

Čtvrtletní zpráva

# Ekonomické výhledy

30 LET SPOLU

## Stop viru, návrat k normálu



©iStock

■ **České hospodářství se zotavuje:** Po uvolnění restrikcí ekonomika začíná rychle růst. Aktivita ve většině případů naváže na předchozí ekonomické vazby. Ne vždy to ale bude možné. Návrat na před-pandemickou úroveň HDP čekáme až v roce 2022. Prognózy zůstávají silně nejisté a nejbližší měsíce odhalí, jaké hodnoty byly či nebyly nenávratně ztraceny.

■ **Inflace bude brzdit:** Spotřebitelské ceny budou navyšovány slabší korunou a zdražováním potravin. Dle našich odhadů ale převáží negativní dopad oslabené spotřebitelské poptávky a nižších cen ropy, takže inflace bude zpomalovat pod dvouprocentní cíl ČNB.

■ **S restartem ekonomiky přijde návrat koruny k silnějším hodnotám:** Nízké úrokové sazby snižují atraktivitu koruny a brání jí posílit k silnějším hodnotám. V druhé polovině roku by však mělo přijít oživení ekonomiky a s tím i víra v normalizaci měnové politiky. Možnost výhodného zajištění koruny na slabších hodnotách se tak bude s postupem roku uzavírat.

■ **Vysoká poptávka tlačí výnosy státních dluhopisů dolů:** I přes bezprecedentní emisi státních dluhopisů a zhoršení výhledu veřejných financí zájem investorů neutuchá. Vlna uvolňování měnových podmínek u nás i v zahraničí zatlačila tržní úrokové sazby na své cyklické dno. V druhé polovině roku už očekáváme jejich postupný nárůst.



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



Michal Brožka  
(420) 222 008 569  
michal\_brozka@kb.cz



František Táborský  
(420) 222 008 598  
frantisek\_taborsky@kb.cz



Martin Gürtler  
(420) 222 008 509  
martin\_gurtler@kb.cz



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



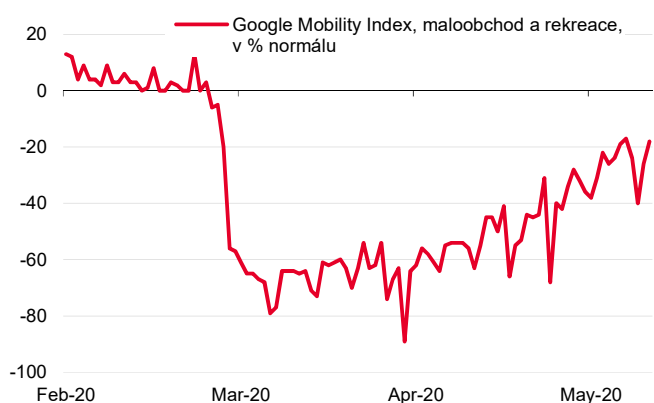
## Ekonomika se probouzí s covidovým bohlavem



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

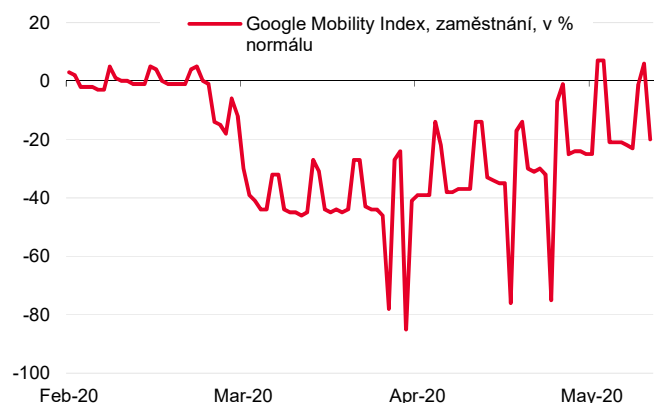
**To nejhorší má česká ekonomika za sebou.** Zhruba od poloviny března do konce dubna byla paralyzována dopady vládních opatření v boji s covid-19. Zavřené byly všechny tuzemské automobilky, výrazně omezen byl sektor služeb, když vládní restriktce v podstatě kompletně umrtvily turistický sektor, restaurace, kulturu či sport. Obdobně na tom byly země našich klíčových obchodních partnerů. Vlády evropských zemí navíc rozhodly o něčem téměř nepředstavitelném – zavření hranic uvnitř EU. Postupné rozvolňování začalo přicházet v průběhu května. V jeho posledním týdnu byly otevřeny i vnitřní provozy restaurací, i když v omezeném režimu. Právě zavřené restaurace byly hlavním symbolem karantény.

### Aktivita v maloobchodě a turismu se vrací pouze pomalu



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

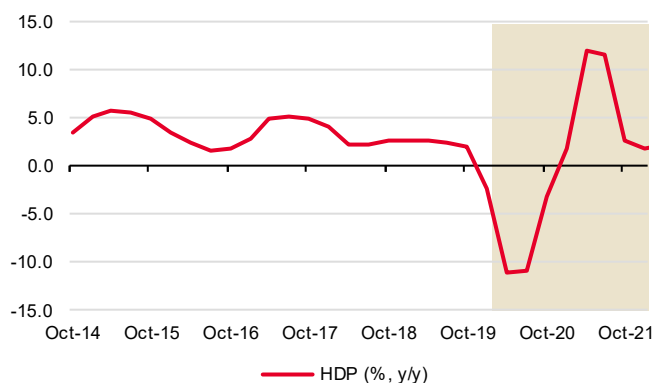
### Návrat na pracoviště byl koncem května dokonán



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

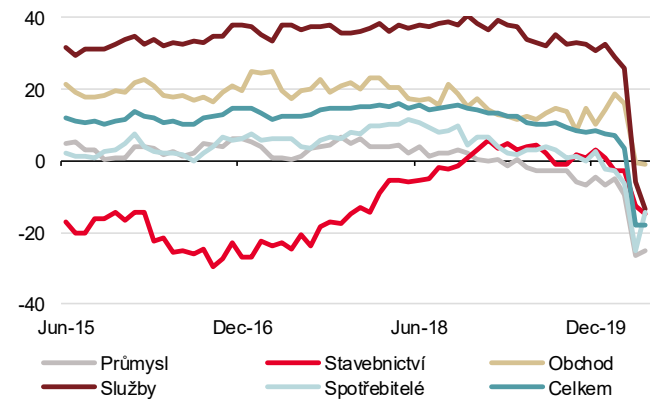
**Ekonomika již roste, data z reálné ekonomiky ale budou ještě dlouho tvrdit opak.** Vládní opatření dopadly (nejenom) na tuzemskou ekonomiku až ve druhé polovině března. Přesto podle předběžného odhadu ČSÚ zaznamenal HDP v reálném vyjádření oproti závěrečnému čtvrtletí loňského roku pokles o výrazných 3,6 %. Jedná se o nejhorší výsledek v historii časové řady od roku 1996. A je jasné, že Q2 20 bude ještě mnohem horší (my počítáme s -8,6 % q/q). První předběžný odhad výsledku za druhý kvartál ale zveřejní ČSÚ až 31. července, finální čísla národních účtů včetně sektorových pak dostaneme až 2. října. Dna ekonomické aktivity bylo ale podle nás dosaženo v dubnu, což potvrdí květnová data z reálné ekonomiky. Těch se ovšem dočkáme až v první polovině července.

### Ekonomika v Q1 20 spadla, dno uvidíme za duben resp. Q2 20



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

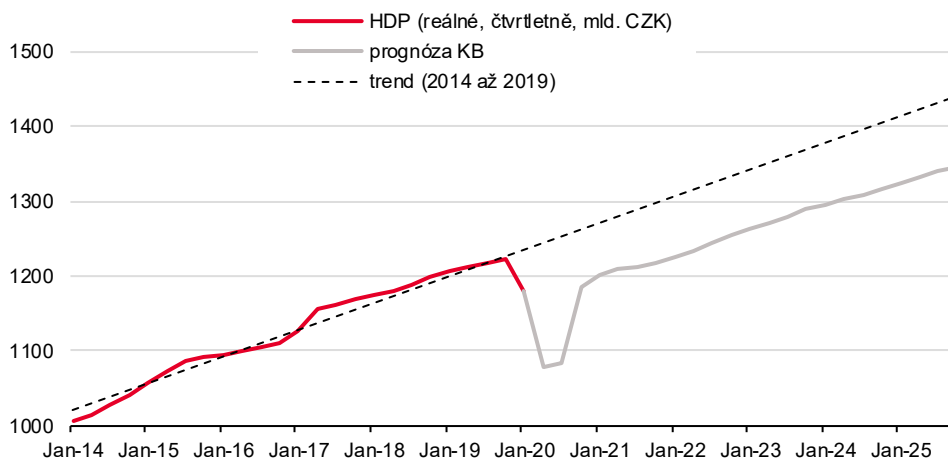
### Sentiment indikátory již mají dno za sebou (b.)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Šok, který (nejenom) česká ekonomika utrpěla, ztížil již tak nelehkou práci ekonomických prognostiků.** Standardní makroekonomické modely používané pro prognózování na současný typ šoku nejsou stavěné. Předpokládají totiž, že ekonomické vztahy se v čase nemění. To ale pro současnou situaci neplatí, svět během koronaviru, a to i ten ekonomický, je prostě jiný. Práce na prognóze si tedy vyžádala celou řadu expertních úprav, které jenom podtrhují velkou nejistotu kolem prognózy, kterou Vám v tomto vydání *Ekonomických výhledů* předkládáme. A v neposlední řadě je třeba uvést, že každá prognóza vychází z nějakého stavu, z aktuální situace. Ale jak bylo uvedeno výše, míra nejistoty, kde se česká ekonomika v průběhu Q2 20 nachází, je obrovská a moudřejší budeme až za pár měsíců.

#### Zpět na předkrizovou úroveň se dostaneme nejdříve za dva roky



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Jednou z jistot je to, že česká ekonomika spadla v březnu do recese.** Centrální banka dramaticky uvolnila měnové podmínky a v červnu podle nás srazí úrokové sazby na technickou nulu. Vláda přislíbila v mezinárodním kontextu rozsáhlou pomoc v objemu převyšující 15 % HDP. Nicméně samotná realizace vážně. Po stabilizaci ekonomické situace během Q3 20 očekáváme s koncem roku nastartování hospodářského růstu. I tak nás ale koronavirová opatření budou stát více než dva roky – na úroveň konce roku 2019 se vrátíme až v roce 2022. V krizi se ale rodí pozdější vítězové. Vládní hospodářská politika má nyní šanci investicemi do infrastruktury v nejširším slova smyslu (dopravní, komunikační, IT, vzdělanostní, atd.) podpořit i investiční aktivitu soukromého sektoru a posunout české hospodářství o úroveň výše směrem k nové ekonomice.

## Obsah

Ekonomika se probouzí s covidovým bohlavem .....	3
Obsah .....	5
<b>Vnější prostředí a předpoklady prognózy .....</b>	<b>6</b>
Světové ekonomiky ohlodal zub koronaviru .....	6
Po výrazném pádu čeká ekonomiku USA rychlý růst .....	6
Eurozóna: ekonomiky orientované na služby trpí.....	7
Země středoevropského regionu se zatím drží relativně dobře .....	9
<b>Makroekonomická prognóza ČR.....</b>	<b>10</b>
Ekonomika zpět ve stopě .....	10
Nezaměstnanost na cestě vzhůru .....	15
Inflace podstrelí 2% inflační cíl .....	16
Rizika: Epidemiologie na prvním místě .....	17
Klíčové makroekonomické ukazatele.....	18
<b>ČNB Focus .....</b>	<b>19</b>
ČNB v červnu sníží repo sazbu na technickou nulu .....	19
<b>Korunový devizový trh .....</b>	<b>21</b>
S restartem ekonomiky přijde návrat k silnějším hodnotám.....	21
Možnost výhodného zajištění koruny se uzavírá.....	23
<b>Trh českých vládních dluhopisů a IRS.....</b>	<b>24</b>
Vysoká poptávka udrží výnosy státních dluhopisů velmi nízko.....	24
Klíčové ekonomické ukazatele .....	28
<b>Upozornění.....</b>	<b>29</b>

## Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

### Světové ekonomiky ohlodal zub koronaviru

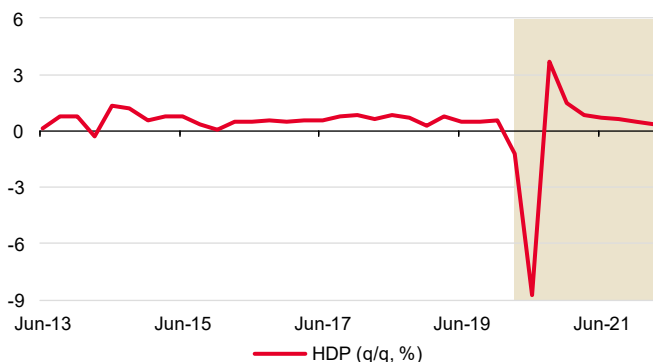
Výsledky za Q1 20 již ukázaly, jak moc koronavir z růstu světových ekonomik ukrojil. Druhý kvartál bude v tomto ohledu ještě mnohem horší. Ve třetím čtvrtletí, by však ekonomika USA i eurozóny měla výrazně růst. Na úroveň před koronavirovou krizí se však HDP hned tak nedostane. Významné budou i dopady do trhu práce či vývoje spotřebitelských cen. Úrokové sazby tak zůstanou na stávajících extrémně nízkých úrovních ještě dlouho.

### Po výrazném pádu čeká ekonomiku USA rychlý růst

Úroveň z období před koronavirovou krizí HDP hned tak nedožene.

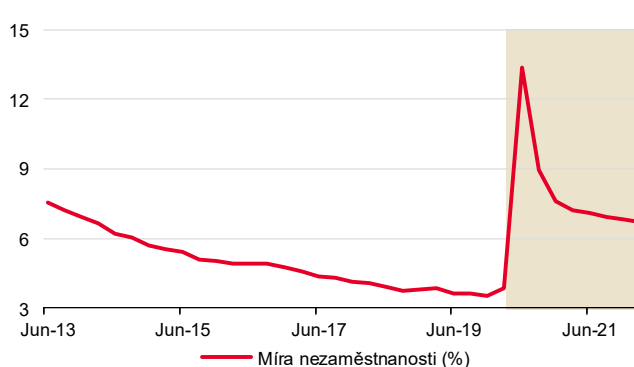
**Ekonomika Spojených států si v Q1 20 vedla hůře, než jsme očekávali.** Dynamika HDP propadla o 5,0 % q/q anualizovaně, překvapila ovšem i struktura. Nejvíce poklesly výdaje za služby. Jejich příspěvek k HDP byl negativní na úrovni 5,0 pb. To, že dramaticky propadnou výdaje na cestování, rekreace a volný čas, se dalo očekávat. Překvapení ale přišlo ze strany výdajů na zdravotní péči, které jsou obvykle stabilní. Výpadek běžné zdravotní péče, preventivních prohlídek a preventivních zákroků z dynamiky HDP ubral 2,3 pb. Výrazně se snížily i výdaje na zboží dlouhodobé spotřeby, především na automobily, což je typickou známkou recese. Naopak výdaje na zboží konzumního charakteru rostly. Ještě horší vývoj dynamiky HDP očekáváme v Q2. Tam by pokles měl být o více než 30 % q/q anualizovaně. V Q3 a Q4 by však již ekonomika měla růst velmi rychlým tempem. V součtu by tak dynamika HDP za letošní rok měla poklesnout o 4,9 %. V příštím roce by se už růst měl vrátit k normálním tempům. Na úroveň před koronavirovou krizí se však zřejmě dostane až po roce 2022. Hodnota růstu potenciálního produktu byla doposud odhadována na 2 %. V důsledku koronaviru se však pravděpodobně sníží k číslům okolo 1,5-1,7 %.

Po výrazném pádu americká ekonomika nabere na tempo



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Míra nezaměstnanosti na dvojciferných hodnotách



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Americký trh práce je na tom nejhůře od 30. let.

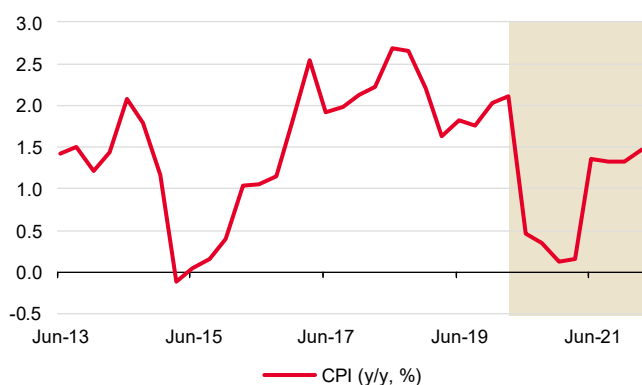
**Z koronavirové krize se bude dlouho vzpamatovávat i americký trh práce.** Míra nezaměstnanosti se v dubnu vyhoupla na 14,7 %, když ještě v březnu se nacházela na 4,4 %, a je tak nejvyšší od 30. let minulého století. Pracovních míst během dubna v USA zaniklo 20,5 milionu. Do konce letošního roku se podle našeho odhadu míra nezaměstnanosti sníží pod 10 %. Další prostor pro její pokles bude ale podle nás limitovaný. Na konci roku 2022 by se podle aktuální prognózy měla pohybovat mezi 6,5-7,0 %. Protože se Fedu v několika nejbližších letech nepodaří dostát svému mandátu plné zaměstnanosti, můžeme se s rychlým návratem sazeb k normálu rozloučit.

Inflace se na 2% inflační cíl Fedu vrátí až za několik let.

**Vysoká nezaměstnanost však nebude jediným důvodem, proč Fed sazby hned tak zvyšovat nebude.** Dalším bude inflace, která se v dubnu propadla na nejnižší úroveň od roku

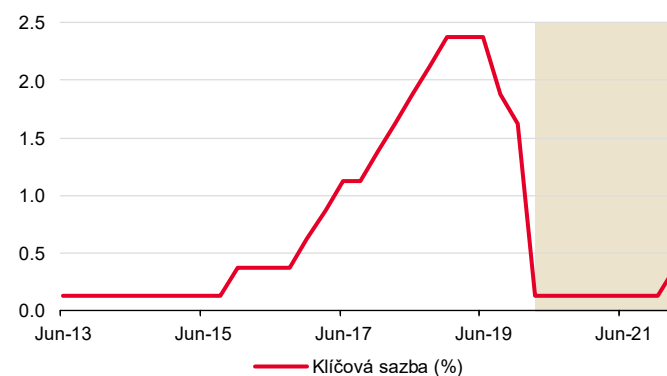
2015 (0,3 % y/y). Ceny pohonných hmot, které byly hlavním důvodem dubnového pádu inflace, se budou sice v následujících měsících opět zvedat, snaha obchodníků nalákat zákazníky zpět do obchodů však bude tlačít ceny směrem dolů. Inflace se tak na 2% inflační cíl podle našeho názoru dostane nejdříve v letech 2022-2023. Do té doby se bude Fed snažit podporovat ekonomiku různými nástroji. Kromě neomezeného nákupu vládních dluhopisů to budou i nákupy firemních dluhopisů, ke kterým Fed přistoupil poprvé v polovině května. Ty zatím nenakupuje přímo na primárním trhu ale prostřednictvím veřejně obchodovaných fondů (ETF). Časem pravděpodobně přistoupí i k přímým nákupům. Program nákupu firemních dluhopisů byl schválen již koncem března. V dubnu pak Fed oznámil, že bude nakupovat i dluhopisy s neinvestičním spekulativním ratingem (high-yield). Přestože banka realizovala první nákupy až nyní, trh s korporátními dluhopisy výrazně ožil. V dubnu bylo prodáno dokonce nejvíce korporátních dluhopisů v historii Spojených států. Stejných rekordů pravděpodobně dosáhne i objem nově emitovaných korporátních bondů. S podporou ekonomiky nezůstává pozadu ani vláda. S již schválenými výdaji dosáhne deficit v letošním roce čtyři biliony dolarů.

Inflace se k cíli Fedu hned tak nepřiblíží



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Sazby zůstanou na stávající úrovni nejméně do roku 2022



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Výrazný propad ekonomické aktivity bude následován silným růstem.

## Eurozóna: ekonomiky orientované na služby trpí

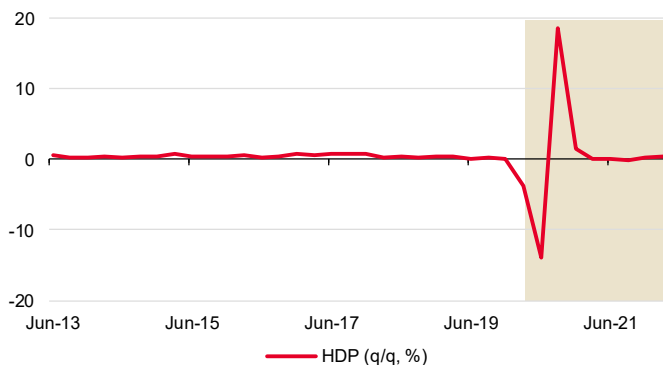
**Ekonomika eurozóny v prvním čtvrtletí letošního roku propadla nejvíce v celé historii, a to o 3,8 % q/q.** Překvapením nebyl ani tak rozsah, jako spíše rozložení mezi jednotlivými zeměmi. Nejvíce totiž nepoklesl HDP Itálie (-4,7% q/q), ale Francii (-5,8% q/q) a Španělsku (-5,2% q/q). Německá ekonomika byla pandemií koronaviru zasažena nakonec nejméně, když HDP propadl o 2,2 % q/q a 1,9 % y/y (NSA). Potvrdil se tak náš názor, že současnou krizí utrpí více ekonomiky orientované na sektor služeb, než ty průmyslově zaměřené. Uzavření velké části ekonomiky ve druhém čtvrtletí bude mít za následek prudký propad dynamiky HDP v tomto období. PMI indikátory se snížily na historicky vůbec nejnižší úroveň (dubnový kompozitní PMI 13,5 bodu), což je konzistentní s poklesem HDP v Q2 20 o 10 až 15 % q/q. Podle propočtů ekonomů Sociétés Générale, každý den, kdy byla v platnosti tvrdá opatření v boji proti koronaviru, znamená nižší ekonomickou aktivitu o 25-35 %, tedy redukci dynamiky HDP o 0,07-0,10 pb. HDP v Q2 20 tak podle našich předpokladů poklesne o 14,3 % q/q. Obnovování ekonomické aktivity bude pravděpodobně postupné a neúplné. Nějakou dobu bude trvat, než se spotřebitelé vrátí ke svému normálnímu chování, stejně tak i firmy. I tak ale v Q3 20 očekáváme silnou dynamiku HDP na úrovni 20 % q/q. HDP eurozóny za celý letošní rok by měl podle naší prognózy poklesnout o 5,4 %, v příštím roce však už očekáváme růst na úrovni 6,0 %.

Stávající program QE bude prodloužen.

**Sekundárním vlivům pandemie koronaviru se ale eurozóna nevyhne.** Očekáváme, že míra nezaměstnanosti do roku 2021 vzroste nejméně o 1 pb, zisky firem budou nižší, některé

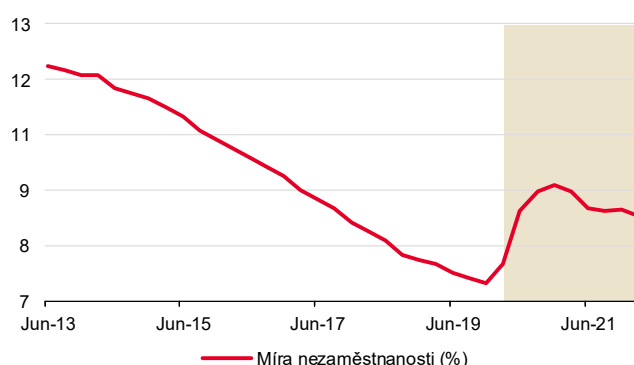
budou ve ztrátě či vyhlásí bankrot, poroste firemní zadluženost, což se následně odrazí v nižší ochotě investovat či nabírat nové zaměstnance. Svě úrovně z období před koronavirovou krizí tak HDP nedosáhne dříve než v Q1 22. Celkově ale budou následky této krize mnohem menší, než tomu bylo u velké finanční krize v roce 2009. To je dáno typem krize (spuštěná uzavřením velké části ekonomiky) i masivní reakcí vlád a Evropské centrální banky. Ta podle našeho názoru zareagovala včas a dostatečně agresivně. Mezi další kroky ECB by mohlo patřit zařazení hypotečních úvěrů do programu TLTRO, pokud by důvěra a spotřeba domácností výrazně propadla. Dále pak program nákupu akcií, popřípadě ETF, pokud by na trhu byla příliš velká volatilita, která by ohrožovala hospodářský růst. Další snížení úrokových sazeb považujeme v současné chvíli za neefektivní. Naopak předpokládáme, že stávající program QE bude v lednu o další rok prodloužen a o 500 mld. EUR rozšířen.

**V eurozóně čekáme oživení typu V**



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

**Nezaměstnanost poroste**

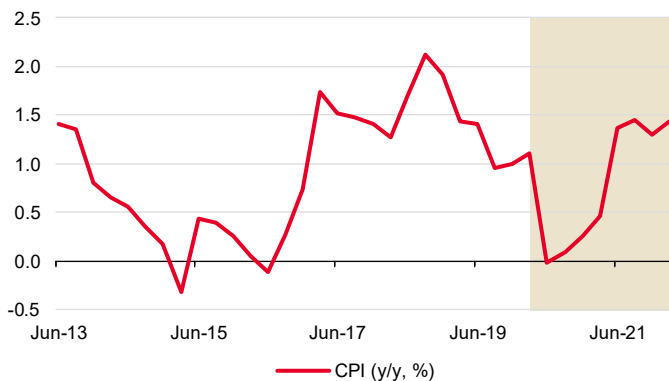


Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Inflace v eurozóně propadne do záporu.

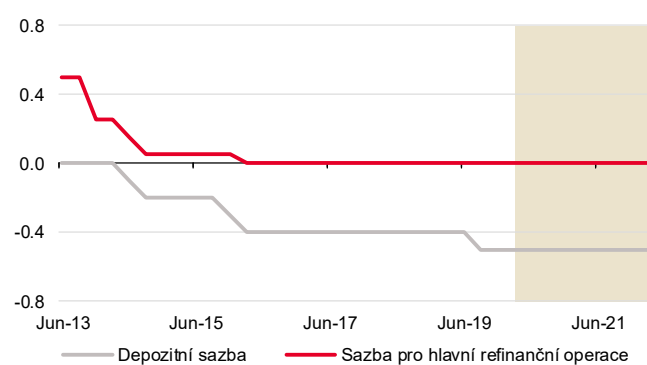
**K udržování úrokových sazeb na stávající úrovni a k dalšímu rozšíření programu nákupu aktiv budou ECB tlačit nejen obavy o hospodářský růst, ale i vývoj inflace.** Ta se propadne do záporného teritoria. Do červených čísel inflace spadne v důsledku propadu cen pohonných hmot, nižších cen v oblasti ubytování, stravování či rekreací. Naopak nahoru by měly působit ceny potravin či ceny ve zdravotnických službách. Stejně jako u ekonomického růstu i u spotřebitelských cen očekáváme oživení typu V. Po výrazném propadu ceny podle naší prognózy začnou opět růst. Návrat k inflačnímu cíli ECB ale v nejbližších letech neočekáváme.

**Inflace v eurozóně na bodu mrazu**



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

**Úrokové sazby zůstanou na stávající úrovni dlouho**



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics



## Země středoevropského regionu se zatím drží relativně dobře

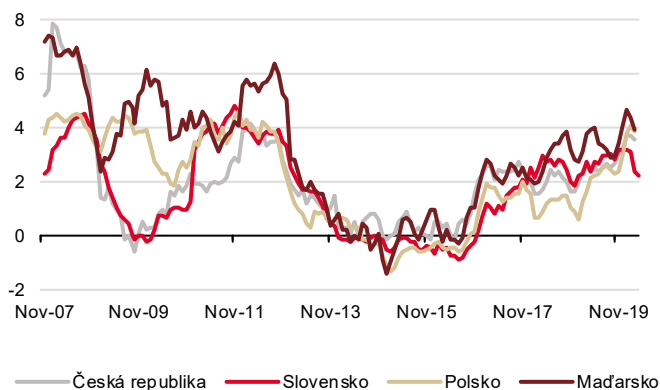
Polská centrální banka snížila úrokové sazby až na 0,1 %.

**První čtvrtletí letošního roku nakonec nebylo pro ekonomiky středoevropského regionu tak zlé, jak se čekalo.** Nejlépe se vedlo Maďarsku a Polsku, které si v meziročním srovnání udržely kladnou dynamiku HDP, naopak nejhůře dopadlo Slovensko. Polská ekonomika v Q1 poklesla ve srovnání s předchozím čtvrtletím o 0,5 %, v meziročním srovnání pak HDP vzrostl o 2,0 %. Koronavirová pandemie zasáhla Polsko o něco později, než jeho regionální sousedy. To navíc není tolik závislé na automobilovém průmyslu, jako například Slovensko. Na pomoc ekonomice přispěla polská vláda i tamní centrální banka. Vláda vytvořila takzvaný Protikrizový štít, v rámci kterého by měla uvolnit až 212 mld. PLN. Dále byl vytvořen fond na podporu veřejných investic v hodnotě 30 mld. PLN. Celkově by vládní opatření měla dosahovat přibližně 10 % HDP. Ekonomiku podporuje i polská centrální banka. Ta snížila úrokové sazby až na 0,1 % a spustila program kvantitativního uvolňování. I tak se ale propadu ekonomického růstu Polsko nevyhne. Podle prognózy Mezinárodního měnového fondu by měla dynamika HDP letos poklesnout o 5,0 %. Konsenzus trhu měřený agenturou Bloomberg je v tomto ohledu optimističtější, když čeká pokles HDP o 3,5 %. Jako u všech ekonomik, lze největší propad v Polsku očekávat v Q2 20, a to o 8,4 % (Bloomberg konsensus). Polský zlotý tak bude podle našeho očekávání oslabovat. Na nejslabší úroveň (4,68 PLN/EUR) se podle naší prognózy propadne v Q3 20.

Maďarský forint bude dále oslabovat.

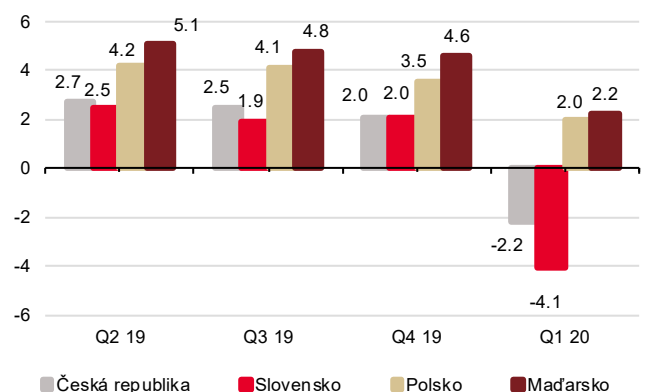
**Maďarský HDP mezičtvrtletně poklesl v Q1 20 o 0,4 %, meziročně se ekonomika udržela v kladných číslech, když HDP rostl o 2,2 %.** Podle předběžných údajů, k výsledku kladně přispěl sektor služeb i průmysl. Tyto výsledky si ale ve druhém čtvrtletí neudrží. Průmyslová produkce již v březnu propadla o 10 % meziročně, nejvíce od roku 2009, a ještě výraznější propad lze očekávat u dubnových výsledků. Důvěra v maďarskou ekonomiku poklesla nejvíce za posledních 11 let (-33 bodů), což se negativně odrazí v investiční aktivitě i domácí poptávce. Za celý letošní rok tak maďarská ekonomika podle analytiků dotázaných agenturou Bloomberg propadne o 2,1 %. Ekonomiku se snaží masivně podporovat i tamní vláda. Její podpora by měla dosáhnout 14 %. Stejně jako polská centrální banka, i maďarská spustila program QE. Ten je poměrně masivní. Každý týden může centrální banka nakoupit 100 mld. HUF, čímž se snaží stlačit dlouhý konec výnosové křivky směrem dolů. Program by měl být revidován, až objemy nákupů dosáhnou jednoho bilionu HUF. Změnu v klíčové úrokové sazbě neočekáváme. Maďarský forint bude podle naší prognózy dále oslabovat společně s ostatními měnami rozvíjejících se zemí. Na konci letošního roku očekáváme jeho kurz na úrovni 375 HUF/EUR.

Inflace v regionu klesá (% , y/y)



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

HDP v regionu má největší propad před sebou (% , y/y)



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

# Makroekonomická prognóza ČR



**Michal Brožka**  
(420) 222 008 569  
michal\_brozka@kb.cz

## Hlavní změny

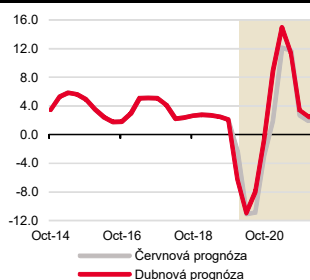
### HDP:

Na rok 2020 jsme mírně snížili odhad růstu HDP na -6,8 % z předchozích -6,5 %. V roce 2021 čekáme růst ekonomiky tempem 7,1 %.

### Inflace:

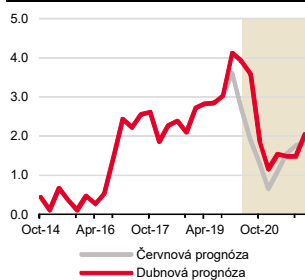
Po nárůstu inflace za minulý rok na 2,8 % jsme pro rok 2020 snížili odhad inflace na 2,4 % z předchozích 3,0 %, a to z důvodu poklesu poptávky a ceny ropy.

## Změna v prognóze HDP (% y/y)



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

## Změna v prognóze inflace (% y/y)

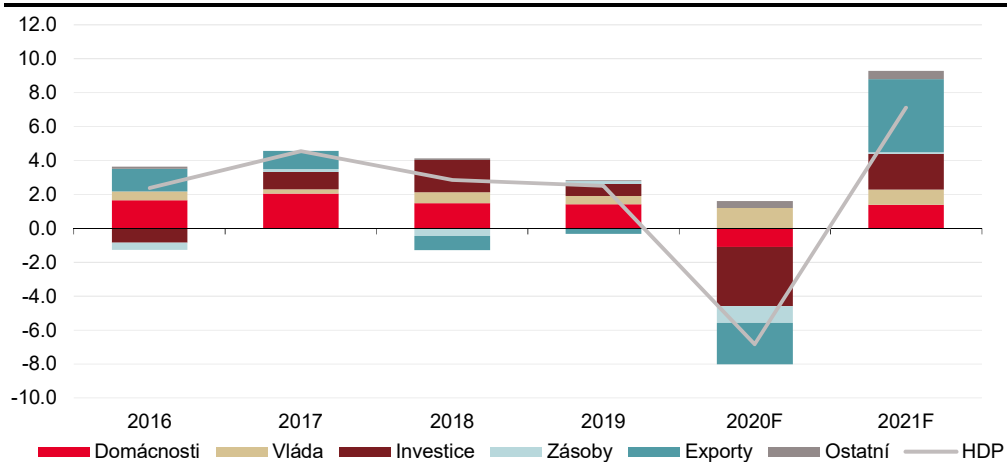


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Ekonomika zpět ve stopě

Vývoj ekonomiky zůstává silně nejistý. V porovnání s naší předchozí prognózou z dubna jsme mírně zvýšili očekávaný pokles ekonomiky pro letošek na -6,8 %. Oživení by mělo být relativně rychlé, ale nikoliv tak, jak jsme čekali z důvodu pomalejší reakce fiskální politiky a také pomalejšímu očekávanému oživení v zahraničí. Ekonomika by se mohla vrátit na před-pandemickou úroveň v roce 2022. Negativní šok do poptávky pravděpodobně převáží nad proinflačními faktory, jako je oslabená koruna a narušení dodavatelsko-odběratelských vztahů. Inlace proto zpomalí pod inflační cíl ČNB.

## Pokles investic a exportu bude hlavním důvodem poklesu ekonomiky v roce 2020 (% y/y)



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

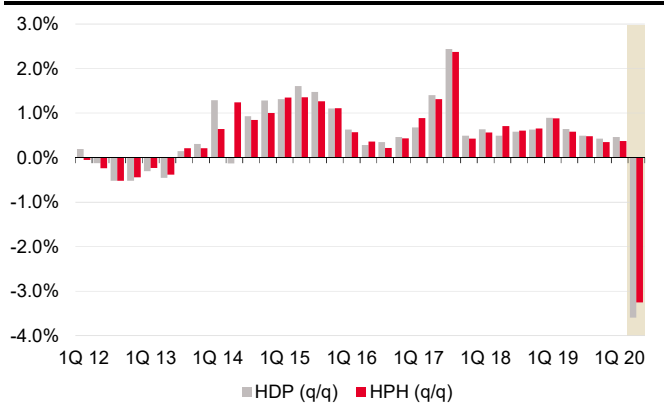
## Ekonomika si sáhla na dno

Podle **předběžného odhadu česká ekonomika v prvním čtvrtletí klesla mezičtvrtletně o 3,6 %.**

Český statistický úřad uvedl, že propad byl způsoben především poklesem zahraniční poptávky a nižší tvorbou fixního kapitálu, zatímco vládní výdaje hospodářský výkon zvyšovaly. Nejistota statistických údajů ovšem vzrostla. Pravděpodobnost budoucí revize dat je tak vyšší než obvykle. Očekávali bychom, že sektor služeb rovněž silně přispěl k propadu ekonomiky a na straně výdajů bychom čekali negativní příspěvek spotřeby domácností.

Nicméně průměrné údaje za první čtvrtletí maskují fakt, že pandemický šok eskaloval až ve druhé polovině března. Opatření proti šíření epidemie se začaly zmírňovat na konci dubna, k výraznějšímu uvolnění došlo však až v průběhu května. Pomyslného dna tak ekonomika dosáhla právě v dubnu. Protože i po konci restriktivních preventivních opatření ekonomika operuje hluboko pod před-pandemickou úrovní, budeme za druhý kvartál pozorovat další silný pokles HDP. My počítáme s mezičtvrtletním poklesem o 8,6 %, což by vedlo k meziročnímu

## Pokles HDP započal v březnu a stáhl Q1 do záporu



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

poklesu ekonomiky o 11,1 %. **Zatímco prvotní oživení po de-hibernaci bude rychlé, domníváme se, že dosažení předkrizových úrovní bude ekonomice trvat dva roky.**

Reakce hospodářské politiky je expanzivní, ale fiskální stimul je pomalejší, než jsme čekali.

**Je důležité připomenout, že prognózy zůstávají v současnosti velmi nejisté a poškození ekonomiky neznámé.** Charakter jejího návratu k růstu bude silně ovlivněn vývojem v zahraničí. Dle našeho názoru bude tento tvar oživení podobný jakémusi průměru mezi písmeny L a U. Je klíčové a pozitivní, že jak měnová tak fiskální politika v reakci na restriktivní ekonomická opatření začaly jednat expanzivně. **Nicméně reakce fiskální politiky byla pomalejší a slabší, než jsme zpočátku očekávali.** Tento faktor dohromady s nižším výhledem HDP vedl ke snížení našeho výhledu pro ekonomiku. Jak jsme uváděli již v naší dubnové prognóze, vláda přijala opatření na podporu byznysu a ochranu domácností. Efektivita těchto opatření bude klíčovým faktorem pro následnou rychlost oživení. Rizikem by bylo, pokud by se vláda snažila přenést náklady financování na soukromé subjekty. Bohužel tyto tendence se do určité míry materializují.

Počáteční ekonomické a finanční podmínky byly příznivé.

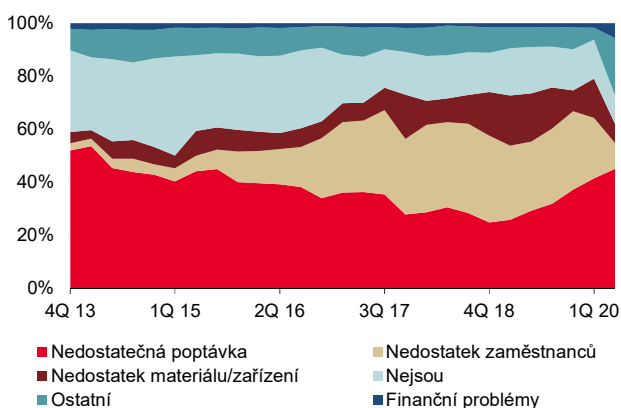
**Směr reakce hospodářské politiky byl správný, tedy v souhrnu nebyl restriktivní.** Za přítomnosti přirozených automatických stabilizátorů byla značná část šoku absorbována. Navíc je důležité, že počáteční podmínky ekonomiky s velmi nízkou mírou nezaměstnanosti, zdravou situací domácností, stabilním bankovním sektorem, zavírající se ale pozitivní mezerou výstupu a relativně solidním manévrovacím prostorem měnové i fiskální politiky bránily ekonomice v mnohem vážnějších konsekvencích a hlubším poklesu.

Budoucnost producentů aut zůstává velmi nejistá, nicméně před pandemií se českému automobilovému sektoru dařilo ve srovnání se zahraniční konkurencí relativně dobře.

### Další rána pro průmyslové výrobce

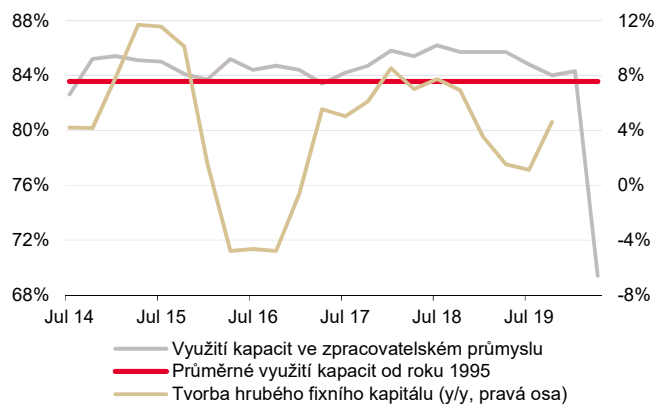
**Zpracovatelský průmysl měl značné potíže už před vypuknutím pandemie.** Po stagnaci v minulém roce a před proti-pandemickými opatřeními jsme viděli šanci na oživení průmyslu v tomto roce. Nicméně jednalo by se pravděpodobně spíše o slabší růst obsahující nejistotu automobilového sektoru a jeho dodavatelů. Pandemie ještě více zvýšila nejistotu v tomto sektoru. **S předpokládaným propadem zahraniční poptávky čekáme letos pokles průmyslové výroby v ČR o 14 %.**

Nedostatečná poptávka je hlavním limitem průmyslové expanze



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

Využití kapacit v průmyslu kleslo pod dlouhodobý průměr



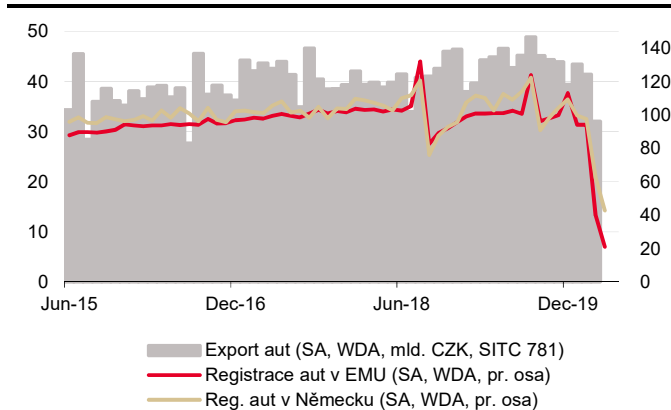
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**V našem základním scénáři nepočítáme s žádným dalším uzavřením ekonomiky respektive s druhou vlnou pandemie.** V tom případě by se průmysl měl obrátit k růstu ze dna dosahovaného ve druhém čtvrtletí. Obecná nejistota ohledně trendu sektoru výrobců dopravních prostředků zůstává podstatným rizikem. Nicméně ve srovnání s ostatními výrobci automobilů se v době před pandemií českým producentům dařilo relativně dobře a byli schopni navyšovat produkci. Věříme, že se po nastartování světové ekonomiky značná část poptávky po českých relativně levných a kvalitních konvenčních automobilech navrátí. Nicméně předkrizové úrovně průmyslové výroby nedosáhneme před rokem 2022.

Stavebnictví klesne kvůli nedostatku zaměstnanců a slabší poptávce.

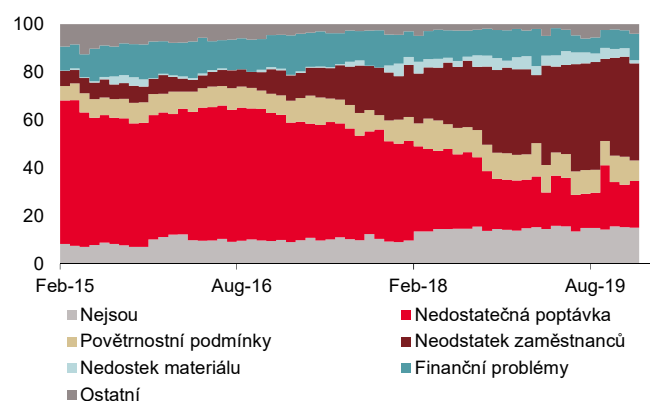
**Stavebnictví bylo prozatím ve srovnání s jinými sektory zasaženo relativně málo.** Dopad na poptávku zde má delší trvání. Navíc stavebních prací se ve srovnání s ostatními sektory takovou měrou nedotkly opatření proti šíření epidemie, jinými slovy ekonomika zde nebyla uzavřena. I tak byl ovšem stavební sektor vystaven ještě dodatečnému nedostatku pracovní síly, který zde existoval ještě před pandemií. Sektor byl navíc zasažen narušením odběratelsko-dodavatelských vztahů z hlediska stavebních materiálů. V březnu tedy začala klesat i stavební výroba. Očekáváme, že z těchto důvodů bude produkce ve stavebnictví letos klesat. V letošním a příštím roce navíc stavební sektor pocítí snížení poptávky, neboť některé investiční projekty budou zrušeny či odsunuty. Sektor by měl být podpořen investicemi veřejného sektoru a pro tento a příští rok by tak v souhrnu stavební sektor měl pocítit spíše menší jednočíselné poklesy.

**Výroba automobilů silně zasažena**



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

**Nedostatek zaměstnanců zůstává hlavní bariérou růstu produkce ve stavebnictví (%)**



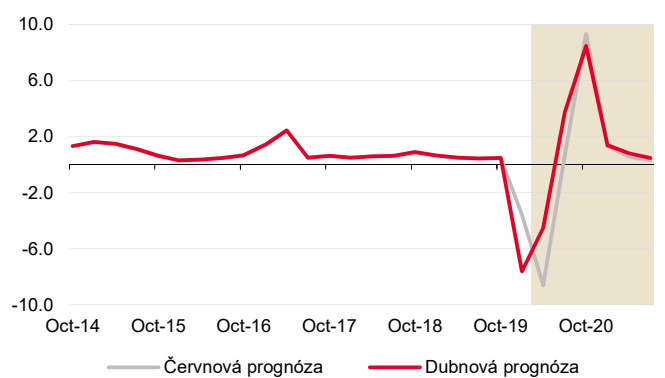
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Investice a zahraniční obchod budou hlavním hybatelem HDP v obou směrech.

**Propad investiční aktivity a zahraničního obchodu**

Původně jsme pro letošek očekávali drobný nárůst investiční aktivity v letošním roce a stagnaci zahraničně-obchodní bilance. Z důvodu pandemického šoku budou tyto dvě proměnné hlavními složkami, které stáhnou letošní výkon ekonomiky dolů. Pokles zahraniční poptávky snižuje aktivitu v zahraničním obchodě. Vyšší riziková averze a nejistota budoucího vývoje vedou k poklesu investic. Podobně pak v případě oživení ekonomiky budou tyto dvě výdajové komponenty hlavními tahouny HDP směrem vzhůru.

**Růst HDP se brzy obnoví (% , q/q)**



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

## Fiskální politika: nejhlubší deficit veřejných financí v historii

Současná hospodářská krize kompletně přepsala obrázek veřejných financí. Předchozí čtyři roky přebytků nahradil propad k nejhoršímu výsledku v moderní historii země. V důsledku hlubokého poklesu tuzemské ekonomiky očekáváme letos výpadek 180 mld. CZK na straně příjmů státního rozpočtu. Na výdajové straně vidíme rizika oběma směry oproti aktualizované verzi rozpočtu v závislosti na průběhu fiskálního stimulu ve zbytku roku a realizaci investic. Státní rozpočet by letos podle nás měl skončit v rekordním deficitu 340 mld. CZK. Municipality a zdravotní pojišťovny by měly benefitovat z rezerv vytvořených v předchozích letech a navýšení plateb za státní pojištění. Celkové veřejné financí by si tak měly letos připsat deficit 6,7 % HDP.

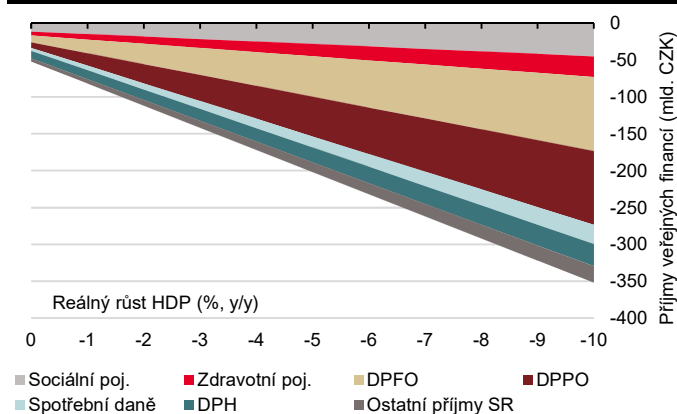
### Státní rozpočet skončí letos v deficitu 340 mld. CZK

Letošní výpadek příjmů státního rozpočtu odhadujeme na 180 mld. CZK. Na výdajové straně rozhodne výsledná podpora ekonomiky a realizované investice.

V prvních čtyřech měsících skončil státní rozpočet v deficitu 93,8 mld. CZK. Oproti stejnému období minulého roku je výsledek horší o 64,1 mld. CZK. Z pohledu dubnových výsledků se jednoznačně jedná o nejhorší výsledek v historii. Prozatím je nejvíce patrný dopad současné krize na příjmové straně rozpočtu, zatímco nárůst výdajů nijak významně nevybočuje z trendu předchozích měsíců. Nejviditelnější propad můžeme pozorovat u DPFO a DPH. Hlavní pokles příjmů ale teprve uvidíme v nadcházejících měsících. V červnu ze státního rozpočtu vypadne prominutá záloha na DPPO, kterou odhadujeme na 40 mld. CZK a naplno se projeví zavřená ekonomika z dubna a května.

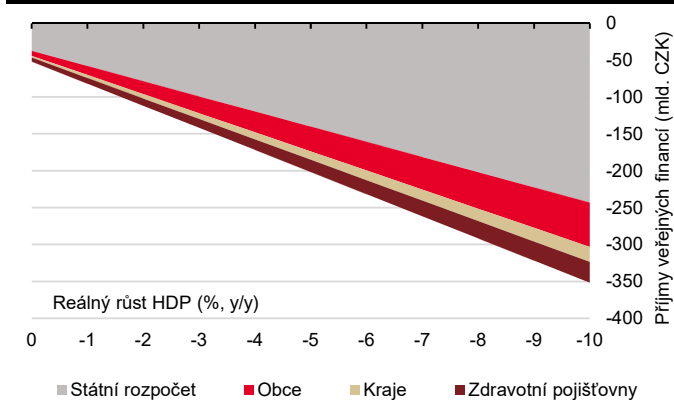
Vzhledem k výrazné nejistotě ohledně letošního růstu tuzemské ekonomiky jsme na základě odhadnutých elasticit hlavních příjmových skupin veřejných financí simulovali jednotlivé scénáře vývoje HDP. Následně jsme jednotlivé příjmy přiřadili konkrétnímu příjemci podle aktuálního rozpočtového určení daní a struktury veřejných financí. Výsledné grafy tak znázorňují výpadek příjmů oproti původnímu plánu Ministerstva financí, který počítal s růstem domácí ekonomiky o 2,2 % a deficitem státního rozpočtu 40 mld. CZK. Použitý model pracuje s několika předpoklady, které jsou v realitě jen těžko naplnitelné. Tím hlavním nedostatkem je lineární vztah vývoje ekonomiky a příjmů veřejných financí. Zejména v případě hlubšího propadu HDP lze předpokládat, že zejména některé volatilnější daňové položky (např. DPPO) zaznamenají výraznější výpadek, než indikuje odhadnutý model. Zároveň také nelze brát v úvahu diskreční opatření vlády jako je odpuštění některých záloh na dani apod. Naše nová makroekonomická prognóza počítá s letošním poklesem tuzemské ekonomiky o 6,8 %. To by implikovalo výpadek na straně příjmů státního rozpočtu 180 mld. CZK oproti původnímu plánu Ministerstva financí, resp. 32 mld. oproti aktuální verzi státního rozpočtu, přičemž největší propad očekáváme u přímých daní.

Scénáře vývoje příjmů veřejných financí podle jejich kategorie oproti původnímu plánu Ministerstva financí (mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Scénáře vývoje příjmů veřejných financí podle jejich příjemců oproti původnímu plánu Ministerstva financí (mld. CZK)

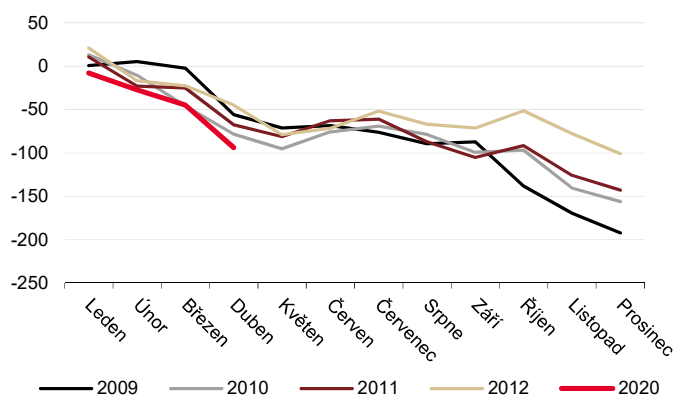


Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Výdajovou stranu státního rozpočtu v tuto chvíli nejvíce ovlivňují diskreční opatření vlády a jejich skutečná realizace, kterou lze jen obtížně odhadovat.** Aktualizovaná verze státního rozpočtu počítá s navýšením výdajů o 7 % oproti původní plánu, tj. o 112 mld. na 1 730 mld. CZK. **Oproti prognóze Ministerstva financí počítáme letos s vyšší mírou nezaměstnanosti, která by měla navýšit výdaje na sociální dávky, které tvoří více než třetinu státního rozpočtu, zhruba o 15 mld. CZK.** Zbytek výdajů pokládáme za adekvátní vzhledem ke zveřejněným plánům vlády a rizikům na obou stranách. V případě přetrvávajících problémů s čerpáním státních programů vidíme riziko nižších výdajů státu oproti současnému rozpočtu. K tomu se navíc přidává relativně ambiciózní objem investic pro tento rok, který ale z důvodu hospodářské recese bude obtížně realizovatelný. Většina armádních zakázek (letos 75 mld. CZK) bude i přes současnou krizi pravděpodobně uskutečněna, jejich dokončení se ale může protáhnout do příštího roku. S tím souvisí i riziko zkreslení statistiky HDP v závislosti na uskutečnění peněžního plnění (viz předchozí *Ekonomické výhledy*). Nižší výdaje státního rozpočtu na podporu ekonomiky v letošním roce by ale podle nás implikovaly nižší daňové příjmy a vyšší deficit v roce příštím. Na druhou stranu vidíme i riziko vyšších výdajů v případě hlubšího propadu tuzemské ekonomiky či větší politické vůle k fiskálnímu stimulu i z důvodu politického cyklu.

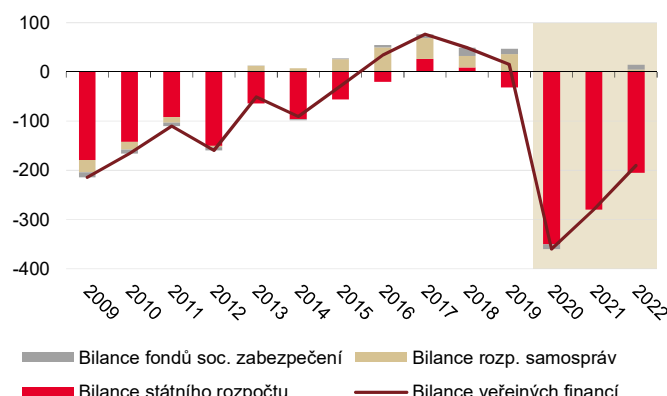
**Celkově tak očekáváme, že letošní státní rozpočet skončí v deficitu 340 mld. CZK, tedy téměř o 150 mld. více ve srovnání s doposud nejhorším výsledkem hospodaření z roku 2009.** V relativním vyjádření je toto srovnání s rozdílem 1,4 p.b. HDP o něco příznivější. Obrysy státního rozpočtu pro příští rok jsou vzhledem k letošním rizikům ještě větší neznámou. Podle dosavadních vyjádření Ministerstva financí by měl ale deficit odpovídat tomu letošnímu. Celý proces tvorby nového rozpočtu by se měl protáhnout o měsíc. Do Sněmovny by tak měl dorazit až na konci října. **My vzhledem k optimističtější prognóze růstu tuzemské ekonomiky pro příští rok očekáváme deficit 270 mld. CZK.**

Vývoj státního rozpočtu v porovnání s předchozí krizí (mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rozklad salda veřejných financí (ESA2010, mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Municipality by měly přijít letos o 60 mld. CZK. Polštář vytvořený v minulých letech by měl ale udržet jejich hospodaření zhruba vyrovnané. Výpadek příjmů zdravotních pojišťoven vykompenzuje stát.

### Celkové veřejné finance skončí v rekordním deficitu 6,7 % HDP

Výrazně optimističtější obrázek vidíme v ostatních sektorech veřejných financí. Ačkoli v jejich případě máme dostupná data o jejich hospodaření pouze za březen, věříme, že jejich předchozí rozpočtová odpovědnost a vytvořené rezervy ustojí současný výpadek příjmů. **Municipality za první tři měsíce hospodařily s přebytkem 18 mld. CZK a 200 mld. polštářem na běžných účtech.** To by podle nás mělo pokrýt námi odhadovaný letošní výpadek daňových příjmů necelých 60 mld. CZK. Pro tento a příští rok tak očekáváme jejich vyrovnaný výsledek hospodaření. O něco hůře by se mělo dařit zdravotním pojišťovnám. **Námi odhadovaný výpadek 20 mld. CZK na zdravotním pojištění by však mělo vykompenzovat nedávné zvýšení plateb za státní pojištěnce.** Pro letošek tak předpokládáme deficit jejich

hospodaření 10 mld. CZK, který je srovnatelný s rokem 2009, vůči HDP je však pouze poloviční. V příštím roce by se měly zdravotní pojišťovny vrátit k vyrovnanému hospodaření.

Veřejné finance se letos dostanou do nejhorsího deficitu v historii 6,7 % HDP. Veřejný dluh letos vzroste o 7,7 p.b. na 38,4 % HDP.

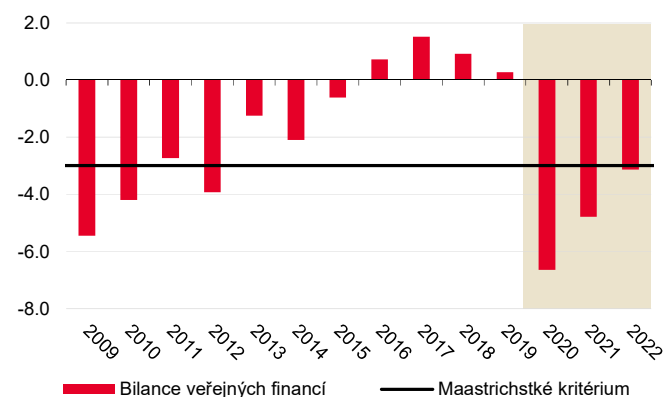
**Dynamika veřejných financí**

	2019	2020f	2021f	2022f	2023f	2024f
Bilance veřejných financí (% HDP)	0,3	-6,7	-4,8	-3,1	-1,3	-0,5
Fiskální úsilí (pb HDP)	-0,5	-6,5	2,0	1,7	1,8	0,9
Veřejný dluh (mld. CZK)	1 738,7	2 078,7	2 348,7	2 548,7	2 648,7	2 698,7
Veřejný dluh (% HDP)	30,7	38,4	40,1	42,0	41,7	40,9

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

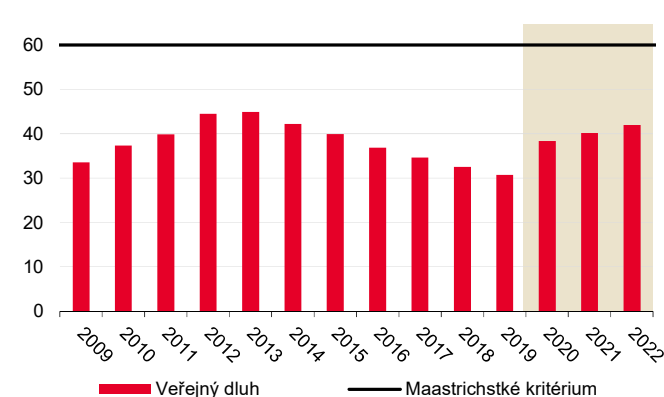
**Celkové veřejné finance podle metodiky ESA2010 by tento rok měly zakončit v deficitu 6,7 % HDP, což by znamenalo o 1,3 p.b. horší výsledek ve srovnání s doposud nejhorsím rokem 2009. V roce příštím by pak měl deficit klesnout k 4,8 % HDP zejména z důvodu námi očekávaného oživení ekonomiky. Dluh veřejných financí letos významně vzroste z loňských 30,7 % na 38,4 % HDP. V příštích dvou letech se pak vyšplhá až na 42 % HDP a následně začne mírně klesat.**

**Bilance veřejných financí (% HDP)**



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Veřejný dluh (% HDP)**



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**František Táborský**  
+420 222 008 598  
frantisek\_taborsky@kb.cz

**Nezaměstnanost na cestě vzhůru**

Nezaměstnanost poroste. Volná pracovní místa poskytují určitý polštář.

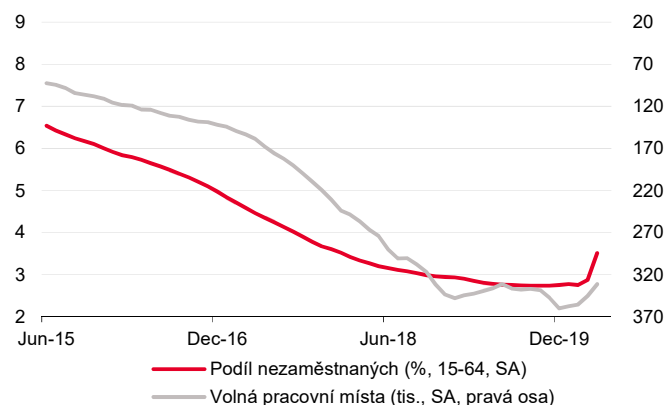
**Od počátku zavedení restriktivních opatření až do konce dubna činil nárůst míry nezaměstnanosti méně než 1 pb.** Obávali jsme se poněkud rychlejšího růstu. Část vysvětlení, proč nezaměstnanost nerostla rychleji, může ležet na straně relativně menší flexibility českého trhu práce. Ale jsou zde i další důvody. Zavření škol vedlo k tomu, že se řada rodičů rozhodla využít možnost čerpání ošetřovného ve výši 80 % mzdy. Značná část zahraničních pracovníků z českého trhu práce odešla. Dvoutměsíční výpovědní lhůta dále limituje možnost rychle zaměstnance propustit. Důležitou roli zřejmě sehrálo i schéma tzv. kurzarbeitu, kdy stát financuje 30 až 80 % mezd právě za účelem sníženého rizika propouštění zaměstnanců. Toto jsou podstatné faktory, které zabránily trhu práce v rychlém zhoršení. Nicméně míra nezaměstnanosti poroste s tím, jak společnosti budou čelit oslabené poptávce. Ovšem trh práce byl před pandemií extrémně těsný. Ještě v dubnu úřady reportovaly více než 330 tisíc volných pracovních míst. Toto může být významným polštářem pracovního trhu, bránící většímu zhoršení.

Zvýšení nezaměstnanosti by mělo být relativně rychlé a relativně krátké.

**Pandemický šok je unikátní a může mít i unikátní konsekvence.** Šok do ekonomiky je velmi rychlý a hluboký, ale věříme, že může být také relativně krátký. Čekáme, že míra

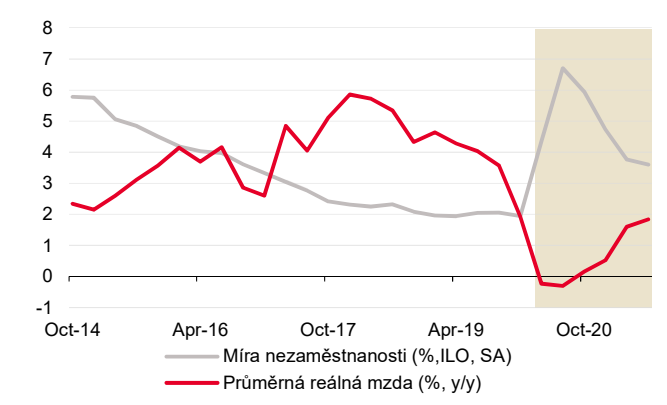
nezaměstnanosti dosáhne vrcholu již letos v pásmu 7-8 %. Většina ztrát pracovních míst se pravděpodobně bude koncentrovat v sektoru služeb. S prognózovaným oživením ekonomiky čekáme relativně rychlé zlepšení trhu práce a pokles míry nezaměstnanosti pod 5 % v horizontu jednoho roku.

Míra nezaměstnanosti roste, volná místa významně tlumí šok



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

Růst mezd výrazně zpomalí



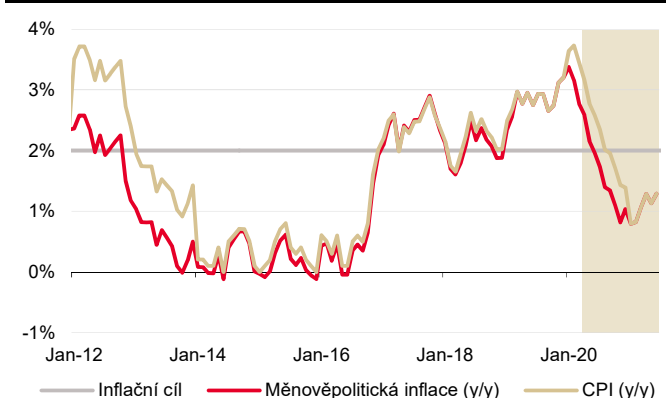
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Veřejný sektor bude pro letošek tahounem růstu mezd. Soukromé společnosti budou snižovat výdaje na mzdy a investice. **S očekávanou inflací pro letošek ve výši 2,4 % a prognózovaným nárůstem nominálních mezd o 2,8 % bude vývoj reálných mezd blízko stagnace.** To dohromady s očekávaným nárůstem nezaměstnanosti koresponduje s naším odhadem poklesu spotřeby domácností v tomto roce o 3,5 %. Nicméně podobně jako v případě HDP je i pro spotřebu domácností pravděpodobné dosažení dna již ve druhém čtvrtletí letošního roku.

### Inflace podstřelí 2% inflační cíl

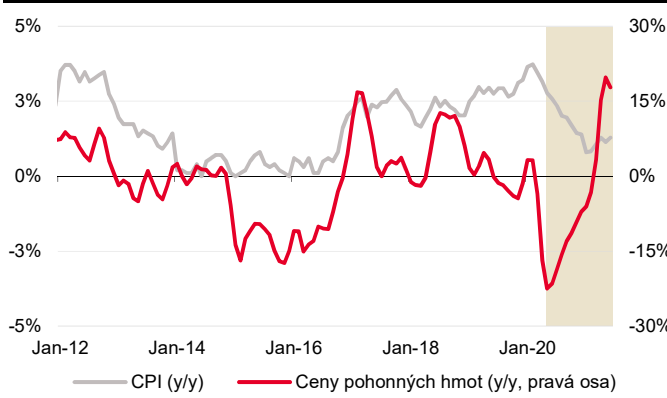
**Negativní šok do domácí poptávky bude tlačit na snižování spotřebitelských cen. Nízké ceny ropy dále silně přispějí ke snížení inflace. Slabá koruna a vyšší ceny potravin budou naopak většímu poklesu inflace bránit. Po dosažení dna pod 1 % y/y v 1Q 2021 se začne inflace zvyšovat.**

Ve druhé půlce roku inflace podstřelí inflační cíl ČNB



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

Nízké ceny paliv udrží inflaci nízko až do roku 2021



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

Čekáme spíše pozvolný nárůst cen ropy.

**Zatímco na začátku letošního roku čelila ČNB inflaci jdoucí výrazně nad 2% inflační cíl, nyní se zdá, že v horizontu roku bude čelit přesně opačnému problému.** Na počátku zde máme silný pokles cen ropy, který snižuje inflaci již v krátkém období. V letošním roce předpokládáme spíše malý nárůst cen ropy k 40 USD/barel (Brent), což znamená, že ropa



bude působit ve směru nízké inflace až do roku 2021. **Dále očekáváme, že jádrová inflace zpomalí relativně rychle z důvodu negativního šoku do domácí poptávky, nárůstu nezaměstnanosti a zpomalení růstu mezd.**

Slabá koruna, vyšší ceny potravin a narušení obchodně dodavatelských vztahů budou přispívat k růstu inflace.

**Na druhou stranu budou ceny pozitivně ovlivněny podstatně oslabenou českou korunou. Navýšení spotřebních daní se v letošním roce projeví v růstu cen tabáku a alkoholu. Nadto, narušení globálních dodavatelsko-odběratelských vztahů může dále působit ve směru vyšších cen.** Toto vnímáme jako signifikantní riziko ve směru vyšší inflace. Podobně pak problémy se sklízí a dodávkami potravin především ovoce a zeleniny mohou vyústit ve vyšší růst cen potravin. Čekáme, že ceny potravin budou držet inflaci výš, nicméně zde vidíme riziko, že sucho a environmentální jevy mohou vést ještě k vyššímu cenovému nárůstu. Nicméně se obáváme, že zmíněný negativní šok do poptávky byl natolik silný, že současné uvolnění měnové politiky není dostatečné a inflace v horizontu dvanácti měsíců podstřelí inflační cíl. U regulovaných cen energií čekáme v příštím roce spíše slabý nárůst. V roce 2022 by ale ceny elektřiny měly k inflaci přispívat více pozitivně s tím, jak se ekonomika vrátí k běžnému fungování a plány na „zelenou“ energii v Evropě budou tlačit ceny energie výš.

**Navzdory námi prognózovanému ekonomickému oživení očekáváme přetrvání negativní mezery výstupu a inflace pod 2 % až do roku 2022. Podobně jako v případě HDP je prognóza inflace mnohem nejistější než obvykle.**

## Rizika: Epidemiologie na prvním místě

Ačkoliv je zde řada střednědobých rizik, na prvním místě jsou záležitosti spojené s vývojem pandemie. Hlavní rizika zahrnují:

- **Druhá vlna pandemie.** Ačkoliv se domníváme, že i v případě druhé vlny by uzavření ekonomik nemělo tak destruktivní dopad jako v případě období březen-duben, přesto by takový scénář znamenal nižší růst HDP pro tento i příští rok (naš alternativní scénář počítá s propadem HDP pro letošek o 10 % a růstem o pouhých 3,5 % v roce 2021). Inflace by zůstala níž po delší čas a adekvátně tomu i úrokové sazby.
- **Nalezení vakcíny.** Toto vnímáme jako výrazné pozitivní riziko pro HDP i pro inflaci. Nicméně obecně vidíme riziko směrem vzhůru menší nežli dolů, jelikož pozitivní dopad vakcíny má své limity.
- **Reakce fiskální politiky.** Česká vláda slíbila podstatný fiskální stimul. Naše prognóza s fiskální expanzí počítá. Nicméně implementace oznámených opatření je prozatím poněkud komplikovaná a budoucnost nejistá. Prozatím je zde patrná tendence přesunout část nákladů financování fiskální expanze na nevládní subjekty jako jsou banky, municipality či pronajímatelé nemovitostí. Pokud by se tato tendence prokázala jako silná, oživení ekonomiky by bylo pomalejší.
- **Brexit.** Nevyřešená záležitost, která má potenciál výrazně negativně ovlivnit evropský obchod.
- **Obchodní války.** S Donaldem Trump na pozici prezidenta USA je riziko obnovených potíží v zahraničním obchodě stále přítomné a může kdykoliv ohrozit ekonomické oživení.

## Klíčové makroekonomické ukazatele

	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>HDP a jeho struktura</b>														
HDP (reálně, y/y, %)	2,0	-2,3	-11,1	-10,9	-3,1	1,9	12,1	11,7	2,5	-6,8	7,1	2,4	3,0	2,4
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	3,2	-1,2	-4,2	-4,4	-4,3	0,1	3,3	3,8	3,0	-3,5	2,8	4,7	3,8	2,2
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	1,7	2,0	2,5	4,4	10,3	8,5	2,5	1,0	2,6	4,8	2,1	0,0	0,8	1,4
Fixní investice (reálně, y/y, %)	4,6	2,7	-4,2	-14,3	-12,0	-7,6	1,3	13,7	2,7	-6,9	3,7	2,7	1,1	2,2
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	-2,4	-2,2	-5,9	-1,0	-0,5	1,5	4,0	0,4	-0,3	-2,4	4,3	0,5	0,0	0,2
Zásoby (příspěvek do y/y)	1,2	-0,6	-5,6	1,5	0,1	0,0	7,6	-1,6	0,2	-1,0	0,1	-0,4	0,1	0,0
<b>Měsíční data z reálné ekonomiky</b>														
Zahraniční obchod (mld, CZK) (**)	10	41	38	43	32	54	54	40	142	123	153	172	167	170
Vývozy (nominálně, y/y, %)	-3,7	-5,1	-33,6	-29,3	-15,1	-7,7	24,7	19,7	3,8	-20,6	12,1	7,6	4,0	4,7
Dovozy (nominálně, y/y, %)	-3,5	-4,5	-35,0	-33,0	-16,1	-11,4	24,8	23,1	1,3	-22,0	11,8	8,1	4,7	5,0
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	-3,3	-3,7	-23,8	-18,1	-10,6	-6,6	21,9	14,6	2,1	-14,0	9,8	6,7	2,6	2,8
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	2,7	2,9	-11,9	-3,8	-1,9	-9,4	-5,2	5,0	0,9	-3,7	-1,3	11,9	5,5	5,3
Maloobchod (reálně, y/y, %)	3,9	0,6	-6,2	-10,8	-9,6	-4,4	2,2	7,4	4,9	-6,5	3,4	7,8	5,2	2,5
<b>Trh práce</b>														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	6,7	5,6	2,5	1,6	1,5	1,2	2,7	3,4	7,1	2,8	3,0	7,7	6,0	3,9
Mzdy (reálně, y/y, %)	3,6	1,9	-0,2	-0,3	0,2	0,5	1,6	1,8	4,1	0,4	1,7	5,8	3,8	1,9
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	2,9	3,0	5,1	7,6	7,0	5,8	4,5	4,5	2,8	5,7	4,7	3,9	3,7	3,7
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,0	2,0	4,3	6,8	5,9	4,8	3,7	3,7	2,0	4,7	3,7	2,7	2,5	2,5
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	-0,4	-0,6	-2,4	-4,8	-3,9	-2,5	0,5	3,3	0,2	-2,9	1,1	1,0	0,3	0,0
<b>Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu</b>														
Inflace (y/y, %)	3,0	3,6	2,7	1,9	1,3	0,7	1,1	1,6	2,8	2,4	1,3	1,8	2,1	2,0
Daně (příspěvek do y/y CPI)	-0,1	0,1	0,3	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Jádrová inflace (y/y, %) (*)	2,5	2,9	2,4	1,4	0,8	0,3	0,7	1,3	2,6	1,9	1,0	1,5	1,8	1,7
Ceny potravin (y/y, %) (*)	4,3	6,0	6,4	5,3	4,4	3,0	1,7	1,8	2,8	5,5	2,1	2,1	2,5	2,7
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*)	-3,3	1,0	-10,5	-9,5	-7,8	-3,6	6,9	6,5	-0,4	-6,7	3,3	2,9	3,5	3,1
Regulované ceny (y/y, %) (*)	5,3	4,2	3,0	2,6	2,1	0,5	1,0	1,5	4,5	3,0	1,3	2,6	2,3	2,0
Ceny v průmyslu (y/y, %)	1,3	1,4	-1,7	-1,7	-0,6	0,2	2,6	2,9	2,6	-0,7	1,9	1,4	3,9	2,9
<b>Finanční proměnné</b>														
2W Repo (% , průměr)	2,00	2,03	0,10	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	1,92	0,56	0,05	0,65	1,50	1,80
3M PRIBOR (% , průměr)	2,18	2,15	0,30	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	2,12	0,74	0,25	0,82	1,70	2,00
CZK/EUR (průměr)	25,6	25,6	27,2	27,0	26,8	26,7	26,6	26,2	25,7	26,7	26,3	25,4	25,0	24,9
CZK/USD (průměr)	23,1	23,3	24,5	23,9	23,5	23,2	22,8	22,0	22,9	23,8	22,3	20,5	19,4	19,0
<b>Vnější prostředí</b>														
HDP v EMU (reálně, y/y, %)	1,0	-3,3	-17,5	-2,0	-0,5	3,4	21,0	1,5	1,2	-5,8	6,5	1,1	1,7	1,7
HDP v Německu (reálně, y/y, %)	0,4	-2,3	-12,0	-4,2	-3,2	-0,4	11,3	2,6	0,6	-5,4	3,9	1,8	1,4	1,3
CPI v EMU (y/y, %)	1,0	1,1	0,0	0,1	0,3	0,5	1,4	1,4	1,2	0,4	1,1	1,4	1,4	1,6
Ropa Brent (USD/bbl, průměr)	62,9	54,3	30,0	35,0	40,0	45,0	45,0	45,0	64,9	39,8	45,0	50,0	58,7	61,7
Euribor 1Y (% , průměr)	-0,28	-0,27	-0,29	-0,29	-0,24	-0,20	-0,13	-0,06	-0,22	-0,27	-0,10	0,18	0,80	1,70
USD/EUR (průměr)	1,11	1,10	1,11	1,13	1,14	1,15	1,17	1,19	1,12	1,12	1,18	1,24	1,30	1,30

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

Poznámka: (\*) příspěvky inflace jsou očištěny o primární dopad daňových změn;

(\*\*) čtvrtletní data jsou sezónně očištěna.

## ČNB Focus



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

### ČNB v červnu sníží repo sazbu na technickou nulu

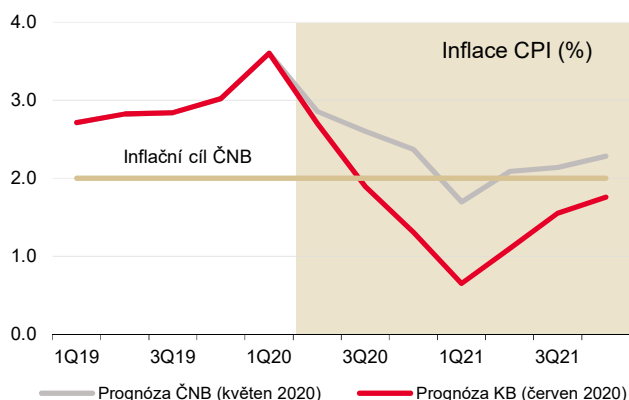
Česká národní banka na svém červnovém zasedání pravděpodobně využije zbývajících prostor a sníží svou základní úrokovou sazbu na technickou nulu, tedy na 0,05 %. Důvodem pro to bude zejména vývoj v zahraničí, který nyní odpovídá spíše alternativnímu scénáři nové prognózy ČNB. Na technické nule pak dvoutýdenní repo sazba pravděpodobně zůstane i celý příští rok. Nutnou podmínkou normalizace měnové politiky bude totiž dvouprocentní inflace, které se však vlivem slabé poptávky nejspíše v příštím roce nedočkáme. V případě déletrvajícího hospodářského útlumu, či výskytu druhé vlny koronavirové nákazy by již ČNB musela přistoupit k nekonvenčním nástrojům měnové politiky. Nejvíce pravděpodobným je podle nás již odzkoušený kurzový závazek.

Centrální banka v průběhu posledních tří měsíců snížila repo sazbu o 200 bb na 0,25 %, tak aby tlumila dopady koronaviru. Kurz koruny reagoval výrazným oslabením o 8 %.

### Rozhodne vývoj zahraniční poptávka

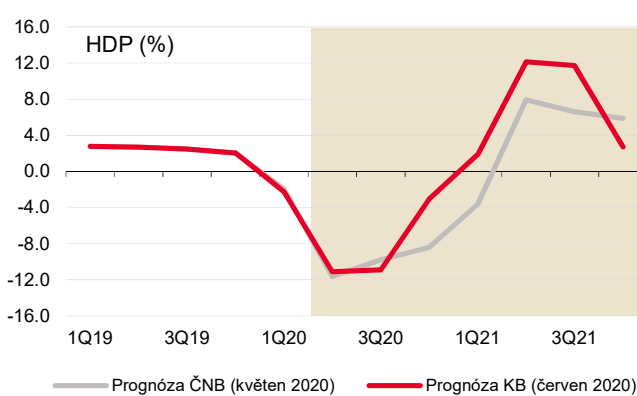
Česká národní banka v reakci na očekávané dopady koronaviru na českou ekonomiku provedla výrazné snížení základní úrokové sazby v souhrnu o 200 bb na 0,25 %. Dvojí snížení úrokových sazeb v druhé polovině března následovalo jen krátce poté, co koronavirová epidemie nabyla globálních rozměrů. Centrální banka tak dala najevo, že je připravena uvolnit měnové podmínky v takovém rozsahu, který zajistí plynulé fungování finančních trhů a podpoří následné oživení ekonomiky. Na to reagoval i kurz české koruny, který oslabil přibližně o 8 % a dostal se až nad 27 CZK/EUR, kde setrvává i nadále. S prodlužující se dobou trvání restriktivních vládních opatření sílí i očekávané dopady viru covid-19 na domácí ekonomiku. Obdobný vývoj byl však zaznamenán i v zahraničí. ČNB tak začátkem května přistoupila k dalšímu, v pořadí již třetímu snížení úrokových sazeb. Její rozhodnutí souviselo nejen s aktuálním vývojem, ale i s pesimistickým výhledem centrální banky o jen pozvolném oživení zahraniční poptávky. To by totiž v otevřené české ekonomice mohlo vést k inflaci pod dvouprocentním cílem ČNB.

### Inflace výrazně zpomalí ...



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

### ... především vlivem utlumené poptávky



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

ČNB v červnu pravděpodobně sníží základní úrokovou sazbu na technickou nulu, a to vlivem horšího než očekávaného vývoje zahraniční poptávky.

**Naše prognóza očekává, že centrální banka využije zbývajících prostor a sníží na červnovém měnově politickém zasedání dvoutýdenní repo sazbu na technickou nulu, tedy na 0,05 %.** Hlavním důvodem bude především vývoj v zahraničí. Pokles ekonomické aktivity v eurozóně byl podle předběžných odhadů v prvním čtvrtletí výraznější, než s jakým počítala aktuální prognóza ČNB. Je zde navíc i riziko, že zpřesněná čísla ukáží na ještě větší pokles. Současný vývoj zahraniční poptávky tak odpovídá spíše alternativnímu scénáři ČNB, který počítá s poklesem základní úrokové sazby na technickou nulu a s její následnou stabilitou až do konce příštího roku. Slabá zahraniční a ve výsledku pak i domácí poptávka

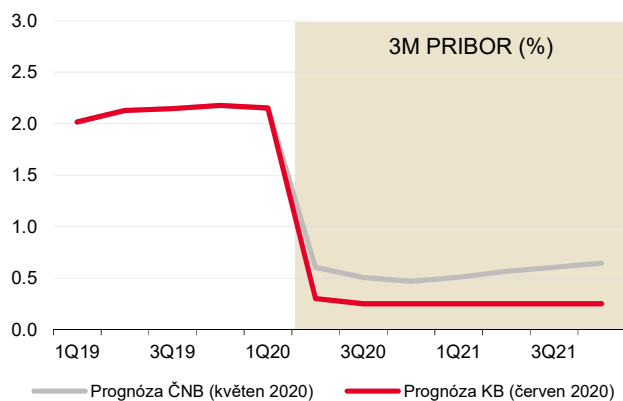
bude podle tohoto scénáře ČNB působit dezinflačně a inflace tak v příštím roce skončí pod dvouprocentním cílem centrální banky. To očekává i naše prognóza, a to i při rychlejším oživení české ekonomiky. Další vývoj ekonomik je však stále spojen s významnými riziky, které se koncentrují spíše ve směru pozvolnějšiho návratu k normálu. S ohledem na výše uvedené, tak bankovní rada na červnovém zasedání pravděpodobně vyhodnotí základní scénář prognózy ČNB jako příliš optimistický. Po červnovém snížení repo sazby na technickou nulu očekáváme, v souladu s alternativním scénářem ČNB, její stabilitu až do konce roku 2021. Pokud centrální bankéři základní úrokovou sazbu opravdu na technickou nulu sníží, lze zároveň očekávat, že toto rozhodnutí bude doplněno vyjádřením, že repo sazba setrvá na této úrovni až do doby, kdy inflace dosáhne svého dvouprocentního cíle.

### Nekonvenční měnová politika na obzoru

**Prostor pro další snižování úrokových sazeb je téměř vyčerpán a další případné uvolnění měnové politiky ČNB bude muset být realizováno prostřednictvím nekonvenčních nástrojů.** Jejich potřeba může vyvstat ve chvíli déletrvajících následků současné koronavirové nákazy, či v okamžiku jejího opětovného výskytu. Dopady druhé vlny koronaviru na českou ekonomiku odhaduje druhý z alternativních scénářů ČNB. Podle něho by návrat koronaviru vyžadoval dodatečné uvolnění měnové politiky v takovém rozsahu, že by ho už nebylo možné zrealizovat pomocí konvenční měnové politiky a ČNB by musela přistoupit k nekonvenčním nástrojům. Nejpravděpodobnějším je z našeho pohledu kurzový závazek, s jehož využitím má centrální banka zkušenost z období 2013-2017. ČNB je ohledně samotného využití nekonvenčních nástrojů zatím skoupá na slovo a možné parametry případného kurzového závazku tak jasné nejsou. Zbylé dva nekonvenční nástroje, tedy kvantitativní uvolňování a záporné úrokové sazby jsou podle našeho názoru méně pravděpodobné.

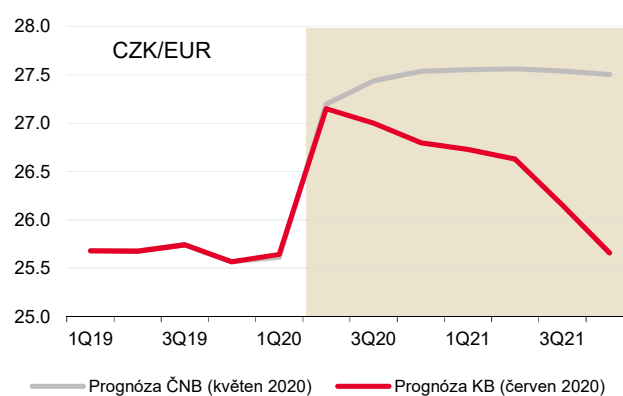
V případě potřeby dalšího výraznějšího uvolnění měnové politiky bude ČNB muset sáhnout k nekonvenčním nástrojům, nejspíše ke kurzovému závazku.

Úrokové sazby zůstanou nízké až do konce roku 2021



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

Koruna bude slabá i ve zbytku letošního roku



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

## Korunový devizový trh



**František Táborský**  
(420) 222 008 598  
frantisek\_taborsky@kb.cz

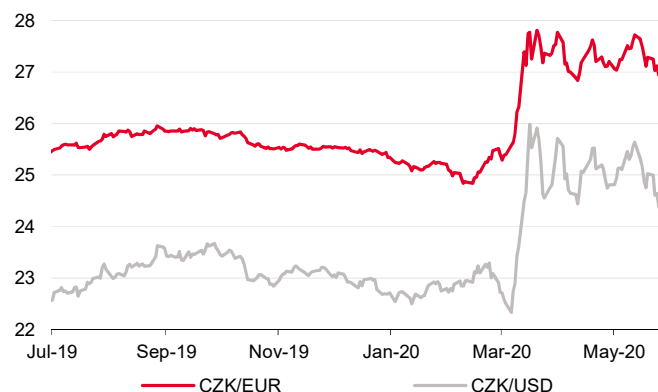
### S restartem ekonomiky přijde návrat k silnějším hodnotám

Koruna se po rekordním oslabení na konci března stabilizovala v pásmu 27-28 CZK/EUR, kde podle nás ještě pár týdnů zůstane. Hlavními faktory zůstávají nízké tržní úrokové sazby, které snižují její atraktivitu a vývoj pandemie v zahraničí. Ve druhé polovině roku ale očekáváme, že se koruna stabilizuje a začne postupně posilovat. Krátkodobé výkyvy oběma směry způsobené proměnlivým sentimentem na globálních trzích však nelze vyloučit. Rizikem pro naši prognózu zůstává druhá vlna pandemie, která by narušila oživení domácí ekonomiky a vstup ČNB na devizový trh. Krátkodobé výkyvy koruny ke slabším hodnotám i nadále doporučujeme využít pro zajištění měnového rizika.

### Stabilizace globálních finančních trhů přinesla klid i koruně

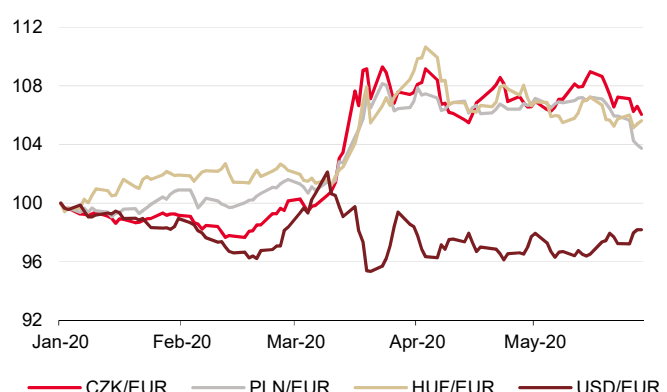
Koruna se již od konce března, kdy skokově oslabila, pohybuje v pásmu 27-28 za euro, kde podle nás ještě pár týdnů zůstane. Finanční trhy uklidnila bezprecedentní vlna uvolňování hospodářské politiky napříč kontinenty, která pojmla prvotní šok vyvolaný pandemií COVID-19 a dovolila trhům se stabilizovat. Postupné uklidnění je patrné i na tuzemském trhu (viz týdenní data o pohybu ETF s korunovými aktivy). Lze ale předpokládat, že se v nejbližších týdnech ještě dočkáme několika vln opakovaného oslabení koruny s tím, jak budou přicházet informace ze zahraničí o skutečných dopadech pandemie na ekonomiku. Vývoj v zahraničí je totiž v současnosti hlavním faktorem ovlivňujícím kurz koruny.

Vývoj kurzu koruny za posledních dvanáct měsíců



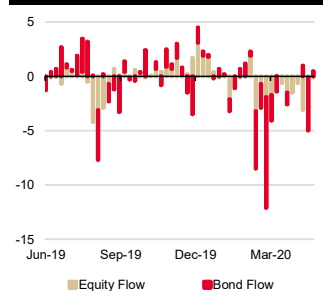
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Relativní vývoj středoevropských měn (1.1.2020 = 100)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

ETF flow s korunovými aktivy (mld. USD)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Nicméně **do konce tohoto pololetí očekáváme, že se koruna ustálí u hranice 27 CZK/EUR** s tím, jak finanční trhy uvidí světlo na konci tunelu a začnou očekávat oživení ekonomiky a růst úrokových sazeb. Do té doby to bude právě rekordně nízký úrokový diferenciál vůči eurovým sazbám, který bude koruně bránit v posilování. Další snížení úrokových sazeb ČNB a hrozba použití nekonvenčních nástrojů ji nedovolí se udržet na silnějších hodnotách po většinu zbytku tohoto roku. Krátkodobé výkyvy oběma směry způsobené proměnlivým sentimentem na globálních trzích však nelze vyloučit.

### Prognóza kurzu koruny (konec období)

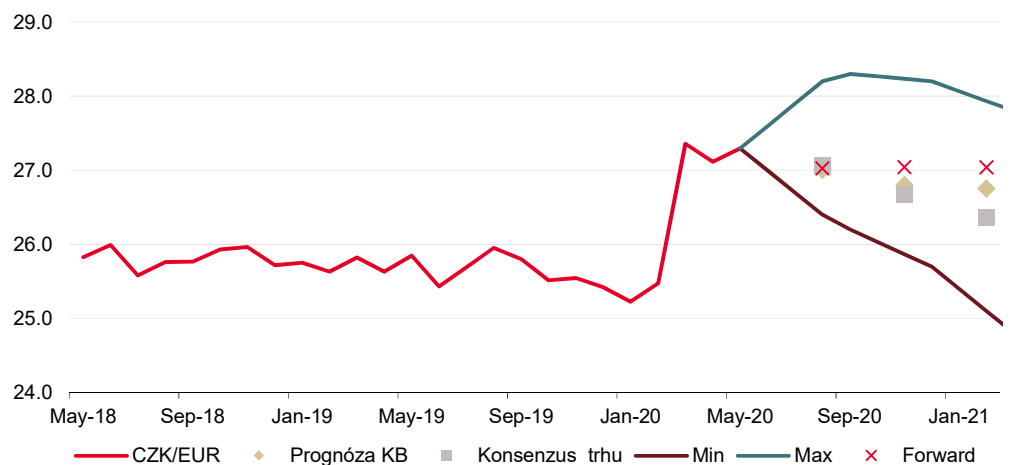
	Q2 20f	Q3 20f	Q4 20f	Q1 21f	Q2 21f
CZK/EUR	27,0	27,0	26,8	26,7	26,6
CZK/USD	24,8	24,8	24,4	23,8	23,3
USD/EUR	1,09	1,09	1,10	1,12	1,14

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Hlavním rizikem pro korunu je vleklejší recese a zásah ČNB

**Významným rizikem naší prognózy je případný vstup ČNB na devizový trh.** Bankovní rada opakovaně deklarovala připravenost intervenovat proti „nadměrným pohybům koruny“ a zabránit jí tak v dalším oslabení. I nadále považujeme za klíčovou úroveň 28 korun za euro. Nicméně předpokládáme, že by koruna musela být nad touto úrovní delší dobu či vykazovat tendence k dalšímu oslabení, aby centrální banka měla potřebu začít intervenovat. Ačkoli má ČNB s devizovými intervencemi nedávnou zkušenost, současné složení bankovní rady má k tomuto nástroji zdrženlivější přístup.

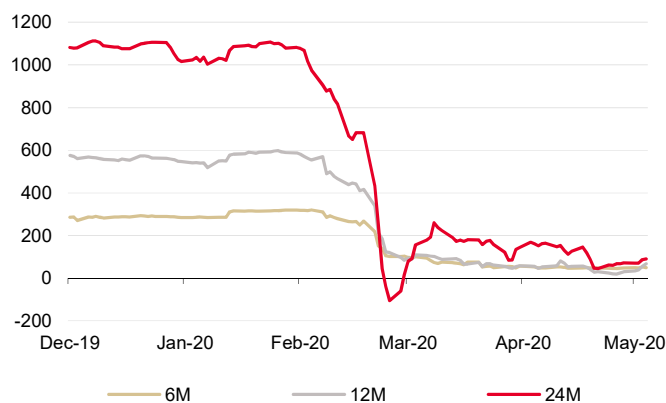
Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 28. 5. 2020)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

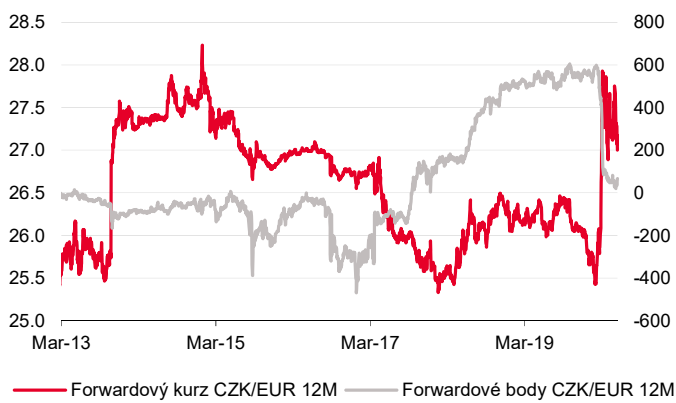
**V delším horizontu se ale může paradoxně ČNB dostat do opačné situace, kdy bude zvažovat naopak intervence ve prospěch slabší koruny.** Námí očekávané snížení úrokových sazeb na technickou nulu umocní aktuální diskuzi v rámci bankovní rady, jak dále uvolnit měnové podmínky, pokud to bude potřeba. Jak již bylo zmíněno v kapitole ČNB Focus, kurzový závazek považujeme jako nejpravděpodobnější variantu z nabídky nekonvenčních nástrojů centrální banky.

Forwardové body následují kolaps úrokových sazeb



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Slabší úroveň koruny nabízí stále zajímavé možnosti zajištění



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V pesimistickém scénáři by se opakoval příběh z roku 2013, kdy se ČNB snažila umělým oslabením koruny podpořit ekonomický růst, zabránit riziku deflace a skrze vyšší dovozní ceny vrátit inflaci k dvouprocentnímu cíli. Takový scénář může nastat v případě, že by přišla druhá vlna pandemie a námí očekávané oživení ekonomiky by se nedostavilo. Naopak v optimistickém scénáři, kterému dáváme výrazně menší pravděpodobnost, by rychlé oživení

ekonomiky mohlo být doprovázeno příliš rychlým posílením koruny, která by tak utahovala tuzemské měnové podmínky a snižovala cenovou konkurenceschopnost exportu více, než by ČNB byla ochotna tolerovat.

### Možnost výhodného zajištění koruny se uzavírá

Aktuálně silnější korunu nepovažujeme za udržitelnou, v delším horizontu ale očekáváme, že si své silnější hodnoty obhájí. Ačkoli forwardové body s kolapsem úrokových sazeb skokově propadly, úroveň kurzu koruny pořád nabízí zajímavé možnosti zajištění proti jejímu budoucímu posílení. Proto **i nadále doporučujeme využít případných návratů koruny ke slabším hodnotám k zajištění měnového rizika**. Současné podmínky na trhu navíc otevírají i výhodné možnosti komplexnějších řešení zajištění jako jsou některé beznákladové opční strategie. Posun risk reversal (rozdíl implikované volatility mezi nákupní a prodejní opcí se stejnou realizační cenou) spolu se zvýšenou volatilitou vytváří příležitost pro výhodné zajištění proti posílení koruny a zároveň přináší možnost benefitovat z jejího případného oslabení.

## Trh českých vládních dluhopisů a IRS

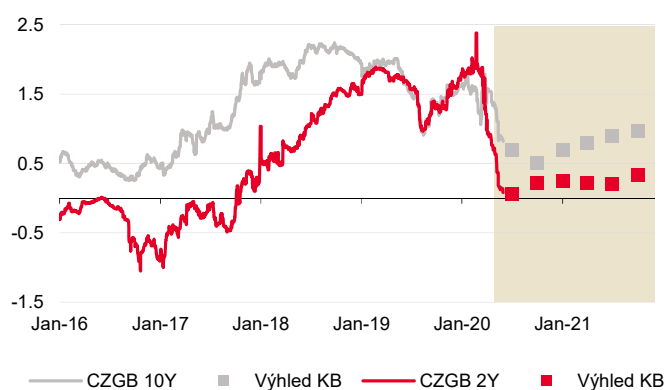


František Tábořský  
(420) 222 008 598  
frantisek\_taboricky@kb.cz

### Vysoká poptávka udrží výnosy státních dluhopisů velmi nízko

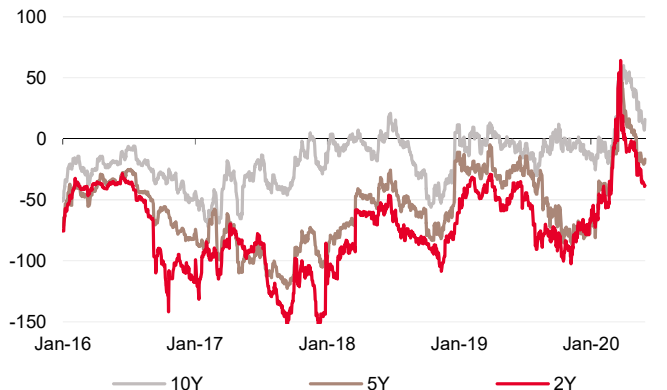
Vidina rekordního deficitu státního rozpočtu donutila Ministerstvo financí během dvou měsíců překonat emisi státních dluhopisů celého loňského roku. Vysoká nabídka se ale potkává s exorémní poptávkou na trhu. Pro příští rok očekáváme, že vypůjční potřeby státu ještě vzrostou. Ačkoli poptávka už nemusí být tak silná, předpokládáme, že trh takovou nabídku bez problému pojme. Vysoká poptávka tak bude i nadále tlačit výnosy státních dluhopisů dolů. Zejména na delším konci křivky vidíme ještě prostor k poklesu. Finanční trhy v současnosti mírně podceňují šance poklesu úrokových sazeb ČNB na nulu. To by mělo vést ještě k mírnému snížení sazeb na krátkém konci křivky. Obecně ale považujeme současné úrovně sazeb za cyklické dno, které doporučujeme využít k zajištění do budoucna.

Výnosy českých státních dluhopisů (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

ASW spready (bb)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ministerstvo financí vydalo za poslední dva měsíce více státních dluhopisů než v dosavad rekordním roce 2018. V příštím roce však vypůjční potřeby státu ještě vzrostou.

### Vypůjční potřeby státu v příštím roce překonají letošní rekordy

S vidinou narůstajícího plánovaného deficitu státního rozpočtu muselo Ministerstvo financí v krátkém čase emitovat rekordní množství státních dluhopisů. **Jen za duben a květen vydalo státní dluhopisy v objemu 300 mld. CZK, čímž tak překonalo doposud rekordní rok 2018 (250 mld. CZK).** Společně s pokladničními poukázkami a operacemi na sekundárním trhu si tak zajistilo Ministerstvo financí 92 % z 550,3 mld. CZK vypůjčních potřeb na pokrytí námi předpokládaného deficitu státního rozpočtu 340 mld. CZK, splátek dříve emitovaných dluhopisů a dalších závazků státu. Většinu práce tak má ministerstvo již odvedeno.

### Na druhou stranu stále vnímáme velké riziko významně vyšších letošních vypůjčních potřeb.

(1) Podle nás bude chtít ministerstvo využít příznivých podmínek na finančních trzích a předfinancovat si některé splátky státních dluhopisů maturujících na začátku příštího roku. (2) A navíc skutečný deficit letošního státního rozpočtu může být výrazně vyšší, než s čím v současnosti počítá vláda, což by měly odhalit průběžné výsledky rozpočtu v nejbližších měsících (více v kapitole *Fiskální politika*). Navíc díky bohatému kalendáři splatných státních dluhopisů a vysokému deficitu státního rozpočtu překročí vypůjční potřeby v příštím roce ty letošní zhruba o 100 mld. CZK.

### Předpokládáme však, že by poptávka po českých státních dluhopisech měla přetrvat i v příštím roce.

Tuzemský finanční trh i nadále překypuje likviditou a připravenost ČNB nakupovat státní dluhopisy v případě problémů bude podporovat i poptávku ze zahraničí. Vnímáme ale riziko, že poptávka v primárních aukcích a i na sekundárním trhu však už nemusí být tak vysoká jako letos.



**Výnosy českých státních dluhopisů v posledních týdnech zaznamenaly výrazný propad právě pod nátlakem vysoké poptávky.** Krátký konec křivky se přiblížil k nulové hranici a podle nás tak narazil na své dno. S menší atraktivitou kratších splatností se pak zájem investorů přesunul k delšímu konci, kde ještě vidíme prostor k poklesu výnosů. Na těchto úrovních se udrží celá křivka minimálně po zbytek tohoto roku a až v roce příštím se odváží delší konec křivky k postupnému růstu.

#### Prognóza výnosů CZGB

	Q2 20f	Q3 20f	Q4 20f	Q1 21f	Q2 21f
Výnos 2Y CZGB (%)	0,05	0,20	0,25	0,20	0,20
Výnos 5Y CZGB (%)	0,45	0,40	0,50	0,60	0,60
Výnos 10Y CZGB (%)	0,70	0,50	0,70	0,80	0,90
10Y CZGB ASW (bb)	-0,05	-0,25	-0,10	-0,25	-0,20

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Rating: zhoršení veřejných financí jako riziko výhledu do budoucna

Hned několik regionálních konkurentů za poslední dva měsíce obdrželo horší rating nebo alespoň se jim zhoršil jejich výhled minimálně u jedné z hlavních ratingových agentur. V případě České republiky jsme doposud viděli jen potvrzení současného stavu od dvou ze tří významných agentur. **Snížení ratingu v nejbližší době tak nepředpokládáme, riziko negativního výhledu tu však je.** Ministerstvo financí ve svých výhledech počítá s výrazným a hlavně dlouhodobým zhoršením strukturálního deficitu veřejných financí, které podle nás může vést k přísnějšímu pohledu ratingových agentur. Situaci nepřispělo ani nedávné rozvolnění rozpočtové odpovědnosti. Přitom právě dobrý stav tuzemských veřejných financí byl hlavním důvodem tak vysokého ratingu ve srovnání s ostatními zeměmi v regionu. Největší riziko změny výhledu vnímáme u agentury Moody's.

#### Přehled ratingu hlavních agentur pro Českou republiku

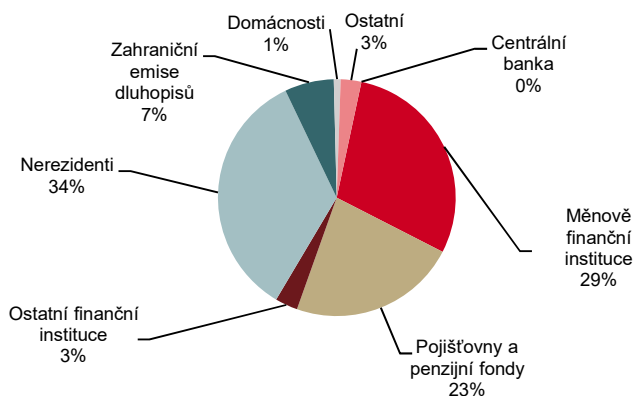
	Domácí závazky	Výhled	Zahraněční závazky	Výhled	Další hodnocení
S&P	AA	STABLE	AA-	STABLE	30.10.2020
Moody's	Aa3	STABLE	Aa3	STABLE	07.08.2020
Fitch	AA-	STABLE	AA-	STABLE	24.07.2020

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Struktura držitelů CZGB: podíl zahraničích v záplavě nových emisí klesl

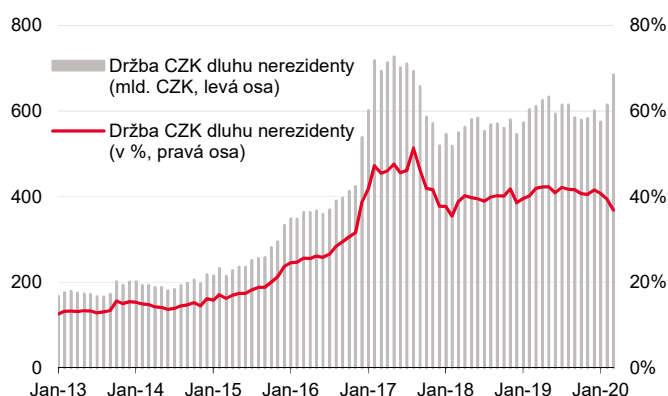
**Podíl nerezidentů na držbě českých státních dluhopisů poklesl v dubnu na 36,9 % z březnových 39,4 %.** V relativním vyjádření se tak jedná o nejnižší hodnotu od března 2018. V nominálním vyjádření ale jejich držba vzrostla zhruba o 70 mld. CZK. V záplavě nově emitovaných státních dluhopisů ale více poptávaly domácí subjekty, které v dubnu navýšily svou držbu o necelých 230 mld. CZK. V květnu pravděpodobně tento trend pokračoval. V následujících měsících ale emisní aktivita Ministerstva financí poklesne, s čímž by se měla i ustálit struktura držitelů tuzemských státních dluhopisů, pokud nedojde k dalším turbulencím na finančních trzích.

**Držba státních dluhopisů podle typu držitele (duben 2020)**



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Podíl nerezidentů poklesl na 36,9 %**



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Finanční trh podle nás mírně podceňuje možnost snížení úrokových sazeb ČNB, což by mělo ještě mírně prohloubit jejich minima na krátkém konci křivky. V druhé polovině roku už uvidíme jejich růst.

**Trh českých sazeb IRS: sazby naráží na své dno**

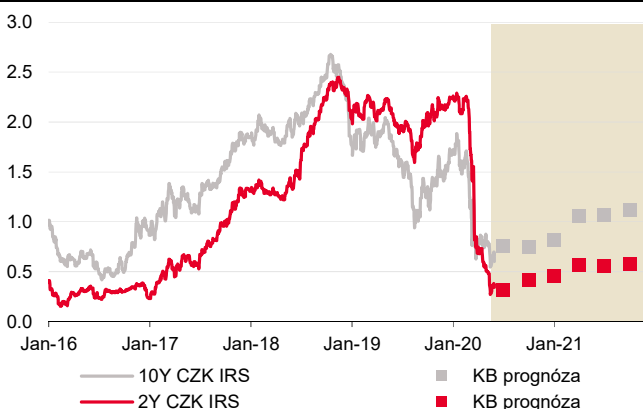
**Finanční trhy v současnosti podle nás mírně podceňují pravděpodobnost snížení úrokových sazeb ČNB na nulu.** Jejich faktické snížení na konci června by tak mělo ještě mírně posunout krátký konec křivky dolů. Nicméně bankovní rada důrazně odmítá možnost záporných úrokových sazeb, což vnímají i finanční trhy ve svých cenách. Podle nás se tak úrokové swapy v současnosti pohybují po celé své křivce na nejnižších úrovních nebo jen lehce nad nimi. V druhé polovině roku očekáváme, že spolu s oživením ekonomiky i finanční trhy začnou vnímat možnost návratu měnové politiky k vyšším sazbám, s čímž porostou i úrokové swapy po celé své křivce. Na delším konci k tomu přispěje i nárůst eurových a dolarových sazeb. Výraznější nárůst sklonu křivky očekáváme ale až na přelomu roku.

**Výhled pro CZK IRS (%)**

	Q2 20f	Q3 20f	Q4 20f	Q1 21f	Q2 21f
2Y	0,30	0,40	0,45	0,55	0,55
5Y	0,60	0,60	0,65	0,85	0,85
10Y	0,75	0,75	0,80	1,05	1,05

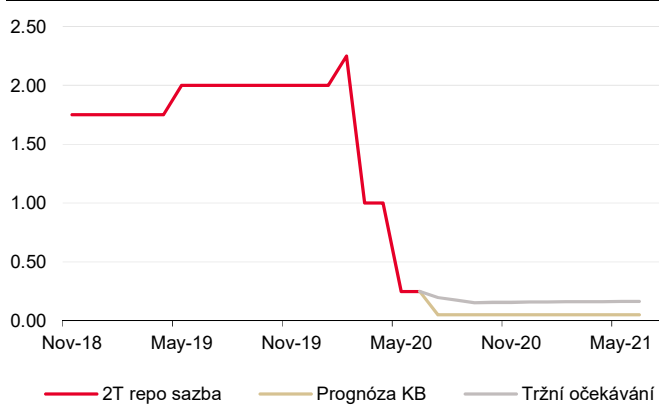
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Prognóza IRS (%)**



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Trh lehce podceňuje možnost dalšího snížení sazeb ČNB**



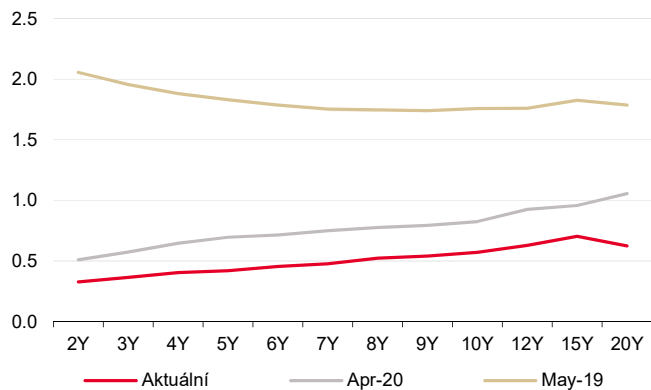
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Rekordně nízké sazby nabízejí atraktivní možnosti zajištění**

**Současné úrovně úrokových swapů považujeme za cyklické dno, které doporučujeme využít pro zajištění úrokového rizika.** Ačkoli první zvýšení úrokových sazeb ČNB předpokládáme až v roce 2022, finanční trhy začnou už letos započítávat tuto možnost do svých cen, s čímž půjdou úrokové swapy nahoru po celé své křivce. Obdobné příležitosti

vidíme i v zahraničí. Eurová křivka se po celé své délce dostala do záporných hodnot a dolarové sazby spadly na historicky nejnižší úroveň. V obou případech ale očekáváme jejich postupný nárůst v druhé polovině roku.

**Sklon křivky úrokových swapů nabízí stále výhodné zajištění**



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

		Maturita						
		6M	1Y	18M	2Y	3Y	5Y	10Y
Forward	Spot	0.36	0.27	0.32	0.33	0.37	0.44	0.57
	3M	0.23	0.27	0.30	0.32	0.36	0.44	0.58
	6M	0.24	0.30	0.32	0.35	0.39	0.45	0.60
	9M	0.30	0.33	0.35	0.37	0.41	0.46	0.62
	1Y	0.36	0.36	0.39	0.40	0.43	0.48	0.64
	18M	0.36	0.40	0.41	0.43	0.47	0.51	0.67
	2Y	0.44	0.44	0.45	0.46	0.51	0.55	0.70
	3Y	0.48	0.48	0.52	0.54	0.53	0.60	0.75

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ke dni 29. 5. 2020

## Klíčové ekonomické ukazatele

### Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
HDP	reálný, %	4,5	2,8	2,5	-6,8	7,1	2,4	3,0	2,4
Inflace	průměr období, %	2,5	2,1	2,8	2,4	1,3	1,8	2,1	2,0
Běžný účet platební bilance	% HDP	1,7	0,4	-0,4	-1,6	1,4	0,6	0,0	-0,1
3M PRIBOR	průměr	0,4	1,3	2,1	0,7	0,3	0,8	1,7	2,0
CZK/EUR	průměr	26,3	25,6	25,7	26,6	26,3	25,4	25,0	24,9
CZK/USD	průměr	23,4	21,7	22,9	23,8	22,3	20,5	19,4	19,0

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

### Měna a úrokové sazby - výhled

		29.05.2020	Červen 2020	Září 2020	Prosinec 2020	Březen 2021	Červen 2021
CZK/EUR	konec období	27,0	27,0	27,0	26,8	26,7	26,6
USD/EUR	konec období	1,11	1,09	1,09	1,10	1,12	1,14
CZK/USD	konec období	24,2	24,8	24,8	24,4	23,8	23,3
3M PRIBOR	konec období	0,34	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
10Y IRS	konec období	0,61	0,75	0,75	0,80	1,05	1,05

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

### Měsíční makroekonomická data

		IX-19	X-19	XI-19	XII-19	I-20	II-20	III-20	IV-20	V-20
Inflace (CPI)	%, m/m	2,7	2,7	3,1	3,2	3,6	3,7	3,4	3,2	n.a.
Inflace (CPI)	%, y/y	-0,6	0,5	0,3	0,2	1,5	0,3	-0,1	-0,2	n.a.
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	1,9	0,9	0,9	2,1	2,4	1,4	0,4	-0,8	n.a.
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	0,1	-0,3	-0,1	0,1	1,3	-0,7	-0,5	-0,5	n.a.
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	2,7	2,6	2,6	2,9	3,1	3,0	3,0	3,4	n.a.
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	4,5	-2,9	-5,5	-0,9	-1,2	-0,9	-10,8	n.a.	n.a.
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	5,7	-2,9	-6,5	-0,7	0,5	0,5	-9,4	n.a.	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	-0,3	-0,3	4,5	4,5	6,0	5,3	-2,3	n.a.	n.a.
Maloobchodní tržby	%, y/y, stálé ceny	8,6	2,6	3,0	4,4	1,8	3,5	-15,5	n.a.	n.a.
Zahraněční obchod	mld. CZK (národní met.)	20,7	7,1	12,0	-9,5	16,7	20,8	3,1	n.a.	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	-9,4	-9,0	-3,5	-10,6	18,5	29,9	-0,5	n.a.	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	28,1	3,5	-17,5	12,2	12,8	45,1	46,4	n.a.	n.a.
M2	%, y/y	7,9	8,1	7,6	7,1	8,0	7,9	9,9	9,3	n.a.
Státní rozpočet	mld. CZK (od zač. roku)	-21,0	-19,6	-38,6	-28,5	-8,0	-27,4	-44,7	-93,8	n.a.
3M PRIBOR	%, průměr	2,14	2,17	2,18	2,18	2,17	2,34	1,95	0,96	n.a.
CZK/EUR	průměr	25,9	25,7	25,5	25,5	25,2	25,1	26,6	27,3	27,3
CZK/USD	průměr	23,5	23,2	23,1	22,9	22,7	23,0	24,1	25,1	25,0

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

## Upozornění

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>.

## KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



**Jan Vejmelek, Ph.D., CFA**  
(420) 222 008 568  
jan\_vejmelek@kb.cz

### Ekonomové



**Michal Brožka**  
(420) 222 008 569  
michal\_brozka@kb.cz



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



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



**Finanční trhy**  
**František Tábořský**  
(420) 222 008 598  
frantisek\_taboricky@kb.cz

### Akciový analytik



**Bohumil Trampota**  
(420) 222 008 560  
bohumil\_trampota@kb.cz

## SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE

Hlavní ekonom Rosbank



**Evgeny Koshelev**  
(7) 495 725 5637  
evgeny.koshelev@rosbank.ru

Hlavní ekonom BRD-GSG

**Florian Libocor**  
(40) 213 016 869  
florian.libocor@brd.ro

### Ekonom BRD-GSG



**Ioan Mincu**  
(40) 213 014 472  
george.mincu-radulescu@brd.ro



**Akciový analytik**  
**Laura Simion, CFA**  
(40) 213 014 370  
laura.simion@brd.ro



**Ekonom Rosbank**  
**Anna Zaigrina**  
(7) 495 662 1300  
anna.zaigrina@rosbank.ru

## SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky



**Klaus Baader**  
(852) 2166 4095  
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



**Yvan Mamalet**  
(44) 20 7762 5665  
yvan.mamalet@sgcib.com



**Velká Británie**  
**Brian Hilliard**  
(44) 20 7676 7165  
brian.hilliard@sgcib.com

### Severní Amerika



**Stephen Gallagher**  
(212) 278 4496  
stephen.gallagher@sgcib.com



**Latinská Amerika**  
**Dev Ashish**  
(91) 80 2802 4381  
dev.ashish@socgen.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**  
**Takuji Aida**  
(81) 3 6777 8063  
takuji.aida@sgcib.com



**Arata Oto**  
(81) 3 6777 8064  
arata.oto@sgcib.com

## SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu



**Brigitte Richard-Hidden**  
(33) 1 4213 7846  
brigitte.richard-hidden@sgcib.com

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů



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

Vedoucí strategie sazeb



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

Vedoucí strategie sazeb pro Evropu



**Ciaran O'Hagan**  
(33) 1 4213 5860  
ciaran.ohagan@sgcib.com

Dluhopisový trh a SSA



**Cristina Costa**  
(33) 1 5898 5171  
cristina.costa@sgcib.com

Vedoucí strategie sazeb pro USA



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

Vedoucí strategie sazeb



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

Vedoucí strategie sazeb pro Evropu



**Jean-David Cirotteau**  
(33) 1 4213 7252  
jean-david.cirotteau@sgcib.com



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

Vedoucí strategie sazeb



**Kevin Ferret**  
(44) 20 7676 7073  
kevin.ferret@sgcib.com



**Rohit Gaurav**  
(91) 80 6731 8958  
rohit.gaurav@sgcib.com



**Michael Chang**  
(1) 212 278 5307  
michael.chang@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



**Jason Daw**  
(65) 6326 7890  
jason.daw@sgcib.com



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



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



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



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