

Aktualizace prognózy

Aktuální téma

Sazby ČNB budou kvůli nízké inflaci klesat rychleji, koruna už ale dále neoslabí



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



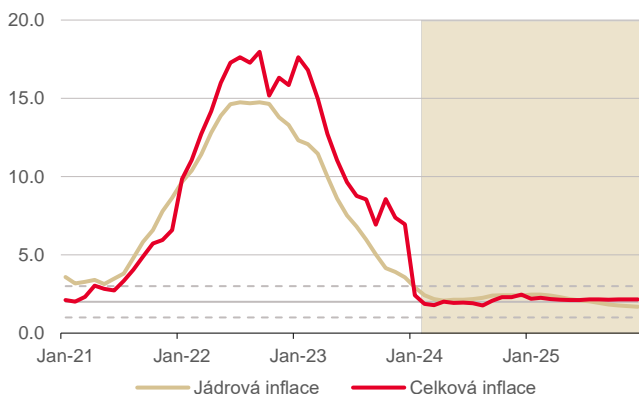
Martin Gürtler
(420) 222 008 509
martin_gurtler@kb.cz

Volivem nižšího lednového čísla jsme snížili náš odhad inflace pro letošní rok z 2,7 % na 2,1 %. Celková i jádrová inflace po zbytek roku pravděpodobně zůstanou v tolerančním pásmu ČNB. Ta tak podle nás urychlí tempo snižování úrokových sazeb, a to i s ohledem na slabou ekonomiku. V březnu a květnu očekáváme snížení repo sazby o 75 bb a její pokles na 3,5 % do konce roku. Korunové tržní sazby s kratší splatností by měly dále klesat. U delších splatností podobný prostor nespátřujeme. Oslabení koruny k euru v posledním půlroce do značné míry souviselo se zužováním úrokového diferenciálu. To ale podle nás pokračovat nebude a koruna by tak mohla s přispěním oživující domácí i zahraniční poptávky a oslabení amerického dolaru do konce roku mírně posílit.

Nízká lednová inflace nahrává rychlejšímu poklesu sazeb ČNB

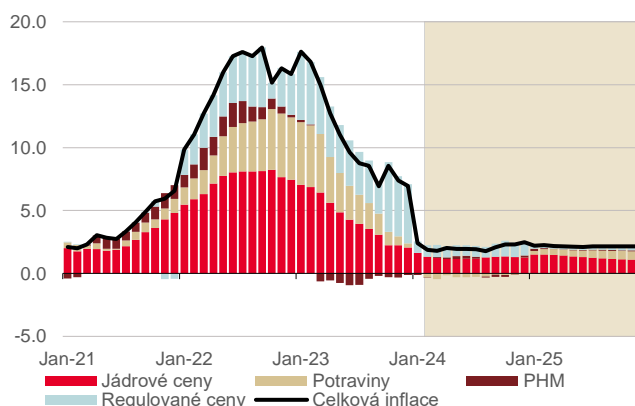
Nedávno zveřejněná data o lednovém vývoji spotřebitelských cen ukázala na překvapivě rychlý ústup inflace. Ta celková v meziročním vyjádření klesla na 2,3 %, její jádrová složka pak dosáhla 2,9 %. Česká národní banka naproti tomu čekala 3,0 % y/y, respektive 3,8 %. Více jsme lednovou inflaci analyzovali zde: https://bit.ly/CPI_Jan24_CZ. Lednový údaj přitom bývá tradičně ten, který z velké části určí výši inflace pro celý rok. To platí o to více v době ustáleného cenového vývoje bez větších ekonomických šoků. Rok 2024 by po předchozích turbulentních letech snad mohl být tímto případem. V důsledku slabší inflace v lednu tedy snižujeme náš odhad pro celý rok. Zatímco původně jsme pro letošek průměrnou inflaci odhadovali na 2,7 %, nyní čekáme 2,1 %. Po velkou část roku by se podle nás měla inflace držet na zhruba 2 % y/y či dokonce mírně pod touto úrovní. Ke konci roku pak očekáváme dočasné zrychlení ke 2,5 % y/y kvůli nižší srovnávací základně. Jádrová inflace se pravděpodobně po celý rok 2024 udrží mírně nad 2 % y/y. V průměru by pak podle naší prognózy měla dosáhnout 2,3 %, a to navzdory tomu, že předpokládáme postupné obnovení poptávkových tlaků vyplývajících z oživení spotřeby domácností. Data za leden ukázala na výrazné snížení meziměsíční dynamiky jádrových cen, které oproti prosinci zhruba stagnovaly. Na konci loňského roku se přitom meziměsíční dynamika jádrových cen zvyšovala.

Celková i jádrová inflace do konce roku pravděpodobně zůstanou v tolerančním pásmu ČNB (% y/y)



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

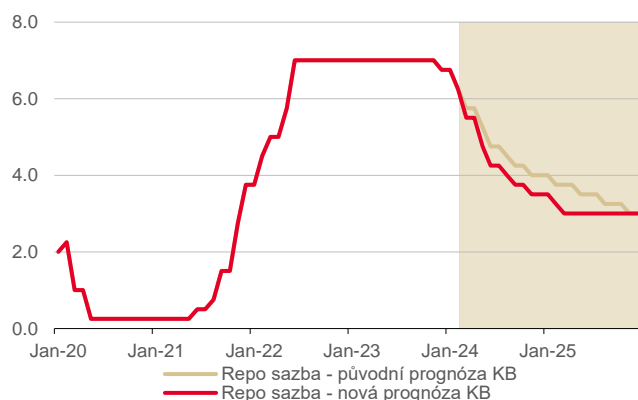
Pokračující růst regulovaných cen by měl být v letošním roce kompenzován mírným poklesem cen potravin (% y/y)



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

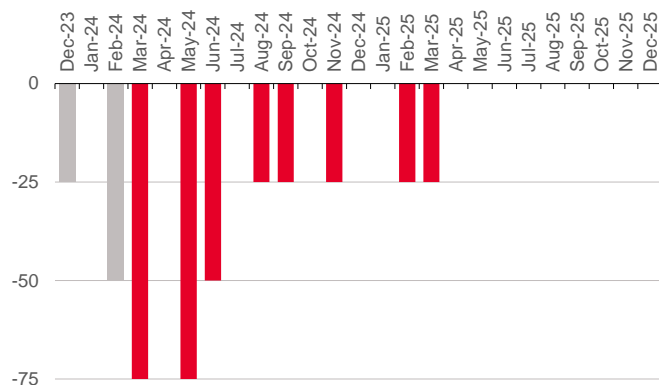
Česká národní banka by měla začít úrokové sazby snižovat rychleji. Nejistotu kolem míry lednového přecenění bankovní rada dosud používala jako hlavní argument, kterým vysvětlovala svůj obezřetný přístup ke snižování sazeb. Jistá míra nejistoty stále přetrvává, je však rozhodně menší než před zveřejněním lednové inflace. I přesto je pravděpodobné, že jak celková tak i jádrová inflace po zbytek letošního roku zůstanou v tolerančním pásmu centrální banky. V kombinaci se slabou ekonomikou je tak současná úroveň úrokových sazeb příliš restriktivní. To platí o to více při zohlednění tradičního zpoždění v účincích měnové politiky, které centrální banka odhaduje v rozsahu 12 až 18 měsíců. Myslíme si tedy, že na březnovém a květnovém zasedání dojde ke snížení úrokových sazeb o 75 bb po únorových -50 bb. V červnu pak čekáme snížení o 50 bb. V polovině roku by se tudíž podle naší prognózy měla repo sazba pohybovat mírně nad 4 %, čímž by se významně zmírnil nesoulad mezi ekonomickými daty a nastavením měnové politiky. Pro srpen, září a listopad předpokládáme snížení sazeb o 25 bb a v prosinci jejich stabilitu. Na konci letošního roku ve výsledku očekáváme repo sazbu na 3,5 %. Další snížení sazeb o 25 bb očekáváme v únoru a březnu příštího roku, kdy by se repo sazba měla dostat na politicky neutrální hladinu 3 %. Vzhledem k tomu, že bankovní rada uvádí, že politicky neutrální úroveň vidí spíše mírně nad dosud odhadovanými 3 %, je nakonec možné, že veškeré snižování úrokových sazeb se odehraje již v letošním roce. Rizika naší prognózy ovšem hodnotíme jako vychýlená ve směru pozvolnějšího poklesu sazeb, když bankovní rada navzdory příznivému cenovému vývoji chce zůstat nadále obezřetná. Tempo poklesu sazeb bude navíc pravděpodobně podmíněno vývojem české koruny.

V důsledku nižší lednové inflace nyní očekáváme rychlejší pokles repo sazby, a to až na 3,5 % na konci roku (%)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Na březnovém a květnovém zasedání očekáváme snížení repo sazby o 75 bb (změna v bb)

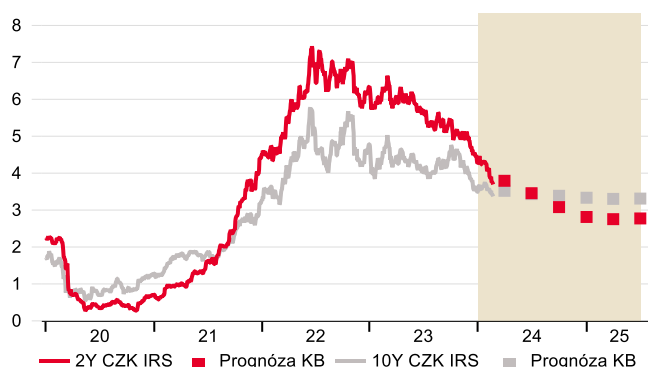


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Tržní úrokové sazby s kratší splatností ještě mohou klesnout

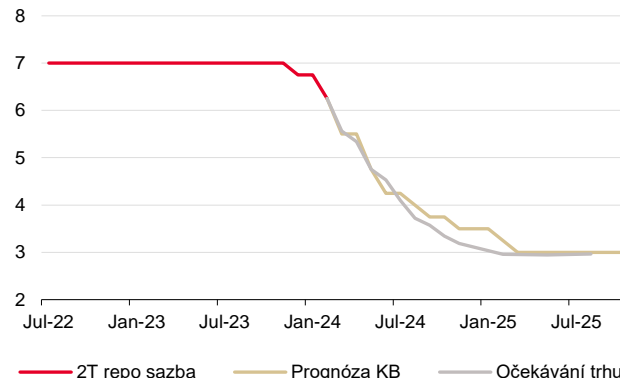
Fed i ECB letos začnou se snižováním úrokových sazeb. Vzhledem k překvapivě pozitivním údajům z americké ekonomiky z posledních týdnů již neočekáváme v letošním roce v zámoří recesi. Fed tak letos podle nás v úhrnu sníží klíčovou sazbu „pouze“ o 75 bb ze současných 5,25-5,50 % na 4,50-4,75 % ke konci roku. V případě ECB počítáme v základním scénáři letos s poklesem depozitní sazby o 50 bb na 3,5 %. Avšak v souvislosti s pokračující slabostí ekonomické aktivity v Německu, která pravděpodobně v Q1 24 podruhé v řadě mezičtvrtletně poklesla, a aktuálním tržním očekáváním (-100 bb do konce roku) je riziko vychýleno k výraznějšímu uvolnění měnové politiky v eurozóně.

Prognóza IRS (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj repo sazby ČNB k 21. 2. 2024 (%)



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

Kratší konec korunové křivky tržních úrokových sazeb se za poslední měsíc výrazně propadl. To odráží zvýšení tempa poklesu úrokových sazeb ze strany ČNB na únorovém zasedání (na 50 bb) a také výraznější než očekávaný pokles inflace v lednu na 2,3 % y/y. V lednové prognóze jsme čekali do konce letošního roku pokles repo sazby na 4 %. Nyní se však domníváme, že bude pokles sazeb výraznější. I tak se ale podle nás letos repo sazba ČNB nedostane až na trhem zaceněná 3 %, ale rok zakončí spíše na hladině 3,5 %. Prostor pro další pokles delších swapových sazeb z aktuálních úrovní by již měl být spíše mírný.

Výhled pro CZK IRS (% , konec období)

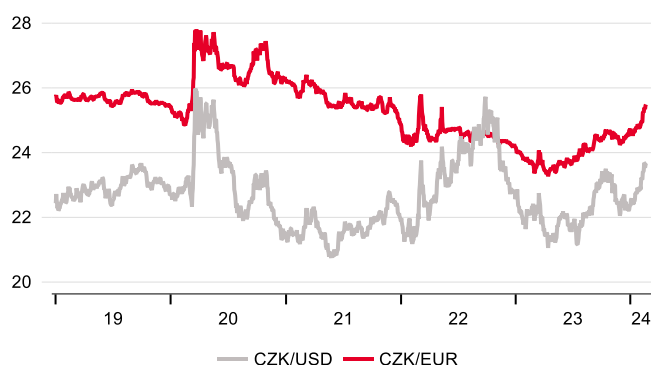
	Q1 24f	Q2 24f	Q3 24f	Q4 24f
2Y	3,80	3,45	3,10	2,80
5Y	3,35	3,15	3,05	2,95
10Y	3,50	3,45	3,40	3,35

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Koruně by mohlo pomoci oživení ekonomiky i oslabující dolar

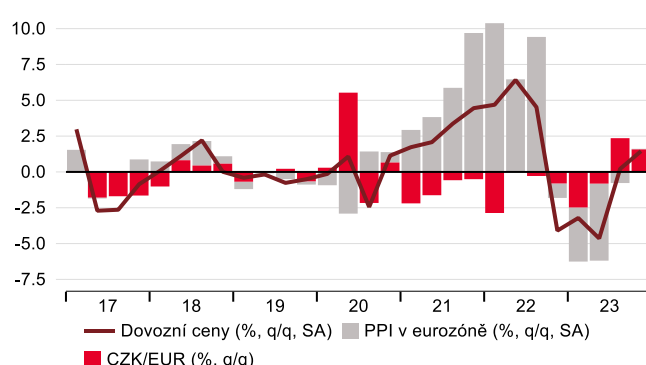
Proinflační působení oslabující koruny patrně přiměje ČNB k obezřetnosti při snižování úrokových sazeb. Přestože by pozorovaný plošný útlum inflačních tlaků patrný v lednové inflaci ospravedlňoval rychlé a výrazné uvolnění měnové politiky, domníváme se, že ČNB opět zvolí opatrnější přístup, a to mimo jiné i kvůli vývoji kurzu koruny. Mezičtvrtletní pokles zahraničních produkčních cen v Q4 23 odezněl, což v kombinaci s oslabením spotového kurzu, které pokračovalo i na začátku letošního roku, vytvářelo inflační tlaky z rostoucích cen dovozu. Radní ČNB přitom ve svých posledních vyjádřeních právě proinflační rizika slabší koruny často zmiňovali.

Koruna pokračuje v oslabování, ...



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

...což působí na růst dovozních cen



Zdroj: ČSÚ, Eurostat, Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

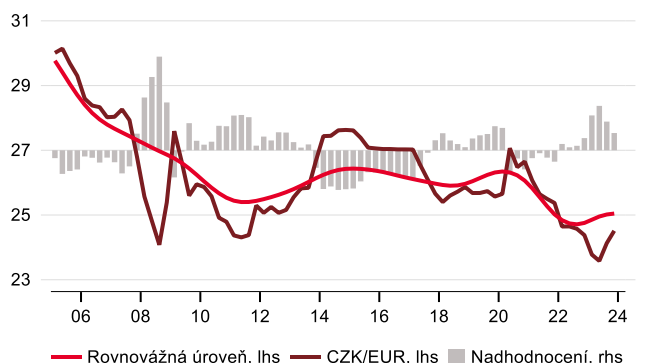
Koruna je slabší, než jsme očekávali v naší lednové prognóze i ve srovnání s prognózou ČNB. Významným faktorem v depreciačním směru je v poslední době zužující se úrokový diferenciál. To souviselo s pozorovaným útlumem inflačních tlaků a lednovým návratem meziroční inflace do blízkosti 2% cíle, což vyvolalo navýšení sázek finančních trhů na rychlejší uvolnění tuzemské měnové politiky. Jeho další výrazné snížení přitom nečekáme vzhledem k tomu, že trhem zaceněné budoucí kroky ČNB zhruba odpovídají našemu výhledu. Rovnovážný kurz daný fundamenty ekonomiky jsme pro Q4 24 odhadovali na 25,0 CZK/EUR. Letošní oslabení tak z našeho pohledu již více než kompenzovalo předchozí nadhodnocení koruny.

Oslabování koruny v posledním půlroce kopíruje zužování úrokového diferenciálu



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Z fundamentálního pohledu již koruna podle nás není nadhodnocená



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
 Pozn.: Odhadovaný rovnovážný měnový kurz vychází z filtrace reálného bilaterálního kurzu konzistentního s vnitřní (produkční mezerou) a vnější (mezerou podlé čistého exportu na HDP) rovnováhou ekonomiky.

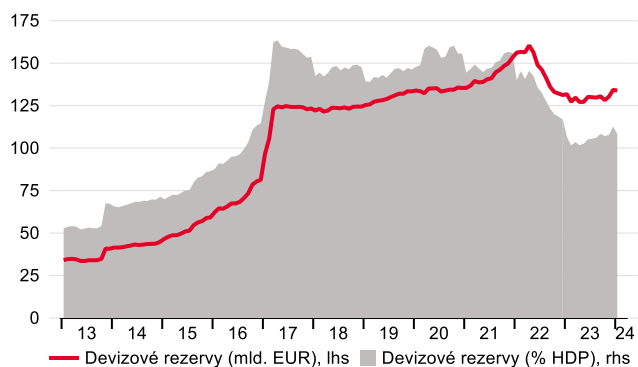
Prostor pro další oslabování koruny keuru se může brzy vyčerpat. Jak píšeme výše, úrokový diferenciál by se již výrazně zužovat neměl. Tuzemská ekonomika i zahraniční poptávka by navíc podle naší prognózy měly letos ožít. Obecně by rozvíjejícím se měnám měl prospět i globální vývoj na devizových trzích spojený s oslabováním amerického dolaru. Stabilizační roli by mohlo mít i případné navýšení objemu odprodeje výnosů z devizových rezerv ČNB, který byl od srpna pod 300 mil. EUR za měsíc. Stav devizových rezerv centrální banky ke konci letošního ledna činil 133,9 mld. EUR. V poměru k velikosti ekonomiky devizové rezervy dosahují více než 40 % ročního HDP a jsou z tohoto pohledu stále jedny z největších na světě. Celkově by tak koruna v páru s eurem mohla do konce letošního roku posílit lehce pod 25,0 CZK/EUR.

Prognóza kurzu koruny (konec období)

	Q1 24f	Q2 24f	Q3 24f	Q4 24f
CZK/EUR	25,40	25,20	25,00	24,90
CZK/USD	23,10	22,30	21,55	21,45
USD/EUR	1,10	1,13	1,16	1,16

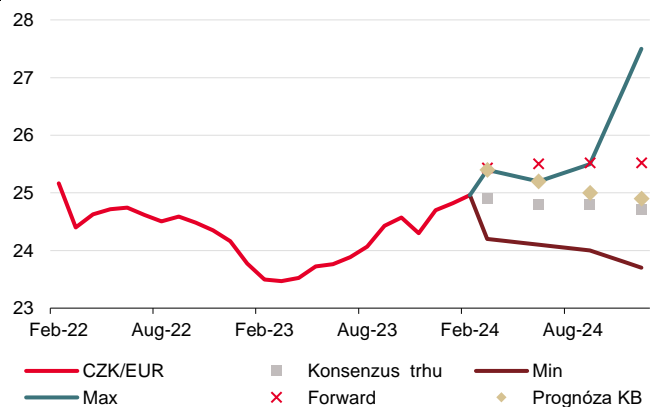
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

ČNB disponuje výraznými devizovými rezervami



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

CZK/EUR a tržní konsenzus



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



Jan Vejmelek, 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@sgcb.com

Eurozóna

Michel Martinez
(33) 1 4213 3421
michel.martinez@sgcb.com



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

Velká Británie

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



Severní Amerika
Stephen Gallagher
(1) 212 278 4496
stephen.gallagher@sgcb.com



Indie
Kunal Kumar Kundu
(91) 80 67 16 8266
kunal.kundu@sgcb.cz



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

Čína

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



Čína a okolí
Michelle Lam
(85) 2 2166 5721
michelle.lam@sgcb.com



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

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů



Guy Stear
(33) 1 4113 6399
guy.stear@sgcb.com

Vedoucí strategie sazeb



Adam Kurpiel
(33) 1 4213 6342
adam.kurpiel@sgcb.com

Vedoucí strategie sazeb pro USA



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



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



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

Jorge Garayo



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



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



Mathias Kpade
(44) 20 7550 2053
mathias.kpade@socgen.com



Theodore Kalambokidis
+1 212 278 4504
theodore.kalambokidis@sgcb.com

Vedoucí strategie pro měnové kurzy



Kit Juckes
(44) 20 7676 7972
kit.juckes@sgcb.com

Měnové deriváty



Olivier Korber
(33) 1 42 13 32 88
olivier.korber@sgcb.com

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



Phoenix Kalen
(44) 20 7676 7305
phoenix.kalen@sgcb.com



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



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



Marek Dřimal
(44) 20 7550 2395
marek.dřimal@sgcb.com



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



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

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 nezkrácený 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 případech, 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 vázány 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 vyplývajícimu 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 doзору 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>.