bankovní rada podle nás ze začátku letošního roku zůstane ještě opatrná, ostych vůči rychlejšímu snižování úrokových sazeb by měl ale opadnout po zveřejnění lednové inflace. Obavy kolem její výše bankovní rada delší dobu komunikuje a ty pravděpodobně zároveň byly hlavním důvodem proč snížení úrokových sazeb ČNB bylo v loňském roce pouze kosmetické. Domníváme se tudíž, že únorové zasedání, jež se koná přesně týden před

Slabý výkon ekonomiky by měl v letošním roce vést k rychlému poklesu úrokových sazeb ČNB. Repo sazba své politicky neutrální úrovně ve výši 3 % ale podle nás dosáhne až na konci roku 2025, a to kvůli pouze pozvolnému odeznívání jádrové inflace.

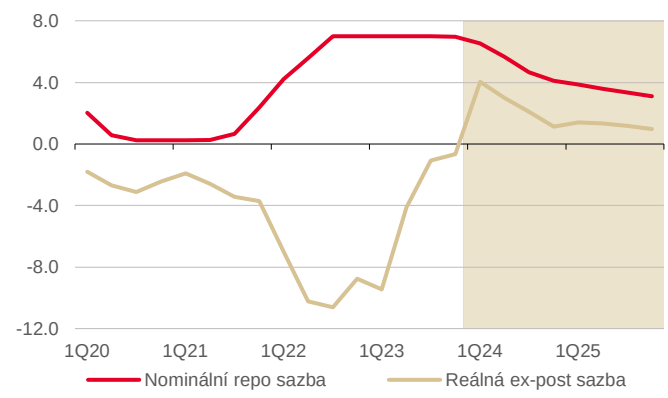
zveřejněním lednové inflace, bude stejně jako v prosinci ve znamení snížení sazeb o 25 bb. Nemyslíme si ale, že by bankovní rada únorové snížení sazeb vůbec nedoručila. Jistý holubičí obrat ve smýšlení bankovní rady byl zřejmý ze zápisu z prosincového jednání. Z něho je patrný zvýšený důraz na stále silnější dezinflační signály přicházející z ekonomiky. Pozornost kolem vývoje úrokových sazeb se tak bude koncentrovat na lednovou inflaci, která bude zveřejněna 15. února. Ta z velké části pravděpodobně rozhodne o tom, kam až sazby ČNB nakonec letos klesnou. Je totiž obvyklé, že lednový údaj zároveň nastaví úroveň, kolem které se bude meziroční inflace pohybovat po zbytek roku. A právě vývoj meziroční inflace hrál v dosavadní komunikaci bankovní rady klíčovou roli. Jak bylo zmíněno výše, očekáváme, že v lednu meziroční inflace klesne mírně pod 3 % a dostane se tak do tolerančního pásma ČNB (+/-1 pb kolem 2% cíle). Tento příznivý vývoj spolu s přetrvávající slabou ekonomikou by měl vést k tomu, že bankovní rada urychlí tempo snižování úrokových sazeb. Od března do srpna včetně očekáváme na každém zasedání snížení sazeb o 50 bb a v polovině roku by se tak základní repo sazba měla nacházet poblíž 5 %. Tím se částečně zmírní nesoulad mezi stavem ekonomiky a výší úrokových sazeb. V září a listopadu podle naší prognózy sazby půjdou dolů již pouze o standardních 25 bb a v prosinci zůstanou beze změny. Na konci letošního roku by tak repo sazba měla dosáhnout 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 expertů ČNB. Teprve na konci roku 2025 by tudíž repo sazba měla klesnout na politicky neutrální úroveň 3 %.

Pokles repo sazby bude podle nás pomalejší, než indikuje prognóza ČNB (%)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Působení měnové politiky bude kvůli rychlému poklesu inflace a stále vysokým sazbám v letošním roce silně restriktivní (%)



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

Měnová politika ČNB tedy v letošním i příštím roce pravděpodobně setrvá v restriktivním módu. Struktura inflace bude ve skutečnosti méně příznivá než celkový údaj. Jádrová inflace se podle naší prognózy po celý letošní rok udrží poblíž 3% y/y hranice či mírně nad ní. Jak je uvedeno v kapitole popisující makroekonomickou prognózu, tak ke konci roku v důsledku nižší srovnávací základny předvídáme nárůst jádrové inflace ke 3,5 % y/y. Podobně i ČNB ve své poslední prognóze odhadovala jádrovou inflaci v roce 2024 na průměrných 3 %. A právě dostatečným poklesem jádrové inflace guvernér Michl podmiňoval pokles úrokových sazeb. Důraz na jádrovou inflaci je patrný také ve vyjádřeních ostatních členů bankovní rady. S ohledem na námi očekávaný vývoj jádrové inflace tak nevidíme velkou šanci na to, že se úrokové sazby do konce roku dostanou pod 4 %. Postup bankovní rady podle nás zůstane nadále obezřetný, a proto si nemyslíme, že by na jednom zasedání mohlo dojít k většímu snížení sazeb než o 50 bb. Naše prognóza úrokových sazeb zůstává spojena s velkou nejistotou, když další kroky ČNB budou podle nás odvislé od nově zveřejněných dat, potažmo rizik působících na vývoj inflace. Z naší trajektorie úrokových sazeb vyplývá, že politika centrální banky zůstane přísnější, než by bylo podle prognózy ČNB třeba. To se spolu s dalšími vlivy promítne do pouze pozvolného oživení české ekonomiky.

Fiskální politika



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

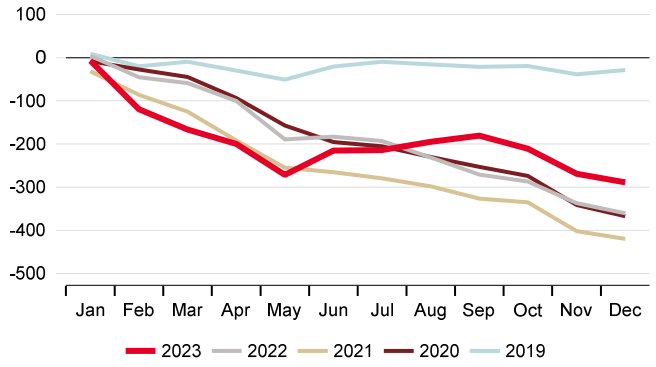
Růst zadlužení zpomaluje

Loňský deficit státního rozpočtu ve výši 288,5 mld. CZK byl oproti plánu lehce mírnější. Letos by se měl schodek vlivem konsolidačního úsilí vlády v kombinaci s odezněním některých mimořádných podpůrných opatření a oživením domácí ekonomiky snížit k 250 mld. CZK. Deficit veřejných financí tak po čtyřech letech poklesne viditelně pod 3 % HDP. Celkový veřejný dluh sice dále poroste, v poměru k nominálnímu hrubému domácímu produktu ale jen pozvolně.

Loňský rozpočet v souladu s plánem

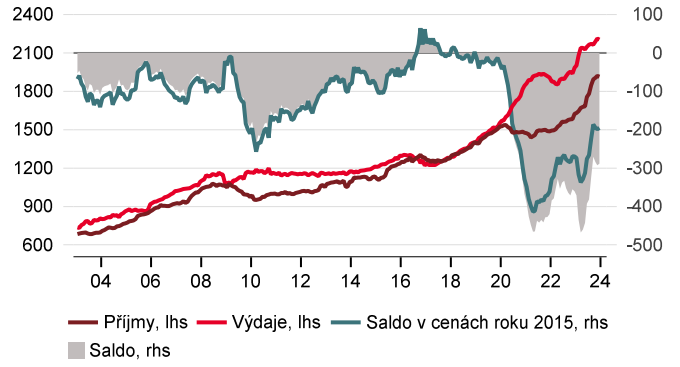
Státní rozpočet uzavřel rok 2023 se schodkem 288,5 mld. CZK. V meziročním srovnání se jedná o 71,9 mld. CZK mírnější deficit a oproti schváleným 295 mld. CZK pak o 6,5 mld. CZK lepší výsledek. V samotném prosinci se schodek stejně jako v předchozích dvou měsících prohloubil. Stát sice inkasoval druhou zálohu na tzv. windfall tax (WFT) a závěrečnou splátku DPPO, avšak proti tomu v závěru roku tradičně narůstají běžné i kapitálové výdaje. Část z mimořádných výdajů (ve výši zhruba 14 mld. CZK) souvisejících s kompenzacemi firem bude vyplacena ještě začátkem letošního roku.

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



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

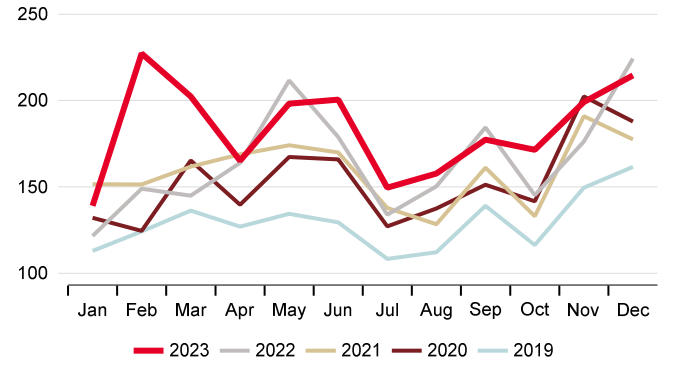
Příjmy a výdaje státního rozpočtu (mld. CZK, 12M kumulace)



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

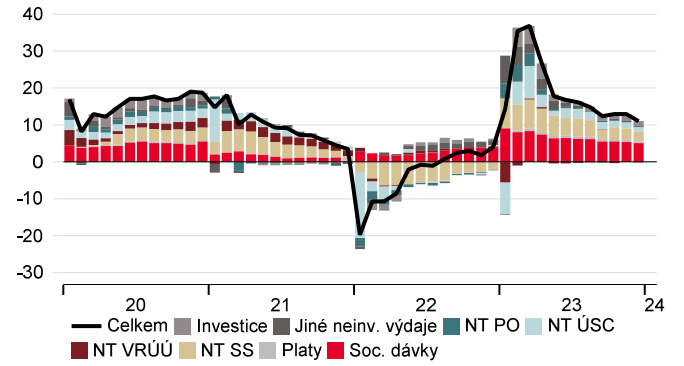
Výdaje za rok 2023 meziročně vzrostly o 217,8 mld. CZK (+11 %). Podepsal se na tom zejména nárůst váhově nejvýznamnějších sociálních dávek (100,1 mld. CZK), což odráželo především navýšení důchodů (97,1 mld. CZK). Samotný systém důchodového pojištění loni dosáhl rekordního schodku ve výši 73 mld. CZK (po -21 mld. v roce 2022). K meziročnímu nárůstu výdajů dále přispěly kompenzace domácnostem a firmám za vysoké ceny energií, vyšší investice, dražší obsluha státního dluhu, navýšené výdaje na platy zaměstnanců základních a středních škol a rovněž vyšší platby za státní pojištěnce.

Výdaje státního rozpočtu (mld. CZK, nekumulovaně)



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

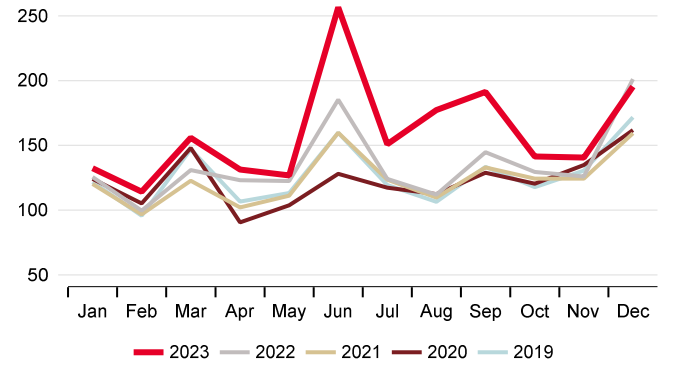
Výdaje st. rozpočtu (%, pb, y/y, kumulace od začátku roku)



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

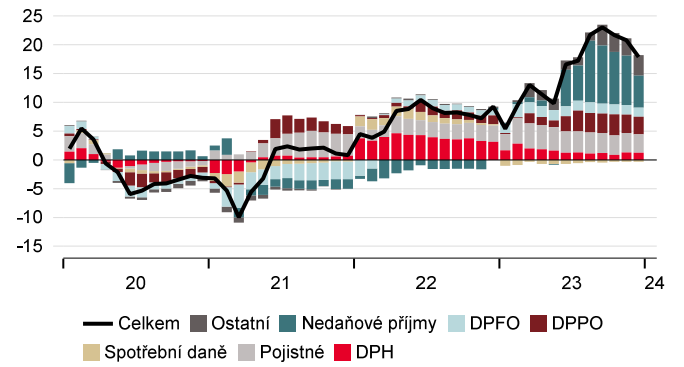
Celkové příjmy od začátku roku byly meziročně vyšší o 289,7 mld. CZK a relativně o 17,8 %. K nárůstu příjmů nejvíce přispěly mimořádné daně v podobě WFT a odvodu z nadměrných příjmů výrobců elektřiny, dále prostředky z EU (Národní plán obnovy), pojistné na SZ, DPPO a dividenda z ČEZu. Naopak inkaso váhově druhé nejvýznamnější příjmové položky, kterou je DPH, odráželo svým celoročním nárůstem pouze o 5,8 % útlum spotřeby domácností v souvislosti s poklesem reálných mezd a přetrvávající vysokou mírou úspor. Určitým příslibem oživení spotřeby domácností v letošním roce však mohou být vyšší měsíční inkasa DPH v listopadu a prosinci. Na druhé straně nárůst výběru DPPO (bez WFT) meziročně o 33,1 %, které překročilo celoroční plán o výrazných 28,3 %, potvrzuje solidní ziskovost firem.

Příjmy státního rozpočtu (mld. CZK, nekumulovaně)



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

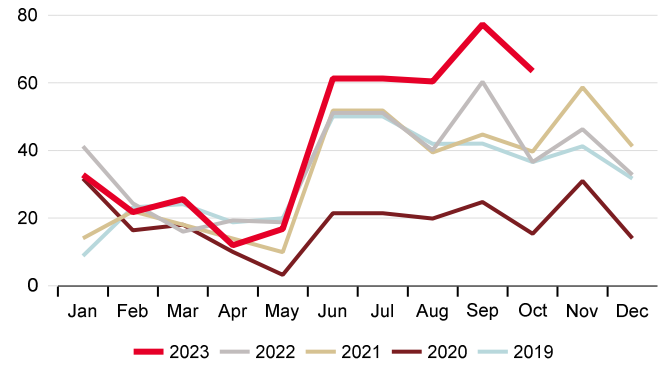
Příjmy státního rozpočtu (%, pb, y/y, kumulace od začátku roku)



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

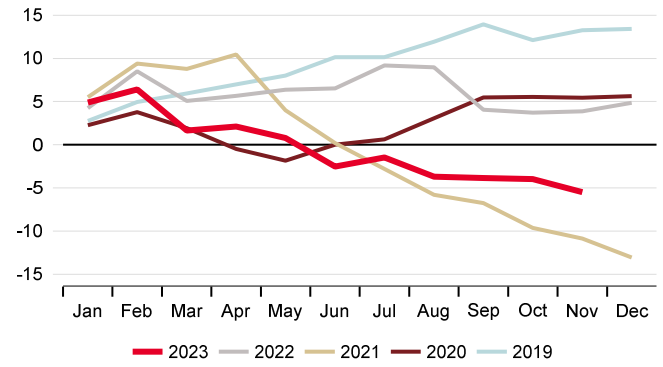
Rozpočty územních samospráv do konce loňského října hospodařily s přebytkem 63,4 mld. CZK. Meziročně vyšší příjmy (o 86,8 mld. CZK, +14,4 %) překonaly nárůst výdajů (o 59,9 mld. CZK, +10,6 %), což vyústilo v meziroční zvýšení kladného salda hospodaření o 26,9 mld. CZK. Nadále pokračuje kumulace prostředků územních samosprávných celků na bankovních účtech. Ke konci září měly podle dat Ministerstva financí obce a kraje na účtech celkem 492,8 mld. CZK, zatímco jejich dluh činil 90,8 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

Letos deficit státního rozpočtu poklesne na 250 mld. CZK

Ke zmírnění deficitu státního rozpočtu přispěje konsolidační balíček. Svou roli však sehraje i očekávané oživení domácí ekonomiky a zrušení opatření souvisejících s vysokými cenami energií. Zmíněné faktory bude v letos dle 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.

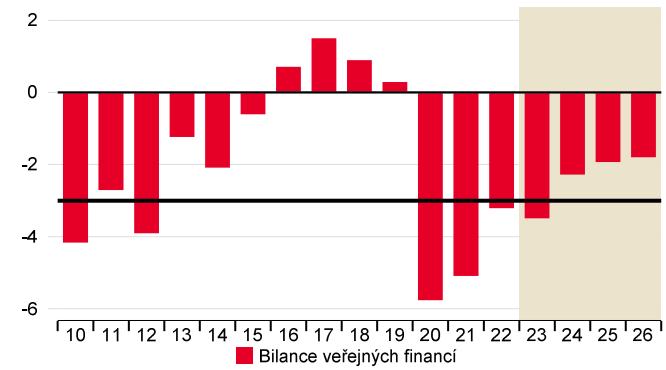
Mírné snižování schodku státního rozpočtu očekáváme v souladu se střednědobým výhledem Ministerstva financí i v dalších letech. V roce 2025 by tak deficit měl dosáhnout 235 mld. CZK a v roce 2026 potom 220 mld. CZK.

Dynamika veřejných financí

	2021	2022	2023e	2024f	2025f	2026f
Bilance veřejných financí (% HDP)	-5,1	-3,2	-3,5	-2,3	-1,9	-1,8
Fiskální úsilí (pb HDP)	-0,8	0,6	0,2	0,5	0,1	0,0
Veřejný dluh (mld. CZK)	2 566,7	2 997,6	3 285,6	3 535,6	3 770,6	3 990,6
Veřejný dluh (% HDP)	42,0	44,2	44,7	46,1	47,0	47,7

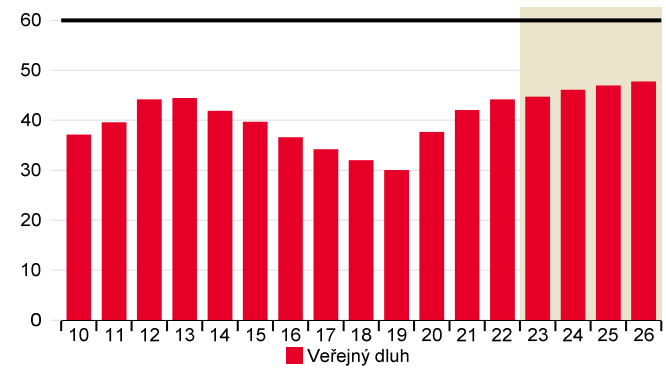
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn. Fiskální úsilí je měřeno jako meziroční změna salda operace sektoru vládních institucí očištěného o ekonomický cyklus a jednorázové operace v poměru k HDP v pb.

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

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

Letošní hospodaření veřejných financí podle nás skončí v poměru k HDP s výrazně nižším deficitem ve výši 2,3 % HDP po loňských 3,5 % HDP.

Letos očekáváme výrazné zmírnění deficitu veřejných financí na 2,3 % HDP. Deficit veřejných financí jako celku by měl být 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. Dluh veřejného sektoru v poměru k HDP v období 2024-2026 poroste podle našeho odhadu v průměru o 1 pb ročně, aby v roce 2026 dosáhl 47,7 % 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 letošním roce poklesne z loňských 2,5 % HDP na 2,0 % 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

	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	2022	2023	2024	2025	2026	2027
HDP a jeho struktura														
HDP (reálně, y/y, %)	-0,4	-0,8	-0,2	-0,1	0,2	1,3	1,6	1,9	2,4	-0,4	0,8	2,2	2,2	1,9
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	-4,0	-2,4	-0,6	1,5	1,9	3,3	3,9	4,4	-0,8	-3,1	2,7	4,5	2,7	1,7
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	3,8	3,9	4,4	3,4	2,2	0,7	0,2	0,6	0,3	3,8	1,6	1,7	1,6	2,0
Fixní investice (reálně, y/y, %)	3,8	3,9	3,4	4,9	0,8	2,2	2,6	3,1	3,1	2,5	2,6	3,4	2,8	2,2
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	2,5	1,1	1,2	-0,2	-0,4	-0,3	-0,6	-0,5	0,9	1,9	-0,4	-0,4	0,1	0,2
Zásoby (příspěvek do y/y)	-2,5	-2,5	-2,7	-2,6	-1,1	-0,9	-0,6	-0,6	0,9	-2,1	-1,3	-0,5	-0,1	0,1
Měsíční data z reálné ekonomiky														
Zahraniční obchod (mld. CZK)	36,9	-0,6	68,3	59,2	52,8	7,7	25,4	67,8	-204,8	143,6	145,0	140,9	164,2	204,7
Vývozy (nominálně, y/y, %)	0,6	-7,1	0,2	0,3	0,9	9,1	2,6	6,7	13,6	0,8	3,0	6,1	6,1	7,5
Dovozy (nominálně, y/y, %)	-8,7	-12,3	-10,1	-1,5	-0,5	8,2	6,8	6,2	18,5	-6,8	3,1	6,4	5,8	6,9
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	0,8	-3,5	-1,6	-1,0	-1,3	1,5	1,4	2,5	2,8	-0,9	0,2	3,2	3,6	3,7
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	-4,1	-2,3	0,0	-5,9	1,0	4,8	7,1	6,7	3,6	-1,8	1,7	4,0	3,0	3,8
Maloobchod (reálně, y/y, %)	-6,0	-3,2	-0,3	1,6	4,0	4,3	3,6	2,6	-3,1	-4,2	3,4	2,3	2,1	1,6
Trh práce														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	8,0	7,1	7,0	6,7	7,1	7,1	6,6	5,6	5,3	7,7	6,9	5,2	4,5	4,3
Mzdy (reálně, y/y, %)	-2,7	-1,0	-0,7	3,7	3,9	4,4	4,6	3,1	-8,4	-2,7	4,2	2,9	2,3	2,1
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	3,5	3,6	3,6	3,9	3,6	3,7	3,6	3,8	3,4	3,6	3,7	3,5	3,3	3,5
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,6	2,6	2,6	2,9	2,7	2,7	2,6	2,7	2,2	2,6	2,7	2,5	2,4	2,6
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	1,7	1,4	1,4	0,7	0,2	0,2	0,3	0,5	-0,8	1,4	0,4	0,5	0,3	0,0
Spotřebitelské a výrobní ceny														
Inflace (y/y, %)	11,1	8,1	7,6	2,5	2,7	2,6	3,0	2,5	15,1	10,7	2,7	2,2	2,1	2,1
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,6	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2
Jádrová inflace (y/y, %) (*)	8,7	5,9	3,9	3,2	3,0	3,2	3,5	3,0	13,2	7,6	3,2	2,4	1,7	1,9
Ceny potravin (y/y, %) (*)	11,8	7,3	2,6	0,0	0,5	0,6	1,2	1,6	12,8	10,0	0,6	1,9	2,0	1,9
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*)	-21,8	-15,5	-7,6	2,2	8,3	0,2	-1,8	-2,8	34,1	-12,4	2,2	-2,8	3,2	1,9
Regulované ceny (y/y, %)	25,2	19,9	33,2	4,4	4,0	4,3	5,8	1,3	20,9	27,8	4,6	1,5	2,0	2,0
Ceny v průmyslu (y/y, %)	3,9	1,3	0,9	0,0	3,4	3,3	3,0	2,0	24,3	5,3	2,4	1,3	1,0	1,2
Finanční proměnné														
2W Repo (%, průměr)	7,0	7,0	7,0	6,6	5,7	4,7	4,1	3,9	6,0	7,0	5,2	3,5	3,0	3,0
3M PRIBOR (%, průměr)	7,2	7,1	7,0	6,8	5,9	4,9	4,4	4,1	6,3	7,1	5,5	3,7	3,3	3,3
CZK/EUR (průměr)	23,6	24,1	24,5	24,8	24,9	24,8	24,7	24,6	24,6	24,0	24,8	24,5	24,1	23,9
Vnější prostředí														
HDP v EMU (reálně, y/y, %)	0,5	0,1	0,5	0,7	0,7	0,9	0,8	0,9	3,5	0,6	0,8	1,1	1,4	1,2
HDP v Německu (reálně, y/y, %)	0,1	-0,4	0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	0,5	1,9	-0,1	0,2	0,8	1,1	1,0
CPI v EMU (y/y, %)	6,2	4,9	3,0	3,1	3,1	2,8	2,8	2,4	8,4	5,5	3,0	2,0	2,1	2,0
Ropa Brent (USD/brl, průměr)	77,3	82,4	86,0	90,0	90,0	85,0	85,0	84,1	101,0	82,5	87,5	82,8	79,9	75,3
USD/EUR (čtvrtletí eop, roky průměr)	1,09	1,09	1,08	1,10	1,12	1,14	1,16	1,18	1,05	1,08	1,13	1,20	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

Po propadu stabilizace

Razantní pokles globálních tržních úrokových sazeb v souvislosti s pokračující dezinflací a obratem v komunikaci klíčových centrálních bank se v uplynulém čtvrtletí výrazně projevil i v korunové výnosové křivce. Očekáváme, že s pokračujícím snižováním domácích měnovépolitických sazeb bude mít větší prostor pro pokles její kratší konec. Obecně by ale dalšímu výraznému snižování korunových sazeb měla podle nás bránit především předpokládaná vzestupná korekce eurových tržních úroků. Rovněž výnosy státních dluhopisů mají největší propad podle nás již za sebou. K jejich dalšímu mírnému snížení by však mohlo přispět letošní omezení emisní aktivity českého státu.

Dalšímu poklesu domácích tržních úrokových sazeb by měla bránit hlavně očekávaná vzestupná korekce eurových sazeb. Inverzní tvar si korunová křivka zřejmě udrží i po většinu letošního roku.

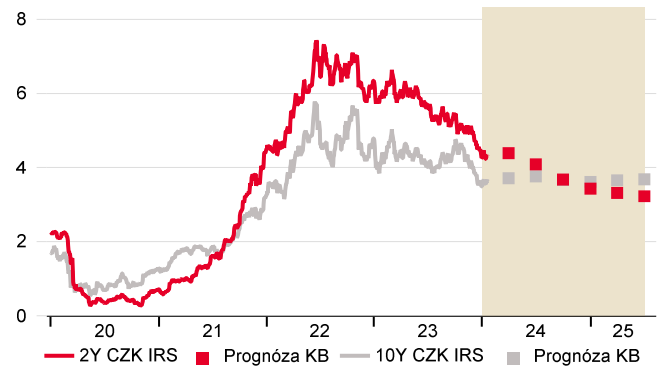
Trh českých sazeb IRS: vyšší po delší dobu už neplatí

Křivka korunových sazeb od začátku čtvrtého čtvrtletí výrazně propadla. Pokles u kratších splatností patrně souvisel se zahájením domácího cyklu snižování úrokových sazeb, ale i obratem v komunikaci budoucích kroků ze strany klíčových centrálních bank, které při pokračující dezinflaci opustily mantru „vyšší po delší dobu“ a naopak zahájily debatu o uvolňování měnové politiky. To se částečně projevilo i na delších výnosech, přičemž výrazněji než dolarové tržní úrokové sazby se propadly ty eurové, což odráželo nadále silná data z ekonomiky Spojených států a na druhé straně nepřesvědčivá čísla ohledně výkonnosti ekonomiky eurozóny, zejména pak nepříznivý vývoj v Německu.

Pokles domácích měnovépolitických sazeb bude podle nás o něco pomalejší, než trhy očekávají. Podle tržních kontraktů se do konce roku repo sazba ČNB sníží zhruba na 3,25 %. To je z našeho pohledu vzhledem k očekávané setrvačnosti jádrové inflace příliš agresivní tempo. Počítáme spíše s opatrnějším přístupem ČNB, v důsledku čehož se letos repo sazba pravděpodobně nedostane pod 4 %.

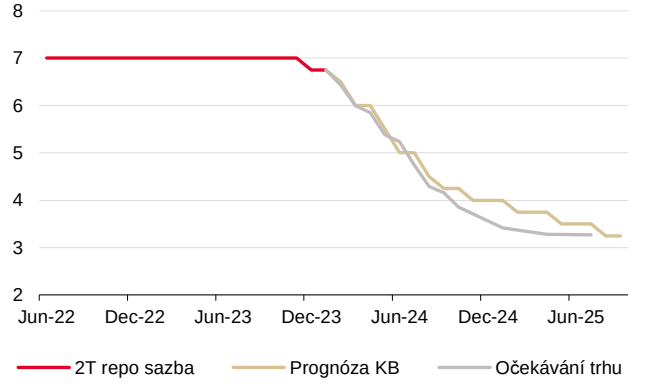
Tržní úrokové sazby s kratší splatností ještě mohou klesat, u delších ale již vidíme omezený prostor pro jejich další snížení. Oproti trhu se domníváme, že sestup výnosů bude o něco pozvolnější, což odráží zejména námi předpokládané mírnější uvolnění měnové politiky ze strany ECB a v menší míře i ČNB v letošním roce. U delších korunových sazeb vidíme omezený prostor pro jejich významnější pokles, když by se měly zhruba kompenzovat efekty odeznívající vysoké inflace na straně jedné a oživení domácí ekonomické aktivity v kombinaci s korekcí předchozího propadu eurových tržních úrokových sazeb na straně druhé.

Prognóza IRS (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj repo sazby ČNB k 23. 1. 2024 (%)



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

Pokračování cyklu snižování sazeb ČNB 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 většinu letošního roku.

Výhled pro CZK IRS (%, konec období)

	Q1 24f	Q2 24f	Q3 24f	Q4 24f
2Y	4,40	4,10	3,65	3,45
5Y	3,60	3,55	3,40	3,35
10Y	3,70	3,75	3,65	3,60

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Eurový trh stále nabízí nižší úroky

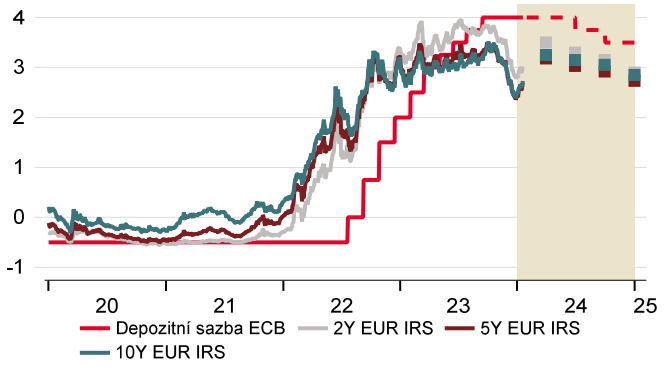
S globálním propadem tržních úroků se podmínky zafixování opět vylepšily. Na forwardovém trhu panují oproti spotovým IRS nižší sazby a v ročním horizontu se pohybují dokonce na nižších úrovních, než očekáváme my. **Viditelně nižší úrokové sazby ve srovnání s korunovými nadále panují v eurozóně.** Jejich výhodnost by se ale mohla dočasně snížit. Kolegové z SG očekávají v letošním roce v eurozóně oživení, které by mělo udržet zvýšené i inflační tlaky a úrokové sazby ECB. I proto se nám zdá trhem zaceněné tempo poklesu sazeb ECB (o zhruba 140 bb do konce roku) příliš razantní. Krátkodobě bychom proto mohli být svědky určité korekce propadu eurových sazeb z konce loňského roku.

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

Forward \ Maturita	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y
Spot	5.24	4.29	3.92	3.67	3.66
3M	4.47	3.89	3.65	3.50	3.58
6M	3.82	3.51	3.39	3.36	3.51
1Y	3.18	3.16	3.18	3.26	3.48
2Y	3.14	3.18	3.19	3.33	3.56
3Y	3.21	3.22	3.34	3.45	3.65

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, k 23. 1. 2024

Úrokové sazby v eurozóně (%)



Zdroj: Bloomberg, SG Cross Asset Research/Economics

Nabídka státních dluhopisů letos výrazně poklesne

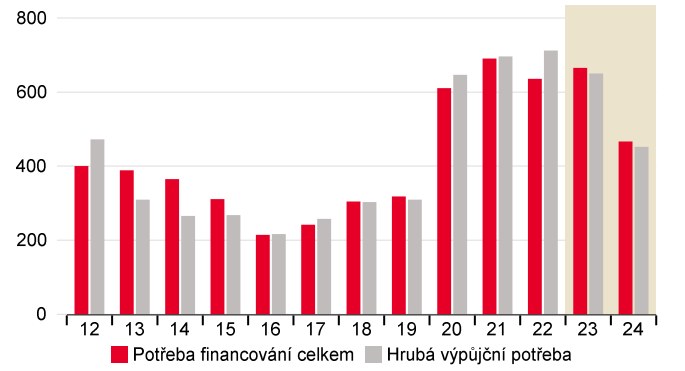
Nižší splátky maturujícího dluhu, ale i zmírnění deficitu státního rozpočtu letos přispějí k výrazně menší emisní aktivitě. Předpokládáme, že deficit státního rozpočtu bude letos směřovat k 250 mld. CZK po loňských 288,5 mld. CZK. V kombinaci s ostatními potřebami financování, zejména splátkami maturujících dluhopisů, tak podle našeho odhadu bude hrubá emise korunových dluhopisů letos činit 354,6 mld. CZK. Nabídka CZGB by se tak letos mohla meziročně snížit podle našeho odhadu o cca 150 mld. CZK. Pro Q1 24 Ministerstvo financí (MF) stanovilo indikativní objem nabízených korunových dluhopisů na až 75,0 mld. CZK a pro rok 2024 jako celek 300-400 mld. CZK. Ve hře bude také vydání eurového dluhopisu, přičemž pro krytí cizoměnové potřeby financování MF preferuje využití emise na domácím trhu. Celkově očekáváme, že potřeba financování v letošním roce dosáhne 466,8 mld. CZK (6,1 % HDP) oproti loňským 660,0 mld. CZK (9,0 % HDP).

Potřeba a zdroje financování (v mld. CZK)

	2024	
	MinFin	KB
Saldo státního rozpočtu	252,0	250,0
Převod a další operace finančních aktiv státu	4,4	4,4
Splátky státních dluhopisů v domácí měně	138,0	138,0
Splátky státních dluhopisů v cizí měně	24,4	24,4
Splátky a předčasné splátky spořících dluhopisů	5,0	5,0
Splátky instrument peněžního trhu	44,4	44,4
Splátky pokladničních poukázek		9,3
Splátky ostatních nástrojů peněžního trhu		35,1
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	0,6	0,6
Potřeba financování celkem	**468,8**	**466,8**
Nástroje peněžního trhu		50,0
Pokladniční poukázky		20,0
Ostatní nástroje peněžního trhu		30,0
Hrubá emise CZGB v domácí měně		354,6
Hrubá emise CZGB v cizí měně/eurobondů		24,8
Hrubá emise spořících dluhopisů		2,4
Přijaté zápůjčky a úvěry (vč. EUR)		20,0
Operace finančních aktiv a řízení likvidity		15,0
Zdroje financování celkem		**466,8**
Hrubá výpůjční potřeba		**451,8**
Čistá emise CZGB		**216,6**

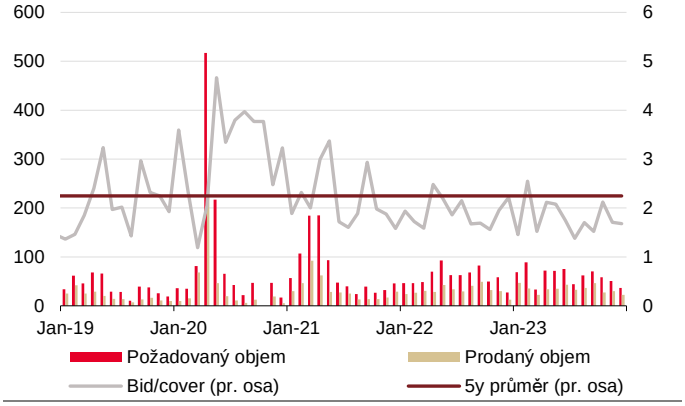
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Potřeba financování (mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Primární trh CZGB (mld. CZK)



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

Prognóza výnosů CZGB (konec období)

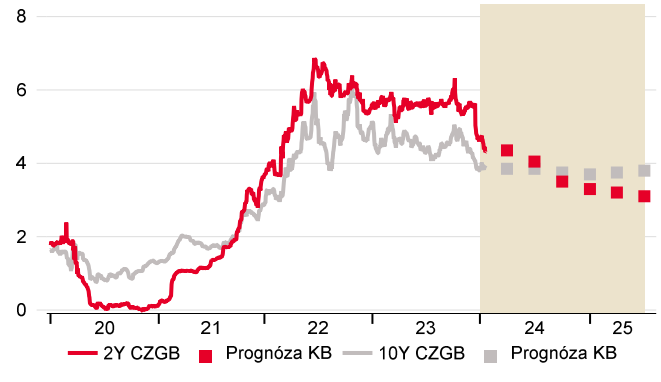
	Q1 24f	Q2 24f	Q3 24f	Q4 24f
Výnos 2Y CZGB (%)	4,35	4,05	3,50	3,30
Výnos 5Y CZGB (%)	3,80	3,65	3,35	3,20
Výnos 10Y CZGB (%)	3,85	3,85	3,75	3,70
10Y CZGB ASW (bb)	15	10	10	5

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pokles výnosů již bude spíše pozvolný

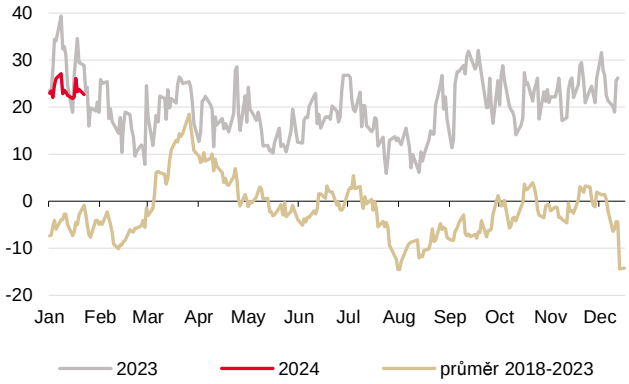
Obdobně jako korunové IRS rovněž výnosová křivka státních dluhopisů ve srovnání se začátkem čtvrtého čtvrtletí výrazně propadla. I zde se patrně jednalo primárně o odraz vývoje na globálních trzích. Celkově by stejně jako v případě tržních úrokových sazeb měly mít letos větší prostor k poklesu hlavně výnosy dluhopisů s kratší splatností. Snižování u delších splatností by mělo být vlivem očekávané korekce globálních výnosů již pouze mírné.

Prognóza výnosů CZGB (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

10y CZGB ASW (bb)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

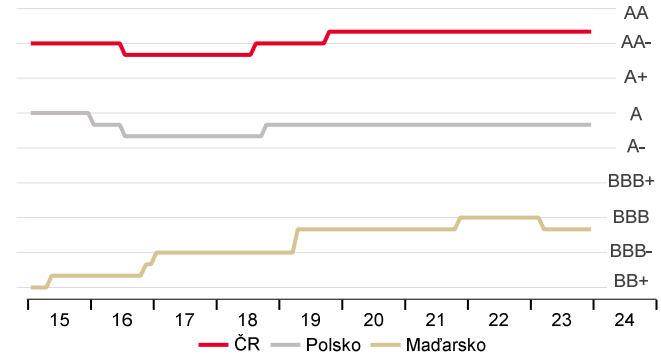
Ratingové hodnocení ČR zůstává nezměněno. V loňském listopadu agentura Moody's ponechala rating na stávající úrovni, jeho výhled však zlepšila z negativního na stabilní. Hlavním důvodem bylo snížení závislosti na ruském plynu. Riziko dlouhodobých dopadů drahých energií do ekonomiky je podle agentury omezené. Pozitivně hodnotila i fiskální úsilí vlády. Nadále platí, že ČR má nejlepší ratingové hodnocení ze všech zemí střední a východní Evropy a současně se pohybuje nad průměrem členských zemí eurozóny. V rámci středoevropského regionu (Česko, Polsko, Maďarsko) měly historicky země s lepším ratingem i nižší přirážky vůči německým dluhopisům.

Přehled ratingu hlavních agentur pro Českou republiku

	Domácí závazky	Výhled	Zahraniční závazky	Výhled	Další hodnocení
S&P	AA	STABLE	AA-	STABLE	12.04.2024
Moody's	Aa3	STABLE	Aa3	STABLE	02.02.2024
Fitch	AA-	NEGATIVE	AA-	NEGATIVE	23.02.2024

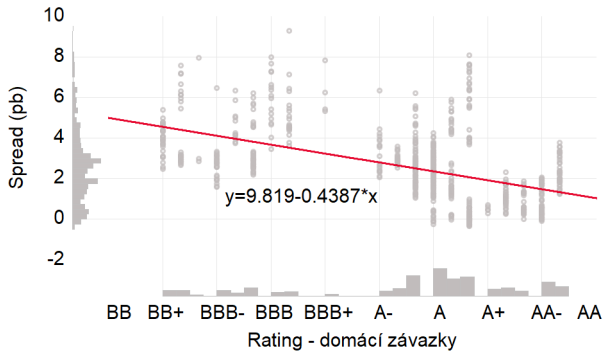
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rating – domácí závazky (průměr Fitch, S&P a Moody's)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rating a spread vůči 10y německému dluhopisu v zemích středoevropského regionu



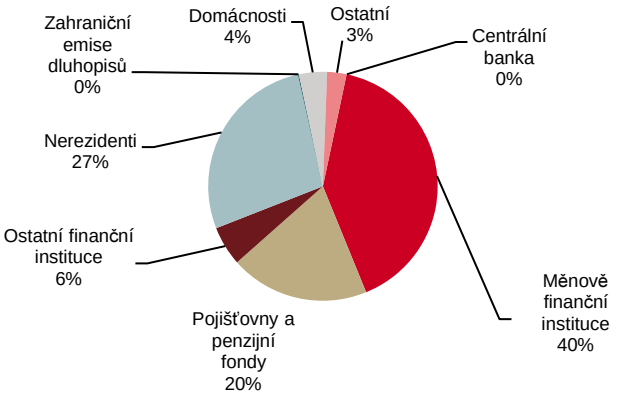
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Data za Česko, Polsko a Maďarsko

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	0.3	0.0	100%	5.16	28	47	2.83	-139	19	52	-255		-139	3.3	1	-25.2	2	-447.1	24
0.00 Dec-24	0.8	0.0	34%	4.96	-5	1	3.57	-56	0	4	-123		-54	2.2	2	-29.8	1	-85.6	23
1.25 Feb-25	1.0	0.0	100%	4.55	-8	-14	3.28	-81	-4	5	-88		-9	-1.4	22	4.1	16	-81.5	22
2.40 Sep-25	1.6	0.0	85%	4.21	-9	-30	3.21	-42	5	-16	-64		0	-0.7	16	16.8	23	-56.0	21
6.00 Feb-26	1.9	5.1	71%	3.79	-1	-19	2.82	-56	-1	-3	-73		-33	-0.5	9	44.2	24	-50.3	20
1.00 Jun-26	2.3	0.0	100%	3.98	-7	-20	3.08	-28	-6	-21	-41		-1	-1.0	20	16.4	22	-39.8	19
0.25 Feb-27	2.9	8.4	100%	3.89	0	-11	3.03	-8	-2	-4	-30		10	-0.1	4	10.7	19	-31.5	18
2.50 Aug-28	4.2	0.0	94%	3.76	0	-1	2.93	-1	1	0	-11		20	-0.6	13	0.5	14	-20.9	17
5.50 Dec-28	4.2	0.0	68%	3.69	1	2	2.89	-9	0	0	-22		9	-0.5	10	4.4	17	-20.6	16
5.75 Mar-29	4.4	4.2	121%	3.76	0	-1	2.96	4	0	1	-5		20	-0.7	14	-4.4	11	-19.1	15
2.75 Jul-29	4.9	0.0	100%	3.78	-2	-2	2.94	7	-6	-1	-4		21	-0.6	12	-7.4	8	-16.7	14
0.05 Nov-29	5.6	0.0	58%	3.78	-2	1	2.92	3	-3	-1	-3		23	-1.4	21	-8.7	7	-14.1	13
0.95 May-30	5.9	0.0	100%	3.78	-1	2	2.93	5	-4	-1	2		21	-1.8	24	-9.5	6	-13.0	11
5.00 Sep-30	5.6	0.0	101%	3.79	1	3	2.98	10	1	4	-2		22	-0.2	5	-10.3	5	-13.2	12
1.20 Mar-31	6.5	0.0	100%	3.82	-1	2	2.96	10	-1	0	5		22	-0.9	17	-11.8	4	-10.6	9
6.20 Jun-31	5.8	0.0	72%	3.77	2	1	2.97	6	-1	-1	0		22	-0.9	18	-6.0	9	-12.0	10
1.75 Jun-32	7.5	0.0	100%	3.80	0	5	2.94	5	0	0	2		19	-1.7	23	-3.3	12	-8.4	6
4.50 Nov-32	7.1	30.5	38%	3.85	2	6	3.04	13	0	4	4		23	-0.4	8	-5.2	10	-8.6	7
2.00 Oct-33	8.5	0.0	100%	3.87	2	6	3.01	11	-1	0	5		21	-0.7	15	-0.3	13	-6.6	4
4.90 Apr-34	7.8	3.4	49%	3.88	4	7	3.09	16	2	4	6		26	0.1	3	2.0	15	-7.3	5
3.50 May-35	9.0	0.0	48%	3.90	3	9	3.08	12	1	4	5		26	-0.4	7	9.0	18	-6.3	2
4.20 Dec-36	9.8	0.0	100%	3.91	2	7	3.15	13	0	1	5		27	-0.6	11	14.5	21	-6.5	3
1.95 Jul-37	11.2	0.0	34%	3.94	5	8	3.11	12	3	5	2		23	-0.2	6	12.5	20	-6.2	1
1.50 Apr-40	13.4	3.8	47%	3.98	4	4	3.14	10	5	0	4		30	-0.9	19	-13.3	3	-9.2	8

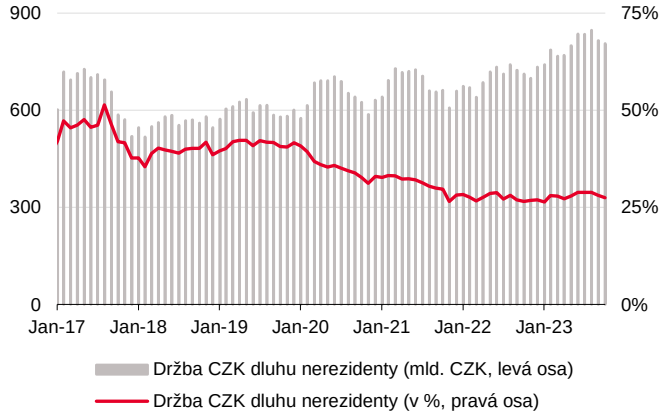
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; Pozn.: Detailní popis v aktuálním vydání CZGB Auction Alert

Držba státních dluhopisů podle typu držitele (listopad 2023)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podíl nerezidentů se zhruba stabilizoval



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Korunový devizový trh

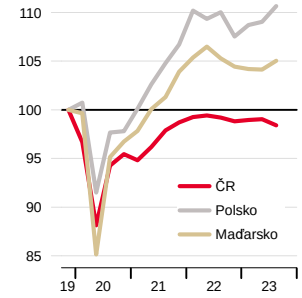


Jaromír Gec
(420) 222 008 598
jaromir_gec@kb.cz

Obrat oslabujícího trendu nadohled

Nepřesvědčivý výkon české ekonomiky a zúžený úrokový diferenciál podle nás posilování koruny krátkodobě nenahrávají. Letošní oživení domácí ekonomiky bude navíc tažené převážně spotřebou domácností. Nárůst exportu tak bude v rámci bilance zahraničního obchodu do značné míry kompenzován vyšším importem. Po počátečním oslabení přesto očekáváme od druhé poloviny letošního roku obnovení mírného posilování koruny k euru v návaznosti na zlepšený globální sentiment vůči měnám rozvíjejících se trhů a postupné zlepšování fundamentů tuzemské ekonomiky.

Reálný HDP v regionu (Q4 19 = 100)

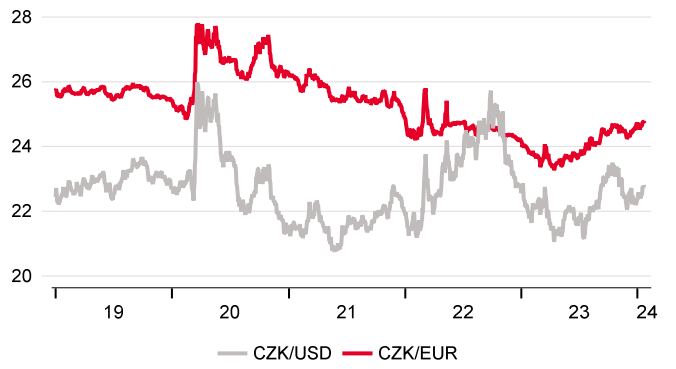


Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vloni koruna za regionem zaostala

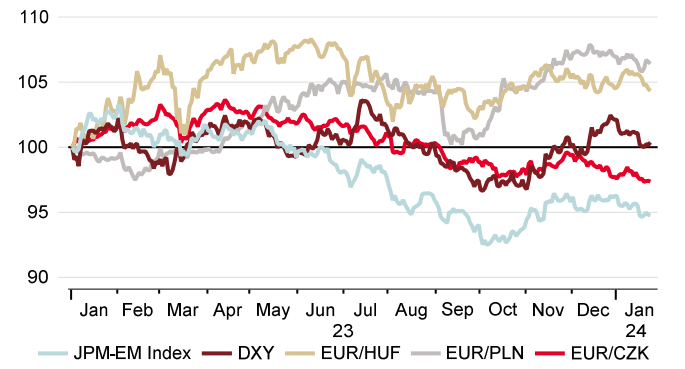
Tuzemská měna k euru jako jediná z regionu za rok 2023 oslabila. Globální sentiment na pozadí probíhajícího snižování měnovepolitických sazeb v závěrečném čtvrtletí loňského roku obecně nebyl vůči měnám rozvíjejících se trhů příliš nakloněn. Souhrnný index těchto měn (JPM-EM) po celé Q4 23 zhruba stagnoval, přestože americký dolar ve stejném období lehce ztrácel. Tuzemské ekonomice se podle našeho odhadu ani v závěru loňského roku příliš nedařilo a stále zůstává výrazně pod předpandemickou úrovní. Polsko a Maďarsko naproti tomu byly v Q3 23 10,6 %, respektive 5 %, nad svým výkonem z Q4 19.

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 nebo indexu měn rozvíjejících se trhů (JPM-EM), respektive oslabení dolarového indexu (DXY) od 1. 1. 2023.

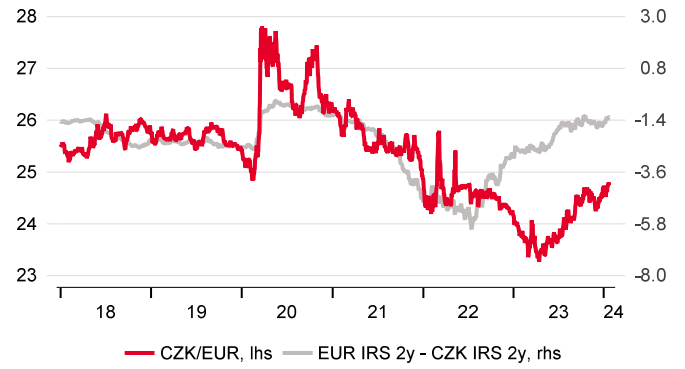
Naši prognózu kurzu koruny k euru výrazně neměníme. Horší ekonomický vývoj u nás i v zahraničí spolu s globálně nižšími úrokovými sazbami ponechává fundamenty v relativním srovnání zhruba beze změny.

Fundamenty jsou zatím stále slabé, měly by se ale pozvolna zlepšovat

Faktory hovořící ve prospěch slabší koruny podle nás budou převažovat zhruba do poloviny letošního roku. V podmínkách nadále přísné měnové politiky v zahraničí a zahájení cyklu snižování 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 tři čtvrtiny (z 6 pb na 1,4 pb). Další dočasné zúžení by podle nás mělo přijít s ohledem na aktuálně příliš agresivní tržní zacenění tempa snižování měnovepolitických sazeb ECB (pokles klíčové sazby o cca 140 bb do konce roku). Vzhledem ke slabým ekonomickým fundamentům podle našeho odhadu přitom současně přetrvává mírné nadhodnocení koruny, které se však oproti první polovině loňského roku již výrazně zmírnilo. Pro Q4 23 odhadujeme rovnovážnou[1] hladinu kurzu koruny k euru na 25,0 CZK/EUR. V následujících čtvrtletích by se ale měla podle nás tato hladina začít snižovat, čímž se nadhodnocení v kombinaci s mírným oslabením spotového kurzu v podstatě eliminuje.

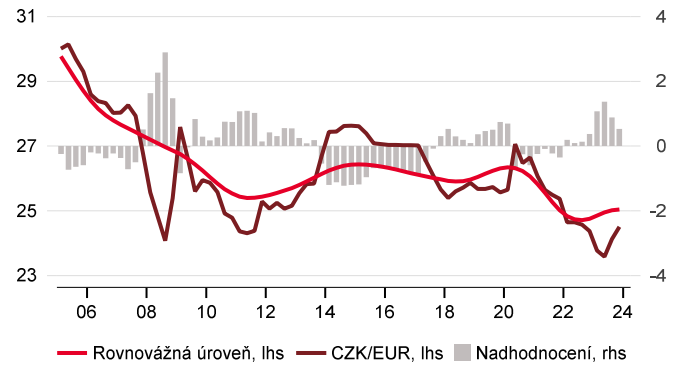
[1] Hypotetická rovnovážná hodnota vychází z průměru modelových filtrací reálných bilaterálních kurzů vůči euru, které jsou konzistentní s vnitřní a vnější rovnováhou ekonomiky. Reálné kurzy jsou deflovány pomocí CPI, PPI i deflátoru HDP.

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.

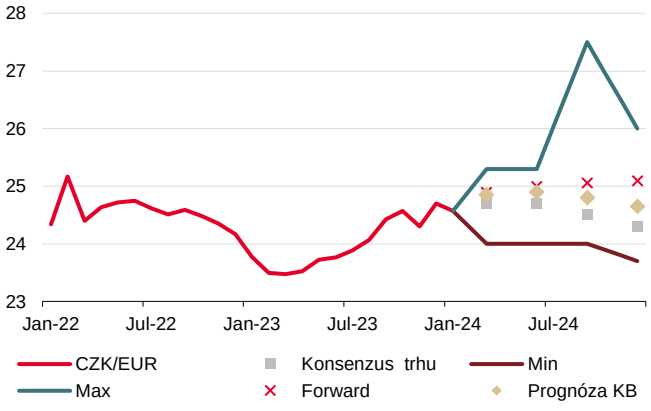
Depreciační tlaky by mělo převážit kromě předpokládaného oživení zahraniční poptávky ve druhé polovině roku zejména oslabování amerického dolaru. Ten by se podle našich předpokladů mohl do konce letošního roku posunout proti euru na 1,16 USD/EUR, za čímž by mělo stát především výraznější snížení úrokových sazeb Fedu oproti ECB. Obecně by ale k nárůstu zájmu o měny rozvíjejících se trhů na úkor amerického dolaru měl přispět také ústup rizikové averze na trzích v souvislosti s „hladkým přistáním" ekonomiky USA. Koruně by mělo rovněž prospět zpomalování domácí inflace, které povede k uzavírání inflační mezery tuzemské ekonomiky vůči eurozóně. Vzhledem k očekávané struktuře růstu naší ekonomiky naopak její oživení výrazný apreciační impuls pravděpodobně nepřinese. Pozitivní efekt nárůstu exportu totiž bude kompenzován zvýšením importu souvisejícím s obnovováním spotřeby domácností, která by měla být hlavním tahounem růstu tuzemského HDP. Zanedbatelný efekt na kurz by pak podle nás měl mít loni v srpnu znovuobnovený program odprodeje části výnosů z devizových rezerv ČNB, který je shora omezen na 300 mil. EUR za měsíc. Celkově očekáváme, že nejslabších úrovní koruna dosáhne vůči euru v první polovině roku, aby následně postupně obnovila svoje zpevňování. Na konci letoška očekáváme hladinu kurzu na 24,65 CZK/EUR.

Prognóza kurzu koruny (konec období)

	Q1 24f	Q2 24f	Q3 24f	Q4 24f
CZK/EUR	24,85	24,90	24,80	24,65
CZK/USD	22,60	22,20	21,75	21,25
USD/EUR	1,10	1,12	1,14	1,16

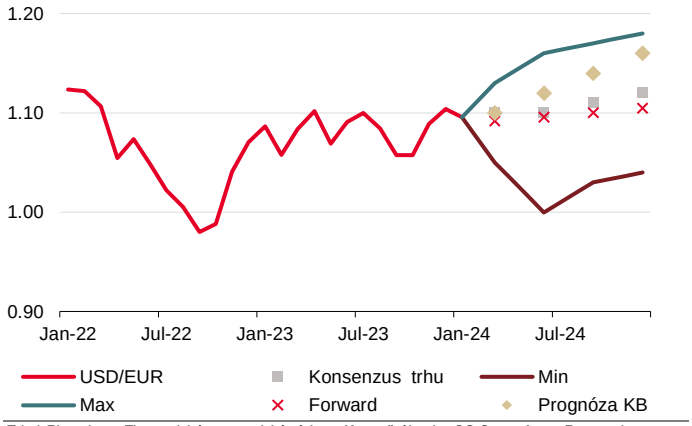
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 23. 1. 2024)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Předpokládaný vývoj kurzu USD/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 23. 1. 2024)

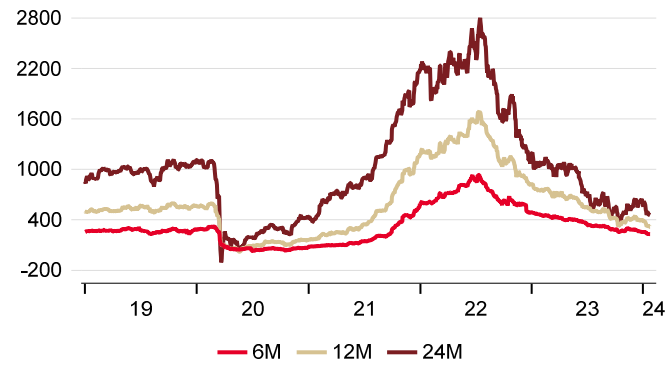


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

Bilance rizik je vychýlena mírně směrem ke slabšímu kurzu

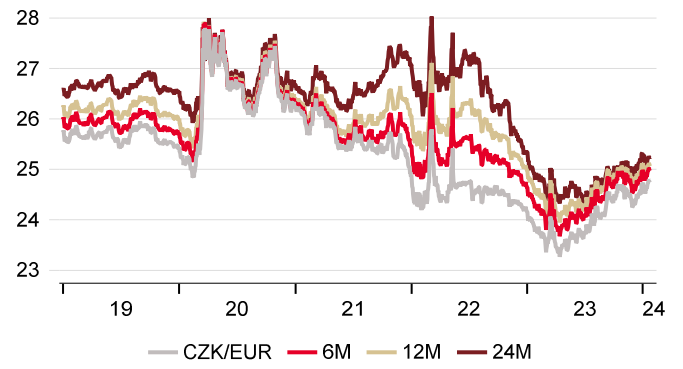
Z domácích faktorů vnímáme pro nejbližší měsíce riziko rychlejšího než námi očekávaného snižování úrokových sazeb ČNB. To by naopak mohlo částečně kompenzovat dřívější zahájení uvolňování měnové politiky ze strany ECB, a to v případě, že by ekonomika eurozóny oživovala pomaleji. Globální sentiment vůči 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 mohl svoje silné pozice držet po delší dobu. To by podle nás mohlo nastat nejen při přetrvávajícím robustním výkonu americké ekonomiky, ale i v případě hlubší recese, která by mohla na devizovém trhu v podmínkách zvýšené averze k riziku vyvolat poptávku po americkém dolaru coby bezpečném přístavu.

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 lehce zlepšilo podmínky zajištění pro exportéry. V souvislosti s menším než trhem zaceněným uvolněním měnové politiky v eurozóně očekáváme určité zúžení úrokového diferenciálu, a tedy i pokles forwardových bodů. Oslabení spotového kurzu by však mělo dopad do forwardových kurzů zhruba kompenzovat.

Bankovní sektor



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

Úvěrová aktivita letos postupně zesílí

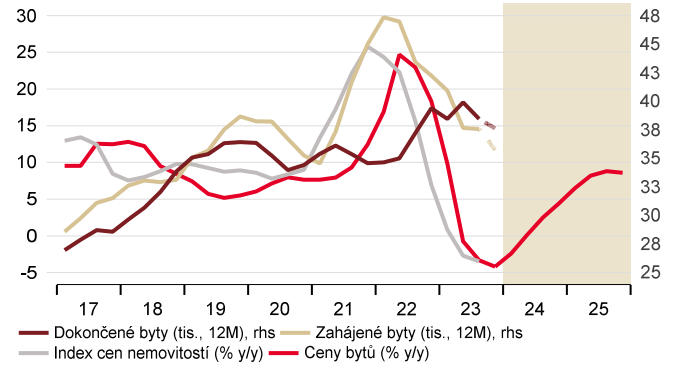
Úvěrování v ekonomice by v letošním roce mělo postupně narůstat díky uvolňování domácí i zahraniční měnové politiky a sílícímu tuzemskému hospodářskému růstu, zejména pak v druhé polovině roku. Vysoký objem vlastních prostředků domácností a firem ovšem potřebu financování zřejmě lehce sníží. Výraznější oživení hypotečního trhu díky poklesu úrokových sazeb a rozvolnění limitů DSTI a DTI by mělo přispět k pozvolnému obnovení růstu cen nemovitostí po loňské pouze mírné korekci. V souladu s růstem investic by měl v průběhu letošního roku postupně zesílit i kreditní impuls ze strany nefinančních podniků. Růst vkladů letos pravděpodobně zpomalí s ohledem na nižší úrokové výnosy a oživení investiční aktivity. Přísná měnová politika a slabý ekonomický růst by se s určitým zpožděním měly podepsat na mírném nárůstu podílu nesplácených úvěrů, avšak z velmi nízkých hodnot, které dosvědčují dobrou finanční situaci domácností a firem.

Výraznější oživení hypotečního trhu přispěje k obnovení růstu cen nemovitostí

Ochlazení rezidenčního trhu je pravděpodobně již za námi. V letošním roce dojde k pozvolnému obnovení růstu cen nemovitostí s ohledem na výraznější oživení hypoteční aktivity.

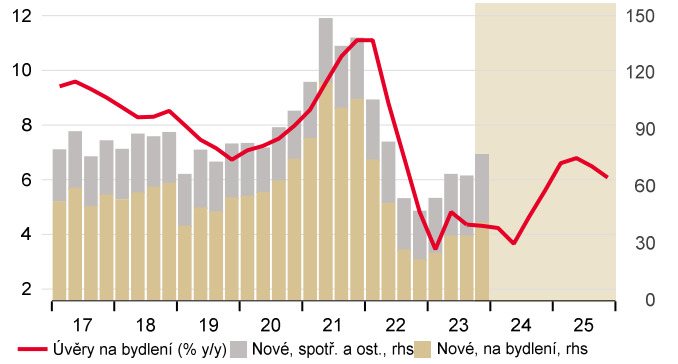
Korekce cen na nemovitostním trhu dosáhla svého vrcholu již vloni, celkově však byla jen velmi mírná. Nabídkové ceny bytů byly k Q4 23 nižší o pouhé 4,2 % y/y. Podle indexu cen nemovitostí (HPI) se v Q3 23 dokonce mezičtvrtletně již nesnižovaly a po sezonním očištění zhruba stagnovaly. Letos podle nás již mírně porostou. Optikou poměru cen nemovitostí a příjmů však stále pokračuje pozvolné zlepšování cenové dostupnosti, a to hlavně díky pokračujícímu růstu mezd. Dojde tak alespoň k částečné korekci jejího předchozího zhoršení vlivem výrazného zdražení nemovitostí, které rostly jedním z nejvyšších temp v EU. Dostupnost financování je však stále nízká kvůli vysokým úrokovým sazbám. Oživení hypotečního trhu s ohledem na pokles sazeb a uvolnění limitů DSTI a DTI by mělo, zejména v H2 24, významně přispět k posílení růstu cen nemovitostí. K tomu bude docházet v prostředí pravděpodobné realizace odložené poptávky a vysokého stavu úspor domácností. Očekáváme, že ceny nemovitostí v letošním roce vzrostou v průměru o 1,2 %, a ještě silněji pak v tom příštím (o 8 %). Detailněji se trhu s rezidenčními nemovitostmi věnujeme v Boxu 1.

Letos dojde k obnovení růstu cen nemovitostí



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Údaje zahájených a dokončených bytů (k listopadu 2023) jsou extrapolované a pouze indikativní pro Q4 23. 12M značí dvanáctiměsíční úhrny.

Oživení hypotečního trhu v průběhu roku zesílí (mld. CZK)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Tání ledu na hypotečním trhu letos zrychlí. Objem (čistých) nových úvěrů vloni sice oproti roku 2022 výrazně klesl (v úhrnu do listopadu o 28 %), v H2 23 ale aktivita již citelně posilovala. Objemy i tak zůstávají poměrně nízké. Impuls k jejich svižnějšímu růstu by měl dodat výraznější pokles hypotečních sazeb, které dosud klesaly pouze nepatrně. Nedávné ostré snížení tržních sazeb (IRS) by se mělo postupně odrazit ve zlevňování hypoték. Kreditní přirážky, respektive rozdíl mezi úrokovou sazbou na nových hypotékách a příslušnými

sazbami IRS, jsou nyní výrazně zvýšené. Vlivem jejich postupné normalizace by měly začít citelněji klesat i hypoteční sazby. Otázkou však zůstává, s jakou intenzitou a rychlostí to budou nabídkové sazby reflektovat. Drahé krátkodobé financování, vzhledem k přetrvávající inverzi výnosové křivky a námi očekávanému poklesu sazeb ČNB „pouze“ ke 4 % v závěru letošního roku, bude proces snižování hypotečních sazeb zřejmě komplikovat. Výrazně nižší úrokové sazby by se ovšem měly v H2 24 podepsat na posílení hypoteční aktivity. Úrokové sazby hypoték s delšími fixacemi by ale mohly zůstat zvýšené kvůli obavám z refinancování, které by ovšem novela zákona o spotřebitelském úvěru (v platnosti od září 2024) měla zmírnit. Hypoteční trh letos podle nás vzroste o 5,6 %[2], což by mělo být konzistentní s objemem nových úvěrů mírně nad 200 mld. CZK.

Bankovní úvěry a depozita (%, y/y)

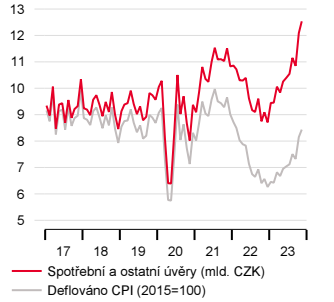
	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Bankovní úvěry														
Celkem	6,3	5,5	5,1	5,6	4,6	4,9	5,7	6,4	6,2	5,4	5,2	6,4	6,0	5,6
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	4,8	4,4	4,3	4,2	3,7	4,7	5,6	6,6	7,9	4,2	4,5	6,5	5,2	4,9
Spotřebitelské úvěry domácnostem	9,8	9,9	8,6	7,7	6,5	6,9	7,4	7,9	7,3	8,8	7,1	7,8	6,7	5,8
Úvěry nefinančním podnikům	5,9	4,3	5,4	5,5	3,6	4,5	5,9	6,1	6,8	4,6	4,9	6,2	6,0	5,8
Bankovní vklady														
Celkem	7,7	8,0	9,1	8,1	7,5	5,3	5,7	5,2	6,8	8,1	6,6	4,9	4,8	4,6
Obyvatelstvo	6,0	7,0	7,1	7,7	7,7	7,1	6,5	5,8	4,2	6,5	7,2	5,3	4,7	4,5
Nefinanční podniky	13,7	1,2	6,9	1,2	-0,8	4,6	4,1	3,7	7,3	7,9	2,3	3,4	3,6	3,8
Ostatní	6,5	14,8	16,3	14,1	13,2	2,9	5,4	5,1	11,7	11,4	8,9	5,3	5,6	5,2
Podíly na HDP														
Podíl úvěrů na HDP	59,0	59,2	58,2	58,6	58,7	59,4	59,0	59,5	61,4	58,9	58,9	59,8	60,8	61,7
Podíl vkladů na HDP	95,9	95,8	87,0	96,5	98,0	96,4	88,1	97,0	95,2	93,4	94,8	94,8	95,3	95,8
Podíl úvěrů na vkladech	61,6	61,9	66,9	60,7	59,9	61,6	66,9	61,4	64,7	63,1	62,3	63,2	63,9	64,5
Úrokové sazby														
Úvěry pro bytové potřeby	5,4	5,5	5,4	5,2	4,8	4,3	3,9	3,8	4,5	5,4	4,6	3,7	3,7	3,8
Spotřebitelské úvěry	9,5	9,5	9,2	9,4	9,2	8,8	8,3	7,9	9,1	9,4	8,9	7,6	7,2	7,7
Úvěry nefinančním podnikům	8,7	8,5	8,6	8,4	7,5	6,5	6,0	5,7	7,9	8,7	7,1	5,3	4,7	4,7
Podíl úvěrů v selhání														
Úvěry pro bytové potřeby	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0	1,1	0,7	0,7	0,9	1,2	1,2	1,4
Spotřebitelské úvěry	3,9	4,0	3,9	4,4	5,2	5,6	6,0	6,3	4,1	3,9	5,3	6,6	6,9	7,6
Úvěry nefinančním podnikům	3,0	2,7	2,7	2,9	3,2	3,4	3,6	3,7	3,5	2,9	3,3	3,8	3,5	4,0

Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Hodnoty za jednotlivá čtvrtletí jsou ke konci období. Celoroční hodnoty jsou průměry za dané roky.

Míra zadlužení domácností vzroste jen mírně

Oživení spotřeby domácností by nemělo doprovázet výrazné zadlužování.

Spotřební a ostatní úvěry



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

Silný růst spotřebního financování reflektuje zvýšenou cenovou hladinu. Zatímco vloni reálná spotřeba domácností výrazně klesla, objem nových spotřebních a ostatních úvěrů v úhrnu k listopadu meziročně vzrostl o více jak 8 %. Po odhadovaném nárůstu stavu spotřebitelských úvěrů za loňský rok o 8,6 % odhadujeme, že letos dosáhne 7,4 %. To je oproti říjnové prognóze (6,5 %) vyšší růst, který by však měl odrážet vyšší odhad letošní inflace a nižší tržní úrokové sazby. Námi očekávané oživení spotřeby domácností však nebude doprovázet výrazné zadlužování vzhledem k solidnímu růstu mezd a vysokému stavu úspor domácností. Podle našeho odhadu míra zadlužení vyjádřená poměrem stavu objemu spotřebního financování k HDP letos jen nepatrně vzroste o necelých 0,1 pb na 4,6 % HDP.

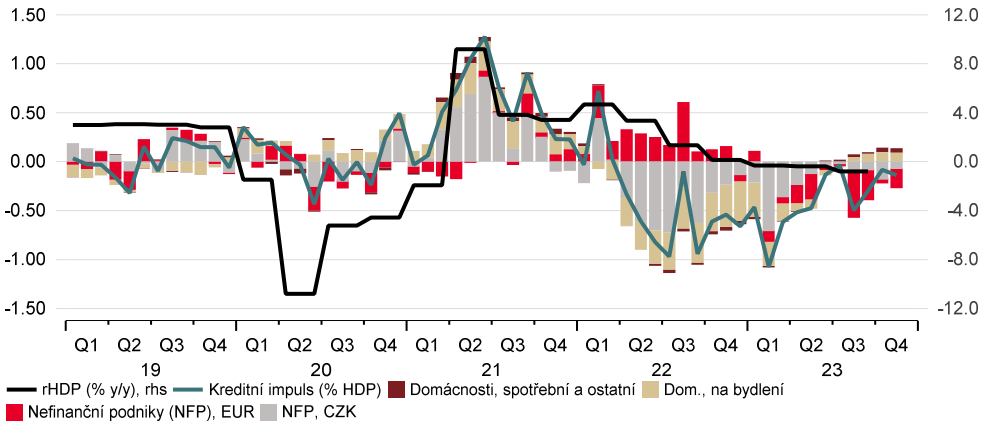
[2] Pokud není uvedeno jinak, hodnoty se vztahují ke konci období.

Kreditní aktivita nefinančních podniků letos posílí s růstem investic

Úvěrová aktivita nefinančních podniků postupně zesílí se silnějším růstem ekonomiky a poklesem úrokových sazeb.

Utažená domácí a zahraniční měnová politika výrazně zchladila úvěrovou aktivitu nefinančních podniků (NFP) v loňském roce. V úhrnu byl k listopadu objem nových korunových a eurových úvěrů nižší o téměř 40 % y/y, respektive 32 %. S postupným uvolňováním měnových podmínek a nárůstem agregátní poptávky v ekonomice by měl vzrůst i investiční apetit firem. K tomu by měl pomoci i nedávný pokles tržních sazeb, který již efektivně uvolnil celkové finanční podmínky. I přes pokles měnověpolitických sazeb ČNB však jejich úroveň zůstane restriktivní. Vzhledem k dobré finanční situaci podniků, jak dokládají zvýšené provozní marže, nízká zadluženost, velký objem vlastních prostředků či nízké míry selhání úvěrů, může být oživení investic rychlé. To je ale podmíněno dostatečným poklesem úrokových sazeb. Velký polštář likvidity firmám rovněž umožňuje financovat méně kapitálově náročné investice. Kreditní impuls pro ekonomiku by měl postupně narůstat a v H2 24 v souladu se silnějším ekonomickým růstem, zvýšenou důvěrou a výraznějším poklesem úrokových sazeb podstatně zesílit. S tím by mělo docházet také k postupnému obnovení míry zadlužení NFP a zvýšení poměru úvěrů a vkladů. Eurové financování si i letos udrží relativní úrokovou výhodu. Ta by se ovšem vzhledem k dřívějšímu a svižnějšímu snižování sazeb ČNB oproti ECB měla výrazně zredukovat. Oproti minulé prognóze jsme revidovali letošní růst úvěrů NFP směrem dolů na 5,9 %. To je v souladu s nižším růstem HDP a také nepříznivým vývojem v průmyslu, který tvoří významnou část tuzemské úvěrové poptávky.

Kreditní impuls by měl v letošním roce postupně zesilovat



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 z listopadu 2023) je HDP v čtvrtletní frekvenci (poslední údaj za Q3 23).

Expanze vkladů v letošním roce zpomalí s poklesem úrokových sazeb

Růst vkladů letos zpomalí s ohledem na nižší úrokové sazby a oživení investic.

Po loňském silném růstu podpořeným vysokou mírou úspor domácností a ziskovostí firem letos expanze vkladů zpomalí. Nižší růst vkladů domácností by měl odrážet oživení spotřebitelských výdajů. Objem vkladů ale nejspíše zůstane zvýšený vzhledem k vázanosti ve spořících produktech a s tím souvisejícími úrokovými výnosy. Nicméně s poklesem úrokových sazeb zřejmě zintenzivní odliv do nebankovních produktů za účelem dosažení vyšších výnosů. V případě úrokově citlivějších firemních depozit může být odliv ještě silnější. I proto v jejich případě očekáváme výraznější zpomalení růstu, které bude souviset také s oživením investic. Odhadujeme, že letos expanze vkladů již nepředčí růst úvěrů a v průměru dosáhne 6,6 % po loňských 8,1 %.

Míry selhání úvěrů jsou stále velmi nízké, mírně však porostou

Nízký podíl nesplácených úvěrů (NPL) svědčí o dobré finanční situaci domácností a firem.

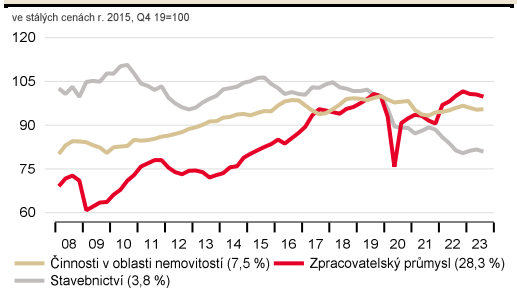
I přes negativní vývoj ekonomiky v loňském roce a stále vysoké úrokové sazby je míra selhání úvěrů omezená. Meziročně jsou sice objemy nesplácených úvěrů (NPL) v některých segmentech vyšší (finanční instituce, úvěry na spotřebu a na bydlení domácnostem), podíly

NPL ovšem zůstávají velmi nízké. To odráží fundamentálně dobrou finanční situaci firem a domácností, zejména těch s vyššími příjmy, a tudíž silnou výchozí pozici pro obnovení výraznějšího růstu ekonomiky v letošním roce. Přísnější finanční podmínky by se však s odstupem měly odrazit v mírném nárůstu podílu NPL, který by ale neměl představovat zásadní riziko pro úvěrová portfolia. Podle posledního šetření úvěrových podmínek ČNB banky v souhrnu neočekávají růst úvěrových ztrát v následujících měsících. Zároveň nezpřísňují úvěrové standardy, s výjimkou spotřebních úvěrů, tváří v tvář slabší poptávce.

Box 1: Nemovitostní trh letos čeká postupná revitalizace

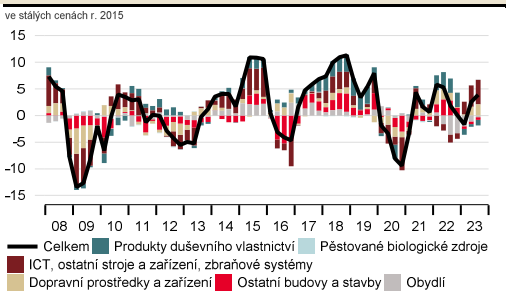
Nemovitostní sektor představuje jeden z nejcitlivějších segmentů ekonomiky na vývoj úrokových sazeb. To ilustruje pokles hrubé přidané hodnoty a investic ve stavebnictví. Utažená domácí měnová politika, a částečně i ta zahraniční, významně přispěly k jeho ochlazení. To vloni pravděpodobně již dosáhlo svého vrcholu, alespoň v případě rezidenčního segmentu. V tomto boxu hodnotíme současný útlum rezidenčního nemovitostního trhu a formulujeme naše očekávání ohledně jeho postupného oživení a obnovení růstu cen nemovitostí v letošním roce.

Hrubá přidaná hodnota dle sektorů



Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Hodnoty v závorkách značí podíl jednotlivých odvětví na celkové hrubé přidané hodnotě.

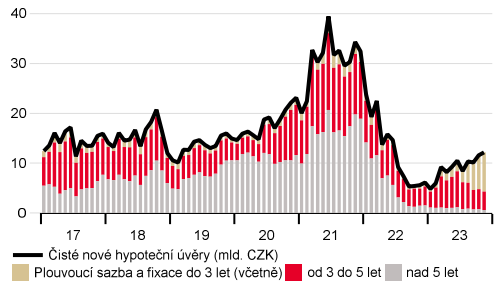
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% y/y, pb)



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

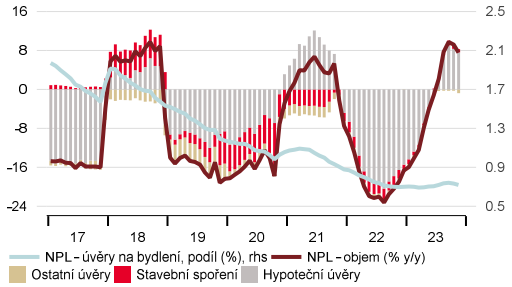
V kontextu negativního vývoje domácí ekonomiky a vysokých úrokových sazeb, které ji nadále brzdí, je ochlazení nemovitostního trhu vcelku střídmé. Nabídkové ceny bytů byly ke konci Q4 23 meziročně nižší o pouhá 4,2 %, když nadále zmírňovalo tempo jejich mezičtvrtletního poklesu (-0,1 % q/q v Q4). Index cen nemovitostí (HPI) zase ukázal na meziroční pokles o 3,5 % v Q3 23, přičemž ceny se podle něj v Q3 dokonce mezičtvrtletně již nesnižovaly a po sezonním očištění zhruba stagnovaly. Vlna výprodejů na rezidenčním trhu tak nenastala. Stojí za tím v zásadě solidní finanční situace domácností, kterou dokumentuje nízká nezaměstnanost, vysoký objem nahromaděných úspor či velmi nízké úrovně delikvence na úvěrech. Vlivem delších fixací hypotečních úvěrů (vzhledem k jejich vysokému objemu zejména těch uzavřených během let 2020-2021) je dosud agregátní dopad vysokých úrokových sazeb do dluhové zátěže domácností umírněný. Zvýšená dluhová služba je navíc kompenzována vyššími přijatými úroky vzhledem k pozici domácností jako čistých věřitelů v bankovním sektoru.

Objemy hypoték rostou ale jsou stále utlumené



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

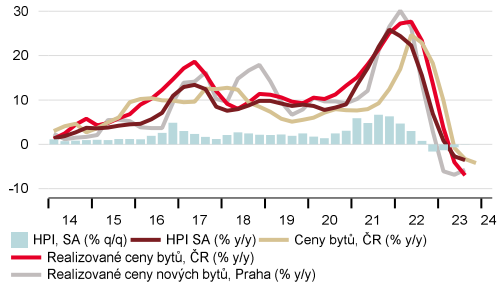
Míra selhání úvěrů na bydlení zůstává nízká



Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: NPL=úvěry v selhání

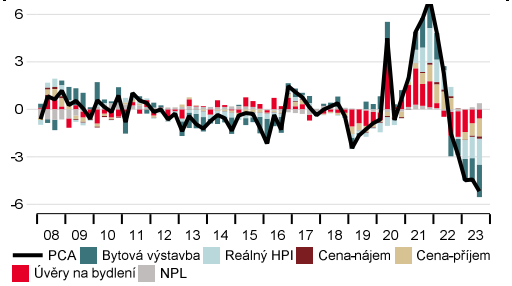
Po vzoru Cár a Vrbovský (2019)[3] jsme vytvořili **kompozitní index složený z fundamentálních ukazatelů trhu s nemovitostmi**, který by měl vystihovat cyklus rezidenčního nemovitostního trhu.[4] Ke konci Q3 23 byl index výrazně záporný a i ve zbytku roku pravděpodobně zůstal poblíž těchto hodnot vzhledem k pokračujícímu poklesu cen nemovitostí, jen mírnému zlepšení cenové dostupnosti bydlení a nižší výstavbě. Na útlumu v cyklu se podílejí všechny složky s výjimkou podílu nesplácených úvěrů, který však má konzistentně malý dopad na celkový indikátor. Nejvíce táhne index dolů snížení investic do rezidenčního segmentu a reálné ceny nemovitostí, což odráží nižší výstavbu v reakci na slabou poptávku spolu s vysokými úrokovými sazbami a také vysokou inflaci, která srazila reálné ceny aktiv. Významným faktorem je rovněž zchlazení hypoteční úvěrové aktivity.

Korekce cen nemovitostí je pouze mírná



Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Nabídkové ceny bytů jsou k dispozici ke Q4 23, v ostatních případech jsou data ke Q3 23. HPI značí index cen nemovitostí.

Kompozitní index rezidenčního trhu



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Skokový nárůst v roce 2020 je ovlivněn refinancováním a refixacemi úvěrů na bydlení. Nejedná se tak o nárůst v čistých nových úvěrech.
Pozn.: PCA = vektor analýzy hlavních komponent

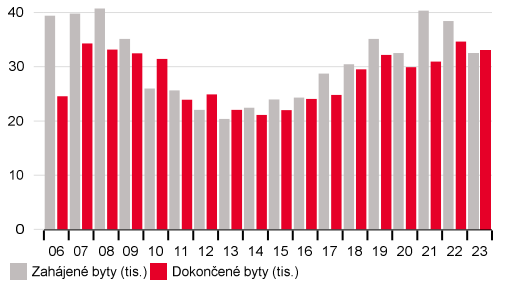
Letos by se aktivita na nemovitostním trhu měla citelněji rozhýbat. Předpokládáme, že růst cen nemovitostí se pomalu obnoví v souvislosti se zlepšením dostupnosti hypoték díky klesajícím úrokovým sazbám a rozvolnění limitů DSTI a DTI od loňského července, respektive ledna 2024. V reálném vyjádření podle našich odhadů však ke konci roku půjde o nepatrný nárůst (+1,5 % y/y v Q4 24) po předchozím silném poklesu. V průměru letos ovšem stále reálné ceny nemovitostí klesnou (-1,5 %). Tuzemská nemovitostní aktiva tak zřejmě nenabídnou zhodnocení oproti inflaci. Při současném omezení rezidenční výstavby je indikací ohledně jejího oživení pomálu. Počet nových stavebních povolení na bytové domy byl loni v úhrnu k listopadu nejnižší od začátku měření (2002) a počet zahájených bytů oproti

[3] Cár, M., & Vrbovský, R. (2019, březen). Composite index to assess housing price development in Slovakia. https://www.nbs.sk/_img/documents/_publik_nbs_fsr/biatec/rok2019/03-2019/05_biatec19-3_car.pdf

[4] Kompozitní index je výsledkem analýzy hlavních komponent (Principal Component Analysis, PCA). Ukazatele jsou upraveny ve formě odchylek od dlouhodobých trendů, které jsou zjednodušeně aproximovány pomocí Hodrick-Prescottova filtru. Jedná se o poměrové ukazatele cen nemovitosti a příjmu domácnosti, cen nemovitosti a nájmu, reálný index cen nemovitostí, poměr objemu nových úvěrů na bydlení k disponibilnímu příjmu domácností, podíl tvorby hrubého fixního kapitálu v oblasti bytové výstavby na celku a podíl nesplácených úvěrů na bydlení. Oproti originální konfiguraci Cár a Vrbovský (2019) je index mírně pozměněn.

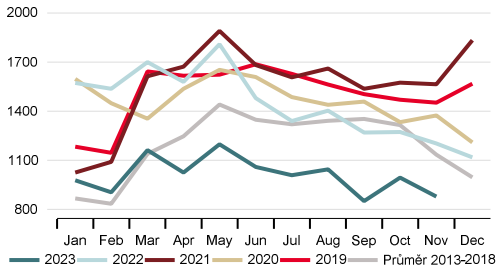
předchozím dvěma letům výrazně klesl. Na trh ale vloni přicházel značný objem bytů jejichž výstavba začala během let 2021-2022, což bude zřejmě platit i letos.

Výstavba nových bytů loni výrazně zpomalila



Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Úhrny k listopadu (vzhledem k dispozici dat za rok 2023).

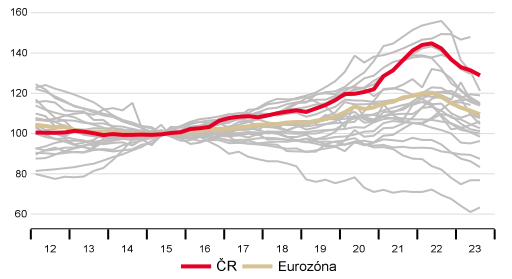
Počet stavebních povolení na bytové domy



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

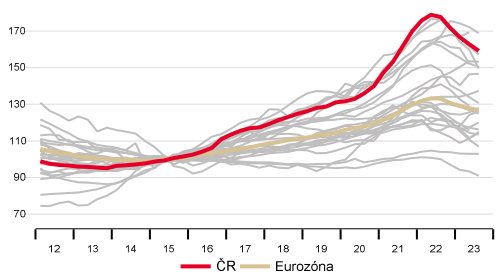
Rezidenční výstavba by měla postupně oživit s přispěním uvolnění měnové politiky a zmírnění inflačních tlaků ve stavebnictví. Ovšem i přes námi očekávaný pokles úrokových sazeb ČNB zůstane měnová politika relativně restriktivní. Navíc pro nemovitostní sektor také klíčové eurové sazby zůstanou rovněž zvýšené vzhledem k pozdějšímu snižování sazeb ECB (více v kapitole *Vnější prostředí*). Doznívající efekty domácí a zahraniční měnové politiky by tak měly bránit prudkému oživení soukromých investic ve stavebnictví.

Poměr ceny nemovitosti k příjmu (2015=100)



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

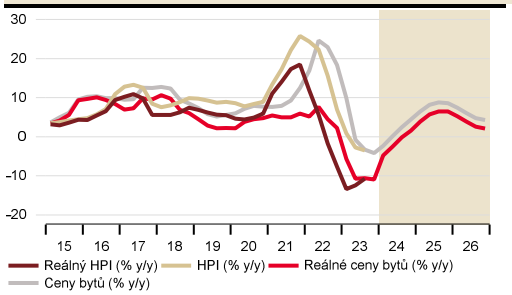
Poměr ceny nemovitosti k nájmu (2015=100)



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

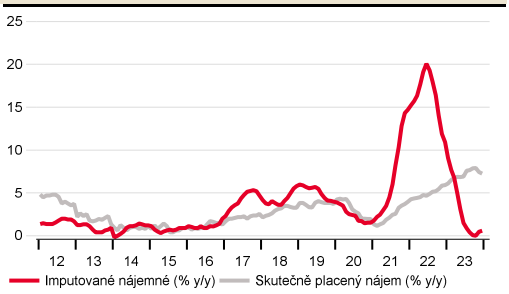
S rostoucí aktivitou na hypotečním trhu a odloženou poptávkou může být návrat spotřebitelů na nemovitostní trh poměrně silný. To by měl podpořit i vysoký stav naakumulovaných úspor domácností, které pravděpodobně tvořily spíše střední a vyšší příjmové percentily s nižším mezním sklonem ke spotřebě. Úspory by tak nemusely být pouze mírným impulsem pro spotřebu, ale mohly by se také přesunout na nemovitostní trh, a tím zesílit poptávku po vlastnickém bydlení, která je v tuzemsku obecně silná vzhledem k jeho vysokému podílu.

Růst cen nemovitostí se pomalu obnoví



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

Nízká cenová dostupnost tlačí na růst nájmů



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Kombinace silnějšího oživení poptávky po nemovitostech a pomalu se obnovující výstavby může prohloubit nesoulad mezi poptávkou a nabídkou na trhu. To by vyvíjelo podstatné tlaky na růst cen v dalších letech, což by mohlo vést k výraznému reálnému zhodnocení nemovitostních aktiv a dalšímu zvýšení jejich nadhodnocení. To ke konci Q2 23 ČNB odhadovala na zhruba 60 %.[5] Pro letošek očekáváme postupně zrychlující růst cen nemovitostí až na 4,4 % y/y ke konci roku. Silnější expanze pravděpodobně nastane až v příštím roce, kdy by meziroční růst mohl v průměru činit 8,0 %. Předchozí zhoršení cenové dostupnosti vlastního bydlení, vyšší úrokové sazby a zpožděná reakce na cenový vývoj v ekonomice udrží tlaky na zvyšování nájmů. Jejich meziroční růst v posledních dvou měsících loňského roku sice zvolnil, otázkou však je, do jaké míry bude letos jejich navyšování reflektovat předchozí vysoký růst cen s ohledem na inflační doložky a ostatní ujednání. Nízká cenová dostupnost vlastního bydlení, byť mírně se zlepšující, navíc zvyšuje zájem o nájemní bydlení, což může rovněž zesílit tlak na nájmy. Ovšem z pohledu tuzemské inflace je váha nájmů ve spotřebním koši daleko menší oproti imputovanému nájemnému, které mimo jiné reflektuje právě samotné ceny nemovitostí. Růst nájmů se ovšem jeví jako více perzistentní, vzhledem k jeho zpožděnému charakteru.

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

[5] Podle poslední Zprávy o finanční stabilitě (ČNB, podzim 2023) byly ceny bytů byly z modelového makroobezřetnostního hlediska ke konci Q2 23 nadhodnocené o 60 %, respektive o 20 % pohledem valuačního přístupu (relevantní zejména pro investiční byty sloužící k pronájmu). Nadhodnocení se ovšem již lehce zmírnilo. Zpráva o finanční stabilitě (podzim 2023) je k dispozici zde: https://www.cnb.cz/cs/financni-stabilita/publikace-o-financni-stabilite/Zprava-o-financni-stabilite-podzim-2023-00002/.

Klíčové ekonomické ukazatele

Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

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

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

Měna a úrokové sazby – výhled

		23-01-2024	Mar-24	Jun-24	Sep-24	Dec-24	Mar-25
CZK/EUR	konec období	24,9	24,85	24,90	24,80	24,65	24,60
USD/EUR	konec období	1,09	1,10	1,12	1,14	1,16	1,18
CZK/USD	konec období	22,9	22,60	22,20	21,75	21,25	20,85
3M PRIBOR	konec období, %	6,59	6,20	5,20	4,45	4,15	3,90
10Y IRS	konec období, %	3,73	3,70	3,75	3,65	3,60	3,65

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

Měsíční makroekonomická data

		IV-23	V-23	VI-23	VII-23	VIII-23	IX-23	X-23	XI-23	XII-23
Inflace (CPI)	%, y/y	12,7	11,1	9,7	8,8	8,5	6,9	8,5	7,3	6,9
Inflace (CPI)	%, m/m	-0,2	0,3	0,3	0,5	0,2	-0,7	0,1	0,1	-0,4
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	6,4	3,6	1,9	1,4	1,8	0,8	0,2	0,8	1,4
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	-1,2	-0,8	-0,3	-0,1	0,2	0,3	-0,1	-0,4	-0,5
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	3,6	3,5	3,4	3,5	3,6	3,6	3,5	3,5	3,7
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	-1,2	-2,3	0,9	-3,2	-2,2	-7,7	8,0	-2,7	n.a.
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	6,8	1,4	2,5	-2,7	-3,5	-7,0	11,3	-3,6	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	-8,9	-5,0	0,9	-2,1	-2,6	-2,2	2,9	-6,5	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (nár. met.)	8,7	9,4	18,8	-6,7	-5,7	11,8	14,7	30,8	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	30,2	-7,8	-47,9	-13,5	6,9	11,2	19,8	43,5	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	26,9	-21,3	-3,3	-20,9	-8,5	28,4	17,6	47,2	n.a.
M2	%, y/y	7,5	7,3	8,1	9,3	8,5	8,2	8,0	7,9	n.a.
Státní rozpočet	mld.CZK (od zač. roku)	-200,0	-271,4	-215,4	-214,1	-194,6	-180,7	-210,7	-269,1	-288,5
3M PRIBOR	%, průměr	7,18	7,18	7,15	7,11	7,10	7,09	7,05	7,06	6,97
CZK/EUR	průměr	23,4	23,6	23,7	23,9	24,1	24,4	24,6	24,5	24,5
CZK/USD	průměr	21,4	21,7	21,9	21,6	22,1	22,9	23,3	22,6	22,4

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

Velká Británie



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