

Čtvrtletní zpráva

# Ekonomické výhledy

## Konec půstu – vstříc růstu



©iStock

■ **Ekonomika začíná ožívat** Po loňském poklesu o 0,2 % očekáváme letos růst HDP o 1,4 % a příští rok jeho zrychlení na 2,2 %. Motorem ekonomického oživení by měl být obnovený růst domácí poptávky, ať už spotřeby či investic. K vyšším útratám domácností by mělo pomoci pokračující zvyšování reálných mezd. Výkon průmyslu naproti tomu zůstane letos slabý.


■ **Inflace se udrží poblíž 2% cíle centrální banky** Celková inflace podle nás letos dosáhne 2,1 % a v příštím roce se sníží na 1,8 %. Zatímco ceny potravin letos klesnou, jádrová inflace a růst regulovaných cen budou stále přesahovat 2 %. V roce 2025 se však v jádrové inflaci plně projeví přísná měnová politika a v regulovaných cenách levnější energie na světových trzích.


■ **ČNB bude pokračovat s pozvolným snižováním sazeb** Přetrvávající opatrnost centrální banky vysvětluje rychlým růstem cen služeb a slabší korunou. Na následujících třech zasedáních čekáme snížení úrokových sazeb o 50 bb. Na konci letošního roku by se repo sazba měla dostat na 3,5 %, což pravděpodobně bude konečná úroveň současného cyklu.


■ **Tržním úrokovým sazbám se dolů příliš chtít nebude** Vyšší terminální sazby ECB, Fedu ale i ČNB budou bránit výraznějšímu poklesu korunových tržních úrokových sazeb, a tím i výnosům tuzemských státních dluhopisů.


■ **Kurz koruny by mohl ve zbytku roku mírně posilovat** Obnovení apreciace vůči euru očekáváme především v souvislosti se zlepšováním fundamentů domácí ekonomiky. Globální sentiment však bude nadále nakloněn americkému dolaru.

 **Jan Vejmelek**  
(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

## S vyššími teplotami se začíná ohřívat i ekonomika



Jan Vejmelek  
(420) 222 008 568  
jan\_vejmelek@kb.cz

Do rukou se Vám dostává jarní vydání *Ekonomických výhledů* Komerční banky. Již před čtvrt rokem jsem tehdejší úvodník doprovodil titulkem *Za bodem zlomu* a s odstupem zhruba tří měsíců mohu s klidným vědomím konstatovat, že se ekonomická aktivita v českém hospodářství skutečně odrazila ode dna. Naše lednová prognóza se nesla ve znamení hesla *Ospalý rozjezd ekonomiky*. Nyní již s poměrně přesvědčivou dávkou sebevědomí můžeme tvrdit, že se česká ekonomika skutečně rozjíždí, i když jak ukázaly první měsíce letošního roku, cesta je vskutku hrbolatá.

I když pro letošek počítáme se stagnací německé ekonomiky, globální prostředí nakonec vůbec nevypadá špatně.

**Zejména tuzemští průmyslníci musí čelit stagnující německé ekonomice a stále zvýšeným cenám energií.** I přes výrazný pokles tržní složky energií od svého vrcholu v létě 2022, zůstávají ceny elektřiny či plynu pro konečné spotřebitele o desítky procent nad úrovněmi před válkou na Ukrajině. Vliv na to má i výrazné zdražení regulovaných složek od začátku letošního roku. Klíčový obchodní partner, Německo, v loňském roce měřeno reálným HDP kleslo o 0,1 %. Česko pro srovnání vykázalo snížení o 0,2 %, eurozóna jako celek naopak o 0,4 % vzrostla. Zdaleka nejlepší výsledek mezi rozvinutými zeměmi předvedly vloni Spojené státy s růstem o 2,5 %. První tři měsíce letošního roku data zveřejněná na obou stranách Atlantiku překvapují vesměs pozitivně. Americká ekonomika tak klidně může zopakovat loňský silný výsledek. Hrozba recese v USA, která ještě před pár měsíci vypadala reálně, se nyní téměř rozplynula. Německo bude podle nás stagnovat, eurozóna jako celek si ale letos polepší o 0,6 %. Pro tuzemské exportéry je klíčové, že jsou součástí výrobního řetězce a ve finále německých exportů do USA.

Letos zveřejňovaná data příjemně překvapují

Index ekonomického překvapení

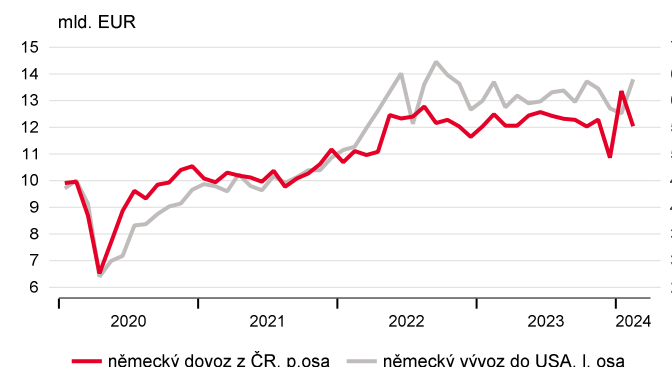


Zdroj: Leading Indicators, Citi, Economic Surprise Index, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Propad reálných mezd vloni srazil spotřebu domácností na kolena.

Návrat inflace na cíl situaci zásadním způsobem mění, spotřebitelský sentiment roste.

Pro české exportéry je klíčový úspěch německých vývozů do USA



Zdroj: German Federal Statistical Office, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Za dosavadním zaostáváním za zbytkem EU, kdy Česko nadále zůstává téměř jedinou zemí pod předpandemickou úrovní HDP, stála primárně spotřebitelská poptávka.** Výrazný pokles spotřeby domácností souvisel především s propadem tuzemských reálných mezd, který byl v rámci zemí OECD bezprecedentní. Jejich kupní síla ke konci loňského roku dosahovala hodnot z přelomu let 2017 a 2018.

**V souvislosti s návratem inflace na dvouprocentní cíl centrální banky došlo k zásadní změně: růst reálných mezd se začíná pozitivně promítat do lepší nálady domácností.** Ukazatel spotřebitelské důvěry se totiž v březnu dostal na nejvyšší hodnotu od října 2021, když postupný růst vykazoval po celé první čtvrtletí letošního roku. Z odpovědí respondentů je zřejmé, že k lepší náladě jednoznačně pomohl zmiňovaný návrat inflace k cíli centrální banky a s tím související zvyšování kupní síly výdělků domácností. Navíc po revizi národních účtů za rok 2023 to nakonec s domácí ekonomikou nevypadá tak špatně, jak původní data

naznačovala. V závěru loňského roku byl již patrný solidní mezičtvrtletní růst, když reálný HDP přidal 0,4 %. Pro Q1 24 ho čekáme ještě o desetinu vyšší. Kolem dvou procent v anualizovaném vyjádření by se růst ekonomiky měl pohybovat také ve zbytku roku. Již během aktuálního čtvrtletí bychom se tak měli dostat nad předpandemickou úroveň HDP.

#### Inflace se vrátila na cíl centrální banky



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Nálada českých domácností se konečně začíná opět zlepšovat



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Inflace se v únoru a březnu držela přesně na dvouprocentním cíli centrální banky.** Ve zbytku letošního roku bude oscilovat kolem inflačního cíle a v příštím roce bude dokonce v průměru mírně pod ním. Je tedy jasné, že úrokové sazby ČNB jsou vysoké a půjdou dále dolů. Co aktuálně představuje klíčovou otázku, na kterou hledají odpověď nejenom tuzemští centrální bankéři, je úroveň neutrální úrokové sazby. To pak determinuje, kam až klíčové úrokové sazby mohou klesnout. Zda se reálná rovnovážná úroková sazba označovaná jako  $r^*$  v důsledku dosavadního či očekávaného ekonomického vývoje změnila, řeší americký Fed, Evropská centrální banka i Česká národní banka. ECB představila první strategický výstup týkající se svého instrumentária, který v *Boxu 1* rozebírá Jana Steckerová. ČNB by měla začátkem května zveřejnit svůj pohled na rovnovážnou reálnou sazbu. Vyšší  $r^*$  pro českou ekonomiku a mezinárodní kontext diskutuje v *Boxu 2* Jaromír Gec. V návaznosti na zvýšení rovnovážných sazeb Fedu i ECB ze strany kolegů ze Sociétés Générale a indikací přicházejících z bankovní rady ČNB jsme v rámci našich předpokladů i my přistoupili k posunu neutrální úrokové sazby pro českou ekonomiku o 50 bb výše, a to na 3,50 % pro dvoutýdenní repo sazbu, kam bychom se měli dostat do konce letošního roku.

#### Dlouhodobý trend poklesu reálných sazeb v ČR skončil



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn. Reálná úroková sazba je počítána jako nominální (3M PRIBOR) očištěná o inflační očekávání (průměr očekávání finančních analytiků a nefinančních podniků dle jednotlivých průzkumů ČNB).

**Inflace je na cíli a zůstane v tolerančním pásmu, úrokové sazby půjdou dolů, reálné mzdy porostou a s tím vším i ekonomika jako celek.** S jarním vydáním *Ekonomických výhledů* Komerční banky se tak můžeme těšit nejenom na teplé a slunečné dny, ale i na příznivější zprávy z ekonomiky. Příjemné čtení!

## Obsah

<b>Vnější prostředí a předpoklady prognózy.....</b>	<b>5</b>
Box 1: Revize operačního rámce ECB řadu otázek nezodpověděla.....	8
<b>Makroekonomická prognóza.....</b>	<b>10</b>
<b>Měnová politika .....</b>	<b>16</b>
Box 2: Centrální banky signalizují riziko nárůstu reálných úrokových sazeb .....	17
<b>Fiskální politika .....</b>	<b>20</b>
<b>Tabulka prognózy.....</b>	<b>24</b>
<b>Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy .....</b>	<b>25</b>
<b>Korunový devizový trh.....</b>	<b>30</b>
<b>Bankovní sektor .....</b>	<b>33</b>
<b>Klíčové ekonomické ukazatele.....</b>	<b>37</b>
<b>Upozornění.....</b>	<b>38</b>

## Vnější prostředí a předpoklady prognózy



**Jana Steckerová**  
(420) 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz

### Žádná recese, ale ani oslnivý růst

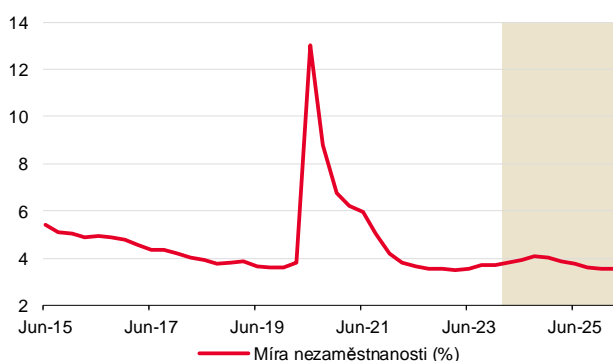
Od vydání našich lednových *Ekonomických výhledů* data zveřejňovaná ve Spojených státech pozitivně překvapovala. Trh práce byl stále schopen generovat vysoký počet nových pracovních míst, což se odráží v dobré náladě spotřebitelů a jejich ochotě utrácet. Firmy se těšily solidním ziskovým maržím a propouštění zaměstnanců neplánovaly. Zároveň i inflace překvapovala ve směru nahoru. Z těchto důvodů jsme změnili naši prognózu a v USA místo mírné recese očekáváme pro letošek solidní růst. Inflation by se měla sice postupně vracet k cíli Fedu, ale pomaleji, než jsme původně předpokládali. První snížení úrokových sazeb jsme tak z letošního června odložili až na březen 2025. Ke snížení úrokových sazeb o 25 bb naopak podle našeho názoru v červnu přistoupí Evropská centrální banka, která bude takto postupovat každý kvartál až do H2 25, kdy depozitní sazba dosáhne 2,5 %. I zde však existuje nemalé riziko, že k uvolňování měnových podmínek dojde později nebo v menším rozsahu, než jaký nyní předpokládáme.

### USA: snížení sazeb Fedu až v roce 2025

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

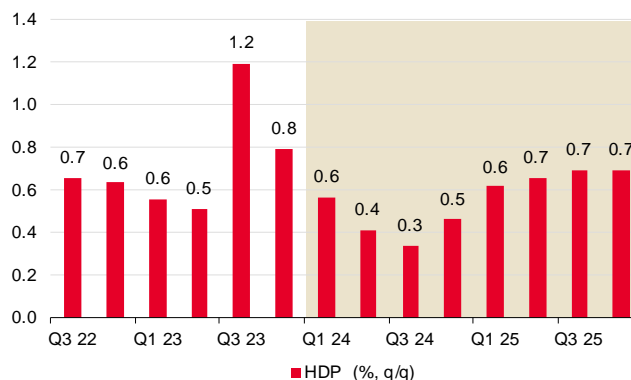
Americkou ekonomiku v nadcházejících čtvrtletích čeká podle našeho odhadu umírněný růst. Náš předchozí předpoklad počítal s mírnou recesí ve druhém a třetím čtvrtletí letošního roku. Doposud zveřejněná data ale takový scénář nepotvrzují. Počty nově vytvořených pracovních míst od začátku roku pozitivně překvapovaly. V březnu to bylo 303 tisíc po únorových 270 tisících (v nezaměstnanském sektoru). Abychom mohli situaci na trhu práce hodnotit jako uvolňující se, musely by přírůstky klesnout pod 150 tisíc. Nízké naopak zůstávají nově podané žádosti o podporu v nezaměstnanosti (od začátku roku činí průměr 210 tisíc). Firmy navíc ani neavizují záměr zaměstnance propouštět. To souvisí s jejich stále solidními ziskovými maržemi, které tradičně bývají jedním z prvních indikátorů signalizujících blížící se recesi. Umírněný růst ekonomiky naznačují i předstihové indikátory. Průmyslový ISM index se v březnu po šestnácti měsících v pásmu kontrakce vrátil nad 50bodovou hranici. Zároveň docházelo k oživení výroby automobilů, přičemž v prvních třech měsících letošního roku solidně rostly i jejich prodeje. Na druhou stranu nemovitostní trh zůstává zamrzlý v důsledku vysokých hypotečních úrokových sazeb. Celkově tak očekáváme, že americká ekonomika v letošním roce zopakuje loňský výsledek a vzroste o 2,5 %. Riziko je však vychýleno směrem k ještě lepšímu výsledku. V roce 2025 náš odhad počítá s dynamikou HDP na úrovni 2,3 %.

Trh práce v USA zůstává utažený



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Recese se ve Spojených státech nekoná



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

K návratu inflace na cíl bude třeba zpomalení tempa růstu cen nájemného.

**Uvolnění na trhu práce bude jednou z podmínek, aby americká centrální banka zahájila cyklus snižování úrokových sazeb.** Tou hlavní bude pochopitelně udržitelnější návrat inflace k 2% cíli. K tomu bude třeba především další zpomalení růstu cen imputovaného nájemného,

kteří tvoří největší položku amerického spotřebního koše. Ceny nájemného v březnu rostly o 5,7 % y/y. K tomu, aby se inflace vrátila na cíl, bude podle nás toto tempo muset zpomalit alespoň ke 3,5 %. A to si vyžádá již zmíněné ochlazení na trhu práce, neboť ceny nájemného jsou s jeho vývojem úzce svázány. Rizikem pro další inflační vývoj jsou kromě cen nájemného a domácích poptávkových tlaků i nadcházející americké prezidentské volby. Případné znovuzvolení Donalda Trumpa by mohlo vést k obnovení obchodních válek a zavedení, případně ke zvýšení tarifů na dovážené zboží z asijských zemí. Zde je ale nutno říci, že zavedení tarifů v minulosti nevedlo k dlouhodobějšímu růstu cen. K tomu vedl až přesun výroby k méně efektivním producentům.

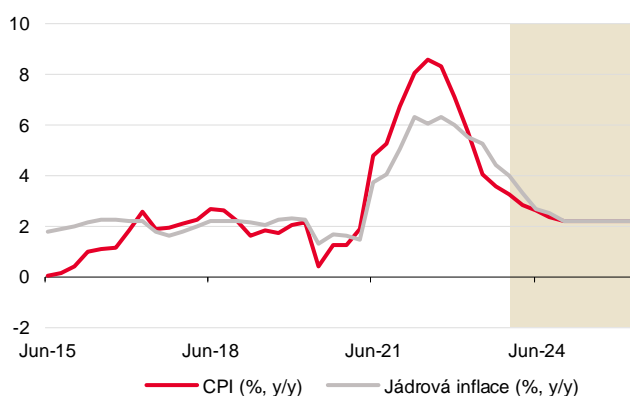
Snížení sazeb jsme odsunuli až na příští rok.

**Z výše uvedených důvodů jsme očekávání prvního snížení úrokových sazeb Fedu o 25 bb posunuli až na začátek roku 2025.** Další kroky ve stejném rozsahu by měly následovat každé čtvrtletí, a to až do doby, než klíčová úroková sazba dosáhne své neutrální úrovně, kterou nyní odhadujeme na 3-3,25 % (naš předchozí odhad počítal s 2,75-3,00 %). Medián výhledů jednotlivých představitelů Fedu tuto sazbu vidí o něco níže (na 2,6 %), avšak diskuze o tom, zda se nenachází výše, v rámci FOMC již probíhají.

Z lepší výkonnosti USA bude benefitovat i Čína.

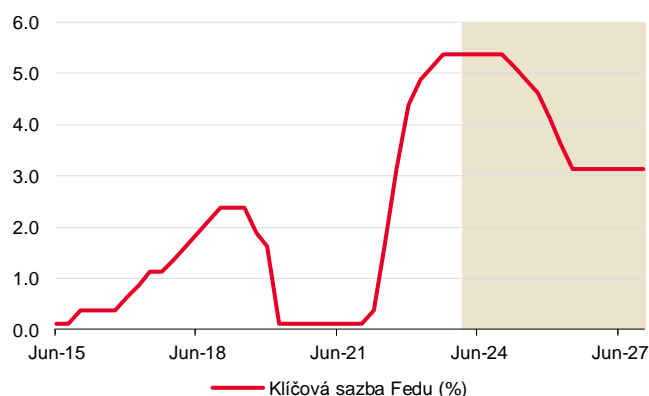
**Z toho, že se americká ekonomika v letošním roce vyhne recesi, by měla benefitovat skrze vyšší vývozy zboží i čínská ekonomika.** Její výkonnost v loňském roce zaostávala za očekávaními a ani v letošním roce není jisté, že se jí podaří dosáhnout 5% růstového cíle. Od začátku roku dochází k růstu zahraniční poptávky a tím i ke zvyšování výkonnosti čínského průmyslu. Ožívá i spotřeba domácností, což pozorujeme více ve službách než v oblasti zboží. Lépe by na tom měly být v letošním roce rovněž investice do infrastruktury. Nemovitostní trh bude ale naopak zřejmě dále klesat, a to navzdory nižším úrokovým sazbám a uvolnění vládních restriktivních opatření. Domácnosti budou od nákupů nemovitostí odrazovat nízké příjmy, vysoké ceny ve velkých městech, nízký počet nově zahájených staveb i nedůvěra v tamní developery. Situaci by mohl částečně kompenzovat vládní program výstavby sociálního bydlení a přeměny čínských vesnic. Celkově tak náš odhad pro letošní rok počítá s růstem HDP o 5,0 %, pro příští rok pak o 4,3 %.

Inflační tlaky zatím v americké ekonomice zůstávají silné



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Snížení sazeb ze strany Fedu se odsouvá až na rok 2025



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

## Eurozóna: první snížení sazeb již v červnu letošního roku

Růst potáhne spotřeba domácností.

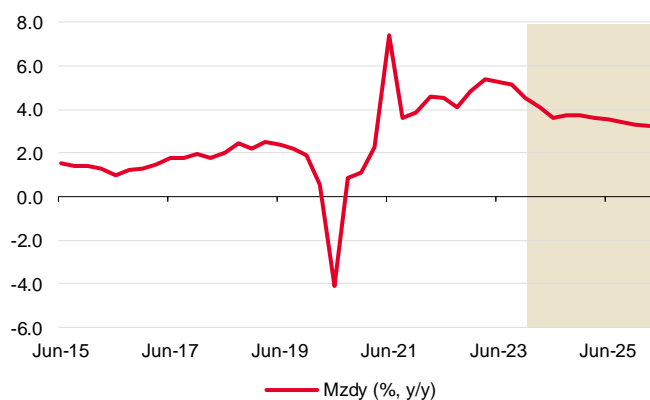
**Ekonomika eurozóny by měla v letošním roce mírně ožít.** Hlavním motorem oživení by měla být spotřeba domácností, kterou podpoří robustní mzdový růst, nízká inflace, vyšší čisté úrokové příjmy i fiskální politika. Míra úspor je navíc stále zhruba o 1,5 pb vyšší, než byla v průměru v letech 2013-2019, přičemž nadměrné úspory dosahují více než 7 % HDP. Trh práce zůstává utažený. V březnu se míra nezaměstnanosti držela na historicky nejnižší úrovni 6,4 %. Na jedno volné pracovní místo tak připadalo 2,3 nezaměstnaných, když v roce 2019 to

bylo 3,3 nezaměstnaných a v roce 2015 dokonce 6,9. Utažený trh práce je zároveň hlavní příčinou toho, proč v některých sektorech stále převažuje poptávka nad nabídkou. Typicky se jedná o služby, převaha poptávky je ale patrná i v některých sektorech průmyslu, například u výroby strojů a zařízení. Napjatý trh práce a s tím spojený silný růst mezd zároveň podle našeho odhadu v letošním roce ukrojí ze ziskových marží firem. Ty jsou sice ve srovnání s předpandemickou úrovní stále vysoké, růst mzdových nákladů však povede k jejich poklesu, což omezí investiční aktivitu firem. Celkově tak v letošním roce očekáváme pouze umírněný růst ekonomiky eurozóny o 0,6 % po loňských 0,5 %, v příštím roce pak o již solidních 1,3 %.

Německo by se v letošním roce mělo recesi vyhnout, nálada je ale spíše pesimistická.

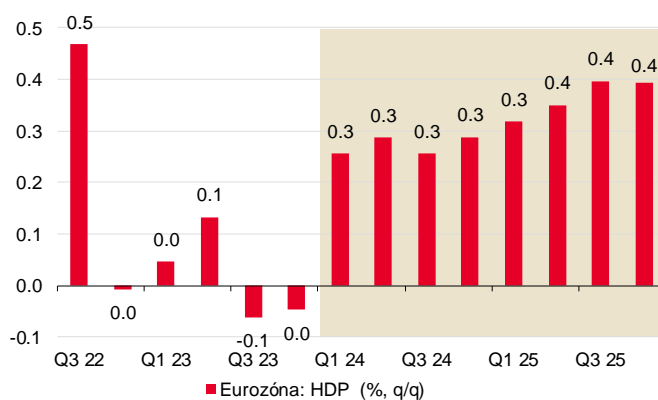
**Recesi by se mělo v letošním roce vyhnout i Německo.** To zatím doplácelo na svou silnou průmyslovou orientaci i na ekonomické oslabení Číny. Zároveň zde ale od dob pandemické krize dochází ke strukturálním změnám, kdy stále větší objem německých vývozů směřuje do USA (10 % v roce 2023) a menší do Číny (6 % pro stejný rok). Lepší vyhlídky pro americkou ekonomiku by se tak měly odrazit i v lepší výkonnosti té německé. Znamky oživení začíná vykazovat i německá průmyslová výroba, která v prvních dvou měsících letošního roku již solidně rostla, ačkoli stále zůstává zhruba osm procent za svou předpandemickou úroveň. Celkově se však Německo bude muset v nadcházejícím období vypořádat se složitými tématy, jako jsou dodávky energií z Ruska, zelená transformace, slabší poptávka ze strany Číny, rostoucí mzdové náklady i dluhová brzda, která neumožňuje hlubší strukturální změny tažené z veřejných rozpočtů. Tahounem oživení by tak měla být spotřeba domácností, kterou by měla podpořit klesající inflace i solidní mzdový růst. Německá ekonomika tak bude po loňském poklesu o 0,1 % v letošním roce podle našeho odhadu stagnovat. V příštím roce očekáváme růst o 1 %.

**Eurozóna: mzdový růst je na evropské poměry silný**



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

**Hospodářský růst eurozóny potáhne spotřeba domácností**



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Inflace v eurozóně spadne pod 2 %, jádrová inflace ale zůstane vyšší.

**Inflace v eurozóně v březnu v meziročním srovnání zpomalila na 2,4 %.** Pod tři procenta se dostala i její jádrová složka (2,9 %). Na podzim by se celková inflace měla dostat dokonce pod 2 %, a to v důsledku vlivu vysoké srovnávací základny a vývoje velkoobchodních cen plynu a elektřiny. Jádrová inflace zůstane nicméně podle naší prognózy nad 2,5 % v průběhu celého roku. Příčinou jsou námi očekávaný vysoký růst jednotkových mzdových nákladů, který v letošním roce podle našeho odhadu dosáhne 3,6 % po loňských 6,1 %. Pod tlakem tak zůstanou především ceny ve službách, které v březnu rostly meziročně o 4 % již pátý měsíc v řadě.

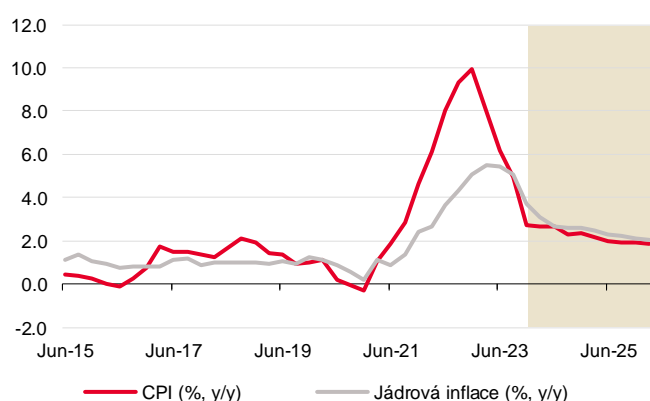
ECB sníží sazby poprvé v červnu.

**I přes vyšší jádrovou inflaci předpokládáme, že ECB přistoupí k prvnímu snížení sazeb o 25 bb v červnu letošního roku,** jak již řada jejich zástupců avizovala. Další by mělo následovat v září a prosinci. Kam až úrokové sazby nakonec klesnou, záleží na tom, kde se nachází dlouhodobá neutrální sazba. Centrální banka nyní drží velké množství vládních dluhopisů, což tlačí výnosy bondů se střední a dlouhou splatností směrem dolů. Tempo



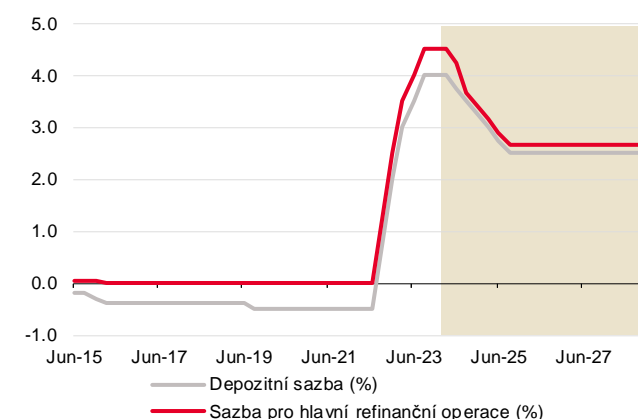
snížování bilanční sumy zůstává pomalé a zřejmě výrazně nezrychlí ani v letošním roce. Zároveň vlivem klimatické tranzice, digitalizace, využívání umělé inteligence, geopolitiky dochází ke strukturálním změnám, což komplikuje odhad současné cyklické pozice evropské ekonomiky. Souhrn všech zmíněných faktorů nás nicméně vedl k závěru, že se rovnovážná úroková sazba nyní nachází výše, než jsme původně předpokládali. Místo 2 % ji nyní vidíme na úrovni 2,5 %. Té by depozitní sazba měla dosáhnout v H2 25. Je zde však riziko, že mzdový vývoj za Q1 24 a výsledky mzdových vyjednávání, které se dozvíme koncem května, překvapí ve směru nahoru, což může vést k odsunutí červnového snížení sazeb či k jejich menšímu počtu v letošním roce. Více se politice ECB věnujeme v *Boxu 1*.

Inflace v eurozóně pod 2 %



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

ECB poprvé sníží sazby v červnu



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

### Box 1: Revize operačního rámce ECB řadu otázek nezodpověděla

**V polovině března Evropská centrální banka zveřejnila výsledky revize svých operačních nástrojů.** Hlavní změnou, která z ní vyplynula, je úprava šíře koridoru úrokových sazeb. S účinností od 18. září dojde ke snížení rozdílu mezi depozitní a základní repo sazbou na 15 bb ze stávajících 50 bb. Pokud tedy centrální banka sníží v červnu a září depozitní sazbu o 25 bb tak, jak předpokládáme, bude se depozitní sazba v září nacházet na úrovni 3,5 % a repo sazba na 3,65 %. Cílem tohoto kroku je zvýšit zájem bank o získávání likvidity prostřednictvím hlavních refinančních operací, udržení krátkodobých tržních sazeb poblíž úrovně depozitní sazby a zajištění nízké volatility na trhu.

**Evropská centrální banka také diskutovala možnost zvýšení míry povinných minimálních rezerv (PMR).** Ta nyní činí 1 %, přičemž PMR jsou úročeny nulovou úrokovou sazbou. Cílem případného zvýšení míry PMR by bylo snížit ztráty, které ECB a národním centrálním bankám vyplývají z úročení přebytečné likvidity ve formě dobrovolných rezerv obchodních bank depozitní sazbou. Navýšení této míry o jeden procentní bod by z evropského bankovního systému odčerpalo 165 miliard EUR přebytečné likvidity a ušetřilo tak Eurosystemu ročně zhruba 6,5 miliardy EUR.

**K poskytování likvidity bude ECB i nadále využívat širokou paletu nástrojů.** K těm budou patřit týdenní a tříměsíční úvěrové facility (MRO a LTRO), v dalších letech i strukturální dlouhodobé úvěrové facility (delší než tři měsíce) a strukturální portfolia cenných papírů. Poslední dva nástroje by podle ECB měly významně přispět k pokrytí potřeb strukturální likvidity bank. Nové nástroje by se pravděpodobně vyznačovaly spíše delšími splatnostmi než výhodnými sazbami a cílovaly by spíše na dluh soukromý než na ten veřejný.

**Zároveň ale revize nepřinesla odpovědi na některé zásadní otázky.** Zatím stále není zřejmé, jak by mělo vypadat strukturální dluhopisové portfolio, jaká je optimální výše bilanční



sumy ECB či z jakých důvodů centrální banka neusiluje o rychlejší návrat výnosové křivky k jejímu pozitivnímu sklonu, což by následně podpořilo dlouhodobé úspory i investice. Pokud jde o portfolio strukturálních dluhopisů, není zatím jasné, zda by mohlo zahrnovat státní dluhopisy či nikoli. My se přikláníme k druhé možnosti. Strukturální dluhopisové portfolio by tedy muselo být zaměřeno především na aktiva soukromého sektoru a muselo by být relativně malé, pravděpodobně ne větší než 750 mld. EUR. V každém případě ECB potvrdila, že portfolia pořízená v rámci programů APP a PEPP budou i nadále redukována. Kvantitativní utahování nyní běží tempem 45 mld. EUR měsíčně, a tímto tempem by podle našeho názoru mělo pokračovat nejméně do konce roku 2028. Jaká je ale optimální výše bilanční sumy z pohledu ECB, jsme se nicméně nedozvěděli. Domníváme se, že by to mohlo být zhruba 20 % evropského HDP. Tyto otázky budou, doufejme, lépe zodpovězeny v rámci strategické revize v roce 2025 a přezkumu operačního rámce v roce 2026.

**Jana Steckerová**  
+420 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz

## Středoevropský region: regionální centrální banky budou v uvolňování měnových podmínek opatrné

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.** Vzhledem k revizi prognózy pro americkou centrální banku, další uvolňování měnové politiky neočekáváme ani ve zbytku letošního roku. Polská inflace výrazně zpomalila své tempo (na 1,9 % y/y v březnu). V dubnu nicméně skončí platnost nulové sazby DPH na potraviny a v polovině roku vláda zřejmě rozmrazí ceny energií. Vlivem těchto opatření inflace v září pravděpodobně vyskočí k 6 % y/y. Stabilitě úrokových sazeb nahrávají i relativně silné domácí fundamenty. Souhrn těchto faktorů by měl svědčit polskému zlotému. Jeho kurz by se ve druhém čtvrtletí měl pohybovat kolem úrovně 4,25 PLN/EUR. Vzhledem ke geopolitickým událostem (volby v USA, válka na Ukrajině) následně očekáváme jeho oslabování směrem k 4,50 PLN/EUR na konci letošního roku.

Maďarská centrální banka bude pokračovat ve snižování úrokových sazeb.

**Maďarská centrální banka pokračovala i v letošním prvním čtvrtletí v uvolňování měnových podmínek.** Klíčovou tříměsíční depozitní sazbu snížila v únoru o 100 bb, přičemž v březnu to bylo o dalších 75 bb na 8,25 %. Následná tisková konference se nesla v silně jestřábím tónu, kdy centrální banka zdůrazňovala, že v dalších krocích bude opatrná a dosavadní razantní uvolňování měnových podmínek se zřejmě nebude opakovat. Z těchto důvodů jsme i my zredukovali očekávané snižování úrokových sazeb na 50 bb na každém zasedání v Q2, přičemž v Q3 už naše prognóza počítá se stabilitou sazeb až do Q1 25. To by znamenalo, že by se tříměsíční depozitní sazba měla v závěru letošního roku nacházet na 6,75 %. Vzhledem ke složité geopolitické situaci očekáváme kurz maďarského forintu v H2 24 mezi 390-400 HUF/EUR.

# Makroekonomická prognóza



**Martin Gürtler**  
(420) 222 008 509  
martin.gurtler@kb.cz

## Hlavní změny

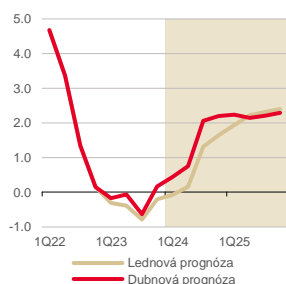
### HDP:

Po loňském poklesu ekonomiky o 0,2 % pro letošní rok očekáváme růst o 1,4 % a v příštím roce jeho zrychlení na 2,2 %. Oproti lednové prognóze jsme náš odhad letošního růstu zvýšili z původních 0,8 %, zatímco ten pro příští rok jsme ponechali beze změny. Nadále očekáváme, že hlavním motorem oživení ekonomiky bude obnovený růst domácí poptávky.

### Inflace:

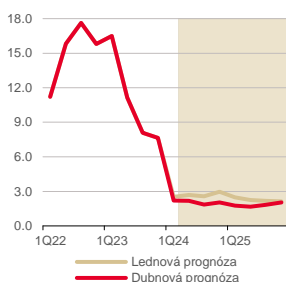
Zatímco vloni inflace dosáhla 10,7 %, letos by podle nás měla klesnout na 2,1 % a v příštím roce dokonce na 1,8 %. V lednové prognóze jsme přitom pro oba roky předpovídali vyšší inflaci (2,7 % a 2,2 %). Jádrová inflace by kvůli přetrvávajícímu rychlému růstu cen služeb měla letos zůstat nad cílem centrální banky, i tak se ale bude pravděpodobně nacházet v jejím tolerančním pásmu. V příštím roce v důsledku nadměrného utažení měnové politiky očekáváme pokles jádrové inflace na 1,9 %.

## Změna v prognóze HDP (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Změna v prognóze inflace (% , y/y)

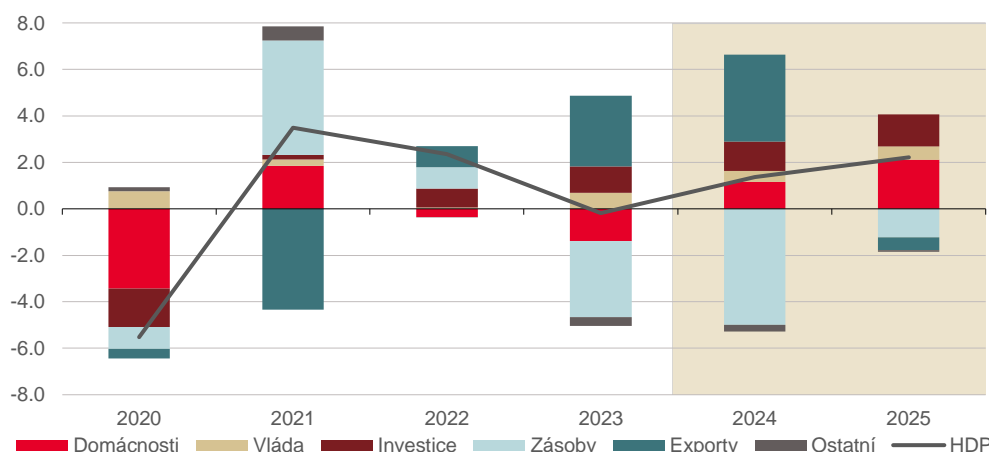


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Inflace za námi, růst ekonomiky před námi

Česká ekonomika začíná pomalu ožívat a v letošním druhém čtvrtletí by měla konečně dosáhnout své předpandemické úrovně. K oživení by měl přispět především obnovený růst domácí poptávky. Inflace na začátku letošního roku klesla na dvě procenta a poblíž inflačního cíle ČNB se podle naší prognózy bude pohybovat po zbytek letošního i celý příští rok. Růst reálných mezd by tak měl pokračovat a pomoci ke zlepšení kupní síly domácností. Jejich spotřeba, která byla hlavním důvodem slabého výkonu ekonomiky v loňském roce, by se tak měla postupně zvyšovat. Naopak pozitivní vliv čistých exportů podpořený vývozem dříve rozpracované produkce bude postupně slábnout. Poptávka po průmyslovém zboží navíc zůstává slabá a letošní výkon průmyslu tak ani přes mírné zlepšení pravděpodobně opět nepotěší.

Letos podle nás ekonomika vzroste o 1,4 % a příští rok její růst zrychlí na 2,2 % (% , pb, y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Tuzemské ekonomice svítá na lepší časy

**Závěr loňského roku byl ve znamení významnějšího oživení tuzemské ekonomiky.**

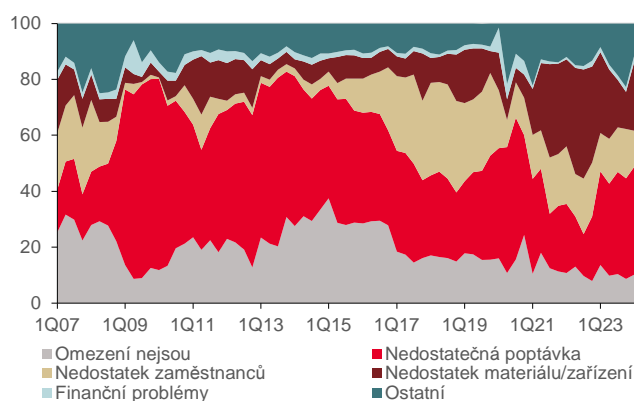
Po výrazném poklesu o 0,8 % v Q3 23, který byl ovlivněn dočasným výpadkem dodávek dílů pro automobilový průmysl, HDP v Q4 mezičtvrtletně vzrostl o 0,4 %. To byl lepší výsledek, než který předpokládala naše lednová prognóza (+0,2 % q/q). K tomuto růstu přispěla vyšší domácí poptávka a vývoz dříve rozpracované produkce. Příspěvek čistého exportu k mezičtvrtletní dynamice HDP (+3,9 pb) byl druhý nejvyšší v historii časové řady. Byl však kompenzován záporným příspěvkem změny stavu zásob v identické výši. Data zahraničního obchodu ukazují především na silný vývoz automobilů. Právě jejich výroba byla v minulosti nejvíce zasažena nedostatkem součástek a zásoby nedokončené produkce tak rychle rostly. S návratem fungování dodavatelských řetězců do normálu nyní dochází k postupnému dokončování a vyskladňování těchto zásob. Dobrou zprávou pro další vývoj ekonomiky je obnovený růst spotřeby domácností. Ta se sice v Q4 23 stále nacházela 8 % pod předpandemickou úroveň konce roku 2019 a byla hlavním důvodem zaostávání ekonomiky vůči zbytku EU, mezičtvrtletně ale v souladu s naší prognózou vzrostla o 0,5 %. K oživení domácí poptávky pomohl také rychlý růst fixních investic o 2 % q/q. Za celý rok 2023 nakonec ekonomika klesla jen o 0,2 %, a to i zásluhou vzestupné revize dat pro H1 23. HDP podle revidovaných dat vzrostl v Q1 a Q2 23 o shodných 0,3 % q/q.

**Růst ekonomiky v prvním letošním čtvrtletí podle našeho odhadu zrychlil na 0,5 % q/q.**

Jeho struktura by měla být obdobná té z Q4 23. Spotřeba domácností podle nás

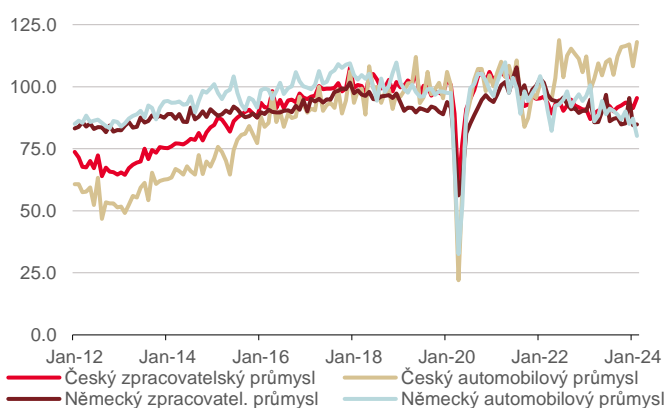
mezičtvrtletně vzrostla o 0,6 %. Předstihové ukazatele tržeb z oblasti maloobchodu a služeb sice nadále vykazují vyšší míru proměnlivosti, jejich trend je však růstový. To pravděpodobně souvisí s obnoveným růstem reálných mezd. Právě hluboký propad kupní síly domácností v průběhu předchozích dvou let byl hlavním důvodem útlumu spotřebitelských výdajů. Pozitivní je rovněž vývoj spotřebitelského sentimentu, který v průběhu Q1 24 setrval na rostl a na jeho konci dosáhl nejvyšší úrovně od října 2021. Domácnosti očekávají zlepšení celkové ekonomické situace a spolu s tím i jejich osobních financí. Méně se rovněž obávají dalšího růstu spotřebitelských cen. Ochota utrácet za velké nákupy ale zatím zůstává na nízkých úrovních. V oživení by podle nás měly pokračovat také fixní investice podpořené fondy EU. Čistý vývoz si pravděpodobně v Q1 24 udržel svůj kladný, i když ne již tak vysoký příspěvek, který byl podle nás stejně jako v Q4 23 kompenzován záporným příspěvkem změny stavu zásob. Probíhat by tak nadále mělo dokončování a vyskladňování dříve rozpracované produkce. Samotný výkon průmyslu však podle našeho odhadu v Q1 24 mezičtvrtletně stagnoval. Problémem zůstává hlavně slabá poptávka po průmyslovém zboží, která spolu se stále vysokými cenami energií významně dopadá i na ekonomiku sousedního Německa. Nedostatečnou poptávku jako hlavní bariéru růstu produkce v Q1 24 označilo skoro 40 % tuzemských průmyslových podniků oslovených v rámci konjunkturálního průzkumu ČSÚ.

#### Nedostatečná poptávka je největší bariérou růstu průmyslové produkce (%)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Čeští výrobci aut si z hlediska nových zakázek vedou lépe než zbytek průmyslu či německá konkurence (reálně, SA, 2021=100)



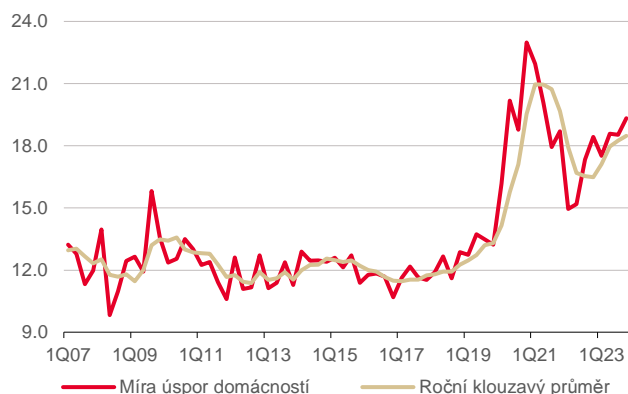
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: V případě českých dat nových průmyslových zakázek, která jsou dostupná pouze v nominálním vyjádření, je jako deflátor použit odpovídající index cen průmyslových výrobků (PPI).

Ekonomika jako celek podle naší prognózy dosáhne své předpandemické úrovně již v letošním druhém čtvrtletí.

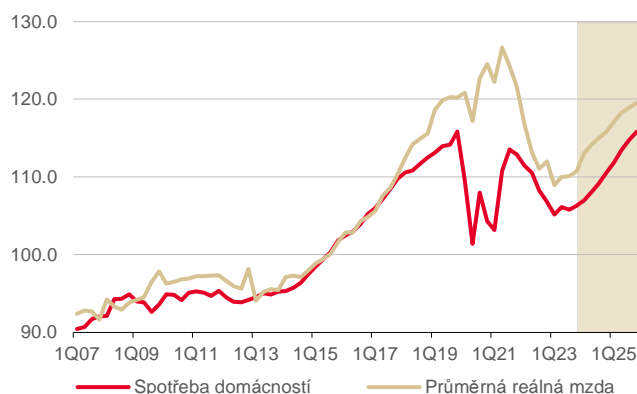
**Za celý letošní rok ekonomika zásluhou oživení domácí poptávky vykáže podle naší prognózy růst o 1,4 %, který by měl v roce 2025 zrychlit na 2,2 %.** Při srovnání s naší minulou prognózou je letošní odhad vyšší (v lednu jsme čekali 0,8 %), zatímco ten pro příští rok zůstává beze změny. Nadále očekáváme, že hlavním zdrojem růstu ekonomiky bude oživení domácí poptávky zahrnující i růst fixních investic. Na investiční aktivitu by měly pozitivně působit globální trendy spočívající ve větší regionalizaci výrobních procesů, dekarbonizaci ekonomik či v náhradě nedostatkové pracovní síly kapitálem. Spotřeba domácností by měla být podpořena pokračujícím růstem reálných mezd, vyšší důvěrou ve vývoj ekonomiky a také vysokým stavem nahromaděných úspor. Stejně jako v minulé prognóze ale očekáváme, že k dosažení předpandemické úrovně spotřeby dojde až v průběhu roku 2026. Její oživení bude tedy pouze pozvolné, když tempo růstu reálných mezd bude podle nás s ohledem na předchozí pokles spíše střídme a část úspor domácností je navíc alokována v méně likvidních finančních instrumentech. Pokles úrokových sazeb se projevuje v obnovení zájmu domácností o investice do nemovitostí, což by mohlo přispět k významné redukci nahromaděných úspor.

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



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

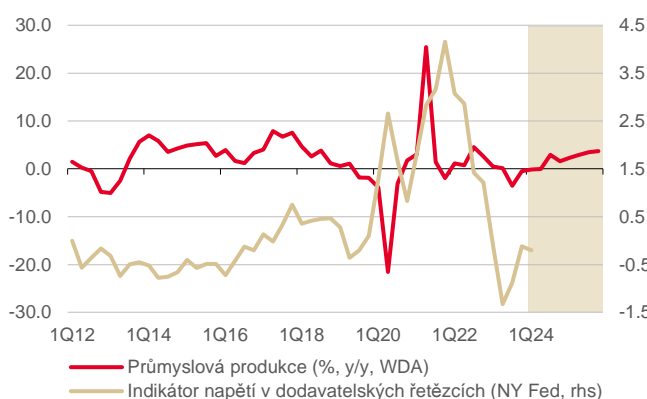
Obnovený růst reálných mezd přispěje k oživení spotřeby domácností (2015=100)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

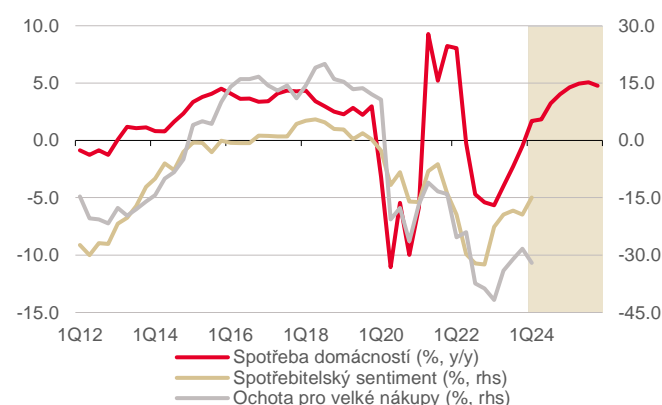
**Příspěvek čistého exportu k růstu HDP letos pravděpodobně dosáhne vysoce kladných hodnot, zejména však v souvislosti s vývozem dříve rozpracované produkce.** Ten byl silný především na přelomu loňského a letošního roku. Ruku v ruce s tím by tedy měl jít vysoce záporný příspěvek změny stavu zásob. Průmyslová produkce by se podle nás měla letos zvýšit o 1,1 %, zatímco v lednové prognóze jsme očekávali její přibližnou stagnaci. Příliš optimistický výsledek to stále není, předstihové indikátory ale jistě oživení průmyslu naznačují. Ve vážově důležitém automobilovém průmyslu navíc v posledních měsících dochází k růstu reálného objemu nových zakázek. Ten si tak vede o poznání lépe než zbytek tuzemského průmyslu i než německá konkurence. Automobilový průmysl může mít navíc stále k dispozici část nevyřízených zakázek z předchozího období. V ostatních odvětvích ekonomiky bude růst zřejmě vyšší. Maloobchod by měl čerpat z oživení spotřebitelské poptávky a podle naší prognózy vykázat růst tržeb bez prodejů aut o 3,7 %. V případě stavebnictví očekáváme růst dokonce o 4,9 % podpořený nižšími úrokovými sazbami, čerpáním fondů EU a významně též velmi nízkou srovnávací základnou.

Tuzemský průmysl nyní zhruba meziročně stagnuje, globální dodavatelské řetězce však fungují bez větších problémů



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

Spotřeba domácností bude hlavním zdrojem oživení ekonomiky, na její růst ukazuje i zlepšení spotřebitelského sentimentu



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Rizika naší prognózy HDP spatřujeme především v zahraničí.** Jde o výkon německé ekonomiky, a zejména pak jejího průmyslového sektoru, na kterém závisí odbyt velké části tuzemských firem. Ačkoliv jejich úroveň zůstává relativně nízká, předstihové indikátory z německého průmyslu se v posledních měsících odrazily ode dna a dávají naději na alespoň částečné zlepšení situace. I přesto bude letos německá ekonomika pravděpodobně zhruba stagnovat. Ta česká tedy podle nás poroste hlavně zásluhou oživující domácí poptávky a míra

jejího růstu nakonec zřejmě rozhodne také o výsledku celé ekonomiky. To vše bude významně podmíněno silou růstu reálných mezd.

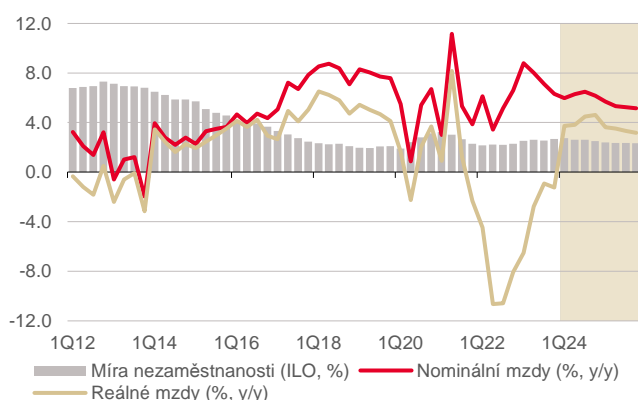
### Reálné mzdy porostou, k obnovení kupní síly domácností ale hned nedojde

**Očekáváme, že nominální mzdy letos vzrostou o 6,2 % a v příštím roce o 5,4 %.**

V porovnání s naší lednovou prognózou je letošní růst nižší, zatímco ten pro rok 2025 naopak vyšší (původně jsme čekali 6,9 % a 5,2 %). Reálné mzdy zásluhou rychlého ústupu inflace v Q4 23 mezičtvrtletně rostly již třetí kvartál v řadě. Jejich růst byl však umírněný a dosud spíše zaostával za našimi očekáváními. S letošním rokem by mělo dojít ke zrychlení mezičtvrtletního růstu reálných mezd, jak ukazují předstihové indikátory za Q1. Pro celý rok 2024 předpokládáme zvýšení průměrné reálné mzdy o 4,2 %, avšak po poklesu o přibližně 11 % v souhrnu za dva předchozí roky. Stejně jako u spotřeby domácností naše prognóza předpokládá, že k dosažení předpandemické úrovně průměrné reálné mzdy dojde až během roku 2026. K pokračujícímu růstu reálných mezd by měly přispět vyšší nároky zaměstnanců související s předchozím strmým propadem jejich kupní síly, příznivá finanční situace podniků, stejně tak i dlouhodobý nedostatek pracovních sil na tuzemském trhu práce. Ten podle nás zůstane omezujícím faktorem růstu ekonomiky rovněž na horizontu prognózy. Očekáváme, že obecná míra nezaměstnanosti (ILO) setrvá pod 3 % a podíl nezaměstnaných osob pod 4 %. Zaměstnanost pokračuje v pozvolném mezičtvrtletním růstu, pravděpodobně i vlivem přílivu zahraničních pracovníků, a my předpokládáme, že k tomu bude docházet i nadále. Pomoci by měla snaha současné vlády a tlak firem na rozvolnění regulace zaměstnávání pracovníků ze zahraničí.

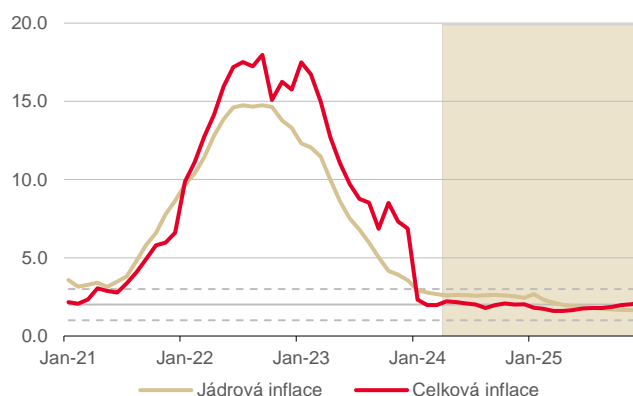
K obnovení předpandemické úrovně kupní síly mezd podle nás dojde až v průběhu roku 2026, což se promítne v pouze pozvolném oživení spotřeby domácností.

#### Přetrvávající napětí na trhu práce a ústup inflace pomohou k obnovení růstu reálných mezd



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Celková i jádrová inflace zůstanou v tolerančním pásmu centrální banky (% y/y)



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

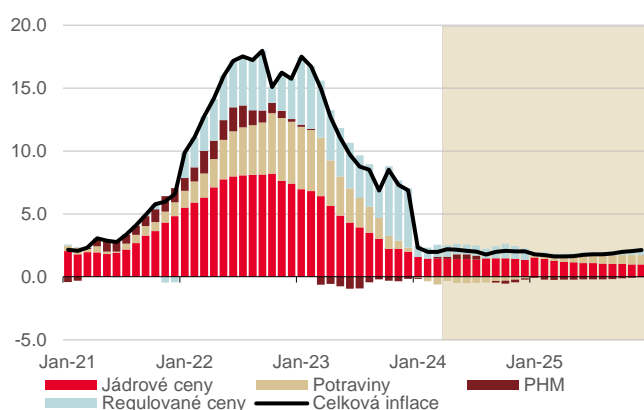
Inflace začátkem roku výrazně klesla na 2 % y/y a poblíž této úrovně by se měla držet i nadále. Jádrová inflace letos sice ještě zůstane nad 2 % y/y, i tak se ale bude pohybovat v tolerančním pásmu ČNB.

### Inflace se udrží poblíž 2 % letos i příští rok

**Růst spotřebitelských cen na začátku letošního roku výrazně zpomalil na úroveň dvouprocentního cíle centrální banky.** Zatímco v Q4 23 meziroční inflace dosáhla 7,6 %, v Q1 24 již klesla na průměrných 2,2 %. V únoru a březnu přitom dosáhla rovných 2 % y/y. Část tohoto strmého poklesu byla dána skutečností, že ke konci loňského roku byla meziroční inflace držena výše čistě technickým efektem nízké srovnávací základny spojené se zavedením úsporného energetického tarifu na podzim roku 2022. Vliv ale stejně tak mělo výrazně slabší přecenění na začátku letošního roku, když podle našeho odhadu po sezonním očištění vzrostly jádrové spotřebitelské ceny v Q1 24 mezičtvrtletně o 0,6 %. V roce 2023 přitom tento růst činil 1,7 % q/q a v roce 2022 pak dokonce 3,4 % q/q. Naše lednová prognóza s rychlým ústupem cenových tlaků na začátku roku 2024 počítala, i když náš odhad celkové inflace pro Q1 byl oproti skutečnosti nepatrně vyšší (2,5 % y/y). Nižší oproti naší prognóze byla jádrová inflace a rychlejší byl nakonec i pokles cen potravin. Regulované ceny naproti tomu rostly vyšším tempem.

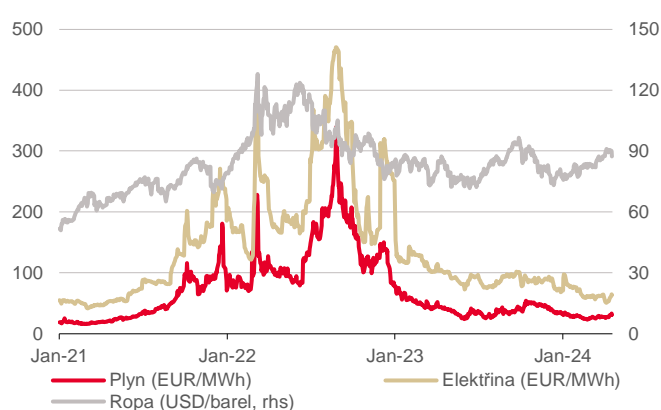
**Inflace podle nás letos dosáhne v průměru 2,1 % a příští rok klesne na 1,8 %.** To je oproti naší minulé prognóze v obou letech méně, když v lednu jsme pro rok 2024 předpovídali inflaci ve výši 2,7 % a pro rok 2025 na úrovni 2,2 %. Celkovou inflaci by poblíž dvouprocentního cíle měl v letošním roce držet především pokles cen potravin. Ten podle našeho odhadu letos přesáhne jedno procento a při zohlednění nižší DPH dokonce procenta dvě. Jde o odhad pro cenový index potravin používaný centrální bankou. Ten mimo potravin a nealkoholických nápojů zahrnuje také alkohol a tabákové výrobky, jejichž ceny i kvůli vyšší spotřební dani letos pravděpodobně vzrostou. Pokles cen samotných potravin a nealkoholických nápojů by tak měl být ve výsledku ještě vyšší. Jádrová inflace se na začátku roku dostala pod 3 % y/y a v březnu činila 2,7 %. Klesla tak do tolerančního pásma centrální banky, stále ale zůstává nad dvouprocentním cílem. Obdobný vývoj očekáváme také ve zbytku roku, kdy by se jádrová inflace měla pohybovat poblíž 2,5 % y/y. Důvodem je přetrvávající rychlý růst cen služeb dosahující zhruba 5 % y/y, které navíc tradičně představují nejvíce perzistentní složku inflace. Ceny zboží naproti tomu podle posledních dat za březen meziročně stagnují. S ohledem na to, že měnová politika je již nějakou dobu přísnější, než by bylo optimální a nejspíše to tak i zůstane, měla by se tato skutečnost podle nás se zpožděním odrazit ve vývoji jádrové inflace. To je důvod, proč pro příští rok očekáváme jádrovou inflaci mírně pod inflačním cílem, konkrétně na 1,9 %. Efekt přísné měnové politiky bude ale vyvažovat námi očekávané oživení domácí poptávky.

**Zatímco potraviny letos mírně zlevní, růst jádrových a regulovaných cen se udrží nad 2 % (%, y/y)**



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

**Ceny elektřiny a plynu na velkoobchodních trzích klesly na úroveň první poloviny roku 2021, ropa naopak zdražila**



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Jedná se o spotové ceny na velkoobchodních energetických trzích.

**Růst regulovaných cen letos podle naší prognózy dosáhne 6,1 %, když klíčovým zůstane vývoj cen energií.** Důvodem stále vysoké dynamiky regulovaných cen je zejména lednové výrazné zdražení regulovaných složek energií. Proti tomu však působí pokles cen tržních složek, který probíhá už od konce loňského roku. Ceny elektřiny a plynu na světových trzích totiž setrvale klesají a nyní se dokonce dostaly až na úroveň první poloviny roku 2021. Tento příznivý vliv by se měl pozvolna promítat také do cen pro konečné spotřebitele. Po skokovém nárůstu v lednu kvůli dražším regulovaným složkám ceny elektřiny a plynu pro domácnosti v únoru a březnu mírně meziměsíčně klesaly. Tento mírný pokles by působením nižších cen na velkoobchodních trzích mohl ve zbytku roku pokračovat. To pravděpodobně zmírní nárůst meziroční dynamiky regulovaných cen ke konci letošního roku, ke kterému by mělo dojít v důsledku nižší srovnávací základny konce roku 2023. Ten se však v kombinaci s ústupem jádrové inflace a meziročním poklesem cen potravin nakonec oproti našim původním předpokladům neprojeví v nárůstu celkové inflace, která by po celý rok 2024 měla podle naší prognózy zůstat v blízkosti 2 % y/y. Pokles tržních cen energií by měl podle nás způsobit také to, že růst regulovaných cen se v příštím roce bude pohybovat pod 2 %.

**Rizika prognózy inflace se vztahují zejména ke geopolitickým událostem.** Ty se mohou promítnout ve vyšších cenách komodit, jako se tomu děje nyní v případě ceny ropy, která roste vlivem konfliktu na Blízkém východě. Mimo cen komodit může být geopolitické napětí také rizikem pro dodavatelské řetězce, jak prokázaly problémy s námořní dopravou v Rudém moři. V souhrnu jsou tato rizika vychýlena v proinflačním směru.



## Měnová politika



**Martin Gürtler**  
(420) 222 008 509  
martin.gurtler@kb.cz

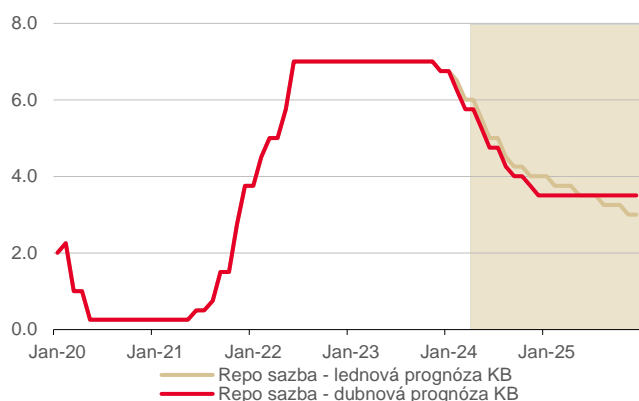
### Veškerý pokles sazeb ČNB by se měl uskutečnit letos

**Celková inflace sice klesla na dvouprocentní cíl, základní repo sazba však zůstává stále vysoko na 5,75 %. Její snižování tak bude pokračovat, podle bankovní rady ale nadále pouze pozvolným tempem. Hlavními důvody jsou podle centrálních bankéřů slabá koruna a rychlý růst cen služeb. Na dalších třech zasedáních čekáme snížení o 50 bb a na konci letošního roku by se repo sazba podle naší prognózy měla nacházet na 3,5 %. To by zároveň podle nás měla být konečná úroveň, kam sazby v současném cyklu měnové politiky klesnou. O zvýšení úrovně terminální sazby bankovní rada mluví již nějakou dobu. Na květnovém zasedání by ČNB měla zveřejnit výsledky analýzy výše této sazby.**

Celková i jádrová inflace budou v letošním roce zřejmě nižší, než ČNB v únorové prognóze očekávala.

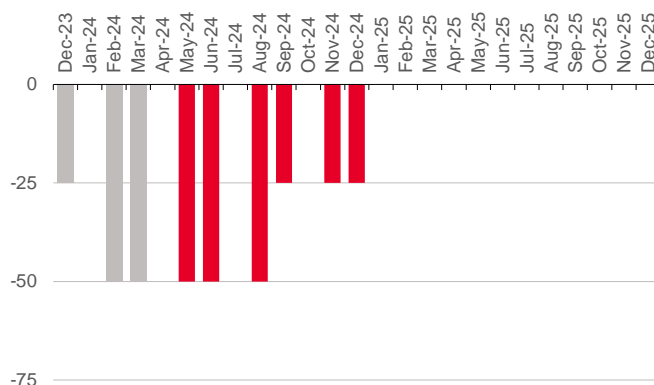
**Inflace se ve srovnání s očekáváními centrální banky nachází o poznání níže, a to navzdory silnějšímu oživení tuzemské ekonomiky.** ČNB ve své únorové prognóze pro Q1 24 očekávala celkovou inflaci v průměru na 2,9 % y/y a tu jádrovou na 3,5 % y/y. Ve skutečnosti byla tedy celková i jádrová inflace oproti prognóze ČNB nižší o 0,7 pb. Mezičtvrtletní dynamika HDP byla ale naopak o 0,4 pb vyšší, když ČNB pro Q4 23 předpokládala mezičtvrtletní stagnaci českého hospodářství. Směrem vzhůru překvapila spotřeba domácností, která v Q4 23 meziročně klesla o 0,5 %, zatímco centrální banka očekávala hlubší pokles o 0,8 % y/y. Průměrná nominální mzda se vyvíjela zhruba v souladu s očekáváními centrální banky. Výrazně slabší pak byl kurz koruny. Ten v Q1 24 dosáhl v průměru 25,1 CZK/EUR oproti centrální bankou předpokládaným 24,7 CZK/EUR. Tuzemská měna tak byla vůči prognóze ČNB o 1,6 % slabší. Přestože podle výše uvedeného lze najít rizika jak ve směru nižší, tak i vyšší inflace, jejich bilanci hodnotíme spíše jako mírně protiinflační. ČNB v únorové prognóze pro celý letošní rok očekávala celkovou inflaci na 2,6 % a jádrovou na 2,9 %, což se při srovnání s naší prognózou (2,1 % pro celkovou a 2,6 % pro jádrovou inflaci) a znalostí cenového vývoje na začátku roku zdají být příliš vysoké odhady. To platí o to víc, že naše prognóza počítá s rychlejším letošním růstem ekonomiky (1,4 % vs 0,6 % v prognóze ČNB).

**Veškerý pokles repo sazby se podle naší nové prognózy odehraje v letošním roce, a to kvůli poklesu celkové inflace na dvouprocentní cíl a té jádrové do tolerančního pásma ČNB (%)**



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Očekáváme, že ČNB na následujících třech zasedáních sníží sazby o 50 bb a repo sazba na konci letošního roku klesne na konečných 3,5 % (změny v repo sazbě v bb)**



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

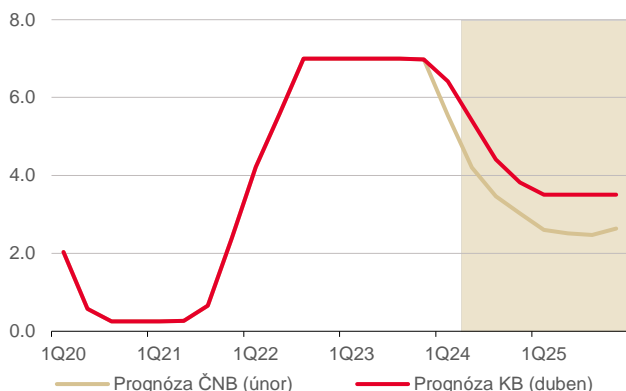
**Navzdory vysoce restriktivní výši úrokových sazeb bankovní rada vylučuje jejich skokové snižování.** Podle únorové prognózy ČNB měla repo sazba v Q1 24 klesnout na průměrných 5,5 %. Bankovní rada však již delší dobu upřednostňuje pozvolnější pokles a skutečná průměrná úroveň repo sazby tak byla nakonec o zhruba procentní bod výše. Vliv

vyšších sazeb oproti prognóze ale částečně vyvažovala slabší koruna. Její oslabení a přetrvávající rychlý růst cen služeb jsou dva argumenty, které členové bankovní rady používají, když opodstatňují preferenci pro pokračování v pouze pozvolném snižování úrokových sazeb. Z dosavadních vyjádření vyplývá neochota většiny členů bankovní rady snížit úrokové sazby o více než 50 bb na jednom zasedání. Právě o 50 bb snížila ČNB repo sazbu na únorovém a březnovém zasedání na současných 5,75 %. My očekáváme, že ve stejném tempu snižování sazeb bude centrální banka pokračovat také na květnovém, červnovém a srpnovém zasedání. Pro září, listopad a prosinec pak již předpokládáme snížení o standardních 25 bb. S ohledem na skutečnost, že celková inflace je již nyní na dvouprocentním cíli a jádrová inflace se nachází v tolerančním pásmu, je pravděpodobné, že minimálně v první polovině letošního roku bude měnová politika přísnější, než by bylo třeba.

Repo sazba ČNB bude podle naší prognózy nadále klesat pouze pozvolným tempem až na konečných 3,5 %, kterých by měla dosáhnout na konci letošního roku.

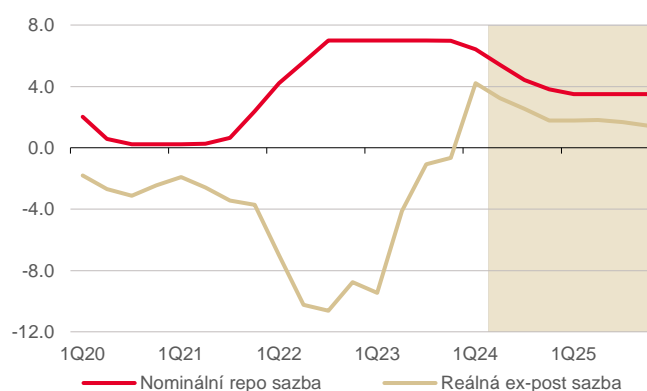
**Pokles repo sazby podle nás na konci letošního roku skončí na 3,5 %.** Veškeré snižování úrokových sazeb ČNB jsme tak v naší prognóze přesunuli do letošního roku. Důvodem je již několikrát zmíněný vývoj inflace v kombinaci s tradičním zpožděním měnové politiky. Bankovní rada v čele s guvernérem Michlem dlouhodobě uvádí, že chce úrokové sazby držet výše, než bylo v minulosti zvykem. Obdobný názor nyní zaznívá také z ECB či Fedu. ČNB by navíc na květnovém zasedání měla zveřejnit výsledky analýzy, která by měla ukázat, kde se rovnovážná či politicky neutrální úroveň sazeb v současnosti nachází. Zatímco dosud centrální banka úrokové sazby směřovala ke 3 %, bankovní rada by podle vyjádření jejích členů preferovala spíše úroveň 3,5-4 %. Za pravděpodobnější považujeme dolní mez tohoto intervalu a v naší prognóze jsme tak terminální úroveň repo sazby zvýšili ze 3,0 % na 3,5 %. S ohledem na výše uvedené však není stále jasné, zdali se sazby na této úrovni zastaví kvůli vyšší rovnovážné sazbě (viz Box 2) či kvůli tomu, že bankovní rada bude jednoduše chtít zůstat v restriktivním módu měnové politiky po delší dobu kvůli předcházení proinflačních rizik a rovnovážná sazba zůstane nakonec beze změny.

**Bankovní rada nechce snižovat repo sazbu tak rychle, jak ukazuje prognóza ČNB (%)**



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**S ohledem na stále vysokou úroveň sazeb a inflaci na cíli bude měnová politika letos pravděpodobně nadměrně utažená (%)**



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

### Box 2: Centrální banky signalizují riziko nárůstu reálných úrokových sazeb

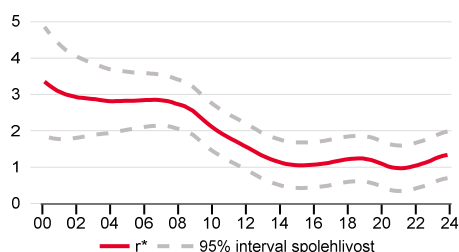
**Debata o úrovni rovnovážné reálné úrokové míry opět rezonuje.** Přirozená či rovnovážná úroková sazba neboli  $r^*$  je taková reálná<sup>1</sup> úroková míra, která by v dané ekonomice převládala, kdyby fungovala na úrovni svého potenciálu a inflace dosahovala inflačního cíle. Rovnovážná úroková sazba je však z principu nepozorovanou veličinou. V poslední době se mezi akademiky i tvůrci hospodářské politiky diskutuje v souvislosti s ní především o tom, zda se

<sup>1</sup> My ji v tomto textu chápeme v ex-ante významu, tedy jako rozdíl nominální úrokové sazby a očekávané inflace.

její úroveň, od které se do značné míry odvíjí i tržní úrokové sazby, zvýšila, případně má potenciál narůstat v následujících letech.

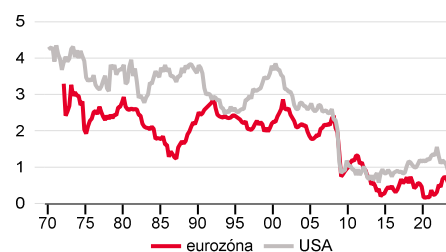
**V předpandemickém období rovnovážné reálné úrokové sazby trendově klesaly.** Platí to nejen pro úrokové míry v USA nebo eurozóně, ale podle našeho odhadu malým strukturálním modelem i v případě ČR. Mezi strukturální faktory, které přispěly ke globálnímu poklesu reálných úrokových sazeb by podle nedávných výzkumů<sup>2</sup> měla patřit nízká investiční aktivita a s tím související pokles dynamiky produktivity práce. Nižší investice se navíc potkaly s vysokými úsporami, zvýšenou averzí k riziku a stárnoucí populací. Z faktorů specifických pro domácí ekonomiku pak lze zmínit i postupující konvergenci české ekonomiky k vyspělým státům. Tyto faktory se v našem modelu projevují klesajícím tempem růstu potenciálního produktu (HDP) tuzemské ekonomiky. A ve stejném směru působí i pokles reálných úrokových sazeb ve světě, respektive v eurozóně. Podle některých autorů pak k poklesu  $r^*$  mohly – v rozporu s klasickou teorií – přispět i samotné centrální banky, a to zejména svou komunikací ohledně budoucích kroků.<sup>3</sup>

3M  $r^*$  v ČR – odhad KB (%)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Odhad na základě vícerozměrného filtru pro českou ekonomiku podle Beneš a N'Diaye (2004)<sup>4</sup>. Ten jsme kromě úprav souvisejících především s obdobím pandemie rozšířili i o blok zahrnující endogenní odhad tříměsíční mezibankovní (3M Pribor) rovnovážné reálné úrokové sazby. Jako inflační očekávání jsme při výpočtu tříměsíční (3M) ex-ante reálné úrokové sazby použili kombinaci očekávané inflace z šetření ČNB mezi podniky a analytiky.

3M  $r^*$  v USA a eurozóně – odhad NY Fed (%)



Zdroj: Federal Reserve Bank of New York, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Odhad NY Fed na základě modelu podle Holston-Laubach and Williams (2017).

**V posledních dvou letech trendový pokles  $r^*$  nepokračoval a očekávaný převis investic může do budoucna naopak vyvolávat tlak na její růst.** Dlouhodobé vlivy působící ve směru nižší reálné úrokové sazby jako stárnutí populace pravděpodobně přetrvají i nadále. Členka výkonného výboru ECB I. Schnabelová ale ve svém březnovém vystoupení<sup>5</sup> uvedla, že by sestupný trend mohl být kompenzován výraznou investiční aktivitou. Mimořádně vysoké investice si podle Schnabelové vyžádají zejména změna klimatu, geopolitické změny v důsledku ruské invaze na Ukrajinu a napětí mezi Spojenými státy a Čínou (investice do diverzifikace dodavatelských řetězců) nebo oblast umělé inteligence a digitalizace, kde Evropa dosud zaostává za USA i Čínou. Celkově by mohlo očekávání investorů ohledně vyšších soukromých a veřejných investic (mimo jiné také skrze vyšší výdaje na obranu a penzijní systém) vyvolat tlak na růst reálných úrokových sazeb. To vše může znamenat začátek delšího období, kdy se  $r^*$  bude odchylovat od svého dlouhodobého trendu.

<sup>2</sup> Např. Cesa-Bianchi et al., op. cit.; Platzer, J., Grigoli, F. and Tietz, R. (2023), "Low for (Very) Long? A Long-Run Perspective on  $r^*$  across Advanced Economies", Working Paper, No 085, International Monetary Fund.

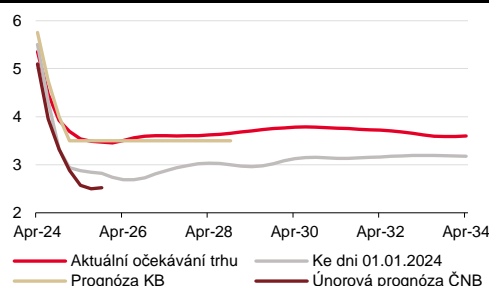
<sup>3</sup> Hillenbrand, S. (2023), "The Fed and the Secular Decline in Interest Rates" Working Paper, Harvard Business School, March.

<sup>4</sup> Beneš, J. and N'Diaye, P. M., (2004). "A Multivariate Filter for Measuring Potential Output and the NAIRU: Application to the Czech Republic," IMF Working Papers 2004/045, International Monetary Fund.

<sup>5</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2024/html/ecb.sp240320\\_2~65962ef771.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2024/html/ecb.sp240320_2~65962ef771.en.html)

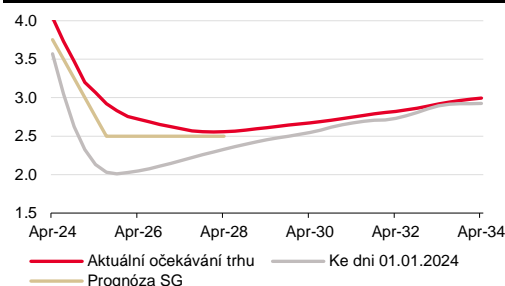
Vzhledem k postojům ECB ohledně  $r^*$  a jen pozvolnému tempu snižování její bilance na výhledu jsme navýšili neutrální (a zároveň terminální) depozitní sazbu ECB z 2 % na 2,5 %. Možnost nárůstu rovnovážné (nominální) úrokové sazby naznačil i posun distribuce očekávané sazby Fedu dle členů FOMC pro dlouhé období v posledním „dot-plotu“, když medián narostl z předchozích 2,5 % na 2,6 %. Naši kolegové z SG se domnívají, že neutrální klíčová sazba Fedu leží dokonce v pásmu 3,00-3,25 %.

2T repo sazba ČNB (%)



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

Depozitní sazba ECB (%)



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

**Nárůst reálné rovnovážné úrokové míry diskutuje i ČNB.** Členové bankovní rady ve svých vystoupeních opakovaně uvedli, že reálná úroková sazba je podle nich vyšší než před pandemií, vlivem čehož by se nominální neutrální měnověpolitická sazba mohla nacházet na 3,5-4 %. To by odpovídalo reálné sazbě mezi 1,5 % a 2 % namísto dosud uvažovaném 1 % (při 3% nominální rovnovážné repo sazbě a inflačních očekáváním ukotvených na 2 %). Z našeho modelového odhadu sice vyplývá, že reálná úroková sazba v uplynulých dvou letech lehce vzrostla, v Q4 23 se ale stále pohybovala – hovoříme-li o reálné dvoutýdenní repo sazbě ČNB – v blízkosti 1 %. Výstup analýzy centrální banky na toto téma by měl být zveřejněn již na nadcházejícím měnověpolitickém zasedání (2. květen).

**Finanční trhy možnost nárůstu tuzemských reálných úrokových sazeb v rozsahu zmíněném centrální bankou již začaly zaceňovat.** Forwardové tržní kontrakty vidí na výhledu klíčovou tuzemskou nominální sazbu na 3,5-4,0 %. To za předpokladu ukotvených dlouhodobých inflačních očekávání znamená reálnou sazbu kolem 1,5-2,0 %. Také my jsme zejména v návaznosti na nárůst neutrálních sazeb Fedu a ECB v rámci vnějších předpokladů naší nové prognózy přistoupili k **navýšení neutrální nominální repo sazby ČNB z 3 % na 3,5 %**.

Jaromír Gec  
+420 222 008 598  
jaromir\_gec@kb.cz

## Fiskální politika



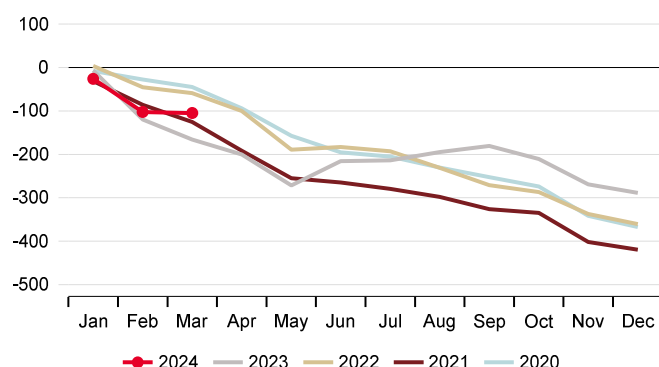
**Jaromír Gec**  
(420) 222 008 598  
jaromir\_gec@kb.cz

### Postupná konsolidace veřejných financí by měla pokračovat

Přestože se letošní státní rozpočet podle průběžných dat v prvním čtvrtletí nevyvíjel příliš příznivě, v základním scénáři stále počítáme s tím, že za celý rok skončí v deficitu ve výši 250 mld. CZK, tedy zhruba v souladu s plánem Ministerstva financí. V příštím roce by se schodek měl zmírnit na 235 mld. CZK, avšak nadcházející sněmovní volby a rezerva oproti zákonným limitům vytvořená konsolidačním balíčkem vychyluje riziko spíše směrem k o něco hlubšímu deficitu. V poměru k HDP by letos záporné saldo veřejných financí mělo po čtyřech letech klesnout viditelně pod 3 % a v příštím roce se přiblížit ke 2 %. Celkový veřejný dluh v absolutním vyjádření sice dále poroste, v poměru k nominálnímu HDP ale jen pozvolně.

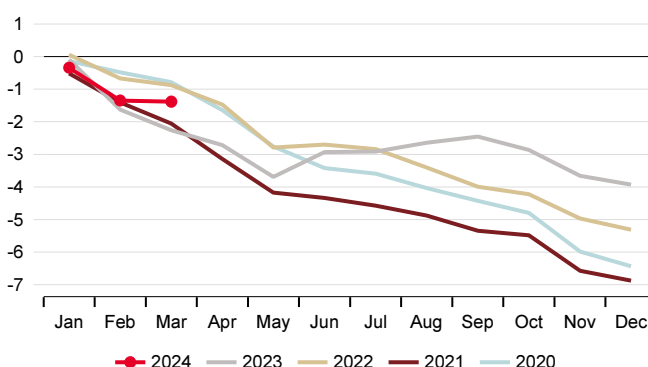
Deficit státního rozpočtu byl v letošním prvním čtvrtletí stále poměrně vysoký. Státní rozpočet hospodařil ke konci letošního března se schodkem 105 mld. CZK. V meziročním srovnání byl deficit o 61,2 mld. CZK menší, což souvisí zejména s vyššími daňovými příjmy. Příjmová strana státního rozpočtu podle nás naznačuje pokračující oživení spotřeby domácností. Meziroční pokles výdajů odráží hlavně loňskou vysokou srovnávací základnu danou výplatou mimořádné pomoci domácnostem a firmám v souvislosti s vysokými cenami energií.

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



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

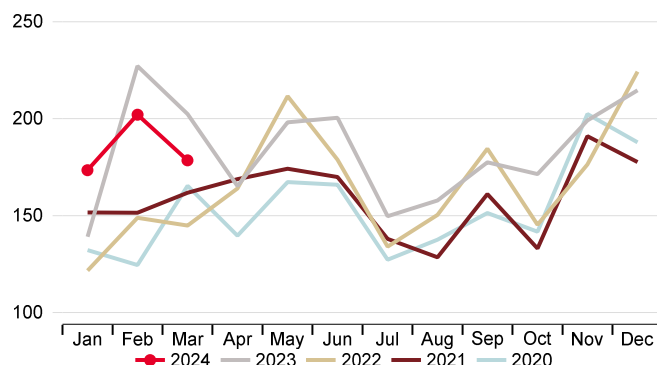
Bilance státního rozpočtu (% HDP, kumulace od začátku roku)



Zdroj: MFČR, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Nominální HDP za rok 2024 podle prognózy KB

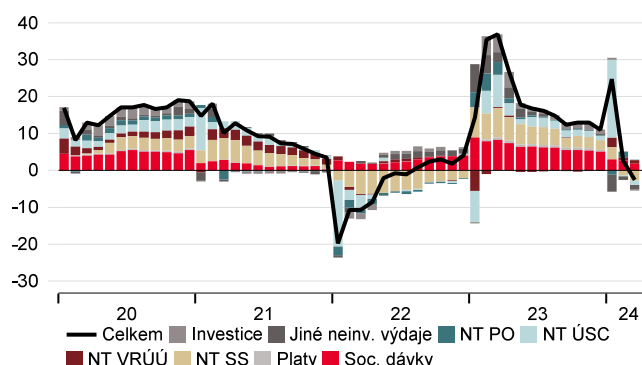
Výdaje byly ke konci března meziročně nižší o 14,6 mld. CZK (-2,6 %). Oproti loňsku rostly zejména výdaje na sociální dávky (+10,5 mld. CZK), kde se promítá loňská mimořádná a letošní standardní valorizace starobních důchodů. Z neinvestičních transferů podnikatelům (-15,9 mld. CZK) naopak vypadly loňské kompenzace vysokých cen energií a nižší byly rovněž výdaje na obsluhu státního dluhu (-5,0 mld. CZK), což souviselo s loňskou lednovou výplatou výnosů protiinflačních státních dluhopisů pro občany.

Výdaje státního rozpočtu (mld. CZK, nekumulovaně)



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

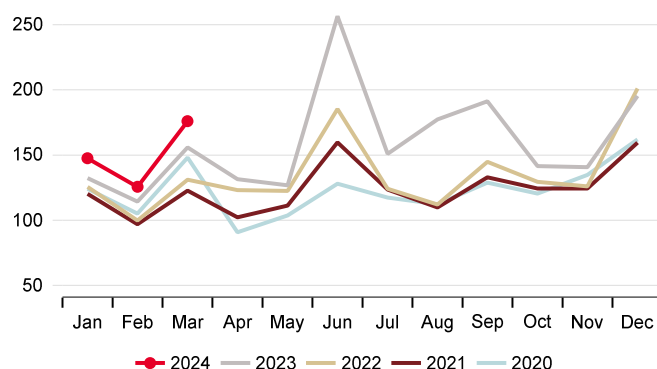
Výdaje st. rozpočtu (% , pb, y/y, kumulace od začátku roku)



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

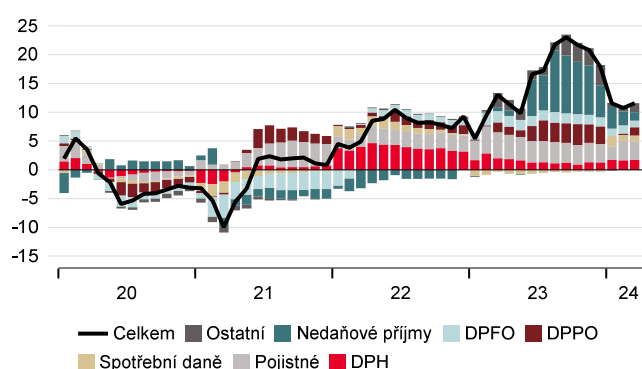
**Příjmy vzrostly v prvním čtvrtletí meziročně o 46,6 mld. CZK (+11,6 %).** Z jednotlivých položek k tomu nejvíce přispělo pojistné (+13,0 mld. CZK), daň z neočekávaných zisků (+13,0 mld. CZK), DPH (+6,9 mld. CZK) a DPPO (+5,8 mld. CZK). Solidní inkaso DPH, která je druhou nejvýznamnější příjmovou položkou, svým meziročním nárůstem o 8,7 % za první tři měsíce roku při průměrné inflaci ve výši 2,1 % y/y naznačuje pokračující oživení reálné spotřeby domácností. V tom se patrně odráží svižně rostoucí nominální mzdy, jejichž dynamika podle našeho odhadu letos v celoročním vyjádření předčí inflaci. To potvrzuje i výběr pojistného na sociální zabezpečení, který byl do konce března oproti loňsku vyšší o téměř 8 %, byť zčásti to souvisí s daňovými změnami platnými od začátku letošního roku (znovuzavedení nemocenského pojištění zaměstnanců, zvýšení minimálního vyměřovacího základu pro OSVČ).

Příjmy státního rozpočtu (mld. CZK, nekumulovaně)



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

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



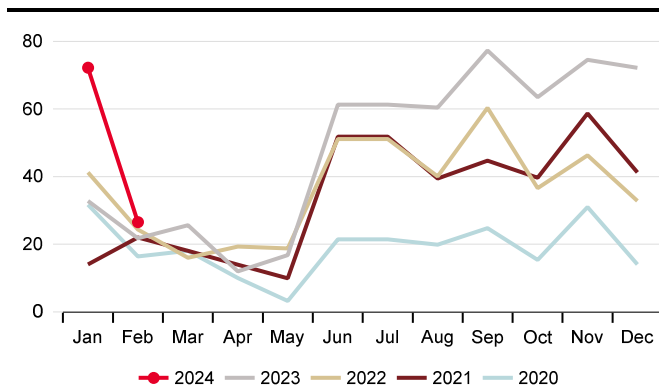
Zdroj: MFČR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
 Pozn.: Mezi nedaňové příjmy patří např. příjmy z EU.

**Přes poměrně vysoký schodek vykázaný za první čtvrtletí je podle nás celoroční deficit státního rozpočtu ve výši 250 mld. CZK stále dosažitelný.** K jeho zmírnění letos přispívá konsolidační balíček i zrušení opatření souvisejících s vysokými cenami energií. Svou roli však sehráje i očekávané oživení domácí ekonomiky. Zmíněné faktory bude letos částečně kompenzovat nárůst výdajů na obranu (2 % HDP), školství (platy učitelů), obsluhu státního dluhu nebo platby za státní pojištěnce do systému veřejného zdravotního pojištění. Celkově v základním scénáři nadále počítáme s celoročním schodkem ve výši 250 mld. CZK. Řada

položek se nevyvíjí v průběhu roku lineárně a z prvních třech měsíců roku tedy nelze vyvozovat silné závěry o směřování celoročního salda. Bilance rizik je však vychýlena spíše směrem k hlubšímu schodku, a to zejména s ohledem na ekonomický růst, který bude podle našeho odhadu nižší než 2,3 %, se kterými v srpnu loňského roku při sestavování rozpočtu počítalo Ministerstvo financí. Další riziko jdoucí stejným směrem je z hlediska příjmové strany spojeno s výrazným poklesem cen emisních povolenek od té doby.

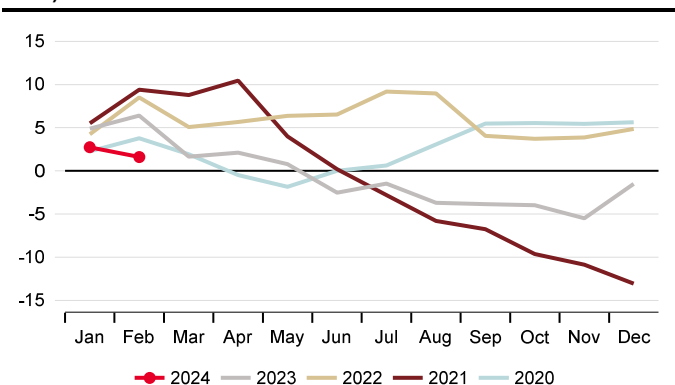
**Rozpočty územních samospráv loni hospodařily s přebytkem 72,2 mld. CZK.** Meziročně vyšší příjmy (o 98,1 mld. CZK, +13,2 %) překonaly nárůst výdajů (o 58,7 mld. CZK, +8,3 %), což vyústilo v meziroční zvýšení kladného salda hospodaření o 39,4 mld. CZK. Loni tak pokračovala kumulace prostředků územních samosprávných celků na bankovních účtech. Ke konci roku měly podle dat Ministerstva financí obce a kraje na účtech celkem 479,7 mld. CZK, zatímco jejich dluh činil 90,1 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

### V příštím roce by deficit státního rozpočtu měl poklesnout k 235 mld. CZK

**Mírné snižování schodku státního rozpočtu očekáváme v souladu se střednědobým výhledem Ministerstva financí i v dalších letech.** V roce 2025 by deficit podle našeho odhadu měl dosáhnout 235 mld. CZK a v roce 2026 potom 200 mld. CZK. Rizikem ve směru hlubšího deficitu je ovšem v příštím roce spojeno se sněmovními volbami. Vláda bude totiž v příštím roce podle našeho odhadu disponovat (oproti maximálním strukturálním saldům daným Zákonem o pravidlech rozpočtové odpovědnosti) dodatečným fiskálním prostorem ve výši zhruba 0,25 pb HDP (cca 20 mld. CZK). V případě naplnění tohoto rizika by tedy v příštím roce deficit nemusel oproti letošku poklesnout.

### Dynamika veřejných financí

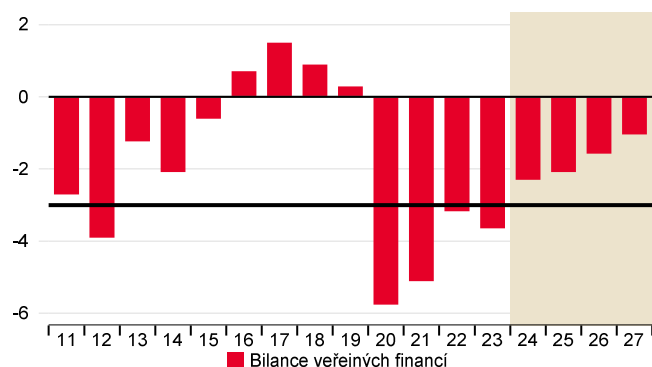
	2022	2023	2024f	2025f	2026f	2027f
Bilance veřejných financí (% HDP)	-3,2	-3,7	-2,3	-2,1	-1,6	-1,0
Fiskální úsilí (pb HDP)	1,0	-0,1	0,3	0,2	0,3	0,5
Veřejný dluh (mld. CZK)	2 997,6	3 228,4	3 478,4	3 713,4	3 913,4	4 063,4
Veřejný dluh (% HDP)	44,2	43,9	45,8	46,9	47,4	47,1

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

Pozn. Fiskální úsilí je měřeno jako meziroční změna salda operace sektoru vládních institucí očištěného o ekonomický cyklus a jednorázové operace v poměru k HDP v pb.

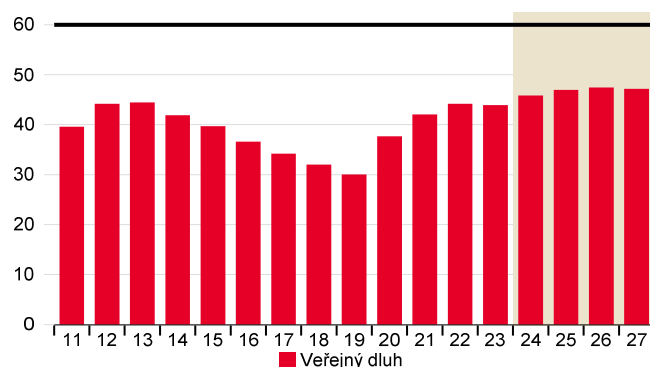


Bilance veřejných financí (% nominálního HDP)



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

Veřejný dluh (% nominálního HDP)



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

Letošní hospodaření veřejných financí podle nás skončí s výrazně nižším deficitem ve výši 2,3 % HDP po loňských 3,7 % HDP.

### Schodek veřejných financí se dostává bezpečně pod 3 % 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. V příštím roce se podle našeho odhadu deficit veřejných financí zmírní na 2,1 % HDP. Dluh veřejného sektoru v poměru k HDP v období 2024-2027 poroste podle našeho odhadu v průměru o 0,8 pb ročně, aby v roce 2027 dosáhl 47,1 % HDP.

**Strukturální nerovnováha veřejných financí přetrvává, zákon ke konsolidaci zavazuje i příští vládu.** Přestože konsolidační balíček zmínil nesoulad mezi příjmy a výdaji veřejných financí, strukturální deficit zůstává okolo 2 % HDP. Zákonem<sup>6</sup> stanovené limity pro strukturální salda se však v následujících letech zpřísňují z výchozích 2,75 % pro rok 2024 až do roku 2027 ročně o 0,5 pb<sup>7</sup>. Příští vláda tedy podle platného znění zákona bude muset v konsolidaci veřejných financí pokračovat.

<sup>6</sup> Zákon č. 23/2017 Sb. Zákon o pravidlech rozpočtové odpovědnosti

<sup>7</sup> V roce 2025 činí limit 2,25 % HDP, v roce 2026 1,75 % HDP a v roce 2027 1,25 %. Od roku 2028 pak 1 % HDP.

## Tabulka prognózy

	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>HDP a jeho struktura</b>														
<b>HDP (reálně, y/y, %)</b>	-0,6	0,2	0,4	0,7	2,1	2,2	2,2	2,1	-0,2	1,4	2,2	2,3	2,2	2,4
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	-2,3	-0,5	1,7	1,8	3,2	4,0	4,6	5,0	-3,1	2,7	4,9	2,7	1,7	2,3
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	3,7	3,8	3,1	2,8	1,7	1,9	2,5	2,9	3,5	2,3	2,9	1,7	2,2	2,1
Fixní investice (reálně, y/y, %)	5,0	6,2	6,4	3,0	4,8	3,9	4,7	4,9	4,2	4,5	4,8	3,1	2,5	3,1
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	1,1	5,0	4,2	4,4	5,2	1,3	0,2	-0,7	3,1	3,7	-0,6	0,3	0,4	0,1
Zásoby (příspěvek do y/y)	-2,6	-6,4	-6,5	-5,4	-5,8	-2,2	-1,7	-1,3	-3,3	-5,0	-1,2	-0,3	0,0	0,1
<b>Měsíční data z reálné ekonomiky</b>														
<b>Zahraniční obchod (mld. CZK)</b>	-1,1	49,2	72,1	67,2	23,2	46,0	78,0	57,2	124,4	208,4	188,4	217,8	249,1	260,3
Vývozy (nominálně, y/y, %)	-6,7	-0,6	4,8	5,2	12,5	7,9	5,7	4,6	1,0	7,5	5,6	5,7	5,5	5,3
Dovozy (nominálně, y/y, %)	-11,8	-9,3	2,1	2,6	10,1	8,6	5,5	5,8	-6,2	5,8	6,3	5,3	5,1	5,3
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	-3,5	-0,5	-0,1	0,0	2,9	1,6	2,4	2,9	-0,8	1,1	3,1	2,7	2,3	2,3
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	-1,3	-2,7	-1,0	5,2	8,0	7,6	3,9	3,8	-2,6	4,9	3,7	3,6	2,8	2,5
Malooobchod (reálně, y/y, %)	-3,2	-0,2	2,2	4,1	4,3	4,1	4,0	3,7	-4,5	3,7	3,8	2,6	2,1	2,3
<b>Trh práce</b>														
<b>Mzdy (nominálně, y/y, %)</b>	7,1	6,3	6,0	6,3	6,5	6,2	5,7	5,3	7,6	6,2	5,4	4,0	4,3	4,4
Mzdy (reálně, y/y, %)	-0,9	-1,3	3,7	3,8	4,5	4,6	3,6	3,5	-2,9	4,2	3,4	1,9	2,2	2,4
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	3,6	3,6	3,9	3,5	3,5	3,4	3,6	3,2	3,6	3,6	3,3	3,4	3,6	3,8
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,6	2,6	2,8	2,6	2,6	2,4	2,5	2,3	2,6	2,6	2,4	2,4	2,7	2,9
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	1,3	1,6	1,1	0,8	1,0	1,0	1,1	1,0	1,4	1,0	0,9	0,4	0,1	0,1
<b>Spotřebitelské a výrobní ceny</b>														
<b>Inflace (y/y, %)</b>	8,1	7,6	2,2	2,2	1,9	2,0	1,7	1,7	10,7	2,1	1,8	2,0	2,1	2,0
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0
Jádrová inflace (y/y, %) (*)	5,9	3,9	2,8	2,5	2,5	2,4	2,3	1,9	7,6	2,6	1,9	1,9	2,2	2,2
Ceny potravin (y/y, %) (*)	7,3	2,6	-1,2	-1,3	-1,6	-0,9	0,8	1,8	10,0	-1,3	2,0	2,5	2,0	1,9
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*)	-15,5	-7,6	0,4	6,9	0,0	-2,4	-1,7	-4,9	-12,4	1,2	-4,0	-4,6	-3,0	-0,9
Regulované ceny (y/y, %)	19,9	33,2	6,2	5,7	5,6	6,8	1,0	1,1	27,8	6,1	1,6	2,3	2,2	2,0
Ceny v průmyslu (y/y, %)	1,3	0,8	-0,7	2,6	2,7	2,3	1,9	1,3	5,3	1,7	1,3	1,0	1,3	1,5
<b>Finanční proměnné</b>														
<b>2W Repo (% , průměr)</b>	7,0	7,0	6,4	5,4	4,4	3,8	3,5	3,5	7,0	5,0	3,5	3,5	3,5	3,5
<b>3M PRIBOR (% , průměr)</b>	7,1	7,0	6,2	5,7	4,7	4,1	3,8	3,8	7,1	5,2	3,8	3,8	3,8	3,8
<b>CZK/EUR (průměr)</b>	24,1	24,5	25,1	25,2	25,0	24,9	24,8	24,8	24,0	25,1	24,7	24,5	24,2	23,9
<b>Vnější prostředí</b>														
<b>HDP v EMU (reálně, y/y, %)</b>	0,1	0,1	0,3	0,4	0,8	1,1	1,2	1,2	0,5	0,6	1,3	1,4	1,2	1,2
<b>HDP v Německu (reálně, y/y, %)</b>	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	0,7	0,9	-0,1	0,0	1,0	1,3	1,1	1,2
<b>CPI v EMU (y/y, %)</b>	4,9	2,7	2,7	2,7	2,3	2,3	2,2	2,0	5,5	2,5	2,0	1,9	1,9	1,9
<b>Ropa Brent (USD/bbl, průměr)</b>	82,4	86,0	81,7	81,0	79,0	77,0	77,7	78,3	82,5	79,7	78,6	76,8	73,4	73,1
<b>USD/EUR (čtvrtletí eop, roky průměr)</b>	1,06	1,10	1,08	1,04	1,07	1,05	1,09	1,10	1,09	1,06	1,12	1,20	1,25	1,26

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

Poznámka: (\*) složky inflace jsou očištěny o přímý dopad daňových změn

## Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy



Jaromír Gec  
(420) 222 008 598  
jaromir\_gec@kb.cz

### Hledání nové rovnováhy

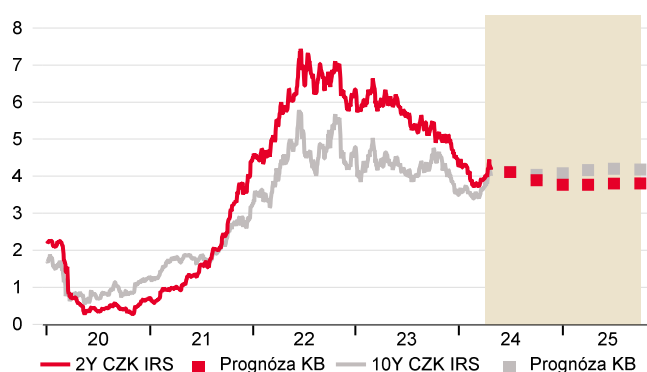
Globální tržní úrokové sazby v posledních měsících korigovaly svůj předchozí pokles. Kromě nadále silných dat ze Spojených států se na tom podepsala rovněž probíhající debata o neutrální úrovni úrokových sazeb. Ta vedla i nás ke zvýšení předpokládané neutrální repo sazby ČNB ze 3 % na 3,5 %. Vzhledem k pokračujícímu snižování domácích měnověpolitických sazeb a tržnímu zacenění vidíme prostor pro pokles z aktuálních úrovní spíše na kratším konci korunové křivky. Rovněž výnosy korunových státních dluhopisů s delšími splatnostmi již mnoho prostoru pro pokles podle nás nemají. Hrubá emisní aktivita podle našeho odhadu ve zbytku roku setrvá poblíž současných úrovní. V příštím roce pak mírně naroste, avšak v čistém vyjádření by měla zůstat obdobná jako letos.

Vyšší neutrální sazba ČNB by měla bránit dalšímu poklesu korunových tržních úrokových sazeb s delší splatností. Z inverze by se mohla křivka vymanit na přelomu roku.

Trh českých sazeb IRS: vyšší terminální sazba ČNB poklesu sazeb nepřeje  
**Křivka korunových sazeb v posledních měsících korigovala propad ze závěru loňského roku.** Výrazný podíl na tom měl opět globální vývoj, když se v USA ukázalo, že odolnost tamní ekonomiky a setrvačnost inflačních tlaků je výraznější, než trhy ještě počátkem letošního roku předpokládaly. V návaznosti na to redukovaly očekávaný počet snížení klíčové sazby Fedu z původních šesti 25bodových „cutů“ na začátku roku na pouhé dva v současnosti. Jak píšeme v kapitole *Vnější prostředí*, my jsme přitom ještě opatrnější, když očekáváme první pokles amerických měnověpolitických sazeb dokonce až v příštím roce. Do globálních tržních sazeb s delší splatností se pak propisovalo i přehodnocování neutrálních sazeb ECB a Fedu. Centrální bankéři totiž naznačují, že ty pravděpodobně budou ležet vlivem nárůstu neutrální reálné úrokové sazby výše, než si doposud mysleli. Stejný signál na trhy vyslala i ČNB, v důsledku čehož jsme přistoupili ke zvýšení neutrální repo sazby ČNB z 3 % na 3,5 % (více k tomuto tématu píšeme v *Boxu 2*).

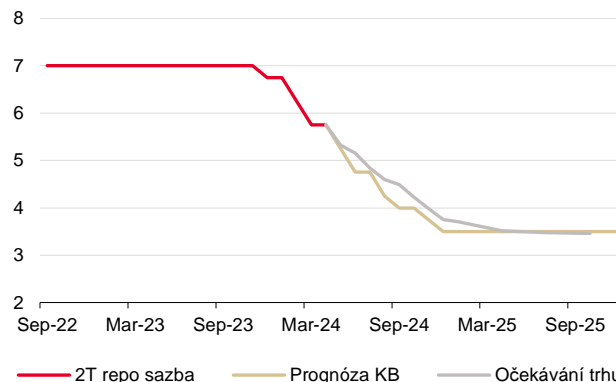
**K relativně výraznějšímu poklesu by měly mít našlápnuto tržní úrokové sazby s kratší splatností.** Pokles domácích měnověpolitických sazeb by podle nás mohl být o něco rychlejší, než trhy očekávají. Vzhledem k našemu přehodnocení politicky neutrální sazby ČNB na 3,5 % ale neočekáváme výraznější pokles u korunových tržních sazeb s delší splatností, jelikož ty jsou z našeho pohledu již blízko úrovním konzistentním právě s novou úrovní neutrálních sazeb ČNB.

Prognóza IRS (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj repo sazby ČNB k 23. 4. 2024 (%)



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

**Pokračování cyklu snižování sazeb ČNB napomůže k postupné normalizaci tvaru domácí výnosové křivky.** Rovnovážných 3,5 % repo sazba podle naší prognózy dosáhne již na konci letoška, a proto předpokládáme, že na přelomu roku odezní i inverze korunové křivky.

Výhled pro CZK IRS (% , konec období)

	Q2 24f	Q3 24f	Q4 24f	Q1 25f
2Y	4,10	3,90	3,75	3,75
5Y	3,95	3,85	3,90	3,95
10Y	4,10	4,05	4,10	4,15

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Eurový trh stále nabízí nižší úroky**

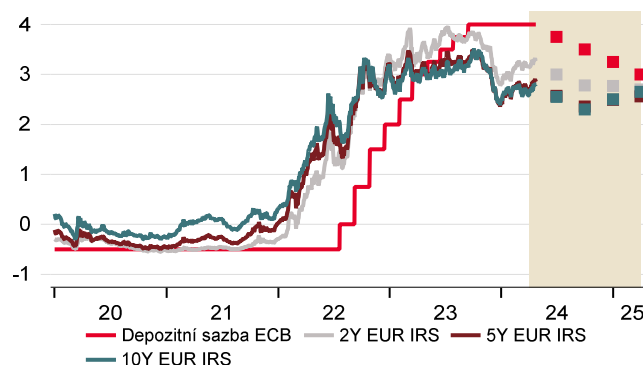
**S globálním nárůstem tržních úroků se podmínky úrokového zajištění na korunovém trhu zhoršily.** Na forwardovém trhu lze stále dosáhnout oproti spotovým IRS nižších sazeb. **Viditelně nižší úrokové sazby ve srovnání s korunovými nadále panují v eurozóně.** Kolegové z SG sice předpokládají, že eurové tržní úrokové sazby s červnovým zahájením cyklu snižování sazeb ECB dočasně poklesnou, zároveň však vnímají riziko, že ECB letos nakonec sazby sníží méně než o 75 bb, se kterými počítají v základním scénáři.

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

		Maturita				
		1Y	2Y	3Y	5Y	10Y
Forward	Spot	4.66	4.24	4.10	4.03	4.04
	3M	4.20	4.05	3.97	3.95	4.00
	6M	3.90	3.87	3.86	3.89	3.97
	1Y	3.81	3.81	3.83	3.89	3.98
	2Y	3.81	3.84	3.87	3.94	4.02
	3Y	3.88	3.90	3.95	3.99	4.07

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, k 23. 4. 2024

Úrokové sazby v eurozóně (%)



Zdroj: Bloomberg, SG Cross Asset Research/Economics

**Hrubá emise státních dluhopisů příští rok vzroste, čistá téměř ne**

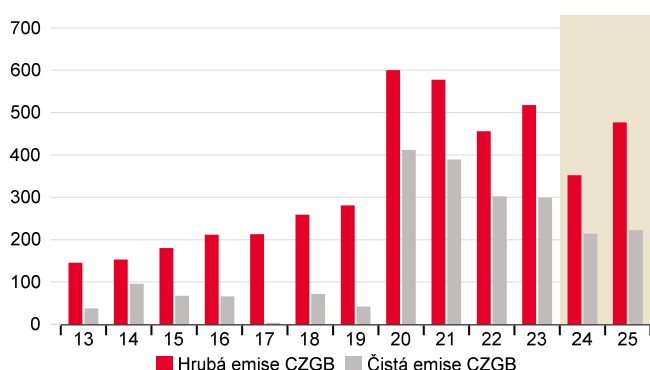
**Nižší splátky maturujícího dluhu ale i zmírnění deficitu státního rozpočtu letos přispívají k meziročně výrazně menší emisní aktivitě.** Předpokládáme, že deficit státního rozpočtu bude letos směřovat k 250 mld. CZK po loňských 288,5 mld. CZK. V kombinaci s ostatními potřebami financování, zejména splátkami maturujících dluhopisů, tak podle našeho odhadu bude hrubá emise korunových dluhopisů letos činit 352,0 mld. CZK. Nabídka CZGB by se tak letos meziročně podle našeho odhadu snížila o 166 mld. CZK. Pro Q2 24 Ministerstvo financí (MF) ponechalo indikativní objem nabízených korunových dluhopisů na 75,0 mld. CZK, stejně jako tomu bylo v Q1. Předpokládáme tak, že ve zbytku letošního roku se nabídka CZGB významně snižovat nebude. Ve hře je letos stále také vydání eurového dluhopisu, přičemž pro pokrytí cizoměnové potřeby financování MF preferuje využití emise na domácím trhu. V příštím roce by hrubá emise za předpokladu zmírnění deficitu státního rozpočtu na 235 mld. CZK měla hlavně vlivem vyšších splátek podle našeho odhadu narůst na 476,6 mld. CZK. V čistém vyjádření by však měla vzrůst jen nepatrně.

## Potřeba a zdroje financování (v mld. CZK)

	2024		2025	
	MinFin	KB	MinFin	KB
Saldo státního rozpočtu	252,0	250,0	235,0	235,0
Převod a další operace finančních aktiv státu	4,4	4,4	1,9	1,9
Splátky státních dluhopisů v domácí měně	138,0	138,0	254,0	254,0
Splátky státních dluhopisů v cizí měně	24,4	24,4	0,0	0,0
Splátky a předčasné splátky spořicí dluhopisů	5,0	5,0	11,6	11,6
Splátky instrument peněžního trhu	44,4	44,4	0,0	20,0
Splátky pokladničních poukázek		9,3		20,0
Splátky ostatních nástrojů peněžního trhu		35,1		0,0
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	0,6	0,6	0,6	0,6
<b>Potřeba financování celkem</b>	<b>468,8</b>	<b>466,8</b>	<b>503,1</b>	<b>523,1</b>
Nástroje peněžního trhu		50,0		20,0
Pokladniční poukázky		20,0		20,0
Ostatní nástroje peněžního trhu		30,0		0,0
Hrubá emise CZGB v domácí měně		352,0		476,6
Hrubá emise CZGB v cizí měně/eurobondů		24,8		0,0
Hrubá emise spořicí dluhopisů		5,0		1,5
Přijaté zápůjčky a úvěry (vč. EUR)		20,0		10,0
Operace finančních aktiv a řízení likvidity		15,0		15,0
<b>Zdroje financování celkem</b>		<b>466,8</b>		<b>523,1</b>
<b>Hrubá výpůjční potřeba</b>		<b>451,8</b>		<b>508,1</b>
<b>Čistá emise CZGB</b>		<b>214,0</b>		<b>222,6</b>

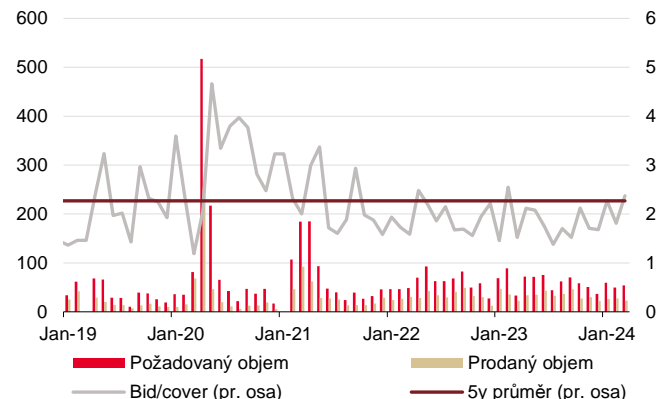
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Emise CZGB (mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Primární trh CZGB (mld. CZK)



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

## Prognóza výnosů CZGB (konec období)

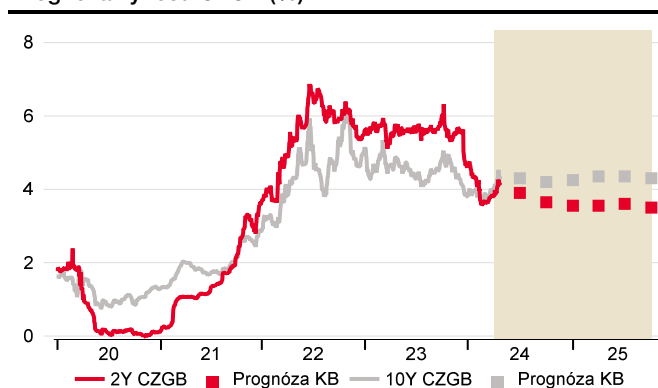
	Q2 24f	Q3 24f	Q4 24f	Q1 25f
Výnos 2Y CZGB (%)	3,90	3,65	3,55	3,55
Výnos 5Y CZGB (%)	4,10	3,95	3,95	4,00
Výnos 10Y CZGB (%)	4,30	4,20	4,25	4,35
10Y CZGB ASW (bb)	18	18	18	18

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Pokles výnosů CZGB již bude spíše pozvolný

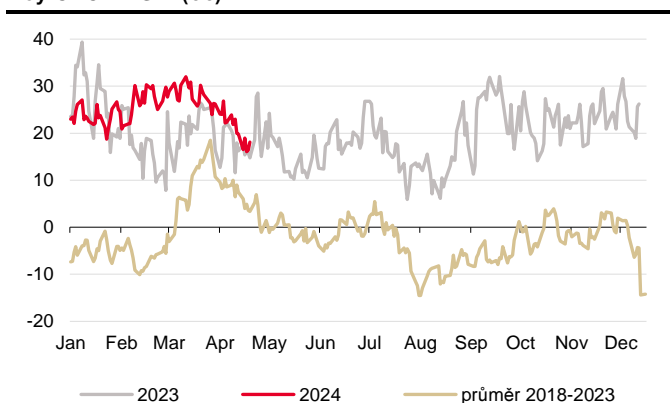
**Obdobně jako korunové IRS rovněž výnosová křivka státních dluhopisů ve srovnání se začátkem roku výrazně vzrostla.** I zde se patrně jednalo primárně o odraz vývoje na globálních trzích. Celkově by stejně jako v případě tržních úrokových sazeb měly letos větší prostor k poklesu hlavně výnosy dluhopisů s kratší splatností. Výnosy dluhopisů s delší splatností by se naopak měly vzhledem k vyšší neutrální sazbě ČNB zhruba stabilizovat.

Prognóza výnosů CZGB (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

10y CZGB ASW (bb)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

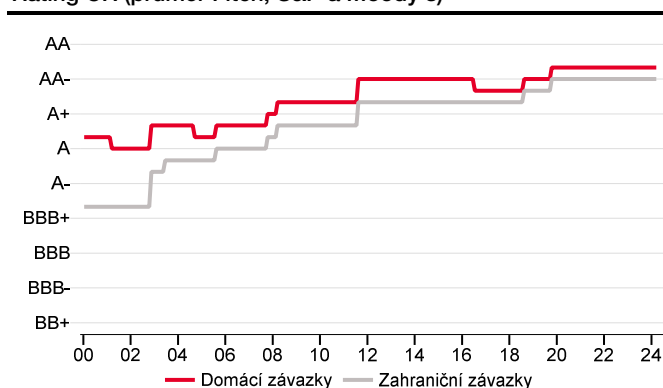
**Ratingové hodnocení ČR zůstává nezměněno, výhled od všech klíčových agentur je nově stabilní.** V únoru agentura Fitch podobně jako loni v listopadu Moody's zlepšila výhled ratingu ČR z negativního na stabilní. Předloňské zhoršení výhledu agentury spojovaly především s energetickou krizí a zhoršujícím se stavem veřejných financí. Nyní Fitch i Moody's oceňují konsolidační úsilí české vlády a zmenšení závislosti na energiích z Ruska. Mezi pozitivní faktory ale Fitch řadí i odeznívající inflaci nebo absenci dopadů pandemického a energetického šoku na dlouhodobý růst tuzemské ekonomiky. Nadále platí, že ČR má nejlepší ratingové hodnocení ze všech zemí střední a východní Evropy.

Přehled ratingu hlavních agentur pro Českou republiku

	Domácí závazky	Výhled	Zahraniční závazky	Výhled	Další hodnocení
S&P	AA	STABLE	AA-	STABLE	11.10.2024
Moody's	Aa3	STABLE	Aa3	STABLE	26.07.2024
Fitch	AA-	STABLE	AA-	STABLE	16.08.2024

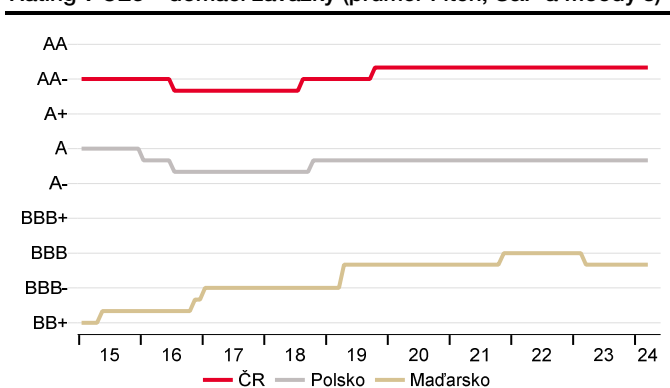
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rating ČR (průměr Fitch, S&amp;P a Moody's)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rating v CE3 – domácí závazky (průměr Fitch, S&amp;P a Moody's)



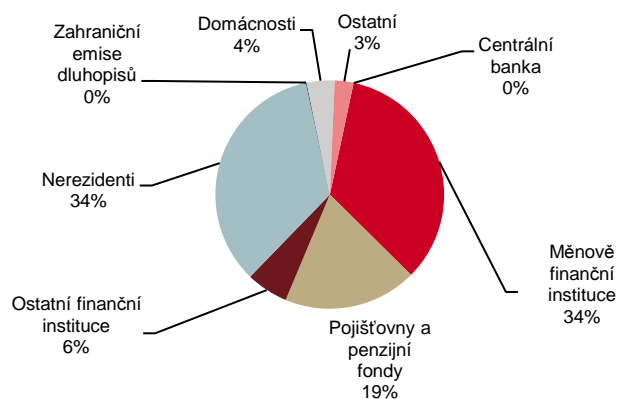
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Přehled českých státních dluhopisů

Government bond overview								Rich-cheap analysis											
Bond	Dur.	Issued last 90D	Issuance limit	Yield	Δ1W	Δ1M	FX hedged	ASW	Δ1W	Δ1M	Min	90D	Max	Z-Score	Rank	Spline spread	Rank	Carry Roll 90D	Rank
0.00 Dec-24	0.6	0.0	34%	4.72	-24	-3	3.84	-38	8	2	-108		-38	2.3	1	-36.2	1	-66.7	24
1.25 Feb-25	0.8	0.0	100%	4.34	-10	1	3.54	-50	3	-13	-88		-45	1.4	2	-0.5	14	-65.1	23
2.40 Sep-25	1.3	0.0	85%	4.08	-13	30	3.40	-52	6	-1	-57		-15	-1.3	6	17.6	23	-39.0	22
6.00 Feb-26	1.7	0.0	71%	4.00	-16	28	3.33	-40	0	-3	-58		-26	0.1	3	20.5	24	-30.3	21
1.00 Jun-26	2.1	0.0	100%	4.06	-21	23	3.38	-30	1	-7	-33		-1	-1.6	9	10.7	22	-23.8	20
0.25 Feb-27	2.7	4.5	103%	4.03	-23	34	3.32	-21	2	-2	-22		8	-1.8	10	9.4	20	-18.2	19
2.50 Aug-28	3.9	0.0	94%	4.05	-24	43	3.19	-8	2	-2	-9		13	-1.6	8	0.0	15	-11.1	18
5.50 Dec-28	4.0	6.0	70%	4.07	-22	43	3.22	-6	3	0	-13		5	-0.2	4	-1.9	13	-10.7	17
5.75 Mar-29	4.3	0.0	121%	4.09	-28	38	3.23	1	5	-5	-2		16	-1.4	7	-4.3	4	-9.7	16
2.75 Jul-29	4.6	0.0	100%	4.07	-27	40	3.14	-6	4	-1	-7		20	-2.0	14	-2.0	12	-8.8	15
0.05 Nov-29	5.4	0.0	58%	4.08	-26	41	3.11	-5	2	-1	-6		17	-2.1	17	-3.3	8	-7.3	14
0.95 May-30	5.7	0.0	100%	4.10	-27	38	3.09	-2	3	-2	-3		18	-2.4	21	-4.3	3	-6.5	12
5.00 Sep-30	5.3	0.0	101%	4.11	-27	38	3.13	2	2	-5	-3		19	-1.8	11	-3.9	6	-6.9	13
1.20 Mar-31	6.3	0.0	100%	4.12	-27	37	3.07	-2	2	-6	1		20	-2.8	23	-4.1	5	-5.4	10
6.20 Jun-31	5.6	0.0	72%	4.13	-22	39	3.14	2	3	-4	-3		17	-0.8	5	-3.8	7	-6.0	11
1.75 Jun-32	7.2	0.0	100%	4.16	-29	30	3.07	0	-1	-8	2		19	-2.8	22	-3.0	11	-4.1	7
4.50 Nov-32	6.8	27.5	52%	4.18	-30	31	3.14	8	0	-7	9		26	-2.1	19	-3.0	10	-4.4	8
3.00 Mar-33 *	7.5	11.9	11%	4.20	-30	29	3.12	7	2	-7	7		24	-1.8	12	-3.2	9	-3.7	6
2.00 Oct-33	8.2	0.0	100%	4.18	-29	30	3.07	5	0	-7	6		19	-3.3	24	1.6	16	-3.4	3
4.90 Apr-34	7.8	11.7	55%	4.19	-29	27	3.15	10	0	-10	10		28	-2.1	18	2.4	17	-3.6	5
3.50 May-35	8.6	12.1	57%	4.23	-27	27	3.15	9	2	-6	8		25	-2.0	15	3.5	18	-3.1	1
4.20 Dec-36	9.5	0.0	100%	4.21	-28	27	3.18	7	4	-6	5		23	-2.1	16	9.5	21	-3.4	4
1.95 Jul-37	10.9	4.3	40%	4.26	-25	27	3.17	6	3	-5	5		25	-2.3	20	5.0	19	-3.2	2
1.50 Apr-40	13.3	4.1	51%	4.26	-25	26	3.17	7	3	-5	5		25	-1.9	13	-6.7	2	-4.7	9

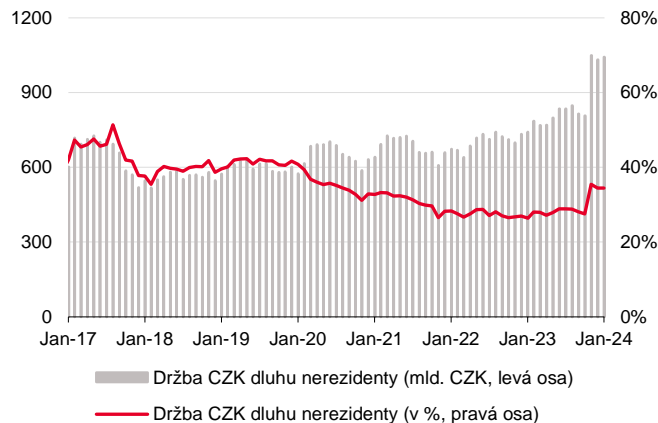
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; Pozn.: Detailní popis v aktuálním vydání CZGB Auction Alert

## Držba státních dluhopisů podle typu držitele (únor 2024)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Podíl nerezidentů narostl vlivem jednorázové operace mezi zahraniční bankou a její dcerou



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka



# Korunový devizový trh



**Jaromír Gec**  
(420) 222 008 598  
jaromir\_gec@kb.cz

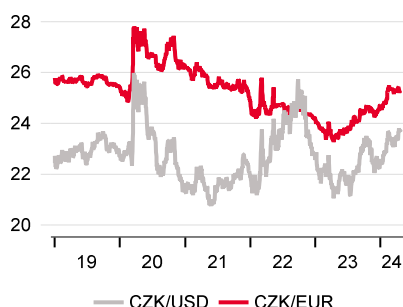
## Opatrný optimismus

Oživení domácí ekonomiky by mělo spolu s vyšší terminální sazbou ČNB podporovat ve zbytku roku znovuoživení lehkého posilování české koruny vůči euru. Měnám rozvíjejících se trhů však na druhou stranu stejně jako v posledních měsících nebude nahrávat vývoj globálního sentimentu na devizových trzích favorizující americký dolar. Ten by přitom podle našich předpokladů měl svoje silné pozice držet po celý letošní rok, a tím výraznějším posílení koruny bránit. Rizika naší prognózy se celkově z našeho pohledu koncentrují spíše na straně slabší koruny.

## Globální devizové trhy pod taktovkou posilujícího amerického dolaru

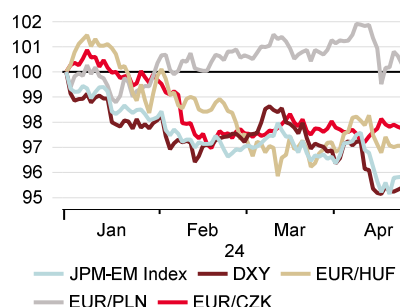
Měny rozvíjejících se trhů jsou od začátku roku pod tlakem posilujícího amerického dolaru. Přetrvávající geopolitická rizika, robustní dynamika americké ekonomiky ruku v ruce s jen pozvolně ustupujícími tamními inflačními tlaky pomohly americkému dolaru od začátku roku získat v efektivním vyjádření (DXY indexem) přes 4 %. Došlo tedy k materializaci některých rizik popsanych v našich lednových *Ekonomických výhledech*. Tak jako již mnohokrát v minulosti zpevňování dolaru v uplynulém čtvrtletí doprovázelo oslabování měn rozvíjejících se trhů. Jejich citlivost na dolarový index (DXY) se navíc v poslední době setrvale zvyšovala, což byl i případ české koruny.

Vývoj kurzu koruny



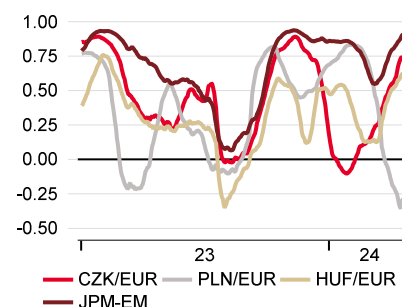
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vývoj ve středoevropském regionu (1. 1. 2024 = 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. 2024.

Korelační koeficient měnových párů s dolarovým indexem DXY



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: 3M klouzavá korelace. Kladné hodnoty značí pozitivní korelaci mezi posílením dolaru (DXY) a oslabením CZK, PLN, HUF vůči EUR, resp. oslabení JPM-EM indexu.

Naši prognózu kurzu koruny k euru jsme revidovali k mírně slabším úrovním. Přispěl k tomu především zúžený úrokový diferenciál a globálně silnější dolar oproti předpokladům naší lednové prognózy.

## Domácí fundamenty se začínají zlepšovat

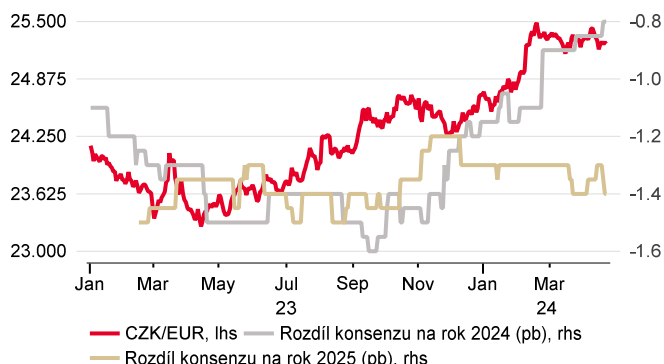
**Úrokový diferenciál mezi korunovými a eurovými tržními úrokovými sazbami se přestal zužovat.** Kromě výše zmíněných globálních faktorů přispělo k oslabení koruny od začátku roku rovněž zúžení úrokového diferenciálu. To následovalo po zveřejnění tuzemské lednové inflace, která finanční trhy překvapila výrazně směrem dolů. Jeho zužování se však zastavilo a s postupným zaceňováním vyšší terminální/neutrální sazby ČNB a nárůstem dolarových tržních úrokových sazeb se naopak lehce rozšířil, což zatím spotový kurz podle nás reflektuje jen zčásti. Od ECB trhy nadále očekávají první snížení měnověpolitických sazeb již letos v červnu a na nárůst tržních sazeb v USA po překvapivě silné perzistenci inflačních tlaků v zámoří tedy reagovaly jejich eurové protějšky méně. Zintenzivnění depreciačních tlaků na korunu z titulu úrokového diferenciálu nevidíme ani do budoucna, když trhem zaceněné budoucí kroky ČNB i ECB zhruba odpovídají našemu výhledu.

Vývoj CZK/EUR a úrokového diferenciálu



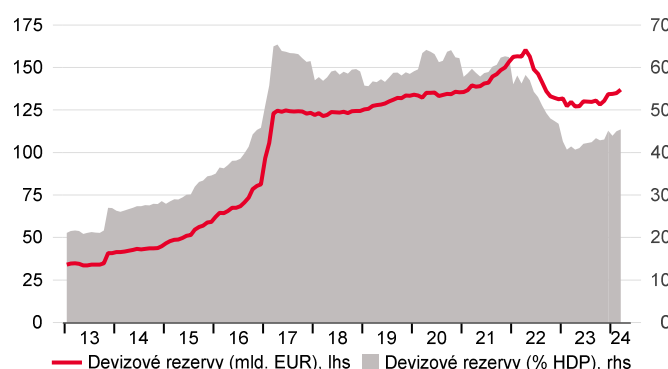
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vývoj CZK/EUR a diferenciálu růstu HDP mezi eurozónou a ČR

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Rozdíl Bloomberg konsenzu: eurozóna-ČR.

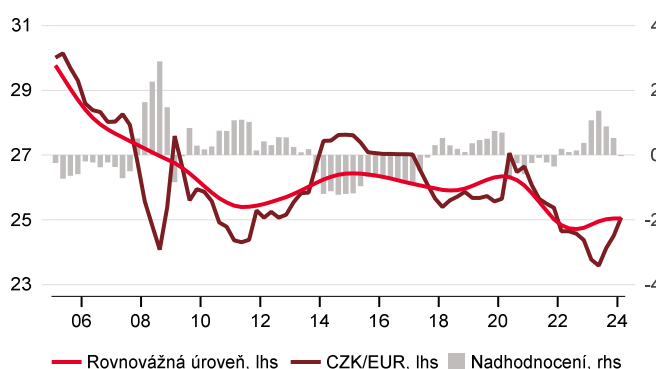
**Růst tuzemské ekonomiky by měl výrazně překonávat eurozónu.** Tento rozdíl by se měl v čase podle tržního konsenzu zvyšovat, když by příští rok měl HDP eurozóny v celoročním vyjádření růst o 1,4 pb pomaleji než u nás. Vyšší růst domácí ekonomiky očekáváme i my, byť je v našem základním scénáři růstový diferenciál v příštím roce o něco mírnější (cca 0,8 pb). Optikou modelu rovnovážného kurzu pak letošní oslabení z našeho pohledu zhruba kompenzovalo předchozí nadhodnocení koruny. Stabilizační roli na kurz koruny by mohlo mít i případné navýšení objemu odprodeje výnosů z devizových rezerv ČNB, který se od loňského září drží poblíž 300 mil. EUR za měsíc. Stav devizových rezerv centrální banky ke konci letošního března činil 136,9 mld. EUR. V poměru k velikosti ekonomiky devizové rezervy dosahují více než 40 % ročního nominálního HDP a jsou z tohoto pohledu stále jedny z největších na světě. Celkově tedy očekáváme v letošním roce obnovení postupného trendového posilování koruny k euru, které by ale měl brzdit především globálně silný dolar. Ten by podle kolegů z SG v závěrečném čtvrtletí letošního roku měla podpořit i zvýšená nejistota spojená s americkými prezidentskými volbami.

Devizové rezervy ČNB



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

Rovnovážený kurz CZK/EUR

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

Prognóza kurzu koruny (konec období)

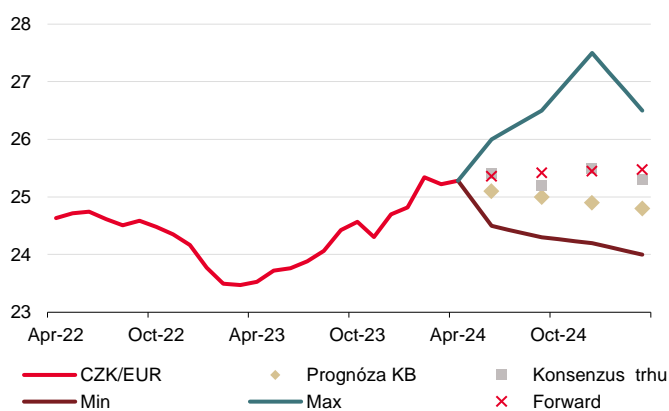
	Q2 24f	Q3 24f	Q4 24f	Q1 25f
CZK/EUR	25,10	25,00	24,90	24,80
CZK/USD	24,15	23,35	23,70	22,75
USD/EUR	1,04	1,07	1,05	1,09

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

### Bilance rizik je vychýlena mírně směrem ke slabšímu kurzu

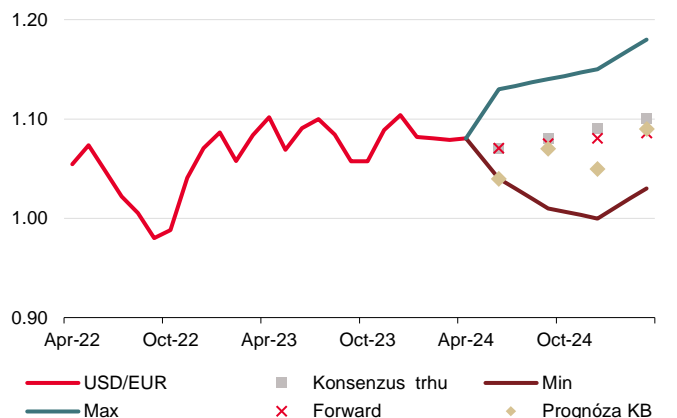
**Globální faktory mohou na korunu vyvíjet dodatečný tlak.** U našeho výhledu na měnověpolitické sazby ECB, kde očekáváme v letošním roce jejich trojí snížení, vnímáme riziko ve směru menšího či pozdějšího uvolnění měnové politiky. Globální sentiment vůči rozvíjejícím se trhům by mohla zhoršit případná eskalace geopolitické situace. Obecnou nejistotou je pak rychlost oživení tuzemské ekonomiky ve zbytku roku v prostředí nadále nevýrazného výkonu německé ekonomiky.

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 23. 4. 2024)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

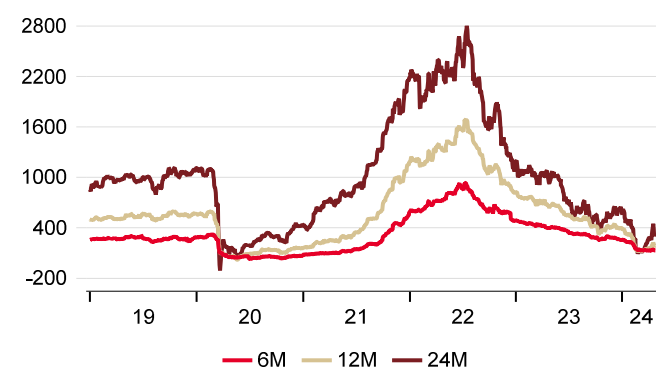
Předpokládaný vývoj kurzu USD/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 23. 4. 2024)



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

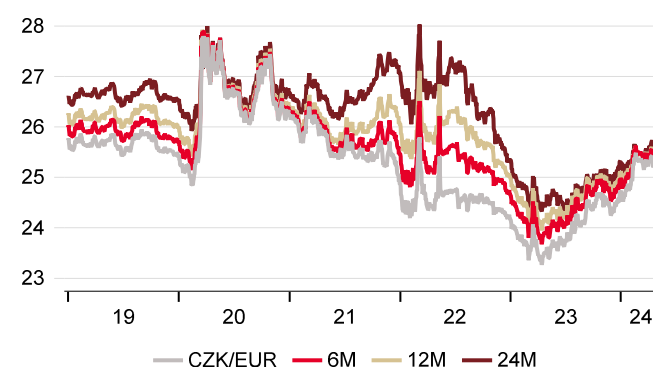
**Oslabení koruny spolu s opětovným rozevřením úrokového diferenciálu zlepšilo podmínky zajištění pro exportéry.** Jak uvádíme výše, další výrazné rozšiřování ani zužování úrokového diferenciálu neočekáváme. Lehké posílení spotového kurzu by tak mělo vyústit v obdobný pohyb forwardových kurzů. Z pohledu exportérů se nám tedy jeví aktuální tržní podmínky jako relativně atraktivní pro případné zajištění proti kurzovému riziku.

Forwardové body



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Forwardový vs spotový kurz CZK/EUR



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Bankovní sektor



Kevin Tran Nguyen  
(420) 222 008 569  
kevin\_tran@kb.cz

### Úvěrová aktivita letos již ekonomiku povzbudí

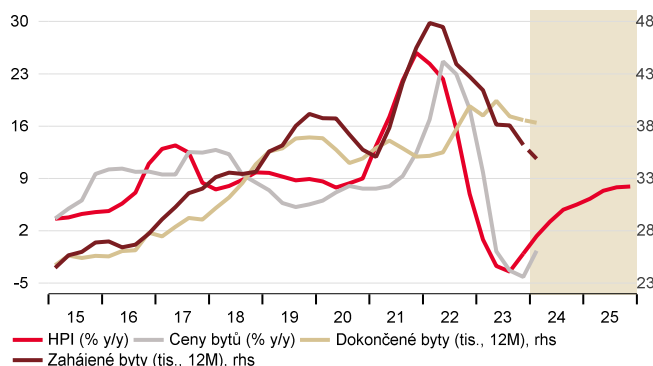
Úvěrový impuls by se letos měl již výrazněji podílet na oživení tuzemské ekonomiky. Pomůže k tomu uvolňování domácí a zahraniční měnové politiky a zlepšující se důvěra podniků i domácností. Vysoký objem vlastních prostředků domácností a firem i relativně přísná měnová politika budou nicméně bránit výraznějšímu oživení úvěrové aktivity. Rozhýbávající se hypoteční trh díky poklesu úrokových sazeb by měl přispět k obnovení růstu cen nemovitostí poté, co se vloni nemovitostní trh jen mírně ochladil. Silící investiční apetit firem v průběhu roku by měl přispět ke zvyšování firemní poptávky po úvěrování. Růst vkladů v letošním roce pravděpodobně již nepředčí růst úvěrů vzhledem k menší výnosnosti kvůli klesajícím úrokovým sazbám. Setrvání míry selhání úvěrů poblíž historických minim dokazuje dobrou finanční situaci soukromého sektoru, která je tak dobrou výchozí pozicí pro posílení hospodářského růstu v letošním roce.

Korekce cen na nemovitostním trhu byla pouze mírná a letos by měly ceny nemovitostí již růst. K tomu přispěje i zvyšující se aktivita na hypotečním trhu.

### Hypoteční trh dále posílí a ceny nemovitostí v letošním roce opět porostou

Letos by se ceny nemovitostí měly vrátit k růstu. Nemovitostní trh celkově zaznamenal pouze mírné ochlazení. Hodnota rezidenčních obydlí se v Q4 23 podle indexu cen nemovitostí (HPI) meziročně snížila o 1,1 %, mezičtvrtletně po sezonním očištění však již vzrostla (o 0,9 %). Růst bude podle nás letos pokračovat a v závěru roku by meziroční tempo zvyšování cen nemovitostí mělo dosáhnout 5,5 % y/y. V průměru pro letošní rok očekáváme vzestup o 3,7 % a v tom příštím o 7,3 %. To by mělo odrážet zvýšenou aktivitu na reálním trhu díky oživení hypoteční aktivity a obnovené důvěře domácností. Tání ledu na nemovitostním trhu indikuje i nárůst nabídkových cen bytů, který v Q1 24 dosáhl +1,7 % q/q. Jejich meziroční pokles se tak výrazně zmínil na 0,7 %. Vysoký stav úspor domácností spolu s lepší dostupností financování díky nižším úrokovým sazbám podle nás přispějí k realizaci odložené poptávky. Ta by v kombinaci s omezenou výstavbou v předchozích dvou letech měla vyvíjet značný tlak na růst cen nemovitostí. Vyjádřeno poměrem cen nemovitostí a příjmů se cenová dostupnost bydlení vloni zlepšila. To ovšem jen částečně korigovalo předchozí zhoršení. Letos námi odhadované tempo růstu cen nemovitostí a mezd již další zlepšení cenové dostupnosti pravděpodobně nepřinese. Fundamentálně silná tuzemská poptávka po vlastním bydlení a omezená výstavba budou naopak tlačit ve směru jejího mírného zhoršování.

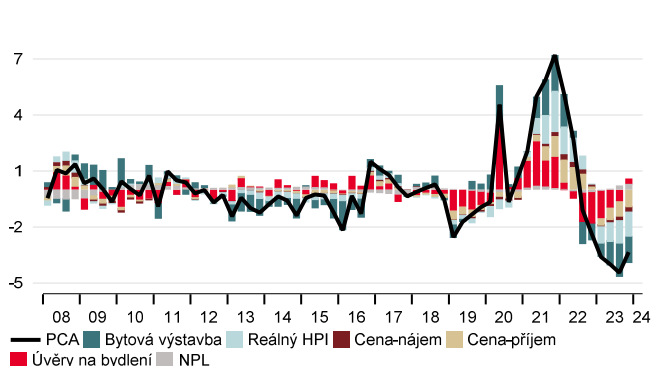
#### Ceny nemovitostí po loňské mělké korekci letos již porostou



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Údaje zahájených a dokončených bytů (k únoru 2024) jsou extrapolované a pouze indikativní pro Q1 24. 12M značí dvanáctiměsíční úhmy.

#### Kompozitní index reálního trhu ukazuje na začátek stabilizace

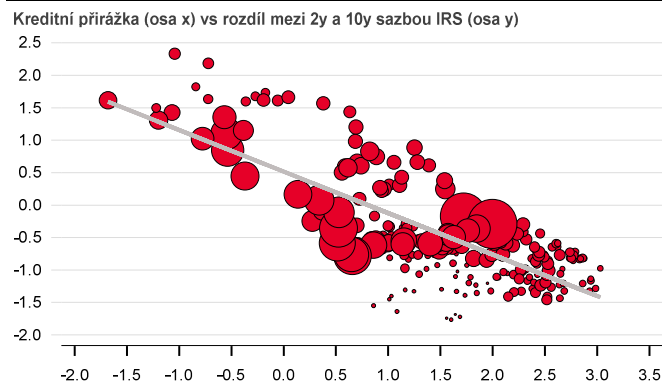


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Vlastní výpočty; PCA = vektor analýzy hlavních komponent. Kompozitní index je výsledkem analýzy hlavních komponent (Principal Component Analysis; PCA) dle 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](https://www.nbs.sk/img/documents/publik_nbs_fsr/biatec/rok2019/03-2019/05_biatec19-3_car.pdf)

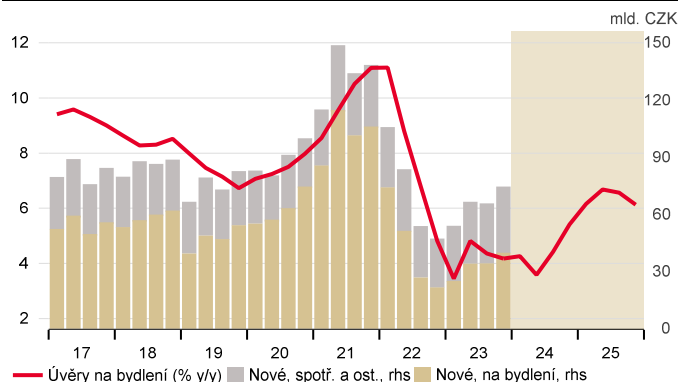
**Aktivita na hypotečním trhu bude dále nabírat na obrátkách.** Ve srovnání se závěrem loňského roku se objem (čistých) nových úvěrů na začátku tohoto letošního dále zvyšoval. Obnovující se důvěra spotřebitelů, rostoucí ceny nemovitostí a další pokles hypotečních sazeb pravděpodobně přispějí k dalšímu růstu aktivity. Hypoteční sazby dosud klesaly jen velmi opatrně a na začátku roku příliš nereflektovaly vývoj tržních sazeb IRS, který ovšem byl velmi volatilní. Po ostrém pádu na přelomu roku jsou úrokové swapy opět na zvýšených hodnotách (viz kapitola výše). Tím se rovněž snížily kreditní přírážky hypotečních sazeb. S ohledem na úroveň IRS a jejich očekávání pouze mírný pokles a rovněž přetrvávající inverzi výnosové křivky je prostor pro zlevňování hypoték omezený.

#### Kreditní přírážky nad IRS a inverze výnosové křivky (pb)



Zdroj: ČNB, Bloomberg, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Velikost bubliny je odvozena od objemu poskytnutých úvěrů. Kreditní přírážka je vypočtena jako rozdíl mezi realizovanou sazbou na úvěrech na bydlení a váženým průměrem příslušných sazeb IRS. Jedná se tak pouze o aproximaci.

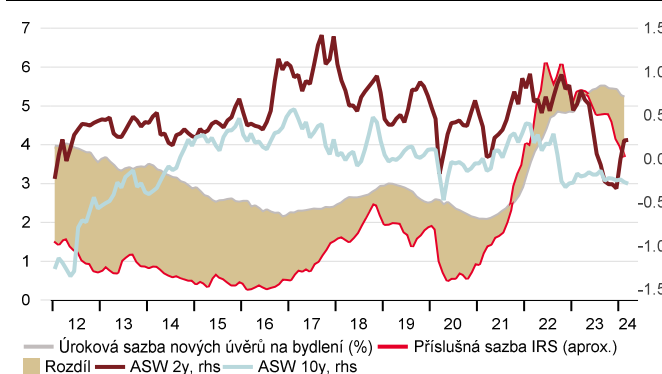
#### Hypoteční trh bude i nadále získávat na síle



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

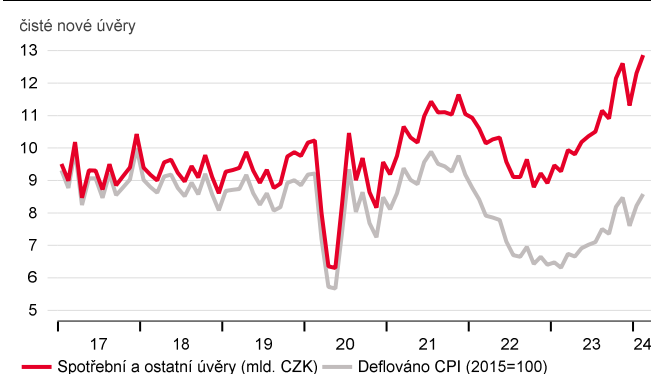
**Přesto by mírné snížení úrokových sazeb, zejména v H2 24, mělo přispět k posílení hypoteční aktivity.** Vlivem obav z refinancování zůstanou sazby u úvěrů s delší fixací (5 let a více) zvýšené. Vzhledem k tvaru výnosové křivky předpokládáme, že se hypoteční aktivita strukturálně přesune ke kratším fixacím oproti předchozím obdobím, kdy převládaly ty delší. Hypoteční trh letos podle našeho odhadu vzroste o 5,4 %.<sup>8</sup> Objem (čistých) nových úvěrů by se tak měl přehoupnout nad 200 mld. CZK.

#### Rozdíl mezi hypoteční sazbou a sazbami IRS se normalizuje



Zdroj: ČNB, Bloomberg, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: ASW příslušných CZGBs

#### Spotřební úvěry jsou v reálném vyjádření stále utlumené



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

<sup>8</sup> Pokud není uvedeno jinak, hodnoty se vztahují ke konci období.

Zvyšování spotřeby domácností povede k posílení spotřebního financování.

### Spotřební financování posílí v souvislosti s oživením spotřeby domácností

**Posílení spotřebitelské poptávky bude podle nás doprovázet solidní růst spotřebního financování.** V reálném vyjádření dosud zůstává objem spotřebních úvěrů slabý. Oproti průměru roku 2021 byl letos v únoru stále o zhruba 7 % nižší. V poměru k HDP zadlužení domácností za poslední dva roky výrazně kleslo, letos by se však již mělo mírně zvýšit. Kreditní impuls úvěrů domácnostem je od poloviny loňského roku pozitivní a již déle indikuje oživení spotřebitelské poptávky. Spotřebu letos ale především podpoří vyšší růst mezd a nadále vysoký stav úspor. Vyjádřeno poměrem stavu úvěrů domácnostem k HDP podle nás zadlužení domácností vzroste jen mírně o 0,2 pb na 4,6 % HDP. Odhadujeme, že růst stavu spotřebitelských úvěrů letos dosáhne 8,1 % po loňském růstu o 7,9 %.

#### Bankovní úvěry a depozita (% , y/y)

	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Bankovní úvěry</b>														
<b>Celkem</b>	5,5	7,0	7,6	6,6	6,7	6,0	6,5	6,7	5,9	6,7	6,6	5,9	5,2	5,0
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	4,4	4,2	4,3	3,6	4,4	5,4	6,2	6,7	4,2	4,4	6,4	5,3	4,5	4,3
Spotřebitelské úvěry domácnostem	9,9	7,9	7,9	6,9	7,2	8,1	7,7	7,7	8,7	7,5	7,5	6,4	5,3	5,1
Úvěry nefinančním podnikům	4,3	9,7	10,4	8,6	9,3	6,9	7,1	7,4	5,7	8,8	7,3	6,1	5,5	5,3
<b>Bankovní vklady</b>														
<b>Celkem</b>	8,0	14,4	8,3	8,1	6,7	5,8	7,0	5,6	9,4	7,2	5,8	4,7	4,5	4,7
Obyvatelstvo	7,0	7,6	8,9	9,0	8,5	7,5	7,1	6,5	6,6	8,5	6,3	4,5	4,4	4,7
Nefinanční podniky	1,2	7,5	5,8	3,5	8,9	7,0	3,8	3,8	8,1	6,3	4,0	3,9	4,1	4,3
Ostatní	14,8	37,8	9,1	10,0	2,4	1,6	9,1	5,3	16,8	5,8	6,3	5,4	5,2	5,1
<b>Podíly na HDP</b>														
Podíl úvěrů na HDP	59,2	59,3	59,9	60,1	60,9	60,8	61,4	61,7	59,1	60,4	61,9	62,9	63,4	63,6
Podíl vkladů na HDP	95,7	91,1	96,9	99,1	98,4	93,4	99,9	100,5	94,4	97,0	98,6	99,0	99,2	99,2
Podíl úvěrů na vkladech	61,9	65,0	61,8	60,7	61,9	65,1	61,5	61,3	62,6	62,4	62,8	63,6	64,0	64,2
<b>Úrokové sazby</b>														
Úvěry pro bytové potřeby	5,5	5,4	5,2	5,1	4,9	4,7	4,6	4,6	5,4	5,0	4,6	4,7	4,8	4,9
Spotřebitelské úvěry	9,5	9,3	8,8	8,3	8,0	7,5	7,1	6,9	9,5	8,2	6,9	7,1	7,7	8,2
Úvěry nefinančním podnikům	8,5	8,2	7,4	6,8	5,8	5,2	4,9	4,9	8,6	6,3	4,9	4,9	4,9	5,0
<b>Podíl úvěrů v selhání</b>														
Úvěry pro bytové potřeby	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0	1,0	0,7	0,8	1,0	1,2	1,4	1,7
Spotřebitelské úvěry	4,0	3,9	4,1	4,8	5,3	5,6	5,9	6,1	3,9	4,9	6,1	6,5	7,6	8,9
Úvěry nefinančním podnikům	2,7	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,8	2,9	2,9	2,7	2,9	3,0	3,8	4,8

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.

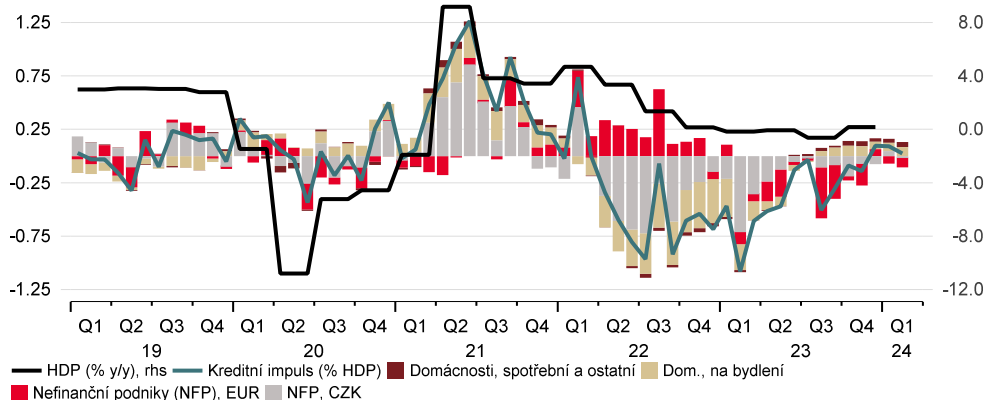
Nižší úrokové sazby a zlepšené ekonomické prostředí pro investice přispějí k navýšení podnikové poptávky po úvěrech.

### Investiční apetit firem v letošním roce dále posílí a s tím i úvěrová aktivita

**Měnovou politikou zchlazená úvěrová aktivita nefinančních podniků (NFP) by měla díky postupnému snižování úrokových sazeb oživit.** Přestože vloni objem korunových a eurových úvěrů v úhrnu meziročně klesl o více jak 27 %, respektive 38 %, byl růst investic, jak ukazují data národních účtů, vcelku silný. To pravděpodobně souvisí se značným objemem vlastních prostředků a předem načerpaného (levného) financování, které tak částečně pomohlo NFP překlenout přísné měnové podmínky. Vzhledem k dobré finanční situaci a vysoké ziskovosti firem to zřejmě bude i nadále klíčový faktor, který letos může omezit objem financování. Kreditní impuls by však měl již výrazněji podpořit růst investic a podstatněji zesílit v průběhu roku s poklesem úrokových sazeb, růstem agregátní poptávky a důvěry podniků. Podíl cizoměnových úvěrů na celku zůstává mírně nad 50 %. Eurové financování stále zůstává atraktivní díky relativní úrokové výhodě. Optikou krátkodobých sazeb by se ale měla výrazně zredukovat s ohledem na dřívější a svižnější tempo snižování sazeb ČNB oproti ECB. Ke konci roku bude podle nás rozdíl klíčových měnověpolitických sazeb činit pouhých 25 bb, oproti nynějšímu rozdílu 175 bb. Meziroční růst stavu úvěrů NFP je nyní ovlivněn slabším kurzem koruny vůči euru, který oproti loňsku výrazně zvyšuje hodnotu eurových úvěrů. Postupně by se ale tento efekt měl zmírňovat. Čekáme, že růst úvěrů NFP letos dosáhne 6,9 %. To je oproti lednové prognóze o 1 pb výše, a to v souladu se zlepšeným výhledem

pro růst HDP a investic. K nárůstu úvěrové poptávky z velké části pravděpodobně přispěje i oživení v realitním sektoru, který je obecně charakterizován vyšší mírou finanční páky.

#### Kreditní impuls se bude letos podílet na pohánění oživení tuzemské ekonomiky



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 (k únoru 2024) je HDP v čtvrtletní frekvenci (poslední údaj za Q4 23).

Poměr úvěrů a vkladů letos postupně naroste vzhledem k menší výnosnosti depozit a zvýšené úvěrové aktivitě.

#### Růst vkladů v letošním roce zaostane za tempem růstu úvěrů

**Růst vkladů oproti loňsku zpomalí vlivem nižších úrokových sazeb.** Oživení úvěrové aktivity by se však na druhé straně mělo stále odrážet ve vyšším objemu bankovních depozit. Obecně by však u domácností i podniků měl poměr úvěrů a vkladů postupně narůst, poté co se v posledních dvou letech podstatně snížil. To odráželo omezení spotřeby u domácností a nižší úvěrování v kombinaci s vysokým objemem vlastních prostředků podniků. S pozvolným poklesem úrokových sazeb zřejmě zesílí odliv do nebankovních produktů za účelem vyšší výnosnosti. Objem vkladů domácností by ale měl zůstat zvýšený s ohledem na vázanost ve spořicítech produktech a s tím související úrokové výnosy. Odhadujeme, že objem celkových vkladů letos vzroste o 5,8 %, čímž by zaostal za růstem celkových úvěrů o 6,0 %.

Podíl nesplácených úvěrů zůstává poblíž historických minim a svědčí tak o dobré finanční situaci firem a domácností.

#### Platební morálka v bankovním sektoru zůstává nadmíru robustní

**Nízká míra selhání úvěrů dokazuje, že finanční situace firem a domácností zůstává fundamentálně dobrá.** To tvoří solidní výchozí pozici, na které bude letošní oživení ekonomiky stavět. Přísnější finanční podmínky by se však i tak s odstupem měly podepsat na mírném zvýšení podílu nesplácených úvěrů (NPL), které by ovšem nemělo představovat zásadní riziko pro úvěrová portfolia bank. Objem nesplácených úvěrů v některých segmentech sice již mírně roste (finanční instituce, úvěry domácnostem na spotřebu a bydlení), jejich podíl na celkových úvěrech ale zůstává poblíž historických minim. Výjimkou je sektor spotřebního financování, kde podíl již mírně narůstá, v daleko objemnějším hypotečním segmentu zůstává ale situace stabilní.



## Klíčové ekonomické ukazatele

### Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
HDP	reálný, %	3,5	2,4	-0,2	1,4	2,2	2,3	2,2	2,4
Inflace	průměr období, %	3,8	15,1	10,7	2,1	1,8	2,0	2,1	2,0
Běžný účet platební bilance	% HDP	-2,7	-4,9	0,4	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8
3M PRIBOR	průměr, %	1,1	6,3	7,1	5,2	3,8	3,8	3,8	3,8
CZK/EUR	průměr	25,6	24,6	24,0	25,1	24,7	24,5	24,2	23,9
CZK/USD	průměr	21,7	23,4	22,2	23,6	22,2	20,4	19,5	19,0

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

### Měna a úrokové sazby – výhled

		23-04-2024	Jun-24	Sep-24	Dec-24	Mar-25	Jun-25
CZK/EUR	konec období	25,2	25,10	25,00	24,90	24,80	24,75
USD/EUR	konec období	1,07	1,04	1,07	1,05	1,09	1,10
CZK/USD	konec období	23,6	24,15	23,35	23,70	22,75	22,50
3M PRIBOR	konec období, %	5,52	4,80	4,15	3,70	3,70	3,75
10Y IRS	konec období, %	4,04	4,10	4,05	4,10	4,15	4,20

Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Economic Research

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

### Měsíční makroekonomická data

		VII-23	VIII-23	IX-23	X-23	XI-23	XII-23	I-24	II-24	III-24
Inflace (CPI)	%, y/y	8,8	8,5	6,9	8,5	7,3	6,9	2,3	2,0	2,0
Inflace (CPI)	%, m/m	0,5	0,2	-0,7	0,1	0,1	-0,4	1,5	0,3	0,1
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	1,4	1,8	0,8	0,2	0,8	1,4	-1,8	-0,9	0,0
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	-0,1	0,2	0,3	-0,1	-0,4	-0,5	2,5	0,5	-0,1
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	3,5	3,6	3,6	3,5	3,5	3,7	4,0	4,0	3,9
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	-3,4	-2,2	-7,5	7,3	-2,8	-6,0	-0,4	1,5	n.a.
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	-2,1	-2,8	-6,7	10,8	-3,5	5,1	2,2	6,0	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	-0,1	-2,0	0,3	-0,2	-5,1	-3,4	-5,9	3,6	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (nár. met.)	-6,6	-6,0	11,5	14,1	29,5	5,7	5,5	34,6	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	-14,3	6,2	8,5	2,3	15,5	-5,8	6,9	39,2	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	-25,1	9,3	30,3	-5,6	32,7	20,1	-13,7	20,6	n.a.
M2	%, y/y	9,3	8,5	8,2	8,0	7,9	8,3	8,4	8,0	n.a.
Státní rozpočet	mld.CZK (od zač. roku)	-214,1	-194,6	-180,7	-210,7	-269,1	-288,5	-26,0	-102,5	-105,0
3M PRIBOR	%, průměr	7,11	7,10	7,09	7,05	7,06	6,97	6,63	6,20	5,83
CZK/EUR	průměr	23,9	24,1	24,4	24,6	24,5	24,5	24,7	25,2	25,3
CZK/USD	průměr	21,6	22,1	22,9	23,3	22,6	22,4	22,7	23,4	23,3

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 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 vyplývajícemu 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>.

## 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 Gurtler**  
(420) 222 008 509  
martin\_gurtler@kb.cz



**Jana Steckerová**  
(420) 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz



**Kevin Tran Nguyen**  
(420) 222 008 569  
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.com



**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 Drímal**  
(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