Čtvrtletní zpráva

Ekonomické výhledy

Ekonomika se nechce odlepit od země



©iStock

■ **Českou ekonomiku čekají dva roky slabého růstu** Po loňské stagnaci očekáváme, že HDP letos vzroste o 0,8 % a příští rok o 1,5 %, což je oproti naší minulé prognóze celkově horší výhled. K oživení ekonomiky přispěje hlavně vyšší domácí poptávka, jejíž růst ale bude brzděn jen pomalým obnovováním kupní síly domácností. Výkon průmyslu zůstane slabý.

■ **Inflace by v roce 2025 měla klesnout pod 2 %** Do konce letošního roku však zůstane v horní polovině tolerančního pásma ČNB a v průměru podle nás bude činit 2,5 %. V příštím roce očekáváme její pokles na 1,8 % v důsledku stále slabé spotřebitelské poptávky a nižších cen energií a pohonných hmot. Jádrová inflace v roce 2025 pravděpodobně zůstane mírně nad 2 %, když bude odrážet zrychlující růst cen nemovitostí.

■ **ČNB sníží repo sazbu až na 3 %** Pokles úrokových sazeb by měl podle nás pokračovat tempem 25 bb za zasedání až do května příštího roku. Důvodem pro další uvolnění měnové politiky by měla být zejména ekonomika, jejíž slabší potenciální růst působí ve směru nižší terminální úrovně sazeb. Komunikace ČNB ale zůstává jestřábí a rizikem jsou tak vyšší sazby.

■ **Tržní sazby na cestě ke stabilizaci** Oproti minulé prognóze nižší výhled korunových tržních sazeb odráží rychlejší uvolnění měnové politiky ECB, Fedu i nižší terminální sazbu ČNB. Mnoho prostoru pro jejich další pokles však navzdory pokračujícímu cyklu snižování měnověpolitických sazeb již nespatřujeme.

■ **Koruně by se mohlo v příštím roce dařit** Zvýšená nejistota na trzích a pomalý rozjezd tuzemské ekonomiky pravděpodobně odsunou i výraznější posílení tuzemské měny až do příštího roku. V něm by měl posílení pod 25 CZK/EUR podpořit jak vývoj na globálních devizových trzích, tak postupné zesílení růstu české ekonomiky.


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


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


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


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


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

SOCIETE GENERALE GROUP

Stále plížením vpřed



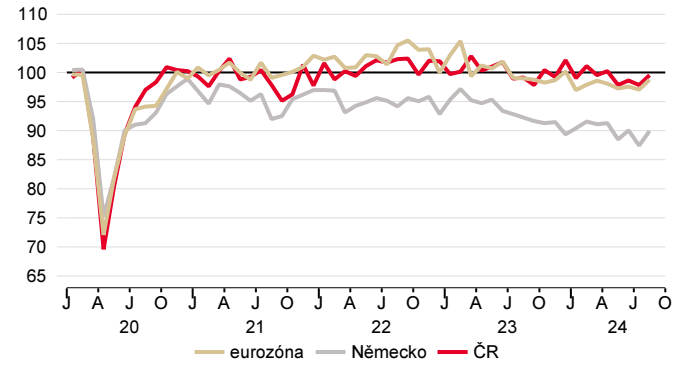
Jan Vejmělek
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

V červencovém vydání *Ekonomických výhledů* jsme předpokládali, že po relativně slabém prvním pololetí se začne ve druhé polovině roku ekonomická aktivita zvedat rychlejším tempem. Potěšil nás již samotný výkon ve druhém čtvrtletí, kdy mezičtvrtletní růst reálného HDP dosáhl 0,4 %, tedy stejně jako v prvním kvartále. **Bohužel prázdninové měsíce ukázaly, že to s oživením tak horké nebude.** Ve světle slabých dat z Německa není divu. Tuzemské ekonomice se prostě nechce odlepit od země.

Průmyslovou produkci negativně ovlivnily červencové dovolené, srpen to ale vynahradil.

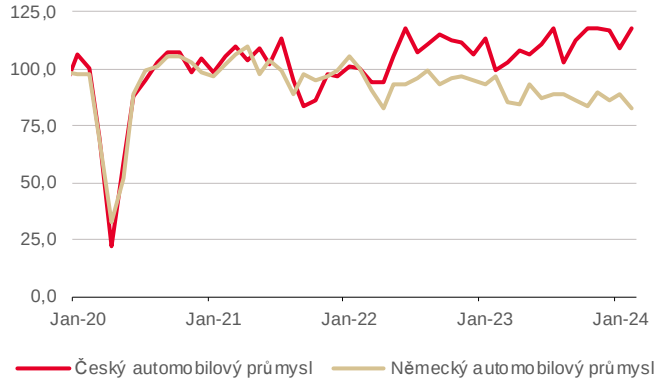
Na červenec a srpen má totiž cenu se dívat pouze jako na jeden celek, a to zejména kvůli letním dovoleným, které si jak firmy, tak zaměstnanci některý rok vybírají spíše v červenci, jiný zase v srpnu. Zdá se, že letos se dovolené ve velkých výrobních podnicích více koncentrovaly do července, což znamenalo slabší vstup do celého čtvrtletí. Srpen naopak znamenal vylepšení. Patrné to bylo u vývoje zpracovatelského průmyslu. V rámci něho byl zřejmý především nárůst produkce automobilek, které tentokráte navíc již nečelily výpadku v dodávkách součástek.

Česká průmyslová výroba versus Německo a eurozóna (reálně, SA, 2019=100)



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

Zakázky v tuzemském a německém automobilovém průmyslu (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 výrobců (PPI).

V září ale Česko postihly velké povodně.

Do letošního září vstoupil podle nás tuzemský automobilový průmysl na pozitivní vlně. Bohužel ale tento závěrečný měsíc třetího čtvrtletí postihly katastrofální povodně. U nich se zejména v případě průmyslové produkce musí počítat s určitým negativním vlivem, a to jak v souvislosti s přímým poškozením výrobních závodů a narušením dodavatelsko-odběratelských vztahů, tak kvůli omezení dostupnosti pracovní síly.

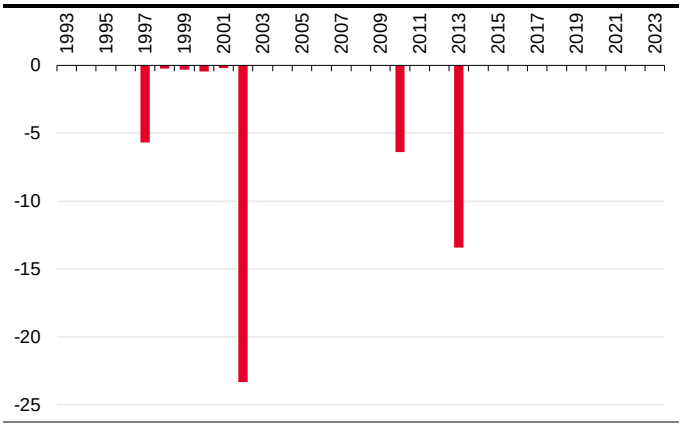
Obnova národního hospodářství po přírodních katastrofách typicky ekonomický růst v delším období podpoří, i když krátkodobě ekonomickou aktivitu omezuje.

Přírodní katastrofy mají z pohledu růstové dynamiky typicky dopad v podobě J-křivky. Bezprostředně po nějaké takovéto události je v důsledku ochromení výroby u podniků, které byly nepřízní osudu postiženy, dopad samozřejmě negativní. K tomu je třeba přičíst fakt, že domácnosti se v prvé řadě musejí postarat o sebe, své nejbližší i záchranu majetku před následnými škodami a nejsou tedy zapojeny do pracovního procesu. Nedomníváme se ale, že by byl dopad z tohoto titulu nějak zásadní. Postupem času navíc převáží efekt obnovování povodněmi zničeného majetku a infrastruktury, což bude mít dočasně pozitivní vliv na hospodářský růst. Celkově jsou ale odhady tohoto typu těžko proveditelné.

Samotné povodně se projeví v destrukci aktiv, jak ji následně zachytí rozvaha národního hospodářství. Pokud se podíváme do historie, tak nám národní účty odhalí, že ztráty z přírodních katastrof, kam u nás téměř výlučně patří povodně, byly výrazné v letech 1997, 2002, 2010 a 2013. Nejvýraznější snížení hodnoty aktiv bylo zaznamenané v roce 2002, kdy

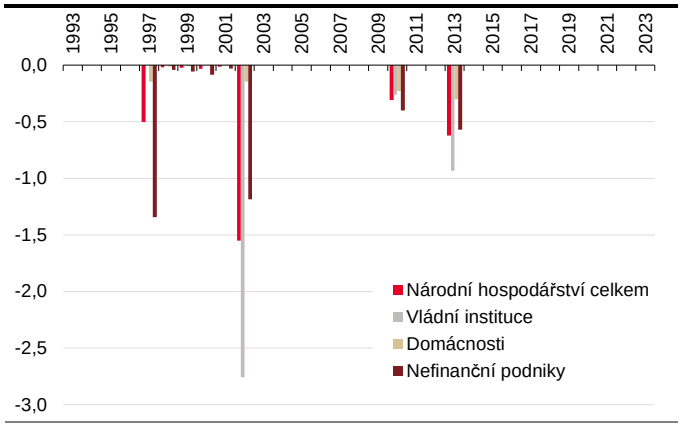
přesáhlo 23 mld. Kč v tehdejších cenách. Zničeno tak bylo 1,6 promile hodnoty veškerých nefinančních aktiv. V roce 1997 to pro srovnání bylo 0,5 promile, v roce 2013 pak 0,6 promile. Ze sektorového pohledu relativně nejvíce minulé záplavy dopadly na nefinanční podniky, v roce 2002 pak poměrně výrazně i na sektor vládních institucí. To bylo do značné míry dáno tím, že se tehdejší povodně ve větší míře týkaly jednak infrastruktury a pak Prahy, kde se vládní sektor významně koncentruje. Dopady do sektoru domácností byly z národohospodářského pohledu relativně mírné, když podíl ztrát z katastrof na nefinančních aktivech v letech 1997 i 2002 činil 0,1 promile.

Změna objemu aktiv: ztráty z katastrof (v mld. Kč, běžné ceny)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podíl ztrát aktiv z katastrof na celkových nefinančních aktivech jednotlivých sektorů (v ‰)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Nepředpokládáme, že by celkové škody zásadněji převýšily ty zaznamenané při minulých povodních. Vláda zareagovala navýšením výdajů vázaných na krytí povodňových škod pro letošní a příští rok. Pro letošní rok byl plánovaný schodek státního rozpočtu navýšen o 30 mld. Kč, pro příští rok o 10 mld. Kč. Jak zmiňuje v kapitole *Fiskální politika* Jaromír Gec, jedná se pravděpodobně o maximální hodnoty; podrobněji diskutuje parametry návrhu státního rozpočtu pro rok 2025 v *Boxu 2*.

Objevuje se inflační podhoubí vyplývající z oživujícího trhu nemovitostí.

Inflace je zpět v tolerančním pásmu ČNB, měnověpolitické sazby pomalu ale jistě klesají a na scénu se nám opět začíná vracet téma rezidenčního bydlení a rostoucích cen nemovitostí. Oživování realitního trhu dosud překonalo naše očekávání i ta ČNB. Ceny nemovitostí nyní skrze složku imputovaného nájemného stále tlačí spotřebitelskou inflaci dolů, to se ale může již brzy změnit, když by zrychlující růst cen nemovitostí měl postupně vyvíjet tlak odpoutání inflace od blízkosti 2 %. V *Boxu 3* se tématu cen nemovitostí a z toho vyplývající inflační hrozby věnuje Kevin Tran Nguyen. Konstatuje, že zesílení růstu cen nemovitostí v příštím roce představuje určité riziko pro udržení inflace poblíž 2 %, a to kvůli možnému zrychlení jádrové složky právě kvůli zdražování bydlení. Prohloubení nesouladu mezi poptávkou a nabídkou na nemovitostním trhu, které podpoří další tlaky na růst cen domů a bytů, zřejmě zároveň přispěje ke zhoršování cenové dostupnosti bydlení, která je již tak v ČR jedna z nejhorších v EU.

Klíčovou geopolitickou událostí posledního kvartálu tohoto roku jsou americké prezidentské volby. Jim se ve speciálním boxu již letních *Ekonomických výhledů* věnovala Jana Steckerová. V tomto podzimním vydání se k němu musela vrátit (viz *Box 1*), když se v mezidobí stala demokratickou kandidátkou Kamala Harrisová, která nahradila současného prezidenta J. Bidena.

Přeji Vám krásný barevný podzim nejenom s *Ekonomickými výhledy* Komerční banky!

Obsah

Vnější prostředí a předpoklady prognózy ... 5

Box 1: Americké prezidentské volby – vyšší volatilita, hlubší deficity ... 6

Makroekonomická prognóza ... 12

Měnová politika ... 17

Fiskální politika ... 20

Box 2: Rozpočet na rok 2025 a výhled MF slibují pokračování konsolidace ... 22

Tabulka prognózy ... 26

Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy ... 27

Korunový devizový trh ... 33

Bankovní sektor ... 37

Box 3: Ceny bydlení mohou být inflačním strašákem v příštím roce ... 41

Klíčové ekonomické ukazatele ... 46

Upozornění ... 47

Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

Klíčové centrální banky budou ve snižování sazeb pokračovat

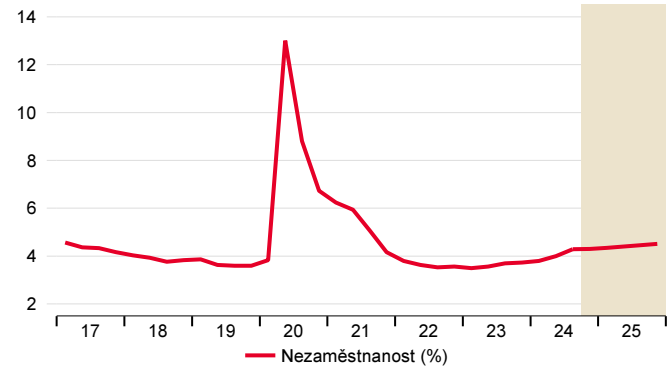
Inflace v USA i eurozóně zvolňuje. V eurozóně se již dokonce dostala pod dvouprocentní cíl Evropské centrální banky, kde se bude držet i převážnou část příštího roku. ECB tak bude se snižováním úrokových sazeb podle naší prognózy pokračovat, a to až do doby, než depozitní sazba dosáhne své neutrální úrovně. Tu odhadujeme na 2,5 %, kam by měla doputovat v červnu příštího roku. Ekonomika eurozóny by měla v příštím roce umírněně růst, americká ekonomika zřejmě zpomalí ale s recesí ve Spojených státech nepočítáme. Postupné uvolňování měnové politiky americkou centrální bankou by mělo umožnit tamní ekonomice hladce přistát. V letošním roce očekáváme ještě dvojí snížení úrokových sazeb o 25 bazických bodů. V příštím roce by takovéto kroky měly následovat každé čtvrtletí do té doby, než klíčová sazba dosáhne úrovně 3,25-3,50 %.

USA: Ekonomika je překvapivě odolná

Fed bude sazby snižovat až k úrovni 3,25-3,50 %.

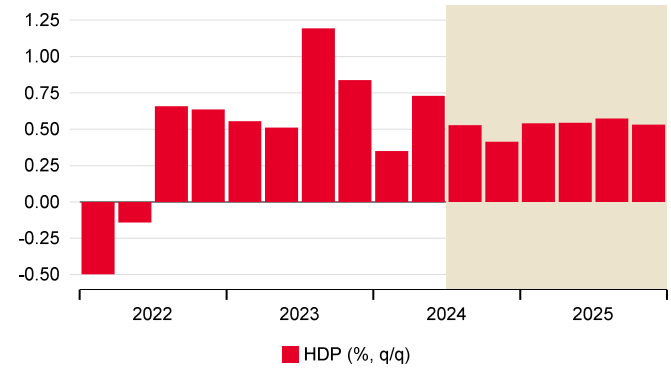
Americká centrální banka v září zahájila cyklus uvolňování měnových podmínek, když klíčovou úrokovou sazbu snížila o 50 bb na 4,75 – 5,00 %. Zároveň zveřejnila nový medián výhledu úrokových sazeb (tzv. dot-plot), který v letošním roce počítá s jejich další redukcí o 50 bb, přičemž v příštím roce by to mělo být o 100 bb. To je plně v souladu s naší aktuální prognózou, která předpokládá na listopadovém a prosincovém zasedání uvolnění měnových podmínek o 25 bb s tím, že v příštím roce by takovéto kroky měly následovat každé čtvrtletí. Pokles klíčové úrokové sazby by se tak podle nás měl zastavit na úrovni 3,25-3,50 %, kterou považujeme za neutrální. Fed, respektive dot-plot, úroveň terminální sazby předpokládá v tuto chvíli níže, zároveň ji ale postupně zvyšuje. Na začátku letošního roku medián výhledu sazeb Fedu předpokládal neutrální sazbu na 2,5 %, zatímco nyní je to 2,9 % a ani to podle nás není finální úroveň. Finanční trhy v tuto chvíli zaceňují pokles klíčové sazby na 3,25-3,50 %, což je v souladu s naší prognózou. Z toho je zároveň patrné, že trhy nepředpokládají, že by ekonomika Spojených států měla upadnout do recese. V takovém případě by totiž tržní očekávání musela být výrazně níže, než kde stojí terminální úroková sazba, tedy pod 2,9 %.

Trh práce v USA je stále utažený (%)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Ekonomika zůstává odolná (HDP, %, q/q)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Trh práce pozitivně překvapil, známky ochlazování jsou ale patrné.

Klíčovým faktorem, který bude nyní rozhodovat o tempu uvolňování měnových podmínek, bude vývoj na trhu práce. Obavy z rostoucí nezaměstnanosti byly podle našeho názoru důvodem, proč americká centrální banka v září snížila sazby o výraznějších 50 bb, nikoli pouze o 25 bb. Zářijová data z trhu práce však ve všech směrech překvapila výrazně ve směru nahoru. Počet nově vytvořených pracovních míst mimo zemědělský sektor dosáhl 254 tisíc, zatímco tržní konsenzus počítal se 150 tisíci. Míra nezaměstnanosti poklesla ze

4,2 % na 4,1 %, zatímco mzdy meziměsíčně stouply o 0,4 %, přičemž srpnový údaj byl revidován o jednu desetinu směrem nahoru na 0,5 % m/m. Nutno ale dodat, že nová pracovní místa přibývají především ve státním sektoru, zdravotnictví, školství, v odvětvích volného času a pohostinství. Jsou to tedy většinou hůře placené pozice, kde navíc velké množství zaměstnanců pracuje na částečný úvazek. Zároveň výsledek zářijových Nonfarm Payrolls příliš nekoresponduje s průzkumy mezi domácnostmi, které uvádějí, že se trh práce rapidně zhoršuje, a ani s výsledky průzkumů ISM mezi podniky.

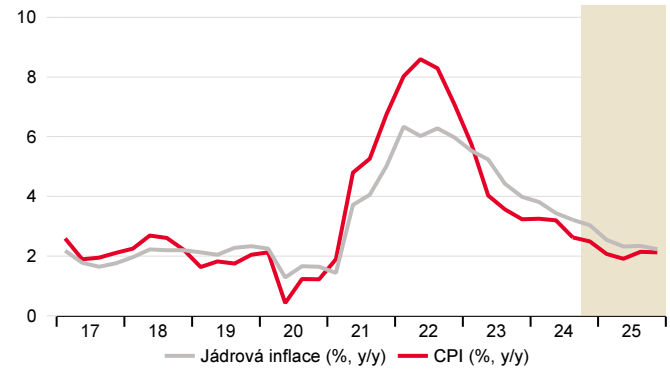
Data z reálné ekonomiky překvapují ve směru nahoru.

Maloobchodní tržby překvapovaly ve směru nahoru, lepší než očekávané výsledky přinesla i srpnová průmyslová výroba. Celkově tedy i ve třetím čtvrtletí letošního roku očekáváme solidní růst americké ekonomiky o 2,2 % mezikvartálně anualizovaně po 3 % zaznamenaných ve druhém čtvrtletí. Ve čtvrtém čtvrtletí růst podle našeho odhadu zpomalí na 1,6 % q/q (anual.). Za celý letošní rok by dynamika HDP měla dosáhnout 2,5 %, v příštím roce pak 2,0 %. Ziskové marže firem jsou zatím vysoké, přičemž domácnostem nechybí apetit utrácet. K hladkému přistání by ekonomice USA měla pomoci i uvolněná měnová politika Fedu.

Inflace zatím zůstává na vyšších úrovních, podle naší prognózy bude ale dál zvolňovat.

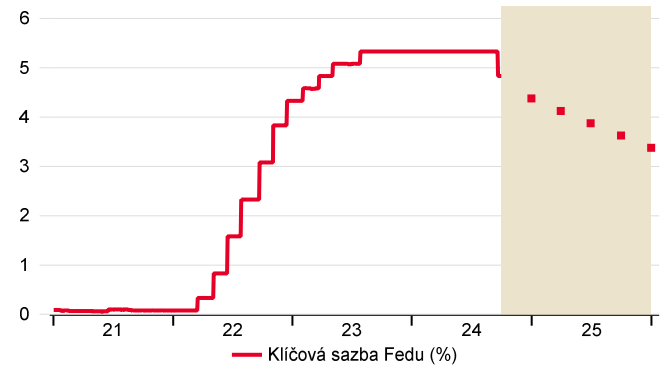
Faktorem, který by mohl snižování úrokových sazeb naopak brzdit, je cenový vývoj. Celkový meziroční růst spotřebitelských cen se v září oproti srpnu snížil o desetinu na 2,4 %. Tržní konsenzus však očekával výraznější zpomalení na 2,3 % y/y. V rámci struktury směrem nahoru překvapila také jádrová inflace, která oproti očekávané stagnaci na 3,2 % y/y zrychlila na 3,3 % y/y. V meziměsíčním anualizovaném vyjádření jádrové ceny rostly tempem převyšujícím 2% cíl Fedu již druhý měsíc v řadě (v září 4,2 % m/m anualizovaně). Za celý letošní rok inflace letos podle našeho odhadu dosáhne v průměru 2,9 %, v příštím roce pak 2,1 %. Rizika se ale koncentrují ve směru vyšší inflace.

Inflační tlaky v americké ekonomice polevují



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Fed sníží sazby opět v listopadu



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

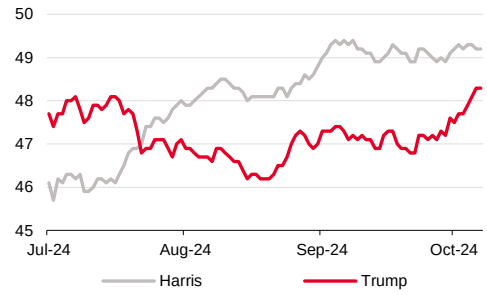
Box 1: Americké prezidentské volby – vyšší volatilita, hlubší deficity

Na 5. listopadu jsou naplánovány americké prezidenské volby. Utkají se v nich Kamala Harrisová (demokraté) a Donald Trump (republikáni). Z hlediska dopadů prezidentských voleb bude podstatné nejen to, který z kandidátů zvítězí, ale také to, zda se vítězné straně podaří ovládnout obě komory kongresu, či nikoli.

Fiskální disciplína není prioritou Donalda Trumpa ani Kamaly Harrisové. Deficit státního rozpočtu se tak podle našeho odhadu bude v následujících několika letech držet stále poblíž 2 bilionů USD, a spíše poroste, než by klesal. Zatímco v případě Donalda Trumpa to bude z titulu daňových škrtů, u Kamaly Harrisové to bude kvůli vyšším výdajům. Daňové škrty zavedené Donaldem Trumpem jsou stále v platnosti a vypršet by měly na konci roku 2025

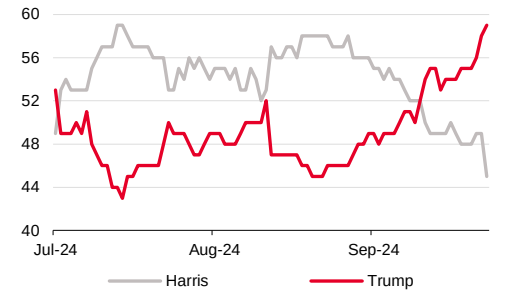
(TCJA-2017). Pokud by byly prodlouženy, znamenalo by to v průběhu dalších deseti let dodatečné náklady ve výši 3,6 biliónů USD. V případě vítězství Donalda Trumpa by byly daňové úlevy s největší pravděpodobností prodlouženy. V určité míře by ale pravděpodobně byly zachovány i Harrisovou. Ta již přislíbila, že domácnostem, které vydělávají méně než 400 tisíc dolarů ročně, daně nezvedne. Zároveň i současná ministryně financí Yellenová naznačila, že by daňové škrty mohly být prodlouženy. Důvod je prostý. Jejich neobnovení, potažmo zvýšení daní, by znamenalo již v roce 2026 nižší růst HDP o 0,5 pb.

Volební preference (Real Clear Politics, %)



Zdroj: Bloomberg, Real Clear Politics

Volební preference (Predict, %)



Zdroj: Bloomberg, Predict

Nejvýraznějším rozdílem mezi oběma kandidáty je postoj ke korporátním daním. Donald Trump plánuje jejich snížení ze současných 21 % na 15 %. To by společně s ponecháním daňových škrtů z roku 2017 sice představovalo vyhlídky na vyšší hospodářský růst, zároveň ale i na hlubší deficity státního rozpočtu. Větší zadlužení země by pak vytvářelo tlak na růst výnosů dluhopisů s delší splatností. Ty během dvou týdnů po zvolení Trumpa a republikánského Kongresu v listopadu 2016 vzrostly o 50 bb. Zároveň křivka zvýšila svůj sklon, neboť Fed v té době udržoval sazby poblíž nuly. Zvolení Joe Bidena v roce 2021 mělo nicméně podobný efekt. Vyhlídka na hlubší deficity v kombinaci se zrychlující se inflací vedla k rozšíření spreadu mezi 2letým a 10letým dluhopisem o 50 bb. Vítězství republikánů i demokratů tak bude zřejmě vytvářet tlak na růst delších amerických úrokových sazeb, s čímž by se mohly svézt i ty evropské, potažmo české.

Kamala Harrisová sice navrhuje korporátní daně naopak zvýšit ze současných 21 % na 28 %, i tak by ale její vítězství zřejmě znamenalo hlubší deficity. Výdaje rostly již za vlády Joe Bidena, kdy ale jeho ambiciózní plán na obnovu amerického hospodářství ve výši 1,8 bilionu dolarů byl redukován kvůli odporu demokratického senátora Joea Manchina. Ten ale již o obnovu křesla usilovat nebude, a tak by to případně Harrisová mohla mít s prosazováním vyšších výdajů snazší.

Krátké úrokové sazby budou určovány měnovou politikou Fedu. Trump se již vyjádřil, že stávajícího šéfa Fedu Powella nechá dokončit mandát (do května 2026), zároveň by ale měl rád nad americkou centrální bankou větší kontrolu. K takovýmto změnám by ale potřeboval podporu Kongresu. V současné době prezident jmenuje pouze sedm členů FOMC. Zbývajících pět, kteří mají hlasovací právo, tvoří guvernéři jednotlivých federálních rezervních bank, nad nimiž prezident pravomoc nemá.

Trumpova administrativa by také pravděpodobně vedla k vyšší inflaci, a tím i případně k pomalejšímu snižování úrokových sazeb americkou centrální bankou. Jedním z kanálů, jak by ke zvýšení cenové hladiny mohlo dojít, je zavedení dalších cel, případně jejich zvýšení. Cla, která zavedl Donald Trump ve svém předchozím volebním období (hliník, ocel, pračky, sušičky a solární panely), jsou stále v platnosti. Za vlády Joe Bidena k nim přibylo ještě clo na dovoz elektromobilů z Číny a vedle toho ještě řada dalších zvýšení cel na ostatní zboží. V první televizní debatě s Kamalou Harrisovou Donald Trump zmínil, že uvažuje o zavedení cel ve výši 20 % na všechno dovážené zboží a 60 až 100 % na zboží z Číny. Stejně jako v minulosti by

zavedení cel vedlo k jednorázovému zvýšení cenové hladiny, nikoli k jejímu trvalejšímu růstu. V tom by se pak spíše odráželo přesouvání výroby zpět do USA, kde je nákladnější. Zavedení cel by se navíc do konečných cen nepromítlo plně. V první fázi by se zavedení cel odrazilo v předzásobení zbožím, a tedy vyšších amerických importech. Později by byly dotčeny především země s vysokou exportní závislostí na USA (Německo, Švýcarsko, Itálie) a pochopitelně nejvýrazněji by trpěla Čína.

Dalším kanálem, prostřednictvím kterého by mohlo po volbách docházet k růstu cenové hladiny, je migrační politika. V případě deportace velkého počtu nelegálních přistěhovalců, kterou Donald Trump prosazuje, by mohlo dojít k dalšímu utažení trhu práce a s tím i tlaků na růst mezd, potažmo cenové hladiny.

Rozdílné postoje zastávají oba kandidáti i v případě geopolitiky. Donald Trump by rád ukončil válku na Ukrajině, a to dle jeho slov spravedlivou dohodou. Změny by se zřejmě týkaly i postoje USA k NATU, vůči němuž se Trump v minulosti kriticky vyjadřoval. Zároveň plánuje zvýšení výdajů na obranu ze 2 % HDP na 3 % HDP. Harrisová by zřejmě pokračovala ve stejné politice jako Joe Biden. Větší zastánkyně zelené politiky je Harrisová. Ta by zřejmě, stejně jako Biden, masivně investovala do podpory alternativních energetických zdrojů. Naopak Trump by zvyšoval těžbu ropy.

Bez ohledu na to, která ze stran vyhraje, volatilita na finančních trzích bude před volbami stoupat. Podle opčního trhu bude volatilita USD/EUR den po volbách přibližně čtyřikrát vyšší než obvykle. Akciové trhy budou citlivé na změny daní a zavádění cel, zatímco americký dolar a výnosy dluhopisů budou senzitivnější na vývoj deficitu, geopolitiky a regulatorních záležitostí. Zároveň pro akciové trhy je v tuto chvíli důležitější zveřejňování hospodářských výsledků firem, které odstartovalo v polovině října a politika americké centrální banky než samotné prezidentské volby. Hlubší deficity budou vytvářet tlak na růst dlouhodobých úrokových sazeb. Středoevropský region by mohl benefitovat spíše z vítězství Kamaly Harrisové, s výjimkou maďarského forintu, kde v tomto případě očekáváme oslabení.

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

Čína: vládní balíček posílí důvěru v ekonomiku

Čínu podpoří fiskální balíček.

V našich minulých *Ekonomických výhledech* jsme zmiňovali, že stále dobrá kondice ekonomiky USA, by měla pomoci té čínské. To se ale nestalo, naopak data přicházející z Číny přinášela zklamání. Ekonomickými otázkami se tak v září začalo zabývalo netradičně i čínské politbyro (hospodářským otázkám se věnuje vždy v dubnu, červenci a prosinci, nikoli září), což ukazuje na mimořádnou vážnost situace. V návaznosti čínská centrální banka představila rozsáhlý balíček, který by měl hospodářský růst podpořit. Jeho součástí bylo snížení základní sedmidenní repo sazby z 1,7 % na 1,5 %. Míra povinných minimálních rezerv byla zredukována o 0,5 pb, což představuje zhruba 1 bilion RMB, které mohou být využity pro další poskytování úvěrů. Do konce roku by měla být míra snížena o dalších 25-50 bb. Dále byla snížena minimální akontace na všechny typy nemovitostí, a to na 15 %.

Pětiprocentní růstový cíl by mohl být dosažen.

Vládní balíček představuje výraznou podporu pro důvěru v čínskou ekonomiku. Zvyšuje šanci na stabilizaci nemovitostního trhu i na dosažení pětiprocentního růstového cíle. Zároveň zde ale stále chybí dostatečný stimul na ukončení hrozby deflace. Balíček, který by řešil aktuální problémy, by musel navíc obsahovat podporu nízkopříjmových domácností, zvýšení výplat sociálního zabezpečení, lepší veřejné služby, zmírnění dluhového zatížení místních samospráv (například dalším zvýšením fiskálních transferů) a zajištění solidní kapitalizace bank

tak, aby byly schopné se vypořádat s nesplácenými úvěry. Z informací, které jsou nyní k dispozici se zdá, že by vláda s takovýmito kroky mohla přijít, a to buď v závěru letošního roku anebo ihned po amerických prezidentských volbách.

Eurozóna: inflace pod cílem ECB

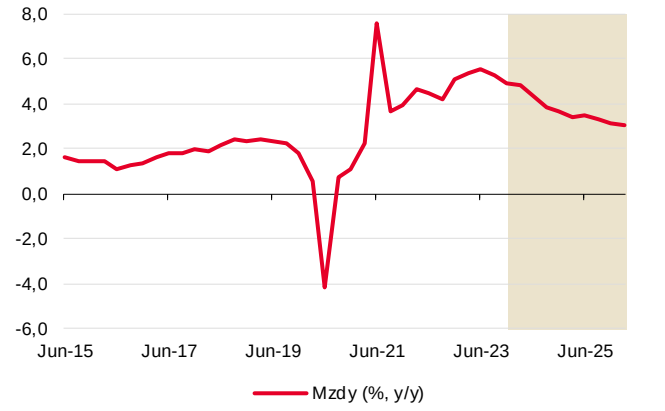
Umírněný růst ekonomiky eurozóny potáhne spotřeba domácností.

Ekonomika eurozóny by měla v letošním i příštím roce mírně růst. Náš odhad počítá s dynamikou HDP na úrovni 0,7 % pro letošní rok a 1,0 % pro ten příští. Hlavním motorem by měla být spotřeba domácností, kterou podporuje růst reálných disponibilních příjmů a vysoký objem naakumulovaných úspor. Míra úspor je stále zhruba o 1,5 pb vyšší, než byla v průměru v letech 2013-2019, přičemž nadměrné úspory dosahují více než 7 % HDP. Na vysokých úrovních se bude zřejmě držet i nadále, nepředpokládáme ale její další růst. Míra nezaměstnanosti zůstává na historických minimech (6,4 % v září). To by mělo pokračovat i nadále, neboť finanční kondice firem je dobrá, takže si vzhledem ke špatnému demografickému vývoji zaměstnance drží, i když je nepotřebují.

Inflace pod cílem ECB i v roce 2025.

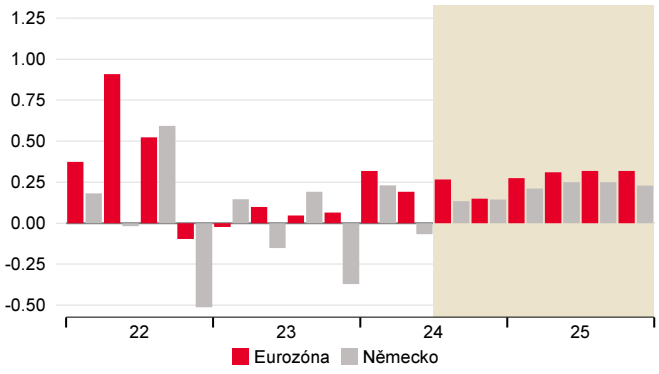
Inflace v eurozóně propadla ze srpnových 2,2 % na 1,8 % y/y v září, zatímco její jádrová složka zpomalila na 2,7 % y/y. Inflace by se v příštím roce měla podle naší prognózy pohybovat těsně pod 2 % a to v důsledku nižších cen energií a zmírnění jádrových tlaků. Jádrová inflace by se od května příštího roku měla dostat v důsledku pomalejšího růstu mezd na 2,2-2,3 %. Riziko představuje oblast služeb, která se potýká s nedostatkem zaměstnanců a kde byly spotřebitelské ceny v září meziročně vyšší o 4 %. Celkově by však inflační tlaky v eurozóně měly slábnout, do popředí se tak bude dostávat otázka zpomalování hospodářského růstu. Evropská centrální banka tak bude podle našeho odhadu v uvolňování měnové politiky pokračovat. Snížení úrokových sazeb o 25 bb očekáváme na prosincovém, březnovém a červnovém zasedání. Pokles sazeb by se měl podle našeho očekávání zastavit, až depozitní sazba dosáhne úrovně 2,5 %.

Eurozóna: mzdový růst je na evropské poměry silný



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Hospodářský růst eurozóny potáhne spotřeba domácností (%, q/q)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Německý průmysl stále pod předpandemickou úrovní.

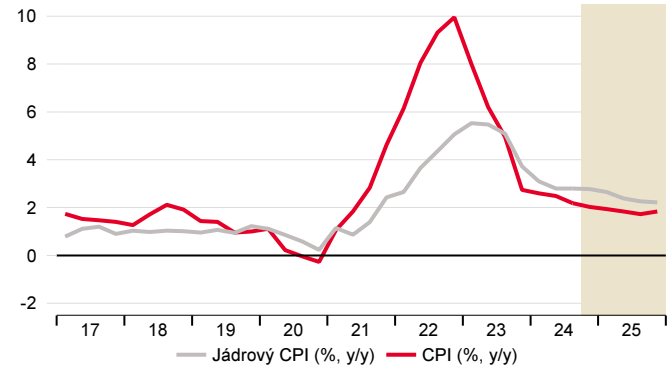
Německá ekonomika ve druhém čtvrtletí poklesla o 0,1 % q/q. Negativně překvapil vývoj soukromé spotřeby (-0,2 % q/q) i investic (-2,2 % q/q). Příliš růžové nejsou ani vyhlídky pro třetí čtvrtletí. Průmyslová produkce v srpnu sice překvapila růstem o 2,9 % m/m, na výsledku se však odrazila především vyšší výkonnost automobilového průmyslu v důsledku ukončení celozávodních dovolených, když červencový pokles o 8,2 % m/m následoval ostrý nárůst o 19,3 % v srpnu. I přes výrazné srpnové zlepšení průměr průmyslové produkce za letní měsíce stále zůstává 1 % pod průměrem za Q2. Pokud tedy průmyslová aktivita v září výrazně neposkočí, bude mít do výsledku HDP negativní dopad. Německý průmysl navíc stále zůstává 10 % pod svou předpandemickou úrovní. Doplácí na svoji vysokou energetickou náročnost,

rostoucí mzdy v kombinaci s klesající produktivitou a s tím spojený pokles konkurenceschopnosti, nákladnou zelenou tranzici i ochlazení poptávky v Číně. Od června 2023 do června 2024 tak bylo v tomto odvětví propuštěno 123 tisíc zaměstnanců.

Recesi v Německu zatím neočekáváme, pokud ale ano, tak mělkou.

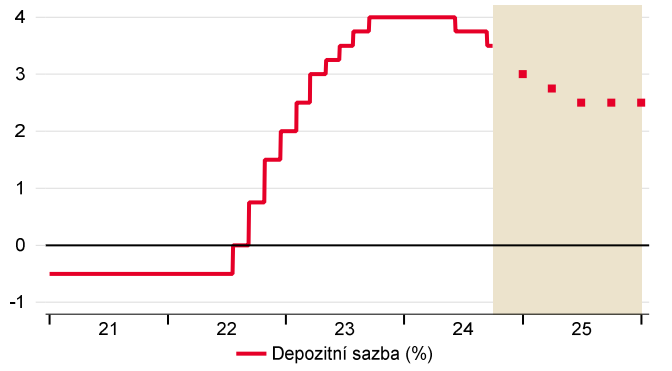
To vše se odráží i v předstihových ukazatelích, kdy zářijový průmyslový index PMI propadl na nejnižší hodnotu za poslední rok (40,6 bodu), zatímco složka ZEW indexu hodnotící současnou situaci byla dokonce nejhorší od dob pandemické krize. Na druhou stranu ale spotřebitelská důvěra, která výrazně propadla v dobách začátku války na Ukrajině, stoupá. Domácnosti, firmy a ostatně i vládní sektor jsou v dobré kondici, což by mělo zabránit tomu, aby Německo upadlo do hlubší recese. Náš odhad pro letošní rok počítá po sezónním očištění s mírným růstem tamní ekonomiky o 0,1 %, pro příští rok pak o 0,7 %. Rizika se však koncentrují ve směru slabšího výkonu, potažmo technické recese. Ta by ale díky stále velkým finančním polštářům, kterými domácnosti i firmy disponují, neměla být hluboká ani dlouhá.

Inflace v eurozóně spadla pod 2 %



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

ECB bude se snižováním sazeb pokračovat



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Středoevropský region: regionální centrální banky razantněji sníží sazby až v příštím roce

První snížení polských měnově-politických sazeb v dubnu příštího roku.

I v průběhu třetího čtvrtletí ponechala polská centrální banka úrokové sazby beze změny. Diskuze o snižování úrokových sazeb nicméně v bankovní radě sílí, když po říjnovém zasedání guvernér Glapiński naznačil, že by první snížení úrokových sazeb mohlo přijít již v Q2 25. Dojít by k němu podle jeho slov mohlo ještě dříve, pokud by inflace v nadcházejících měsících překvapila ve směru dolů. V podobném duchu se vyjádřili i další členové bankovní rady. Naše prognóza nyní počítá v příštím roce s uvolněním měnových podmínek o 100 bb. První snížení sazeb v rozsahu 25 bb očekáváme v dubnu, další by mělo následovat v červenci, září a listopadu. Inflace sice vlivem snižování podpůrných opatření v lednu zřejmě vyskočí na 5 %, od jarních měsíců by však měla vlivem srovnávací základny začít klesat.

Maďarská centrální banka již letos ponechá sazby beze změny.

Maďarská centrální banka v září snížila úrokové sazby o dalších 25 bb na úroveň 6,5 %. Hlavním důvodem byla zpomalující inflace, která z červencových 4,1 % y/y zvolnila na 3,4 % v srpnu. Tento trend se nezastavil ani v září, kdy inflace dosáhla rovná 3 %. Zároveň ale její jádrová složka vyskočila na 4,8 % y/y. Po zářijovém zasedání viceguvernér Virág potvrdil, že cíl centrální banky pro konec letošního roku, tedy klíčová tříměsíční úroková sazba na úrovni 6,25-6,50 %, zůstává nezměněn. Vzhledem k tomu, že centrální banka preferuje stabilitu maďarského forintu, jehož kurz oslabil nad úroveň 400 HUF/EUR, přikláníme se po zbytek letošního roku ke stabilitě úrokových sazeb. Začátkem března 2025 končí šestiletý mandát guvernéra centrální banky G. Matolcsyho. Premiér Orbán se již vyjádřil ve smyslu, že jeho místo převezme stávající ministr financí Mihály Varga. Po jeho nástupu do funkce lze očekávat, že politika centrální banky bude více holubičí. V průběhu prvního pololetí příštího roku tak

očekáváme snížení úrokových sazeb o 150 bb. Pro vývoj kurzu maďarského forintu bude podstatný výsledek amerických prezidentských voleb. V případě vítězství Kamaly Harrisové by se mohl forint dostat pod výprodejní tlak a oslabit výrazněji nad hranici 400 HUF/EUR. Naopak z vítězství Donalda Trumpa by mohl benefitovat, což by mohlo otevřít prostor pro diskuzi o snižování úrokových sazeb ještě v letošním roce.

Makroekonomická prognóza



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

Ekonomika čelí silnému protivětru

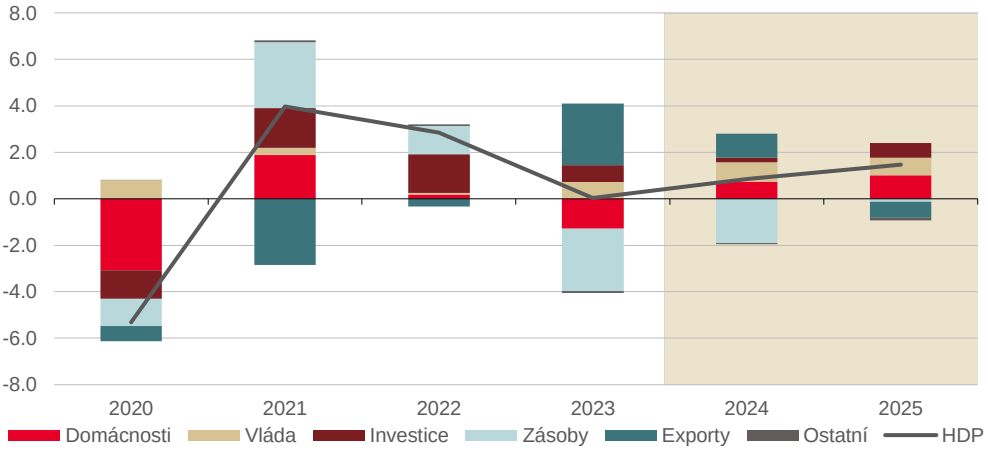
Česká ekonomika za první pololetí vykázala slušný růst, předstihové indikátory ale podle nás ukazují na jeho zpomalení ve druhé polovině letošního roku. Vliv na to mohou mít i zářijové povodně. Spotřeba domácností sice pokračuje v oživení, stále se však nachází hluboko pod předpandemickou úrovní. Přispívá k tomu pouze umírněný růst reálných mezd. Kupní síla domácností se tak po předchozím propadu obnovuje jen velmi pomalu. Na domácí poptávku navíc negativně dopadá zhoršující se ekonomický výhled. Původně předpokládané výraznější oživení tuzemské ekonomiky pro druhou polovinu roku se zatím nedostavuje, když utlumený výkon průmyslu vlivem cyklicky slabší poptávky a strukturálních problémů některých ekonomik pokračuje. To se týká zejména pro ČR důležité německé ekonomiky. Tuzemské hospodářství tedy v letech 2024 a 2025 pravděpodobně čeká jen mírný růst. Stále slabá domácí poptávka a nižší ceny energií a pohonných hmot by v příštím roce měly podle naší prognózy stlačit inflaci mírně pod 2 %. Jádrová inflace však zůstane nad cílem ČNB, když bude odrážet zrychlující růst cen nemovitostí.

Hlavní změny

HDP:
Růst české ekonomiky by měl podle nás letos dosáhnout 0,8 % a příští rok zrychlit na 1,5 %. Po loňské stagnaci tak sice dojde k oživení, tempo růstu HDP však bude relativně nízké. Oproti naší červencové prognóze, která předpovídala růst o 0,7 % v roce 2024 a o 1,9 % v roce 2025, je výhled celkově horší. Důvodem je pouze umírněný růst spotřeby domácností a reálných mezd, stejně tak i přetrvávající problémy ve výrobním sektoru.

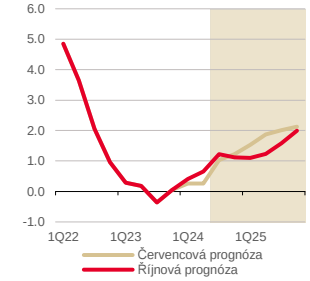
Inflace:
Inflaci v letošním roce odhadujeme v průměru na 2,5 % a v roce příštím na 1,8 %, což jsou oproti naší minulé prognóze (2,3 % a 1,7 %) spíše drobné změny. Pokles inflace pod dvouprocentní cíl ČNB v roce 2025 by měl souviset s vlivem stále slabé domácí poptávky a poklesem cen energií a pohonných hmot. Jádrová inflace ale vlivem zrychlujícího růstu cen nemovitostí v příštím roce pravděpodobně zůstane nad cílem ČNB.

Domácí poptávka bude hlavním zdrojem mírného růstu ekonomiky (%, pb, y/y)



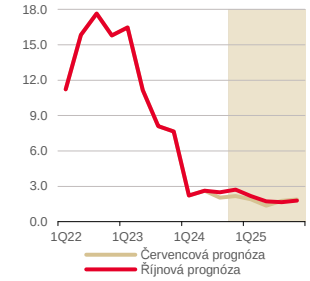
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Změna v prognóze HDP (%, y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Změna v prognóze inflace (%, y/y)



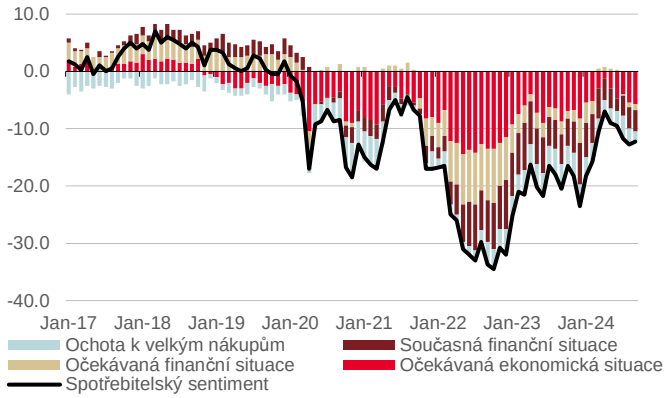
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Českou ekonomiku čekají dva roky slabého růstu

V prvním letošním pololetí ekonomika sice rostla, o výrazném oživení ale hovořit nelze. Mezičtvrtletní růst HDP v Q1 a Q2 dosáhl shodných 0,4 %. Přispělo k němu pokračující zvyšování spotřeby domácností, která i přesto v Q2 zaostávala za svou předpandemickou úrovní z Q4 19 o výrazných 5,2 %. Dynamika spotřeby domácností navíc zvolnila z 0,8 % q/q v Q1 na pouhých 0,2 % q/q v Q2. Obdobný byl přitom vývoj reálných mezd. Ty již více než rok mezičtvrtletně soustavně rostou, s ohledem na předchozí hluboký pokles však stále umírněným tempem, které v Q2 také značně zpomalilo. Kupní síla spotřebitelů tak zůstává významně nižší než před pandemií. Kromě vývoje příjmů domácností lze zvolnění dynamiky jejich spotřeby od května vysvětlit opětovným zhoršením spotřebitelského sentimentu. Ten se v Q2 poprvé od roku 2021 dostal nad svůj dlouhodobý průměr, v Q3 ovšem opět klesl pod tuto mez a zaznamenal mezičtvrtletní zhoršení o 4,2 %. Spotřebitelé hůře hodnotili hlavně očekávanou hospodářskou situaci v následujícím roce. Významně z hlediska domácí poptávky k růstu ekonomiky v prvním letošním pololetí přispěla spotřeba vlády, jejíž růstové tempo v průměru přesahovalo 1 % q/q. Fixní investice byly volatilní, když v Q1 klesly o 1,2 % q/q, aby v Q2 o 1,9 % q/q vzrostly. Oproti předpandemickému období byla jejich úroveň v Q2 vyšší o 10,6 %. Příspěvek čistého vývozu k mezičtvrtletní dynamice HDP se trendově snižoval. Vliv mohl mít postupný průsak slabé průmyslové výroby a odeznívání pozitivního efektu

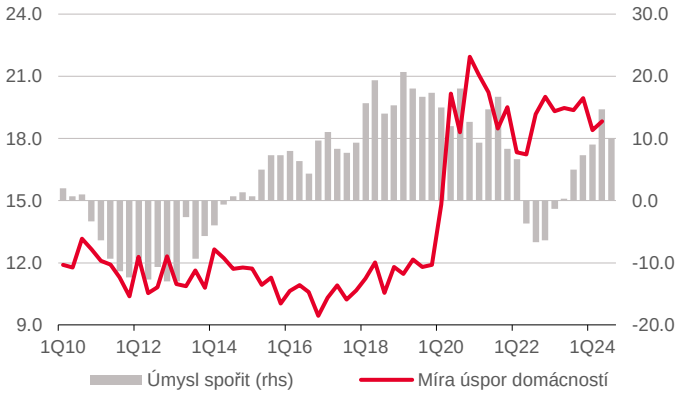
vývozu dříve rozpracované produkce, stejně tak i zvyšující se domácí poptávka promítající se ve vyšších dovozech.

Spotřebitelský sentiment opět klesl vlivem očekávaného zhoršení ekonomické situace (saldo odpovědí v %, SA)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Zatímco očekávaná ekonomická situace se týká výkonu celé ekonomiky, očekávána a současná finanční situace hodnotí stav financí dotazované domácnosti. Očekávání jsou vždy pro následujících 12 měsíců.

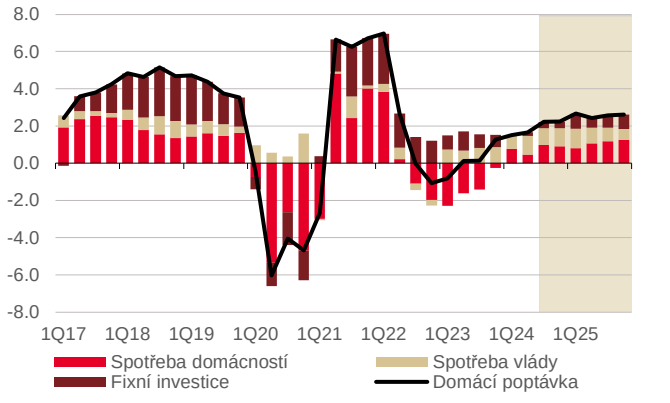
Míra úspor i ochota domácností spořit zůstává na zvýšených úrovních (%, SA)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Úmysl spořit v následujících 12 měsících je vyjádřen jako saldo odpovědí v %, které vychází z dotazníkového šetření ČSÚ (konjunkturální průzkum).

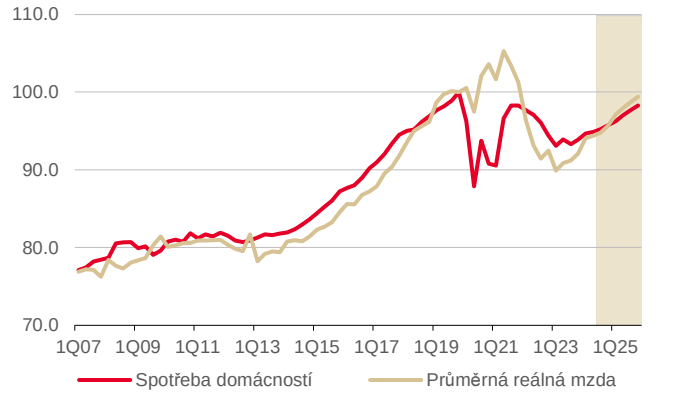
Pro druhou polovinu letošního roku očekáváme zpomalení tempa hospodářského růstu. Odhadujeme, že ekonomika v Q3 vzrostla o 0,2 % q/q a stejné tempo předpokládáme také pro Q4. S ohledem na rozsáhlé zářijové povodně, jejichž dopady na ekonomiku je těžké vyčíslit, je náš odhad pro Q4 spojen s negativním riziky. Z hlediska struktury očekáváme pro oba kvartály mírný mezičtvrtletní růst spotřeby domácností a fixních investic, pokračující svižný růst spotřeby vlády a naopak záporný příspěvek čistého vývozu. Vzestup domácí poptávky složené ze spotřeby domácností a fixních investic bude pravděpodobně brzděn vidinou pouze slabého růstu ekonomiky, když výraznější oživení původně očekávané pro druhou polovinu letošního roku se zatím nedostavuje. Vyjma spotřebitelského sentimentu došlo v Q3 k mezičtvrtletnímu zhoršení také u toho podnikatelského, a to o 1,4 %. Ten se nad svůj dlouhodobý průměr nepodíval od roku 2022. Ve výrobním sektoru je patrný vliv přetrvávající slabé poptávky po průmyslovém zboží, což by mělo být stále více vidět na výsledcích zahraničního obchodu. Předstihové indikátory z průmyslu navíc mnoho nadějí na zlepšení nedávají. Jak uvádíme dále, slabší reálná ekonomika se podle nás podepíše i na pomalejším růstu mezd, než s jakým jsme původně počítali. Ty tedy neposkytnou tak silnou podporu pro spotřebu domácností. Na pokračující pouze pozvolný nárůst spotřebitelské poptávky ukazuje rovněž dosavadní vývoj tržeb z oblasti maloobchodu a služeb. Prozatím nedochází ani k rozpouštění vysokého stavu nahromaděných úspor domácností, ty naopak nadále spoří ve zvýšené míře.

Růst domácí poptávky bude letos tažen spotřebou vlády a domácností, investice se přidají až v příštím roce (%, pb, y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

K obnovení předpandemické úrovně reálných mezd a spotřeby domácností dojde až v roce 2026 (Q4 19=100)

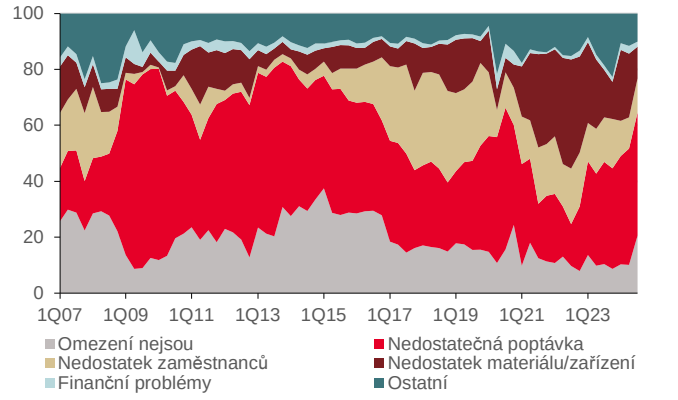


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výhled tuzemské ekonomiky se oproti naší minulé prognóze z července zhoršil.

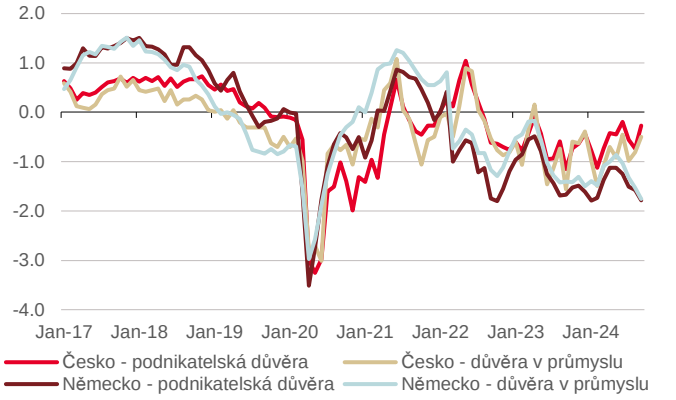
V letošním roce očekáváme pouze slabý růst ekonomiky o 0,8 % a v příštím roce jeho mírné zrychlení na 1,5 %. V naší minulé prognóze jsme pro letošní rok odhadovali růst ve výši 0,7 % a pro příští rok ve výši 1,9 %. Za nepatrnou revizí odhadu pro letošní rok směrem vzhůru stojí lepší výsledek ekonomiky za první pololetí. Odhady HDP pro druhou polovinu roku jsme ale v důsledku výše uvedených faktorů revidovali směrem dolů, což se následně podepsalo na nižším růstu pro příští rok. Zdrojem růstu tuzemské ekonomiky v letech 2024 i 2025 by měla být hlavně domácí poptávka. Čistý vývoz v letošním roce pravděpodobně vykáže rovněž kladný příspěvek, který ale bude kompenzován záporným příspěvkem změny stavu zásob. Půjde o efekt dokončení, vyskladnění a vývozu dříve rozpracované produkce. V příštím roce by se ale měl již plně projevit vliv klesající průmyslové produkce a slabé zahraniční poptávky, což by se mělo odrazit v záporném příspěvku čistého vývozu. Po loňském poklesu o 0,8 % odhadujeme, že produkce průmyslu letos klesne o dalších 1,1 %. Slabého růstu ve výši 0,5 % bychom se měli dočkat až v příštím roce. Významný vliv na naši prognózu vývoje české ekonomiky mají předpoklady ohledně té německé. Vycházíme z toho, že ekonomika našeho největšího obchodního partnera bude v letošním roce zhruba stagnovat a v tom příštím jen mírně poroste o 0,7 %.

Nedostatečná poptávka je hlavní bariérou růstu produkce pro 44 % tuzemských průmyslových podniků (%)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podnikatelská a průmyslová důvěra zůstává v ČR i Německu nízká, ta německá navíc vykazuje negativní trend (z-skóre, SA)



Zdroj: ČSÚ, Ifo, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Indikátory pro ČR vycházejí z konjunkturálního průzkumu ČSÚ, zatímco ty pro Německo jsou založeny na datech od Ifo institutu. Z-skóre je vypočteno na časových řadách od roku 2005.

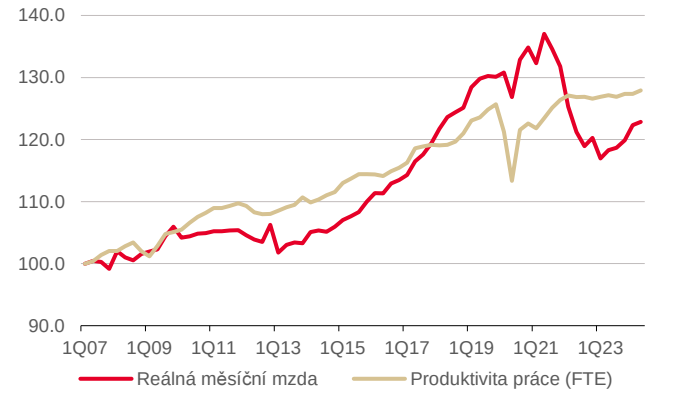
Kupní síla domácností se obnovuje jen velmi pomalu

Růst mezd pravděpodobně zůstane umírněný, což se projeví v pokračujícím jen pozvolném oživení spotřeby domácností.

Mzdy podle nás letos vzrostou v průměru o 6,6 % a v roce příštím o 5,8 %. To je v obou letech méně, než ukazovala naše červencová prognóza, podle které měly mzdy v roce 2024 vzrůst o 7,4 % a v roce 2025 o 6,2 %. Na revizi směrem dolů působí již pozorovaný vývoj za Q2, který zaostal za naším odhadem. Finanční situace podnikového sektoru jako celku zůstává zatím příznivá. Ve mzdových vyjednáváních se ale pravděpodobně budou odrážet zhoršená očekávání hospodářského vývoje, která budou vyvažovat požadavky zaměstnanců na kompenzaci předchozího poklesu reálných mezd. S ohledem na umírněný růst nominálních mezd tak bude docházet k pouze pozvolnému obnovování kupní síly domácností. Zatímco během let 2022 a 2023 reálné mzdy v důsledku vysoké inflace klesly v souhrnu o skoro 12 %, v letošním roce odhadujeme jejich růst o 4,1 % a v příštím roce o 3,8 %. K obnovení předpandemické úrovně reálných mezd podle naší prognózy dojde až zhruba v polovině roku 2026, a to samé by mělo ve výsledku platit také pro spotřebu domácností. Tuzemský trh práce zůstává navzdory slabé ekonomice stále napjatý. Míra nezaměstnanosti doposud vzrostla pouze nepatrně a k jejímu významnému zvýšení by podle nás nemělo dojít ani na horizontu prognózy. Spíše než pomocí propouštění stávajících zaměstnanců probíhá přizpůsobení na trhu práce prostřednictvím nižší tvorby nových pracovních míst. To dokazuje vývoj počtu neobsazených pracovních pozic, které jsou nabízeny prostřednictvím úřadů práce a jejichž

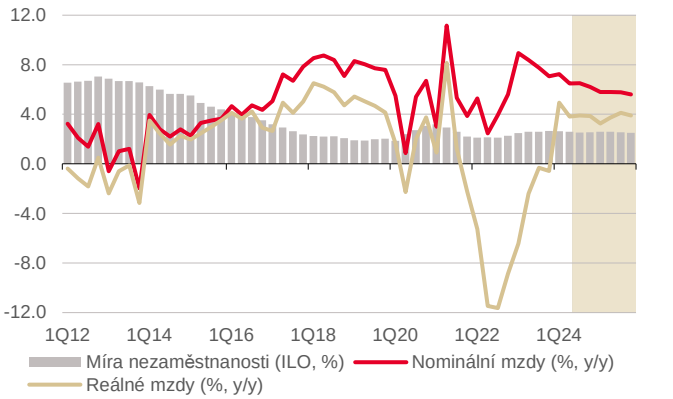
počet je meziročně o přibližně 6 % nižší. Zaměstnanost přesto za letošní rok vykáže výrazný nárůst vlivem zahrnutí ukrajinských uprchlíků do statistik trhu práce. Přiliv pracovníků ze zahraniční by měl podpořit růst zaměstnanosti také v dalších letech.

Úroveň reálných mezd zaostává za stagnující produktivitou práce a jejich další růst tak nemusí být proinflační (Q1 07=100)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Produktivita práce jako podíl reálného HDP k počtu zaměstnanců přepočtenému na plné úvazky.

Růst reálných mezd se v letošním a příštím roce bude pohybovat kolem 4 %, avšak po přechozím poklesu o 12 %



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Inflace míří pod 2 %, rostoucí ceny nemovitostí jsou ale rizikem

Inflace se nachází v horní polovině tolerančního pásma ČNB, kde pravděpodobně zůstane až do konce letošního roku. Podle posledního údaje za září se inflace zvýšila na 2,6 % y/y z 2,2 %, kterých dosáhla v červenci a srpnu. Oproti naší minulé prognóze byl růst spotřebitelských cen v Q3 rychlejší. Důvodem byla především vyšší dynamika cen potravin a v menším rozsahu i regulovaných cen. Jádrová inflace v souladu s naší prognózou pokračovala v pozvolném poklesu, a to až na zářijových 2,3 % y/y. Celková inflace ve zbytku roku pravděpodobně ještě vzroste a bude se pohybovat mírně pod 3 % y/y. Důvodem je hlavně technický vliv nižší srovnávací základny loňského roku, který působil již v září. Tento efekt souvisí s tím, že ve druhé polovině loňského roku tržní ceny elektřiny a plynu pro domácnosti a stejně tak i ceny potravin začaly postupně klesat ze svých vrcholů. Rizikem pro zbytek roku je v posledních měsících vysoce volatilní, a tedy těžko předvídatelný vývoj cen potravin a pohonných hmot, na který významně působí i globální faktory. Jádrová inflace do konce letošního roku pravděpodobně zůstane nad 2 % y/y.

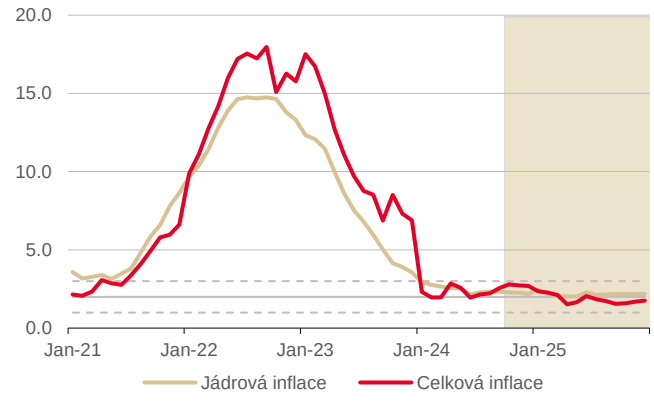
Jádrová inflace kvůli zrychlujícímu růstu cen nemovitostí v roce 2025 pravděpodobně zůstane nad 2 %.

Po letošních 2,5 % odhadujeme, že v příštím roce inflace v průměru klesne na 1,8 %, k čemuž by jí měly pomoci hlavně nižší ceny energií a pohonných hmot. Ve srovnání s naší červencovou prognózou je odhad pro oba roky mírně vyšší. Minule jsme pro rok 2024 očekávali průměrnou inflaci na 2,3 % a pro rok 2025 pak 1,7 %. Přehodnocení pro letošní rok je z velké části dáno vývojem v posledních měsících, který je popsán v předchozím odstavci. Pro příští rok nadále vidíme šanci na pokles inflace pod dvouprocentní cíl centrální banky. Růst pod 2 % by podle nás v roce 2025 měly vykázat regulované ceny. V rámci nich počítáme zejména s příznivým vlivem nižších tržních cen elektřiny a plynu pro domácnosti, které stále ještě plně nezohlednily předchozí normalizaci cen na velkoobchodních trzích. To, že by pokles tržních složek cen energií pro domácnosti měl v roce 2025 pokračovat, dokazují zveřejněné ceníky některých dodavatelů. Efekt nižších tržních cen elektřiny a plynu bude pravděpodobně částečně kompenzován růstem v rámci regulovaných složek. Nemyslíme si ovšem, že by růst regulovaných složek cen energií měl převážit pozitivní vliv nižších tržních cen. V důsledku nich by totiž náklady na krytí ztrát v rámci přenosové soustavy měly být pro distributory energií meziročně významně nižší. K navýšení nejspíše naopak dojde u plateb na obnovitelné zdroje energie. Příznivý by v příštím roce měl být také vývoj cen pohonných hmot. Kromě vyššího geopolitického pnutí na Blízkém východě nevidíme fundamentální důvody pro to, aby cena

ropy setrvávala na zvýšených úrovních. Naopak v důsledku pomalejšího růstu globální ekonomiky a trendu postupného odklonu od fosilních paliv, což by se v obou případech mělo promítnout v nižší poptávce po surové ropě, očekáváme v roce 2025 pokles jejích cen. Náklady na dovoz ropy do ČR by pak mělo v příštím roce snižovat i námi očekávané výrazné posílení české koruny vůči americkému dolaru. K tomu by měl významně přispět vývoj na globálních devizových trzích spočívající v námi předpokládaném oslabení amerického dolaru oproti společné evropské měně.

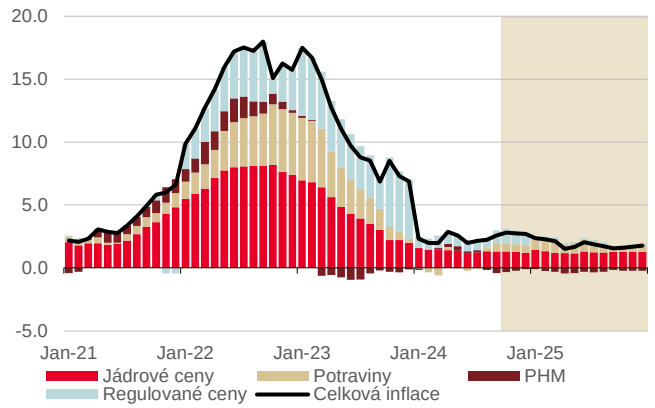
Nad 2 % se v roce 2025 bude podle nás pohybovat růst cen potravin a jádrová inflace, která bude ovlivněna obnoveným růstem cen nemovitostí. Růst cen potravin nad 2 % v roce 2025 zahrnovala již naše minulá prognóza, když nadále očekáváme negativní vliv celosvětově horší úrody zemědělských komodit v důsledku změny klimatu. Je možné, že tento vliv se promítá v cenách potravin již nyní. Co se významněji změnilo ve srovnání s naší červencovou prognózou, je odhad jádrové inflace. Ten jsme z původních 1,7 % pro rok 2025 zvýšili na současných 2,2 %. Důvodem je obnovený růst cen nemovitostí, který navíc výrazně zrychlil, a to o poznání více, než jsme čekali. Jak diskutujeme v *Boxu 3*, to se podle nás projeví ve vyšší dynamice imputovaného nájemného. Dále poroste zřejmě i skutečně placené nájemné, když zvyšování cen domů a bytů povede k opětovnému zhoršení dostupnosti vlastnického bydlení. Zhoršená dostupnost by však na druhou stranu měla růst cen nemovitostí brzdit. Náš aktuální odhad jádrové inflace pro rok 2025 počítá s růstem imputovaného a skutečně placeného nájemného v souhrnu o 3-4 %. Při zhruba čtvrtinovém podílu nájemného na jádrové inflaci by to znamenalo, že zbylá část jádrových cen by vykázala růst poblíž 1,5 %. Nadále totiž předpokládáme, že v této části spotřebitelského koše by měl být patrný efekt přetrvávající slabé spotřebitelské poptávky, jen umírněného růstu mezd a restriktivního působení měnové politiky. Celkově ale hodnotíme rizika našeho odhadu jádrové inflace pro rok 2025 jako vychýlená směrem vzhůru, a to kvůli možnému rychlejšímu růstu cen nemovitostí či jeho výraznějšímu přenosu do imputovaného nájemného a případné vyšší perzistenci rychlého růstu cen služeb.

Jádrová inflace v příštím roce zůstane mírně nad 2 %, a to kvůli zrychlujícímu růstu cen nemovitostí (%, y/y)



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

Nižší růst regulovaných cen a levnější pohonné hmoty přispějí v roce 2025 k poklesu inflace mírně pod 2 % (%, pb, y/y)



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

Měnová politika



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

Pozvolný, ale hlubší pokles sazeb ČNB

Centrální banka pokračuje ve snižovaní úrokových sazeb, avšak pomalejším tempem. Opatrnost nadále vysvětluje hlavně přetrvávajícím rychlým růstem cen služeb. Proti tomu ovšem silně působí slabý výkon ekonomiky. Na všech měnověpolitických zasedáních až do května příštího roku očekáváme snížení úrokových sazeb o 25 bb. V květnu 2025 by repo sazba měla dosáhnout své terminální úrovně, kterou jsme v naší prognóze snížili z 3,5 % na 3,0 %. V tomto směru působí odhadovaný nižší potenciální růst ekonomiky. Obnovený růst cen nemovitostí by neměl být překážkou dalšího snižování úrokových sazeb, spíše by mohl být podmětem pro zpřísnění makroobezřetnostních opatření týkajících se poskytování hypotečních úvěrů.

Rizika poslední prognózy ČNB ze srpna jsou podle nás vychýlena v protiinflačním směru.

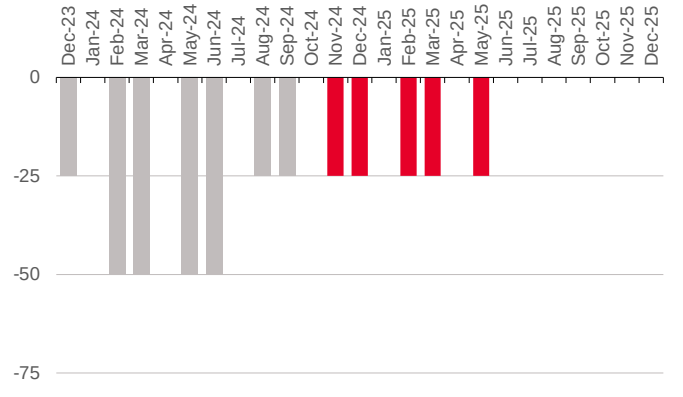
Česká národní banka v průběhu třetího letošního čtvrtletí zmírnila tempo, jakým uvolňuje měnovou politiku. Zatímco od února do června úrokové sazby na každém ze čtyř měnověpolitických zasedání snížila o 50 bb, v srpnu a září již došlo poklesu pouze o 25 bb. To bylo v souladu s naší červencovou prognózou. Základní repo sazba tak nyní činí 4,25 %. Změnou oproti předchozím čtvrtletím bylo, že pokles repo sazby byl tentokrát o něco rychlejší, než ukazovala prognóza centrální banky. Repo sazba v Q3 dosáhla průměrných 4,6 %, zatímco prognóza ČNB ze srpna ji čekala na 4,7 %. Srpnová prognóza centrální banky byla totiž ve srovnání s těmi předchozími ohledně poklesu úrokových sazeb velmi pesimistická, když ještě na konci letošního roku očekávala repo sazbu poblíž 4,5 %, tedy dokonce nad současnou úrovní. Na konci příštího roku pak mělo dojít k poklesu k 3,5 % a na konci roku 2026 se repo sazba měla přiblížit ke 3 %, což sekce měnová považuje za její neutrální úroveň. Inflace se v Q3 nacházela nad prognózou ČNB, stejně jako v případě naší prognózy však hlavně vlivem vyšších cen potravin a regulovaných cen. Vývoj jádrové inflace v Q3 zhruba odpovídal očekávání centrální banky, což platilo i pro kurz koruny. Nepřekvapil ji ani vývoj HDP a spotřeby domácností v Q2. ČNB ovšem v poslední prognóze očekávala výrazné zrychlení mezičtvrtletního růstu HDP z 0,4 % v Q2 na 0,8 % v Q3 a na 0,9 % v Q4. Za celý letošní rok tak podle ČNB měla ekonomika vzrůst o 1,2 % a příští rok zrychlit na 2,8 %. Podle nás se jedná o příliš optimistický výhled, jak podrobněji rozebíráme v kapitole *Makroekonomická prognóza*. Za prognózou ČNB výrazně zaostal růst mezd. Ten v Q2 za celou ekonomiku v nominálním vyjádření dosáhl 6,5 % y/y a v tržních odvětvích (podle definice ČNB) činil 7,3 % y/y, zatímco centrální banka ho čekala na 7,2 %, respektive na 8,2 %. Bilance rizik srpnové prognózy ČNB je tak podle nás vychýlena v protiinflačním směru.

Terminální úroveň repo sazby jsme snížili z 3,5 % na 3,0 %



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pokles repo sazby bude pokračovat tempem 25 bb za zasedání



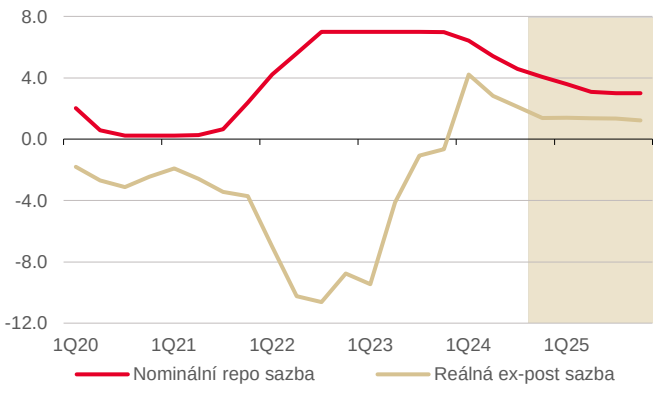
Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Odhad terminální úrovně repo sazby jsme v naší prognóze snížili z 3,5 % na 3,0 %.

Očekáváme, že ČNB sníží úrokové sazby o 25 bb na každém zasedání, a to až do května příštího roku, kdy by měla repo sazba dosáhnout své terminální úrovně ve výši 3 %. Důvody, které bankovní rada uvádí ve prospěch pouze pozvolného snižování úrokových sazeb, zůstávají stejné. Je jím primárně přetrvávající rychlý růst cen služeb. Ten se stále drží poblíž 5 % y/y (podle metodiky HICP dokonce kolem 6 % y/y), zatímco dynamika cen zboží se nachází hluboko pod dvouprocentním cílem. V srpnové prognóze centrální banka pro příští rok odhadovala celkovou inflaci na 2,0 % a tu jádrovou na 2,3 %. To se v obou případech zásadně neliší od naší prognózy. Jádrovou inflaci sice po velkou část příštího roku očekáváme mírně nad 2 % y/y, to by však podle nás nemělo bránit dalšímu snižování úrokových sazeb. Jak zmiňujeme v kapitole *Makroekonomická prognóza*, půjde hlavně o vliv zdražování nemovitostí, zatímco u zbytku jádrových cen by se dynamika měla pohybovat pod 2 % y/y.

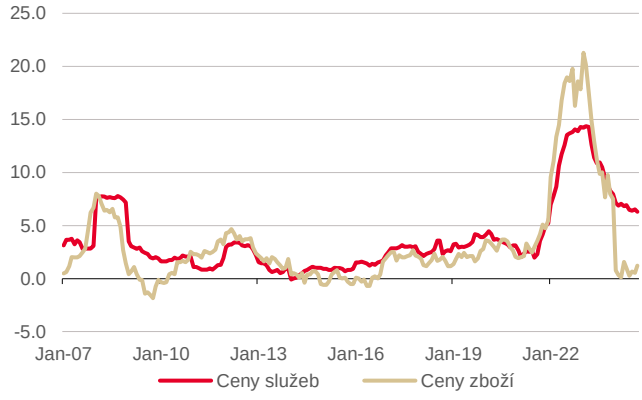
Téma rostoucích cen domů a bytů bude v centrální bance pravděpodobně stále více rezonovat. Je ale otázkou, do jaké míry je měnová politika nyní schopna prostřednictvím svého standardního kanálu, tedy pomocí úrokových sazeb, zvyšování cen nemovitostí efektivně ovlivnit. Růst cen domů a bytů v posledních čtvrtletích významně zrychlil, přestože úrokové sazby zůstávají vysoké. To podtrhuje skutečnost, že sazby hypotečních úvěrů jsou stále poblíž 5 %, když ještě nedošlo k plnému zohlednění dosavadního a očekávaného poklesu měnověpolitických sazeb; více k hypotečnímu a nemovitostnímu trhu píšeme v kapitole *Bankovní sektor*. Setrvalý tlak na růst cen nemovitostí je v ČR primárně projevem selhání strukturálních politik, a tedy i přetrvávajícího silného převisu poptávky po nemovitostech nad jejich nabídkou. Dokud tento problém nebude vyřešen, lze předpokládat, že růst cen domů a bytů bude chronickým problémem české ekonomiky. Zhoršovat situaci v současnosti navíc může vysoká úroveň nahromaděných úspor domácností a odložená poptávka z předchozích let. Centrální banka má další a nyní zřejmě efektivnější nástroje, kterými může nemovitostní trh regulovat. Těmi jsou limity DSTI a DTI pro hypoteční úvěry, které oproti limitu LTV nejsou aktuálně v platnosti a jejichž znovuzavedení by v této situaci přicházelo v úvahu.

Měnová politika zůstává restriktivní (%)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ceny služeb rostou stále rychlým tempem (HICP, %, y/y)



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V naší prognóze jsme snížili terminální úroveň repo sazby z 3,5 % na 3 %. Ta se postupně snižuje také v rámci komunikace bankovní rady, která původně indikovala rozmezí 3,5-4,0 %, zatímco nyní je to spíše 3,0-3,5 %. Ve směru nižší terminální úrovně sazeb působí pomalejší růst potenciálního produktu, který odhadujeme v rozmezí 2,0-2,5 % oproti před pandemií udávaným zhruba 3 %. Slabá ekonomika, pro kterou je současná úroveň úrokových sazeb příliš restriktivní, by podle nás měla být hlavním motivem pokračujícího uvolňování měnové politiky. Naše prognóza vývoje sazeb ČNB je zhruba v souladu s naším předpokladem o uvolňování měnové politiky v eurozóně, když depozitní sazba ECB by podle nás měla dosáhnout své terminální úrovně v červnu příštího roku. To by mělo limitovat dopady na kurz

koruny. S ohledem na přetrvávající jestřábí komentáře bankovní rady a možnou vyšší jádrovou inflaci v příštím roce jsou ovšem rizika naší prognózy sazeb ČNB vychýlena ve směru jejich vyšší úrovně.

Fiskální politika



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

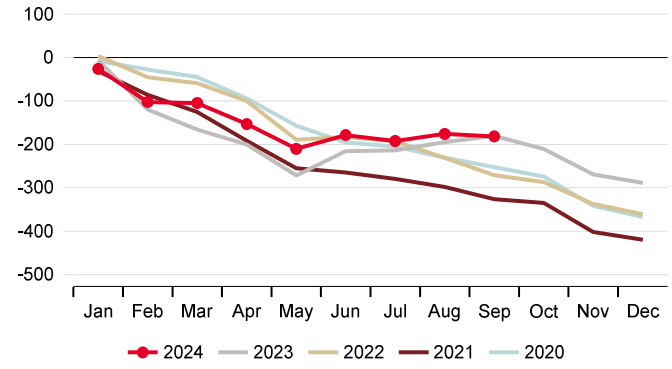
Deficit rozpočtu se v příštím roce dále zmírní

Dodatečné povodňové výdaje podle našeho odhadu zvýší letošní schodek státního rozpočtu k 270 mld. CZK. Přestože bylo schváleno navýšení deficitu o 30 mld. CZK na 282 mld. CZK, novela kalkuluje s horní hranicí odhadu povodňových škod, a tak by podle nás nemusel být schodek vyčerpán v plné výši. V příštím roce by se hotovostní saldo státního rozpočtu mělo zmírnit k -240 mld. CZK. V poměru k HDP letos očekáváme zúžení schodku veřejných financí na 2,6 % a roce 2025 do blízkosti 2 %. V obou letech by tak mělo hospodaření skončit s výrazně lepším saldem než průměr EU. Působení fiskální politiky na ekonomiku by v příštím roce mělo být zhruba neutrální po letošní restrikci související s konsolidačním balíčkem. Celkový veřejný dluh v poměru k nominálnímu HDP v příštích letech podle nás mírně vzroste, avšak postupně se bude stabilizovat. Platná zákonná úprava totiž zavazuje v konsolidaci veřejných financí pokračovat.

Povodně by si měly vyžádat navýšení výdajů o maximálně 40 mld. CZK

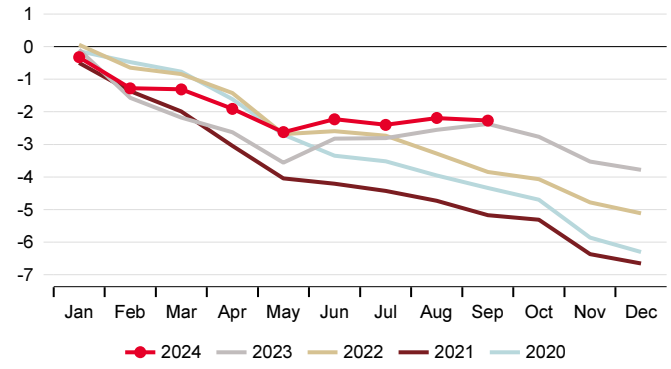
Státní rozpočet hospodařil ke konci letošního září se schodkem 181,7 mld. CZK. V meziročním srovnání byl zhruba na úrovni předchozího roku. Z hlediska sezónnosti docházelo v posledních letech v září s výjimkou loňska spíše k mírnému meziměsíčnímu prohlubování schodku. Letošní meziměsíční zhoršení o 6 mld. CZK tedy z tohoto trendu nijak výrazně nevybočuje. V poměru k HDP byl deficit státního rozpočtu za prvních devět měsíců ve výši 2,3 % nejnižší od roku 2019.

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



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

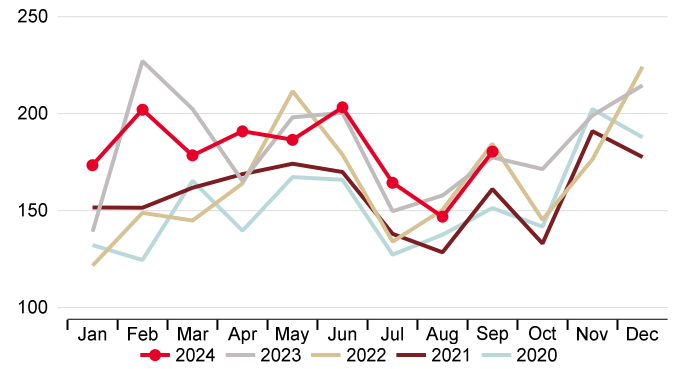
Bilance státního rozpočtu (% HDP, kumulace od začátku roku)



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

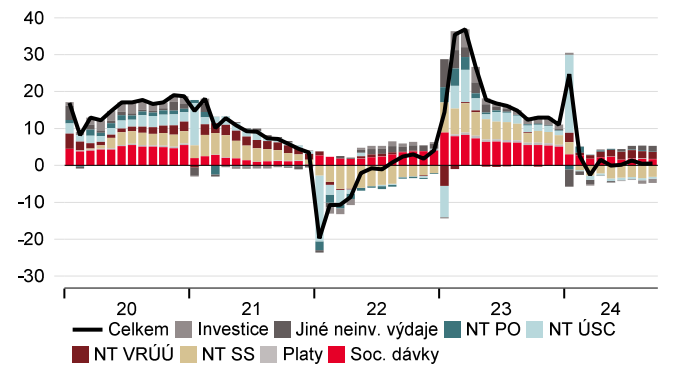
Výdaje byly ke konci září meziročně vyšší o 9,1 mld. CZK (0,6 %). Oproti loňsku rostly ty na sociální dávky (+27,2 mld. CZK), kde se promítá především valorizace starobních důchodů. Meziročně vzrostly rovněž výdaje v kapitolách neinvestičních transferů státním fondům (+20,1 mld. CZK) nebo fondům veřejného zdravotního pojištění. O polovinu vyšší byly oproti loňsku výdaje na obsluhu státního dluhu (+20,1 mld. CZK). Z neinvestičních transferů podnikatelům (-50,1 mld. CZK) naopak vypadly předchozí kompenzace vysokých cen energií.

Výdaje státního rozpočtu (mld. CZK, nekumulovaně)



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

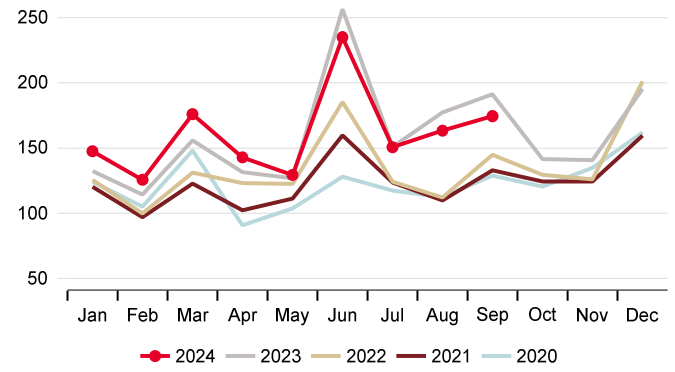
Výdaje st. rozpočtu (%, pb, y/y, kumulace od začátku roku)



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

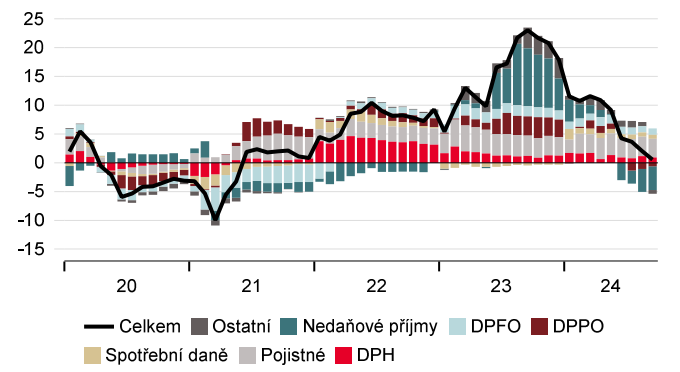
Příjmy vzrostly za prvních devět měsíců roku meziročně o 8 mld. CZK (+0,6 %). Z jednotlivých položek k tomu nejvíce přispělo pojistné (+46,5 mld. CZK), DPFO (+16 mld. CZK) a DPH (+12,9 mld. CZK), což kompenzovaly meziročně nižší příjmy z EU (-34,6 mld. CZK) a kapitoly všeobecná pokladní správa (-26,6 mld. CZK). Pozitivní vývoj váhově nejvýznamnějšího výběru pojistného na sociální zabezpečení (+9,1 % y/y) patrně odráží jak solidní růst mezd, tak rovněž daňové změny platné od začátku letošního roku (znovuzavedení nemocenského pojištění zaměstnanců, zvýšení minimálního vyměřovacího základu pro OSVČ). Důchodový systém byl přesto do konce letošního srpna v deficitu 38,6 mld. CZK.

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)



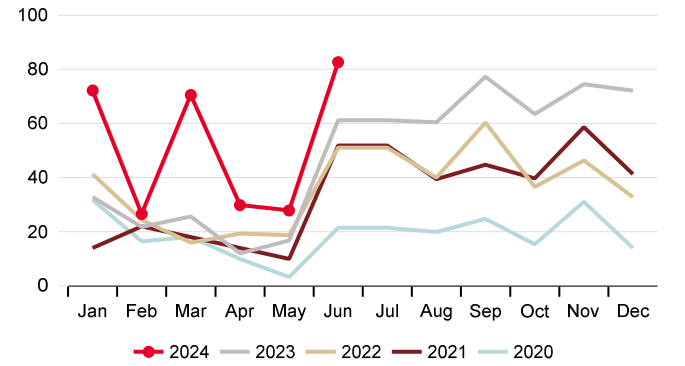
Zdroj: MFČR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Mezi nedaňové příjmy patří např. příjmy z EU.

Novelizovaný celoroční deficit státního rozpočtu ve výši 282 mld. CZK by nemusel být dosažen. Navýšení výdajů o 30 mld. CZK totiž podle dřívějších vyjádření MF představuje horní hranici odhadů povodňových škod. V základním scénáři tedy předpokládáme v letošním roce schodek ve výši 270 mld. CZK.

Rozpočty územních samospráv hospodařily do konce června s přebytkem ve výši 82,7 mld. CZK. Meziročně vyšší příjmy (o 22,7 mld. CZK, +5,2 %) v kombinaci s jen mírným zvýšením výdajů (o 1,3 mld. CZK, 0,3 %) vyústily v meziroční zvýšení kladného salda hospodaření o 21,4 mld. CZK. Nárůst příjmů souvisel s růstem daňových i nedaňových příjmů.

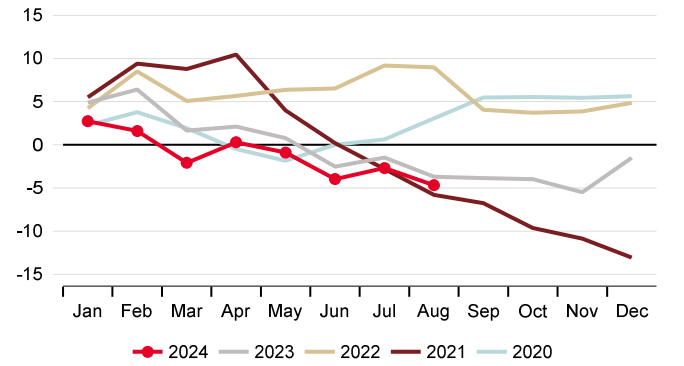
Meziročně se navýšilo inkaso DPFO v důsledku růstu mezd, ale i opatření v rámci konsolidačního balíčku, inkaso DPH z důvodu vyšší spotřeby domácností a inkaso DPPO v souvislosti s úhradou čtvrtletních a pololetních záloh na dani. U obcí došlo k významnému růstu inkasa daně z nemovitých věcí. V letošním roce také pokračuje kumulace prostředků územních samosprávných celků na bankovních účtech. Ke konci června měly podle dat Ministerstva financí obce a kraje na účtech celkem 558,5 mld. CZK, zatímco jejich dluh činil 86,3 mld. CZK. Do konce roku by postupné zhoršování hospodaření v souvislosti s likvidací povodní měly tlumit mimořádné transfery ze státního rozpočtu.

Hospodaření municipalit (mld. CZK, kumulace od začátku roku)



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

Hospodaření zdravotních pojišťoven (mld. CZK, kumulace od začátku roku)



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

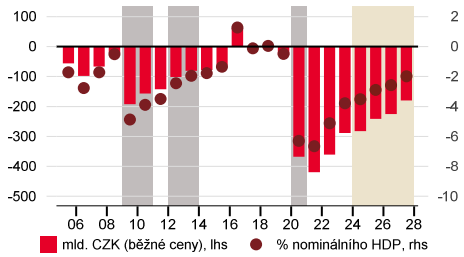
V příštím roce by deficit státního rozpočtu měl poklesnout k 240 mld. CZK

Pro příští rok očekáváme snížení schodku státního rozpočtu v souladu s vládním návrhem k 240 mld. CZK (návrh -241 mld. CZK)**.** Rozpočet na příští rok podrobněji analyzujeme v *Boxu 2***.** V roce 2026 potom v souladu se střednědobým výhledem MF očekáváme saldo státního rozpočtu ve výši -225 mld. CZK a v roce 2027 -180 mld. CZK.

Box 2: Rozpočet na rok 2025 a výhled MF slibují pokračování konsolidace

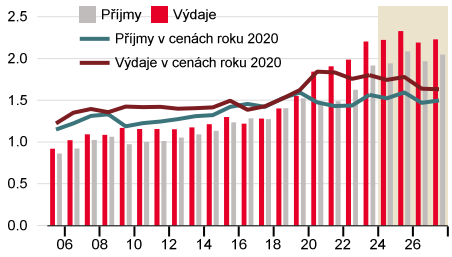
Vláda pro příští rok navrhuje schodek státního rozpočtu ve výši 241 mld. CZK. Příjmy by měly ve srovnání s novelizovaným rozpočtem na letošní rok meziročně vzrůst o 146 mld. CZK (7,5 %) na 2 086 mld. CZK a výdaje o 105 mld. CZK (4,7 %) na 2 327 mld. CZK. Deficit by se měl ve výsledku zmírnit ve srovnání s letoškem o 41 mld. CZK (-14,5 %). Navržený schodek je nejnižší od roku 2019. Ve stálých cenách je záporné saldo na příští rok taktéž nejmírnější od předkrizového roku 2019 a zároveň zhruba srovnatelné s tím v roce 2010, přestože v běžných cenách je schodek o 85 mld. hlubší. V poměru k nominálnímu HDP je potom plánovaný deficit státního rozpočtu na příští rok (-2,9 % HDP) poblíž průměru let 2011 a 2012.

Bilance státního rozpočtu – návrh na rok 2025 a střednědobý výhled MF do roku 2027 (hotovostní metodika)



Zdroj: MFČR, ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn. Šedé podbarvení označuje období recese, béžové prognózu. Výhled nominálních sald odpovídá pro rok 2024 schválenému rozpočtu, pro rok 2025 vládnímu návrhu a pro roky 2026 a 2027 střednědobému výhledu MF. Výhled nominálního HDP je podle prognózy KB.

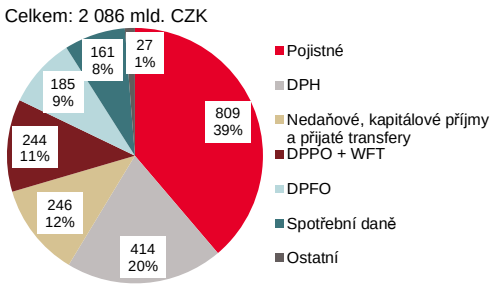
Příjmy a výdaje státního rozpočtu – návrh na rok 2025 a střednědobý výhled MF do roku 2027 (hotovostní metodika)



Zdroj: MFČR, ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Deflováno deflátorem HDP, výhled růstu i deflátor HDP vycházejí z prognózy KB.

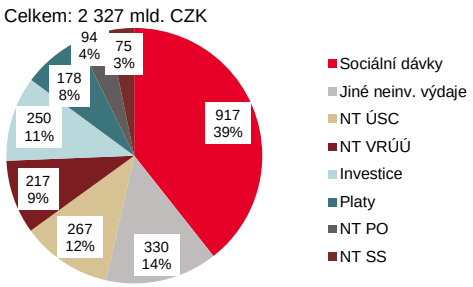
K meziročnímu nárůstu příjmů o 146 mld. CZK nejvíce přispívá váhově nejvýznamnější pojistné. To by mělo s přispěním zvyšování mzdového objemu vzrůst o 7 % y/y. I tak ale důchodový účet v příštím roce podle návrhu vykáže pasivum ve výši 13,2 mld. CZK. V souvislosti se solidním růstem mezd a některými úpravami v rámci konsolidačního balíčku (s dopadem až v roce 2025) též viditelně vzroste inkaso DPFO (+29,2 mld. CZK, +18,8 % y/y). Oživující se ekonomika v kombinaci s nízkou srovnávací základnou letošního rozpočtu[1], který počítá s méně než polovinou pravděpodobného letošního inkasa WFT (daň z neočekávaných zisků), se odrazí v navýšení meziročního výběru DPPO včetně WFT (+29,1 mld. CZK, +13,5 % y/y). Příjmy z DPH (druhé váhově nejvýznamnější položky) by se měly v příštím roce zvýšit o 27 mld. CZK (+7 %), kde by se pozitivně měl projevit především růst nominální spotřeby.

Příjmy státního rozpočtu v roce 2025 (mld. CZK, % z celku)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
WFT- windfall tax

Výdaje státního rozpočtu v roce 2025 (mld. CZK, % z celku)



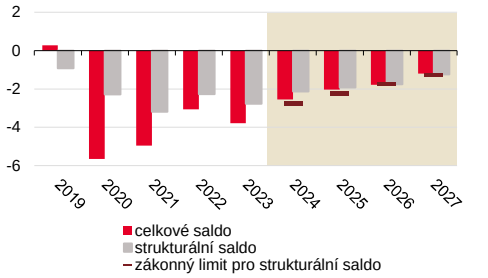
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
NT SS – neinvestiční transfery soukromoprávním subjektům
NT VRÚÚ – neinvestiční transfery veřejným rozpočtům ústřední úrovně a státním fondům
NT ÚSC – neinvestiční transfery veřejným rozpočtům územní úrovně
NT PO – neinvestiční transfery příspěvkovým a podobným organizacím

K meziročnímu nárůstu výdajů o 105 mld. CZK by v příštím roce měly nejvýrazněji přispět investice (kapitálové výdaje). Jejich zvýšení o 65 mld. CZK (35,2 %) by mělo souviset zejména s investicemi do dopravní infrastruktury. Významné je rovněž absolutní navýšení u vůbec největší položky – sociálních dávek (+24,3 mld. CZK, +2,7 % y/y) – k čemuž nejvíce přispívají důchody. Velikostně druhá nejvýznamnější položka „jiné neinvestiční výdaje“ zahrnuje mimo jiné „úroky a ostatní finanční výdaje“, na které by mělo podle odhadu MF být vydáno bezmála 100 mld. CZK (+4,6 mld. CZK, +4,9 % y/y). To je dáno zejména dynamikou

[1] Novela státního rozpočtu na rok 2024 nebyla zveřejněna v druhové struktuře. Meziroční změny v jednotlivých položkách byly proto vypočítány oproti původním státnímu rozpočtu před novelou.

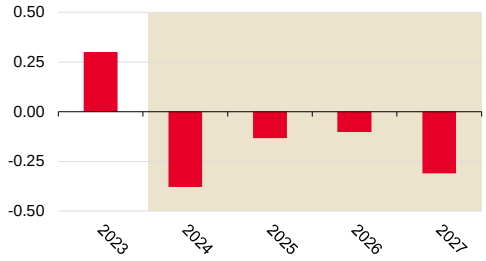
veřejného dluhu v posledních letech a zvýšenými úrokovými náklady emitovaných státních dluhopisů.

Celkové a strukturální saldo veřejných financí – odhad KB (% HDP)



Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Zákon č. 23/2017 Sb., Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka,
Pozn.: Strukturální saldo je očištěné o vliv hospodářského cyklu a jednorázové operace.

Fiskální impulz – odhad KB (příspěvek k dynamice HDP v pb)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Fiskální impulz zachycuje odhad dopadu změny strukturálního salda (fiskální diskrece) do HDP. Výpočet na základě „top-down" metody s jednotným fiskálním multiplikátorem ve výši 0,6.

Působení diskrečních opatření fiskální politiky na ekonomiku by mělo být v příštím roce již zhruba neutrální. Po viditelném zmírnění strukturálního deficitu veřejných financí v letošním roce, ke kterému přispěl tzv. konsolidační balíček, podle našeho odhadu fiskální restrikce měřená přibližným agregátním fiskálním impulzem v příštím roce ubere z růstu HDP tuzemské ekonomiky zanedbatelných 0,1 pb.

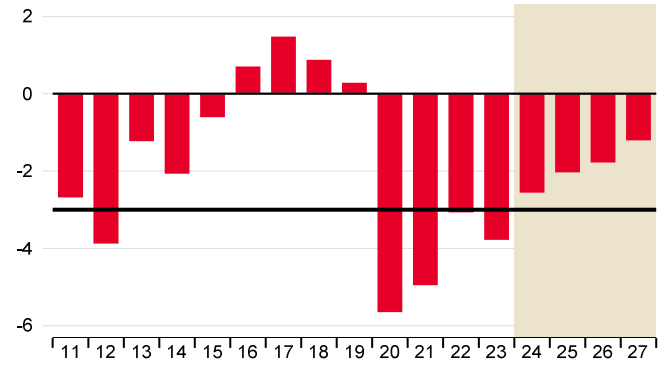
Jaromír Gec
(420) 222 008 598
jaromir_gec@kb.cz

Dynamika veřejných financí

	2022	2023	2024f	2025f	2026f	2027f
Bilance veřejných financí (% HDP)	-3,1	-3,8	-2,6	-2,0	-1,8	-1,2
Fiskální úsilí (pb HDP)	0,9	-0,5	0,6	0,2	0,2	0,5
Veřejný dluh (mld. CZK)	2 997,6	3 234,0	3 504,0	3 744,0	3 969,0	4 149,0
Veřejný dluh (% HDP)	42,5	42,4	43,7	44,8	45,5	45,5

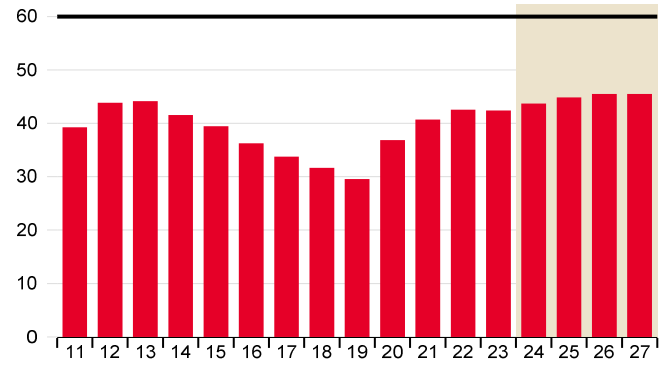
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn. Fiskální úsilí je měřeno jako meziroční změna salda operace sektoru vládních institucí očištěného o ekonomický cyklus a jednorázové operace v poměru k HDP v pb.

Bilance veřejných financí (% nominálního HDP)



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

Veřejný dluh (% nominálního HDP)



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

Schodek veřejných financí se dostává pod 3 % HDP

Letošní hospodaření veřejných financí podle nás skončí s deficitem ve výši 2,6 % HDP po loňských 3,8 % HDP.

Letos očekáváme i po novelizaci státního rozpočtu zmírnění deficitu veřejných financí na 2,6 % 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 % HDP. Mediánový tržní odhad salda veřejných financí finančního trhu pro celou EU přitom aktuálně dosahuje -3,2 % HDP v roce 2024 a -2,9 % HDP v roce 2025. Dluh veřejného sektoru v poměru k HDP podle našeho odhadu v období 2024-2027 poroste v průměru o 0,8 pb ročně, aby v roce 2027 dosáhl 45,5 % HDP. Oproti minulé prognóze očekáváme vyšší deficity veřejných financí, na čemž se podepsaly hlavně dodatečné výdaje spojené s letošními povodněmi. Vzhledem k jejich jednorázové povaze ovšem předpokládáme, že strukturální saldo, které je o jednorázové vlivy a hospodářský cyklus očištěno, zůstane těmito výdaji nedotčeno.

Strukturální nerovnováha veřejných financí přetrvává, zákon ke konsolidaci zavazuje i příští vládu. Přestože konsolidační balíček zmírnil nesoulad mezi příjmy a výdaji veřejných financí, strukturální deficit zůstává okolo 2 % HDP. Zákonem[2] 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[3]. Příští vláda tedy podle platného znění zákona bude muset v konsolidaci veřejných financí pokračovat (viz graf v *Boxu 2*).

[2] Zákon č. 23/2017 Sb. Zákon o pravidlech rozpočtové odpovědnosti

[3] 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

	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25	2023	2024	2025	2026	2027	2028
HDP a jeho struktura														
HDP (reálně, y/y, %)	0,4	0,6	1,2	1,1	1,1	1,2	1,6	2,0	0,0	0,8	1,5	2,2	2,2	2,3
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	1,7	1,0	2,1	1,9	1,7	2,3	2,5	2,7	-2,9	1,7	2,3	2,6	2,0	1,8
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	3,2	4,4	4,0	4,3	4,5	3,7	3,1	2,5	3,5	4,0	3,4	1,2	1,8	2,1
Fixní investice (reálně, y/y, %)	-0,1	0,7	1,1	1,1	2,7	1,7	2,2	2,6	2,7	0,7	2,3	3,1	2,6	2,4
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	1,9	1,3	1,4	-0,5	-0,7	-0,8	-0,8	-0,5	2,6	1,0	-0,7	0,1	0,3	0,4
Zásoby (příspěvek do y/y)	-2,9	-2,2	-2,2	-0,3	-0,7	-0,1	0,1	0,2	-2,7	-1,9	-0,1	0,0	0,1	0,1
Měsíční data z reálné ekonomiky														
Zahraniční obchod (mld. CZK)	83,3	73,9	34,4	30,6	79,6	56,3	16,8	16,9	122,5	222,2	169,7	191,0	232,7	272,1
Vývozy (nominálně, y/y, %)	0,1	4,9	12,3	3,3	3,1	0,8	2,0	2,7	0,8	4,9	2,1	5,5	5,8	5,7
Dovozy (nominálně, y/y, %)	-3,7	1,6	8,8	4,9	3,7	2,4	3,6	4,0	-6,3	2,8	3,4	5,3	5,1	5,2
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	-1,0	-2,1	0,4	-1,9	-1,1	0,4	0,9	1,8	-0,8	-1,1	0,5	2,6	2,3	2,3
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	-6,4	-5,7	1,6	0,6	1,3	4,3	1,9	3,2	-2,6	-2,5	2,6	3,2	3,8	2,6
Maloobchod (reálně, y/y, %)	3,4	4,4	5,2	4,3	3,0	3,1	2,5	2,9	-4,4	4,3	2,9	3,1	2,5	1,8
Trh práce														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	7,2	6,5	6,5	6,2	5,8	5,8	5,8	5,6	8,0	6,6	5,8	5,4	4,8	4,1
Mzdy (reálně, y/y, %)	5,0	3,8	3,9	3,9	3,3	3,7	4,1	3,9	-2,4	4,1	3,8	3,3	2,6	2,1
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	3,9	3,7	3,8	3,8	4,2	3,8	3,8	3,8	3,6	3,8	3,9	3,8	3,9	4,0
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,8	2,5	2,5	2,4	2,7	2,5	2,6	2,4	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,7
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	3,7	2,1	2,1	2,2	-0,7	0,3	0,5	0,6	1,5	2,5	0,2	0,6	0,3	0,1
Spotřebitelské a výrobní ceny														
Inflace (y/y, %)	2,2	2,6	2,5	2,7	2,2	1,7	1,7	1,8	10,7	2,5	1,8	2,0	2,2	2,0
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Jádrová inflace (y/y, %) (*)	2,8	2,4	2,3	2,3	2,2	2,1	2,2	2,2	7,6	2,4	2,2	2,2	2,1	2,1
Ceny potravin (y/y, %) (*)	-1,2	0,0	1,1	2,2	3,5	3,0	2,0	1,6	10,0	0,5	2,5	1,9	2,0	2,1
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*)	0,4	7,3	-3,9	-9,0	-9,6	-11,9	-9,2	-4,0	-12,4	-1,3	-8,7	-0,3	1,4	1,3
Regulované ceny (y/y, %)	6,2	5,9	5,8	7,3	1,1	0,7	1,1	1,2	27,8	6,3	1,0	1,8	2,1	2,0
Ceny v průmyslu (y/y, %)	-0,9	1,1	1,3	0,7	0,0	0,7	0,2	0,7	5,3	0,5	0,4	1,4	1,5	1,7
Finanční proměnné														
2T Repo (%, průměr)	6,4	5,4	4,6	4,1	3,6	3,1	3,0	3,0	7,0	5,1	3,2	3,0	3,0	3,0
3M PRIBOR (%, průměr)	6,2	5,3	4,5	4,3	3,6	3,3	3,3	3,3	7,1	5,1	3,3	3,3	3,3	3,3
CZK/EUR (průměr)	25,1	25,0	25,2	25,2	25,0	24,9	24,7	24,6	24,0	25,1	24,8	24,4	24,2	23,9
Vnější prostředí														
HDP v EMU (reálně, y/y, %)	0,5	0,6	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1	1,2	0,5	0,7	1,0	1,2	1,0	1,1
HDP v Německu (reálně, y/y, %)	-0,1	0,0	-0,1	0,4	0,4	0,7	0,9	0,9	-0,1	0,1	0,7	0,9	0,8	0,9
CPI v EMU (y/y, %)	2,6	2,5	2,2	2,0	2,0	1,9	1,7	1,8	5,5	2,3	1,8	1,9	1,9	2,0
Ropa Brent (USD/brl, průměr)	82,7	85,6	86,4	75,0	72,0	68,5	67,0	67,5	82,5	82,4	68,8	67,7	67,4	67,8
USD/EUR (čtvrtletí eop, roky průměr)	1,09	1,08	1,10	1,12	1,14	1,15	1,16	1,17	1,08	1,10	1,16	1,19	1,21	1,23

Zdroj: ČSÚ, ČNB, MPSV, Bloomberg, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Poznámka: (*) složky inflace jsou očištěny o primární dopad daňových změn

Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy



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

Tržní sazby na cestě ke stabilizaci

Pokles korunových tržních úrokových sazeb bude podle nás brzy u konce. Trhy totiž aktuálně zaceňují co do rychlosti snižování i terminální úrovně měnověpolitických sazeb ČNB obdobný výhled jako naše prognóza. Oproti té předchozí přehodnocujeme výhled korunových tržních sazeb směrem dolů v návaznosti na rychlejší uvolnění měnových politik Fedu i ECB a nižší terminální sazbu ČNB. Hrubá emisní aktivita u korunových státních dluhopisů podle našeho odhadu zůstane ve zbytku roku i po „povodňové" novelizaci letošního rozpočtu poblíž současných úrovní. V příštím roce očekáváme její výrazné meziroční zvýšení, avšak v čistém vyjádření by měla vzrůst jen mírně. Zlepšující se globální sentiment v kombinaci s pokračující fiskální konsolidací by tak celkově měl u tuzemských státních dluhopisů přispět k mírnému zužování jejich rozpětí vůči tržním sazbám.

Trh českých sazeb IRS: Konec inverze na pozadí globálních výkyvů

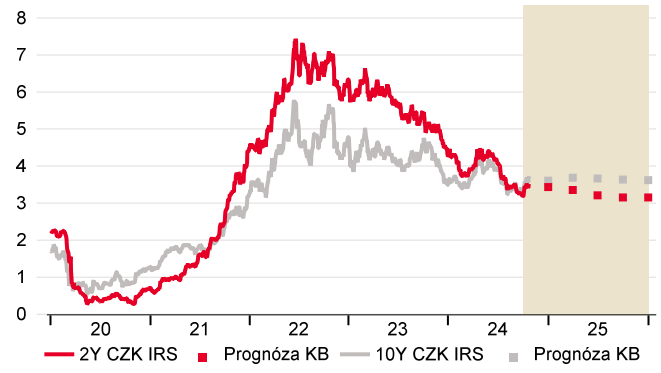
Nedávný vývoj korunových tržních sazeb do značné míry opět zrcadlil zahraničí. Letní snížení globálních tržních úrokových sazeb v návaznosti na horší data z americké ekonomiky a zejména obavy o rychlé zhoršování situace na tamním trhu práce v září vystřídala po zpomalení dezinflačního procesu částečná korekce směrem nahoru. Korunové sazby přitom již od července zvyšovaly svoje rozpětí vůči eurovým protějškům, když nejprve klesaly méně výrazně a směrem nahoru naopak pohyby v eurozóně překonaly. Přispět k tomu mohla v posledních měsících zvýšená tuzemská inflace, která předčila očekávání trhu i ČNB, stejně jako pokračující opatrná rétorika domácí centrální banky ohledně dalších kroků. Radní ČNB totiž nadále nevylučují pauzu ve snižování měnověpolitických sazeb na některém z nadcházejících zasedání.

Prostor pro snížení korunových tržních úrokových sazeb je podle nás omezený. Mírný pokles by dle naší prognózy mohly zaznamenat sazby s kratší splatností. Delší konec křivky by se měl zhruba stabilizovat poblíž současných úrovní.

Přes pokračující snižování sazeb ČNB již podle nás kratší korunové tržní úrokové sazby příliš neklesnou. Tržní instrumenty totiž zaceňují jak tempo snižování repo sazby, tak její terminální úroveň víceméně v souladu s naší prognózou. Klíčovými faktory, které nás vedou k přehodnocení celé křivky korunových tržních úrokových sazeb směrem dolů od naší poslední (červencové) prognózy, je jednak vývoj v zahraničí, kde očekáváme rychlejší uvolnění měnové politiky Fedu i ECB, jednak snížení námi očekávané terminální repo sazby ČNB z 3,5 % na 3 % (podrobněji dále).

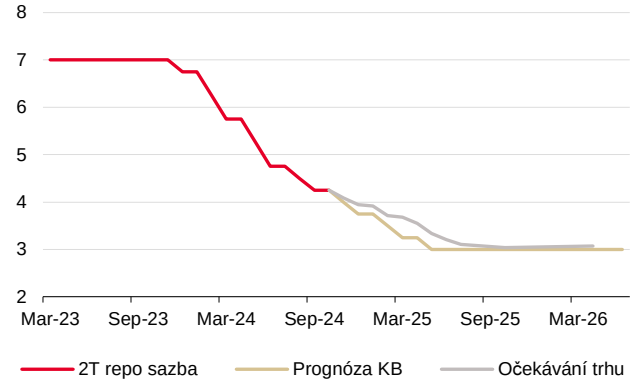
U delších splatností očekáváme stabilizaci korunových úrokových sazeb poblíž současných úrovní. Vyvažovat by se zde v krátkodobém horizontu měly na jedné straně zvýšená domácí inflace, která se podle nás bude letos nadále pohybovat v horní hranici tolerančního pásma, a pouze pozvolné oživení tuzemské ekonomiky. K minimálním výkyvům korunových sazeb na prognóze v horizontu jednoho roku přispívá také předpokládaný vývoj v eurozóně, kde by mělo rovněž dojít k přibližné stabilizaci tržních úroků poblíž současných úrovní. Ve střednědobém horizontu by zahraniční vývoj měl bránit dalšímu poklesu delších korunových sazeb, jelikož v řadě vyspělých ekonomik do budoucna představují riziko přetrvávající vysoké deficity, rostoucí veřejný dluh a náklady na jeho obsluhu. Rizikem ve směru dalšího poklesu delších sazeb je naopak případné pokračování utlumeného růstu či stagnace tuzemské ekonomiky na pozadí nevýrazného výkonu německé ekonomiky.

Prognóza IRS (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

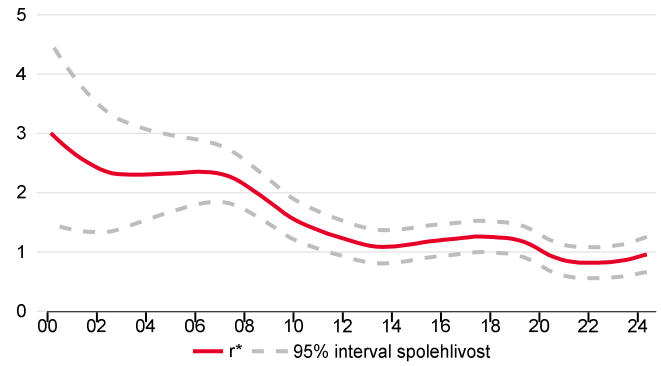
Očekávaný vývoj repo sazby ČNB k 22. 10. 2024 (%)



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

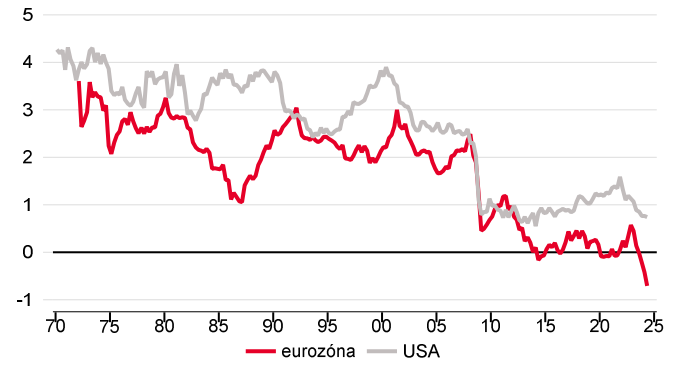
V nové prognóze jsme snížili předpokládanou rovnovážnou a zároveň terminální repo sazbu ČNB zpět na 3 %. Některé faktory, které nás před půlrokem vedly k jejímu zvýšení na 3,5 %, totiž minimálně pro kratší horizont naší predikce ztratily na intenzitě. K jejímu přehodnocení přispěly zejména následující důvody. Zaprvé, tuzemští centrální bankéři v poslední době zmírnili svůj důraz na riziko vyšší neutrální sazby. Zatímco před květnovým zasedáním tuto sazbu podle svých slov viděli v intervalu 3,5-4 %, nedávno již někteří z nich zmínili hladinu 3-3,5 %. Zadruhé, modelové odhady (podobně jako v dubnu) neindikují, že by se rovnovážná úroková sazba v poslední době zvyšovala. Vyplývá to jak z analýzy měnové sekce ČNB zveřejněné začátkem května, tak z našeho aktualizovaného odhadu, který momentálně (i vzhledem k vývoji v zahraničí a nevýraznému růstu tuzemské ekonomiky po delší dobu) ukazuje setrvání 3M r* kolem 1 %. Zatřetí, odhad rovnovážné reálné úrokové sazby v eurozóně z dílny newyorského Fedu[4] byl revidován významně směrem dolů a současně se v Q2 24 snížil na -0,7 %. A konečně, růst potenciálního produktu tuzemské ekonomiky bude podle našeho odhadu na výhledu nižší, než bývalo zvykem (odhadujeme jej na 2-2,5 %), což by mělo rovněž tlačit rovnovážnou sazbu směrem dolů.

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)[5]. 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 (2023).

[4] Model podle Holston, Laubach, and Williams. 2023. "Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19," Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 1063, June.

[5] 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.

Výhled pro CZK IRS (%, konec období)

	Q4 24f	Q1 25f	Q2 25f	Q3 25f
2Y	3,45	3,35	3,20	3,15
5Y	3,40	3,45	3,40	3,40
10Y	3,60	3,70	3,65	3,65

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Eurový trh nadále nabízí nižší úroky

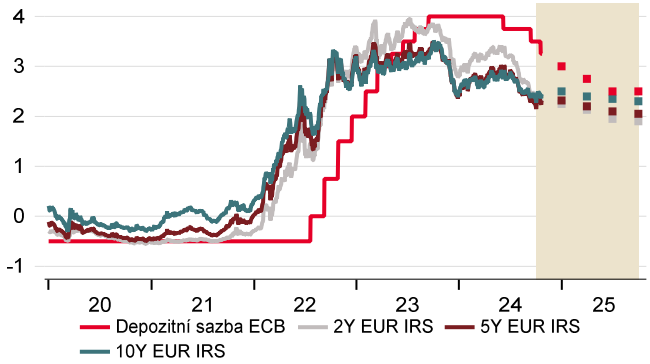
Podmínky úrokového zajištění na korunovém trhu se s propadem zahraničních sazeb dočasně mírně zlepšily napříč splatnostmi. Po korekci na začátku října však spotové sazby zhruba odpovídají červencovým úrovním. Na forwardovém trhu lze dosáhnout oproti spotovým IRS nižších sazeb pouze u kratších splatností. **Viditelně nižší úrokové sazby ve srovnání s korunovými nadále panují v eurozóně.** Spread mezi korunovými a eurovými sazbami se navíc v poslední době rozšířil, což zvyšuje relativní atraktivitu eurového financování.

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

Forward \ Maturita	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y
Spot	3.74	3.52	3.51	3.55	3.73
3M	3.56	3.47	3.48	3.55	3.74
6M	3.38	3.42	3.44	3.54	3.74
1Y	3.33	3.41	3.45	3.57	3.77
2Y	3.50	3.52	3.58	3.68	3.84
3Y	3.55	3.63	3.68	3.79	3.90

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, k 22. 10. 2024

Úrokové sazby v eurozóně (%)



Zdroj: Bloomberg, SG Cross Asset Research/Economics

Hrubá emise státních dluhopisů příští rok výrazně vzroste, čistá jen mírně

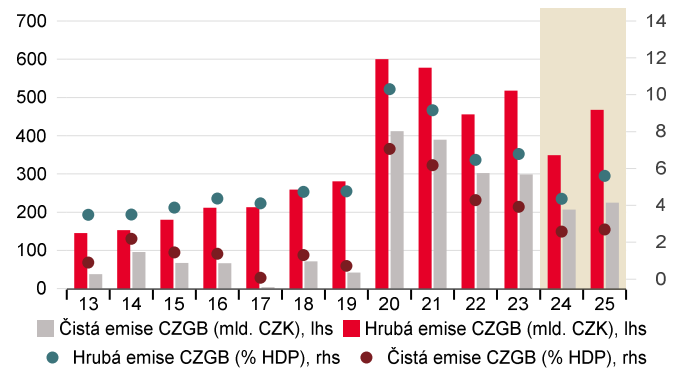
Nižší splátky dluhu ale i zmírnění deficitu státního rozpočtu letos přispívají k meziročně výrazně menší emisní aktivitě. Předpokládáme, že deficit státního rozpočtu bude letos směřovat k 270 mld. CZK po loňských 288,5 mld. CZK. V kombinaci s ostatními potřebami financování, zejména splátkami maturujících dluhopisů, tak podle našeho odhadu bude hrubá emise korunových dluhopisů letos činit 349,1 mld. CZK. Nabídka CZGB by se tak podle nás letos meziročně snížila o 168,9 mld. CZK. Pro Q4 24 Ministerstvo financí (MF) ponechalo indikativní objem nabízených korunových dluhopisů v primárních aukcích na 75,0 mld. CZK, stejně jako tomu bylo v prvních třech čtvrtletích. Předpokládáme však, že emisní aktivita bude nakonec vyšší. MF totiž pravidelně emituje více, než bývá indikováno v emisních kalendářích (letos v průměru zhruba o jednu třetinu a v září a říjnu o polovinu). Celkově očekáváme, že v listopadu a prosinci by měly být vydány dluhopisy v úhrnu za zhruba 70 mld. CZK. Nabídka CZGB by tak mohla ve zbytku roku zůstat poblíž současných úrovní. MF plánuje v listopadu také vydat po více než dvou letech eurový dluhopis v objemu 500 mil. EUR, přičemž pro krytí cizoměnové potřeby financování preferuje využití emise na domácím trhu. V příštím roce by hrubá emise korunových dluhopisů za předpokladu zmírnění deficitu státního rozpočtu na 240 mld. CZK měla hlavně vlivem vyšších splátek podle našeho odhadu narůst na 467,3 mld. CZK. V čistém vyjádření by však měla vzrůst jen mírně.

Potřeba a zdroje financování (v mld. CZK)

	2024		2025	
	MinFin	KB	MinFin	KB
Saldo státního rozpočtu	282,0	270,0	241,0	240,0
Převod a další operace finančních aktiv státu	4,4	4,4	1,9	1,9
Splátky státních dluhopisů v domácí měně	142,0	142,0	250,0	242,7
Splátky státních dluhopisů v cizí měně	25,2	25,2	0,0	0,0
Splátky a předčasné splátky spořících dluhopisů	7,5	7,5	11,2	11,2
Splátky instrument peněžního trhu	44,8	44,8	0,0	77,8
Splátky pokladničních poukázek		9,3		62,8
Splátky ostatních nástrojů peněžního trhu		35,5		15,0
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	0,6	0,6	0,6	0,6
Potřeba financování celkem	**506,5**	**494,5**	**504,6**	**574,2**
Nástroje peněžního trhu		92,8		50,0
Pokladniční poukázky		62,8		40,0
Ostatní nástroje peněžního trhu		30,0		10,0
Hrubá emise CZGB v domácí měně		349,1		467,3
Hrubá emise CZGB v cizí měně/eurobondů		12,6		25,2
Hrubá emise spořících dluhopisů		5,0		1,7
Přijaté zápůjčky a úvěry (vč. EUR)		15,0		15,0
Operace finančních aktiv a řízení likvidity		20,0		15,0
Zdroje financování celkem		**494,5**		**574,2**
Hrubá výpůjční potřeba		**474,5**		**559,2**
Čistá emise CZGB		**207,1**		**224,6**

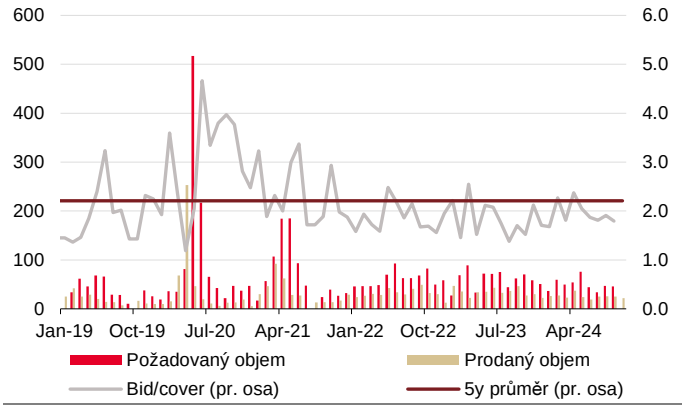
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Emise CZGB



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Primární trh CZGB (mld. CZK)



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

Prognóza výnosů CZGB (konec období)

	Q4 24f	Q1 25f	Q2 25f	Q3 25f
Výnos 2Y CZGB (%)	3,35	3,25	3,05	2,90
Výnos 5Y CZGB (%)	3,55	3,50	3,40	3,30
Výnos 10Y CZGB (%)	3,85	3,90	3,85	3,80
10Y CZGB ASW (bb)	25	20	20	15

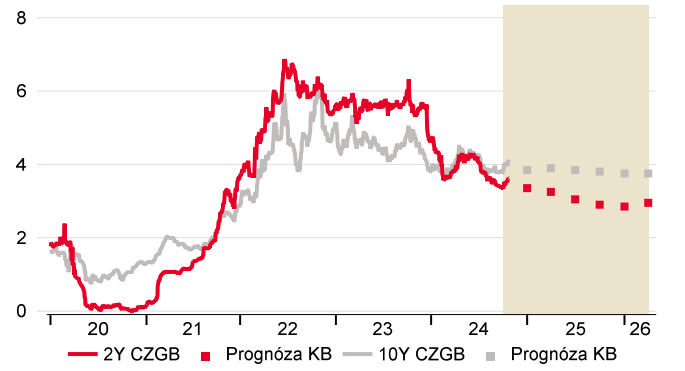
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pokračující fiskální konsolidace udrží výnosy dluhopisů na uzdě

Výnosy státních dluhopisů za vývojem IRS zaostávaly, když došlo k roztažení ASW spreadů, a tedy jejich relativnímu zlevnění. Vzhledem k tomu, že letos předpokládáme lehce nižší než plánovaný deficit státního rozpočtu, a v zákoně je zároveň ukotveno pokračování konsolidace i v následujících letech tak, aby strukturální deficit veřejných financí v roce 2028

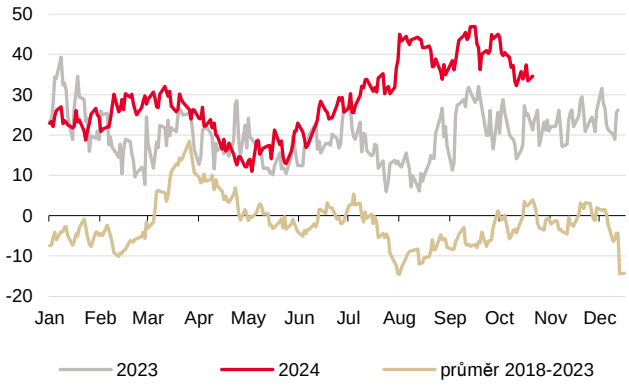
dosáhl 1 % HDP, věříme, že by se spready mezi tržními úrokovými sazbami a výnosy dluhopisů mohly postupně zužovat. Poptávku po korunových dluhopisech by v příštím roce mohl podpořit rovněž odliv kapitálu z amerických aktiv do těch rizikovějších na pozadí pokračujícího snižování sazeb Fedu i růstu americké ekonomiky. Celkově by stejně jako v případě tržních úrokových sazeb měly výnosy s kratší splatností mít tendenci k mírnému poklesu, zatímco delší konec výnosové křivky by se podle nás měl zhruba stabilizovat lehce pod současnou úrovní.

Prognóza výnosů CZGB (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

10y CZGB ASW (bb)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

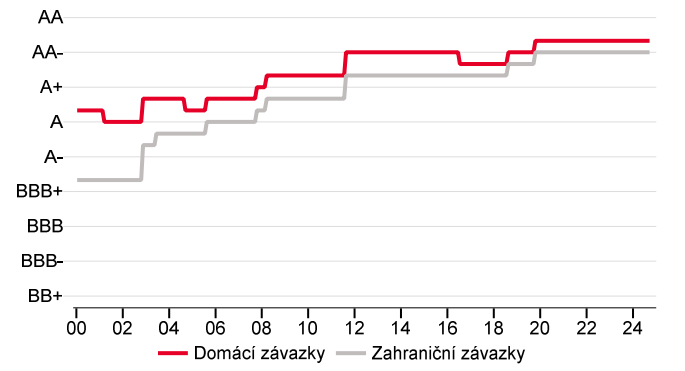
Ratingové hodnocení ČR zůstává nezměněno, výhled od všech klíčových agentur je nadále stabilní. K poslední změně došlo v únoru, kdy agentura Fitch, podobně jako loni v listopadu Moody's, zlepšila výhled ratingu ČR z negativního na stabilní. Předloňské zhoršení výhledu agentury spojovaly především s energetickou krizí a zhoršujícím se stavem veřejných financí. Fitch i Moody's ve svých posledních hodnoceních oceňovaly konsolidační úsilí české vlády a zmenšení závislosti na energiích z Ruska. Mezi pozitivní faktory ale Fitch řadil 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
S&P	AA	STABLE	AA-	STABLE
Moody's	Aa3	STABLE	Aa3	STABLE
Fitch	AA-	STABLE	AA-	STABLE

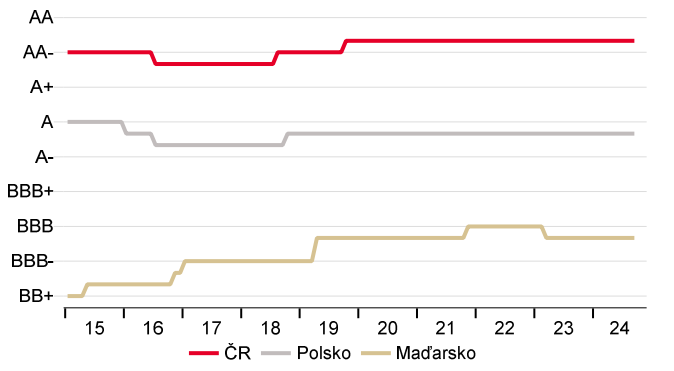
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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



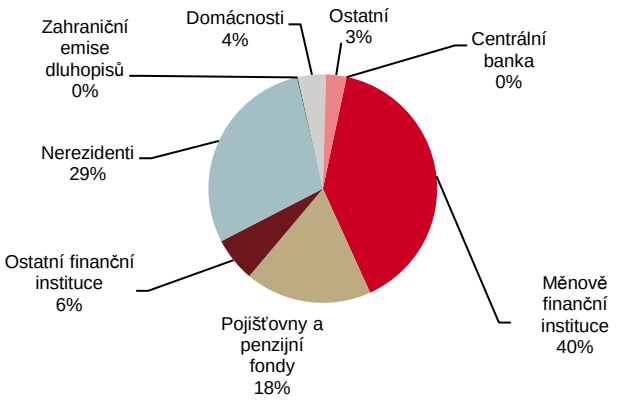
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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
1.25 Feb-25	0.3	0.0	100%	3.79	8	-4	3.17	-35	-6	-4	-82		-20	0.7	3	-16.7	1	-157.7	24
2.40 Sep-25	0.9	0.0	85%	3.44	4	-1	2.57	-38	5	-5	-42		-19	-0.8	15	17.0	24	-31.3	23
6.00 Feb-26	1.2	0.0	71%	3.48	12	19	2.51	-18	8	10	-39		-14	1.2	1	12.2	23	-18.2	22
1.00 Jun-26	1.6	0.0	100%	3.71	8	17	2.74	3	6	0	-11		13	0.7	2	-10.8	2	-9.1	21
0.25 Feb-27	2.2	4.6	107%	3.63	5	12	2.65	2	3	-11	-6		24	-1.0	18	-2.2	10	-7.0	20
2.50 Aug-28	3.6	0.0	94%	3.65	9	22	2.68	6	1	-8	1		27	-1.0	17	0.7	14	-3.2	19
5.50 Dec-28	3.5	0.0	70%	3.60	8	23	2.64	2	0	-8	-4		19	-0.7	14	7.3	22	-3.2	18
5.75 Mar-29	3.8	0.0	123%	3.66	9	27	2.70	10	1	-6	0		63	-0.3	7	3.2	19	-2.5	17
2.75 Jul-29	4.3	0.0	100%	3.75	12	32	2.75	12	2	-1	5		26	-0.6	13	-4.1	5	-1.4	16
0.05 Nov-29	4.9	0.0	58%	3.72	12	28	2.67	5	-1	-5	2		21	-1.5	22	0.9	15	-1.0	14
0.95 May-30	5.2	0.0	100%	3.80	11	29	2.73	11	1	-3	6		28	-1.1	19	-3.9	7	-0.4	13
5.00 Sep-30	5.1	0.0	101%	3.80	13	31	2.79	18	1	-4	5		29	0.2	4	-1.0	12	-0.4	12
1.20 Mar-31	5.9	0.0	100%	3.87	13	31	2.75	14	0	-4	7		30	-0.9	16	-4.4	4	0.3	10
6.20 Jun-31	5.4	0.0	57%	3.78	12	27	2.77	13	0	-9	7		27	-0.6	12	6.6	21	-0.2	11
1.75 Jun-32	6.9	0.0	100%	3.92	11	28	2.77	13	-1	-5	10		31	-1.3	20	0.0	13	0.8	7
4.50 Nov-32	6.7	3.3	71%	3.99	12	33	2.89	27	-2	-1	12		37	0.1	5	-4.0	6	1.0	5
3.00 Mar-33	7.1	18.9	36%	4.02	11	29	2.88	25	0	-3	14		40	-0.5	10	-5.1	3	1.2	3
2.00 Oct-33	7.9	0.0	100%	4.03	12	28	2.84	21	0	-3	10		36	-0.6	11	-1.7	11	1.2	2
4.90 Apr-34	7.4	11.6	71%	4.08	13	29	2.97	33	-1	-3	17		45	0.1	6	-2.3	9	1.2	1
3.50 May-35	8.5	15.3	82%	4.11	12	30	2.95	27	-1	-1	16		42	-0.5	9	1.4	16	1.2	4
3.60 Jun-36 *	9.2	19.2	18%	4.16	11	29	3.00	30	-1	-2	25		46	-1.6	23	1.6	17	1.0	6
4.20 Dec-36	9.0	0.0	100%	4.14	11	28	3.01	29	-1	-1	14		46	-0.4	8	5.5	20	0.6	8
1.95 Jul-37	10.7	3.0	49%	4.19	7	24	2.97	22	-2	-3	17		46	-1.5	21	3.1	18	0.5	9
1.50 Apr-40	12.9	0.0	55%	4.22	7	23	2.99	19	-2	-3	18		45	-1.9	24	-3.4	8	-1.2	15

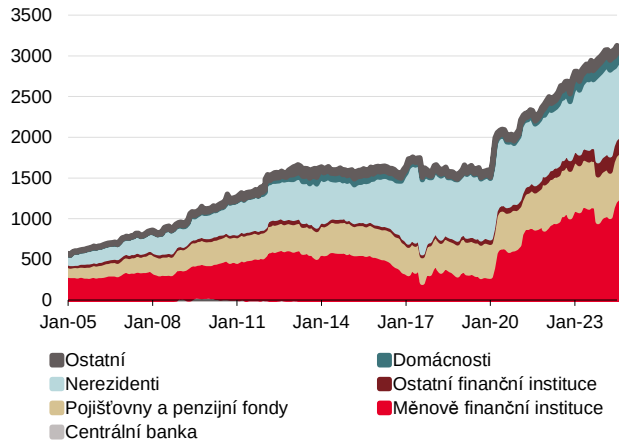
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; Pozn.: Detailní popis v aktuálním vydání CZGB Auction Alert

Držba státních dluhopisů podle typu držitele (srpen 2024)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Držba státních dluhopisů podle typu držitele



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Korunový devizový trh



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

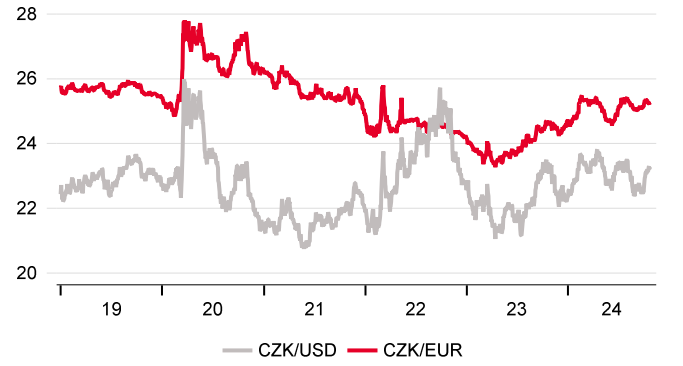
Koruně by se mohlo v příštím roce dařit

Zvýšená nejistota na trzích a pomalý rozjezd tuzemské ekonomiky odsune i výraznější posílení tuzemské měny až do příštího roku. V něm by měl korunu podpořit jak vývoj na globálních devizových trzích, tak postupné zesílení růstu české ekonomiky, který by měl viditelně překonat eurozónu. Měny rozvíjejících se trhů by měly v příštím roce obecně těžit z ústupu rizikové averze a zpomalování hospodářského růstu i snižování úrokových sazeb ve Spojených státech, což bude podle nás doprovázeno významným odlivem kapitálu z dolarových aktiv. Celkově očekáváme, že koruna bude postupně posilovat k hladině 25 CZK/EUR a těsně pod ní se dostane do konce Q1 25.

Koruna pod tlakem globálního sentimentu i slabších dat z ekonomiky

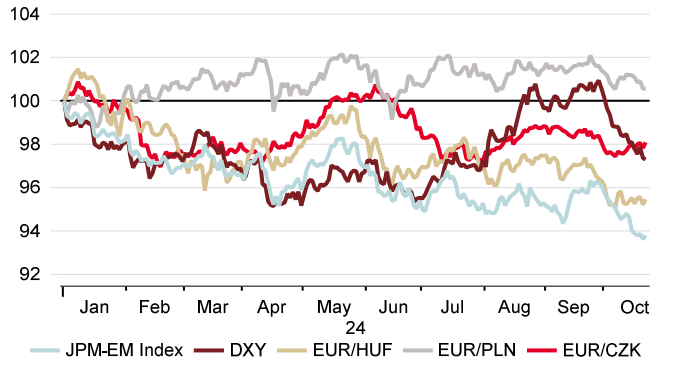
K depreciaci koruny během září přispěl vývoj na globálních devizových trzích. Zvýšení napětí na Blízkém východě přesměrovalo kapitálové toky do „bezpečného" dolaru při současném oslabení měn rozvíjejících se trhů (EM). Zelené bankovky však v posledních týdnech těžily rovněž ze zmírnění obav o recesi americké ekonomiky. Rychlejší ekonomický růst ve Spojených státech a vyšší dolarové úrokové sazby, které byly dosud silným magnetem pro investory, se ale budou podle nás snižovat, a dlouhé dolarové pozice by se tak v ročním horizontu měly významně redukovat. To by mělo být pozitivní zprávou pro měny EM. Podle našich předpokladů americký dolar do konce příštího roku v páru s eurem oslabí k 1,17 USD/EUR.

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.

Prognózu kurzu koruny k euru jsme revidovali na celém horizontu k mírně slabším úrovním. Přispělo k tomu pomalejší oživení domácí ekonomiky a dočasně též zhoršený globální sentiment vůči měnám EM.

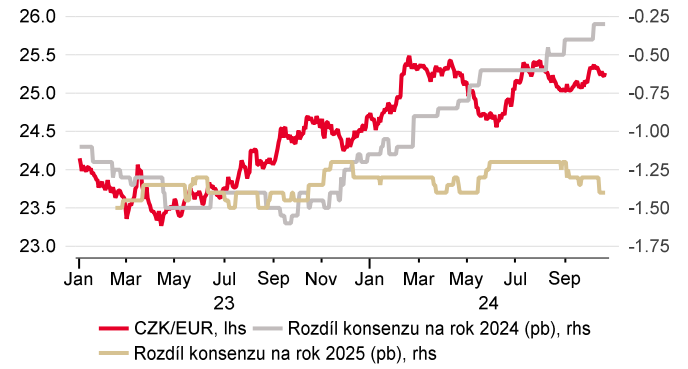
Úrokový diferenciál by implikoval silnější korunu. Úrokové rozpětí mezi dvouletými korunovými a eurovými tržními úrokovými sazbami se od konce července rozšířilo ze zhruba 60 bb na více než 100 bb, když korunové sazby s horšími daty z reálné ekonomiky v USA a eurozóně nejprve poklesly o něco méně a v poslední době naopak v souvislosti s vyšší než očekávanou tuzemskou inflací a stále opatrnou rétorikou ČNB korigovaly směrem vzhůru výrazněji než jejich eurové protějšky. Tato dodatečná podpora pro korunu by nicméně z našeho pohledu měla slábnout. Na horizontu prognózy totiž předpokládáme spíše zúžení úrokového diferenciálu v souvislosti s pomalejším – než trhy očekávaným – uvolňováním měnové politiky ECB v příštím roce i vyšší terminální měnovépolitickou sazbou v eurozóně. Tržními kontrakty implikované budoucí kroky ČNB přitom zhruba odpovídají naší prognóze.

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.

Rozjezd tuzemské ekonomiky bude pomalý, v příštím roce by však měl překonávat eurozónu. Oproti tržnímu konsenzu předpokládáme sice mírnější růst jak v eurozóně, tak u nás, stále by ale mělo platit, že oživení české ekonomiky bude výraznější než v eurozóně. V našem základním scénáři očekáváme růstový diferenciál kolem 0,5 pb. Rovnovážný kurz se podle našeho modelu v Q3 24 nacházel lehce nad 25 CZK/EUR. S obnovením konvergence české ekonomiky by se podle nás měl postupně snižovat. Stabilizační roli na kurz koruny by mohlo mít i případné navýšení objemu odprodejů 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 září činil 138,1 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.

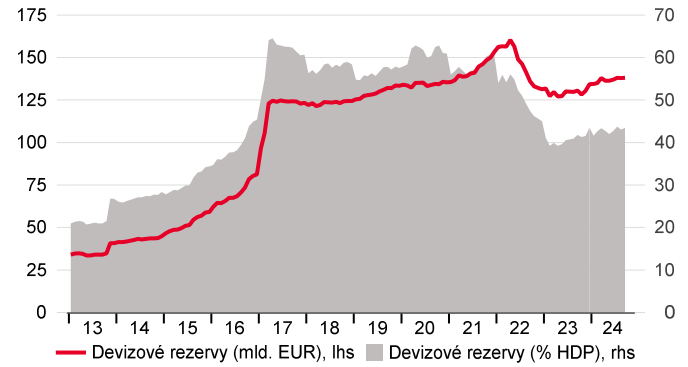
Celkově tedy očekáváme pozvolné posilování koruny. Do konce roku by se mohla tuzemská měna k euru v prostředí zvýšené averze k riziku na trzích pohybovat nad hladinou 25 CZK/EUR a v její blízkosti se vzhledem k pomalému rozjezdu domácí ekonomiky udržet také v prvním čtvrtletí. K posílení výrazněji pod tuto úroveň by podle nás mělo dojít v důsledku kombinace zlepšení globálního sentimentu a obnovování silnějšího růstu tuzemské ekonomiky spíše až v Q2 – Q3 25.

Prognóza kurzu koruny (konec období)

	Q4 24f	Q1 25f	Q2 25f	Q3 25f
CZK/EUR	25,15	24,95	24,80	24,70
CZK/USD	22,45	21,90	21,60	21,30
USD/EUR	1,12	1,14	1,15	1,16

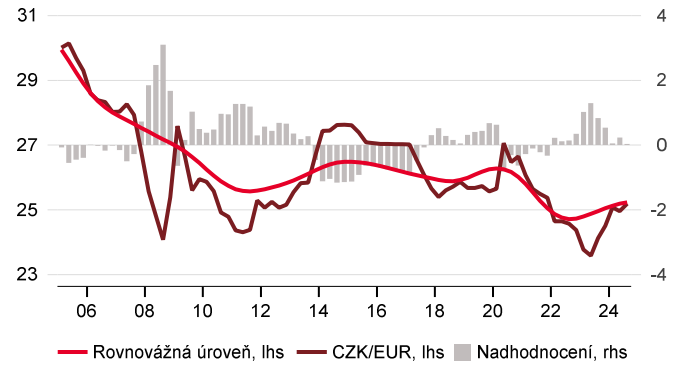
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

Devizové rezervy ČNB



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

Rovnovážný kurz CZK/EUR

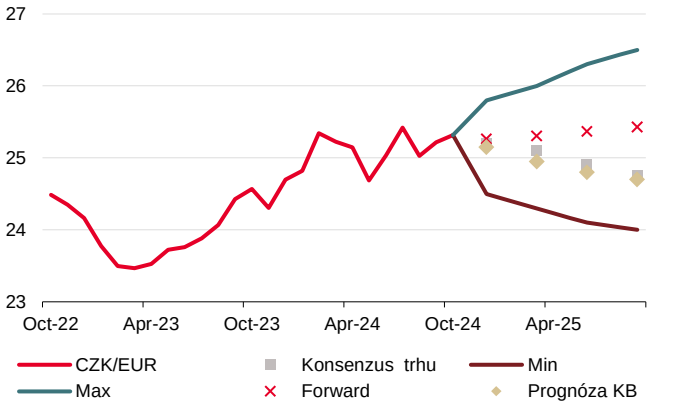


Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Odhadovaný rovnovážný měnový kurz vychází z filtrace reálného bilaterálního kurzu konzistentního s vnitřní (produkční mezera) a vnější (mezera podílu čistého exportu na HDP) rovnováhou ekonomiky.

Rizika vývoje kurzu jsou oboustranná

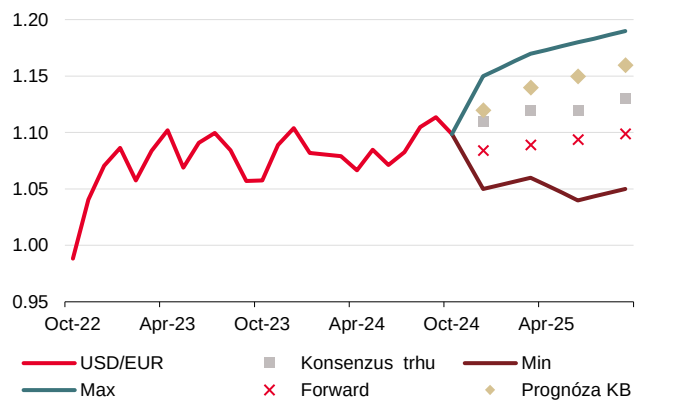
Rizika vývoje úrokového diferenciálu jsou oproti našemu základnímu scénáři vychýlena ve směru silnější koruny. U našeho výhledu měnovépolitických sazeb ECB, kde očekáváme oproti trhu vyšší terminální sazbu, vnímáme riziko ve směru výraznějšího uvolnění měnové politiky. U korunových sazeb krátkodobě naopak identifikujeme možnost přerušení snižování úrokových sazeb na některém ze zasedání mimo jiné v návaznosti na očekávané zvýšení inflace do blízkosti horní hranice tolerančního pásma. **V opačném směru působí riziko oproti naší prognóze silnějšího amerického dolaru, což by mohlo vyvolávat tlak na měny rozvíjejících se trhů.** Obecnou nejistotou zůstává rychlost oživení tuzemské ekonomiky v prostředí nadále nevýrazného výkonu německé ekonomiky a geopolitická situace.

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 22. 10. 2024)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

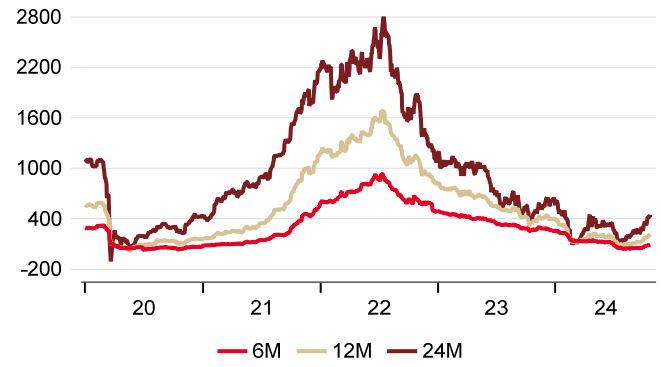
Předpokládaný vývoj kurzu USD/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 22. 10. 2024)



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

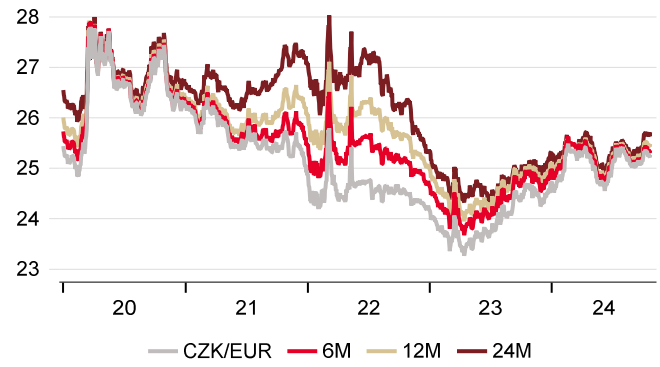
Oslabení koruny zlepšilo podmínky zajištění pro exportéry. Jak uvádíme výše, spotový kurz by již podle nás dále oslabovat neměl, a naopak očekáváme postupné posilování koruny k euru. Z pohledu vývozců se nám tedy jeví aktuální úrovně forwardových kurzů jako relativně atraktivní pro případné zajištění proti kurzovému riziku, a to i vzhledem k očekávanému zúžení úrokového diferenciálu.

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

Úvěrový impuls dodá ekonomice v příštím roce více síly

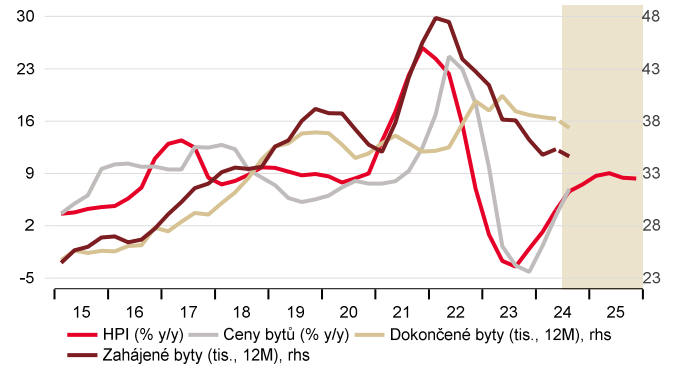
Rozdíl v míře oživování kreditního impulsu mezi domácnostmi a podniky přetrvává. Zatímco úvěrová poptávka domácností silně roste ve spojení s realitním trhem, tak ta firemní se obnovuje jen pozvolna. Posílení poptávky podniků ve zbytku letošního roku, a především pak v příštím roce, bude nahrávat uvolnění domácích a zahraničních finančních podmínek a robustnější růst tuzemské ekonomiky. Hypoteční aktivita by měla dále sílit, když vidíme prostor, byť omezený, pro pokles hypotečních sazeb. To by měl odrážet i silný růst cen nemovitostí poháněný cyklickými i strukturálními faktory. Přetrvávající vysokou míru úspor domácností a velký objem vlastních prostředků firem stále odráží zvýšený objem depozit. S klesajícími úrokovými sazbami by ale jejich růst měl postupně slábnout. Míra selhání úvěrů zůstává i při slabé ekonomice a vysokých úrokových sazbách poblíž historických minim. Úvěrové riziko je ale v některých segmentech zvýšené vlivem utažené měnové politiky. Efekt na tuzemskou ekonomiku a úvěrová portfolia tuzemských bank je ale vcelku omezený.

Nemovitostní a hypoteční trh vstupují do fáze relativně silné expanze

Oživení hypotečního a realitního trhu posílí pokles úrokových sazeb a realizace odložené poptávky. Zrychlení růstu cen nemovitostí představuje inflační riziko.

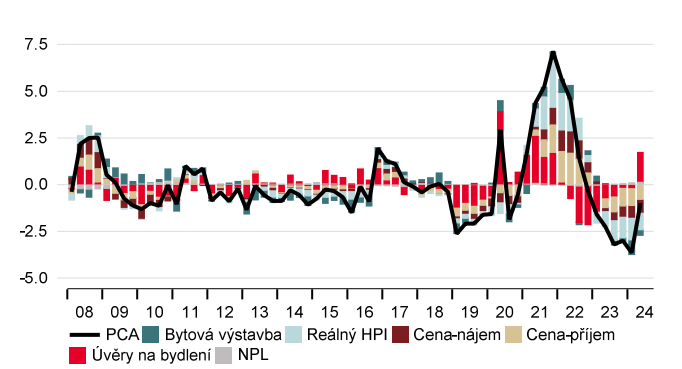
Nemovitostní trh se z mírného ochlazení rychle oklepal a letos ceny rezidenčních nemovitostí již rychle rostou. Dle indexu cen nemovitostí (HPI) v Q2 24 vzrostly o 4,1 % y/y, když se jejich mezičtvrtletní dynamika oproti Q1 téměř zdvojnásobila na 2,1 % q/q. Hodnota rezidenčních nemovitostí se tak již vrátila na vrchol z poloviny roku 2022 a podle nás by se podobným tempem jako v Q2 měla dále zvyšovat. Nabídkové ceny bytů byly ve Q3 vyšší o téměř 7 % y/y, když jejich mezičtvrtletní růst dále zrychlil z 2,2 % v Q2 na 2,7 % v Q3. K dalšímu růstu cen nemovitostí by měly přispět nižší hypoteční sazby, postupné obnovení důvěry domácností či realizace odložené poptávky posílené nadměrnými úsporami. Kromě toho bude působit i strukturální nesoulad mezi silnou poptávkou po vlastním bydlení a omezenou výstavbou, který se navíc v poslední době prohlubuje. V průměru podle nás ceny nemovitostí letos vzrostou o 4,9 % a v příštím roce o 8,6 %. To by mělo vést k dalšímu zhoršení cenové dostupnosti bydlení. Zároveň to představuje hrozbu pro setrvání nízké inflace v příštím roce. Detailněji se nemovitostnímu trhu i ve vztahu k tuzemské inflaci věnujeme v *Boxu 3*.

Růst cen nemovitostí zřejmě dále zrychlí



Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Údaje zahájených a dokončených bytů (k srpnu 2024) jsou extrapolované a pouze indikativní pro Q3 24. 12M značí dvanáctiměsíční úhrny.

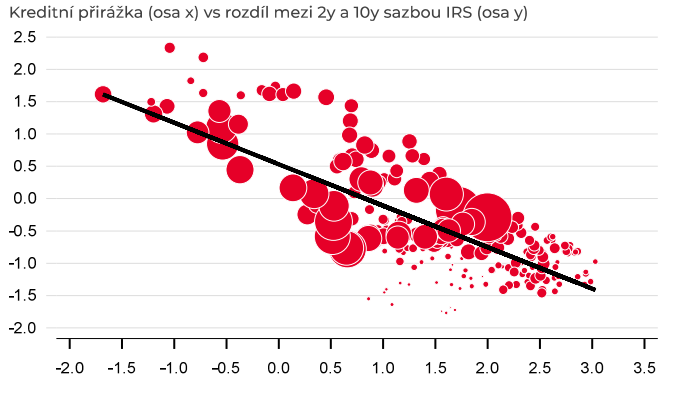
Kompozitní index realitního trhu vykazuje známky oživení



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

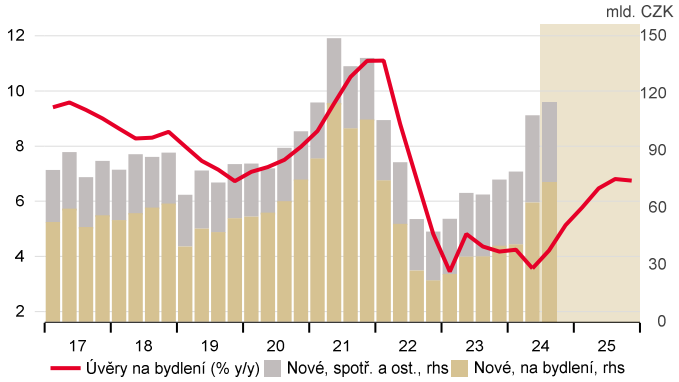
Aktivita na hypotečním trhu se dále zvýšila a v příštím roce by měla zůstat silná. Od ledna do srpna byl objem nových úvěrů na bydlení vyšší o 86 % y/y. Zvýšený srpnový objem zřejmě reflektoval předzásobení, když od září nabyla účinnosti novela o spotřebitelském úvěru zavádějící sankce za předčasné splácení hypoték. Hypoteční trh silně ožívá navzdory tomu, že úrokové sazby klesaly jen omezeně, přestože tržní IRS se v průběhu Q3 dále snižovaly. To přispělo k rozšíření kreditních spreadů, z historického pohledu ale nejsou nikterak neobvyklé. Na pozadí setrvání IRS na současných nízkých úrovních stále vnímáme prostor pro pokles hypotečních sazeb, které se nyní nacházejí těsně pod 5 %. Vzhledem k pomalé obnově strmého tvaru výnosové křivky IRS je ale prostor spíše omezený.

Vztah mezi kreditní přirážkou a inverzí výnosové křivky IRS (pb)



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

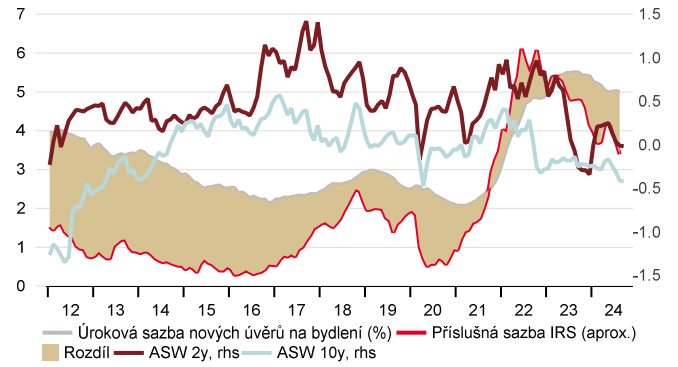
Objem nových hypotečních úvěrů roste rychleji než jejich stav



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

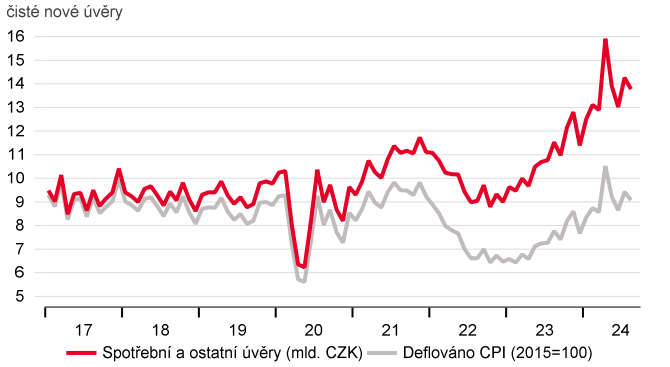
Pokles sazeb podpoří širší zpřístupnění financování. Vlivem obav bank z refinancování hypotečních úvěrů zůstanou sazby u delších fixací zvýšené a přesun ke kratším fixacím zřejmě nebude dočasný jev, ale strukturální posun. To částečně pomůže zvýšit efektivitu měnové politiky, respektive urychlit její transmisi. Vlivem odloženého čerpání růst stavu úvěrů na bydlení v Q3 plně nereflektuje objem nových úvěrů. I proto snižujeme náš odhad pro růst hypotečního trhu z 5,5 % na 5,1 % v letošním roce.[6] V příštím roce čekáme silnější vzestup o 6,8 %. Pozitivní vliv na to bude mít zřejmě právě i odložené čerpání.

Normalizace rozdílu mezi hypotečními sazbami a IRS (%, pb)



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

Spotřební úvěrování zůstává silné i v reálném vyjádření



Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Čisté nové úvěry jsou úvěry či navýšení, které vstoupily do ekonomiky poprvé.

[6] Pokud není uvedeno jinak, hodnoty se vztahují ke konci období a značí meziroční nárůst.

Kontrast mezi silnou úvěrovou poptávkou a slabou spotřebou domácností

Zvýšené objemy spotřebního financování souvisí s oživením hypotečního trhu. V příštím roce by měly zůstat podobně silné.

Spotřební úvěrování zůstalo v Q3 silné, což by s ohledem na zvyšování aktivity na hypotečním a realitním trhu mělo pokračovat. Kontrast mezi silným oživením úvěrové poptávky domácností a jen pozvolným růstem spotřeby přetrvává. V reálném vyjádření jejich objem již dosahuje úrovní z roku 2019. Utažená měnová politika se však již začíná podepisovat na růstu nevýkonných úvěrů. Míra selhání spotřebních úvěrů od začátku roku narostla o 0,2 pb na 4,2 %, což je ale historicky stále relativně nízko. Kreditní impuls úvěrů domácnostem ve Q3 zůstal výrazně pozitivní. To se ale stále neodráží ve zrychlení růstu spotřeby domácnosti. Postupně by ale mělo dojít ke konvergenci těchto údajů a posílení růstu spotřeby domácností. Růst stavu spotřebních úvěrů podle nás letos dosáhne 9,6 % a v příštím roce stále vysokých 8,9 %. Míra zadlužení domácností vyjádřená poměrem objemu úvěrů domácnostem k nominálnímu HDP podle nás v příštím roce dále vzroste na 28,1 % HDP. To je nicméně stále pod hodnotou z konce roku 2021 (30 % HDP).

Bankovní úvěry a depozita (%, y/y)

	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Bankovní úvěry														
Celkem	7,5	6,0	5,6	5,0	5,0	5,6	6,3	6,2	5,9	6,1	5,8	6,2	6,0	5,9
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	4,2	3,6	4,2	5,1	5,8	6,5	6,8	6,8	4,2	4,3	6,4	5,9	5,3	5,6
Spotřebitelské úvěry domácnostem	8,5	7,9	8,7	9,6	8,7	8,8	8,7	8,9	8,7	8,7	8,8	7,6	6,2	6,3
Úvěry nefinančním podnikům	10,7	7,2	6,8	4,4	3,7	4,3	5,4	5,5	6,0	7,3	4,7	6,2	6,2	5,9
Bankovní vklady														
Celkem	8,6	6,5	5,9	5,7	6,9	8,0	6,6	5,3	9,4	6,7	6,7	4,5	4,8	4,8
Obyvatelstvo	8,6	8,6	8,1	7,7	7,6	7,2	6,8	6,0	6,6	8,2	6,9	4,2	4,5	4,5
Nefinanční podniky	5,4	1,3	7,5	6,6	4,3	5,4	5,9	5,2	8,1	5,2	5,2	4,3	4,0	4,8
Ostatní	11,2	6,9	1,6	1,2	7,6	11,0	6,8	4,0	16,8	5,2	7,3	5,3	5,8	5,4
Podíly na HDP														
Podíl úvěrů na HDP	57,4	57,1	57,3	57,0	57,3	57,5	58,3	58,2	57,0	57,2	57,8	58,9	59,8	60,5
Podíl vkladů na HDP	93,3	93,2	92,9	88,3	94,9	96,0	94,8	89,3	91,0	91,9	93,7	93,9	94,2	94,5
Podíl úvěrů na vkladech	61,5	61,3	61,7	64,6	60,4	59,9	61,5	65,1	62,6	62,3	61,8	62,8	63,5	64,2
Úrokové sazby														
Úvěry pro bytové potřeby	5,2	5,0	4,9	4,9	4,8	4,6	4,5	4,5	5,4	5,0	4,6	4,6	4,6	4,7
Spotřebitelské úvěry	8,8	8,9	8,7	8,5	8,3	8,0	7,7	7,7	9,4	8,7	7,9	7,7	7,9	8,3
Úvěry nefinančním podnikům	7,1	6,6	6,1	5,9	5,4	4,9	4,9	4,9	8,6	6,4	5,0	4,8	4,8	4,8
Podíl úvěrů v selhání														
Úvěry pro bytové potřeby	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,8	0,9	1,1	1,4
Spotřebitelské úvěry	4,1	4,2	4,2	4,6	4,9	5,2	5,4	5,6	3,9	4,3	5,3	6,1	6,6	7,3
Úvěry nefinančním podnikům	2,6	2,5	2,6	2,7	2,9	3,2	3,3	3,3	2,9	2,6	3,2	3,3	3,7	4,5

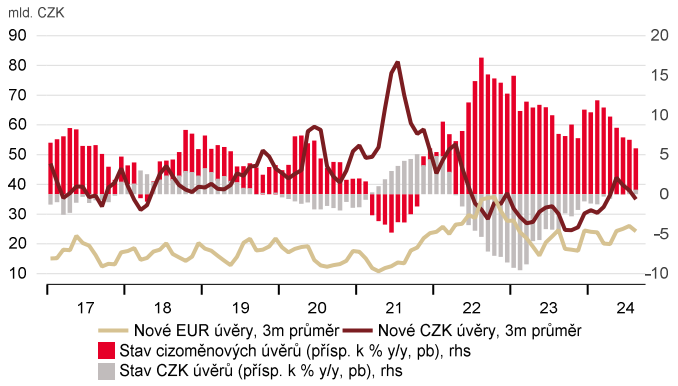
Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Hodnoty za jednotlivá čtvrtletí jsou ke konci období. Celoroční hodnoty jsou průměry za dané roky.

Úvěrový apetit nefinančních podniků by měl výrazněji posílit v příštím roce

Firemní úvěrová poptávka zatím oživuje jen pomalu. Robustnější ekonomické prostředí a nižší úrokové sazby přispějí k jejímu posílení.

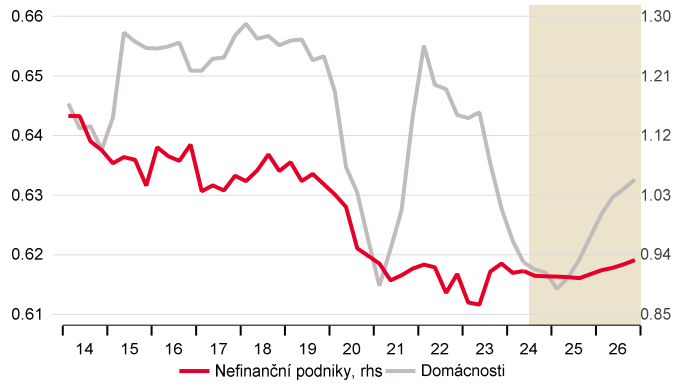
Úvěrová aktivita nefinančních podniků (NFP) i přes nárůst zůstává utlumená přísnou měnovou politikou a ekonomickou nejistotou. Odráží se na tom i slabý průmysl, který tvoří významnou část úvěrové poptávky. Objem korunových a eurových úvěrů v úhrnu od ledna do srpna byl meziročně vyšší o 27 % a 9 %. Poptávka po těch korunových ale zůstává podprůměrná, ta eurová sice nedosahuje úrovní z roku 2022, ale zůstává zvýšená. Další uvolnění měnové politiky u nás a v zahraničí a robustnější obnovení důvěry přispějí k zesílení úvěrového apetitu. Stejně tak i oživení realitního sektoru bude významným impulsem. To ale částečně tlumí zvyšující se podíl investičních nemovitostních fondů na jeho financování. Rostoucí role financování mimo bankovní sektor obecně omezí úvěrovou poptávku. Podle dat agentury Bloomberg překonala nebankovní emise korporátních dluhopisů k letošnímu říjnu celou loňskou emisi o 27 %. Přístup na kapitálový trh primárně ale mají velké podniky, jejichž finanční situace zůstává silná. Ale právě střední a malé podniky, které měnová restrikce postihuje nejvíce, by měly přinést hlavní impuls pro oživení úvěrové poptávky v příštím roce.

Úvěrová aktivita NFP lehce posílila



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

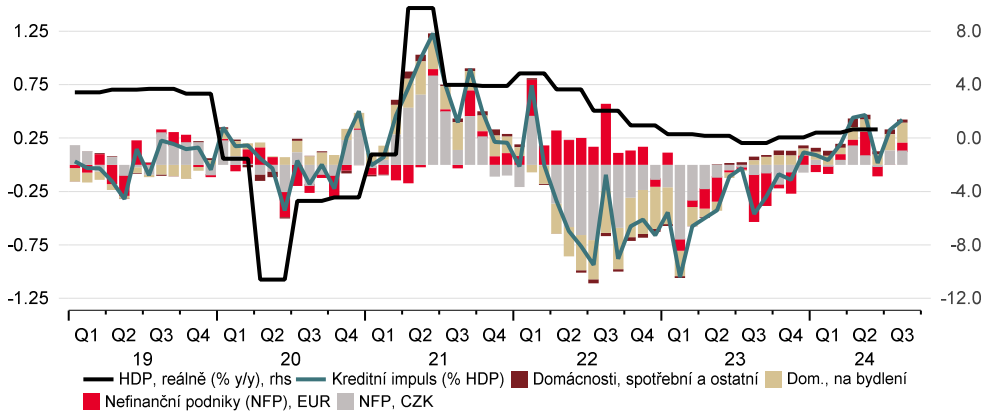
Poměr bankovních úvěrů a vkladů



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

Finanční podmínky zůstávají příznivé, když tržní IRS setrvávají na nízkých úrovních, kolem kterých by se mohly víceméně stabilizovat. To zřejmě podporuje i zmíněnou dluhopisovou emisi. Eurové úvěry si stále drží relativní výhodu. Optikou měnověpolitických sazeb ČNB a ECB by se výhoda měla ze současných 100 bb zúžit na 50 bb v polovině příštího roku. Úrokový diferenciál měřený dvouletými IRS je ale výrazně zvýšený ve prospěch koruny, což hovoří o uvolněnějších finančních podmínkách na eurovém trhu.

Kreditní impuls mírně přispívá k růstu 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 srpnu 2024) je HDP v čtvrtletní frekvenci (poslední údaj za Q2 24).

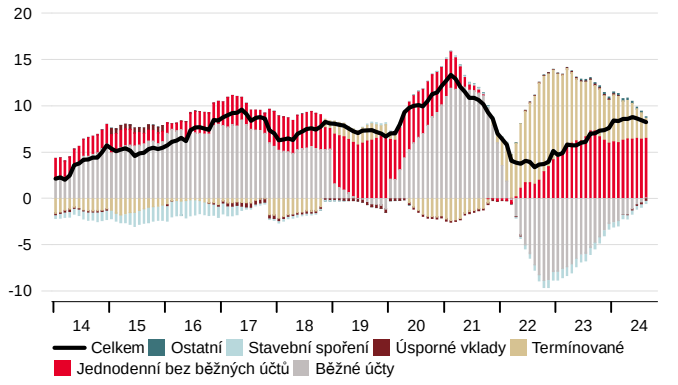
Atraktivita vkladů by měla dále postupně klesat

Vysoký převis vkladů nad úvěry by se měl pomalu zmírňovat vlivem nižších úrokových sazeb a oživující úvěrové aktivity.

Objem vkladů zůstává zvýšený a přetrvává tak vysoký převis vkladů nad úvěry. Přestože úrokové sazby již citelně klesly, tak příliv do termínovaných depozit zůstává vysoký. U domácností to odráží vysokou míru úspor a u firem zase vysoký objem vlastních prostředků, který omezuje potřebu úvěrování. Rozklad depozit nenaznačuje prudké oživení spotřeby domácností v blízké době, když je nárůst vkladů stále koncentrován ve spořících a termínovaných účtech. Pokles úrokových sazeb atraktivitu vkladů dále sníží a zesílí také odliv do nebankovních řešení. To podle nás omezí expanzi vkladů v příštím roce. Odhadujeme, že růst vkladů letos dosáhne 5,7 % a v příštím roce mírně zpomalí na 5,3 %, Zvýšení sazby PMR ze 2 % na 4 % bude v prostředí vysoké přebytečné likvidity bankovního sektoru mít zřejmě mizivý dopad na utažení měnových podmínek, zejména skrze úvěry.

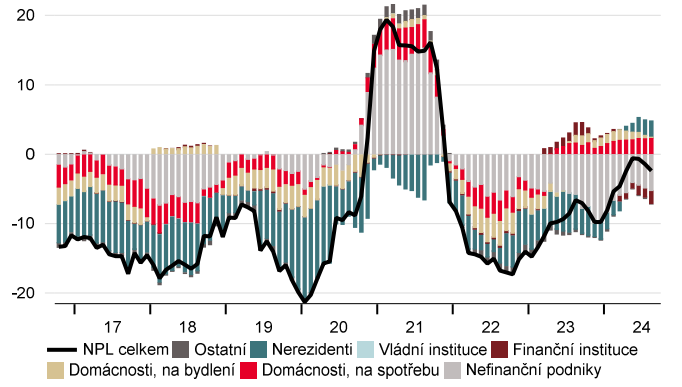
S ohledem na přebytečnou likviditu a snahu bank o zmírnění dopadu do jejich úrokových marží může zvýšení PMR vést ke snížení depozitních sazeb, byť jen nepatrně.

Růst vkladů domácností dokumentuje vysokou míru úspor



Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Jednodenní vklady bez běžných účtů zahrnují i (netermínované) spořící účty.

Nárůst úvěrů v selhání se týká jen několika segmentů



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

Utažená měnová politika a slabá ekonomika zvyšují úvěrová rizika

Navzdory vysokým úrokovým sazbám a slabé ekonomice zůstávají podíly NPL velmi nízko. Úvěrové riziko je ale obecně mírně zvýšené.

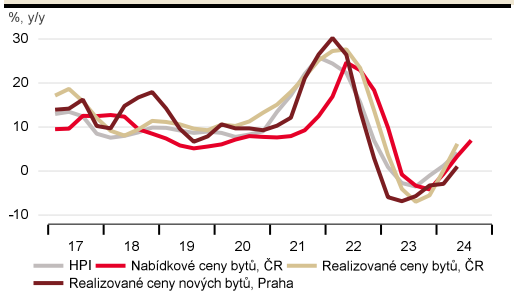
Míra selhání úvěrů zůstává poblíž historických minim a stále svědčí o dobré finanční situaci soukromého sektoru. V platební morálce ale najdeme menší trhliny. Podíl nesplácených úvěrů (NPL) roste u spotřebního financování, kde úrokové sazby zůstávají zvýšené. V objemnějším hypotečním segmentu je ale situace stabilní. Navíc při jeho oživení rizikový profil žadatelů vzrostl jen mírně. V podnikové sféře je objem NPL meziročně vyšší pouze u nerezidentů, byť jen nepatrně. Nicméně vzhledem k utažené měnové politice a slabé tuzemské ekonomice pravděpodobně roste míra klasifikace úvěrů ve stupni 2 (zvýšené úvěrové riziko oproti počátečnímu stavu), a to především u středních a malých podniků. To probíhalo podle dat ČNB již na začátku letošního roku. Navzdory přísné měnové politice ale zůstává míra defaultů nízká.

Box 3: Ceny bydlení mohou být inflačním strašákem v příštím roce

Nemovitostní sektor tradičně bývá jeden z nejcitlivějších na nastavení úrokových sazeb. Na pozadí uvolňování měnové politiky, byť ta zůstává stále restriktivní, se nemovitostní trh po loňském mírném ochlazení rychle otřepal a nyní již silně expanduje, alespoň z cenového hlediska. Obnovený rychlý růst cen nemovitostí představuje hrozbu nejen pro zhoršení cenové dostupnosti bydlení pro domácnosti, ale také zřejmě znepokojuje centrální bankéře jakožto proinflační riziko. V tomto *Boxu* hodnotíme potencionální dopad růstu cen bydlení do inflace s ohledem na námi očekávaný vývoj na nemovitostním trhu.

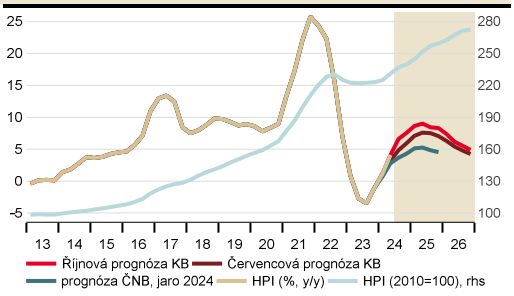
Nemovitostní trh navzdory utažené měnové politice silně ožívá. To pravděpodobně odráží odloženou poptávku podpořenou nadměrnými úsporami. Přispívá k tomu i lepší dostupnost financování díky zrušení limitů DSTI a DTI u hypotečních úvěrů ze strany ČNB a pokles jejich úrokových sazeb, byť ten byl i přes výrazné snížení tržních IRS dosud spíše omezený (více v kapitole *Bankovní sektor*). Růst cen nemovitostí v H1 24 překonal očekávání jak naše, tak i ČNB. V červencové prognóze jsme očekávali meziroční nárůst cen rezidenčních nemovitostí (dle indexu cen obytných nemovitostí, HPI) ke konci letošního roku o 5,9 % y/y, zatímco jarní prognóza ČNB předpokládala 4,3 %. Ve Q2 však již tyto ceny rostly o 4,1 % y/y, když se jejich mezičtvrtletní dynamika oproti Q1 téměř zdvojnásobila na 2,1 %. Ve světle prudkého oživení na realitním a hypotečním trhu představuje zrychlující růst cen nemovitostí riziko pro inflaci.

Oživení realitního trhu nabírá na obrátkách



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

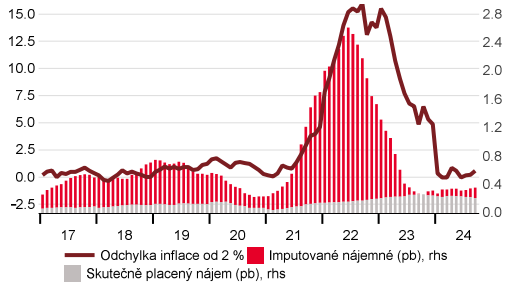
Růst cen nemovitostí bude dále sílit



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

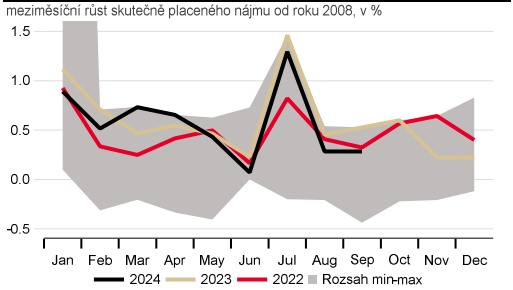
Ceny bydlení dosud přispívaly spíše k brzdění inflace skrze imputované nájemné vlastníků nemovitostí. To představuje 10,3 % spotřebního koše a spolu se skutečně placeným nájemným více jak čtvrtinu jádrové inflace.[7] Příspěvek cen bydlení k meziroční inflaci se od poloviny loňského roku pohybuje pod 0,5 pb, především ale reflektuje pomalu odeznívající růst nájmů, které na cenový vývoj v ekonomice tradičně reagují se zpožděním. Brzy by se to však mohlo změnit s ohledem na tempo zdražování nemovitostí. V srpnu a září meziměsíční růst imputovaného nájemného zesílil na 0,6 %, což zřejmě souvisí se zvýšenou aktivitou na realitním trhu.

Příspěvek cen bydlení k meziroční inflaci (pb)



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

Navyšování nájmů zůstává vcelku silné

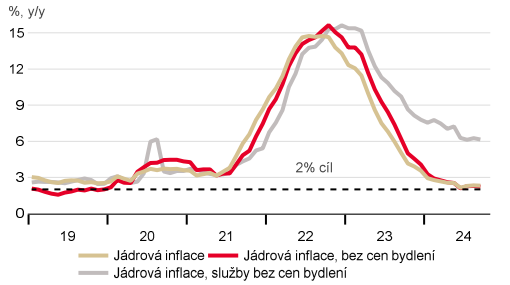


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Pro přehlednost nejsou v grafu znázorněny lednové hodnoty z let 2008 (9,9 %), 2009 (12,6 %), 2010 (6,5 %) a 2012 (2,4 %).

Jádrová inflace bez cen bydlení v září dosáhla 2,2 % y/y, růst cen služeb ale zůstává zvýšený a zároveň je klíčovým argumentem bankovní rady ČNB pro obezřetné snižování úrokových sazeb. Ceny bydlení inflaci ve službách zatím tlumí, když jádrové služby bez nich v září meziročně zdražily o zhruba 6 %. Postupně by ale tento růst měl z důvodu slabé spotřebitelské poptávky zmírňovat a kompenzovat tak zrychlující růst cen bydlení. V opačném případě by rostoucí ceny bydlení v roce 2025 zřejmě přispěly k citelnějšímu zrychlení jádrové inflace nad 2% cíl. Kombinace pomalého odeznění růstu nájemného a zrychlení toho imputovaného by mohla přispět více jak 1 pb k jádrové inflaci (viz tabulka níže). Náš základní scénář se ale přiklání k mírnější variantě. Příspěvek cen bydlení do jádrové inflace by se podle nás mohl pohybovat mírně pod 1 pb, když očekáváme růst cen nájemného kolem 3-4 % y/y.

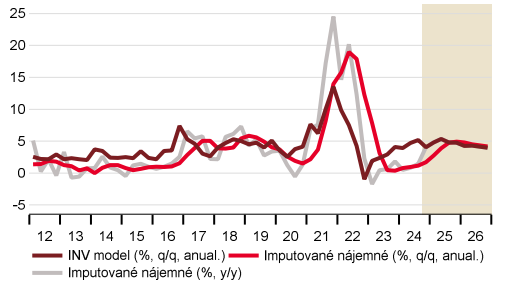
[7] Do cen bydlení zahrnujeme skutečně placený nájem i imputované nájemné. Dohromady tvoří 13,7 % spotřebního koše. Mimo samotné ceny rezidenčních nemovitostí imputované nájemné obsahuje také ceny stavebních prací, stavebních materiálů, platby za realitní zprostředkování a další položky spojené s náklady vlastnického bydlení.

Inflace ve službách zůstává vysoká



Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Vlastní výpočty.

Růst imputovaného nájemného zřejmě zrychlí



Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Vlastní výpočty. Mezičtvrtletní dynamiky jsou sezónně očištěné. Jde o modelový výstup založený na odhadech HPI, vývoje hypotečního trhu a PPI. INV = imputované nájemné vlastníků.

Na základě našeho odhadu růstu cen nemovitostí v průměru o 8,6 % by přitom růst imputovaného nájemného horní hranice 4 % v příštím roce dosáhnout mohl. Značná nejistota ale panuje kolem zbylých složek imputovaného nájemného a jeho časového rozložení, když v minulosti mělo tendenci reflektovat vysoký růst cen nemovitostí s větším časovým rozprostřením. Nemovitostní trh nicméně stále představuje významné riziko naší prognózy vychýlené směrem k vyšší inflaci v příštím roce.

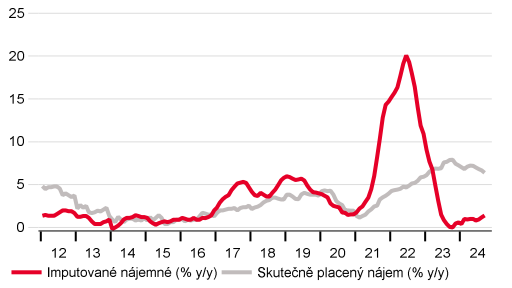
Citlivostní scénáře dopadu do jádrové inflace

%, y/y, pb

Skutečně placený nájem \ Imputované nájemné	0.5	1.5	2.0	2.5	3.5	4.0	4.5	5.0	5.5	6.0
1.0	0.16	0.36	0.46	0.56	0.76	0.86	0.96	1.06	1.16	1.26
2.0	0.23	0.43	0.53	0.63	0.83	0.93	1.03	1.13	1.23	1.33
3.0	0.29	0.49	0.59	0.69	0.89	0.99	1.09	1.19	1.29	1.39
4.0	0.36	0.56	0.66	0.76	0.96	1.06	1.16	1.26	1.36	1.46
5.0	0.42	0.62	0.72	0.82	1.02	1.12	1.22	1.32	1.42	1.52
6.0	0.49	0.69	0.79	0.89	1.09	1.19	1.29	1.39	1.49	1.59
7.0	0.55	0.75	0.85	0.95	1.15	1.25	1.35	1.45	1.55	1.65
8.0	0.61	0.81	0.91	1.01	1.21	1.31	1.41	1.51	1.61	1.71
9.0	0.68	0.88	0.98	1.08	1.28	1.38	1.48	1.58	1.68	1.78
10.0	0.74	0.94	1.04	1.14	1.34	1.44	1.54	1.64	1.74	1.84

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Vlastní výpočty. Hodnoty v tabulce představují potencionální dopad růstu cen nájemného (osa y) a imputovaného nájemného (osa x) do jádrové inflace v pb. Scénáře předpokládají nezměněné váhy jednotlivých položek.

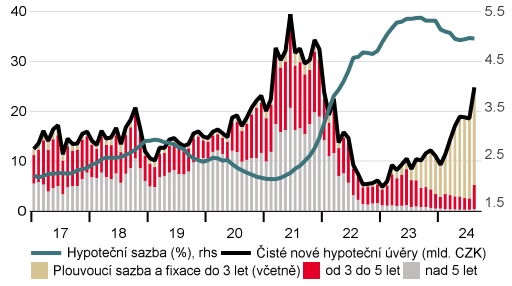
Rozdílný vývoj v cenách bydlení



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

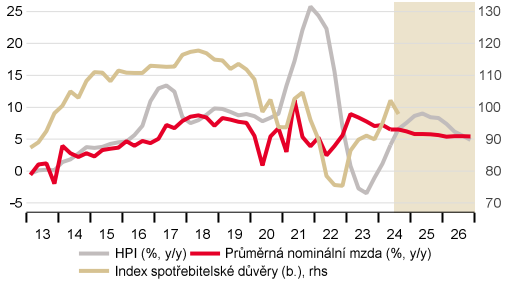
Nemovitostní trh by měl dále expandovat a růst cen domů a bytů zrychlit. Silný návrat domácností na realitní trh do značné míry odráží odloženou poptávku. Ta se realizuje díky nižším úrokovým sazbám a větší důvěře v nemovitostní aktiva, kterou pohání víra v jejich budoucí zhodnocení. Na financování ovšem vzhledem k stále vysokým hypotečním sazbám dosáhnou spíše jen vyšší příjmové percentily. Ty navíc mohou čerpat naakumulované úspory, které především tvořily právě bohatší domácnosti. I proto je zřejmě prudké oživení realitního a hypotečního trhu v kontrastu s jen pozvolným růstem spotřeby domácností s ohledem na menší mezní sklon ke spotřebě u bohatších domácností. Další snížení hypotečních sazeb by mělo přispět k širšímu zpřístupnění financování a zvýšení aktivity na realitním trhu.

Hypoteční trh rychle oživuje a fixace se krátí



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

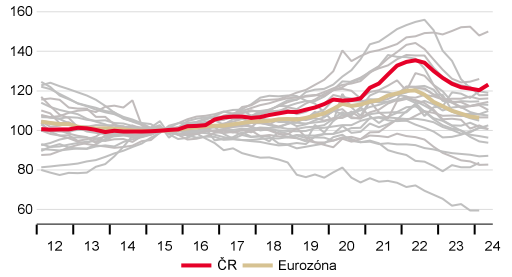
Růst cen nemovitostí předčí mzdový růst



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

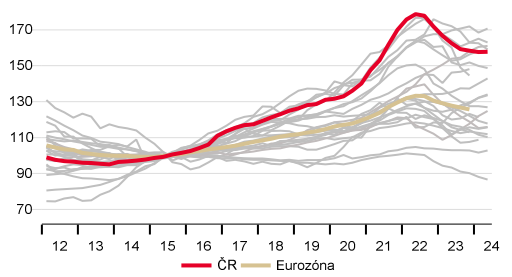
Naproti tomu ale působí zhoršená cenová dostupnost vlastnického bydlení. Ta se sice díky mírnému ochlazení nemovitostního trhu trochu zlepšila, to ale jen částečně korigovalo předchozí výrazné zhoršení. Nadále tak zůstává jedna z nejhorších v EU. Obnovené tempo růstu cen nemovitostí navíc již přispívá k jejímu zhoršování. Nízká cenová dostupnost vlastnického bydlení pravděpodobně podpoří poptávku po tom nájemním a bude tak tlačit na růst nájmů. To může být umocněno zvýšeným zájmem o investiční byty, což optikou snížené výnosnosti nájmů v poměru k vysokým pořizovacím cenám nemovitostí a úrokovým sazbám ještě přidá na tlacích na růst nájemného.

Poměr ceny nemovitosti k příjmu (2015=100)



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

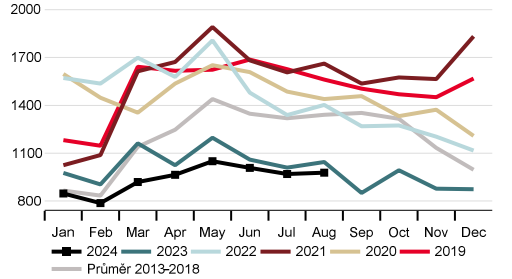
Poměr ceny nemovitosti k nájmu (2015=100)



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

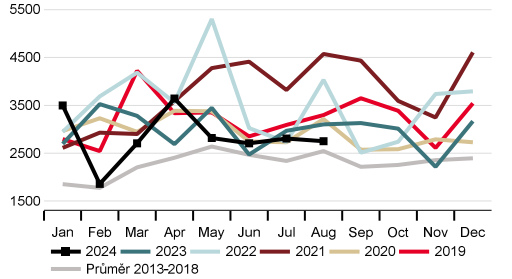
Kromě zmíněných poptávkových faktorů bude ze strany nabídky působit omezená výstavba v předchozích letech. Prohlubování nesouladu mezi poptávkou a nabídkou na nemovitostním trhu může přispět k udržení stálejšího tlaku na vyšší růst cen. Známek o rychlém oživení rezidenční výstavby je navíc pomálu. Na trh stále přicházejí byty, jejichž výstavba byla zahájena v předchozích letech, ty ovšem nemusejí nutně zvyšovat nabídku ve stejném rozsahu vzhledem k velké míře předprodejů a vysokému zájmu o investiční byty.

Počet stavebních povolení na bytové domy



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

Počet zahájených bytů



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

Ceny bydlení letos sice nikterak neomezují inflaci v setrvání v tolerančním pásmu poblíž 2 %, postupně ale budou vyvíjet tlak směrem nahoru. Vnímáme navíc riziko jejich výraznějšího růstu, který by v příštím roce vedl k vyšší inflaci, než jakou očekáváme v naší prognóze. Hrozbou je pomalejší odeznění růstu nájmů, výraznější zrychlení imputovaného nájemného či jejich vzájemná kombinace. Růst cen nemovitostí v příštím roce podle nás zrychlí v průměru na 8,6 % y/y v příštím roce. Částečně by mělo jít o cykličnost vlivem poklesu úrokových sazeb, obnovení důvěry, realizace odložené poptávky či vysoké míry úspor. Přetrvávají však i strukturální faktory, jako je nesoulad mezi fundamentálně silnou poptávkou po vlastnickém bydlení a nabídkou, či vysoký zájem o nemovitostní investiční aktiva. Ceny bydlení v příštím roce tak zřejmě přispějí k udržení jádrové inflace nad dvouprocentním cílem a mohou tak přidělat vrásky na čela centrálních bankéřů. Nastavení úrokových sazeb na pozadí slabé české ekonomiky a utlumených cenových tlaků v ostatních okruzích to ovšem nutně ovlivnit nemusí, byť je riziko reakce na vývoj nemovitostního trhu zřejmé. S ohledem na akcelerující expanzi realitního trhu mohou ke zvážení přijít i makroobezřetnostní opatření v zájmu utažení finančních podmínek.

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

Klíčové ekonomické ukazatele

Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

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

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

Měna a úrokové sazby – výhled

		22-10-2024	Dec-24	Mar-25	Jun-25	Sep-25	Dec-25
CZK/EUR	konec období	25,2	25,15	24,95	24,80	24,70	24,55
USD/EUR	konec období	1,08	1,12	1,14	1,15	1,16	1,17
CZK/USD	konec období	23,3	22,45	21,90	21,60	21,30	21,00
3M PRIBOR	konec období, %	4,11	3,85	3,45	3,20	3,25	3,25
10Y IRS	konec období, %	3,73	3,60	3,70	3,65	3,65	3,60

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

Měsíční makroekonomická data

		I-24	II-24	III-24	IV-24	V-24	VI-24	VII-24	VIII-24	IX-24
Inflace (CPI)	%, y/y	2,3	2,0	2,0	2,9	2,6	2,0	2,2	2,2	2,6
Inflace (CPI)	%, m/m	1,5	0,3	0,1	0,7	0,0	-0,3	0,7	0,3	-0,4
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	-1,8	-0,9	0,0	1,4	1,0	1,0	1,7	1,1	0,6
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	2,5	0,5	-0,1	0,2	-1,2	-0,3	0,6	-0,4	-0,2
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	4,0	4,0	3,9	3,7	3,6	3,6	3,8	3,8	3,9
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	-0,3	1,6	-11,2	9,3	-3,2	-9,0	7,2	-1,5	n.a.
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	3,2	6,0	-9,6	12,1	-2,7	-8,5	8,8	1,8	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	-6,4	2,9	-8,1	-0,5	-7,3	-9,4	2,0	0,4	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (nár. met.)	4,6	20,6	25,8	21,9	14,9	26,4	10,4	14,3	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	10,4	35,2	54,7	43,4	-20,5	-26,5	-13,7	18,5	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	-4,7	26,3	78,0	39,2	-12,5	24,7	-16,4	-3,2	n.a.
M2	%, y/y	8,4	8,0	6,9	7,1	6,7	6,4	5,3	5,8	n.a.
Státní rozpočet	mld.CZK (od zač. roku)	-26,0	-102,5	-105,0	-153,1	-210,4	-178,6	-192,3	-175,8	-181,8
3M PRIBOR	%, průměr	6,63	6,20	5,83	5,55	5,17	5,03	4,61	4,41	4,30
CZK/EUR	průměr	24,7	25,2	25,3	25,3	24,8	24,8	25,3	25,2	25,1
CZK/USD	průměr	22,7	23,4	23,3	23,6	23,0	23,0	23,3	22,8	22,6

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

Upozornění

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku http:\\www.trading.kb.cz.

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM



Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu
Jan Vejmělek, Ph.D., CFA
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

Ekonomové



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



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



Kevin Tran Nguyen
(420) 222 008 569
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.cz

Korea



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

Čína



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

Čína a okolí



Michelle Lam
(85) 2 2166 5721
michelle.lam@sgcib.com

Japonsko



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

Latinská Amerika



Dev Ashish
(91) 80 2802 4381
dev.ashish@socgen.com

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV – DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu, cross-asset a kvantitativního výzkumu



Kokou Agbo Bloua
(44) 20 7762 5433
kokou.agbo-bloua@sgcib.com

Vedoucí FIC a komoditního výzkumu



Dr Mike Haigh
+44 20 7762 4694
michael.haigh@sgcib.com

Vedoucí strategie sazeb



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



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



Anamika Misra
+91 8067310385
anamika.misra@sgcib.com

Vedoucí strategie sazeb pro USA



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



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



Stephen Spratt
+852 2166 4108
stephen.spratt@sgcib.com



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



Mathias Kpade
+33 157294393
mathias.kpade@socgen.com



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



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

Vedoucí strategie pro měnové kurzy



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

Měnové deriváty



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

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



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



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



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



Marek Dřímal
(44) 20 7550 2395
marek.drimal@sgcib.com



Kiyong Seong
+852 2166 4658
kiyong.seong@sgcib.com