

Čtvrtletní zpráva

Ekonomické výhledy

Strašák jménem stagflace



©iStock

- **V hlavním scénáři mělká recese:** Čekáme, že si česká ekonomika v letošním roce projde kvůli válce mezi Ukrajinou a Ruskem mírnou recesí. Dosažení předpandemické úrovně HDP se tím odkládá zhruba o rok do H1 23.
- **Inflace by měla být blízko vrcholu:** Inflace prozatím nejví známkou zpomalení, to se ale podle nás blíží. Nicméně i tak pro letošek počítáme s inflací v průměru 12,6 % a v příštím roce stále vysokých 7,2 %.
- **ČNB zvýší úrokové sazby na 5,5 %:** Tohoto svého vrcholu by měly úroky dosáhnout v květnu. Bilance měnově politických rizik je nyní více vyrovnaná. S návratem sazeb zpět k politicky neutrálním 3 % počítáme nejdříve od začátku roku 2023.
- **Výnosy jsou blízko vrcholu:** Krátký konec výnosové křivky se může brzy začít postupně snižovat, a to s vidinou zahájení návratu sazeb ČNB zpět k neutrálním úrovním v průběhu příštího roku a zpomalení letošního tempa růstu ekonomiky.
- **Koruna letos mírně posílí:** Krátkodobě bude koruně pomáhat úrokový diferenciál. Silný dolar a zhoršená výkonnost exportu budou její apreciaci v nejbližších měsících brzdit. Celkově koruna podle nás na konci roku dosáhne 24,20 CZK/EUR.



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



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



Michal Brožka
(420) 222 008 569
michal_brozka@kb.cz



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



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



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

Obchází nás strašidlo stagflace

Nikdo z nás si při práci na předchozím vydání *Ekonomických výhledů* nedokázal představit, s čím se budeme potýkat o pár týdnů později. Celým lednovým reportem se nesla víra v brzké *Zkročení inflační saně* a návrat výkonnosti tuzemského hospodářství na předpandemickopu úroveň. Bohužel, **válka na Ukrajině vše zásadně mění**. Na prvním místě se samozřejmě jedná o obrovskou lidskou katastrofu, kterou nikdo z nás v 21. století v Evropě nečekal. Válka má však i své ekonomické konsekvence.

V podstatě došlo k naplnění všech rizik naší lednové makroekonomické prognózy.

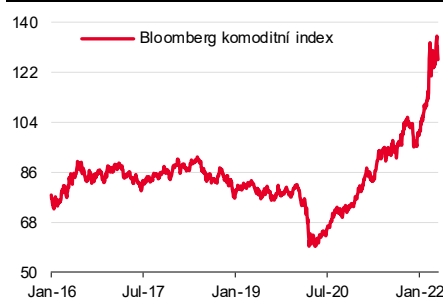
Ceny komodit dramaticky rostou

komodita	Cenový nárůst od počátku roku (v CZK)
Ropa (Brent)	+36,1 %
Plyn	+33,0 %
Elektřina	+71,6 %
Nikl	+65,7 %
Pšenice	+43,1 %

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: k 25.4.2022

Do poslední chvíle jsme nevěřili tomu, že dojde k takové eskalaci geopolitického rizika, že začnou řinčet zbraně a půjde o lidské životy. **Válka vedla k naplnění většiny ekonomických rizik**, před kterými jsme v lednových *Ekonomických výhledech* varovali, ač s válkou samotnou jsme vůbec nepočítali. První známky zlepšování potíží v dodavatelských řetězcích vzaly za své, když Rusko i Ukrajina byly součástí zejména počátečních fází globálního výrobního řetězce. Když se zmírnily problémy s dodávkami čipů do automobilového průmyslu, objevil se problém nedostatku kabelových svazků, kde je Ukrajina významným producentem. Již od podzimu patrné inflační tlaky z titulu přerušených výrobních řetězců doplnil další inflační šok v podobě dramatického zdražení energetických i agrárních komodit. Naplňuje se i riziko výrazného zvyšování dolarových úrokových sazeb a posilování dolaru a zrovna tak válka na Ukrajině ohrožuje odchod naší vlády směrem k fiskální konsolidaci. A v neposlední řadě se opětovně na scénu vrací pandemické riziko. Ne u nás či v Evropě, ale v Číně a dalších asijských ekonomikách. Politika nulové tolerance, zavírání měst a regionů uzavírá kruh nedostatku výrobních komponent pro (nejenom) evropskou produkci.

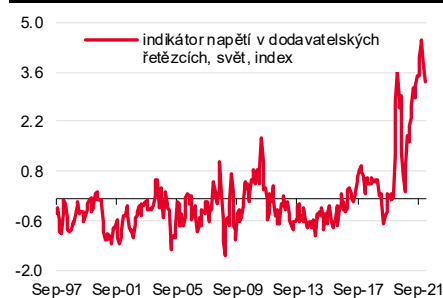
Globálně rostou ceny komodit ...



... i potravin



Potíže ve výrobním řetězci přetrvávají

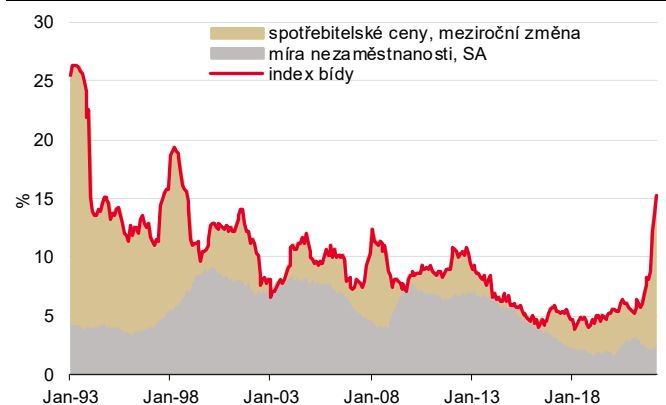


Zdroj: Bloomberg, FAO, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Stagflace je tu, ale naštěstí trh práce je silný.

Válka na Ukrajině s sebou přináší riziko staglačního přízraku v podobě vysoké inflace a hospodářské stagnace. V případě typické poptávkové inflace je její růst způsoben rychlým růstem ekonomiky, jejím přehříváním. V případě stagflace je rychlý růst spotřebitelských cen výsledkem nabídkového šoku, typicky zdražením klíčové suroviny, jako je například ropa. Ne nadarmo má termín stagflace počátky v ropných šocích 70. let minulého století. Ztráta kupní síly peněz pak významným způsobem omezuje agregátní

V rámci indexu bídy se zhoršuje pouze inflační složka



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Macrobond

poptávku, ekonomika upadá do stagnace, v horším případě do recese. Výsledkem může být dramatický nárůst míry nezaměstnanosti, což situaci v reálné ekonomice dále zhoršuje. Kombinace vysoké míry nezaměstnanosti a inflace je tím, co dopadá na domácnosti. Celkový negativní vliv zjednodušeně ukazuje index bída (*miser index*), který má původ právě ve stagflaci 70. let minulého století.

Inflace není pouze nabídková, má i svou poptávkovou složku.

Současnou situaci však nevnímáme jak z pohledu globální ekonomiky, tak ale i té české, jako vyloženě stagflační. Tuzemská inflace má bezesporu své nabídkové příčiny v podobě dovozu drahých energií, nemalou část však tvoří i poptávková inflace, jak jsme detailněji popisovali v editorialech předchozích *Ekonomických výhledů*. Ano, vysoká míra tuzemské inflace ohrožuje reálnou kupní sílu domácností i firem a drahé statky nezbytné potřeby jako jsou energie či potraviny ohrožují poptávku po zbytečnějších produktech. To se samozřejmě promítne do pomalejšího hospodářského růstu. Stále tedy za letošní rok česká ekonomika podle naší prognózy poroste, i když výrazně pomalejším tempem. Námi předpokládaný růst tuzemského hospodářství o 1,8 % letos a 2,8 % příští rok implikuje, že předpandemické úrovně dosáhne Česko až zhruba v polovině roku 2023.

Volných pracovních míst je dostatek, a to i pro ukrajinské uprchlíky.

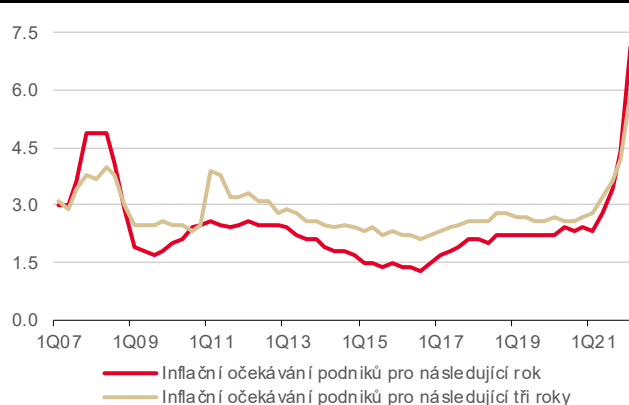
Zásadně jiná je situace, pokud jde o trh práce. Ten se jednoznačně vrátil do předpandemické přehřátosti. Firmy napříč odvětvími vedle potíží s nedostatkem materiálů či jeho cenou reportují nedostatek pracovní síly jako jednu z hlavních bariér svého dalšího růstu. Z tohoto pohledu tedy nepředpokládáme, že by příliv ukrajinských uprchlíků představoval zásadnější problém pro tuzemský trh práce. Tuzemští zaměstnavatelé mají navíc s Ukrajinci dlouhodobou zkušenost. Ukrajínští zaměstnanci se dlouhodobě drželi na druhém místě v podílu zahraničních zaměstnanců u nás, hned za Slováky. Válečná přistěhovalecká vlna je katapultovala již na první místo. Nápor uprchlíků se zřejmě podepíše na horším výsledku hospodaření veřejných financí, v souhrnu ale podle našeho odhadu o zvládnutelných několik málo desítek miliard korun. Po zohlednění inflace totiž bude vysoký nominální růst české ekonomiky podporovat daňové příjmy.

Na českém trhu práce přetrvává převis volných míst



Zdroj: MPSV, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Inflační očekávání dramaticky rostou



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Závislost ČR na dovozech ruského plynu je opravdu velký problém.

Z pohledu české ekonomiky je nejdramatičtější dopad nárůstu cen plynu, respektive spolehlivost jejich dodávek. Závislost Česka jako jedné z nejprůmyslovějších zemí Evropy na ruských dodávkách je extrémní. Navíc nejvýznamnější dopad do cen pro koncové spotřebitele je stále ještě před námi. Válka na Ukrajině a stagflační prostředí zdůrazňují dilema měnové politiky. Na jedné straně je jasné, že cenové tlaky jsou extrémní a centrální banka na ně musí reagovat. Nebezpečí, že se vyšší inflace zabuduje do inflačních očekávání, je více než reálné. Na straně druhé jsou jasné i reálné ekonomické dopady. Celoroční hospodářský růst bude výrazně slabší, během Q2 a Q3 22 ekonomika projde mělkou recesí.

Ještě než jsme se zbavili pandemie covidu, musíme čelit dalšímu šoku. Je jasné, že míra nejistoty jakýchkoliv ekonomických prognóz opětovně vzrostla. I nadále je ekonomický život určován nejenom tržními silami, ale stále více situací na bojišti a v hlavách politiků, což nám práci rozhodně neusnadňuje. I tak věřím, že Vám aktualizované vydání *Ekonomických výhledů* pomůže proplout rozbouřeným ekonomickým mořem.

Obsah

Vnější prostředí a předpoklady prognózy	6
Makroekonomická prognóza ČR.....	9
Box: Rizika odstavení dodávek plynu	21
Tabulka prognózy	22
ČNB Focus.....	23
Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy	26
Korunový devizový trh	31
Bankovní sektor	34
Klíčové ekonomické ukazatele	36
Upozornění	37

Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

Centrální banky razantně zpřísní měnovou politiku

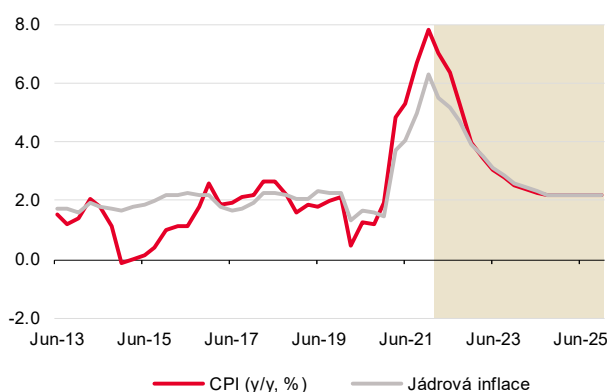
Růst inflace v USA i eurozóně předčil všechna očekávání a odrazil se i ve změně výhledu na politiku klíčových centrálních bank. Fed podle naší prognózy na květnovém zasedání zvedne sazby o padesát bazických bodů a zároveň oznámí, že začne snižovat bilanční sumu. Ta by mohla klesat až o jeden bilion dolarů ročně. To je samo o sobě razantní utažení měnových podmínek, takže čekáme, že se růst klíčové sazby zastaví poblíž její neutrální úrovně, tedy 2,5 % (odhad Fedu). ECB podle našeho očekávání zvýší depozitní sazbu v letošním roce dvakrát po 25 bb, a to v září a prosinci. Příští rok by měly jít nahoru již všechny tři měnově-politické sazby, a to shodně o 75 bb. V utahování měnových podmínek budou pokračovat i regionální centrální banky.

USA: bilance Fedu se může snižovat až o bilion dolarů ročně

Inflace v USA je poblíž svého vrcholu.

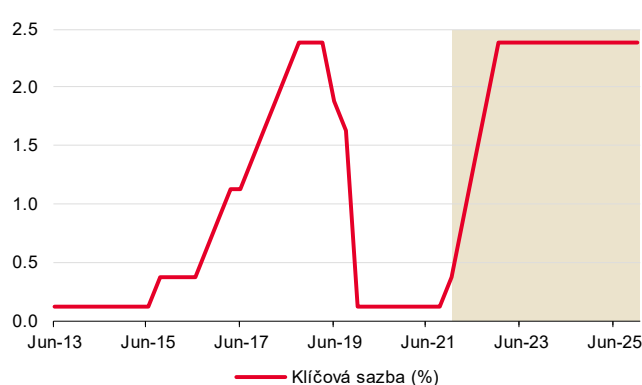
Inflace v USA dosáhla v březnu nejvyšší úrovně za více než čtyřicet let (8,5 % y/y). V následujících měsících by ale již měla začít klesat. Za celý letošní rok ji očekáváme na průměrných 6,6 %, v příštím roce by to mělo být 3,3 %, přičemž v dalších letech by se měla navrátit k cíli Fedu. Vzhledem k její současné výrazné akceleraci jsme náš odhad květnového zvýšení úrokových sazeb americké centrální banky zvedli z 25 bb na 50 bb. Na konci letošního roku by tak klíčová sazba měla přesáhnout dvě procenta.

Americká inflace na vrcholu (% y/y, průměry za čtvrtletí)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Růst sazeb Fedu se zastaví na 2,5 %

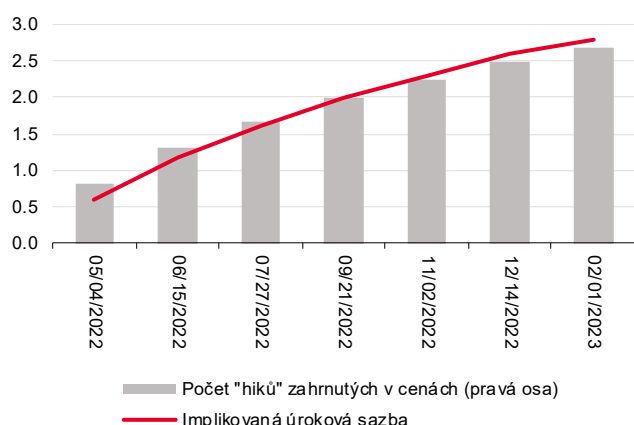


Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Bilanční suma Fedu se může snižovat až o bilion dolarů ročně.

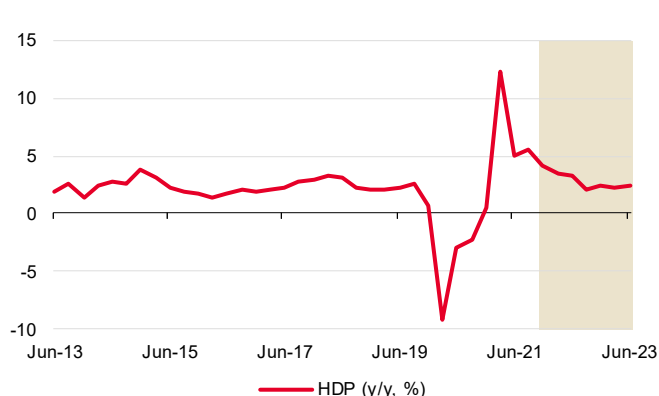
Spolu se zvýšením sazeb Fed v květnu oznámí i svůj plán na redukci obří bilanční sumy. Podle předběžných diskuzí by se portfolio Fedu mohlo snižovat až o 95 mld. USD měsíčně (60 mld. USD u vládních dluhopisů, 35 mld. USD u hypotékou krytých cenných papírů). To by znamenalo pokles bilanční sumy o zhruba 1 bilion dolarů ročně. To bude samo o sobě představovat razantní utahování měnových podmínek, což je důvod, proč očekáváme že se růst úrokových sazeb zastaví začátkem příštího roku na neutrální úrovni, tedy 2,5 %. Ve stejné situaci jako nyní, se Fed nacházel i v letech 2017-2018, kdy také snižoval bilanci a zároveň zvyšoval úrokové sazby. Vliv redukce bilanční sumy ale podcenil, a v roce 2019 již musel přistoupit k trojímu snížení úrokových sazeb. Tomu se podle našeho názoru bude chtít vyhnout, přestože jeho medián výhledu úrokových sazeb počítá s růstem sazeb až na 2,8 %. Rizika, že sazby nakonec půjdou přes 2,5 % nicméně vychýlená tímto směrem jsou.

Trh je v očekávání utahování měnové politiky Fedu agresivnější



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

HDP letos přidá 3,2 % y/y



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

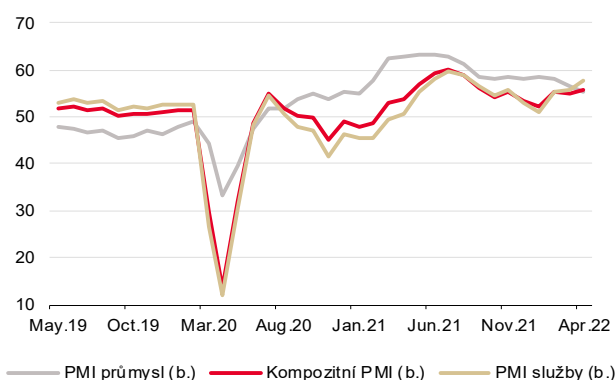
Eurozóna: ECB letos zvedne sazby dvakrát

SG, duben 2022	2022	2023	2024
HDP (%)	3,1	2,1	1,9
Inflace (%)	6,5	2,0	1,9
Jádrová inflace (%)	2,7	1,9	1,9

Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

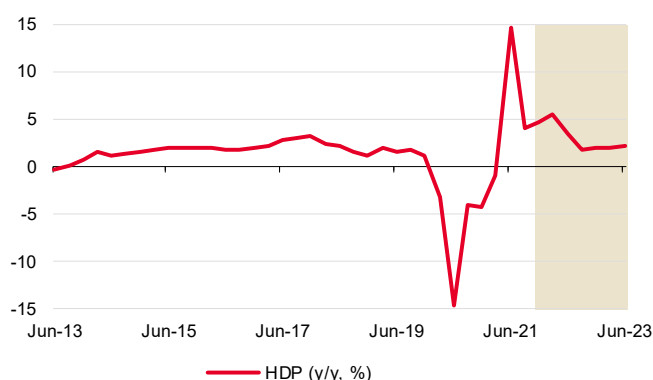
Ekonomika eurozóny se s šokem způsobeným válkou na Ukrajině zatím vypořádává poměrně dobře. Předstihové indikátory PMI se v březnu sice mírně zhoršily, stále se však jak v průmyslu, tak i službách drží kolem 56 bodů a naznačují další expanzi. Inflace sice výrazně ukrojila z reálných příjmů domácností, ty však mají na svých kontech naakumulované úspory z covidové krize (7 % HDP), což vytváří určitý polštář, pokud jde o jejich výdaje. V nejbližších měsících budou domácnosti navíc dohánět, co nemohly v době pandemie utratit za služby (cestování, restaurace). Výrazně nižší jsou v důsledku nedostatečné nabídky i prodeje aut (v loňském roce 25 % pod úroveň roku 2019), přičemž ochotě utrácet by měla nahraovat i situace na trhu práce. Míra nezaměstnanosti je v eurozóně totiž na historicky nejnižších úrovních (6,8 %). Z hlediska dalšího vývoje spotřeby domácností pak bude klíčový mzdový růst (v letošním roce čekáme 3,3 %, 3,4 % v roce 2023). Z pandemické krize vyšel silný i korporátní sektor. Vzhledem k potřebě investovat (kvůli zelené tranzici, ale nejen) vidíme pozitivně i vývoj v této oblasti. Celkově by ekonomika eurozóny měla letos přidat 3,1 %, v příštím roce pak 2,1 %.

Indikátory PMI zkorigovaly, stále se však drží nad padesátkou



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

HDP eurozóny letos vzroste o solidních 3,1 %



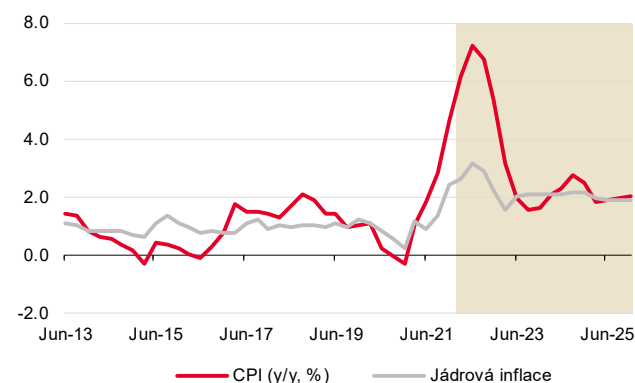
Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Inflace v eurozóně v příštím roce klesne v průměru na 2 %.

Inflace v eurozóně v březnu dosáhla rekordních 7,5 % y/y. K tomu přispěly především ceny energií, které byly meziročně o 45 % výše. Vrchol inflace očekáváme v dubnu, a to poblíž 8 %. Vzhledem k vysoké základně bude inflace postupně klesat s tím, že na konci letošního roku by se měla dostat pod 5 %. V příštím roce by měla dosáhnout v průměru 2 %. Vzhledem k inflaci výrazně nad cílem předpokládáme, že ECB ukončí nákupy aktiv již ke konci června letošního roku. Ty by zatím měly běžet v objemu 40 mld. EUR v dubnu, 30 mld. EUR v květnu

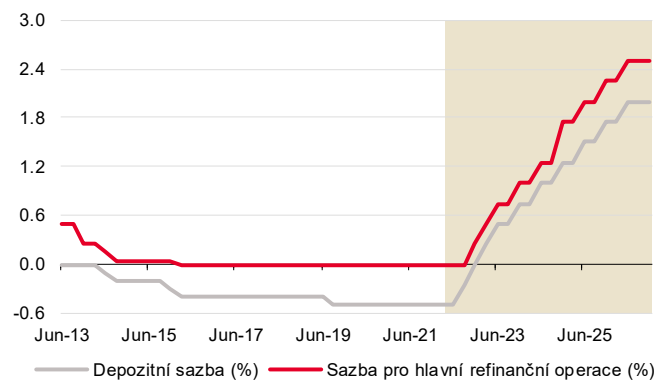
a 20 mld. EUR v červnu. Dále podle našeho názoru ECB vyčká, jak se konec výhodných podmínek pro TLTRO (končí v červnu) odrazí v jejich čerpání a jaké budou dopady konce QE na finanční trhy. První zvýšení depozitní sazby o 25 bb tak očekáváme v září, další v prosinci. V roce 2023 počítáme se zvýšením o 75 bb u všech měnově-politických sazeb. Ze spekulací na zvyšování úrokových sazeb by měla benefitovat i společná evropská měna. Ta by se měla již odrazit ode dna a v horizontu jednoho roku posílit na 1,16 USD/EUR.

Inflace by měla kulminovat v dubnu (% y/y, čtvrtletní průměry)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

ECB zvedne sazby poprvé v září (%)



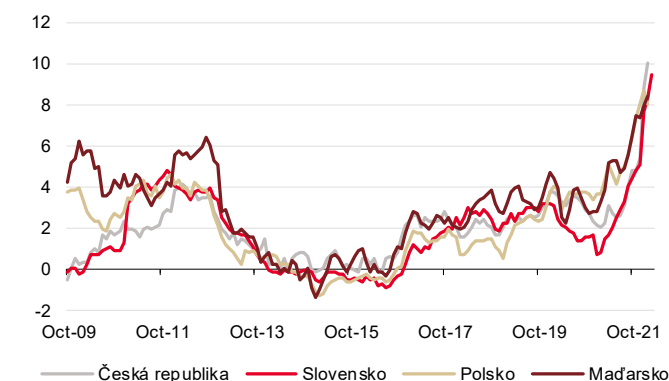
Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Středoevropský region: zvyšování sazeb bude pokračovat

Utahování měnových podmínek a dobrá kondice tamních ekonomik otvírá prostor pro posilování polského zlotého a maďarského forintu.

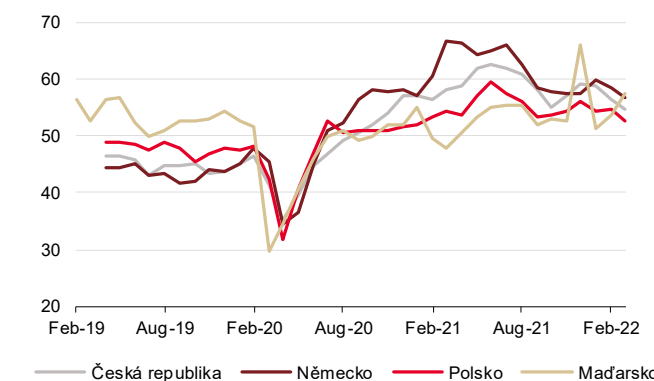
Inflace v regionu atakovala v březnu další maxima. V Maďarsku dosáhla 8,5 % y/y, v Polsku 10,9 % y/y. Za cenovým růstem stály především ceny energií, rostly ale i ceny potravin a ostatních položek spotřebního koše. Centrální banky tak pokračovaly v utahování měnových podmínek. Polská překvapila v březnu zvýšením klíčové sazby o 100 bb na 4,5 %. Inflace podle jejich odhadů dále poroste a svého vrcholu dosáhne v polovině letošního roku. V utahování měnových podmínek tak bude podle našeho odhadu pokračovat, a to až do úrovně 6,5 %. Měnové podmínky zpříšňovala i maďarská centrální banka. Ta postupně zvedla týdenní depozitní sazbu až na 6,15 %, přičemž tříměsíční sazbu zvýšila na 4,4 %. Vzhledem k vysokým inflačním tlakům očekáváme, že centrální banka zvýší 3M depozitní sazbu o 100 bb v dubnu a květnu a o 50 bb v červnu. Na stejnou úroveň (6,9 %) posune i týdenní depozitní sazbu. To by mělo pomoci maďarskému forintu dostat se na silnější úroveň. Na konci letošního roku vidíme jeho kurz na úrovni 355 HUF/EUR. Polský zlotý by měl posílit na 4,53 PLN/EUR.

Inflace v regionu na historických maximech (HICP, %, y/y)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

PMI v regionu se zhoršily (b.)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Makroekonomická prognóza ČR



Michal Brožka
(420) 222 008 569
michal_brozka@kb.cz

Hlavní změny

HDP:

Pro rok 2022 jsme kvůli válce na Ukrajině snížili prognózu růstu HDP na 1,8 % z předchozího odhadu 4,9 %. V roce 2023 čekáme růst ekonomiky o 2,8 %.

Inflace:

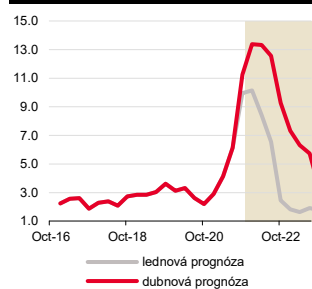
Pro letošní rok jsme zvýšili prognózu inflace na 12,6 % oproti lednovému odhadu ve výši 8,8 %. V příštím roce ji čekáme v průměru na 7,2 %.

Změna v prognóze HDP (% y/y)



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

Změna v prognóze inflace (% y/y)

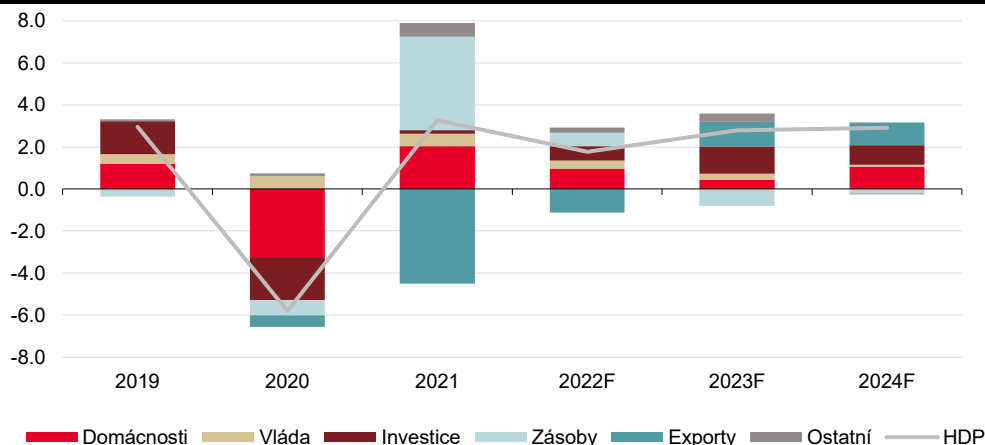


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zotavení ekonomiky se odkládá

Česká ekonomika do letošního roku vstupovala s nadějí na konec pandemie a výrazného zlepšení subdodávek, které byly klíčovou brzdou jejího růstu v roce 2021. To se bohužel nenaplnilo. Naopak eskalace konfliktu na Ukrajině vedla k opětovnému omezení subdodávek a dalšímu silnému zdražení energií. Tempo zdražování tak, zdá se, bude brzdit pomaleji, než jsme odhadovali v lednové prognóze. Od ekonomiky pro letošek čekáme mírnou recesi.

Významnější oživení exportu a investic se odkládá na rok 2023 (% y/y)



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

Ekonomika začala letošní rok růstem

Růst ekonomiky ve čtvrtém čtvrtletí zpomalil a dosáhl 0,8 % q/q.

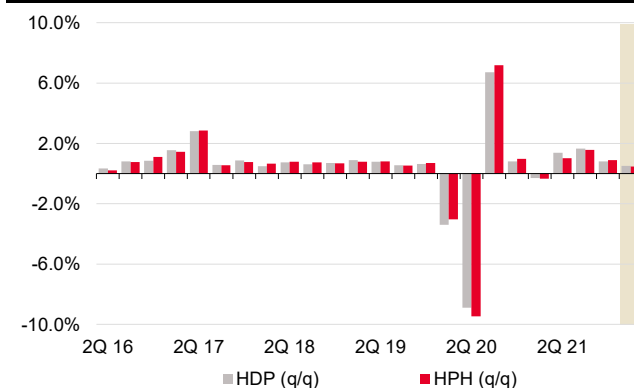
Z hlediska struktury byl významný především reálný pokles spotřeby domácností o 1,8 % q/q. To lze připsat propadu spotřebitelské důvěry související především s prudkým růstem cen energií, doprovázeným krachem některých jejích dodavatelů.

Připomeňme, že současně narůstaly obavy z dopadu

další vlny pandemie. Tahounem ekonomiky byl ve čtvrtém čtvrtletí naopak čistý export, což souviselo s částečným zlepšením v subdodávkách. K mezikvartálnímu růstu HDP sice méně ale stále kladně přispívala tvorba zásob. Růst investic do fixního kapitálu dosáhl jen slabších 0,2 %. Rovněž expanze průmyslu dosáhla v nabídkové straně HDP pouze 0,1 %. Na straně nabídky byl i tentokrát tahounem sektor služeb a obchodu, který se oklepává z pandemického sevření a k mezikvartálnímu růstu HDP o 0,8 % přispěl 0,6 pb.

Měsíční data ze začátku roku dávají smíšený obrázek vývoje ekonomiky, ovšem v souhrnu zatím indikují pokračující expanzi ekonomiky v jeho prvních měsících. My počítáme se zpomalením růstu HDP na 0,5 % q/q. Z důvodu nízké srovnávací základny by to

HDP v Q1 22 ještě mezičtvrtletně mírně vzrostl



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

znamenal zvýšení meziročního tempa na 4,4 % z předchozích 3,6 %. Opět počítáme především s významným příspěvkem sektoru služeb, zatímco v případě průmyslu jako celku čekáme nepatrný pokles. Zatímco zpracovatelský průmysl by měl zaznamenat v souladu s lepší situací v dodavatelských řetězcích mezičtvrtletní nárůst, ve zbytku výrobního sektoru čekáme výrazný pokles. Na straně poptávky odhadujeme po předchozím poklesu spotřeby domácností o 1,8 % její růst o 0,5 % a zrychlení dynamiky fixních investic na 0,9 % q/q. Je možné, že kvartální průměry HDP zamaskují negativní tendence vývoje ekonomického výkonu, který pravděpodobně v lednu a v únoru sílil, zatímco v březnu již mohl kvůli válce na Ukrajině oslabit. Dopady vývoje války ve formě omezení dodávek, současného i očekávaného růstu cen energií a všeobecného zvýšení nejistoty jsou nyní klíčovým určujícím prvkem prognózy pro nejbližší čtvrtletí. **Současně nelze opomenout stále působící dopad pandemie, kde zejména v případě asijských ekonomik dochází k omezení obchodu a výroby, a tedy opětovnému zpoždění subdodávek.** Předstihové indikátory typu PMI ještě nemohly plně vstřebat negativní dopad konfliktu na Ukrajině a za březen se tak stále nachází v pásnu expanze. V dalších měsících je ale možné, že i zde uvidíme sestup do pásma kontrakce. Prozatím je ale i předběžná úroveň těchto indexů v eurozóně stále na úrovních indikujících expanzi.

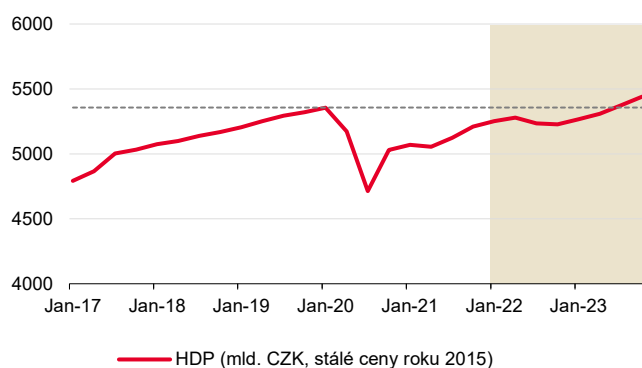
Během Q2 a Q3 čekáme pokles ekonomiky v souhrnu přibližně o 1 %.

Předpokládáme, že problémy se subdodávkami přetrvají do konce roku. Nečekáme výraznější zlepšení situace na Ukrajině, ale ani zhoršení ve smyslu silného omezení či úplného přerušení dodávek plynu z Ruska. Šok způsobený válkou podle nás povede k poklesu české ekonomiky během Q2 a Q3 celkem o přibližně 1 % (oproti Q1). To lze označit za mělkou recesi. Ekonomiku bude brzdit nedostatek subdodávek, snížená ekonomická důvěra, zrychlená míra inflace a související přísnější měnová politika. Teprve pro příští rok předpokládáme významné zlepšení situace v subdodávkách. Tento předpoklad zůstává stále jedním z nejvýznamnějších rizik prognózy.

Návrat HDP na předkrizovou úroveň v polovině příštího roku

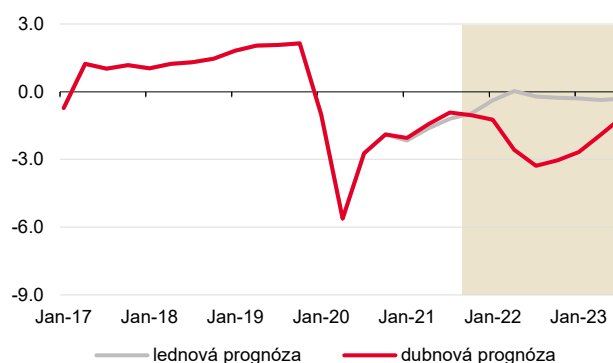
V lednové prognóze jsme počítali s tím, že předpandemická úroveň reálného HDP bude dosažena přibližně ve druhém čtvrtletí letošního roku. Válka na Ukrajině a její implikace dle naší prognózy způsobí zpoždění tohoto návratu přibližně o celý jeden rok čili do H1 23. Pro letošní rok odhadujeme růst HDP o 1,8 % přičemž, jak bylo zmíněno, součástí této prognózy je mezičtvrtletní pokles HDP během letošního druhého a třetího čtvrtletí. Díky nízké srovnávací základně celoroční údaj očekávaného růstu HDP nepůsobí dramaticky, ovšem odhadovaný negativní dopad války je značný. Pro ilustraci, i kdyby se růst ekonomiky na konci roku 2021 zcela zastavil, průměrné meziroční tempo růstu by díky srovnávací základně i tak letos činilo rovněž právě 1,8 %. A to nepředpokládáme odstrážení dodávek plynu z Ruska! V minulé prognóze jsme rovněž počítali s tím, že se negativní mezera výstupu uzavře právě v průběhu první poloviny letošního roku. Nyní odhadujeme opětovné otevření záporné mezery výstupu a její uzavření s ročním zpožděním. Pozice ekonomiky v rámci cyklu je tak pro nás jedním z důvodů, proč čekáme zpomalení inflace ve středně dlouhém horizontu.

Návrat HDP na předkrizovou úroveň v H1 23 (mld. CZK)



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

Záporná mezera výstupu se opět rozevře (% z potenciálu)



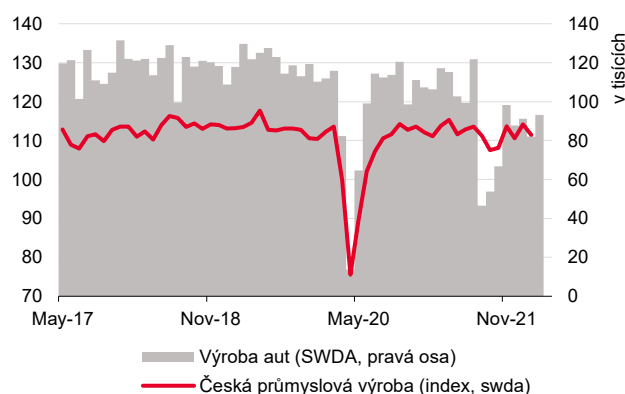
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zpožděné subdodávky a zdražující energie vedou k dalšímu tlaku na růst cen výrobců.

Průmysl dál bojuje s narušenými dodavatelskými řetězci

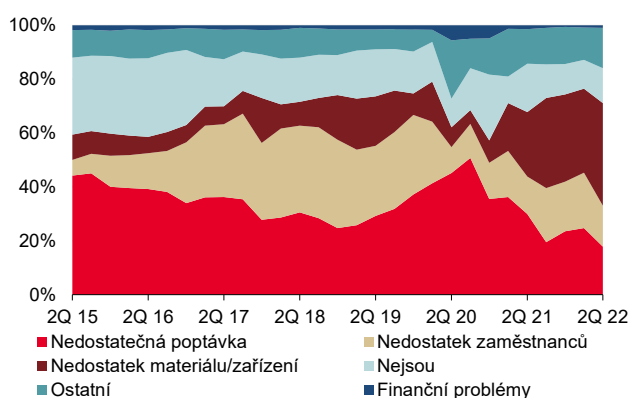
Během čtvrtého čtvrtletí se objevovaly signály zlepšení subdodávek do výroby. Rostly naděje na lepší se výkonnost průmyslu, zejména produkce aut v letošním roce. Údaje z průmyslu za leden sice přinesly výrazný růst o 3,3 % m/m (SA), v únoru ale výroba opět klesla o 2,4 %. Hlavním hybatelem byla stále rozkolísaná výroba aut. Údaje o jejich výrobě za březen pak ukazují růst o 11 % m/m (SA). To by v meziročním srovnání stále znamenalo pokles o více než 20 %. Otázkou jsou ale především nejbližší měsíce. Automobilky v souvislosti s válkou na Ukrajině hovořily o dramatických výpadech dodávek. Problémy v subdodávkách se ale týkají i řady dalších výrobců. Důsledkem je akcelerující růst cen vstupů. Meziroční zdražení na straně průmyslových výrobců činilo v březnu téměř 25 %. Zde se samozřejmě odráží i růst cen energií. Rychle rostoucí ceny vstupů vedou k poklesu marží výrobců, tlaku na růst cen pro konečné spotřebitele a mnohdy i ke snižování objemu produkce.

Výroba aut zůstává omezená



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

Bariéry růstu průmyslu

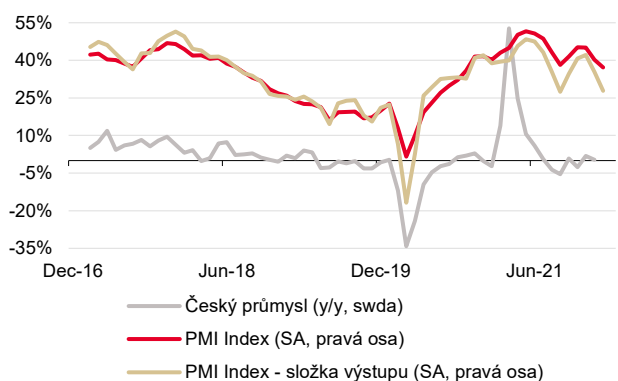


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V souhrnu po loňském růstu o 8 % čekáme pro průmyslovou výrobu letos v průměru pokles o 1 %. Klíčovou bariérou a hlavní nejistotou růstu zůstává nedostatek subdodávek do výroby. Jejich zlepšení předpokládáme spíše až od příštího roku, kdy počítáme s růstem průmyslové výroby kolem 2 % a v následujícím roce s dalším zrychlením nad 4 %. Kromě problematických subdodávek bude průmysl letos a také v příštím roce brzděn růstem cen energií a utaženou měnovou politikou. Celková výkonnost průmyslu se v únoru nacházela jen necelá 2 % pod předpandemickou úroveň. Lokálního vrcholu průmysl dosahoval ale už na jaře 2019, a k tomu nyní zbývá více než 5 %. Těto úrovně by z hlediska naší

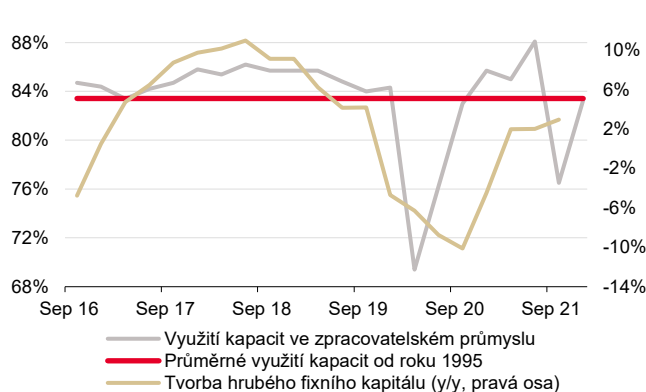
prognózy mohlo být dosaženo až v letech 2024–2025. Nejistota takto vzdálených prognóz je ovšem standardně velmi vysoká i v běžných dobách.

Předstihové indikátory začínají klesat



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

Využití kapacit zpět na průměrných hodnotách

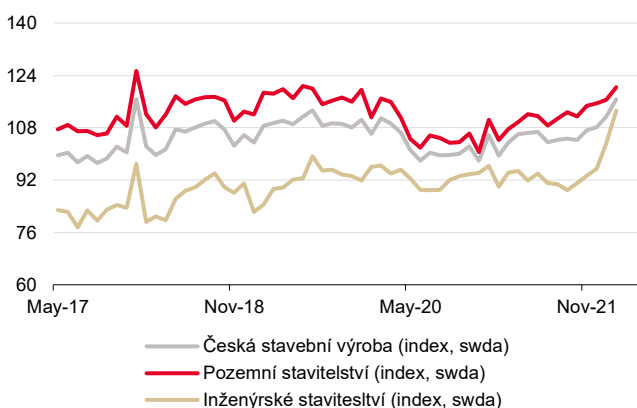


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Stavebnictví by letos mělo být výrazně podpořeno prostředky z EU fondů.

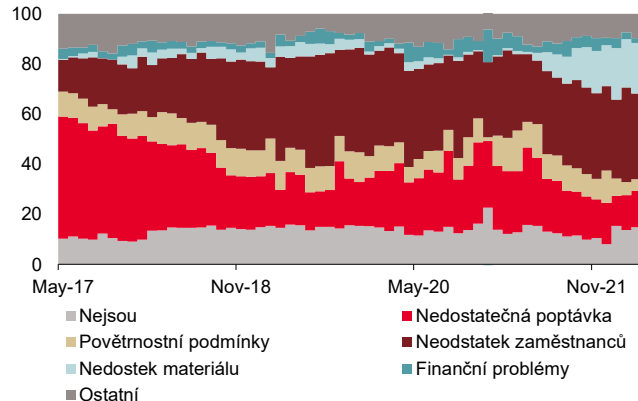
Kvůli nedostatku výrobních materiálů jsme v létě loňského roku viděli poklesy produkce ve stavebnictví. Celý sektor je stále zatížen nedostatkem pracovní síly. Přesto zde na podzim došlo ke slušným nárůstům výroby. Za celý rok 2021 tak stavebnictví v metodice národních účtů vzrostlo reálně o 0,9 %. Koncem loňského roku se k růstu pozemního stavitelství přidaly inženýrské stavby související s veřejnými investicemi. Tento trend na začátku letošního roku zesílil, když za první dva měsíce výroba u inženýrských staveb expandovala o více než 17 % (SA). Obdobný trend bude pravděpodobně pokračovat. A to navzdory tomu, že bude stavebnictví nadále limitováno nedostatkem zaměstnanců a materiálů, které zdražují a dohromady s rostoucími úrokovými sazbami budou stále více negativně ovlivňovat poptávku. Meziroční růst cen stavebních materiálů v březnu vystoupal k 23 % a v případě stavebních prací na 10,4 %. Co naopak bude aktivitu stavebnictví navyšovat, jsou veřejné investice v souladu s plánovaným čerpáním programů EU. To by mělo být rekordní právě letos (blíže jsme se tomuto tématu věnovali v Ekonomických výhledech z července 2021). Po loňském nárůstu o 2 % pro letošek čekáme expanzi stavebnictví o 11,1 %

Stavebnictví začalo opět významně růst (2010 = 100)



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

Bariéry růstu ve stavebnictví



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

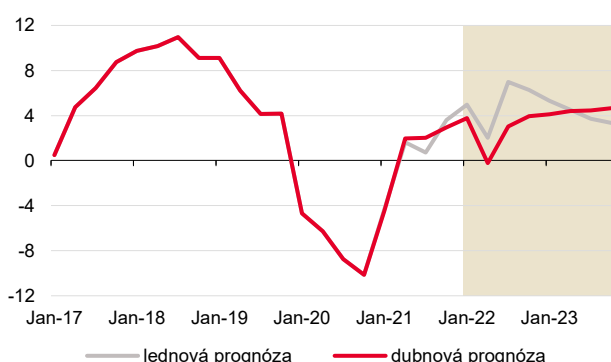
Spotřeba domácností od letošního druhého čtvrtletí pravděpodobně klesne.

Spotřeba domácností pravděpodobně klesne

Díky ústupu pandemie byla spotřeba domácností v roce 2021 druhým nejsilnějším tahounem HDP, když vzrostla o 3,3 %. Nejvíce loni k růstu přispěla v souladu s naším očekáváním tvorba zásob. To byl důsledek chybějících materiálů a komponent do výroby, které způsobily, že se firmám hromadily nedokončené výrobky a rovněž se snažily předzásobit

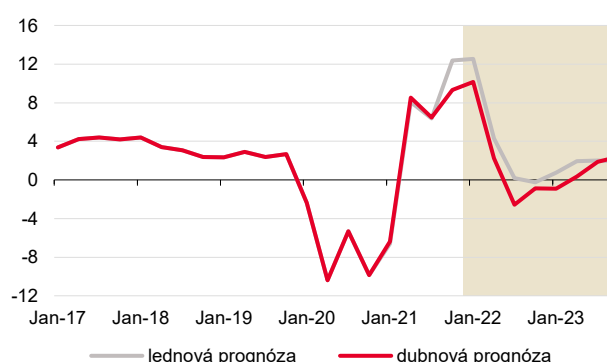
tam, kde to bylo možné. Pro letošek čekáme, že spotřeba domácností bude hlavním tahounem ekonomiky. Ale bude to prvenství neslavné, neboť bude způsobeno srovnáním s nízkou statistickou základnou z minulého roku. S ohledem na další rychlý růst spotřebitelských cen a propad spotřebitelské důvěry při snížení reálných mezd pro letošek čekáme od druhého čtvrtletí do konce letošního roku pozvolný pokles reálných výdajů českých domácností. V případě zmiňovaných investic do zásob jsme pro letošek původně již čekali výrazný záporný příspěvek k růstu díky zlepšeným subdodávkám a dokončování rozpracované výroby. Tento scénář ale posouváme do roku 2023 a pro letošní rok ještě počítáme sice s mírným, ale stále kladným příspěvkem tvorby zásob. Od investic do fixního kapitálu vlivem událostí na Ukrajině, zvýšené nejistoty a utažené měnové politiky čekáme letos spíše pomalejší expanzi, ovšem za silící podpory ze strany EU fondů, bez ní by celkové investice letos pravděpodobně oslabily.

Růst investic bude pomalý (% , y/y)



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

Spotřebu domácností přibrzdí inflace (% , y/y)



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

Díky předpokládanému zlepšování situace v subdodávkách měl být původně čistý export letos hlavním tahounem ekonomiky. Výše popsaná situace v nové prognóze vedla v tomto směru k obratu o 180 stupňů. Vývoj čistých exportů na přelomu loňského a letošního roku tento trend indikuje a nevidíme silný důvod pro obrát, takže od poptávkové složky HDP čisté exporty letos čekáme záporný příspěvek k jeho dynamice. V roce 2023 pak čekáme zlepšení, kdy by čistý export společně s investicemi do fixního kapitálu měly být hlavními tahouny ekonomiky.

Nicméně „pocovidový“ šok v podobě války na Ukrajině je natolik významný, že výhled růstu ekonomiky zůstává na nejbližší roky spíše opatrný i přesto, že je HDP z hlediska úrovně stále velmi nízké, a tudíž má značný potenciál pro růst. Dopad na ekonomický sentiment může teoreticky trvat i několik let. Pro letošní rok čekáme růst HDP o 1,8 % a v příštím roce zrychlení na 2,8 %.



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

Fiskální politika: strasti plná konsolidace

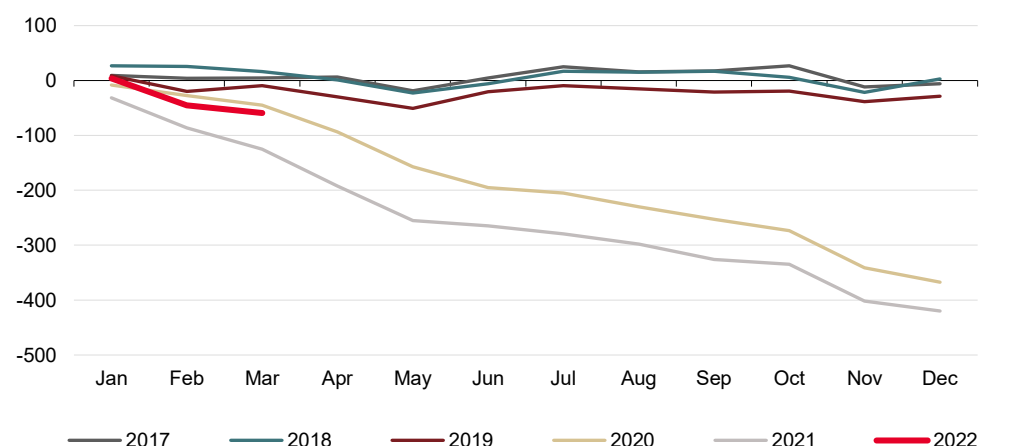
Dosavadní hospodaření státního rozpočtu v letošním roce bylo významně ovlivněno rozpočtovým provizoriem. Nový rozpočet sice od minulé prognózy přinesl dodatečné úspory s příslibem směřování ke střednědobé udržitelnosti veřejných financí, válečný konflikt na Ukrajině, vysoká inflace a s nimi spojené dodatečné výdaje však zřejmě proces konsolidace státního rozpočtu opět zpomalí. Prozatím očekáváme letošní deficit státního rozpočtu na úrovni 310 mld. CZK. V mírném deficitu letos pravděpodobně skončí i systém fondů sociálního zabezpečení. Rozpočty municipalit naopak patrně opět vykážou přebytkové hospodaření. Celkově tak dle nás dojde i s přispěním výrazného růstu nominálního HDP (vlivem vysoké inflace) ke snížení deficitu veřejných financí

z loňských 5,9 % HDP na 4,5 % HDP. Nárůst veřejného dluhu by přitom měl postupně zpomalovat až do jeho stabilizace v roce 2025 na úrovni 46,4 % HDP. Další vývoj, zejména v letošním roce, je silně podmíněn průběhem války na Ukrajině, nově přijatými vládními diskrečními opatřeními a zdrojem jejich financování.

Letošní rozpočet dozná vlivem války dalších změn

Stát do konce letošního března hospodařil s deficitem ve výši 59,1 mld. CZK. Oproti loňskému roku je schodek nižší o 66,1 mld. CZK, což odráží především nižší výdaje v souvislosti se specifiky rozpočtového provizoria. Na meziročním snížení deficitu se však podepsala i zotavující se ekonomika a zvýšená inflace. Obojí přispělo k vyššímu daňovému inkasu.

Vývoj státního rozpočtu (mld. CZK)



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

Snížení výdajů bylo spojeno mimo jiné s rozpočtovým provizoriem. To sice 21. března skončilo, do té doby však tento režim výrazně omezoval možnosti předfinancování některých výdajů, které se za běžných okolností koncentrují do prvních měsíců roku. Výrazné úspory pramenily ale i z nižších výdajů na kompenzace podnikatelům spojené s pandemií. Naopak nárůst výdajů byl patrný v kapitole sociálních dávek, a to zejména v souvislosti s valorizací starobních důchodů. Vzhledem k růstu jak samotného dluhu, tak i úrokových sazeb rovněž dochází ke zvyšování výdajů na obsluhu státního dluhu, na kterých by si podle našich odhadů vláda mohla oproti loňsku připlatit okolo 10 mld. CZK.

Kombinace solidní situace na domácím trhu práce a zvýšené inflace vedla k vyšším daňovým příjmům rozpočtu. Stále silná poptávka po pracovní síle se odrazila v dalším poklesu nezaměstnanosti a růstu zaměstnanosti. To spolu s vyššími cenami, které rovněž zvyšují daňové inkaso, podpořilo meziročně vyšší příjem z DPH, spotřebních daní a příspěvků na sociální zabezpečení.

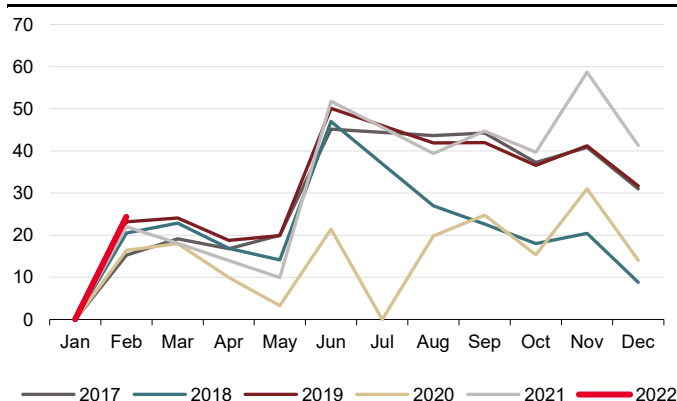
Pro letošní rok prozatím předpokládáme deficit státního rozpočtu ve výši 310 mld. CZK. Vláda již avizovala, že zřejmě bude současný rozpočet, který počítá se schodkem ve výši 280 mld. CZK, novelizovat kolem poloviny letošního roku. Současný odhad objemu dodatečných prostředků, které budou vydány na pomoc válečným uprchlíkům, plánované zvýšené výdaje na obranu, dodatečná diskreční vládní opatření (snížení spotřební daně z paliv a zrušení silniční daně) a navýšení existenčního a životního minima činí celkem téměř 80 mld. CZK, se kterými letošní rozpočet dosud nepočítal. Minimálně ta část z dodatečných výdajů, která přímo souvisí s uprchlickou krizí (asi 54 mld. CZK), by však měla být ze značné části financována ze zdrojů EU (fond REACT-EU, případně z nevyužitých peněz z operačních

programů). Hospodaření státního rozpočtu bude podle nás letos zhoršovat i nižší než před válkou očekávaný ekonomický růst. My jsme prozatím snížili náš odhad letošního růstu reálného HDP na 1,8 % (z původních 4,9 %). Na druhou stranu bude hospodaření rozpočtu naopak mírně opticky zlepšovat vyšší inflace, jejíž prognózu na celý letošní rok jsme i v důsledku války na Ukrajině zvýšili z původních 8,8 % na 12,6 %.

Municipality stále v přebytku

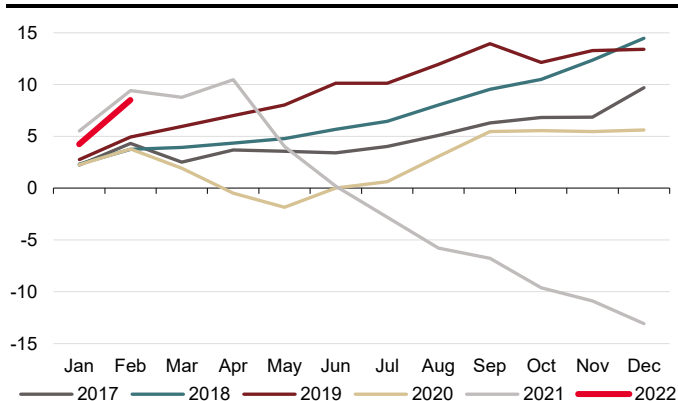
Hospodaření municipalit nakonec loni skončilo v přebytku 41,3 mld. CZK. K tomu výrazně přispěla zejména úprava rozpočtového určení daní ve prospěch krajů a obcí. V letošním roce pak očekáváme snížení přebytku na 30 mld. CZK. Hospodaření zdravotních pojišťoven loni skončilo přes navýšené transfery ze státního rozpočtu ve výrazném deficitu. Ponechání platby za státního pojištěnce na úrovni loňského roku letos podle nás povede k mírnému deficitu i v letošním roce.

Hospodaření municipalit (mld. CZK)



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

Hospodaření zdravotních pojišťoven (mld. CZK)



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

Dynamika veřejných financí

	2021	2022f	2023f	2024f	2025f	2026f
Bilance veřejných financí (% HDP)	-5,9	-4,5	-3,5	-2,7	-2,1	-1,6
Fiskální úsilí (pb HDP)	-0,9	1,8	0,8	0,6	0,7	0,4
Veřejný dluh (mld. CZK)	2 566,6	2 876,6	3 136,6	3 356,6	3 536,6	3 686,6
Veřejný dluh (% HDP)	41,9	44,3	45,1	45,9	46,4	46,4

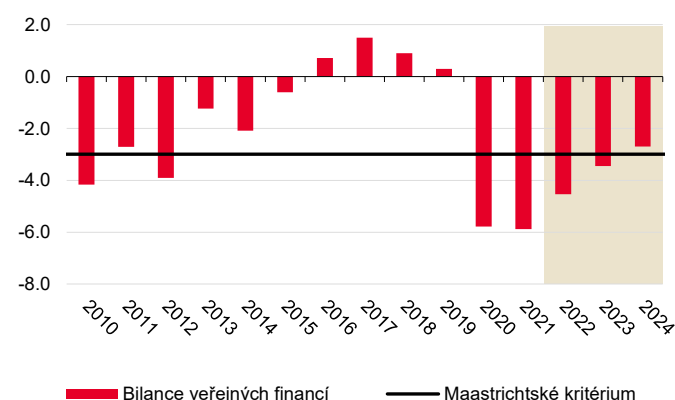
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ministerstvo financí, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Letošní hospodaření veřejných financí podle nás skončí s výrazně menším deficitem oproti loňsku. Konsolidace hospodaření vlády by měla postupným tempem pokračovat i v dalších letech. Veřejný dluh přitom dosáhne vrcholu v roce 2025.

Negativní šok z válečného konfliktu zpomalí konsolidaci veřejných financí

Celkový deficit veřejných financí by letos měl dosáhnout 4,5 % HDP. To je o 1,4 pb méně než loni. Ke zmírnění deficitu podle nás letos přispěje jak ve srovnání s loňskem vyšší růst nominálního HDP, tak i výrazně větší fiskální úsilí. Ve směru nižšího deficitu veřejných financí by i letos mělo působit tradičně přebytkové hospodaření municipalit. Předpokládáme, že postupná konsolidace veřejných financí by měla pokračovat i v příštím roce, kdy by se deficit mohl snížit na 3,5 % HDP, a to i s přispěním čerpání EU fondů. Zadlužení veřejného sektoru by letos mělo vzrůst na 44,3 % HDP a v roce 2023 dosáhnout úrovně 45,1 % HDP. Celkově je však vývoj zejména v letošním roce silně podmíněn dalším vývojem války na Ukrajině, případnými nově přijatými vládními diskrečními opatřeními a zdrojem jejich financování.

Bilance veřejných financí (% HDP)



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

Veřejný dluh (% HDP)



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



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

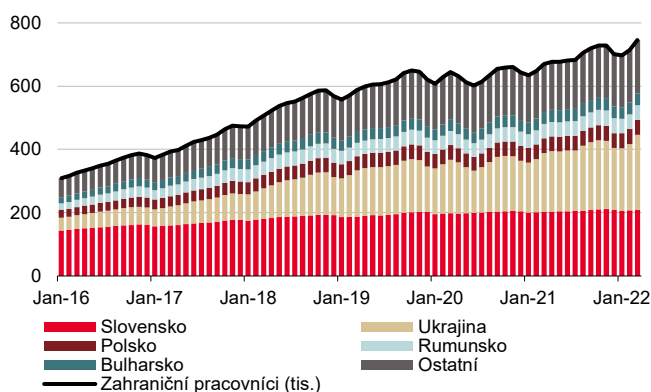
Trh práce zůstává napjatý

Tuzemský trh práce nadále vykazuje známky přehřívání. Nezaměstnanost zůstala i v letošním prvním čtvrtletí nízká a nacházela se pod svou rovnovážnou úrovní. Počet volných pracovních míst nabízených prostřednictvím úřadů práce je stále rekordně vysoký a významně převyšuje počet registrovaných uchazečů o zaměstnání. Napjatý podle nás zůstane trh práce i na horizontu prognózy. Nic na tom nezmění ani příliv uprchlíků z Ukrajiny. Nedostatek pracovních sil bude přispívat k vyšší dynamice nominálních mezd, které letos podle naší prognózy vzrostou v průměru o 6,7 %. To však z důvodu vysoké inflace bude znamenat, že v reálném vyjádření dojde k jejich poklesu o 5,3 %. K obnovení růstu reálných mezd by mělo dojít v příštím roce.

Počet volných pracovních míst se nadále nacházel poblíž svých historických maxim a zhruba o 100 tis. převyšoval počet uchazečů o zaměstnání registrovaných na úřadech práce. Příliv uprchlíků z Ukrajiny problém napjatého trhu práce nevyřeší.

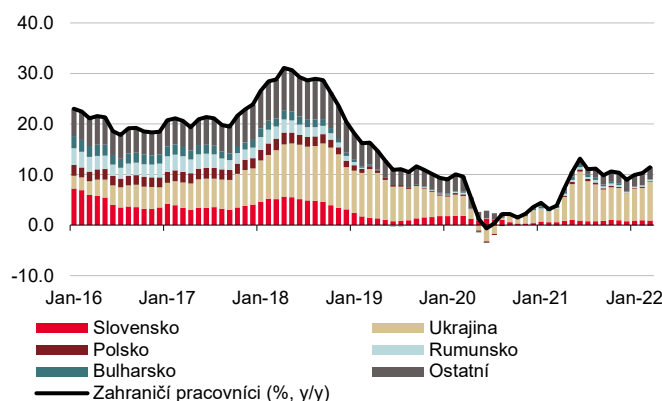
Míra nezaměstnanosti se i v letošním prvním čtvrtletí nacházela pod svou rovnovážnou úrovní, což jen svědčí o přetrvávajícím nedostatku pracovních sil. Obecná míra nezaměstnanosti se nadále pohybovala mírně nad 2 %, zatímco její rovnovážnou úroveň odhadujeme kolem 3 %. Podíl nezaměstnaných osob v metodice MPSV se po sezonním očištění dále snížil z 3,4 % ve čtvrtém čtvrtletí na 3,2 % ve čtvrtletí prvním. Postupně se tak dostáváme k předpandemickým úrovním mírně pod 3 %. Počet volných pracovních míst nabízených prostřednictvím úřadů práce se nadále pohyboval poblíž historických maxim, když v prvním čtvrtletí činil zhruba 350 tis. Ve srovnání s počtem uchazečů o zaměstnání registrovaných na úřadech práce to bylo o přibližně 100 tis. více. Trend utaženého trhu práce bude podle nás pokračovat i na horizontu prognózy, prostor pro další pokles míry nezaměstnanosti je však při současných úrovních již omezený. Za letošní rok očekáváme snížení obecné míry nezaměstnanosti z průměrných 2,8 % v roce 2021 na 2,1 % a v příštím roce jen nepatrný nárůst na 2,2 %. V případě podílu nezaměstnaných osob čekáme letos pokles z 3,7 % na 3,3 % a v roce 2023 zvýšení na 3,5 %.

Ukrajinci se vlivem přílivu válečných uprchlíků stali nejpočetnější skupinou zahraničních pracovníků v ČR



Zdroj: MPSV, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

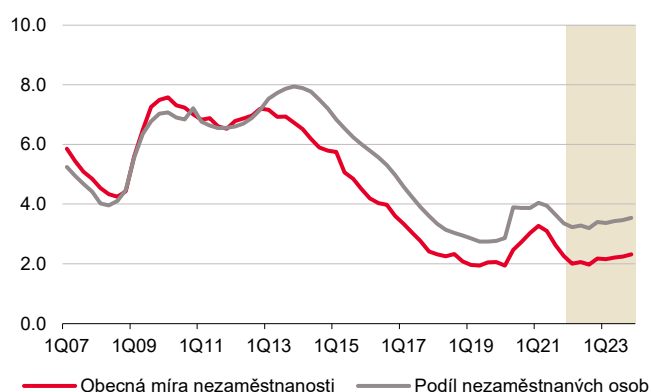
Od začátku roku se počet pracovníků z Ukrajiny zvýšil o zhruba 40 tis., což však napjatost trhu práce nevyřeší



Zdroj: MPSV, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

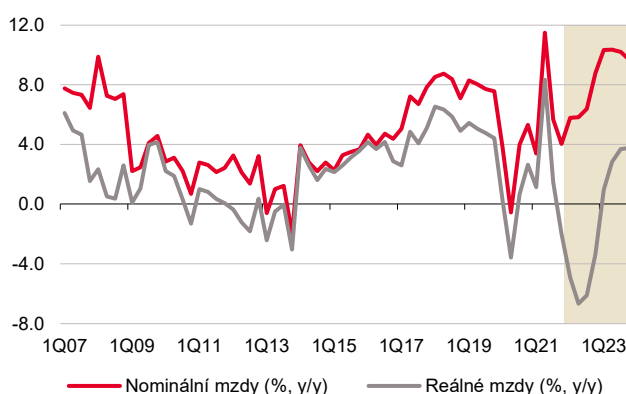
Příliv válečných uprchlíků z Ukrajiny představuje pro tuzemský trh práce jen mírnou úlevu. Podle dat MPSV pracovalo v ČR v březnu skoro 240 tis. Ukrajinců, což bylo oproti letošnímu lednu o zhruba 40 tis. více. V průběhu letošního prvního čtvrtletí se tak Ukrajinci stali v ČR nejpočetnější skupinou pracovníků ze zahraničí. V prvenství dokonce vystřídali v žebříčku dlouhou dobu vévodící pracovníky ze Slovenska. Při porovnání celkového počtu Ukrajinců pracujících v ČR (z nichž drtivá většina v ČR pracovala ještě před vypuknutím války na Ukrajině) s počtem volných pracovních míst je zřejmé, že pro napjatý trh práce se jedná o jen velmi mírnou úlevu. K polovině dubna získalo v ČR vízum přibližně 150 tis. ukrajinských uprchlíků v produktivním věku 15-64 let, z nichž zhruba 80 % byly ženy. Potenciál dalšího nárůstu z hlediska zaměstnanosti tak sice ještě existuje, na výše uvedeném to však pravděpodobně nic nezmění.

Míra nezaměstnanosti se již nachází poblíž předpandemických úrovní a indikuje silné napětí na trhu práce (% , SA)



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

Mzdy letos nominálně vzrostou o 6,7 %, což však v reálném vyjádření bude kvůli vysoké inflaci znamenat pokles o 5,3 %



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Letošní růst nominálních mezd ve výši 6,7 % podpoří napjatý trh práce. S ohledem na vysokou inflaci však v reálném vyjádření mzdy výrazně klesnou.

Napjatý trh práce se odrazí ve svižném růstu nominálních mezd, jejich letošní tempo však zdaleka nebude stačit na to, aby překonalo dvoucifernou inflaci. V loňském posledním čtvrtletí meziroční růst průměrné mzdy zpomalil z 5,7 % ve třetím čtvrtletí na 4,0 %. Důvodem byl především efekt vysoké srovnávací základny mezd ve zdravotnictví, které byly v posledním čtvrtletí roku 2020 podpořeny mimořádnými odměnami za nasazení v době covidu. V důsledku toho zde průměrná mzda klesla meziročně o 8,1 %. V celém veřejném sektoru pak, podle našeho odhadu, zhruba stagnovala. V soukromém sektoru naopak ve čtvrtém čtvrtletí pokračoval svižný meziroční růst mezd o 5,7 %. V podobném duchu se podle nás nesl i vývoj v prvním čtvrtletí letošního roku. Odhadujeme, že v soukromém sektoru

nominální mzdy rostly v průměru o 6,8 %, zatímco v tom veřejném pouze o 3,2 %. To odráží snahu nové vlády o redukci výdajů státního rozpočtu. Výraznější růst mezd ve veřejném sektoru lze tak letos očekávat pouze ve zdravotnictví. V souhrnu čekáme, že se průměrná mzda v prvním čtvrtletí zvýšila o 5,9 %.

Za celý letošní rok podle nás dojde k nárůstu průměrné mzdy o 6,7 %, což by však v reálném vyjádření z důvodu vysoké inflace znamenalo pokles o 5,3 %. V příštím roce předpokládáme násobně vyšší tlak na růst mezd ze strany zaměstnanců a ty by tak mohly vzrůst v průměru o 10,1 %, v reálném vyjádření o 2,8 %.

Inflace míří ke 14 %



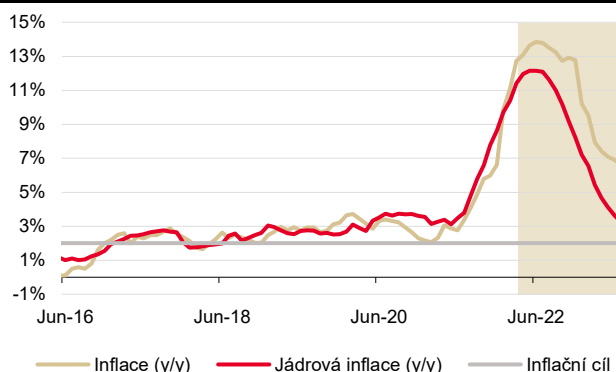
Michal Brožka
(420) 222 008 569
michal_brozka@kb.cz

Tempo růstu spotřebitelských cen zatím nejvíce významnější známky zpomalování, naopak jeho akcelerace na počátku roku překonala už tak vysoké odhady. Největším tahounem zdražování jsou především energie a bydlení, doprava a stále více i potraviny. Cenový růst se ovšem týká celého spektra spotřebního koše. Odhadujeme, že inflace začne vlivem slabší poptávky a přísnější měnové politiky zpomalovat. Naopak z důvodu odloženého očekávání zlepšení situace v subdodávkách lze čekat pomalejší ústup inflace z hlediska její nákladové složky. Ceny energií pravděpodobně budou pokračovat v růstu. U meziroční inflace čekáme vrchol přibližně v polovině letošního roku poblíž 14 %. S jejím návratem do jednociferného teritoria ale počítáme až začátkem příštího roku.

Jádrová inflace aktuálně dosahuje téměř 15 % m/m anualizovaně. Její zpomalení ke 2 % čekáme až na konci příštího roku.

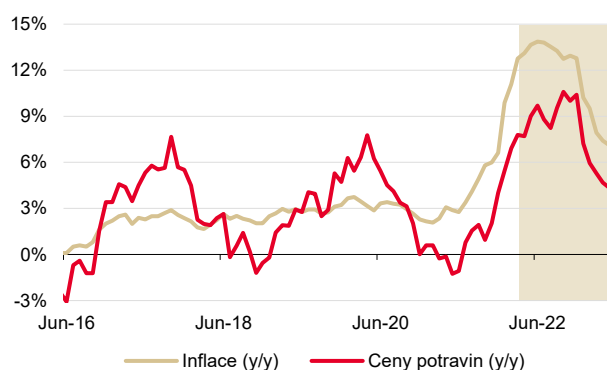
Inflace na začátku letoška výrazně zrychlila. V meziročním vyjádření růst spotřebitelských cen v únoru vstoupil do dvouciferného teritoria a v březnu dosáhl 12,7 %. Z hlediska meziměsíční dynamiky došlo k největšímu cenovému skoku v lednu. Na tom se podepsalo především zvýšení regulovaných cen energií, které navíc umocnil návrat plateb DPH. Ovšem dynamika cenového růstu zůstala velmi vysoká i v následujících dvou měsících a šlo o celý spotřební koš. Jádrová inflace, která je očištěna o ceny potravin, regulované ceny, změny nepřímých daní a pohonné hmoty, tedy souhrnně takové položky, na které má měnová politika malý nebo žádný vliv, rovněž zrychlila. Její tříměsíční klouzavý průměr v březnu vystoupal na vysokých 14,8 % anualizovaně (SA). Námi odhadovaný vývoj ekonomiky a dopad utažené měnové politiky indikuje výrazné zpomalování tohoto tempa již od druhého čtvrtletí letošního roku. K dezinflaci by letos mělo mírně přispět i námi očekávané výrazné zpomalení růstu cen nemovitostí a potažmo imputovaných nájmů. Naopak proti zpomalování inflace působí pokračování problémů v subdodávkách, sekundární dopady rostoucích cen energií a růst inflačních očekávání. Jinými slovy, čím déle zde bude zvýšená míra inflace, tím větší persistenci bude mít. Toto je současně silný argument ve prospěch utahování měnové politiky. Ta dle našeho očekávání bude reagovat spíše opatrněji s ohledem na rizika plynoucí z války na Ukrajině. Dosavadní vývoj tak vedl k posunu naší prognózy inflace pro nejbližší období ale i pro středně dlouhý horizont směrem vzhůru. **Pro letošní rok čekáme průměrné tempo jádrové inflace 10,8 % a v příštím roce 4,2 %. Její zpomalení k 2% meziměsíčnímu anualizovanému tempu čekáme v Q4 23.**

Meziroční inflace míří ke 14 %



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

Růst cen potravin ve zbytku roku dále zrychlí



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

Po turbulentním začátku roku čekáme postupný pokles ceny ropy pod 100 USD/barel a následně i zlevňování u čerpacích stanic.

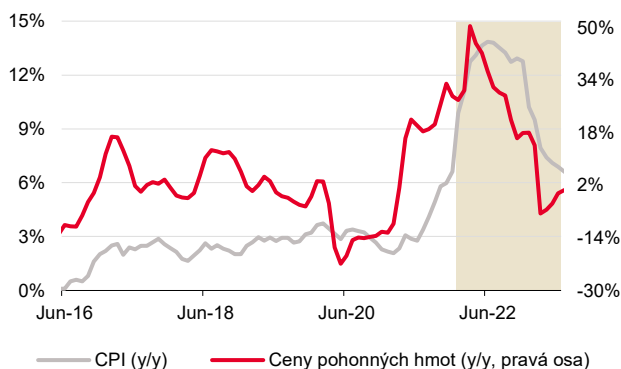
Cena ropy Brent v únoru vystoupala ke 100 USD/barel, tedy cca 20 USD nad naše předpoklady. Následoval vojenský útok Ruska na Ukrajinu a cena ropy se prudce rozpochovala v pásmu 100–130 USD/barel. V polovině dubna se nacházela poblíž 108 USD/barel. Tento vývoj dohromady s krátkodobým oslabením CZK vůči USD a za přispění obav z dalšího zdražování u čerpacích stanic zde v březnu vedl ke skokovému meziměsíčnímu zdražení cen pro spotřebitele v průměru o nevídaných 21,7 %. Pro druhé čtvrtletí pracujeme s předpokladem ceny ropy 120 USD/barel a s jejím postupným poklesem až na 95 USD ve čtvrtém čtvrtletí. Dubnový vývoj na trhu s ropou tedy zatím vypadá lépe, než kolik ukazuje náš předpoklad pro celé čtvrtletí. V případě koruny počítáme ve zbytku roku s jejím mírným zpevňováním vůči dolaru. Vládní snahy o monitorování marží pumpařů pravděpodobně povedou k určitému tlaku na jejich pokles. Ke zlevnění pak přispěje i plánované snížení spotřební daně o 1,50 CZK v období června až září. **V souhrnu tak již od dubna čekáme zlevňování u čerpacích stanic.**

Ceny potravin byly vloni umírněné, ale na začátku letoška jejich růst akceleroval. Důvodem jsou především rostoucí ceny energií, pohonných hmot. K tomu se přidává růst cen zemědělských komodit v souvislosti s válkou mezi Ruskem a Ukrajinou, spolu se sníženými dodávkami zejména pšenice. Z tohoto důvodu jsme zvýšili odhad růstu cen potravin pro letošek na 8,5 % a pro příští rok na 3,8 %. S ohledem na současná hodnocení nejistot vnímáme spíše rizika ve směru jejich ještě rychlejšího růstu.

Ceny energií pro spotřebitele pravděpodobně dále silně porostou.

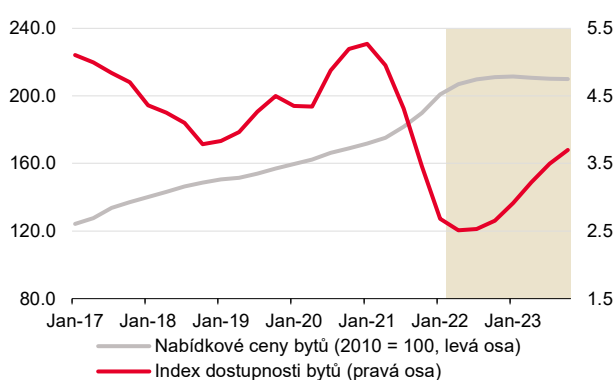
Již v naší prognóze z října 2021 začal očekávaný vývoj regulovaných cen energií výrazně narůstat. Nepředpokládali jsme ovšem eskalaci konfliktu na Ukrajině až do současných rozměrů, která opět zvýšila ceny energií, zejména plynu. Zatímco začátkem letošního roku převládalo očekávání ohledně budoucího poklesu tržních cen energií, s válkou na Ukrajině tato očekávání vymizela. Průměrná cena pro spotřebitele má za tržním vývojem výrazné zpoždění. Pro srovnání meziroční růst ceny ročního forwardu na plyn činil v březnu cca 360 %. Cena plynu pro domácnosti za stejné období vzrostla cca o „pouhých“ 38 %. Neregulovaná část spotřebitelské ceny zde tak má při současných cenách na velkoobchodním trhu značný prostor pro růst. U tržních cen plynu předpokládáme do konce roku přibližně jejich stabilitu a v příštím roce pozvolný pokles. **Při tomto scénáři počítáme pro příští rok se zdražením regulovaných cen v průměru o 25 % (bez vlivu daňových změn), tedy ještě mírně rychleji než v roce letošním.** Rizika ve směru ještě vyššího růstu jsou značná. Nejasný výhled na ceny energií po roce 2023 nás vedl k zjednodušujícímu předpokladu jejich stability v delším horizontu.

Čekáme pokles cen u čerpacích stanic



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

Zpomalení růstu cen nemovitostí přispěje k poklesu inflace



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

Inflaci tradičně v řádu desetin navyšují spotřební daně na alkohol a tabák a pro letošek ji naopak zcela nepatrně sníží výše zmiňované snížení spotřební daně u pohonných hmot. S ohledem na kontext současné výše inflace jde ale o parciální faktory.

V souhrnu očekáváme, že meziroční míra inflace bude vrcholit v polovině letošního roku poblíž 14 %. Její sezónně očištěný 3M klouzavý průměr meziměsíčních aktualizovaných změn dosahoval v březnu extrémních 30 %, což bylo dáno především cenovým skokem v lednu. Očekáváme výrazné zpomalování tohoto tempa k 6 % na konci letošního roku a ke 2 % na konci roku 2023. Pro meziroční míru inflace by to ale znamenalo návrat do jednociferného teritoria až v Q1 příštího roku a dosažení dvouprocentního cíle až v roce 2024.

Celkově odhadujeme, že inflace v průměru letos dosáhne 12,6 % a v příštím roce zpomalí na 7,2 %.

Rizika: Válka & dopady pandemie

Zatímco pandemie v globálním měřítku má stále velmi silné dopady, dominantním rizikem se pro ČR stal nárůst cen energií v souvislosti s válkou na Ukrajině:

■ **Cenový vývoj a jeho vliv na ekonomiku** Inflace překvapila vyšším růstem, přičemž hlavním tahounem byly energie. Válka na Ukrajině tento vývoj ještě umocnila a je výrazným rizikem, zejména v případě plynu v souvislosti s možným omezením jeho dodávek z Ruska. To by znamenalo silný negativní dopad do HDP, a naopak pozitivní do inflace.

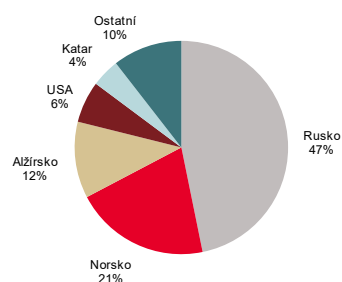
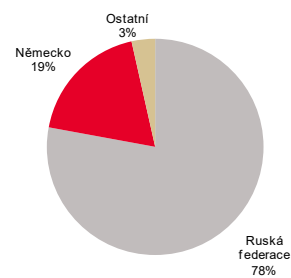
■ **Potíže v subdodávkách do výroby** Předpokládáme, že problémy v dodávkách komponent a materiálů do výroby přetrvávají do konce letošního roku a v roce 2023 budou slábnout. Tento předpoklad rovněž významně ovlivňuje ekonomický výkon i cenový vývoj. Toto riziko je nyní ovlivňováno jak pandemií Covid-19, která v řadě zejména asijských zemí stále silně působí na ekonomickou aktivitu, tak válkou na Ukrajině. V případě ČR a vyspělých ekonomik nepředpokládáme z důvodu Covid-19 žádný další lockdown.

■ **Odliv kapitálu z rozvíjejících se trhů** Období utahování měnové politiky amerického Fedu může přinést výrazné změny v globálních kapitálových tocích a přispět k vyšší volatilitě devizových trhů, což by se mohlo dotknout i kurzu české koruny s dopadem na úrokové sazby a inflaci. Zvýšená averze vůči riziku ve spojitosti s válkou na Ukrajině by k tomuto rovněž mohla přispět.

■ **Fiskální politika** Nová vláda slibuje fiskální konsolidaci. Pokud by skutečně prosadila restriktivnější rozpočty pro roky 2023 a dál, než se kterými počítáme, implikovalo by to nižší úrokové sazby případně větší posílení české koruny vůči euru, nežli předpokládáme.

Box: Rizika odstavení dodávek plynu

S propuknutím války na Ukrajině se zvýšilo riziko odstavení dodávek energetických surovin z Ruska do Evropy. Již v březnu jsme publikovali report obsahující odhad potenciálních dopadů takového scénáře (viz zde <https://bit.ly/3psdUO8>). Zatímco v případě ropy lze sice za větších nákladů relativně snadno dovážet tuto komoditu ze zemí mimo Rusko, v případě plynu je závislost vysoká a odvíjející se od faktu, kudy vedou plynovody. Podíl Ruska na celkovém dováženém plynu do EU činil vloni cca 47 %. Česká republika je na ruském plynu závislá zcela. Část plynu je sice dovážena z Německa, i ten je ale původem ruský (viz graf). Kolegové v SG odhadují, že v případě eurozóny by úplné odstřižení dodávek plynu z Ruska vedlo k negativnímu příspěvku do HDP ve výši 4-5 pb. Pokud by tak například došlo k odstavení dodávek na celý příští rok, znamenalo by to celoroční pokles ekonomiky celoroční eurozóny kolem 2 %. Takový scénář považuje SG za nepravděpodobný. **Obdobné simulace by pro ČR ukazovaly propad ekonomiky o cca 4-5 % (namísto odhadovaného růstu o 2,8 % pro rok 2023).** Nutno dodat, že odhady těchto dopadů jsou velmi nejisté a námi uváděný odhad patří spíše k těm pesimističtějším. Otázkou je rychlost a schopnost přeorientování se na jiné zdroje energie a také stupeň naplnění evropských zásobníků před zimou 2022. Odstavení dodávek až v příštím roce, by díky reakci podniků mohlo mít menší dopad, než kolik ukazuje simulace na datech za rok 2021.

Dovoz plynu do eurozóny v roce 2021**Dovoz plynu do ČR v roce 2021**

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Odstavení dodávek plynu z Ruska by kromě negativního dopadu do HDP vedlo i k většímu tlaku na růst spotřebitelských cen. Ve zmiňovaném reportu jsme v březnu odhadovali pro letošní rok dodatečný dopad do inflace ve výši 2 pb. Do blízkosti 11 %. I bez realizace tohoto scénáře jsme ovšem prognózu inflace pro letošek zvýšili na 12,6 %. Odstavení dodávek by tak vedlo k dodatečnému růstu inflace o zmiňované 2 pb. Tento krizový scénář oproti základnímu nepracuje jen s větším negativním nabídkovým šokem, ale i výrazným propadem domácí poptávky. Vývoj úrokových sazeb by potom závisel na tom, zda by pro centrální banku bylo menším zlem tolerování vyšší inflace a hrozba výraznějšího odkotvení inflačních očekávání, nebo nižší růst, či dokonce pokles ekonomiky spojený se zhoršením situace na trhu práce, což by dále sráželo již tak utlumenou poptávku vlivem vyšších cen energií a negativním spotřebitelským sentimentem. Lze však předpokládat, že v tomto scénáři by nakonec převážily dopady na reálnou ekonomiku a centrální banka by nakonec přistoupila k uvolnění měnové politiky. Regionální měny by v takové situaci mohly čelit výraznému tlaku na depreciaci, která by mohla dosáhnout řádově 5-10 % a ČNB by zřejmě použila devizové rezervy ke stabilizaci kurzu.

Tabulka prognózy

	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	2021	2022	2023	2024	2025	2026
HDP a jeho struktura														
HDP (reálně, y/y, %)	3,6	3,6	4,4	2,1	0,3	0,3	0,6	2,6	3,3	1,8	2,8	2,9	2,2	2,1
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	6,5	9,3	10,2	2,2	-2,6	-0,9	-0,9	0,3	4,3	2,0	0,9	2,3	2,6	2,9
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	7,0	1,0	2,8	4,1	-1,5	2,4	2,1	2,1	3,0	1,9	1,5	0,5	1,6	1,6
Fixní investice (reálně, y/y, %)	2,0	3,0	3,8	-0,2	3,0	3,9	4,1	4,4	0,6	2,6	4,4	3,4	3,4	2,6
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	-8,5	-8,2	-3,8	-1,4	1,4	-0,6	-0,1	1,5	-4,5	-1,1	1,2	1,1	0,7	0,7
Zásoby (příspěvek do y/y)	6,0	5,8	1,8	1,8	0,1	-1,1	-1,1	-1,5	4,4	0,6	-0,8	-0,2	-0,3	-0,4
Měsíční data z reálné ekonomiky														
Zahraniční obchod (mld, CZK)	-54	-28	3	-5	-19	-12	18	18	-4	-32	46	91	127	162
Vývozy (nominálně, y/y, %)	3,8	2,8	5,8	2,4	9,6	5,7	4,4	3,1	13,0	5,8	3,5	5,2	5,1	3,9
Dovozы (nominálně, y/y, %)	17,4	14,6	12,7	4,3	5,4	4,1	2,9	0,9	19,3	6,5	1,6	4,2	4,4	3,3
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	-1,1	-1,0	-1,4	-2,3	0,0	-0,4	1,6	0,5	8,0	-1,0	1,8	4,2	4,7	3,1
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	2,3	5,7	15,3	6,6	10,3	12,1	15,0	9,0	2,0	11,1	9,4	7,2	4,5	3,8
Malooobchod (reálně, y/y, %)	3,5	6,7	6,5	-1,0	-1,9	-1,9	0,8	1,0	4,2	0,4	1,9	3,2	3,1	3,7
Trh práce														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	5,7	4,0	5,8	5,8	6,4	8,8	10,3	10,4	6,1	6,7	10,1	5,4	5,8	6,5
Mzdy (reálně, y/y, %)	1,5	-2,0	-4,9	-6,7	-6,1	-3,3	1,0	2,8	2,2	-5,3	2,8	3,1	3,8	4,4
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	3,5	3,5	3,4	3,1	3,1	3,5	3,6	3,2	3,7	3,3	3,5	3,5	3,6	3,7
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,7	2,2	2,0	2,0	2,1	2,2	2,2	2,1	2,8	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	0,4	0,8	0,9	2,0	1,1	0,8	1,0	-0,1	-0,3	1,2	0,1	-0,1	0,0	-0,2
Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu														
Inflace (y/y, %)	4,1	6,1	11,2	13,4	13,3	12,6	9,3	7,3	3,8	12,6	7,2	2,3	1,9	2,0
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,2	-0,7	0,4	0,4	0,3	1,1	0,2	0,3	-0,1	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2
Jádrová inflace (y/y, %) (*)	4,8	7,7	10,5	12,1	11,5	9,1	6,5	4,5	4,8	10,8	4,2	2,1	2,0	2,0
Ceny potravin (y/y, %) (*)	1,4	2,3	6,7	8,4	8,8	10,1	6,0	4,4	0,8	8,5	3,8	1,4	2,0	2,4
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*)	19,4	29,6	36,8	41,0	35,1	20,7	9,4	-3,2	15,3	33,4	0,1	-2,3	1,1	2,5
Regulované ceny (y/y, %)	0,3	-0,9	15,7	20,3	22,9	29,4	25,1	25,4	-0,1	22,1	25,2	4,4	0,0	0,0
Ceny v průmyslu (y/y, %)	9,0	12,8	21,8	21,3	19,1	15,6	5,5	1,8	7,1	19,5	2,1	1,6	1,9	2,0
Finanční proměnné														
2W Repo (%, průměr)	0,7	2,3	4,2	5,3	5,5	5,5	5,3	4,6	0,9	5,1	4,3	3,0	3,0	3,0
3M PRIBOR (%, průměr)	0,9	2,8	4,6	5,6	5,8	5,6	5,2	4,5	1,1	5,4	4,3	3,2	3,2	3,2
CZK/EUR (průměr)	25,5	25,4	24,4	24,4	24,4	24,3	24,1	24,0	25,6	24,4	24,0	23,6	23,5	23,3
Vnější prostředí														
HDP v EMU (reálně, y/y, %)	4,0	4,6	5,4	3,4	1,7	2,0	1,9	2,2	5,6	3,1	2,1	1,9	1,6	1,5
HDP v Německu (reálně, y/y, %)	2,9	1,8	4,1	2,3	1,5	2,5	2,4	2,4	3,1	2,6	2,1	1,6	1,4	1,4
CPI v EMU (y/y, %)	2,9	4,7	6,1	7,2	6,7	5,4	3,1	2,0	2,6	6,4	2,1	2,4	1,9	1,9
Ropa Brent (USD/bbl, průměr)	74,8	78,2	96,1	120,0	105,0	95,0	93,0	92,5	70,2	104,0	92,2	90,0	89,2	90,0
Euribor 1Y (%, průměr)	-0,5	-0,5	-0,4	-0,1	0,2	0,5	0,7	0,9	-0,5	0,0	1,0	1,9	2,5	3,1
USD/EUR (čtvrtletí eop, roky průměr)	1,18	1,14	1,11	1,08	1,10	1,13	1,16	1,18	1,18	1,11	1,18	1,22	1,25	1,28

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

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

ČNB Focus



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

Vrchol úrokových sazeb na 5,5 %, pokles nejdříve v 2023

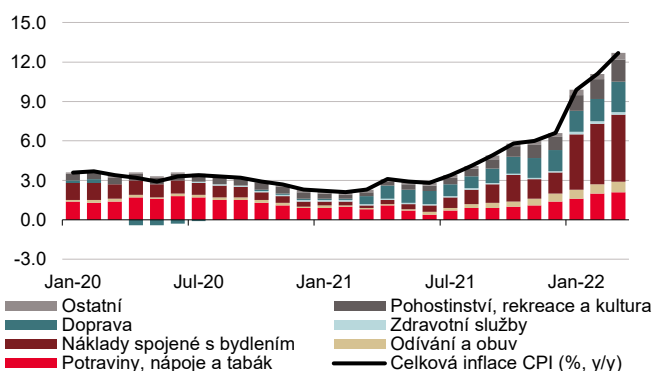
Inflace na začátku roku pokračovala v růstu a výrazně překonala očekávání centrální banky. Ta tak nadále zvyšovala úrokové sazby až na současných 5 %. Bilance rizik dalšího vývoje úrokových sazeb je však nyní více vyvážena vlivem dopadů války na Ukrajině a rychlého navyšování cen na ekonomický růst. Na květnovém zasedání čekáme zvýšení repo sazby o 50 bb na 5,5 %, což by měl být zároveň i vrchol současného cyklu utahování měnové politiky. Část vnějších cenových tlaků by již podle nás mohla ČNB výjimkovat. Počátek snižování úrokových sazeb zpět k politicky neutrálním třem procentům čekáme nejdříve na začátku příštího roku.

Inflace v průběhu prvního čtvrtletí nadále zrychlovala, a to výrazně více, než ČNB čekala. Inflační očekávání se pohybují vysoko nad 2% cílem centrální banky.

Nadále zrychlující inflace přiměla Českou národní banku k tomu, aby na začátku letošního roku pokračovala se zvyšováním úrokových sazeb. V únoru základní repo sazbu zvedla o 75 bb a v březnu o 50 bb na současných 5 %. Zatímco v prvním čtvrtletí průměrná výše repo sazby zhruba odpovídala prognóze ČNB z února, od druhého čtvrtletí již centrální banka předpovídala její postupné snižování. Růst spotřebitelských cen však na začátku letošního roku výrazně předčil odhady centrálních bankéřů. V březnu meziroční inflace dosáhla 12,7 %, ČNB naproti tomu čekala 9,8 %. Rychleji rostly v prvním čtvrtletí hlavně ceny pohonných hmot, energií a potravin, jádrová inflace se vyvíjela přibližně v souladu s tím, co centrální banka předpokládala.

Silné tlaky na růst cen se odrazily v dalším výrazném nárůstu inflačních očekávání. Nefinanční podniky podle březnového šetření ČNB očekávají v ročním horizontu meziroční inflaci na úrovni 7,1 % a v horizontu tří let ve výši 5,9 %. Ještě v prosinci přitom čekaly 4,4 %, respektive 4,2 %, což i tak bylo výrazně nad dvouprocentním cílem centrální banky. Obavy domácností z růstu cen jsou podle indikátoru ČSÚ historicky nejvyšší. To je pravděpodobně hlavní důvod toho, proč domácnosti hodnotí současnou situaci jako nevhodnou pro pořízování velkých nákupů. Negativní dopady vysoké inflace na spotřebu domácností byly patrné již ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku, když ta klesla mezičtvrtletně o 1,8 %.

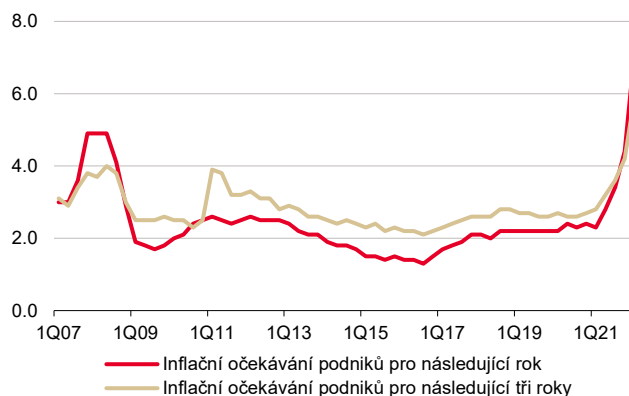
Růst cen zůstává plošný; významně se na něm podílí zdražení energií, pohonných hmot a zrychluje i růst cen potravin



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Nová prognóza ČNB bude pro letošní rok pravděpodobně zahrnovat nižší odhad růstu HDP, a naopak vyšší inflaci. To ztíží bankovní radě rozhodování o dalším vývoji úrokových sazeb.

Nefinanční podniky očekávají meziroční inflaci v ročním horizontu na úrovni 7,1 % a v horizontu tří let ve výši 5,9 %



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

ČNB ve své nové prognóze pravděpodobně významně sníží odhad letošního růstu ekonomiky, naopak výhled inflace se zvýší. Tuzemský HDP jako celek se v loňském čtvrtém čtvrtletí vyvíjel zhruba v souladu s prognózou ČNB. To však bylo jen díky výrazně vyšší tvorbě zásob, než s jakou centrální banka počítala, když ostatní výdajové složky za prognózou ČNB

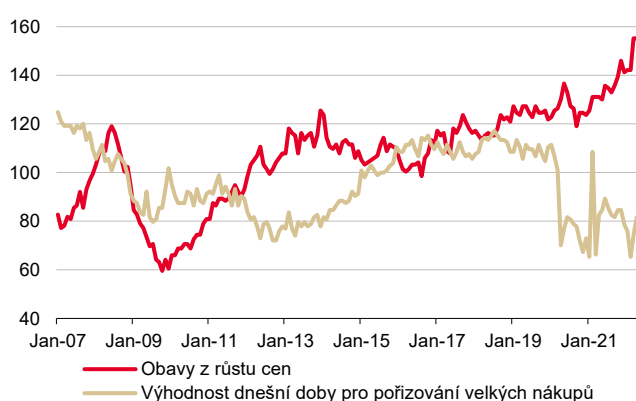
zaostaly. Guvernér Rusnok na tiskové konferenci po posledním březnovém jednání bankovní rady předznamenal, že nová prognóza ČNB přinese oproti té předchozí zhruba poloviční růst ekonomiky. V únoru přitom banka čekala, že HDP letos vzroste o 3,0 %. Stejně jako v naší prognóze by měly za nižším odhadem hospodářského růstu stát dopady vysoké inflace na kupní sílu domácností a přetrvávající problémy v dodavatelských řetězcích. V případě inflace lze naopak čekat vzestupnou revizi únorové prognózy, která pro letošní rok předpovídala nárůst spotřebitelských cen v průměru o 8,5 %. Mimo již zmíněné vyšší pozorované inflace na začátku roku bude významně působit i silný nárůst cen na komoditních trzích, ke kterému došlo vlivem války na Ukrajině. Jeho působení navíc zesílí mírně slabší koruna, která se v prvním čtvrtletí obchodovala v průměru za 24,64 za euro, zatímco ČNB očekávala průměrný kurz ve výši 24,50 (tj. o 0,6 % silnější úroveň).

Bilance rizik dalšího vývoje úrokových sazeb je nyní více vyrovnaná a centrální bankéři tak pravděpodobně budou s jejich dalším zvyšováním více opatrní. Riziko déletrvající vysoké inflace je sice stále přítomné, proti němu však nyní působí reálná hrozba pomalého růstu či dokonce poklesu ekonomiky v případě, že by se naplnily černé scénáře ohledně přerušení dodávek plynu z Ruska. To zčásti snižuje potřebu dalšího výraznějšího zvýšení úrokových sazeb. V tomto smyslu hovoří i v březnu zveřejněný Graf rizik inflační prognózy (GRIP), ve kterém již centrální banka zohlednila očekávané dopady rusko-ukrajinské války na ekonomický vývoj v ČR. V souladu s tím guvernér Rusnok uvedl, že nás pravděpodobně čeká již jen „kosmetické“ zvýšení úrokových sazeb.

Úrokové sazby ČNB podle naší prognózy dosáhnou vrcholu na úrovni 5,5 % v květnu. K jejich poklesu bude docházet nejdříve od začátku příštího roku.

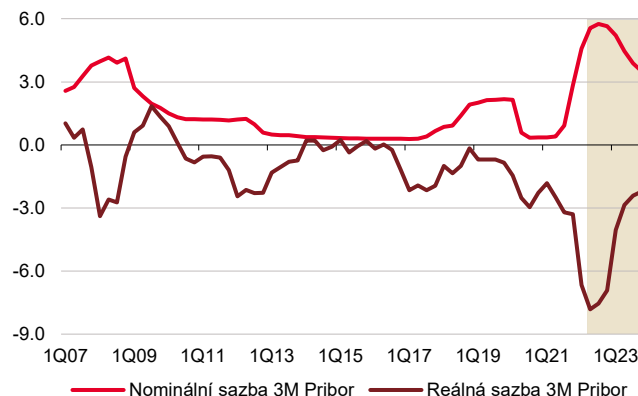
Očekáváme, že ČNB na květnovém zasedání zvýší dvoutýdenní repo sazbu o 50 bb na 5,5 %, kde ji bude držet alespoň do konce letošního roku. Úrokové sazby začala ČNB zvyšovat v polovině loňského roku mezi prvními a jejich vliv na ochlazení domácí poptávky by se měl se zpožděním projevit na zpomalení jádrové inflace od druhé poloviny letošního roku. K tomu přispěje i fakt, že letos pravděpodobně dojde k hlubokému poklesu reálných mezd. Lze tak předpokládat, že v průběhu dalších měsíců bude narůstat podíl zvyšujících se cen energií a potravin na meziroční inflaci. Ta by i přesto svého vrcholu kolem 14 % měla dosáhnout zhruba v polovině letošního roku, dvouciferná však podle naší prognózy zůstane až do jeho konce. Rizika naší prognózy úrokových sazeb jsou vlivem přetrvávajících silných inflačních tlaků i nadále vychýlena ve směru jejich vyššího vrcholu či pozdějšího poklesu.

Obavy domácností z růstu cen jsou historicky nejvyšší, což se promítá i do zdrženlivosti z hlediska větších nákupů



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: průměr 2003-2021 = 100

Úrokové sazby dosáhnou vrcholu ve výši 5,5 % v květnu, jejich snižování čekáme nejdříve na začátku příštího roku



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Při tomto vývoji inflace a současné výši úrokových sazeb by tak ČNB již mohla část vnějších inflačních tlaků tzv. výjimkovat. Tuto možnost zmínil i guvernér Rusnok na tiskové konferenci po březnovém zasedání. Opětovný vstup centrální banky na devizový trh čekáme pouze v případě silného tlaku finančních trhů na oslabení koruny, jako tomu bylo na začátku

března. Intervence ČNB ve směru umělého posílení koruny nepředpokládáme. To by podle nás mělo silné negativní dopady na exportně orientovanou část ekonomiky, která je již tak sužována přetrvávajícími problémy v dodavatelských řetězcích a rychlým růstem cen vstupů. Negativní dopady skokového posílení koruny by podle nás byly o poznání silnější oproti těm vyplývajícím z vyšších úrokových sazeb, které jsou v reálném vyjádření stále výrazně záporné. Ke snižování úrokových sazeb ČNB zpět k politicky neutrálním 3 % bude podle nás docházet nejdříve od začátku příštího roku.

S obměnou pozice guvernéra od 1. července podle nás nedojde k významné změně ve směřování tuzemské měnové politiky. Čekáme, že současný guvernéř Rusnok bude mít silný poradní hlas při rozhodování prezidenta Zemana o nové hlavě centrální banky. Největší šanci tak dáváme současným viceguvernéřům T. Nidetzkému či M. Morovi.

Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy



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

Výnosy jsou blízko vrcholu

Tržní úrokové sazby zažily během posledních měsíců v návaznosti na překvapivě výrazné inflační tlaky u nás i v zahraničí další nárůst napříč splatnostmi. Celá křivka tržních úrokových sazeb tak nadále zůstala výrazně invertovaná. S tím, jak se blíží vrchol domácích měnově-politických sazeb a postupně začnou klesat i zvýšená inflační očekávání, by se však měl brzy vyčerpat také potenciál pro nárůst tržních sazeb. Ty jsou podle nás blízko svému vrcholu a zejména kratší konec křivky se může brzy začít postupně snižovat, a to s vidinou zahájení návratu sazeb ČNB zpět k neutrálním úrovním v průběhu příštího roku a zpomalení tempa růstu ekonomiky. Podmínky pro úrokové zajištění se s růstem sazeb výrazně zhoršily. Příležitost nabízí alespoň inverze celé křivky, případně využití nižších úroků na evropském trhu. Státní dluhopisy v prostředí zvýšené nejistoty způsobené válkou na Ukrajině mírně zlevnily vůči IRS. Výraznější, než dosud očekávaná nabídka v primárních aukcích by ve zbytku roku mohla tlumit „tradiční“ zdražování státních dluhopisů vůči IRS křivce pozorované ve druhém pololetí v minulých letech. Poptávka po dluhopisech nicméně zůstává solidní, což ve výsledku udrží jejich výnosy i nadále pod IRS.

Vysoké inflační tlaky u nás i v zahraničí vystřelily IRS křivku vysoko nad předcovidová maxima. Očekáváme, že sazby se již nachází blízko svému vrcholu. Inverzní tvar si křivka udrží minimálně po celý letošní rok a k jejímu narovnání bude docházet až v první polovině roku 2023 především v souvislosti s poklesem sazeb ČNB.

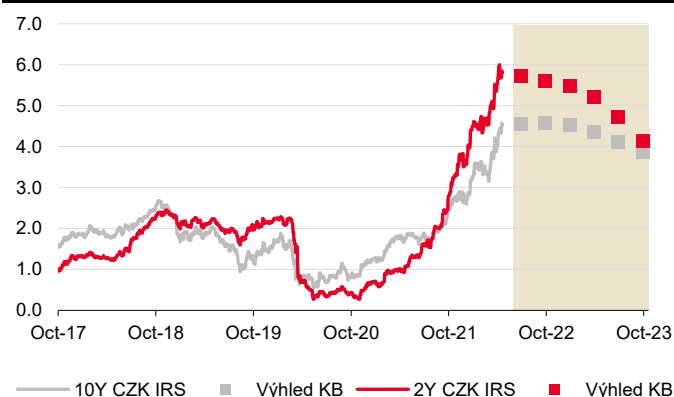
Trh českých sazeb IRS: Sazby stále na vzestupu, válce na Ukrajině navzdory

Tržní úrokové sazby zaznamenaly v prvním čtvrtletí letošního roku další výrazný nárůst.

To bylo dáno především překvapivě silnými inflačními tlaky, které zvýšily sázky na růst sazeb u nás i v zahraničí. Celkem tak došlo k posunu výnosové křivky od počátku roku o dalších přibližně 120-130 bb. Obecnou tendenci ke zpříšňování měnové politiky dosud příliš nenarušila ani válka na Ukrajině. Její dopady jsou sice jednoznačně protirůstové, současně ale válkou vyvolaný další růst cen energií povede i k urychlení inflace. To staví centrální banku do nepříjemné pozice a obecně též ztěžuje kýžené „hladké přistání“. ČNB indikovala, že by mohla primární proinflační tlaky plynoucí z války vzhledem k jejich nabídkové povaze tzv. výjimkovat, tedy nebrat při rozhodování o nastavení měnové politiky do úvahy. I tak ale bude podle nás nucena vlivem zvýšených inflačních očekávání, solidní situace na domácím pracovním trhu a sekundárních dopadů vyšších cen energií úrokové sazby ještě zvýšit a následně ponechat na této úrovni po delší dobu.

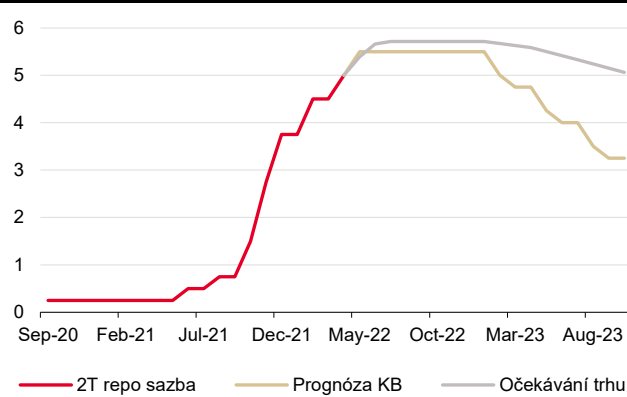
Finanční trhy očekávají vrchol dvoutýdenní repo sazby ČNB na úrovni 5,5-5,75 %. To se zhruba shoduje i s naším pohledem, který očekává růst základní sazby na květnovém zasedání o dalších 50 bb na 5,5 %. Na této úrovni by podle nás měla setrvat zhruba do konce prvního čtvrtletí příštího roku, kdy bychom mohli vidět její první snížení. To podle nás bude vlivem odeznívání inflačních tlaků následně pokračovat, přičemž neutrálních 3 % by základní sazba měla dostáhnout v prvním čtvrtletí 2024. Podobný vývoj očekáváme i u sazeb IRS. Ty se již podle nás blíží svému vrcholu. Jejich následný pokles by měl být výraznější u sazeb s kratšími splatnostmi, které jsou citlivější na změny v nastavení domácí měnové politiky.

Prognóza IRS (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj základní úrokové sazby ČNB k 22. 4. 2022 (%)



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

Zahájení snižování sazeb ČNB v příštím roce napomůže k normalizaci tvaru výnosové křivky. Předpokládáme, že výrazně inverzní tvar si křivka udrží minimálně po celý letošní rok a k jejímu narovnání bude docházet až v první polovině roku 2023 právě v souvislosti s obratem v měnověpolitických sazbách, který přinese snížení jejího krátkého konce.

Výhled pro CZK IRS (% , konec období)

	Q2 22f	Q3 22f	Q4 22f	Q1 23f
2Y	5,70	5,60	5,45	5,20
5Y	5,15	5,15	5,05	4,85
10Y	4,55	4,55	4,50	4,35

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Forwardy a eurový trh stále nabízejí výhodnější zajištění úrokového rizika

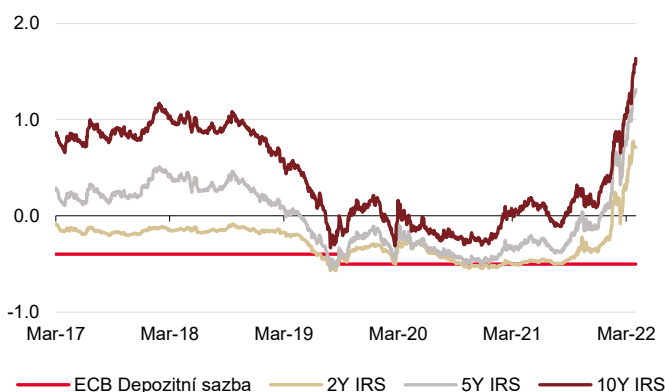
Vzhledem k výraznému nárůstu IRS křivky během posledních měsíců se podmínky zajištění úrokového rizika razantně zhoršily. Blízkost vrcholu tržních sazeb rovněž v současnosti neindikuje vhodnost načasování domácí úrokové fixace. Určitou příležitost tak lze aktuálně spatřit pouze v přetrvávající vysoké inverzi celé IRS křivky, což zlepšuje podmínky na forwardovém trhu, tedy při využití úrokového zajištění s odloženým začátkem. Pomocí tohoto nástroje lze z výsledné ceny zajištění odříznout závratně vysoké úrovně nejbližších splatností a do určité míry tak benefitovat z nižšího dlouhého konce křivky. Určitou příležitost přes nedávný nárůst výnosů stále vidíme i na eurovém trhu, který nabízí oproti tomu českému stále výrazně nižší sazby.

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

	Maturita						
	6M	1Y	18M	2Y	3Y	5Y	10Y
Spot	5.80	6.07	5.91	5.92	5.54	5.05	4.52
3M	6.16	6.15	6.02	5.86	5.47	4.99	4.49
6M	6.16	6.04	5.94	5.67	5.30	4.87	4.42
9M	5.95	5.93	5.70	5.48	5.13	4.75	4.35
1Y	5.75	5.83	5.45	5.29	4.97	4.64	4.29
18M	5.75	5.28	5.08	4.90	4.68	4.43	4.18
2Y	4.68	4.73	4.57	4.51	4.39	4.23	4.07
3Y	4.22	4.27	4.21	4.21	4.14	4.10	4.01

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ke dni 22. 4. 2022

Eurové sazby pokračují v růstu (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vyšší emisní aktivita na primárním trhu může letos trvat déle

Oproti původním předpokladům budou letos nabídku CZGB zvyšovat zejména dodatečné výdaje spojené s důsledky války na Ukrajině. Momentálně předpokládáme, že letos skončí státní rozpočet v deficitu ve výši 310 mld. CZK, což by znamenalo v kombinaci s ostatními potřebami financování (zejména splátkami dříve vydaných dluhopisů) celkovou letošní emisi korunových dluhopisů za zhruba 422,6 mld. CZK. Kromě toho ale ministerstvo financí v letošním roce čeká refinancování eurových dluhopisů z roku 2012 splatných v květnu celkem za 2,75 mld. EUR. Je pravděpodobné, že minimálně zčásti bude tuto splátku MF financovat vydáním nových eurodluhopisů. Těm by mohlo kromě výrazně nižších výnosů nahraovat i nedávné zapojení českého Centrálního depozitáře cenných papírů do evropského clearingového systému provozovaného centrálními bankami zemí eurozóny. To totiž následně umožnilo zařazení českých eurových dluhopisů mezi způsobilá aktiva v rámci úvěrových operací Eurosystemu.

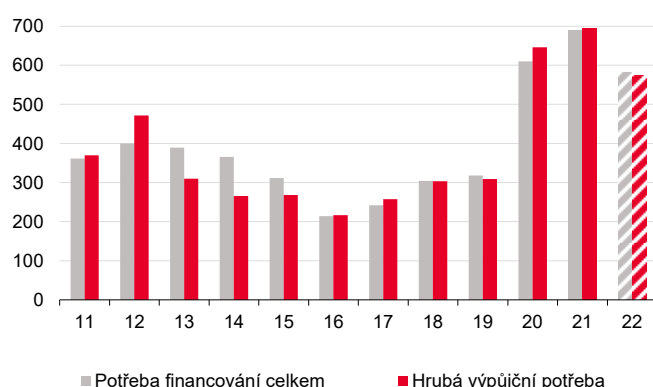
Očekáváme, že potřeba financování pro letošní rok dosáhne 582,1 mld. CZK (9 % HDP), což by znamenalo viditelný pokles oproti loňským 690,4 mld. CZK (11,3 % HDP). Zvýšené výdaje, spojené zejména s válečným konfliktem na Ukrajině, však dosud nebyly předfinancovány. Proto předpokládáme, že výraznější nabídka v primárních aukcích by ve zbytku roku mohla tlumit zdražování státních dluhopisů vůči IRS křivce (viditelné v minulých letech). Celková emisní aktivita je letos nicméně silně podmíněna dalším vývojem války na Ukrajině a způsobem financování dodatečných výdajů státního rozpočtu (část výdajů by měla být pokryta ze zdrojů EU).

Potřeba a zdroje financování (v mld. CZK)

	2022	
	MinFin	KB
Saldo státního rozpočtu	280,0	310,0
Převod a další operace finančních aktiv státu	0,0	0,0
Splátky státních dluhopisů v domácí měně	145,4	145,4
Splátky státních dluhopisů v cizí měně	74,3	74,3
Splátky a předčasné splátky spořicí dluhopisů	0,2	0,2
Splátky instrument peněžního trhu	49,0	49,0
Splátky pokladničních poukázek		33,3
Splátky ostatních nástrojů peněžního trhu		15,7
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	3,2	3,2
Potřeba financování celkem	552,1	582,1
Nástroje peněžního trhu		20,0
Pokladniční poukázky		20,0
Ostatní nástroje peněžního trhu		0,0
Hrubá emise CZGB v domácí měně	Min. 350-400	422,6
Hrubá emise CZGB v cizí měně		90,0
Hrubá emise eurobondů		0,0
Hrubá emise spořicí dluhopisů		41,1
Přijaté zápůjčky a úvěry (vč. EUR)		0,0
Operace finančních aktiv a řízení likvidity		8,4
Zdroje financování celkem		582,1
Hrubá výpůjční potřeba		573,7
Čistá emise CZGB		277,2

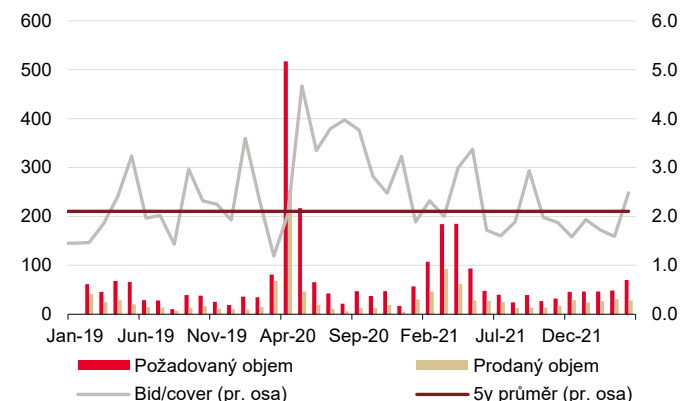
Zdroj: MFCR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Potřeba financování (mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Primární trh CZGB (mld. CZK)



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

Prognóza výnosů CZGB (konec období)

	Q2 22f	Q3 22f	Q4 22f	Q1 23f
Výnos 2Y CZGB (%)	5,35	5,25	5,10	4,85
Výnos 5Y CZGB (%)	4,95	4,90	4,80	4,60
Výnos 10Y CZGB (%)	4,40	4,40	4,30	4,15
10Y CZGB ASW (bb)	-18	-18	-21	-18

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výnosy CZGB budou brzy vrcholit

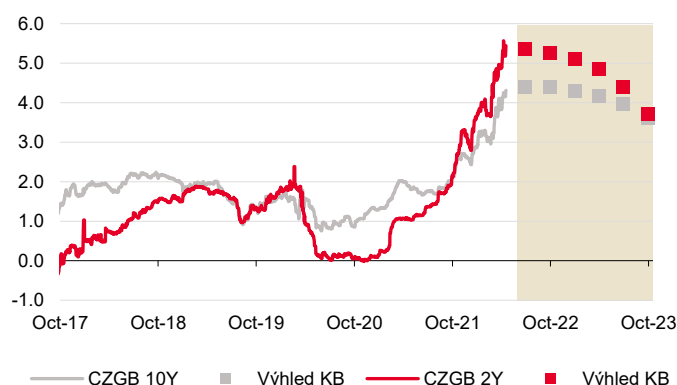
Výnosy státních dluhopisů, obdobně jako IRS od začátku letošního roku dále strmě rostly. Celkově v rozsahu 130-170 bb s výraznějším nárůstem na kratším konci výnosové křivky. Navzdory stále relativně solidní poptávce po CZGB, kterou dočasně oslabilo především vypuknutí války na Ukrajině, byl nárůst výnosů CZGB o něco výraznější než v případě IRS křivky, a CZGB tak v ASW vyjádření mírně zlevnily. Přestože vidíme prostor pro další zlevnění v případě nutnosti krytí zvýšených výdajů státního rozpočtu z domácích zdrojů, výnosy CZGB zůstanou podle nás ve srovnání s IRS křivkou i nadále nižší. Poblíž svého vrcholu by se podle nás měly výnosy českých státních dluhopisů pohybovat v nejbližších měsících, aby následně, stejně jako IRS, začaly klesat do blízkosti dlouhodobě rovnovážných hodnot.

Přehled ratingu hlavních agentur pro Českou republiku

	Domácí závazky	Výhled	Zahraniční závazky	Výhled	Další hodnocení
S&P	AA	STABLE	AA-	STABLE	29. 4. 2022
Moody's	Aa3	STABLE	Aa3	STABLE	5.8. 2022
Fitch	AA-	STABLE	AA-	STABLE	6. 5. 2022

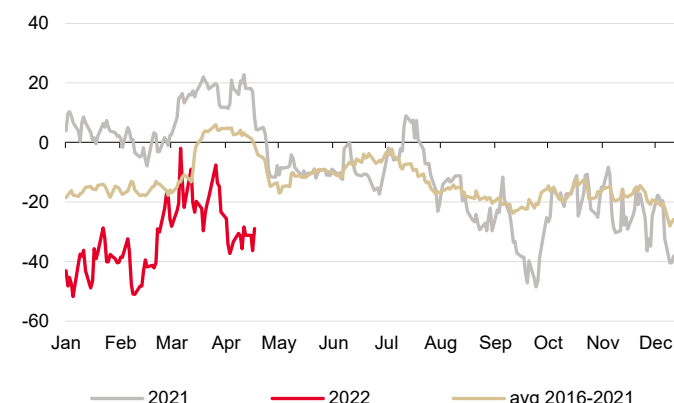
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prognóza výnosů CZGB (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

10y CZGB ASW (bb)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

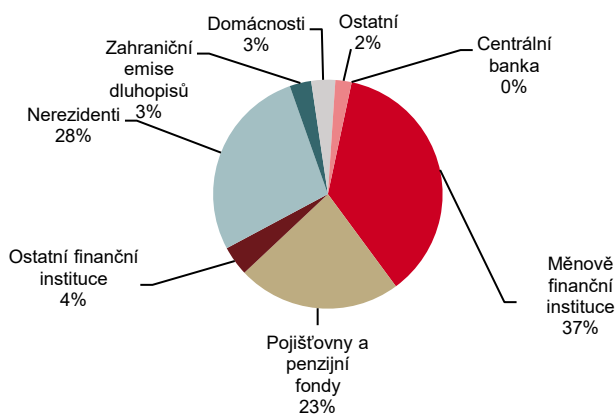
Přehled českých státních dluhopisů

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	
4.70 Sep-22	0.4	0.0	100%	5.26	16	62	-0.38	-45	-4	25	-120		-2	0.8	8	16.4	18	-50.7	19	
0.45 Oct-23	1.4	0.0	80%	5.38	9	76	0.45	-69	-9	4	-84		-31	-0.7	19	-12.3	1	-8.4	15	
5.70 May-24	1.9	0.0	100%	5.22	19	74	0.68	-69	-6	-1	-98		-32	0.0	16	-5.7	5	-7.8	11	
0.00 Dec-24	2.5	0.0	34%	5.11	17	84	1.04	-48	-2	15	-87		-25	0.5	11	-3.3	6	-8.6	18	
1.25 Feb-25	2.6	0.0	100%	5.12	21	96	1.14	-44	0	27	-93		-31	1.2	5	-6.2	4	-8.4	16	
2.40 Sep-25	3.1	5.1	85%	5.00	13	78	1.31	-38	-5	16	-82		-27	1.2	4	-2.9	7	-8.2	14	
1.00 Jun-26	3.9	0.0	100%	4.86	21	88	1.45	-31	-2	20	-73		-23	1.4	2	-0.4	9	-8.4	17	
0.25 Feb-27	4.6	0.0	83%	4.74	22	90	1.52	-29	0	27	-76		-27	1.7	1	2.2	13	-7.8	12	
2.50 Aug-28	5.6	0.0	94%	4.47	17	74	1.56	-35	-7	18	-67		-25	1.2	3	9.2	17	-8.0	13	
2.75 Jul-29	6.2	8.2	100%	4.40	23	69	1.62	-32	-3	10	-62		-15	1.1	7	5.9	15	-7.7	10	
0.05 Nov-29	7.3	4.5	57%	4.41	23	71	1.66	-22	-5	12	-46		-11	1.2	6	1.2	11	-6.8	9	
0.95 May-30	7.4	0.0	100%	4.33	19	61	1.65	-29	-7	3	-47		-10	0.4	13	5.3	14	-6.6	8	
1.20 Mar-31	8.0	0.0	100%	4.28	20	59	1.70	-25	-3	3	-44		-4	0.5	10	2.1	12	-6.0	7	
1.75 Jun-32	8.7	20.0	100%	4.24	21	53	1.77	-22	-3	-3	-45		-3	0.5	9	-1.8	8	-5.0	6	
2.00 Oct-33	9.7	0.0	100%	4.26	21	54	1.91	-18	-5	-4	-38		5	0.4	14	-8.9	2	-4.0	5	
3.50 May-35 *	10.1	20.2	33%	4.25	21	55	2.00	-21	-6	-4	-29		2	-0.4	18	-8.1	3	-2.7	4	
4.20 Dec-36	10.6	0.0	100%	4.25	19	52	2.04	-21	-8	-5	-49		9	0.2	15	0.1	10	-1.3	3	
1.95 Jul-37	12.2	2.4	10%	4.24	24	54	1.98	-15	-2	-4	-45		9	0.4	12	6.8	16	-0.3	2	
1.50 Apr-40	14.7	3.3	40%	4.26	26	45	1.95	-12	-3	-16	-38		24	-0.4	17	45.6	19	3.2	1	

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

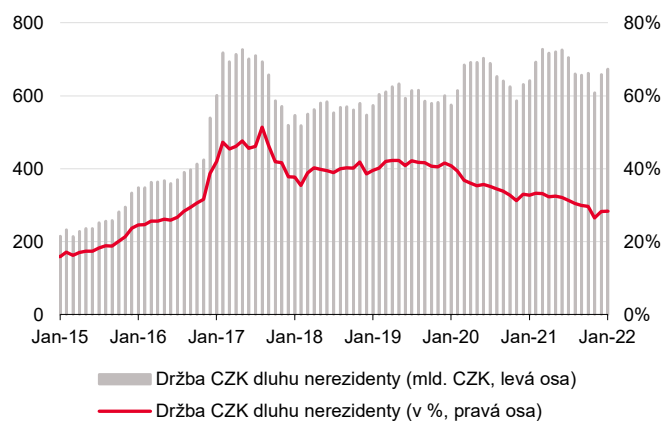
Pozn.: Detailní popis v aktuálním vydání CZGB Auction Alert

Držba státních dluhopisů podle typu držitele (únor 2022)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podíl nerezidentů klesá



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Korunový devizový trh



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

Nevýrazný růst ekonomiky letos koruně neprospěje

Prostor pro další posilování tuzemské měny je v nejbližších měsících omezený. V krátkém horizontu bude korunu nadále podporovat výrazný úrokový diferenciál. Proti tomu bude ale působit jednak silný dolar a jednak výrazné reálné posílení koruny v poslední době podpořené růstem domácích cen, což nechává méně prostoru pro nominální apreciaci. Očekáváme, že koruna tak v horizontu jednoho roku posílí k úrovni 24,1 CZK/EUR. Rekordní hodnoty úrokového diferenciálu současně tlačí forwardové body k novým maximům. I přes posílení spotového kurzu po částečném odeznění negativního sentimentu se podmínky pro jeho zajištění proti posílení koruny ve srovnání se začátkem letošního roku mírně zlepšily. Výhodnost zajištění mohou podle nás dílčím způsobem zvyšovat spíše jednorázové výkyvy spotového kurzu spojené s případným nárůstem averze vůči měnám regionu, respektive rozvíjejících se trhů. Hlavním rizikem zejména v letošním roce je pro korunu vývoj konfliktu na Ukrajině a jeho ekonomické dopady.

Koruna „válečný“ šok prozatím ustála velmi dobře

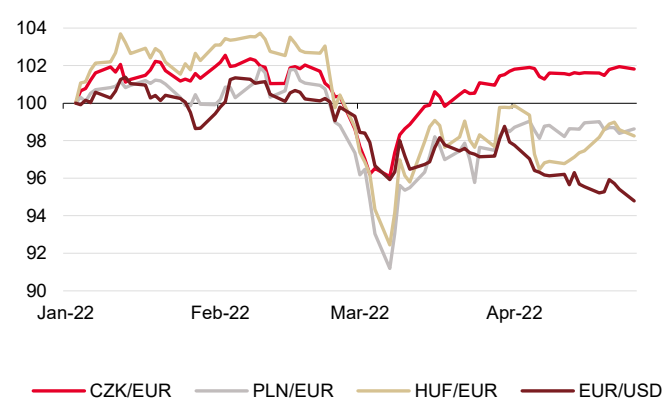
Měny středoevropského regionu byly od vypuknutí války na Ukrajině pod výrazným tlakem. Koruna si z těchto měn dosud vede nejlépe, když si po odeznění první vlny negativního sentimentu dokázala jako jediná připsat zisk i ve srovnání se začátkem roku. V tom ji pomáhá nejen největší geografická vzdálenost od celého konfliktu, ale i solidní ekonomické fundamenty podpořené rekordně rozevřeným úrokovým diferenciálem. V neposlední řadě ale přispěla k poměrně rychlému návratu tuzemské měny k silnějším úrovním i intervence ČNB. Ta sice na trhu patrně ve skutečnosti příliš intervenovat nemusela, samotné její odhodlání zabránit nadměrným výkyvům v kurzu je však vzhledem k jednomu z vůbec největších devizových rezervám na světě vůči HDP (cca 60 %), kterými disponuje, pro trhy vysoce důvěryhodné a působí stabilizačně samo o sobě.

Vývoj kurzu koruny



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vývoj ve středoevropském regionu (1. 1. 2022 = 100)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Naši prognózu kurzu koruny jsme revidovali k silnějším úrovním. Na konci roku očekáváme dosažení hodnoty 24,20 CZK/EUR a v ročním horizontu posílení na 24,10 CZK/EUR. Korunu bude nadále podporovat především rozevřený úrokový diferenciál.

Prostor pro další posilování koruny je v nejbližších měsících omezený. Na jedné straně sice bude tuzemskou měnu v nejbližším horizontu nadále podporovat výrazný úrokový diferenciál. Proti tomu ale bude působit jednak silný dolar, jehož aprece většinou vede k oslabení měn rozvíjejících se trhů. Zároveň bude alespoň v kratším horizontu odčerpávat prostor pro nominální apreciaci koruny i posílení reálného kurzu podpořené vyšším růstem cen v ČR oproti zahraničí. Z filtrace reálného kurzu se dokonce koruna může momentálně jevit jako nadhodnocená, což vytváří riziko pomalejší aprece. Zároveň je pravděpodobné, že letos koruně nepomůže ani čistý vývoz. Jednak reálné posílení kurzu snižuje konkurenceschopnost

domácích vývozů (podobně jako nepříznivý vývoj směnných relací), zároveň se ale bude tuzemský export po většinu letoška potýkat s nedostatkem komponent ve výrobě.

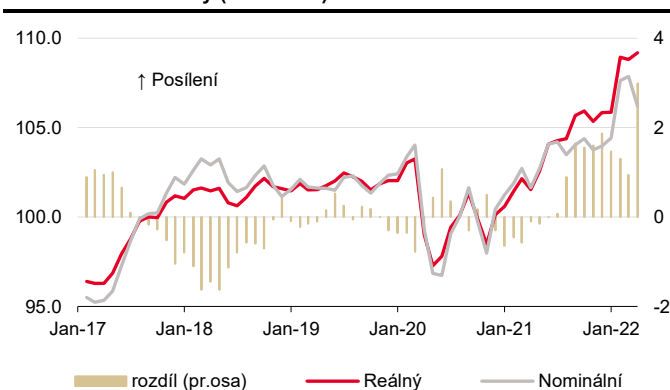
Pozvolné posilování koruny by se podle nás mohlo obnovit ve druhé polovině letošního roku. To bude opět výsledkem protisměrného působení několika faktorů. Na jedné straně se sice začne vytrácet podpora koruny ze strany úrokového diferenciálu. Ten se pomalu začne uzavírat s tím, jak se nejprve začnou zvyšovat úrokové sazby v zahraničí, k čemuž se v příštím roce přidá i pokles domácích sazeb zpět k neutrálním úrovním. Na druhou stranu by však měl podle našich předpokladů oslabovat americký dolar, což bude působit směrem k silnější koruně. Stejným směrem by podle nás měl postupně začít tláčit i kanál reálného posilování koruny v návaznosti na odeznění zvýšených domácích inflačních tlaků. Celkově tak očekáváme nejprve přibližnou stagnaci koruny, následovanou postupným posílením k 24,2 CZK/EUR na konci letošního roku a 24,1 CZK/EUR na konci prvního čtvrtletí příštího roku.

Vývoj CZK/EUR a úrokového diferenciálu



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Efektivní kurz koruny (2020=100)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; efektivní kurzy podle vah zahraničního obchodu v roce 2020, reálný efektivní kurz deflovaný cenami výrobců

Hlavním rizikem pro korunu je vývoj války na Ukrajině a její ekonomické dopady

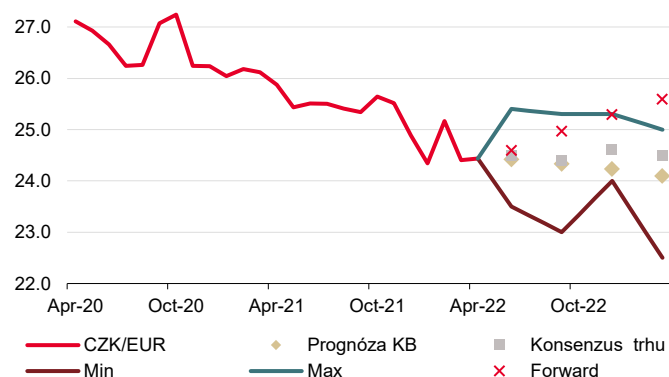
Naše prognóza počítá s lehce silnější korunou oproti trhu v rozmezí 10-40 haléřů v horizontu jednoho roku. Hlavním rizikem zejména v letošním roce je pro tuzemskou měnu vývoj konfliktu na Ukrajině a jeho ekonomické dopady. Další výraznější eskalace spojená např. s úplným přerušением dodávek ruského plynu do ČR (na kterém je ČR závislá téměř ze 100 %), by patrně vedlo k výraznému tlaku na depreciaci koruny. ČNB se sice veřejně komunikovala odhodlanost zasáhnout proti „nadměrným“ výkyvům kurzu na devizovém trhu, to však neznamená, že by nutně v takovém případě byla ochotna kurz používat dlouhodobě jako nástroj měnové politiky, podobně jako tomu bylo v minulosti. V případě výkyvů, které mají základ ve zhoršených fundamentech (což riziko zastavení domácího průmyslu v důsledku nedostatku plynu splňuje) totiž může kurz působit jako určitý nárazník a svou depreciaci zabránit plnému prolití celého šoku do reálné ekonomiky. Rizikem zůstává i vývoj amerického dolaru, resp. rychlost utahování měnové politiky v USA.

Prognóza kurzu koruny (konec období)

	Q2 22f	Q3 22f	Q4 22f	Q1 23f
CZK/EUR	24,40	24,35	24,20	24,10
CZK/USD	22,60	22,10	21,45	20,75
USD/EUR	1,08	1,10	1,13	1,16

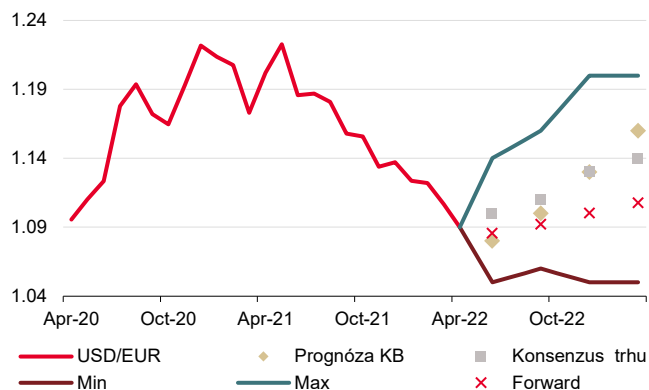
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 22. 4. 2021)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Předpokládaný vývoj kurzu USD/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 22. 4. 2021)

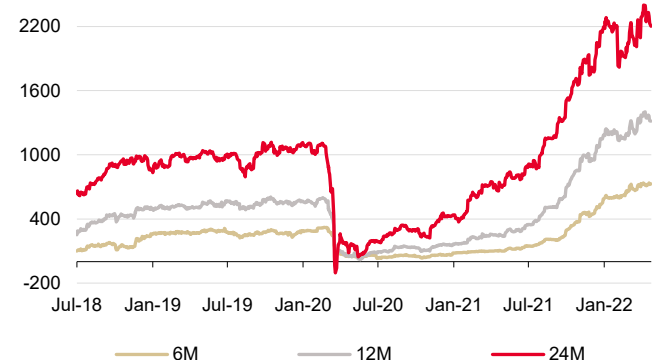


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

Rekordní úrokový diferenciál tlačí forwardové body na nová maxima

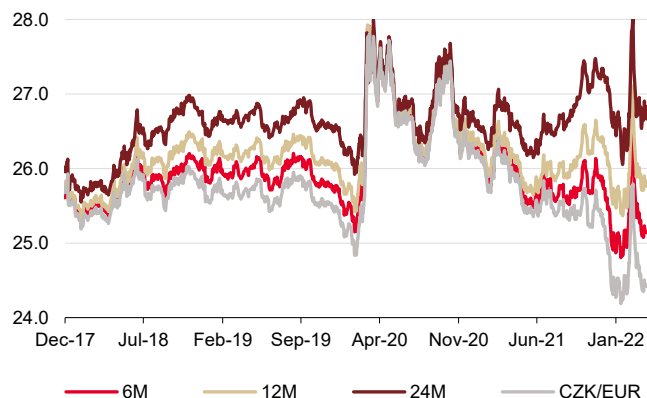
Úrokový diferenciál vůči eurovým sazbám přitom nadále překonává svá předchozí maxima. To se projevuje na forwardových bodech, zejména v delších splatnostech. I přes posílení spotového kurzu po částečném odeznění negativního sentimentu se podmínky pro jeho zajištění proti posílení koruny ve srovnání se začátkem letošního roku mírně zlepšily. V ročním horizontu se tak lze aktuálně dostat poblíž 25,65 CZK/EUR a ve dvou letech na 26,55 CZK/EUR. Potenciál pro další zlepšení je podle nás alespoň dočasně vyčerpaný. Vzhledem k očekávanému brzkému vrcholu úrokového diferenciálu a jeho následnému postupnému uzavírání v kombinaci s mírně posilujícím spotovým kurzem budou zajištění zatráktivňovat spíše jednorázové výkyvy spotového kurzu spojené s případným nárůstem averze vůči měnám regionu, respektive rozvíjejících se trhů.

Forwardové body na nových maximech



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Forwardový vs spotový kurz CZK/EUR



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Bankovní sektor



Michal Brožka
(420) 222 008 569
michal_brozka@kb.cz

Růst úvěrů pravděpodobně zpomalí

Zlepšený výhled ekonomiky působil ještě začátkem roku na úvěrovou aktivitu pozitivně. Expanzi hypoték pomáhala perspektiva blízkého zpřísnění podmínek jejich čerpání a také očekávání dalšího navýšování úrokových sazeb. Výhled ekonomiky se ovšem zhoršil, úrokové sazby pokračují v růstu a v případě hypoték vešla v dubnu v účinnost přísnější pravidla. Proto očekáváme ochlazení úvěrové činnosti u všech typů úvěrů. To by mělo vést i ke zpomalení dosud velmi rychlého tempa zvyšování cen nemovitostí. Rovněž dynamika depozit by měla zpomalit. Zhoršený ekonomický výhled implikuje pozvolný nárůst podílu úvěrů v selhání.

Stále čekáme zpomalení růstu hypoték i cen nemovitostí

Zdražování rezidenčních nemovitostí v ČR opět zrychlilo. V prvním čtvrtletí rostly meziročně ceny domů a bytů v průměru téměř o 17 %. Jejich mezikvartální dynamika rovněž zrychlovala. Domníváme se, že narůstají důvody, proč zde čekat zpomalení. Jedná se o snížení dostupnosti bydlení v souvislosti se zhoršeným ekonomickým výhledem a vyšší nejistotou, a fakt, že jsou ceny opět vyšší. **Vyšší úrokové sazby a přísnější pravidla pro poskytování ze strany ČNB (platná od dubna) povedou podle nás ke snížení doposud rychle rostoucího objemu hypoték.** Jeho tempo pravděpodobně za první čtvrtletí dosáhlo přes 11 % y/y, přičemž zde sehrála roli snaha vzít si hypotéku ještě za původních podmínek. Čerpání ještě bude mít setrvačnost v nejbližších měsících. Nicméně už od druhého čtvrtletí počítáme s citelným zpomalením mezikvartální dynamiky. Po loňském růstu úvěrů na bydlení o necelých 10 % čekáme pro letošek jejich navýšení v průměru o 8 %, což je ale dáno silnou první polovinou roku. Lze čekat zvýšenou snahu financovat nákup nemovitostí pomocí hotovosti.

Vyšší úrokové sazby, přísnější pravidla pro poskytování hypoték a horší ekonomická důvěra povedou k ochlazení trhu nemovitostí a hypoték.

Bankovní úvěry a depozita (y/y, %)

	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Bankovní úvěry														
Celkem	4,4	7,0	6,9	9,6	8,9	6,7	3,9	4,4	4,9	8,0	4,9	5,9	5,7	5,7
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	10,5	11,1	11,4	9,3	6,8	4,5	2,5	2,8	9,9	8,0	3,4	5,6	5,5	5,1
Spotřebitelské úvěry domácnostem	4,1	6,5	7,4	7,0	6,5	5,8	5,4	5,4	3,3	6,7	5,7	6,3	6,5	5,8
Úvěry nefinančním podnikům	1,9	5,8	7,9	10,3	8,8	7,5	6,9	6,8	0,9	8,6	6,9	5,8	5,3	6,0
Bankovní vklady														
Celkem	7,2	6,6	6,3	5,9	5,1	5,8	2,0	3,4	8,3	5,8	3,7	4,8	5,5	5,1
Obyvatelstvo	10,2	7,0	6,5	6,4	4,8	5,2	4,1	3,7	10,2	5,7	4,5	5,4	5,5	5,5
Nefinanční podniky	6,6	7,5	8,1	5,3	5,9	6,8	5,7	7,1	8,3	6,5	6,5	5,3	5,7	3,9
Ostatní	2,7	4,6	4,7	5,3	5,2	6,4	-4,5	-0,2	4,9	5,4	0,2	3,3	5,2	5,1
Podíly na HDP														
Podíl úvěrů na HDP	62,7	62,9	64,6	64,2	64,4	63,2	63,2	63,0	63,5	64,1	63,0	63,0	63,8	64,6
Podíl vkladů na HDP	98,8	89,9	100,7	98,1	97,9	89,6	96,6	95,3	97,7	96,6	93,8	92,8	93,7	94,3
Podíl úvěrů na vkladech	63,5	69,9	64,2	65,4	65,8	70,5	65,4	66,1	65,1	66,5	67,3	67,9	68,1	68,6
Úrokové sazby														
Úvěry pro bytové potřeby	2,5	2,8	3,7	3,9	3,9	3,7	3,5	3,3	2,4	3,8	3,2	2,8	2,7	2,7
Spotřebitelské úvěry	7,6	7,7	8,0	9,1	9,7	10,2	10,5	10,3	7,4	9,2	10,1	9,1	9,1	9,3
Úvěry nefinančním podnikům	1,9	4,3	5,8	6,8	7,0	7,0	6,7	5,9	2,4	6,7	5,7	4,4	4,2	4,2
Podíl úvěrů v selhání														
Úvěry pro bytové potřeby	1,1	1,1	1,0	1,1	1,1	1,1	1,2	1,3	1,0	1,1	1,3	1,5	1,6	1,7
Spotřebitelské úvěry	5,4	5,4	4,6	5,4	6,0	6,1	6,1	6,5	5,3	5,5	6,7	7,9	8,4	8,7
Úvěry nefinančním podnikům	4,3	4,3	3,8	3,8	4,1	4,6	5,1	5,3	4,3	4,1	5,2	4,9	4,8	4,6

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

Ceny nemovitostí reagují obvykle s výrazným zpožděním na impulsy z reálné ekonomiky, a proto i zde odhadujeme výraznější negativní dopady vývoje do cen spíše až v letech 2023–2024, kdy očekáváme prakticky stagnaci cen rezidenčního bydlení.

Zpomalí i tempo spotřebitelských úvěrů

Trh práce je stále argumentem pro růst spotřebitelských úvěrů.

Z důvodu vyšších úrokových sazeb a zhoršeného výhledu ekonomiky očekáváme od druhého čtvrtletí zpomalení mezičtvrtletní dynamiky růstu spotřebitelských úvěrů do konce letošního roku. Ve prospěch vyšší dynamiky naopak působí stále příznivý vývoj na trhu práce a rovněž výhled na nominální růst osobní spotřeby, za kterým ovšem zejména pro letošek stojí vysoká inflace. V souhrnu tak pro tento rok čekáme průměrné tempo růstu spotřebitelských úvěrů o 6,7 % a v příštím roce zpomalení na 5,7 %.

Úvěry podnikům zůstávají proměnlivé

Tempo růstu úvěrů poskytnutých podnikům na přelomu roku zrychlilo, ale nyní opět čekáme zpomalení.

Odhad tempa růstu úvěrů nefinančním korporacím jsme pro letošek zvýšili na 8,6 % z předchozích 5,1 %. Nicméně důvodem není optimističtější výhled, ale oproti očekávání lepší vývoj na přelomu loňského a letošního roku. Naopak zhoršený výhled ekonomiky a investic, přetrvávající problémy v subdodávkách komponent do výroby a nárůst úrokových sazeb podle naší prognózy implikují snížení mezičtvrtletního tempa růstu od druhého čtvrtletí. V příštím roce předpokládáme zlepšení situace v subdodávkách a také pokles úrokových sazeb, což by se mělo odrazit ve zrychlení dynamiky růstu úvěrů firmám. Ty by tak za celý rok 2023 měly v průměru růst o 6,9 %

I růst depozit zpomalí

Růst objemu vkladů zpomalí pod růst objemu úvěrů.

Vyšší úrokové sazby, opatrnější výhled do budoucnosti a růst nominálních mezd indikují pokračování expanze vkladů. Proti tomu může stát horší finanční situace některých domácností. V souhrnu tak čekáme po solidním zvýšení ze začátku roku zpomalení mezikvartální dynamiky jak u depozit domácností, tak korporací. Za celý rok tak odhadujeme růst depozit v průměru o 5,8 %, tedy oproti úvěrům pomalejší dynamiku o cca 2 pb, zatímco v minulém roce tomu bylo naopak.

Zhoršený výhled ekonomiky ukazuje na růst podílu NPL

Podíl úvěrů v selhání bude postupně růst.

Odhadujeme, že podíl nesplácených úvěrů (NPL) v případě spotřebitelských a podnikových půjček na začátku roku klesl na ještě příznivější úroveň. V případě hypoték činí podíl NPL pouhé 1 %. Válka na Ukrajině a zhoršení výhledu ekonomiky na nejbližší období posunulo očekávané trajektorie navyšování podílu nesplácených úvěrů všech zmiňovaných typů nahoru. Ovšem mělo by se stále jednat o úroveň, které by neměly působit finančnímu sektoru významnější problémy.

Klíčové ekonomické ukazatele

Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
HDP	reálný, %	3,0	-5,8	3,3	1,8	2,8	2,9	2,2	2,1
Inflace	průměr období, %	2,8	3,2	3,8	12,6	7,2	2,3	1,9	2,0
Běžný účet platební bilance	% HDP	0,3	2,0	-0,8	-3,6	-1,6	-1,2	-1,9	-2,3
3M PRIBOR	průměr, %	2,1	0,9	1,1	5,4	4,3	3,2	3,2	3,2
CZK/EUR	průměr	25,7	26,5	25,6	24,4	24,0	23,6	23,5	23,3
CZK/USD	průměr	22,9	23,2	21,7	22,0	20,3	19,4	18,8	18,2

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

Měna a úrokové sazby - výhled

		26.04.2022	Jun-22	Sep-22	Dec-22	Mar-23	Jun-23
CZK/EUR	konec období	24,3	24,40	24,35	24,20	24,10	23,95
USD/EUR	konec období	1,08	1,08	1,10	1,13	1,16	1,18
CZK/USD	konec období	22,5	22,60	22,10	21,45	20,75	20,30
3M PRIBOR	konec období, %	5,40	5,75	5,65	5,65	5,45	4,75
10Y IRS	konec období, %	4,56	4,55	4,55	4,50	4,35	4,10

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

Měsíční makroekonomická data

		VII-21	VIII-21	IX-21	X-21	XI-21	XII-21	I-22	II-22	III-22
Inflace (CPI)	%, m/m	3,4	4,1	4,9	5,8	6,0	6,6	9,9	11,1	12,7
Inflace (CPI)	%, y/y	1,0	0,7	0,2	1,0	0,2	0,4	4,4	1,3	1,7
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	7,8	9,3	9,9	11,6	13,5	13,2	19,4	21,3	24,7
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	1,6	1,2	0,7	1,9	1,2	-0,1	6,9	2,2	4,2
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	3,7	3,6	3,5	3,4	3,3	3,5	3,6	3,5	3,4
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	-0,2	1,5	-3,9	-7,8	4,2	0,9	4,0	-0,3	n.a.
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	4,9	8,0	-1,6	-6,1	11,0	8,3	15,6	9,2	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	-1,4	4,8	3,5	1,1	5,5	11,3	7,9	18,9	n.a.
Maloobchodní tržby bez aut	%, y/y	3,7	4,6	3,5	7,7	11,8	0,1	8,5	4,6	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (nár. met.)	-9,8	-28,0	-15,9	-16,6	4,8	-15,8	8,2	-4,4	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	-24,2	-44,3	-15,4	-14,5	-12,0	-27,3	7,7	-5,8	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	-40,2	-30,0	1,3	-11,3	-39,3	20,1	-8,4	-22,2	n.a.
M2	%, y/y	10,2	9,9	8,8	8,2	8,0	7,3	6,9	6,1	n.a.
Státní rozpočet	mld. CZK (od zač. roku)	-279,4	-298,1	-326,3	-335,0	-401,5	-419,7	3,9	-45,3	-59,1
3M PRIBOR	%, průměr	0,69	0,94	1,11	2,02	2,97	3,50	4,21	4,69	4,86
CZK/EUR	průměr	25,6	25,5	25,4	25,5	25,4	25,2	24,5	24,5	25,0
CZK/USD	průměr	21,7	21,6	21,6	22,0	22,3	22,3	21,6	21,6	22,7

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
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



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
(1) 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.com



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



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



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



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

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV – DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu, cross-asset a kvantitativního výzkumu

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



Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů
Guy Stear
(33) 1 4113 6399
guy.stear@sgcib.com



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



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



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



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



Jean-David Ciotteau
(33) 1 4213 7252
jean-david.ciotteau@sgcib.com



Ruben Marciano
(1) 212 278 5129
ruben.marciano@sgcib.com



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



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



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



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



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