

Čtvrtletní zpráva

Ekonomické výhledy

30 LET SPOLU

Ekonomika dýchá, vyhráno však nemá



©iStock

- **České hospodářství roste:** Ekonomika si sáhla na dno v průběhu druhého čtvrtletí a od té doby roste. Skutečnost za druhé čtvrtletí by mohla být lepší, než se původně čekalo. Růst v dalších kvartálech naopak čekáme pozvolnější. V souhrnu by se ale ekonomika mohla vrátit na předkrizovou úroveň již koncem roku 2021.
- **Inflace bude brzdit:** Čekáme, že propad poptávky bude brzdit růst spotřebitelských cen. Ceny u čerpacích stanic zůstanou nízké a růst cen potravin zpomalí. Stále tak čekáme v příštím roce inflaci pod 2 %.
- **ČNB na srpnovém zasedání sazby nezmění:** Centrální banka bude i nadále považovat současné uvolnění měnové politiky za dostatečné. Důvodem pro to bude i inflace nad horní hranou tolerančního pásma, která nejspíše povede i k odsunutí debaty o možném zavedení nekonvenčních nástrojů. Výhled vývoje ekonomiky je však stále nejistý a inflace v dalších měsících pravděpodobně významně zpomalí. Úrokové sazby tak podle nás zůstanou nízké až do konce roku 2021.
- **Finanční trhy připravují půdu pro další posílení koruny:** Pozitivní sentiment na globálních trzích a rostoucí korunové sazby tlačí korunu k silnějším hodnotám. Tento trend podle nás bude pokračovat i v následujících měsících a zejména v příštím roce. Rizikem i nadále zůstává druhá vlna pandemie a vstup ČNB na devizový trh.
- **Výnosy státních dluhopisů se odrážejí ode dna:** I přes rekordní zvýšení deficitu státního rozpočtu bude nabídka státních dluhopisů ve zbytku roku minimální. V příštím roce však bude obdobná jako letos. Poptávka po historicky rekordních měsících postupně klesá, ale i tak zůstane vyšší než nabídka. Ve spojení s rostoucími úrokovými swapy tak budou výnosy dále růst.



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



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



František Táborský
(420) 222 008 598
frantisek_taborsky@kb.cz



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



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

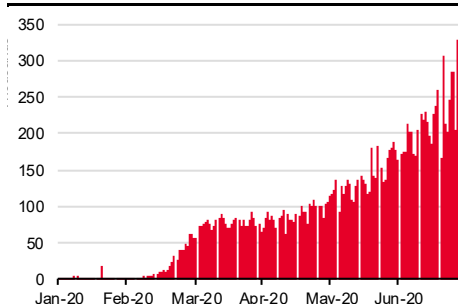
Covidové dědictví si ponese dlouho



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

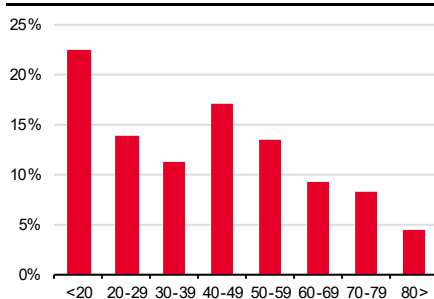
Epidemiologická situace se opětovně zhoršuje. Po březnovém vzestupu došlo během dubna a května ke stabilizaci globálního počtu nakažených, a to i díky výrazným restriktivním opatřením, které jednotlivé vlády zavedly a které vedly v mnoha případech k nejhlubší recesi v historii. Nástup léta ale nenaplnil optimistická očekávání, že vyšší teploty virus ochromí. Naopak rozvolňování opatření v boji s šířením pandemie znamenalo jedině, počet nemocných začal opětovně narůstat, a to zejména ve velkých zemích, jako jsou USA, Rusko či Brazílie.

Denní nárůst počtu nakažených nemocí covid-19 v globální ekonomice (v tis.)



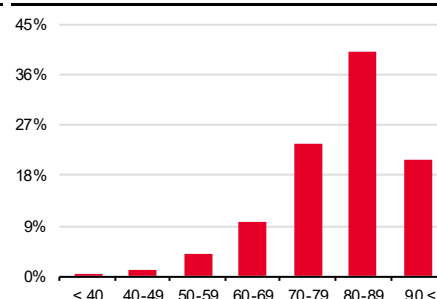
Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Věková struktura nakažených nemocí covid-19 za vybrané evropské země



Zdroj: INED, SG Cross Asset Research/Economics
Pozn. Na základě dat za Rakousko, Dánsko, Španělsko, Německo, Francii, Itálii, Norsko, Nizozemí, Anglii a Wales

Věková struktura zemřelých na nemoc covid-19 za vybrané evropské země

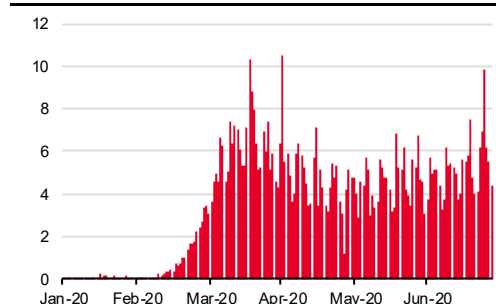


Zdroj: INED, SG Cross Asset Research/Economics
Pozn. Na základě dat za Rakousko, Španělsko, Dánsko, Německo, Francii, Itálii, Norsko, Nizozemí, Anglii a Wales

Přes opětovně zrychlující nárůst nakažených denní počet zemřelých spíše stagnuje.

Dostupná data ukazují, že i když nemocných je o něco více v mladších věkových skupinách, virus ohrožuje zejména seniory nad 70 let. Výskyt nemoci se nyní více fragmentuje a koncentruje do lokálních ohnisek, která jsou lépe kontrolovatelná a zvládnutelná. Nepředpokládáme tedy, že by současná situace opětovně vyústila v zavírání celých ekonomik či sektorů. Nicméně je zřejmé, že epidemiologická situace bude negativně ovlivňovat budoucí poptávku. I když původní příčina současné globální recese byla na nabídkové straně v podobě přerušení výrobních procesů a zavření hranic, velmi rychle se problém přesunul na poptávkovou stranu. Racionálním chováním domácností i firem je větší obezřetnost v investičních a spotřebitelských výdajích. Po prvotním rychlém a razantním uvolnění měnové politiky jsme nyní svědky toho, jak úlohu stimulantu agregátní poptávky přebírá politika fiskální.

Denní nárůst zemřelých kvůli covid-19 v globální ekonomice (v tis.)



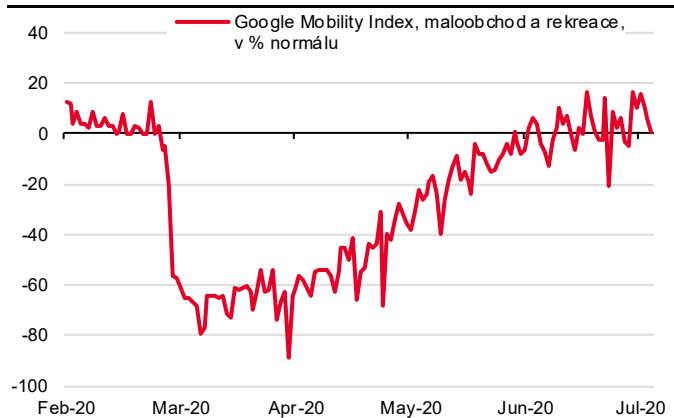
Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

I když vysokofrekvenční data ukazují, že v oblasti aktivity jsme zpět na předkrizové úrovni, z pohledu tvorby přidané hodnoty to zdaleka neplatí.

Rozvolnění restriktivních opatření ochromující ekonomiku v době nouzového stavu a návrat k normální ekonomické aktivitě ještě automaticky neznamená návrat k předkoronavirové produkci, jak pokud jde o její objem i strukturu. Typický sektor významně se podílející na tvorbě přidané hodnoty v tuzemsku je ten automobilový. A tady je zřejmé, že zpět na předkrizové úrovni rozhodně nejsme. Stačí se podívat na produkci motorových vozidel, která byla dle AutoSAP v červnu ještě zhruba o pětinu nižší než před rokem. Změna struktury je patrná například v turistickém sektoru, jak pokud jde o klientelu (posun směrem k té tuzemské), tak také o region, což dokazují některá vysokofrekvenční data. Příkladem je Google index aktivity v oblasti rekreace a maloobchodu, který ukazuje, že jsme zpět na normálu, tedy v situaci před propuknutím pandemie covid-19. Nicméně z regionálních

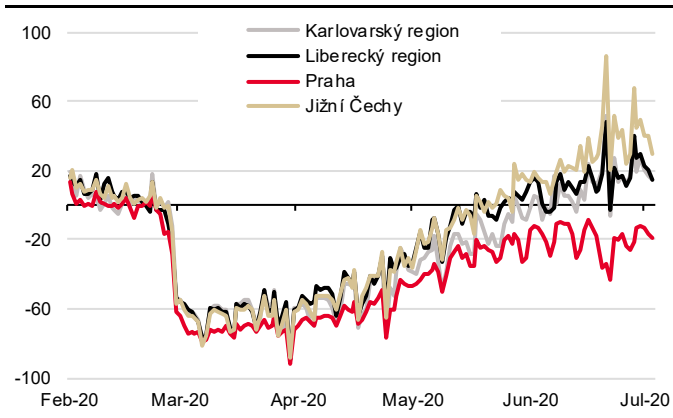
dat je zřejmé, že typické turistické destinace závislé na zahraniční klientele jako Praha mají k normálu hodně daleko, naopak třeba Jižní Čechy výrazně profitují z vysokého zájmu českých domácností o tuzemské dovolené.

Aktivita v maloobchodě a turismu je zpět na normálu



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

Například Praha ale nedostatkem turistů stále trpí (v % normálu)

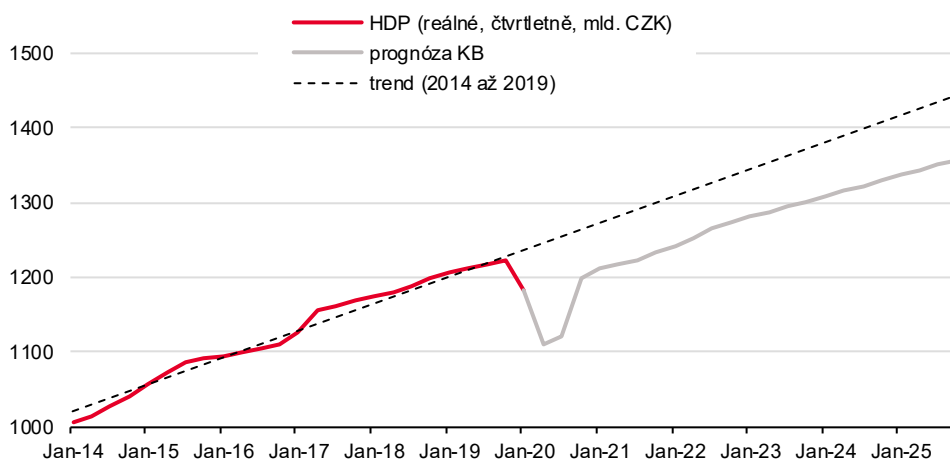


Zdroj: Google, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Návrat ekonomické úrovně do období před koronavirem nebude rychlou záležitostí.

Stejně jako v minulém vydání *Ekonomických výhledů* před dvěma měsíci předpokládáme, že se na hodnoty konce roku 2019 dostaneme v závěru roku 2021. Máme za sebou pravděpodobně jeden z nejhlubších propadů v novodobé historii české ekonomiky. Třetí čtvrtletí by již mělo být ve znamení stabilizace, závěr roku by pak měl přinést první známky oživení.

Zpět na předkrizovou úroveň se dostaneme koncem příštího roku



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

S novou makroekonomickou prognózou je i tentokrát spojena obrovská míra nejistoty.

Stále totiž nevíme, jak hluboko česká ekonomika během Q2 20 klesla a odkud se tedy bude odrážet zpět. Naše odhady ukazují, že výsledek nakonec nebyl tak špatný, jak jsme se v předchozí prognóze obávali. A to patřila mezi ty spíše optimistické na trhu. Tentokrát bude již velmi brzy zřejmé, jak jsme na tom v uplynulém čtvrtletí byli a jak relevantní je aktuální prognóza na letošní rok. ČSÚ totiž přechází na nový režim zveřejňování HDP. První odhad za Q2 20, který bude zveřejněn o 14 dní dříve, než bylo obvyklé, se tak dozvíme již 31. července. Při čtení tohoto vydání *Ekonomických výhledů* je tak vhodnější spíše než na konkrétní číselné odhady, se zaměřit na ekonomický příběh, který Vám předkládáme.

Obsah

Covidové dědictví si ponese dlouho	3
Obsah	5
Vnější prostředí a předpoklady prognózy	6
Světová ekonomika se pomalu vrací k normálu	6
Po výrazném pádu čeká ekonomiku USA rychlý růst	6
Eurozóna: výrazný propad bude následován silným růstem	7
Maďarský forint i polský zlotý čeká oslabení.....	8
Makroekonomická prognóza ČR.....	10
Ekonomika se vrací k normálu.....	10
Nezaměstnanost roste pomalu.....	15
Inflace je stále vyšší, ale měla by zpomalit	16
Rizika: Epidemiologie stále na prvním místě	17
Klíčové makroekonomické ukazatele	19
ČNB Focus	20
ČNB na srpnovém zasedání sazby nezmění.....	20
Korunový devizový trh	22
Koruna připravena dále posilovat	22
Podmínky zajištění slabšího kurzu koruny už lepší nebudou	23
Trh českých vládních dluhopisů a IRS.....	24
Úrokové sazby a výnosy se odrážejí ode dna	24
Bankovní sektor	28
Růst úvěrů postupně zpomaluje.....	28
Klíčové ekonomické ukazatele	29
Upozornění.....	30

Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

Světová ekonomika se pomalu vrací k normálu

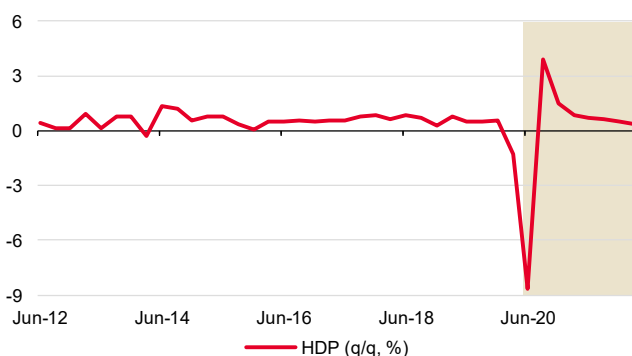
Ekonomická aktivita ve Spojených státech i eurozóně se postupně vrací k normálu. Ve druhém čtvrtletí dynamika HDP výrazně propadne, ve třetím kvartálu však již očekáváme solidní růst. Inflace v eurozóně i USA se na cíl centrálních bank v letošním ani příštím roce nedostane. Úrokové sazby tak zůstanou na stávajících historických minimech ještě dlouho. Uvolněnou měnovou politikou budou udržovat i regionální centrální banky. Polský zlotý i maďarský forint tak čeká další oslabování.

Po výrazném pádu čeká ekonomiku USA rychlý růst

Ve druhém čtvrtletí se ekonomika USA propadne o 30 % q/q anualizovaně.

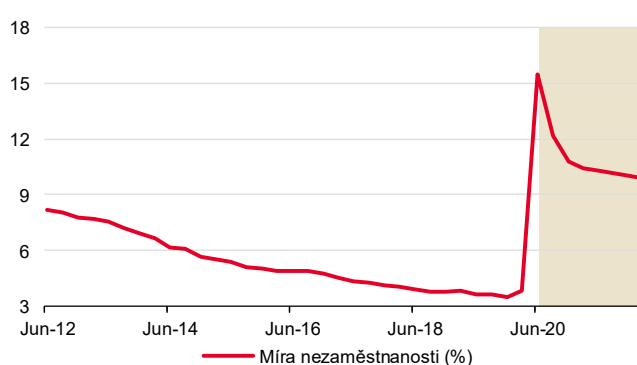
Červnová data z reálné ekonomiky potvrdila, že nejhorší mají Spojené státy za sebou. Solidně rostly maloobchodní tržby (7,5 % m/m) i průmyslová výroba (5,4 % m/m). Zlepšovaly se i indikátory důvěry (index ISM v průmyslu vzrostl na 52,9 bodu, index mimo oblast průmyslu dokonce na 57,1 bodu). Počet žádostí o podporu v nezaměstnanosti zůstává sice vysoký (16,2 milionů), vykazuje ale klesající tendenci. To vše naznačuje, že do třetího kvartálu by americká ekonomika měla vkročit pravou nohou. Riziko pro naši prognózu však představuje nové šíření koronaviru, které v některých státech vede k opětovnému zavádění restriktivních opatření. V Q2 očekáváme pokles HDP o 30 % q/q anualizovaně. V Q3 a Q4 by však již ekonomika měla růst solidním tempem. Ve třetím čtvrtletí by to mělo být o 16,5 % q/q, ve čtvrtém pak o 6 % q/q anualizovaně. V součtu by tak HDP za celý letošní rok měl poklesnout o 4,9 %. Podstatné bude, jak se ekonomika bude vyvíjet v roce 2021. Náš odhad počítá s růstem HDP o 2,4 %. Bloomberg konsensus je 3,9 %.

Po výrazném pádu americká ekonomika nabere na tempo



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Míra nezaměstnanosti na dvojciferných hodnotách



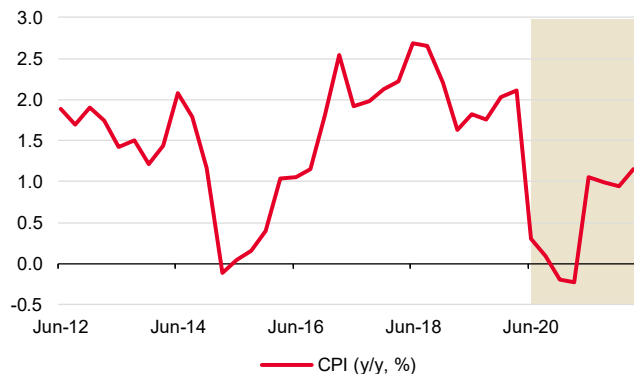
Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Na americkém trhu práce stále chybí 14,5 milionu pracovních míst.

Z koronavirové krize se bude dlouho vzpamatovávat i americký trh práce. Míra nezaměstnanosti v dubnu vyskočila na 14,7 %, tedy na nejvyšší úroveň od 30. let minulého století. V červnu sice poklesla na 11,1 %, prostor pro její další snižování je však podle nás omezený. Počet nových pracovních míst v červnu dosáhl 4,8 milionu. To však spolu s květnovými 2,7 miliony znamená, že oproti předkrizovému období zde stále 14,5 milionu pracovních míst chybí. Do konce letošního roku se míra nezaměstnanosti podle našeho odhadu sníží těsně pod hranici 10 %. Na konci roku 2022 by se měla pohybovat mezi 6,5-7,0 %. Navíc vzhledem ke stále poměrně vysokému počtu nových případů nakažených koronavirem může být zlepšování situace na tamním trhu práce pomalejší, než předpokládáme. Naplnit mandát plné zaměstnanosti se tak Fedu hned tak nepodaří. Inflace se navíc na svůj 2% cíl dostane nejdříve v letech 2022-2023. To znamená, že úrokové sazby na stávající úrovni zůstanou nejméně do konce roku 2022. Do té doby se bude Fed snažit

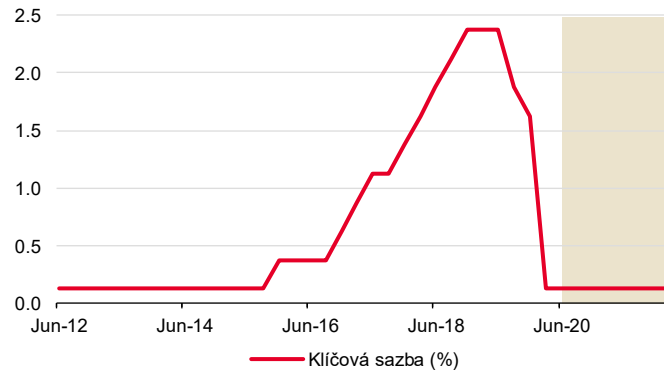
podporovat ekonomiku dostupnými nástroji. Kromě neomezeného nákupu vládních dluhopisů to budou i nákupy firemních dluhopisů, včetně dluhopisů s neinvestičním ratingem (high-yield). K těm zatím Fed nepřistoupil. I tak ale emise těchto dluhopisů nyní zažívají nebývalý boom.

Inflace zůstane pod cílem Fedu nejméně dva roky



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Sazby setrvají na stávající úrovni nejméně do roku 2022



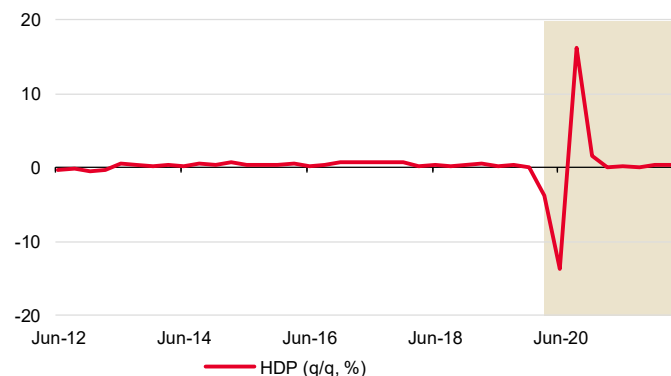
Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Eurozóna: výrazný propad bude následován silným růstem

Po prudkém propadu v Q2 by ekonomika eurozóny měla výrazně růst.

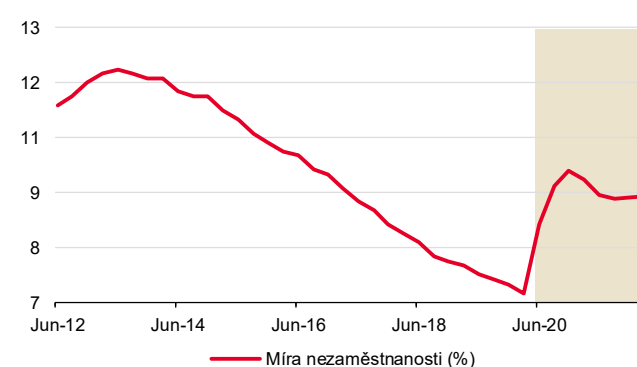
Ekonomická aktivita v eurozóně se postupně vrací k normálu. Patrné to je na předstihových indikátorech, které se již dostávají na úroveň před vypuknutím pandemie. Úroveň aktivity však podle odhadů ekonomů SG byla donedávna zhruba 10 % pod úrovní před koronavirou krizí. Výraznější oživení tak očekáváme až v Q3. HDP v Q2 podle našich předpokladů poklesne o 13,8 % q/q. V Q3 20 však již očekáváme silnou dynamiku HDP na úrovni 16 % q/q. HDP eurozóny za celý letošní rok by měl podle naší prognózy poklesnout o 6,3 % (náš předchozí odhad počítal s propadem o 5,4 %), v příštím roce očekáváme růst na úrovni 5,2 % (předchozí odhad 6,0 %).

V eurozóně čekáme oživení typu V



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Nezaměstnanost poroste



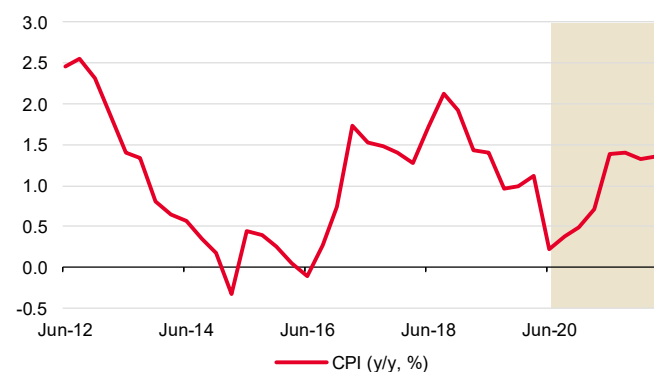
Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Pandemický program nákupu aktiv (PEPP) bude rozšířen o dalších 500 mld. EUR.

Nové odhady růstu HDP zveřejnila i Evropská centrální banka. Její výhled pro letošní rok zůstává poměrně pesimistický (-8,7 %), přestože se již jedná o revizi směrem nahoru (z předchozích -9,5 %). Odhad pro letošní rok tak bude podle nás na zářijovém zasedání ECB revidován směrem nahoru. Inflace podle prognózy ECB zůstane i nadále hluboko pod inflačním cílem, což je i náš názor. V letošním roce ECB očekává inflaci na úrovni 0,3 %, v příštím roce pak na 0,8 %, v roce 2022 na 1,3 %. Inflace podle našeho názoru nepřekročí úroveň 1,4 % až do roku 2024. Z tohoto důvodu očekáváme rozšíření stávajícího pandemického programu nákupu aktiv (PEPP) v celkovém objemu 1,35 bilionu EUR o dalších 500 mld. EUR. Toto rozhodnutí předpokládáme na prosincovém zasedání. Rozšíření by

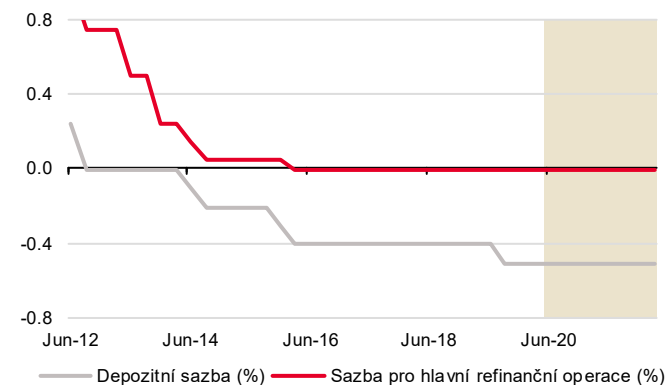
případně mohl být i předkoronavirový program nákupu aktiv (APP), který zatím pokračuje měsíčním tempem 20 mld. EUR. Jeho ukončení očekáváme na počátku roku 2023. Mezi další kroky ECB by mohlo patřit zařazení hypotečních úvěrů do programu TLTRO, pokud by důvěra a spotřeba domácností výrazně propadla. Dále pak program nákupu akcií, popřípadě ETF, pokud by na trhu byla příliš velká volatilita, která by ohrožovala hospodářský růst. Další snížení úrokových sazeb považujeme v současné chvíli za neefektivní.

Inflace v eurozóně se k cíli ECB hned tak nepřiblíží



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Úrokové sazby zůstanou na stávající úrovni dlouho



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

K obnovení hospodářského růstu by měl výrazně přispět i záchranný fond.

K oživení ekonomiky eurozóny by měl přispět i záchranný fond Evropské komise.

Program bude dosahovat výše 750 mld. EUR, z čehož 390 mld. EUR bude poskytnuto ve formě grantů a 360 mld. EUR ve formě úvěrů. Podle Evropské komise by fond měl vést k vytvoření dvou milionů pracovních míst v celé EU a ke zvýšení úrovně reálného HDP eurozóny o 1,75 % v roce 2021 a 2022 a o 2,25 % v roce 2024. Podle stávajících alokačních kritérií by si z programu nejvíce peněz odnesla Itálie, Španělsko, Řecko či Bulharsko.

Maďarský forint i polský zlotý čeká oslabení

Ohledně letošního růstu HDP je polská centrální banka pesimistická.

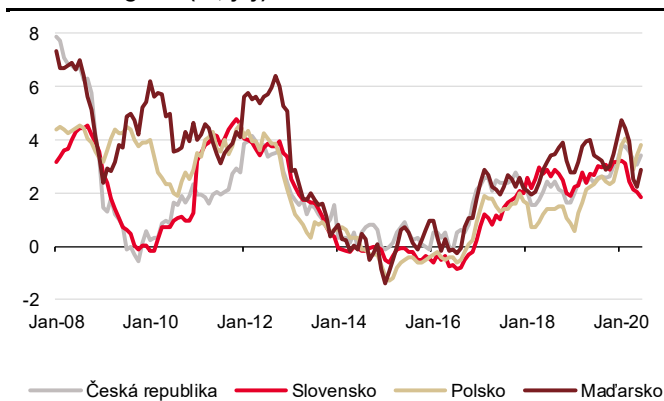
Polská centrální banka ponechala v červenci úrokové sazby beze změny na úrovni 0,1 %. Ve spuštěném programu nákupu aktiv plánuje pokračovat. Jádrová inflace v červnu vystřelila na 4,1 %, nejvyšší úroveň od roku 2000. I tak ale zůstává rétorika centrální banky holubičí. Banka se totiž obává pomalejšího hospodářského oživení i desinflačních tlaků v domácí ekonomice, a to i přesto, že se inflace v současné době nachází nad jejím inflačním cílem (3,3 % v červnu vs. inflační cíl na úrovni 2,5 %). Na nižší úrovně podle její prognózy bude inflaci tlačit vyšší srovnávací základna i poptávkový šok způsobený koronavirovou krizí. V roce 2021 a 2022 tak inflace podle její prognózy cíl dokonce podstřelí. Po letošních 3,3 % očekává v příštím roce zpomalení inflace na 1,5 % a v roce 2022 její mírný nárůst na 2,1 %. Ohledně dalšího vývoje ekonomiky je centrální banka poměrně pesimistická. Propad HDP v letošním roce odhaduje na -5,4 %. Podle konsenzu agentury Bloomberg by to mělo být -4,0 %. V příštím roce pak vidí růst domácí ekonomiky o 4,9 % (Bloomberg konsenzus je 4,3 %). Polský zlotý podle centrálních bankéřů stále nereflektuje externí šok a opatření, která centrální banka již v boji proti dopadům koronaviru provedla. Polský zlotý tak bude podle naší prognózy v následujících měsících dále oslabovat. Na konci letošního roku vidíme jeho kurz na úrovni 4,68 PLN/EUR. Změny v nastavení měnové politiky však neočekáváme nejméně do poloviny roku 2021.

Prognóza maďarské centrální banky je příliš optimistická.

Maďarská centrální banka v červenci snížila sazby o dalších 15 bb. Klíčová tři měsíční depozitní sazba se tak dostala na úroveň 0,6 %. Další snížení úrokových sazeb o 0,1 pb na 0,5 % očekáváme v závěru Q3. Maďarský forint tak bude i nadále pod tlakem. Na konci letošního roku očekáváme jeho kurz na úrovni 375 HUF/EUR. Jeho další oslabování

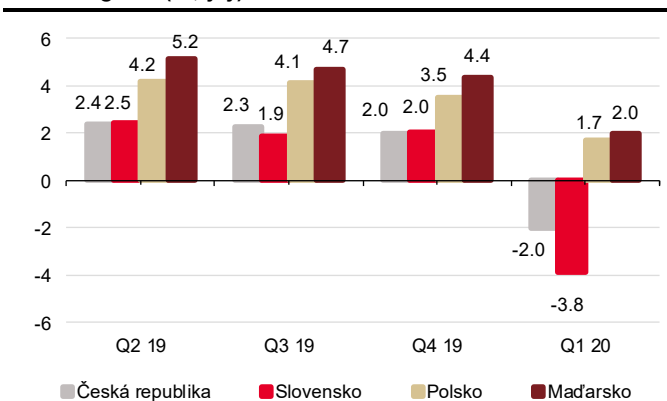
předpokládáme nejen z důvodu uvolnění měnových podmínek ale i zklamání, které ve srovnání s optimistickou prognózou centrální banky zřejmě přinese vývoj ekonomické situace. Centrální banka předpokládá, že dynamika HDP zůstane v letošním roce kladná (0,3-2,0 %). Oproti tomu tržní konsenzus měřený agenturou Bloomberg počítá s propadem aktivity o 4,9 %. V příštím roce by pak maďarská ekonomika měla podle prognózy tamní centrální banky vzrůst o 3,8-5,1 %. Bloomberg konsenzus je 4,1 %.

Inflace v regionu (% , y/y)



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

HDP v regionu (% , y/y)



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

Makroekonomická prognóza ČR



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

Hlavní změny

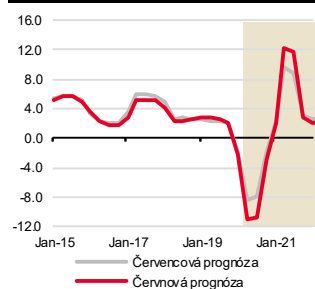
HDP:

Na rok 2020 jsme zlepšili odhad propadu HDP na -5,0 % z předchozího odhadu -6,8 %. V oce 2021 čekáme růst ekonomiky tempem 6,0 %.

Inflace:

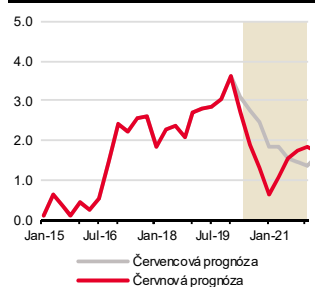
Pro rok 2020 jsme zvýšili odhad inflace na 3,0 % z předchozího odhadu 2,4 % z důvodu vyšších dovozních cen a rychlejší jadrové inflace.

Změna v prognóze HDP (% , y/y)



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

Změna v prognóze inflace (% , y/y)



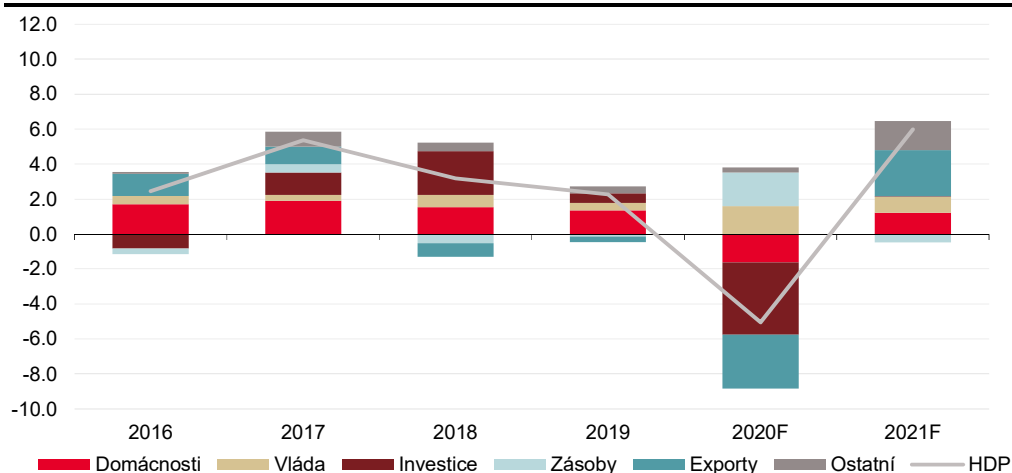
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Propad HDP by nemusel tak být dramatický.

Ekonomika se vrací k normálu

Ekonomický výhled zůstává silně nejistý. Nicméně výrazné ekonomické zotavení je patrné jak na datech, tak v běžném životě. Zvýšili jsme náš odhad vývoje HDP pro letošní rok na -5,0 %. Poškození ekonomiky ve druhém čtvrtletí bylo pravděpodobně menší, než se čekalo, nicméně oživení v dalších čtvrtletích čekáme naopak pomalejší, než jsme odhadovali před několika týdny. Čekáme, že před-pandemické úrovně HDP dosáhne ČR koncem roku 2021. Celkové působení ekonomiky by mělo být desinflační. Ovšem zpomalení inflace bude zřejmě pomalejší, než jsme původně předpovídali.

Investice a vývozy budou hlavním důvodem poklesu ekonomiky v roce 2020 (y/y, %)



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

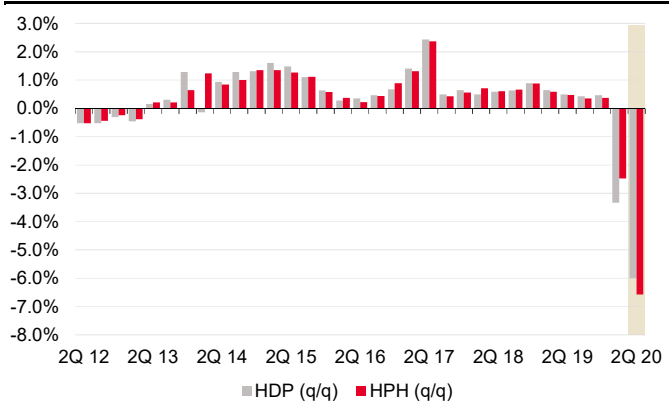
Měsíční data ukazují rychlejší oživení

Na úplném začátku této prognózy je výhled silně ovlivněn stále velmi nejistým odhadem blízké minulosti. V prvním čtvrtletí ekonomika klesla o 3,4 %. Ve druhém čtvrtletí byl pokles HDP pravděpodobně silnější, neboť ekonomika se začala otevírat až v průběhu května. S ohledem na oproti očekávání lepší měsíční data jsme zvýšili náš odhad HDP za druhé čtvrtletí.

Pokles ekonomiky byl

v tomto období tažen především propadem čistých exportů, následován spotřebou domácností a investicemi. Ačkoliv náš odhad poklesu o 6 % q/q se na první pohled může jevit jako hluboký, ve srovnání s tržním konsensem, který činí více než 10 %, jde spíše o optimistický odhad. Ovšem některá měsíční data tento optimismus podporují. Silný byl zejména údaj o maloobchodních tržbách za květen, které se v meziročním srovnání dostaly dokonce do plusu. A v případě červnových tržeb čekáme další nárůst. Ačkoliv vzestup průmyslu byl v květnu oproti očekávání spíše slabší, jsou zde indikace zlepšení v dalším

HDP ve druhém čtvrtletí dopadl na dno



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

měsíci. Výběr DPH rovněž indikuje, že by propad HDP nemusel být tak silný, jak ukazuje konsensus. Ovšem nejistota odhadů zůstává velmi vysoká a jsme si vědomi zejména nepříznivého vnějšího prostředí, kde se čeká hlubší hospodářský pokles. Nicméně počáteční podmínky české ekonomiky byly ve vztahu k zahraničí příznivější zejména s ohledem na kladnou mezeru výstupu a extrémně těsnému trhu práce. Hospodářský šok tak mohl být absorbován relativně lépe. Nicméně ve srovnání s naší předchozí prognózou čekáme v dalších čtvrtletích pomalejší tempo oživení. Jedním z důvodů je sektor zpracovatelského průmyslu, kde nejistota vývoje poptávky je vysoká navzdory předchozímu zlepšení důvěry. **Připomeňme však, že pandemický šok je unikátní a může mít unikátní konsekvence.**

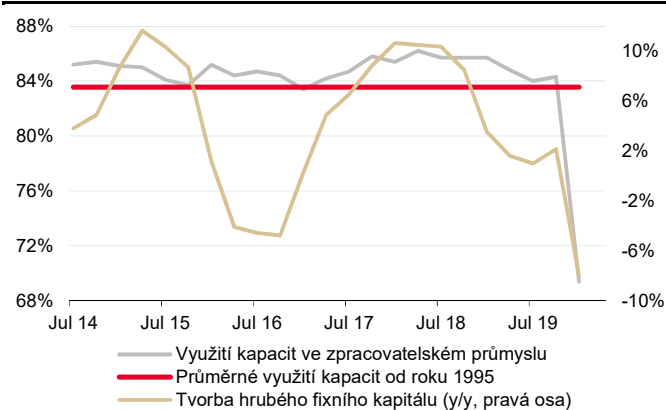
Hospodářská politika byla méně expanzivní, než jsme čekali.

Hospodářská politika jednala expanzivně, nicméně na fiskální frontě nebyly programy aplikovány tak rychle, jak jsme doufali. Na druhou stranu sociální programy a přirozené stabilizátory pomohly podpořit trh práce, který se aktuálně nachází v lepším stavu, než jsme čekali. Měnová politika jednala expanzivně, ale počítali jsme s ještě mírně více uvolněnými měnovými podmínkami. Ovšem s aktuálně lepším odhadem vývoje ekonomiky ve druhém čtvrtletí jsme zlepšili letošní odhad propadu ekonomiky na „pouhých“ 5,0 %. Na rok 2021 jsme snížili odhad růstu ekonomiky na 6,0 %. **Celkově tak v naší nové prognóze čekáme dosažení předkrizové úrovně HDP již koncem příštího roku. Záporná mezeru výstupu ekonomiky dle našeho modelu zůstane záporná až do roku 2022.**

Průmyslová výroba se postupně zvedá

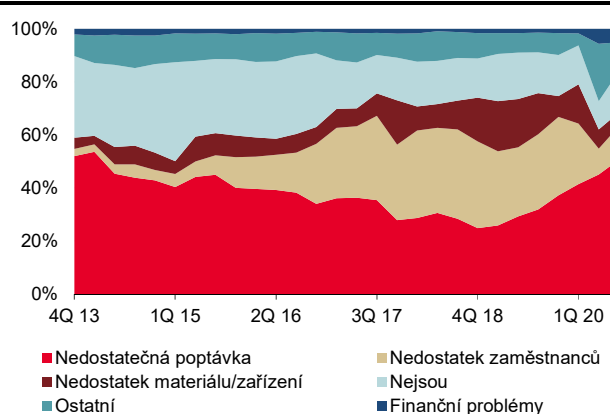
Zpracovatelský průmysl dopadl v dubnu na dno s meziročním propadem o celou třetinu. Využití kapacit spadlo hluboko pod dlouhodobý průměr. Produkce automobilů, významná část českého průmyslu, se prakticky zastavila. Nedostatečná poptávka se stala klíčovou překážkou růstu průmyslové výroby. S tím, jak se ekonomika začala otevírat, pozorujeme silné známky oživení. V květnu se průmyslová výroba zvýšila a její meziroční propad se snížil na 25 %. Pokračující zlepšení indexu nákupních manažerů a růst produkce automobilů ukazují na významné oživení produkce v červnu. Nicméně úroveň výroby zůstává stále výrazně pod předkrizovou úrovní.

Využití kapacit v průmyslu kleslo hluboko pod dlouhodobý průměr



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

Nedostatečná poptávka je hlavním limitem průmyslové expanze



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

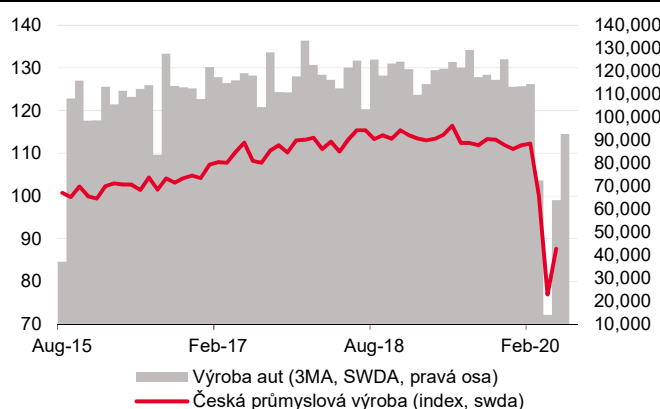
Důvěra v průmyslu se sice již vrátila téměř na předkrizovou úroveň. Ale většina tohoto zlepšení byla dána optimistickým očekáváním blízké budoucnosti. Ta je ale stále dosti nejistá a závislá na epidemiologické situaci. Náš optimismus ohledně vývoje ekonomiky se zvýšil především s ohledem na stabilnější trh práce a spotřebu domácností. **Ve vztahu ke zpracovatelskému průmyslu zůstáváme opatrní a čekáme delší vstřebání poptávkového šoku.** Oproti očekávání pomalejší reakce fiskální politiky a spuštění COVID programů podporují tento náhled. Silná expozice českých výrobců v autoprůmyslu je obecně rizikem. Regulatorní a

technologické změny pak tvoří další překážky pro růst. Nicméně zdá se, že čeští producenti automobilů si vedou v relaci k jiným značkám relativně dobře.

Stavebnictví postupně rovněž zaznamená negativní šok, ačkoliv v menším rozsahu než průmysl.

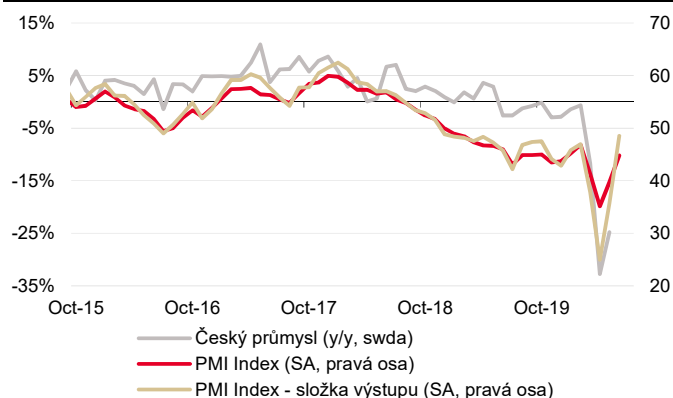
Stavebnictví rovněž ve druhém čtvrtletí kleslo, ačkoliv přirozeně nikoliv tak silně jako průmyslová výroba. Jakožto bariéra expanze je zde nedostatečná poptávka zatím druhořadého významu. Hlavní bariérou růstu je stále nedostatek pracovníků, přičemž v důsledku pandemie řada zahraničních pracovníků ČR opustila. Čekáme, že toto se postupně bude postupně měnit s tím, jak bude poptávka postupně slábnout. Stavební sektor by měl být podporován veřejnými infrastrukturními investicemi. Nicméně i zde byly některé investice přerušeny či zrušeny v reakci na pandemický vývoj a nedostatky ve financování na municipální úrovni. Pro letošní rok čekáme zhruba stagnující stavební výrobu a v příštím roce mírný pokles poblíž 4 %.

Výroba aut po propadu opět roste



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

Předstihové indikátory ukazují na opatrné zlepšení (%)



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

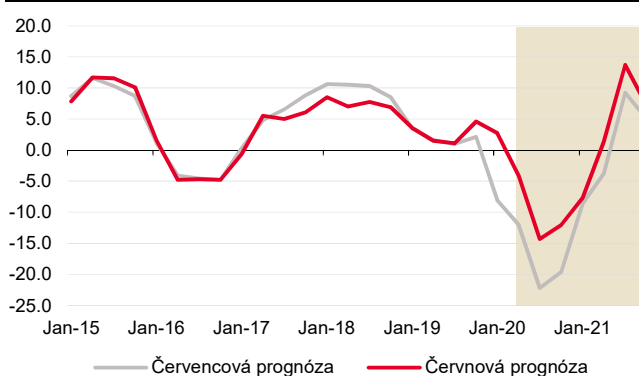
Investice a zahraniční obchod budou hlavním hybatelem HDP v obou směrech.

Propad investiční aktivity a zahraničního obchodu

Náš opatrný náhled na průmyslovou výrobu koresponduje se zhoršeným výhledem vývoje investic. Ačkoliv jsou zde znaky zvýšené ochoty investovat do modernizace a digitalizace, čekáme pro letošní rok spíše hlubší negativní dopad pandemického šoku do celkové investiční aktivity a příští rok její pomalejší růst. V krátkém období je toto

argument ve prospěch lepšího vývoje obchodní bilance z důvodu nižšího dovozu investic. Nicméně i s ohledem na relativně pozitivní výhled vývoje spotřeby domácností bude obchodní bilance a hrubá tvorba fixního kapitálu (investice) stále hlavními důvody propadu ekonomiky v letošním roce. Na druhé straně rostoucí investice do zásob a vládní výdaje přispějí pozitivně k vývoji HDP. V příštím roce by naopak zahraniční obchod měl být hlavním motorem růstu ekonomiky.

Propad investic bude hlubší (% , y/y)



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

Fiskální politika: nejhlubší deficit veřejných financí v historii

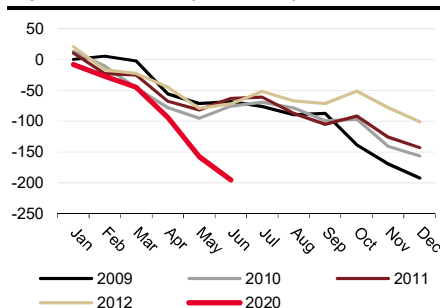
Vláda po třetím navýšení státního rozpočtu plánuje deficit 500 mld. CZK. Výdaje však nerostou výrazně nad rámec předchozího trendu a čísla za první pololetí ukazují i mírnější výpadek daňových příjmů. Hlavním důvodem námi očekávaného deficitu budou ale nižší investice oproti novelizovanému státnímu rozpočtu. Ty letos narazí na omezené kapacity ekonomiky, nepřipravenost projektů a nedostatek času na jejich realizaci. Státní rozpočet tak skončí v deficitu 400 mld. CZK. I nadále zůstává rizikem druhá vlna pandemie a další vývoj vládních opatření. Rozpočet obcí a krajů zůstává jako jediný segment veřejných financí v přebytku, který je ale nejnižší za poslední roky. Pro letošek i nadále předpokládáme, že jejich vysoké rezervy z předchozích let udrží letošní hospodaření vyrovnané. Naopak mírný deficit očekáváme v případě zdravotních pojišťoven. Celkové veřejné finance tak letos skončí v historicky rekordním deficitu 7,6 % HDP a v příštím roce se situace zlepší jen mírně.

Státní rozpočet skončí letos s menším deficitem, než vláda plánuje

Státní rozpočet hospodařil v prvních šesti měsících tohoto roku s deficitem 195,2 mld. CZK. Oproti stejnému období minulého roku je tak výsledek horší o 174,5 mld. CZK. Z pohledu červnových i celoročních statistik se tak jedná o nejhlubší deficit v moderní historii země. Překonal tak i doposud rekordní rok 2009, kdy státní rozpočet skončil s pasivem 192,4 mld. Kč. V relativním vyjádření však nebyl prozatím schodek překonán (3,6 % vs. 4,9 % HDP). Červnový výsledek státního rozpočtu naplno ukázal potenciál výpadků v daňových příjmech. Ty jsou oproti loňsku nižší zhruba o sedm procent a oproti plánu státního rozpočtu ztrácí 40,9 mld. CZK. **Největší dopad současné krize je patrný na výběru DPH, zatímco v předchozích měsících byl efekt nejviditelnější na dani z příjmu fyzických osob.** Výběr DPH byl v červnu meziročně nižší o 6,1 % a oproti plánu státního rozpočtu ztrácí 25,6 mld. CZK, čímž tak tvoří více než polovinu ztráty všech příjmů státního rozpočtu. Ambiciózní plán výběru DPH v současné formě státního rozpočtu je však ovlivněn původně předpokládaným navýšením příjmů z této daně díky změně daňového řádu (zhruba 15 mld. CZK), který však bude pravděpodobně platit až od příštího roku, což by měla napravit novela zákona. Do deficitu stahují rozpočet i výdaje státu, které byly za prvních šest měsíců meziročně o 17 % vyšší. Nicméně jejich růst nijak významně nepřevyšuje měsíce před vypuknutím současné krize.

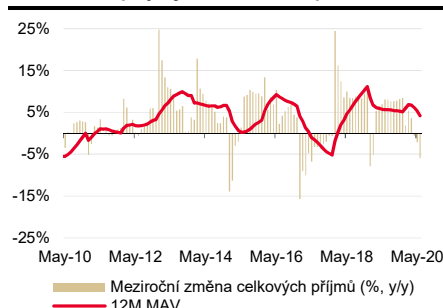
Čísla za první pololetí ukazují mírnější výpadek daňových příjmů a zároveň výdaje nerostou významně nad trendem posledních let. Ve spojení s nižšími investicemi oproti plánu to podle nás povede k deficitu 400 mld. CZK.

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

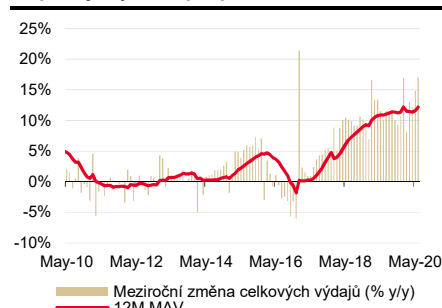


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, KB, MFČR

Výpadek ve výběru daní zmiňujících nedaňové příjmy státního rozpočtu



Růst výdajů státního rozpočtu výrazně nepřevyšuje tempo předchozích let

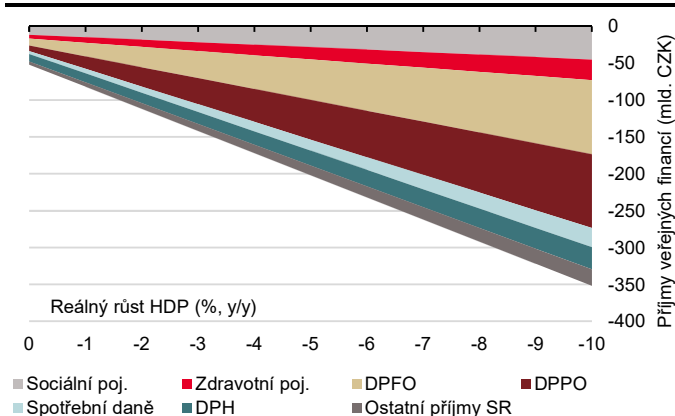


Státní rozpočet jednoznačně směřuje k nejhoršímu výsledku v historii. Červnová čísla však ukazují, že dopad krize není tak výrazný, jak se původně očekávalo. I proto nepředpokládáme, že by státní rozpočet v následujících měsících směřoval k plánovanému deficitu 500 mld. CZK. Výdaje státu nerostou výrazně nad rámec současného státního rozpočtu a ani na příjmové straně není situace tak dramatická. Navíc podle nás vláda v průběhu roku nebude schopna proinvestovat plánované výdaje. Již aktuální verze státního rozpočtu počítá s rekordní sumou 140,2 mld. CZK. K tomu se přidávají nespotebované výdaje

z předchozích let zhruba v objemu 33 mld. CZK. Aktuální navýšení investic tak podle nás naráží na omezené kapacity tuzemské ekonomiky. Navíc více než dvouměsíční bezpečnostní opatření podle nás zastavila všechny plánované projekty, čemuž nepomohl ani spor municipalit s vládou ohledně financování. Jejich realizace se tak pravděpodobně přesune do příštího roku. **Deficit státního rozpočtu tak skončí letos podle nás na 400 mld. CZK, což by znamenalo nárůst zadlužení veřejných financí na 37,8 % HDP.** Rizikem i nadále zůstává nejistý vývoj ekonomiky, resp. možná druhá vlna pandemie a další vývoj vládních opatření.

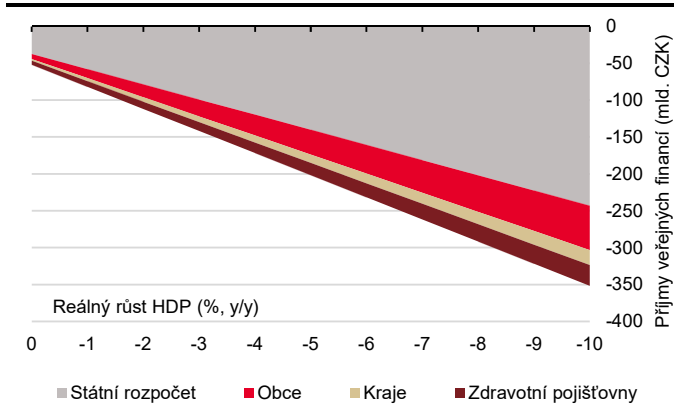
Obrysy státního rozpočtu pro příští rok jsou vzhledem k letošním rizikům ještě větší neznámou. **Podle dosavadních vyjádření Ministerstva financí by měl ale deficit vycházet z toho letošního.** Celý proces tvorby nového rozpočtu by se měl protáhnout o měsíc. Do Sněmovny by tak měl dorazit až na konci října. My vzhledem k optimističtější prognóze růstu tuzemské ekonomiky pro příští rok očekáváme deficit 270 mld. CZK.

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



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

Od naší červnové prognózy se viditelně zhoršila i situace municipalit a zdravotních pojišťoven. Obce a kraje v prvních pěti měsících letošního roku hospodařily s přebytkem 3,2 mld. CZK, což je o 16,2 % méně oproti předchozímu roku. I nadále si ale municipality drží téměř 200 mld. CZK na běžných účtech. V červnu podle nás rozpočtu pomohla pololetní platba daně z příjmu právnických osob. Jak již ukázala statistika státního rozpočtu, výpadek inkasa DPPO nebyl tak hluboký, když část firem nevyužila odpuštění pololetní zálohy. **I nadále tak očekáváme, že by si municipality měly letos udržet vyrovnané hospodaření a v roce příštím by se měly opět vrátit k mírnému přebytku.** O něco hůře by se mělo dařit zdravotním pojišťovnám. Námi odhadovaný výpadek 20 mld. CZK na zdravotním pojištění by však mělo vykompenzovat nedávné zvýšení plateb za státní pojištěnce. Pro letošek tak předpokládáme deficit jejich hospodaření 10 mld. CZK, který je srovnatelný s rokem 2009, vůči HDP je však pouze poloviční. **V příštím roce by se měly zdravotní pojišťovny vrátit k vyrovnanému hospodaření.**

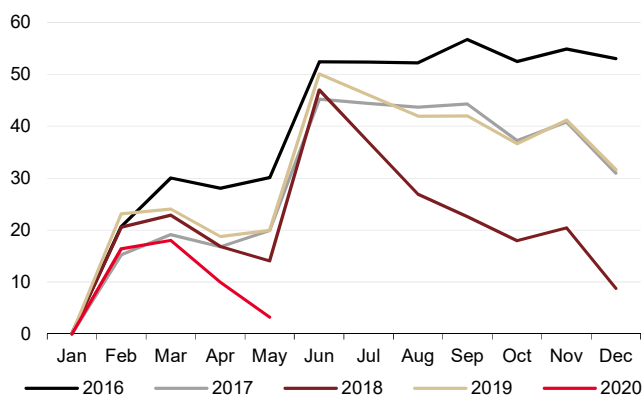
Dynamika veřejných financí

	2019	2020f	2021f	2022f	2023f	2024f
Bilance veřejných financí (% HDP)	0,3	-7,6	-4,7	-3,1	-1,5	-0,6
Fiskální úsilí (pb HDP)	-0,4	-7,5	3,0	1,6	1,6	0,8
Veřejný dluh (mld. CZK)	1738,7	2138,7	2408,7	2608,7	2708,7	2758,7
Veřejný dluh (% HDP)	30,2	37,8	39,6	40,9	40,5	39,6

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

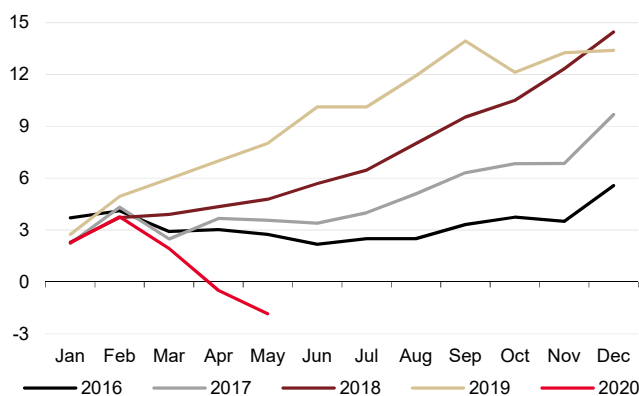
Veřejné finance se letos dostanou do nejhoršího deficitu v historii 7,6 % HDP. Veřejný dluh letos vzroste o 7,6 p.b. na 39,6 % HDP.

Hospodaření municipalit prozatím zůstává v plusu (mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

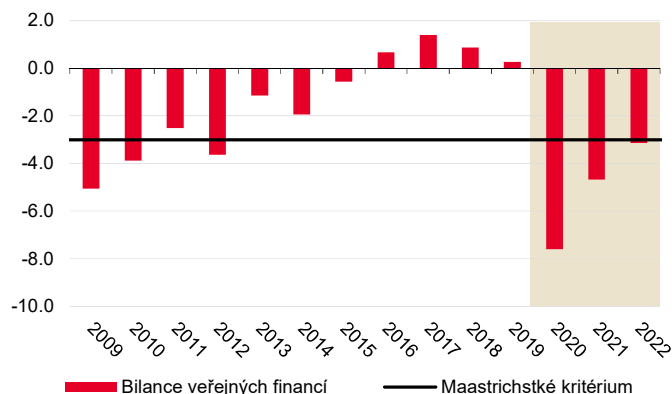
Zdravotní pojišťovny se po několika letech dostaly do deficitu



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

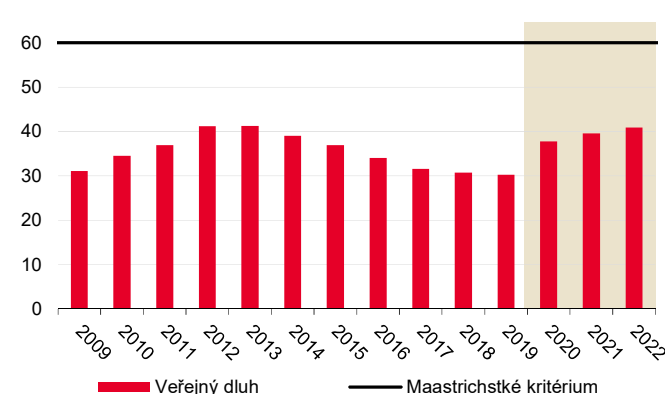
Celkové veřejné finance podle metodiky ESA2010 by tento rok měly zakončit v deficitu 7,6 % HDP, což by znamenalo o 2,5 p.b. horší výsledek ve srovnání s doposud nejhorším rokem 2009. V roce příštím by pak měl deficit klesnout k 4,7 % HDP zejména z důvodu námi očekávaného oživení ekonomiky. Dluh veřejných financí letos významně vzroste z loňských 30,7 % na 37,8 % HDP. V příštích dvou letech se pak vyšplhá až na 40,9 % HDP a následně začne mírně klesat.

Bilance veřejných financí (% HDP)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Veřejný dluh (% HDP)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

František Tábořský
+420 222 008 598
frantisek_taboricky@kb.cz

Nezaměstnanost roste pomalu

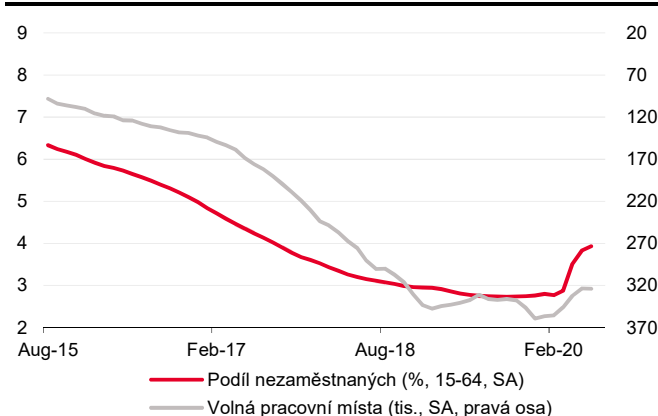
Nezaměstnanost poroste, ale vládní programy a vysoký počet volných pracovních míst tento růst silně tlumí.

Od počátku zavedení restriktivních opatření až do června činil nárůst míry nezaměstnanosti v metodice Ministerstva práce a sociálních věcí méně než 0,7 procentního bodu na 3,7%. S ohledem na velikost šoku, jaký ekonomika utrpěla, jsme z počátku čekali výrazně rychlejší růst nezaměstnanosti. Nicméně je zde mix důvodů, díky kterým je zhoršení trhu práce pomalejší. Počet volných pracovních míst byl v únoru 351 tisíc a na konci druhého čtvrtletí je na stále velmi vysokých 335 tisíc. Extrémně těsný trh práce před COVID-19 krizí vytvořil přirozený polštář pro lidi, kteří práci ztratili. Navíc společnosti si uvědomovaly, že zbrklé propouštění pracovníků kvůli pandemii by mohlo znamenat, že budou mít problémy opět nalézt zaměstnance, až se hospodářský výhled zlepší. Hospodářská politika rovněž trh práce pomohla stabilizovat. Mnoho rodičů využilo možnosti zůstat doma s dětmi při ošetřovném ve výši 80 % mzdy. Významně pak přispěl program Antivirus, který na

principu tzv. „kurzarbeitu“ umožnil podnikům ponechat si zaměstnance, na jejichž mzdy stát doplácí 60 % - 80 % mzdy. Standardní dvouměsíční výpovědní lhůta vytváří rovněž zpoždění v reakci pracovního trhu. Vzhledem k velikosti šoku, jaký ekonomika utrpěla a musí vstřebat, čekáme, že nezaměstnanost se bude dále zvyšovat. Ovšem většina výše uvedených faktorů, které jejímu rychlejšímu růstu brání, budou působit i nadále. Vláda uvádí, že program Antivirus bude fungovat, dokud to bude potřeba. V našem hlavním scénáři počítáme s tím, že bude pokračovat do konce letošního roku. Čekáme, že míra nezaměstnanosti bude dál zvolna narůstat. Nicméně vrcholu pravděpodobně dosáhne později, začátkem příštího roku, a to na relativně nižší úrovni mezi 5 % - 6 %.

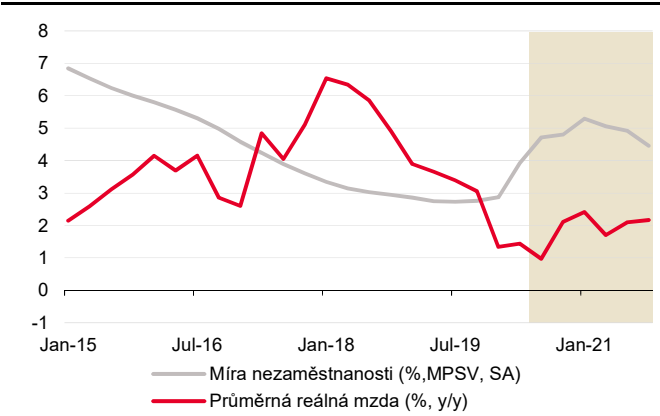
Zlepšení našeho výhledu pro ekonomiku a trh práce implikuje poněkud lepší výhled na mzdy. Nicméně situace podniků není příznivá. Snižování nákladů včetně mzdových a personálních bude pro řadu z nich nezbytným úkolem pro tento a příští rok. Pro letošek čekáme růst průměrné mzdy tempem 4,5 % a v příštím roce 3,8 %. V reálném vyjádření by to znamenalo pro letošek růst průměrné mzdy o 1,5 % a v příštím o 2,1 %.

Vysoký počet volných pracovních míst tvoří významný polštář



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

Nezaměstnanost bude vrcholit v Q1 2021 (%)



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

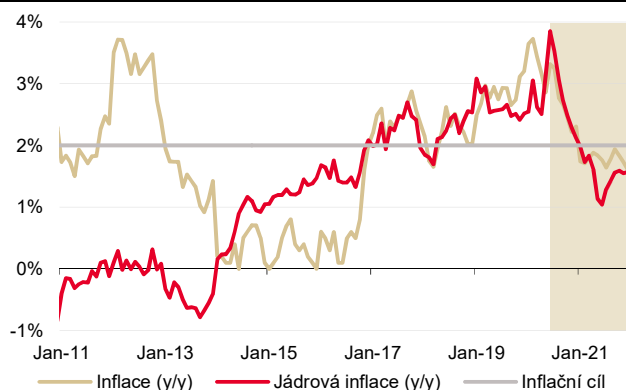
Inflace je stále vyšší, ale měla by zpomalit

Čekáme, že inflace zpomalí z důvodu oslabené poptávky. Nicméně ve druhém čtvrtletí ceny narostly více, než jsme čekali, přičemž zlepšený výhled na ekonomiku implikuje pomalejší desinflaci. Nadále čekáme, že v roce 2021 inflace podstrelí inflační cíl ČNB.

Jádrová inflace zůstává vyšší.

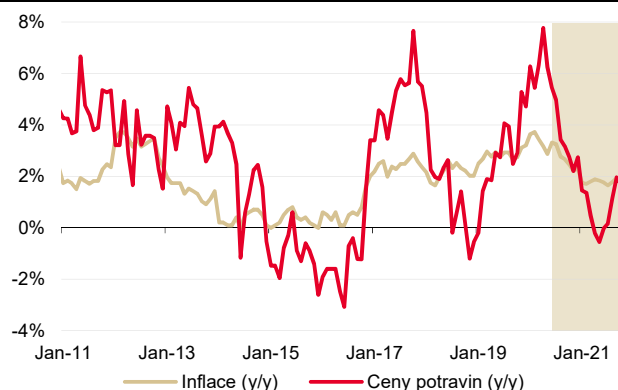
V průběhu druhého čtvrtletí růst spotřebitelských cen zrychlil. Ceny u čerpacích stanic klesly, zatímco růst cen potravin zpomalil. Ceny dovozu se výrazně zvýšily v případě potravin a jádrové složky z důvodu narušení zahraničního obchodu a slabší české koruny. Jádrová inflace zrychlila výrazně nad 3 %. Ani snížením sazeb DPH nevedlo k poklesu cen, což lze vysvětlit jako růst jádrové inflace. Nicméně i bez těchto daňových vlivů se zdá, že pokles poptávky není tak silný, což koresponduje se zmiňovaným lepším vývojem na trhu práce. Negativní dopady oslabené poptávky na spotřebitelské ceny tak byly prozatím relativně slabé. **Stále očekáváme, že budeme pozorovat negativní dopad na ceny způsobený oslabenou poptávkou.** Nicméně desinflace bude pravděpodobně pomalejší a jádrová inflace bude slábnout pomaleji.

V příštím roce inflace podstrelí inflační cíl ČNB



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

Růst cen potravin zpomalí



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

Ceny ropy zůstávají níže a růst cen potravin zpomalí.

Naše očekávání ohledně vývoje cen ropy se téměř nezměnilo. I nadále počítáme s cenou černého zlata na konci letošního roku poblíž 40 USD/barel (Brent). Ceny u čerpacích stanic by tak měly letos pomáhat držet inflaci na nižších úrovních. Volatilní ceny potravin letos naopak tlačily inflaci vzhůru. Nicméně po předchozích nárůstech již vidíme spíše omezený prostor pro jejich další rychlý růst. **Počítáme proto se zpomalením růstu cen potravin.** Rizikem by bylo, pokud by mělo opět dojít k narušení v dodávkách a při sklizních kvůli další vlně pandemie, což by mohlo vést k opětovnému vyššímu růstu. Nicméně se nedomníváme, že by druhá pandemická vlna měla tak ničivé důsledky jako měla první vlna. Vyšší daně z tabáku a alkoholu v první polovině roku mírně navyšovaly inflaci a menší část tohoto efektu by se ještě měla projevit ve druhé polovině roku. Kurz české koruny v letošním roce působí proinflačně. Pro druhou polovinu roku čekáme jen mírnou apreciaci české koruny, takže stále relativně slabší koruna by měla bránit inflaci v rychlejší deceleraci. Pokud by mělo dojít k opětovnému nárůstu volatility tak, jako tomu bylo v první polovině letošního roku, znamenalo by to pro naši prognózu inflace významné riziko. U regulovaných cen energií čekáme v příštím roce spíše slabý nárůst. V roce 2022 by ale ceny elektřiny měly k inflaci přispívat více pozitivně s tím, jak se ekonomika vrátí k běžnému fungování a plány na „zelenou“ energii v Evropě budou tlačit ceny energie výš.

V souhrnu čekáme, že ve druhé polovině roku 2020 bude inflace zpomalovat zejména kvůli oslabené poptávce. Podobně jako v případě odhadů HDP platí i u inflace, že současné projekce jsou více nejisté než obvykle.

Rizika: Epidemiologie stále na prvním místě

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

- **Druhá vlna pandemie.** Ačkoliv se domníváme, že i v případě druhé vlny by dopad na ekonomiku nebyl tak destruktivní jako v případě období březen-květen, přesto by takový scénář znamenal nižší růst HDP pro tento i příští rok. Inflace by zůstala níže po delší čas a adekvátně tomu i úrokové sazby.
- **Nalezení vakcíny.** Toto vnímáme jako výrazné pozitivní riziko pro HDP, inflaci či kurz koruny. Nicméně obecně vidíme riziko směrem vzhůru menší nežli dolů, jelikož pozitivní dopad vakcíny má své limity.

- **Reakce fiskální politiky.** Česká vláda slíbila podstatný fiskální stimul. Naše prognóza s fiskální expanzí počítá. Nicméně implementace oznámených opatření je prozatím poněkud komplikovaná a budoucnost nejistá.
- **Brexit.** Nevyřešená záležitost, která má potenciál výrazně negativně ovlivnit evropský obchod.
- **Obchodní války.** S Donaldem Trump na pozici prezidenta USA je riziko obnovených potíží v zahraničním obchodě stále přítomné a může kdykoliv ohrozit ekonomické oživení.

Klíčové makroekonomické ukazatele

	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	2019	2020	2021	2022	2023	2024
HDP a jeho struktura														
HDP (reálně, y/y, %)	-2,0	-8,3	-7,9	-2,0	2,4	9,6	8,9	3,0	2,3	-5,0	6,0	3,0	2,6	2,2
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	0,1	-5,1	-4,4	-4,5	-1,1	3,8	3,5	3,9	2,9	-3,5	2,5	4,6	4,2	2,4
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	5,0	6,6	10,8	12,1	11,5	4,5	2,2	0,0	2,3	8,6	4,5	0,2	0,7	1,6
Fixní investice (reálně, y/y, %)	-8,1	-12,0	-22,2	-19,6	-8,6	-3,8	9,3	5,1	2,1	-15,5	0,5	4,6	2,5	0,7
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	-1,3	-6,0	-4,7	-0,3	-0,6	4,6	4,1	2,5	-0,3	-3,1	2,6	0,9	0,4	1,0
Zásoby (příspěvek do y/y)	-0,5	1,2	5,5	1,4	1,8	1,0	-3,9	-0,8	-0,2	1,9	-0,5	-0,3	-0,1	-0,3
Měsíční data z reálné ekonomiky														
Zahraniční obchod (mld, CZK) (**)	41	21	35	26	43	43	32	35	142	122	153	163	171	178
Vývozy (nominálně, y/y, %)	-5,9	-27,6	-29,3	-15,1	-7,7	24,7	19,7	11,7	3,8	-20,6	12,1	7,6	4,0	4,7
Dovozy (nominálně, y/y, %)	-5,0	-22,2	-33,0	-16,1	-11,4	24,8	23,1	10,8	1,5	-22,0	11,8	8,1	4,7	5,0
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	-4,1	-26,4	-19,0	-11,2	-6,0	24,4	17,7	12,3	2,0	-15,2	12,1	10,3	6,7	6,8
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	2,7	-7,4	0,1	2,4	-5,6	-11,4	0,3	0,1	0,8	-0,6	-4,1	13,4	11,4	7,5
Maloobchod (reálně, y/y, %)	1,8	-2,3	-6,4	-5,8	-2,4	0,7	4,8	5,8	4,9	-3,2	2,2	6,9	5,3	1,7
Trh práce														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	5,0	4,6	3,8	4,6	4,3	3,6	3,7	3,7	6,4	4,5	3,8	6,6	6,4	3,6
Mzdy (reálně, y/y, %)	1,3	1,4	1,0	2,1	2,4	1,7	2,1	2,2	3,5	1,5	2,1	4,9	3,9	1,3
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	3,0	3,7	4,7	4,9	5,4	4,9	4,9	4,6	2,8	4,1	4,9	4,3	4,0	4,2
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,0	1,8	4,2	3,7	3,1	2,3	2,5	1,8	2,0	2,9	2,4	1,7	1,6	1,9
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	-0,6	-0,4	-2,2	-1,6	-0,9	-0,1	1,7	2,0	0,2	-1,2	0,7	0,8	0,1	-0,2
Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu														
Inflace (y/y, %)	3,6	3,1	2,8	2,4	1,8	1,8	1,6	1,5	2,8	3,0	1,7	1,7	2,4	2,3
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0
Jádrová inflace (y/y, %) (*)	2,7	3,2	2,9	2,4	2,0	1,4	1,4	1,5	2,6	2,8	1,6	1,7	2,1	2,0
Ceny potravin (y/y, %) (*)	6,0	6,5	3,7	2,9	1,1	-0,3	1,1	1,3	2,8	4,8	0,8	1,8	2,7	2,8
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*)	1,0	-19,4	-3,8	0,5	5,4	26,6	5,9	-0,5	-0,4	-5,4	9,3	-0,3	4,0	2,8
Regulované ceny (y/y, %) (*)	4,2	3,4	3,0	2,6	1,6	1,8	1,9	1,9	4,5	3,3	1,8	1,9	2,8	2,5
Ceny v průmyslu (y/y, %)	1,4	-0,6	0,8	2,5	3,0	4,3	3,0	1,5	2,6	1,0	2,9	1,6	2,8	2,2
Finanční proměnné														
2W Repo (% , průměr)	2,03	0,56	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	1,92	0,77	0,25	0,54	1,20	1,70
3M PRIBOR (% , průměr)	2,15	0,59	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	2,12	0,91	0,45	0,72	1,40	1,80
CZK/EUR (průměr)	25,6	27,1	26,6	26,5	26,3	26,2	25,5	25,2	25,7	26,5	25,9	25,1	25,1	24,9
CZK/USD (průměr)	23,3	24,6	24,0	23,5	23,1	22,6	22,2	21,4	22,9	23,8	22,3	20,7	19,9	19,3
Vnější prostředí														
HDP v EMU (reálně, y/y, %)	-3,2	-16,7	-3,5	-2,1	1,9	18,3	1,9	0,6	1,2	-6,4	5,7	1,3	1,7	1,7
HDP v Německu (reálně, y/y, %)	-2,3	-12,0	-4,2	-3,2	-0,4	11,3	2,6	2,1	0,6	-5,4	3,9	1,8	1,4	1,3
CPI v EMU (y/y, %)	1,1	0,2	0,4	0,5	0,7	1,4	1,4	1,3	1,2	0,6	1,2	1,2	1,3	1,5
Ropa Brent (USD/bbl, průměr)	54,3	27,8	40,0	40,0	45,0	45,0	45,0	45,0	64,9	40,5	45,0	50,0	58,7	61,6
Euribor 1Y (% , průměr)	-0,27	-0,11	-0,16	-0,11	-0,07	0,00	0,07	0,14	-0,22	-0,16	0,03	0,31	0,90	1,80
USD/EUR (průměr)	1,10	1,11	1,11	1,13	1,14	1,16	1,16	1,18	1,12	1,11	1,16	1,21	1,26	1,29

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

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

(**) čtvrtletní data jsou sezónně očištěna.

ČNB Focus



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

ČNB na srpnovém zasedání sazby nezmění

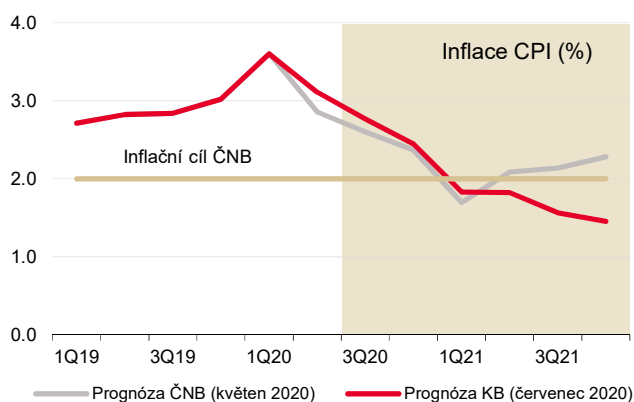
Česká národní banka bude i nadále považovat současné uvolnění měnové politiky za dostatečné a na srpnovém zasedání ponechá úrokové sazby beze změny. Důvodem pro to bude i inflace nad horní hranou tolerančního pásma. Ta pravděpodobně povede i k odsunutí debaty o možném zavedení nekonvenčních nástrojů. Výhled vývoje ekonomiky je však stále nejistý a inflace v dalších měsících pravděpodobně významně zpomalí. Úrokové sazby tak podle nás zůstanou nízké až do konce roku 2021. Rizika jsou navíc mírně vychýlena ve směru potřeby dalšího výraznějšího uvolnění měnové politiky, to by však již muselo být realizováno prostřednictvím nekonvenčních nástrojů. My se stále domníváme, že tím nejpravděpodobnějším by v tomto případě byl již odzkoušený kurzový závazek.

Centrální banka v průběhu prvního pololetí snížila repo sazbu o 200 bb na 0,25 %, tak aby tlumila dopady koronaviru.

Současné uvolnění měnové politiky je podle ČNB dostatečné

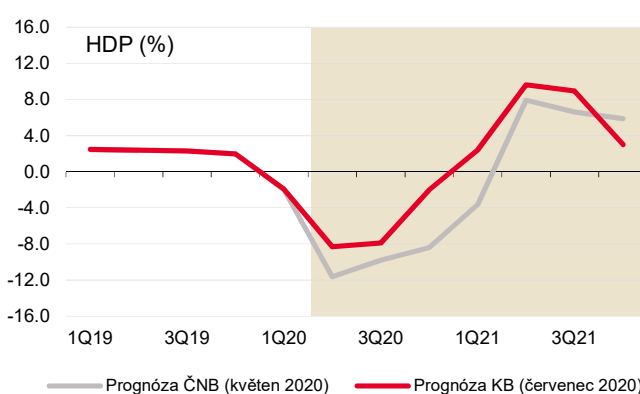
Česká národní banka ponechala úrokové sazby v červnu beze změny. Dvoutýdenní repo sazba tak zůstala na 0,25 %. Pro toto rozhodnutí hlasovali všichni členové bankovní rady. Oproti předchozím krokům ČNB však tento nebyl pro trh překvapením. Svou preferenci stability úrokových sazeb totiž vyjádřili již před samotným jednáním hned tři centrální bankéři, včetně guvernéra J. Rusnoka. Po snížení úrokových sazeb o 200 bb v prvním pololetí letošního roku je tak současné uvolnění měnové politiky podle centrální banky dostatečné, když dosavadní vývoj tuzemské ekonomiky zhruba odpovídal její prognóze.

Inflace na horizontu prognózy zpomalí ...



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

... především vlivem slabé poptávky



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

Aktuálně vysoká inflace v druhé půli letošního roku vlivem slabé poptávky i silnějšího kurzu koruny zpomalí a ČNB tak nebude mít důvod ke zvyšování sazeb.

Vysoká inflace nebude důvodem pro zvyšování sazeb

Zatímco vývoj reálné ekonomiky byl v prvním čtvrtletí v souladu s prognózou ČNB, vyšší tuzemská inflace v průběhu druhého čtvrtletí představuje proinflační riziko. Návrat inflace nad horní mez tolerančního pásma ČNB přitom nesouvisel pouze s běžně volatilními cenami potravin a pohonných hmot. V květnu a červnu překvapila především vyšší jádrová inflace. Ta se vrátila zpět nad 3 % a dosáhla nejvyšší hodnoty v historii časové řady, která je k dispozici od roku 2007. Růst spotřebitelských cen tak i přes snižující se ekonomickou aktivitu zůstává i nadále vysoký. Lze však předpokládat, že v druhé půli roku zpomalí. Otázkou je to, zdali na dvouprocentní cíl centrální banky, či dokonce pod něj.

Nelze očekávat, že vyšší inflace povede centrální banku k úvahám o zvýšení úrokových sazeb, nejistota ohledně dalšího hospodářského vývoje je totiž i nadále vysoká. Dezinflační tendence jsou již nyní patrné na úrovni evropské ekonomiky jako celku. To by se

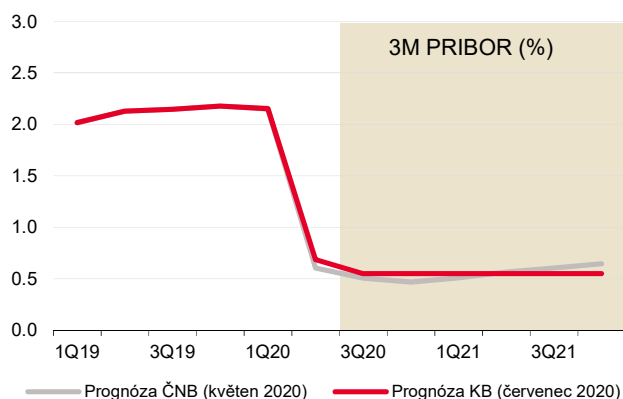
mělo projevit v nižších cenách dováženého zboží, na což bude působit i oproti prognóze ČNB silnější kurz české koruny. HDP eurozóny navíc v prvním čtvrtletní poklesl více, než centrální banka čekala (-3,2 % oproti očekávaným -2,0 %). K tuzemské inflaci přispívá zatím poměrně solidní spotřebitelská poptávka, jak ukazují výsledky květnových maloobchodních tržeb. Ta vychází z nadále dobré situace na českém trhu práce, když míra nezaměstnanosti zůstává na nízkých hodnotách. S dalšími měsíci se však pravděpodobně bude počet nezaměstnaných zvyšovat. Poptávka totiž chybí ve výrobním sektoru, který je v ČR významným zdrojem zaměstnanosti. V tomto ohledu však nejspíše k výraznému zlepšení do konce roku nedojde.

Úrokové sazby zůstanou na současné úrovni až do konce roku 2021

Náš základní scénář prognózy počítá se stabilitou úrokových sazeb až do konce roku 2021. Aktuální vysoká inflace navíc nejspíše odsune diskuzi o zavedení nekonvenčních nástrojů. Jejich využití ze strany ČNB však stále není vyloučeno. Potřeba dalšího výraznějšího uvolnění měnové politiky může vyvstat na podzim, kdy již bude zřejmé, zdali oživení ekonomiky v druhé půli roku naplňuje očekávání. Pokud ne, další reakce hospodářských politik bude nasnadě. Prostor pro další snížení úrokových sazeb je však výrazně omezený, když se jejich výše nyní pohybuje poblíž tzv. technické nuly. Vliv slabé poptávky do vývoje cen může navíc nejsilněji působit až na přelomu letošního a příštího roku, neboť stále velká část obchodníků přehodnocuje své ceny jednou ročně, a to zejména na jeho počátku. **Rizika základního scénáře prognózy jsou tak mírně vychýlena ve směru potřeby výraznějšího uvolnění měnové politiky ČNB, k čemuž přispívá i opětovné posílení české koruny. Z hlediska nekonvenčních nástrojů se i nadále domníváme, že nejpravděpodobnějším z nich je kurzový závazek.**

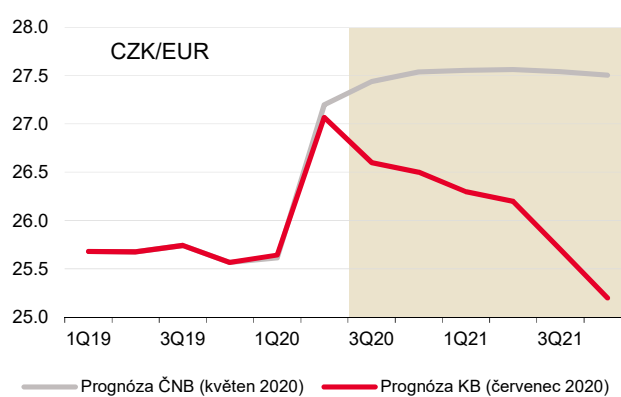
V případě potřeby dalšího výraznějšího uvolnění měnové politiky bude ČNB muset sáhnout k nekonvenčním nástrojům, nejspíše ke kurzovému závazku.

Úrokové sazby zůstanou nízké až do konce roku 2021 ...



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

... rizikem však může být výraznější posílení české koruny



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Korunový devizový trh



František Táborský
(420) 222 008 598
frantisek_taborsky@kb.cz

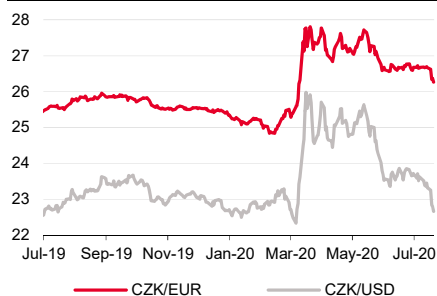
Koruna připravena dále posilovat

Kurzu koruny v posledních týdnech pomáhá odrazení se tržních úrokových sazeb ode dna a pozitivní sentiment finančních trhů vůči měnám rozvíjejících se zemí. Tento trend podle nás bude pokračovat a koruna tak má našlápnuto k dalšímu posílení. Zároveň bychom ve druhé polovině roku měli vidět výrazně nižší míru volatility zejména směrem ke slabším hodnotám. Rizikem zůstává druhá vlna pandemie. Na druhou stranu pravděpodobnost vstupu ČNB na devizový trh od naší minulé prognózy poklesla. I přes nedávný nárůst forwardových bodů se podmínky zajištění měnového rizika postupně zhoršují, což podle nás bude pokračovat i ve zbytku roku. Tudíž i nadále doporučujeme využít současného stavu na trhu k zajištění proti posílení koruny.

Finanční trhy připravují půdu pro posílení koruny

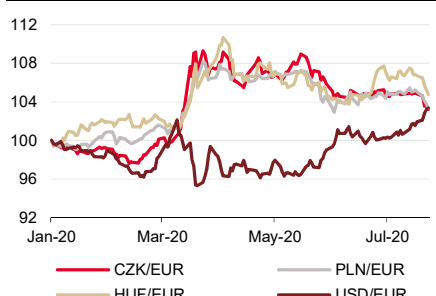
Lepší data z reálné ekonomiky v čele s vyšší inflací a rétorikou ČNB podpořila v posledních týdnech námi očekávané odrazení se tržních sazeb ze dna. K tomu se přidal optimistický globální sentiment na finančních trzích a ochota investorů vrátit se na rozvíjející se trhy. Výsledkem tak bylo rychlejší posílení koruny, než jsme očekávali v naší červnové prognóze. Vzhledem k tomu, že ČNB již další snižování úrokových sazeb v našem základním scénáři zvažovat nebude, tržní úrokové sazby se i v následujících měsících budou postupně odlepovat ode dna, což bude dále zvyšovat atraktivitu koruny. Ta tak podle nás má připravenou půdu pro další posílení.

Vývoj kurzu koruny za posledních dvanáct měsíců



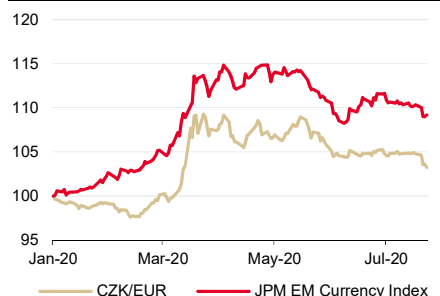
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, KB

Relativní vývoj středoevropských měn



1.1.2020 = 100

Koruna zůstává silnější ve srovnání s trhem rozvíjejících se měn



1.1.2020 = 100

V nejbližších týdnech by koruna měla podle nás dále posilovat, s tím jak dále porostou tržní úrokové sazby. Současně vidíme možnost rychlejšího posílení koruny díky výraznějšímu růstu tuzemských tržních sazeb (více v následující kapitole). Zároveň v základním scénáři už nepředpokládáme takovou volatilitu kurzu koruny, jako tomu bylo v první polovině roku, a to zejména ve směru slabších hodnot.

Hlavním rizikem pro korunu zůstává druhá vlna pandemie a možný zásah ČNB. Ačkoli makroekonomická data ukazují postupné ožívání ekonomiky, aktuální epidemiologický vývoj stále udržuje možnost druhé vlny pandemie. Opětovné, i kdyby jen částečné uzavření ekonomiky, by se negativně promítlo do kurzu koruny. Tento scénář by byl pravděpodobně společný pro celou Evropu a investoři by opět opouštěli aktiva rozvíjejících se trhů včetně koruny.

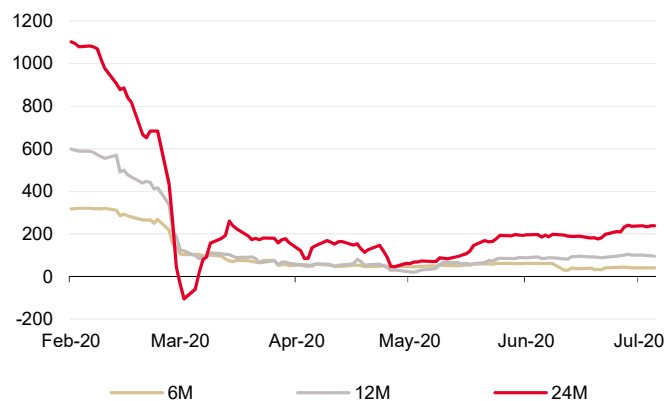
Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 28. 7. 2020)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

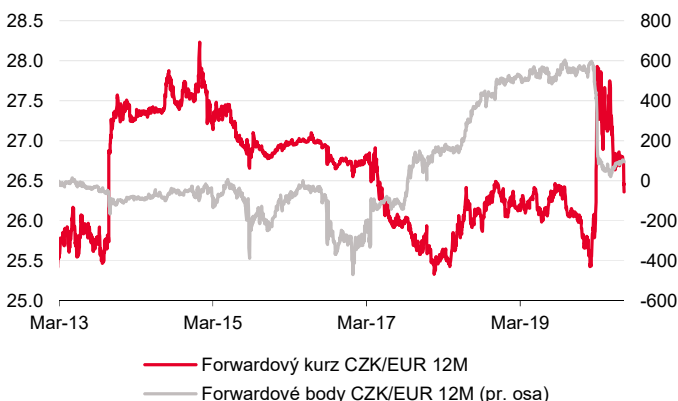
Riziko vstupu ČNB na devizový trh je oproti naší červnové prognóze nižší. Vzhledem k naší prognóze kurzu koruny vidíme riziko zásahu centrální banky ve směru proti slabší koruně jako minimální. V delším horizontu však naopak možnost opětovného oslabení koruny je podle nás stále nejpravděpodobnější variantou využití nekonvenčních opatření v případě potřeby dále uvolnit měnové podmínky. Důvodem může být právě druhá vlna pandemie nebo pomalejší oživení ekonomiky a s tím spojená deflační rizika. Na druhou stranu, ačkoli má ČNB s devizovými intervencemi nedávnou zkušenost, současné složení bankovní rady má k tomuto nástroji zdrženlivější přístup.

Forwardové body se s růstem sazeb začínají odlepovat ode dna...



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

...podmínky zajištění slabší koruny však už lepší nebudou



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podmínky zajištění slabšího kurzu koruny už lepší nebudou

Od naší červnové prognózy se koruna ustálila na silnějších hodnotách. Zároveň se tržní úrokové sazby odpoutaly od svého dna a začaly postupně růst, což podporuje i růst forwardových bodů. Jejich nárůst však plně nekompenzuje posun koruny k silnějším úrovním a **podmínky měnového zajištění se tak zhoršují. Tento trend podle nás bude pokračovat i v následujících měsících**, s čímž se budou podmínky zajištění dále zhoršovat. Proto i nadále doporučujeme exportérům využít současných úrovní k zajištění měnového rizika.

Trh českých vládních dluhopisů a IRS

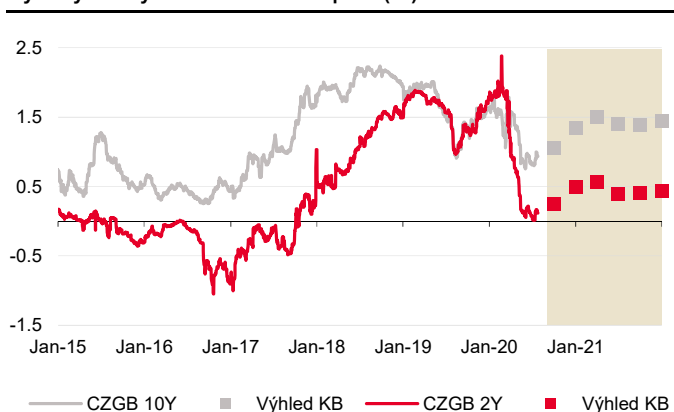


František Tábořský
(420) 222 008 598
frantisek_taboricky@kb.cz

Úrokové sazby a výnosy se odrážejí ode dna

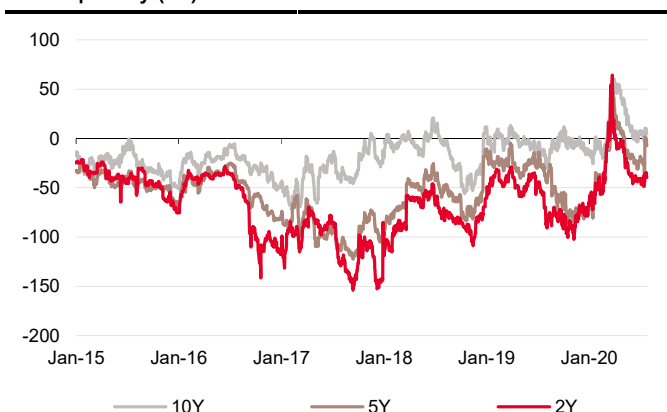
I přes rekordní navýšení plánovaného deficitu státního rozpočtu bude nabídka státních dluhopisů v druhé polovině roku minimální. To se podle nás projeví na jejich zdražení v relativním vyjádření v následujících měsících. V příštím roce bude však nabídka obdobná jako letos vzhledem k rekordnímu kalendáři splatných dluhopisů. V závěru roku by tak měly opět zlevnit. Poptávka postupně klesá, i nadále ale bude vyšší než nabídka. Výnosy a úrokové swapy se v uplynulých týdnech odlepily ode dna a podle nás dále porostou zejména v delších splatnostech. I nadále tak doporučujeme pay CZK 10y a 2s5s steepener. Podmínky zajištění úrokových sazeb se tak postupně zhoršují.

Výnosy českých státních dluhopisů (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

ASW spready (bb)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

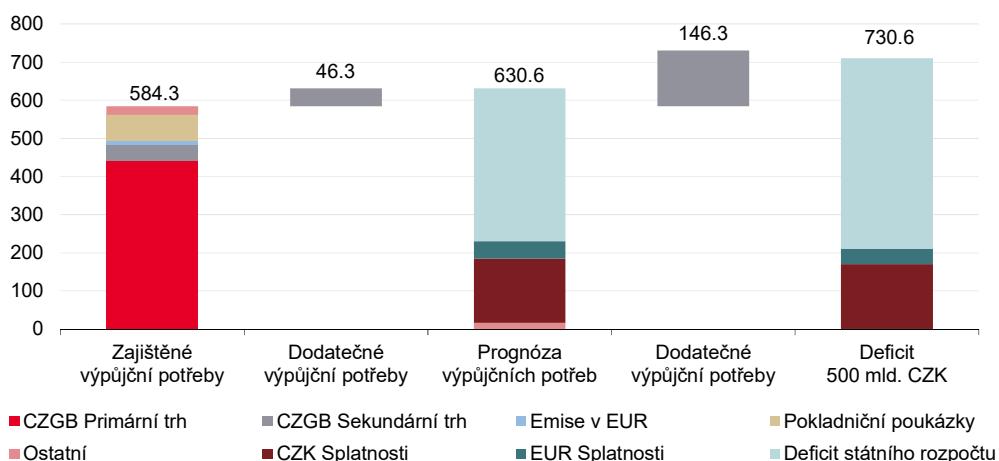
Vzhledem k naší prognóze státního rozpočtu a vysoké emisní aktivitě Ministerstva financí v předchozích měsících bude podle nás nabídka státních dluhopisů ve zbytku roku velmi omezená.

Nabídka státních dluhopisů ve zbytku roku vyschne

I přes opakované skokové navýšení letošního deficitu státního rozpočtu si Ministerstvo financí dokázalo zajistit drtivou většinu výpůjčních potřeb již v první polovině roku. Oproti oficiální **Strategii financování a řízení státního dluhu ČR** předpokládáme o 100 mld. CZK nižší výpůjční potřeby ve výši 630,6 mld. CZK díky optimističtější prognóze vývoje státního rozpočtu. **Podle našich výpočtu z nich vláda pokryla doposavad 89,7 %** včetně plánovaného čerpání rozpočtových rezerv.

Ve zbytku roku tak bude nabídka nových státních dluhopisů velmi omezená. Navíc část zbývajících výpůjčních potřeb bude pravděpodobně pokryta eurovou emisí (zhruba 11 mld. CZK) a čerpáním úvěrů od nadnárodních institucí (max. 26,5 mld. CZK). V alternativním případě může vláda čerpat příslibené úvěry v korunách, což by zvýšilo letošní eurovou emisí a snížilo korunovou. V základním scénáři ale předpokládáme, že tak zbývá Ministerstvu emitovat 27,7 mld. CZK korunových státních dluhopisů, resp. 5,5 mld. CZK měsíčně, což podle nás dává vládě možnost flexibilně reagovat na vývoj státního rozpočtu a podmínky na finančních trzích. V případě, že by se státní rozpočet propadl k vládou předpokládanému deficitu, byla by emise korunových státních dluhopisů vyšší o 100 mld. CZK. I tak by ale do konce roku zbývalo emitovat 25,5 mld. CZK, což je jen lehce nad průměrem předchozího roku. Dalším rizikem ve směru vyšší emise je možné předfinancování státních dluhopisů maturujících v únoru příštího roku v objemu 26 mld. CZK.

Letošní výpůjční potřeby



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V příštím roce maturuje rekordní objem státních dluhopisů ve výši 292 mld. CZK, což je zhruba o 80 mld. CZK více než v letošním roce. Prozatím očekáváme deficit státního rozpočtu pro příští rok 270 mld. CZK, nicméně Ministerstvo financí pozastavilo zveřejňování výhledu pro další roky a ani dosavadní dostupné informace příliš nenaznačují rámec pro příští rok. Podle nás je však velmi pravděpodobné, že výpůjční potřeby dosáhnou obdobné výše jako letos.

Poptávka po CZGB postupně klesá, zůstane ale dostačující

Zájem o tuzemské státní dluhopisy lámal v předchozích měsících historické rekordy a od té doby postupně klesá. Výrazně poklesla však i emisní aktivita Ministerstva financí. Tudiž i **nadále poptávka výrazně převyšuje nabídku**. Počáteční vysoký zájem o kratší splatnosti se postupně přesunul k levnějšímu delšímu konci křivky. Nicméně i ten od té doby výrazně podražil.

Výnosy státních dluhopisů dosáhly ve většině svých splatností dna na začátku července a od té doby postupně rostou.

Hlavním důvodem je zlepšující se sentiment na globálních trzích, překvapivě vyšší inflace a neutrální rétorika ČNB. Tento trend podle nás bude pokračovat i ve zbytku roku. Vzhledem k omezené nabídce na primárním trhu by měly státní dluhopisy v nejbližších měsících zdražovat i vůči úrokovým swapům (ASW). V závěru roku ale předpokládáme jejich opětovné zlevnění v relativním vyjádření kvůli diskuzím o státním rozpočtu pro příští rok. Ty by měly investorům ukázat, že nabídka státních dluhopisů bude v příštím roce přibližně odpovídat té letošní. K růstu delších výnosů v příštím roce přispěje i německý bund, který se odlepí od svého současného dna. Poslední pohyby křivky vyrovnaly ještě nedávné asymetrické zdražení krátkého konce. V tuto chvíli tak doporučujeme pro využití utahujících se ASW vybírat v kratší až střední části křivky (např. 1,25 % Mar-25), z pohledů výnosů minimalizovat jejich duraci. Z technického hlediska očekáváme, že ke konci srpna bude vyřazen z indexu GBI-EM dluhopis 3,85 % Sep-21, což je obvykle spojeno s jeho výprodejem. Nicméně část tohoto efektu je již v současné ceně zahrnuta.

Prognóza výnosů CZGB

	Q3 20f	Q4 20f	Q1 21f	Q2 21f	Q3 21f
Výnos 2Y CZGB (%)	0,25	0,50	0,55	0,40	0,40
Výnos 5Y CZGB (%)	0,75	1,05	1,15	1,05	1,05
Výnos 10Y CZGB (%)	1,05	1,35	1,50	1,40	1,40
10Y CZGB ASW (bb)	10	30	30	10	10

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Government bond overview

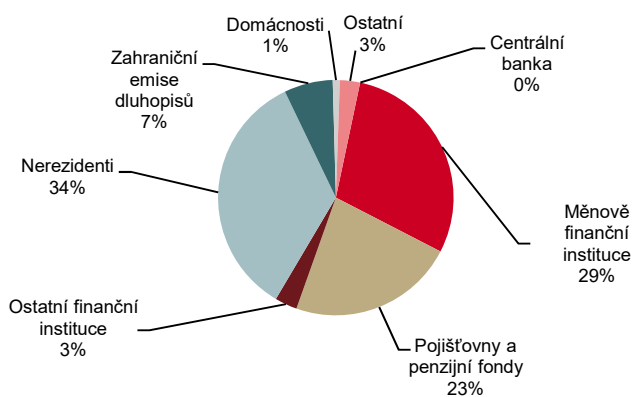
Government bond overview									Rich-cheap analysis											
Bond	Dur.	Issued last 90D	Issuance limit	Yield	Δ1W	Δ1M	FX hedged		ASW	Δ1W	Δ1M	Min	90D	Max	Z-Score	Rank	Spline spread	Rank	Carry Roll 90D	Rank
0.75 Feb-21	0.6	0.0	38%	-0.21	-1	0	-0.60		-52	-3	-4	-58.4		1.7	-1.1	14	-19.3	2	-4.8	18
3.85 Sep-21	1.1	1.3	100%	-0.06	0	0	-0.49		-63	1	6	-75.1		13.6	-0.5	2	-20.7	1	-1.2	17
0.00 Feb-22	1.6	0.0	6%	0.02	-2	9	-0.41		-46	-1	15	-75.6		31.5	0.1	1	-17.5	3	0.3	16
0.10 Apr-22	1.7	0.0	33%	0.04	-2	-8	-0.41		-43	-2	-9	-44.9		11.8	-0.9	7	-15.0	4	0.6	15
4.70 Sep-22	2.0	7.4	100%	0.02	-1	-2	-0.48		-54	-3	0	-59.7		21.9	-0.8	5	0.0	9	0.9	5
0.45 Oct-23	3.2	0.0	68%	0.35	-1	1	-0.23		-22	-3	-6	-25.5		45.3	-0.8	6	0.0	7	1.7	1
5.70 May-24	3.5	0.0	100%	0.30	-3	0	-0.32		-30	-5	-11	-30.7		55.7	-1.1	17	18.3	18	1.2	3
1.25 Feb-25	4.4	0.0	102%	0.62	1	10	-0.07		-3	-3	2	-15.6		51.6	-0.6	3	-2.4	5	1.3	2
2.40 Sep-25	4.8	4.5	69%	0.61	-2	6	-0.10		-11	-3	-4	-16.5		44.6	-1.1	13	4.7	15	1.0	4
1.00 Jun-26	5.7	7.0	82%	0.68	-2	5	-0.06		-3	-4	-9	-3.4		51.9	-1.3	18	3.7	13	0.8	6
0.25 Feb-27	6.4	11.1	88%	0.75	-1	9	0.00		0	-3	-2	-6.6		55.2	-1.0	11	0.0	6	0.7	11
2.50 Aug-28	7.4	4.6	72%	0.79	-2	8	0.09		-1	-3	-4	-7.7		80.1	-1.0	8	2.4	12	0.6	14
2.75 Jul-29	8.1	0.0	67%	0.82	-2	4	0.14		0	-5	-9	-2.4		69.3	-1.1	15	4.1	14	0.6	13
0.95 May-30	9.3	5.2	72%	0.90	-3	9	0.19		5	-5	-5	2.1		75.3	-1.0	12	0.0	11	0.7	12
1.20 Mar-31	9.9	11.6	41%	0.94	-2	8	0.25		5	-4	-3	-1.1		77.4	-1.0	10	0.0	8	0.7	8
2.00 Oct-33	11.6	5.2	73%	0.99	-1	5	0.34		5	-2	-8	1.5		81.7	-1.1	16	10.2	16	0.7	10
4.20 Dec-36	12.6	0.0	63%	1.14	-2	4	0.59		19	-4	-11	5.9		116.7	-1.0	9	13.8	17	0.7	9
1.50 Apr-40	16.9	5.7	21%	1.47	0	3	0.73		45	-1	-6	36.4		75.8	-0.8	4	0.0	10	0.8	7

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
 Pozn.: Více v CZGB Auction Alert

Struktura držitelů CZGB: podíl zahraničích v záplavě nových emisí klesl

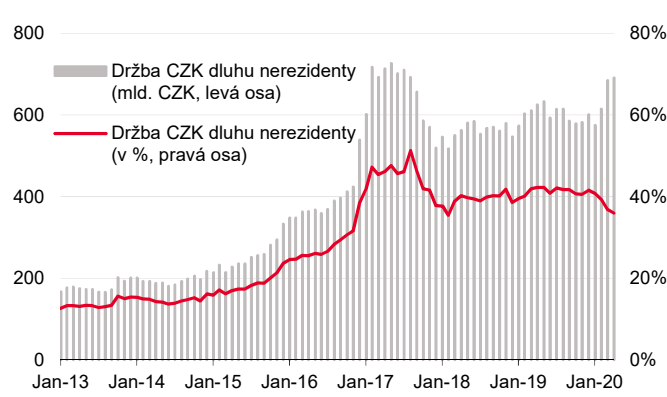
Držba státních dluhopisů zahraničními investory v červnu v relativním vyjádření opět klesla o šest desetin na 36 %. Přitom ještě na začátku roku držely zahraniční subjekty 41,6 % všech českých státních dluhopisů. V absolutním vyjádření ale jejich objem vzrostl za poslední tři měsíce o 116,9 mld. Kč. Většinu nových státních dluhopisů poptávaly zejména domácí subjekty v čele s bankami. Ty za stejné období navýšily svá portfolia o 338,3 mld. CZK. **V relativním vyjádření tak došlo ke změně struktury držitelů tuzemských státních dluhopisů ve prospěch domácích hráčů.** V následujících měsících očekáváme, že změny ve struktuře držitelů budou jen minimální a současný stav lze považovat za nový standard.

Držba státních dluhopisů podle typu držitele (květen 2020)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podíl nerezidentů poklesl na 36,0 %



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Trh českých sazeb IRS: sazby se odrážejí ze svého dna

Korunové úrokové swapy se podle našich očekávání odrazily v průběhu července ode dna a začínají postupně růst. Lepší vývoj v zahraničí, nezpomalující domácí inflace a konec uvolňování měnových podmínek ČNB otevřely prostor pro návrat tržních úrokových sazeb k vyšším úrovním. Tento trend podle nás bude pokračovat i ve zbytku roku a zejména v roce příštím i přes to, že očekáváme první zvýšení úrokových sazeb ČNB až v roce 2022. Hlavní část nárůstu by se měla odehrát zejména v delších splatnostech, což povede ke strmějšímu sklonu celé křivky. Námí prognózovaný nárůst korunových sazeb podporuje i aktuálně

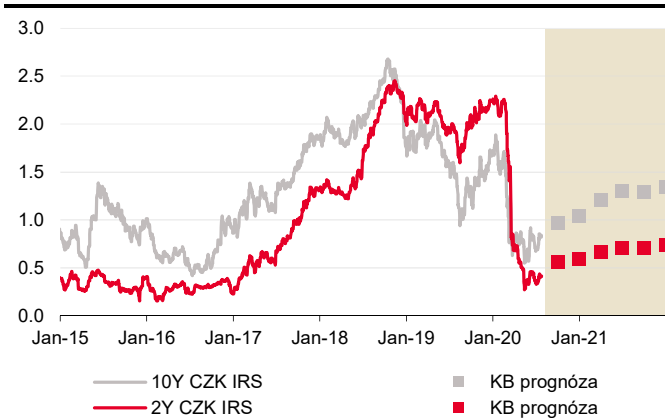
projednávaný fond obnovy Evropské unie. Ten počítá se společnou emisí státních dluhopisů, která podle nás bude doprovázená vlnou pre-hedgingu, což by mělo podpořit růst eurových sazeb a následně i korunových zejména v delších splatnostech. I nadále tak doporučujeme pay CZK 10y a 2s5s steepener.

Výhled pro CZK IRS (%)

	Q3 20f	Q4 20f	Q1 21f	Q2 21f	Q3 21f
2Y	0,55	0,60	0,65	0,70	0,70
5Y	0,75	0,85	0,95	1,05	1,05
10Y	0,95	1,05	1,20	1,30	1,30

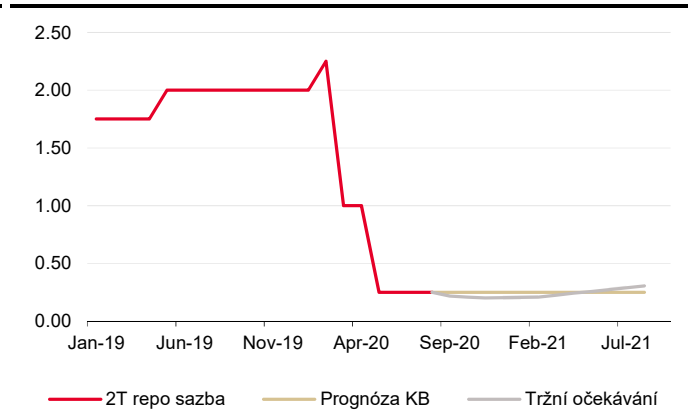
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prognóza IRS (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Trh v souladu s naší prognózou očekává stabilitu sazeb ČNB



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podmínky zajištění korunových sazeb se zhoršují

Úrokové sazby se v uplynulých týdnech odlepily ode dna a postupně rostou po celé své křivce. Tento trend podle nás bude pokračovat, s čímž se budou zhoršovat i podmínky zajištění rekordně nízkých úrovních úrokových sazeb. Ačkoli první zvýšení úrokových sazeb ČNB předpokládáme až v roce 2022, finanční trhy začínají tento krok již s předstihem započítávat do svých cen. Eurová křivka i nadále zůstává po celé své délce v záporných hodnotách a dolarové sazby se stále drží poblíž svých historických minim. V obou případech ale očekáváme jejich postupný nárůst v druhé polovině roku. Proto i nadále doporučujeme využít současných podmínek pro zajištění úrokového rizika proti budoucímu růstu sazeb.

Podmínky zajištění úrokových sazeb se zhoršují



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

	Maturita						
	6M	1Y	18M	2Y	3Y	5Y	10Y
Spot	0.36	0.35	0.39	0.42	0.50	0.65	0.85
3M	0.32	0.36	0.41	0.45	0.53	0.68	0.87
6M	0.35	0.41	0.45	0.49	0.58	0.72	0.89
9M	0.41	0.45	0.49	0.53	0.62	0.75	0.91
1Y	0.47	0.50	0.54	0.57	0.67	0.78	0.93
18M	0.53	0.57	0.61	0.66	0.74	0.83	0.97
2Y	0.61	0.65	0.71	0.76	0.81	0.88	1.01
3Y	0.82	0.86	0.87	0.89	0.92	0.97	1.08

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ke dni 27. 7. 2020

Bankovní sektor



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

Růst úvěrů postupně zpomaluje

Hospodářský pokles bude tlumit růst úvěrů. Nicméně celkový obrázek má daleko od katastrofických scénářů. **Úvěry na bydlení by měly zpomalit spíše pozvolna s tím, jak se dle naší prognózy bude zhoršovat situace domácností.** Více by to mělo být patrné zejména v roce 2021, kdy čekáme růst úvěrů na bydlení ve výši 4,1 %. Nižší úrokové sazby by měly poskytnout spíše menší stimul. V nominálním vyjádření je naše očekávání pomalejšího růstu hypoték opřeno o prognózu pomalejšího růstu cen nemovitostí v letošním roce a jejich mírným snížením v příštím roce.

Srovnávací základna z roku 2019 je v případě úvěrů nefinančním podnikům relativně nízká s tím, jak podniky byly v minulém roce opatrné v investicích. V prvním čtvrtletí letošního roku růst korporátních úvěrů akceleroval, ale vzápětí začal v reakci na pandemickou krizi opět slábnout. **Očekáváme, že růst korporátních úvěrů bude slábnout přibližně do poloviny roku 2021, kdy ekonomický růst získá pevnější základy.** Některé sektory, jako například cestování či hotelnictví, jsou vystaveni většímu riziku. Nicméně celkový dopad do úvěrování by neměl být dramatický i s ohledem na vládní programy, které by měly růst úvěrů podpořit. Růst spotřebitelských úvěrů zpomalil v reakci na pandemickou krizi a zvýšenou nejistotu. Ačkoliv se náš náhled na ekonomiku zlepšil, stále čekáme zhoršení trhu práce a pomalejší růst mezd. To dohromady stále implikuje pomalejší růst spotřebitelských úvěrů.

S rostoucí nejistotou během pandemické krize se výrazně zrychlil růst deposit. Společnosti hromadily hotovost. Ačkoliv lze očekávat, že do určité míry toto chování přetrvá, očekáváme zpomalení růstu deposit s tím, jak se situace v ekonomice bude normalizovat. I tak bude růst bankovních deposit v roce 2020 pravděpodobně přes 10 %.

Bankovní úvěry a depozita (y/y, %)

	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Bankovní úvěry														
Celkem	6,9	5,5	4,4	5,1	2,3	3,4	4,0	3,9	4,9	5,5	3,4	5,5	6,5	5,7
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	7,1	6,5	6,4	5,6	4,6	4,0	3,7	4,3	7,3	6,4	4,1	4,8	6,3	5,6
Spotřebitelské úvěry domácnostem	7,0	4,2	4,7	1,3	2,3	4,6	5,4	5,3	6,7	4,3	4,4	5,2	6,4	6,3
Úvěry nefinančním podnikům	6,4	5,7	2,2	5,2	0,6	3,2	5,0	3,1	4,2	4,9	3,0	5,7	5,2	5,0
Bankovní vklady														
Celkem	10,9	14,7	11,9	9,5	5,0	0,0	1,3	4,8	9,6	11,8	2,8	5,6	5,8	5,3
Obyvatelstvo	8,0	9,3	9,0	7,7	5,6	3,4	2,0	2,6	7,2	8,5	3,4	4,1	5,8	5,1
Nefinanční podniky	11,7	10,9	9,3	10,8	7,3	5,6	7,7	6,2	5,1	10,7	6,7	4,9	4,5	5,5
Ostatní	15,5	26,5	18,4	12,4	2,2	-8,1	-3,9	8,2	17,9	18,2	-0,4	8,5	6,8	5,6
Podíly na HDP														
Podíl úvěrů na HDP	62,1	62,8	64,2	64,1	64,2	63,1	62,5	61,9	60,4	63,3	62,9	62,8	63,6	64,5
Podíl vkladů na HDP	91,7	99,6	99,8	91,8	97,3	96,8	94,5	89,4	86,2	95,7	94,5	94,4	95,0	96,0
Podíl úvěrů na vkladech	67,7	63,0	64,4	69,9	66,0	65,2	66,1	69,3	70,2	66,2	66,6	66,6	67,0	67,2
Úrokové sazby														
Úvěry pro bytové potřeby	2,6	2,5	2,5	2,6	2,9	2,9	2,9	2,9	2,7	2,5	2,9	3,4	4,1	4,4
Spotřebitelské úvěry	8,2	7,3	6,7	7,7	8,0	7,9	7,7	7,5	8,4	7,5	7,7	7,2	7,3	7,4
Úvěry nefinančním podnikům	3,2	2,5	2,6	3,1	3,3	2,9	2,9	2,8	3,3	2,9	3,0	3,1	3,6	4,0
Podíl úvěrů v selhání														
Úvěry pro bytové potřeby	1,1	1,2	1,6	1,7	1,4	1,3	1,7	1,7	1,3	1,4	1,5	1,6	1,3	1,1
Spotřebitelské úvěry	4,1	4,3	5,9	6,5	5,6	5,5	5,7	8,6	4,2	5,2	6,4	7,8	7,0	6,6
Úvěry nefinančním podnikům	3,1	3,3	4,5	6,3	6,8	6,3	5,9	5,6	3,4	4,3	6,2	5,2	4,2	2,1

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

Klíčové ekonomické ukazatele

Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

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

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

Měna a úrokové sazby - výhled

		27.07.2020	Sep-20	Dec-20	Mar-21	Jun-21	Sep-21
CZK/EUR	konec období	26,2	26,6	26,5	26,3	26,2	25,5
USD/EUR	konec období	1,17	1,11	1,13	1,14	1,16	1,16
CZK/USD	konec období	22,3	24,0	23,5	23,1	22,6	22,0
3M PRIBOR	konec období	0,34	0,35	0,35	0,35	0,45	0,45
10Y IRS	konec období	0,84	0,95	1,05	1,20	1,30	1,30

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

Měsíční makroekonomická data

		X-19	XI-19	XII-19	I-20	II-20	III-20	IV-20	V-20	VI-20
Inflace (CPI)	%, m/m	2,7	3,1	3,2	3,6	3,7	3,4	3,2	2,9	3,3
Inflace (CPI)	%, y/y	0,5	0,3	0,2	1,5	0,3	-0,1	-0,2	0,4	0,6
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	0,9	0,9	2,1	2,4	1,4	0,4	-0,8	-0,9	-0,3
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	-0,3	-0,1	0,1	1,3	-0,7	-0,5	-0,5	0,4	-0,1
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	2,6	2,6	2,9	3,1	3,0	3,0	3,4	3,6	3,7
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	-3,0	-5,5	-0,5	-1,3	-0,3	-10,2	-33,7	-29,4	n.a.
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	-3,0	-6,5	-0,2	0,5	0,6	-9,5	-35,5	-28,8	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	-0,3	4,5	4,5	6,0	5,3	-0,3	-4,6	-7,6	n.a.
Maloobchodní tržby	%, y/y, stálé ceny	2,6	3,0	4,4	1,6	3,5	-12,0	-21,5	-12,2	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (národní met.)	8,0	12,9	-9,5	17,1	21,4	2,4	-25,3	1,3	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	-9,5	-1,6	-10,6	12,1	40,0	22,5	-9,2	4,2	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	8,3	-13,2	17,1	15,4	49,3	46,5	-8,7	17,0	n.a.
M2	%, y/y	8,1	7,6	7,1	8,0	7,9	9,9	9,3	9,0	n.a.
Státní rozpočet	mld. CZK (od zač. roku)	-19,6	-38,6	-28,5	-8,0	-27,4	-44,7	-93,8	-157,4	-195,2
3M PRIBOR	%, průměr	2,17	2,18	2,18	2,17	2,34	1,95	0,96	0,46	0,34
CZK/EUR	průměr	25,7	25,5	25,5	25,2	25,1	26,6	27,3	27,3	26,7
CZK/USD	průměr	23,2	23,1	22,9	22,7	23,0	24,1	25,1	25,0	23,7

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
František Táborský
(420) 222 008 598
frantisek_taborsky@kb.cz

Akciový analytik



Bohumil Trampota
(420) 222 008 560
bohumil_trampota@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE

Hlavní ekonom Rosbank



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

Hlavní ekonom BRD-GSG

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

Ekonom BRD-GSG



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



Akciový analytik
Laura Simon, CFA
(40) 213 014 370
laura.simon@brd.ro



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

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky



Klaus Baader
(852) 2166 4095
klaus.baader@sgcib.com

Eurozóna



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



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



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



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

Severní Amerika



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



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



Indie
Kunal Kumar Kundu
(91) 80 6716 8266
kunal.kundu@sgcib.cz



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

Čína



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



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



Japonsko
Takuji Aida
(81) 3 6777 8063
takuji.aida@sgcib.com



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

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu, cross-asset a kvantitativního výzkumu



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

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů



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

Vedoucí strategie sazeb



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

Vedoucí strategie sazeb pro Evropu



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

Dluhopisový trh a SSA



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

Vedoucí strategie sazeb pro USA



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



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



Jean-David Ciroteau
(33) 1 4213 7252
jean-david.ciroteau@sgcib.com



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



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



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



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

Vedoucí strategie pro měnové kurzy



Kit Jukes
(44) 20 7676 7972
kit.jukes@sgcib.com

Měnové deriváty



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

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



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



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



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



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



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