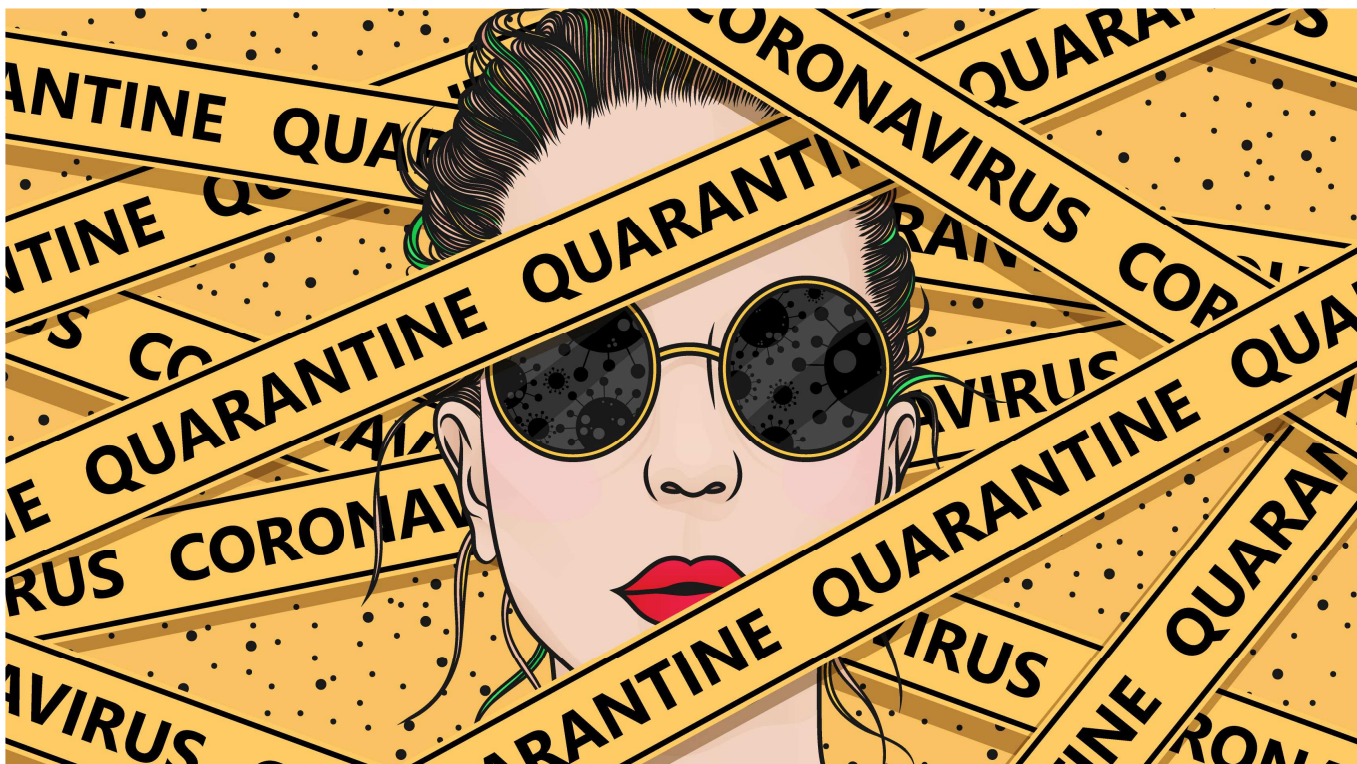


Čtvrtletní zpráva

# Ekonomické výhledy

30 LET SPOLU

## Lockdown verze 2.0

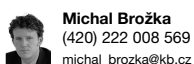


©iStock

- **České hospodářství opět klesá:** Druhá epidemická vlna stáhne českou ekonomiku na konci roku níž a v důsledku toho bude i růst v příštím roce slabší. Dosažení předkrizové úrovně HDP se odkládá do roku 2023.
- **Inflace brzdí z vyšších úrovní:** Inflace v letošním roce překvapila vyšším nárůstem, ale v následujících čtvrtletích by měla pozvolna zpomalovat kvůli oslabené ekonomice. Jejím rychlejšímu poklesu brání slabší koruna. Ceny potravin a energií by měly působit desinflačně.
- **ČNB ponechá sazby beze změny až do konce roku 2021:** Současné uvolnění měnové politiky bude i nadále podle centrální banky dostatečné. Argumentem proti dalšímu uvolnění je především tuzemská inflace, která stále zůstává nad horní hranou tolerančního pásma a zpět k cíli se bude vracet jen pozvolna. Oživení ekonomiky v příštím roce bude stát na vratkých základech a ČNB tak nebude chtít zpříšňování měnové politiky uspěchat. Nekonenční nástroje podle nás nevyužije.
- **Finanční trhy vyhodnocují boj s koronavirem:** Pro následující týdny očekáváme, že koruna bude reflektovat domácí vývoj pandemie a případné zavádění dalších bezpečnostních opatření vlády. Se zklidněním situace předpokládáme rychlý návrat koruny k silnějším úrovním. Posun ke slabším hodnotám opět otevřel zajímavé možnosti zajištění kurzu.
- **Druhá vlna pandemie vrátila finanční trhy do jarních pozic:** Výnosy státních dluhopisů podpoří růst úrokových swapů i vysoká nabídka Ministerstva financí v příštím roce. Kratší konec křivky však budou i nadále srážet pesimistická očekávání investorů. Opětovný pokles úrokových sazeb znovu otevírá atraktivní možnosti úrokového zajištění.



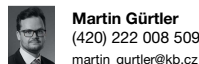
**Jan Vejmelek**  
(420) 222 008 568  
jan\_vejmelek@kb.cz



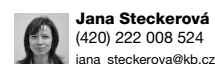
**Michal Brožka**  
(420) 222 008 569  
michal\_brozka@kb.cz



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



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



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





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

## Vlna Covid-19 verze 2.0 je zde

Při psaní úvodníku k tomuto vydání *Ekonomických výhledů* zažívám jedno takové *déjà vu*. Druhá vlna pandemie koronaviru se stala realitou a opět vnáší do přípravy makroekonomických prognóz obrovské množství nejistoty, stejně jako tomu bylo před půl rokem.

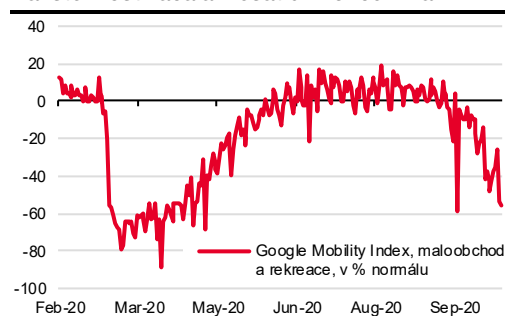
**Naše prognóza z konce července patřila na trhu k těm optimističtějším a ve světle dosavadního vývoje lze konstatovat, že rozhodně neklamala.** Propad ekonomiky ve druhém čtvrtletí letošního roku byl nejhlubší v historii samostatné České republiky, když oproti prvnímu čtvrtletí klesl reálný HDP o 8,7 %. Nicméně ve srovnání s některými katastrofickými scénáři, které se na trhu během první vlny objevily a jež počítaly s dvouciferným poklesem, výsledek nakonec potěšil. Ještě více potěšující bylo nad očekávání rychlé oživení tuzemského hospodářství, kterého jsme podle dostupných měsíčních indikátorů byli svědky v průběhu třetího čtvrtletí. Po uvolnění restriktivních opatření vzrostla poptávka jak v odvětví obchodu a služeb, tak také v průmyslu. Překvapil i opětovný nárůst prodeje pro českou ekonomiku důležitých osobních automobilů. Scénář oživení ve tvaru ostrého „V“ se tak naplnil; za třetí čtvrtletí předpokládáme nárůst HDP mezičtvrtletně o 5,3 %. Zatímco dostupná data by indikovala naplňování naší původní prognózy, která počítala s celoročním poklesem tuzemského hospodářství v letošním roce o 5 %, je už nyní jasné, že vlivem druhé vlny koronaviru se bude jednat o pokles výrazně hlubší.

**S podzimní vlnou pandemie covid-19 totiž naše původní prognóza ve svém hlavním scénáři nepočítala a naplnilo se tak jedno z jejích nejvýznamnějších rizik.** A bohužel pro českou společnost i ekonomiku je druhá vlna z hlediska rozsahu mnohonásobně silnější než ta první. To bude mít své ekonomické dopady i bez toho, zda vláda přistoupí ke stejně restriktivním opatřením jako v březnu. Strach z nákazy může totiž vést k samovolnému uzavření nemalé části ekonomiky. Vláda již v reakci na zhoršující se epidemickou situaci rozhodla s platností od

14. října uzavřít veškeré školy (s výjimkou těch mateřských), kluby, bary a restaurace. Zakázala rovněž konzumaci alkoholu na veřejnosti, či shromažďování více než šesti osob. Přesně o týden později vláda restriktivní opatření dále zpřísnila, když rozhodla o uzavření maloobchodu (s výjimkou potravin a lékáren) a významným způsobem dále omezila pohyb osob.

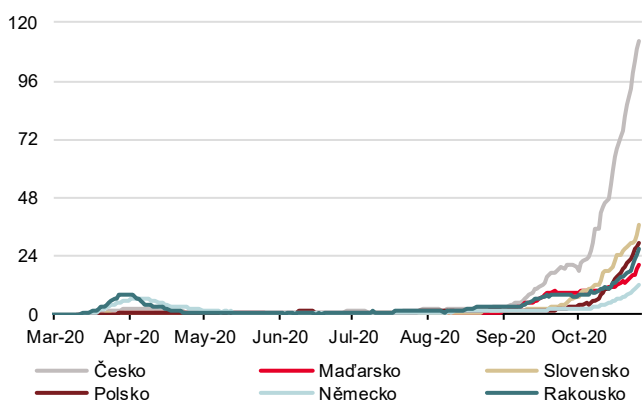
**Zatímco jarní vlnu pandemie zvládlo Česko jako premiant, ta podzimní nás řadí mezi nejhorší v regionu, Evropě i na světě, měřeno počtem nakažených a bohužel také zemřelých při přepočtu na počet obyvatel.** Počet nemocných dramaticky stoupá, a to i v kategorii těch nejzranitelnějších, tedy seniorů. Denní přírůstek nakažených pokračuje v exponenciálním růstu a tento trend bude pravděpodobně v nejbližším období ještě pokračovat, když reprodukční koeficient R stále vykazuje hodnoty výrazně vyšší než jedna. Rostoucí podíl pozitivních případů na počtu provedených testů navíc indikuje, že počet nakažených může být o dost vyšší, než ukazují oficiální čísla. To vše představuje obrovské riziko, že dojde k zahlcení zdravotního systému. Ten zatím vykazuje rezervy na straně volných kapacit – míst v nemocnicích, na jednotkách intenzivní péče či z hlediska počtu dostupných plicních ventilátorů. Existuje navíc možnost jejich navýšení prostřednictvím armády, což se již nyní děje v případě zřízení záložní polní nemocnice. Největší bariérou tuzemského zdravotnictví, na kterou již někde narážíme, je hlavně nedostatek personálu.

**I když obchody byly po většinu října otevřené, návštěvnost začala klesat už koncem září**



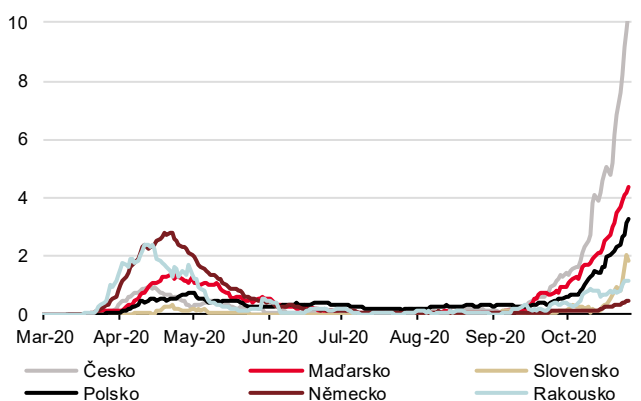
Zdroj: Google, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Denní počet nakažených v regionu na 100 000 obyvatel



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

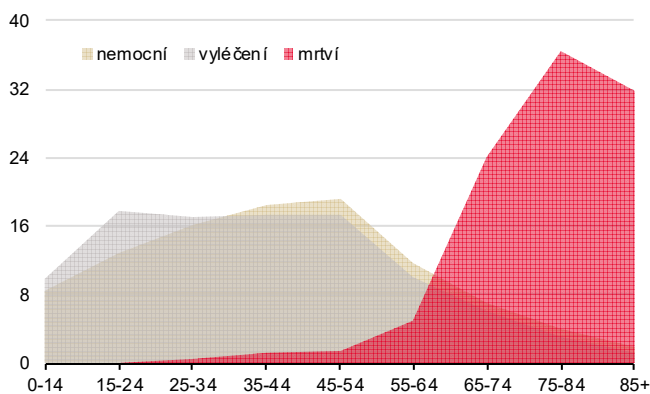
Denní počet mrtvých v regionu na 1 mil. obyvatel



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

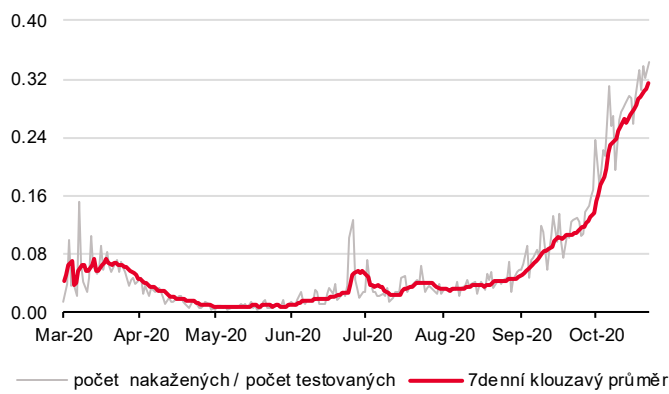
**Další vývoj pandemie je tak významnou ekonomickou hrozbou.** Vládní opatření přijatá 21. října mají být v platnosti dva týdny, po která platí výjimečný stav. Poslední vývoj však spíše ukazuje, že vláda bude požadovat po Poslanecké sněmovně jeho prodloužení, aby mohla stávající opatření udržet v platnosti. My v našem hlavním scénáři předpokládáme, že dojde k posunutí platnosti nouzového stavu o měsíc. Současná úroveň vládních opatření tak zůstane v platnosti do konce listopadu. Následně do konce roku předpokládáme pouze velmi opatrné uvolňování (návrat žáků prvního stupně do škol, zpřístupnění některých služeb). Omezení budou podle nás významněji opadávat teprve v průběhu první poloviny roku 2021. Z epidemického pohledu návrat k normálu předpokládáme v hlavním scénáři až v polovině příštího roku.

Věková distribuce nakažených versus mrtvých (v %)



Zdroj: Ministerstvo zdravotnictví ČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Poměr počtu osob s nově prokázaným onemocněním a celkového počtu provedených testů



Zdroj: Ministerstvo zdravotnictví ČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Dosavadní vládní opatření jsou ve srovnání s těmi jarními více cílená.** V základním scénáři nepřepokládáme, že by byl vládními nařízeními přímo zasažen průmyslový sektor. Hranice podle nás zůstanou otevřené a nemělo by tak dojít k přerušení výrobních řetězců jako na jaře. Největším nebezpečím pro výrobní sektor je tak opětovný pokles poptávky. Významný negativní dopad lze ale znovu očekávat v odvětví služeb, které jsou zavedenými opatřeními dotčeny nejvíce. To se týká v první řadě oblasti volnočasových aktivit – sportu, kultury a turismu. Pro hotely a restaurace bude druhá kovidová vlna opravdu prubířským kamenem. Velký problém bude mít i maloobchod, kde bude ohrožena hlavní sezóna – předvánoční prodej.

**České hospodářství v závěrečném čtvrtletí letošního roku tedy poklesne**, podle našich odhadů oproti předchozímu čtvrtletí o 4,3 %. Naši prognózu celoročního poklesu ekonomiky v letošním roce jsme tak revidovali z původních -5,0 % na -7,6 %. Oživení v první polovině příštího roku bude ve světle přetrvávajících restriktivních opatření a nejistot pomalejší, zejména ochota investovat zůstane nízká. Česká ekonomika tak podle nás poroste v příštím roce o tři procenta, tedy polovičním tempem ve srovnání s předchozí prognózou. Na úroveň konce roku 2019 se dostaneme až počátkem roku 2023, pandemie koronaviru nám tak z ekonomického úhlu pohledu sebrala minimálně tři roky.

## Obsah

|   |           |
|---|-----------|
| Vlna Covid-19 verze 2.0 je zde .....  | 3         |
| Obsah .....   | 6         |
| <b>Vnější prostředí a předpoklady prognózy .....</b>                                | <b>7</b>  |
| Světová ekonomika se z první vlny covidu oklepala, rizika ale zůstávají značná..... | 7         |
| Inflace v USA zůstane pod cílem Fedu několik let .....                              | 7         |
| Eurozóna: vyhlídky příznivé, zatím .....  | 8         |
| Box: Pokles Euriboru a kde je jeho dno? .....                                       | 9         |
| Třetí čtvrtletí v regionu bude silné, ze čtvrtého si vezme daň pandemie .....       | 10        |
| <b>Makroekonomická prognóza ČR.....</b>   | <b>13</b> |
| Ekonomika prochází oživením tvaru W .....   | 13        |
| Nezaměstnanost roste pomaleji, než se čekalo .....                                  | 21        |
| Inflace je stále vyšší, ale měla by zpomalit .....                                  | 23        |
| Rizika: Pandemie stále na prvním místě .....  | 25        |
| <b>Klíčové makroekonomické ukazatele .....</b>                                      | <b>26</b> |
| <b>ČNB Focus .....</b>  | <b>27</b> |
| Změny úrokových sazeb se od ČNB jen tak nedočkáme .....                             | 27        |
| <b>Korunový devizový trh .....</b>  | <b>30</b> |
| Druhá vlna pandemie sráží korunu na kolena.....                                     | 30        |
| <b>Trh českých vládních dluhopisů a IRS.....</b>                                    | <b>33</b> |
| Druhá vlna pandemie vrátila trhy do jarních pozic .....                             | 33        |
| <b>Bankovní sektor .....</b>  | <b>38</b> |
| Další stres pro bankovní sektor.....  | 38        |
| <b>Klíčové ekonomické ukazatele .....</b>   | <b>40</b> |
| <b>Upozornění.....</b>  | <b>41</b> |

## Vnější prostředí a předpoklady prognózy

### Světová ekonomika se z první vlny covidu oklepala, rizika ale zůstávají značná



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

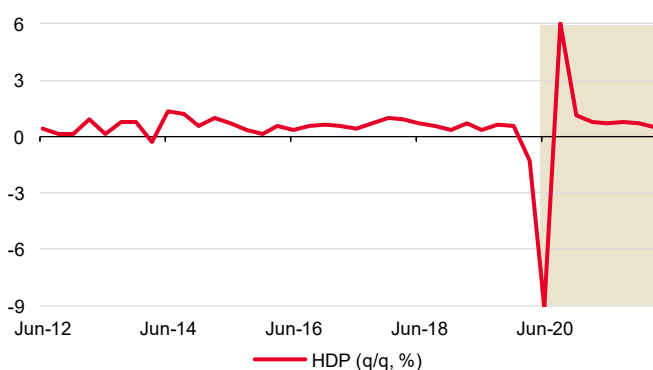
Ekonomická aktivita ve Spojených státech, eurozóně i středoevropském regionu po zrušení restriktivních opatření v průběhu léta výrazně zrychlila. Domácnosti doháněly odloženou spotřebu, maloobchod i průmyslová produkce se poměrně rychle vracely k předkrizovým úrovním. Ve třetím čtvrtletí se tak můžeme těšit na vysokou dynamiku HDP. Nad čtvrtým čtvrtletím se ale, vzhledem k druhé vlně pandemie, vznášejí otazníky. V příštím roce by pak ekonomiky USA, eurozóny i regionu měly opět solidně růst. Handicapem USA i eurozóny zůstane inflace. Ta se bude pod cílem Fedu, až na krátkou výjimku, držet až do roku 2023. Prostor pro první zvýšení sazeb vidíme až ve druhé polovině roku 2023. Eurozóna na tom bude ještě o něco hůře. Do jara příštího roku bude inflace v záporném teritoriu, což na konci letošního roku přiměje ECB prodloužit a rozšířit pandemický program nákupu aktiv.

### Inflace v USA zůstane pod cílem Fedu několik let

Americký trh práce se bude z pandemické krize vzpamatovávat dlouho.

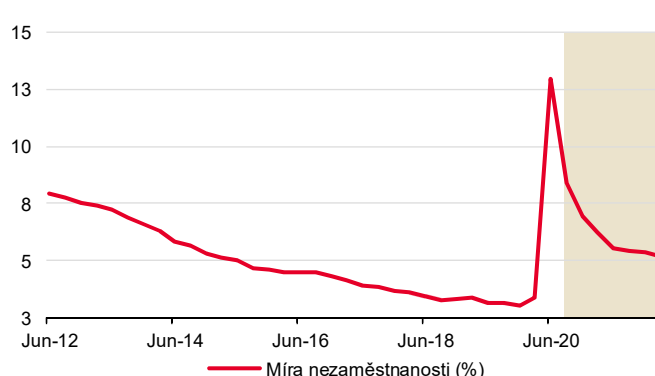
Ekonomika Spojených států pokračuje v zotavování z koronavirové krize. Maloobchodní tržby v květnu až červenci výrazně rostly, stejně tak i průmyslová produkce. V srpnu dynamika těchto indikátorů zvolnila, což ale považujeme za přirozený vývoj a návrat k udržitelnějším tempům růstu. Ve třetím čtvrtletí tak náš odhad počítá s dynamikou HDP na úrovni 31,7 % q/q anualizovaně. Celkově za letošní rok očekáváme propad HDP o 4,2 %, příští rok pak růst o 3,4 %. Americký trh práce se bude z pandemie vzpamatovávat jen pomalu. Míra nezaměstnanosti sice v září poklesla na 7,9 %, prostor pro další snižování je ale podle našeho názoru již limitovaný. Přestože počet nově vytvořených pracovních míst stále poměrně rychle roste (661 tisíc v září), ve srovnání s obdobím před koronavirovou krizí je jich o 11 miliónů méně. Nejvíce zůstává zasažen sektor pohostinství a ubytování, kde je ve srovnání s únem stále o 2,5 milionů pracovních míst méně, přičemž některá z nich budou zřejmě ztracena nenávratně.

Po výrazném pádu americká ekonomika nabere na tempo



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Míra nezaměstnanosti bude klesat jen pozvolna



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

První zvýšení sazeb nejdříve v roce 2023.

**Naplnit cíl plné zaměstnanost, která je odhadována na úrovni 4,1 %, se Fedu podle naší prognózy podaří až v roce 2024.** Inflační cíle (v průměru 2 %) pak bude dosaženo nejdříve v roce 2023. Centrální banka je v tomto ohledu ještě skeptičtější. Inflace se bude podle její prognózy držet pod 2 % až do konce roku 2022, přičemž v roce 2023 by se měla dostat na 2 %. Není tedy překvapivé, že 13 ze 17 guvernérů federálních rezervních bank očekává, že úrokové sazby zůstanou beze změny až do konce roku 2023. My prostor pro první zvýšení sazeb vidíme ve druhé polovině roku 2023.

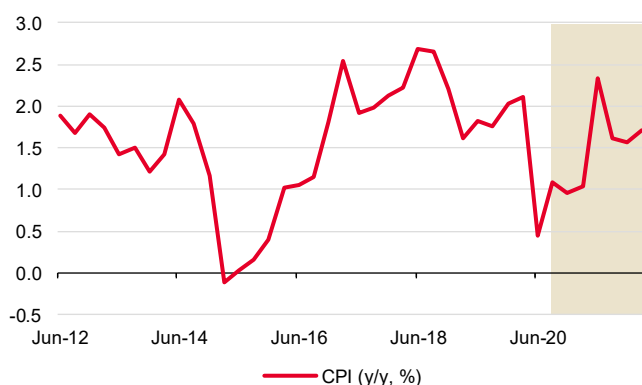


Vítězství Trumpa by svědčilo ekonomickému růstu, dolaru i akciím, vítězství Bidena korporátním dluhopisům.

### Vývoj americké ekonomiky ovlivní i prezidentské volby, které proběhnou 3. listopadu.

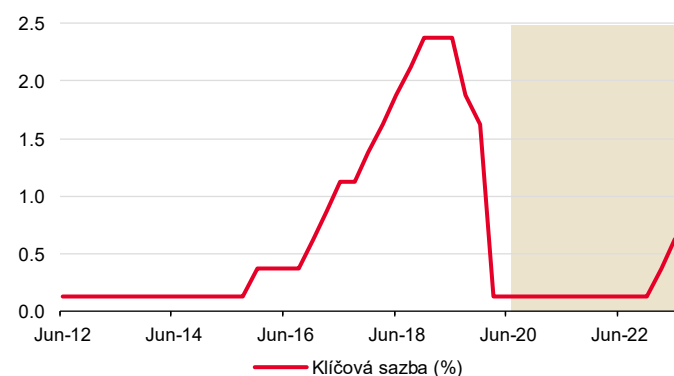
Volební průzkumy favorizují demokrata Joe Bidena vůči stávajícímu prezidentovi Donaldu Trumpovi. Obdobně i náš odhad dává Bidenovi větší šanci. Vítězství Trumpa je obecně považováno za pozitivnější pro ekonomický růst (vzhledem k jeho preferenci nízkých daní) a americká riziková aktiva. Vyšší pravděpodobnost dalšího rozšíření obchodních válek, a s tím spojená nejistota, by pak pravděpodobně svědčila dolaru. Ten by tak oslabil méně, než v případě vítězství Bidena. Nevypočitatelnost kroků Donalda Trumpa by také znamenala větší poptávku po jistotě, tedy zlatu. Biden by zase mohl zmírnit sankce vůči Íránu a Venezuele, což by se projevilo v nižších cenách ropy. Vítězství Trumpa pak považujeme za plus pro akciové trhy, vítězství Bidena pro trh korporátních dluhopisů. Obecně nadcházející volby mohou znamenat větší volatilitu na trzích. Ta by ale ihned po vyhlášení vítěze měla opadnout. Více jsme se tématu amerických voleb věnovali zde: <https://bit.ly/2Sghrht>.

Inflace pod cílem Fedu na hodně dlouho



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Sazby setrvávají na stávající úrovni do roku 2023



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Domácnosti utrácení naakumulované úspory.

### Eurozóna: vyhlídky příznivé, zatím

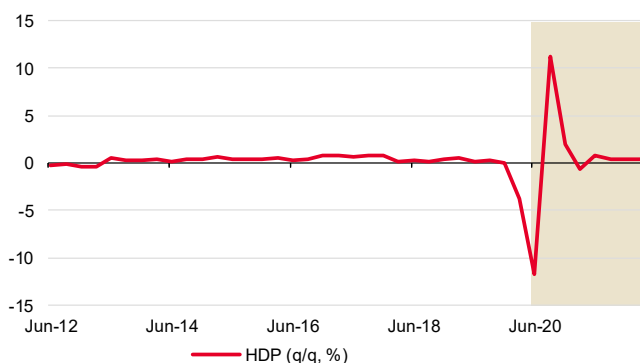
Po rozvolnění restriktivních opatření se ekonomika eurozóny začala rychle vracet k normálu. Maloobchodní tržby zažívají oživení typu „V“ a v meziročním srovnání vykazují rychlý růst. To potvrzuje náš názor, že domácnosti využívají své naakumulované úspory a dohánějí odloženou spotřebu. Dobře je na tom i průmysl, ačkoli srpnová data, především z Německa, přinesla jisté zklamání. Poměrový ukazatel nových zakázek ke stavu zásob, ze kterého můžeme usuzovat na další vývoj v tomto sektoru, ale v září vyskočil 1,4 směrodatné odchylky nad svůj historický průměr. Na předkrizové úrovni se již dostaly i předstihové indikátory z oblasti průmyslu, například německý Ifo index. Průmysl tedy čeká další oživení, pokud ho výrazněji nezasáhne druhá vlna pandemie, sekundární efekty té první či slabší zahraniční poptávka.

Třetí čtvrtletí bylo silné, vyhlídky nejisté.

Celkově doposud zveřejněné indikátory naznačují silný růst ekonomiky eurozóny během Q3. Náš odhad počítá s dynamikou 11,2 % q/q. Za celý letošní rok podle nás HDP poklesne o 6,8 %, v příštím roce by měl růst o 3,9 %. Předkrizové úrovni ale ekonomika eurozóny nedosáhne dříve než v létě 2023. Rizika se navíc koncentrují směrem k horší výkonnosti ekonomiky. Ve střednědobém horizontu očekáváme, že se začnou projevovat sekundární dopady pandemické krize. Nezaměstnanost poroste ze 7,3 % v Q1 20 na 9,7 % v letech 2021-2022, přičemž snižovat by se měla začít až od roku 2023. Na řadu zřejmě přijdou i bankroty firem, přičemž na investice dopadne snaha firem obnovit své hotovostní rezervy.

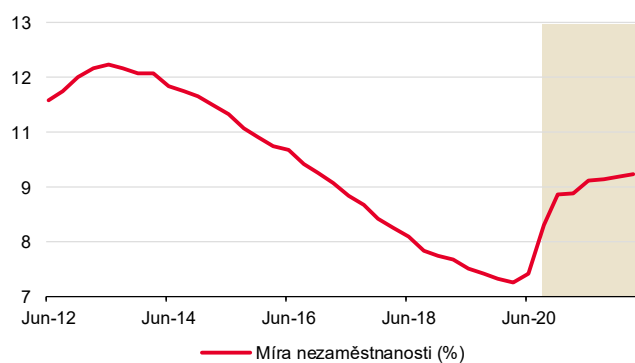


Třetí čtvrtletí vypadá slibně (HDP, q/q, %)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Nezaměstnanost ale poroste (%)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

ECB prodlouží a rozšíří pandemický program nákupů aktiv.

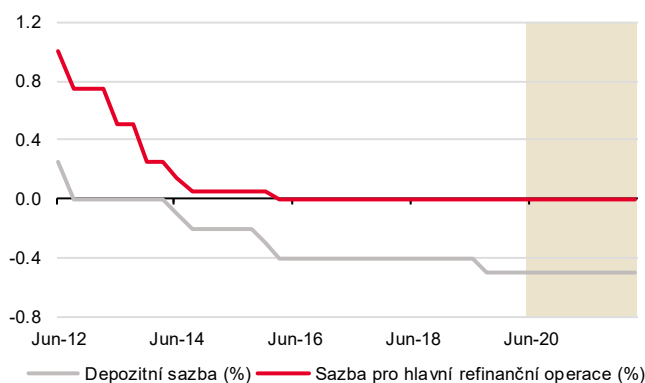
**Inflace v eurozóně se v září již druhý měsíc v řadě propadla do záporného teritoria, přičemž jádrová složka poklesla na historické minimum na úrovni 0,2 % y/y.** Ve zbytku letošního roku budou nižší ceny energií a silné euro tlačit celkovou inflaci dále směrem dolů, zatímco rostoucí nezaměstnanost, utlumená poptávka i slabý mzdový růst budou tlumit jádrovou inflaci. V letošním roce tak očekáváme inflaci v průměru na 0,3 %, v příštím roce pak na 0,8 %, přičemž úroveň 1,4 % pravděpodobně nepřekročí až do roku 2024. V záporných hodnotách bude až do jara 2021. Z tohoto důvodu ECB podle našeho názoru přistoupí k 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.

Inflační cíl ECB v nedohlednu



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Úrokové sazby zůstanou na stávající úrovni do roku 2023



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

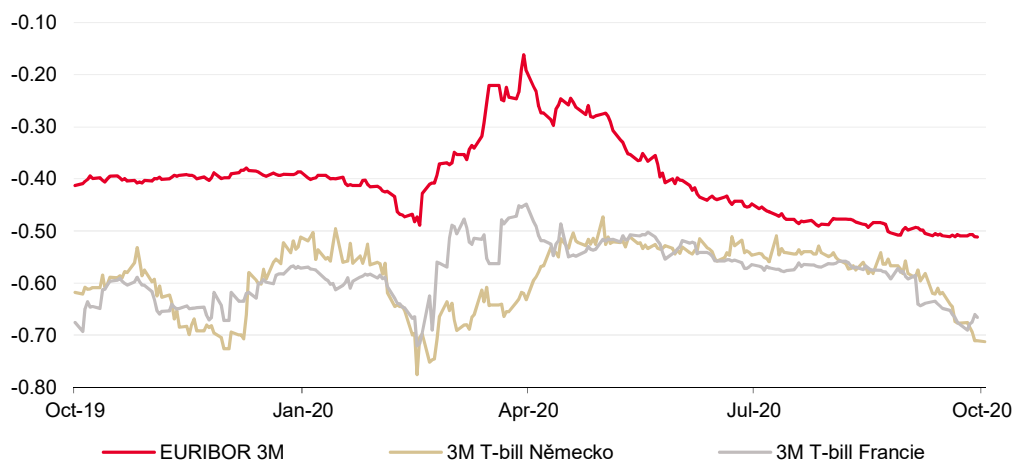
**Box: Pokles Euriboru a kde je jeho dno?**

Tříměsíční Euribor, jakožto hlavní mezibankovní sazba v eurozóně, slouží jako indikátor „ceny“ peněz, resp. jako benchmark pro poskytování úvěrů. V normálních časech se řídí hlavně měnovou politikou ECB a její změnou v nastavení měnověpolitických úrokových sazeb. Po vypuknutí současné krize v jarních měsících však Euribor skokově vzrostl zhruba o 20 bb. Reflektoval tak nárůst nedůvěry na mezibankovním trhu. Ta pramenila hlavně ze strachu z dramatického nárůstu úvěrů v selhání a poklesu solventnosti komerčních bank. Tento výhled

se nenaplnil a od té doby **Euribor naopak klesá pod své předkrizové úrovně, aniž by k tomu ECB jakkoli přispěla**. V současnosti se tak nachází na -0,51 %, zhruba 15 bb pod úrovní ze začátku letošního roku.

**Podle nás za aktuálním poklesem stojí masivní přebytek likvidity v bankovním sektoru eurozóny a efekt konce roku**, resp. vliv Rezolučního fondu. ECB poslední roky dodává obrovské množství nových peněz do systému pomocí nákupu finančních aktiv a poskytování úvěrů se záporným úrokem, což snižuje poptávku bank po penězích na mezibankovním trhu. Na tom není nic nového. Nicméně v posledních měsících banky výrazně snížily splatnost vzájemných úvěrů, což odráží jejich snahu minimalizovat své nafouklé bilanční sumy a co nejvíce tak snížit příspěvek do Rezolučního fondu. Ten je odvozen právě od stavu bilanční sumy na konci roku a přirozeně tak nutí banky zbavovat se peněz, resp. více půjčovat přes konec roku. Obdobný efekt tak lze očekávat i u mezibankovních sazeb s kratší splatností s tím, jak se bude blížit poslední den tohoto roku.

#### Pokladniční poukázky jako limit dalšího poklesu Euriboru



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Otázkou tak je, kam až může Euribor klesnout ve zbývajících měsících? S koncem roku by celý tento příběh měl skončit a věci by se měly vrátit do normálu. Do té doby ale **očekáváme, že mezibankovní sazby v eurozóně budou dále klesat. Jejich limitem je podle nás „bezrizikový“ výnos pokladničních poukázek hlavních států eurozóny**, tj. Německa a Francie. Ty se však pod tlakem investorů utíkajících do bezpečných aktiv v posledních týdnech posunuly k současným -0,71 % a -0,66 %, čímž tak otevírají prostor pro Euribor dále klesat. Nepředpokládáme ale, že by jeho pokles sahal až tak daleko.

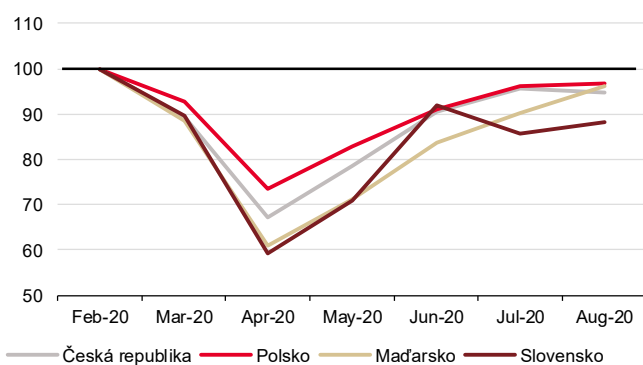
**František Táborský**  
+420 222 008 598  
frantisek\_taborsky@kb.cz

## Třetí čtvrtletí v regionu bude silné, ze čtvrtého si vezme daň pandemie

**Třetí čtvrtletí začalo pro regionální ekonomiky velmi slibně.** Maloobchodní tržby rychle rostly a ve všech zemích (kromě Slovenska) téměř dosáhly úrovně před pandemií. Obdobně na tom byl i průmysl, který rychle umazával pandemické ztráty. Na další oživení v této oblasti ukazovaly i indikátory PMI, které se ve všech zemích vyhouply nad padesátku značící expanzi. V Maďarsku nicméně pětiměsíční rallye nad touto hranicí ukončilo září, kdy index nečekaně propadl na úroveň 48,8 bodů. Naopak v České republice se index v září poprvé od roku 2008 přehoupl přes 50 bodů. Dobrou zprávou je, že ve všech zemích pokračoval růst nových

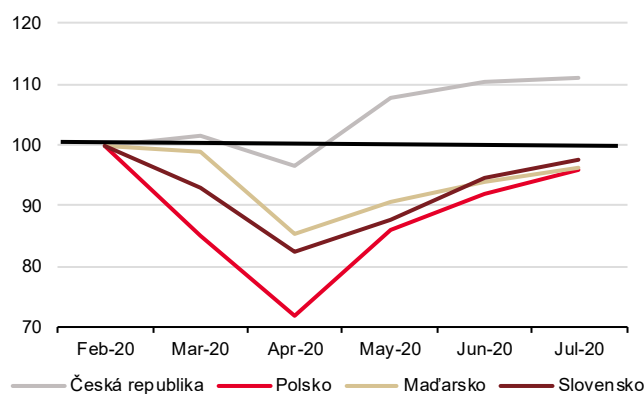
objednávek, v Polsku se k růstu vrátila dokonce i zaměstnanost. Tyto údaje indikují, že za třetí čtvrtletí můžeme v regionu očekávat silné hospodářské růsty. Náš odhad pro českou republiku počítá v Q3 s dynamikou 5,3 % q/q, pro Slovensko pak s 6,9 % q/q. Nad čtvrtým čtvrtletím se už ale vznášejí otazníky. Druhá vlna pandemie zasáhla ekonomiku České republiky tvrdě a ani ostatní země regionu se minimálně sekundárním dopadům, jako je zhoršování indikátorů důvěry, dalšího odkládání investic či spotřeby nevyhnou. Celkově tak za celý letošní rok očekáváme propad českého HDP o 7,6 % a slovenského o 8,0 %. Polská ekonomika by měla letos podle konsenzu agentury Bloomberg poklesnout o 3,6 % y/y, maďarská pak o 5,3 % y/y. V příštím roce očekáváme růst domácí ekonomiky o 3,0 %, slovenské o 7,6 %, přičemž tržní konsenzus očekává růst polské ekonomiky o 4,2 % a maďarské o 4,8 %.

Průmysl ve střední Evropě (index, únor = 100)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Maloobchodní tržby v regionu (index, únor = 100)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Jádrové ceny překvapily výrazným růstem.

**Inflace v regionu se ve třetím čtvrtletí držela nad inflačními cíli regionálních centrálních bank.** Rostly především jádrové ceny, které tlačilo nahoru odvětví služeb. Jejich poskytovatelé se pokoušeli alespoň částečně kompenzovat ztráty, které jim uzavření ekonomik způsobilo. Svou roli sehrála i odložená poptávka, kterou se spotřebitelé snažili dohánět. Nejvíce tak šly nahoru ceny v oblasti ubytování, rekreací či zábavy. V září se tento trend otočil (alespoň v Česku a Maďarsku) a jádrové ceny začaly klesat. Jádrová složka cen ještě překvapila nečekaným růstem v Polsku (na 4,2 % y/y), ale i zde zhoršující se situace na trhu práce a s tím spojený poptávkový šok bude v následujících měsících tlačit ceny dolů. Inflace v regionu by se tak v příštím roce měla postupně vracet k inflačním cílům tamních centrálních bank. Vliv bude mít i vysoká srovnávací základna, kdy v letošním prvním čtvrtletí inflace v Polsku a Maďarsku vystřelila shodně na 4,7 %, v Česku pak na 3,7 % a na Slovensku na 3,2 %.

Inflace se bude postupně vracet k cíli regionálních centrálních bank.

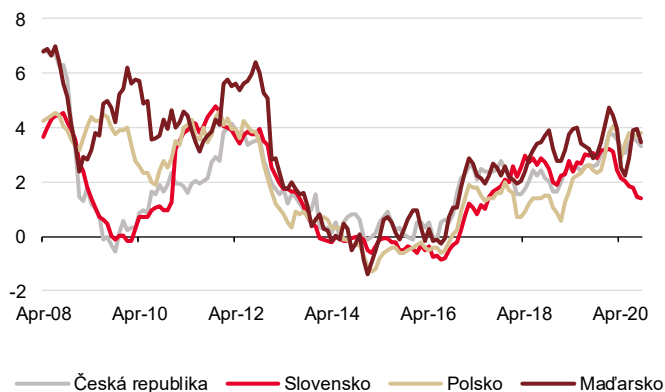
**Vzhledem k druhé vlně pandemického šoku je zde riziko, že inflace v regionu bude klesat spíše rychleji.** V Česku se tak v příštím roce zřejmě dostane pod 2% inflační cíl České národní banky. Podobný scénář očekává i polská centrální banka. K cíli by se podle prognózy maďarské centrální banky měla vracet i tamní inflace. Za nejpravděpodobnější tedy považujeme scénář, že regionální centrální banky ponechají nastavení měnové politiky v následujících čtvrtletích nezměněné (kromě maďarské centrální banky, kde čekáme drobné změny).

Výrazné změny v politice centrálních bank nečekáme.

**Česká ani polská centrální banka negativní úrokové sazby nepreferují.** V případě výrazného zhoršení ekonomické situace by Česká národní banka mohla sazby snížit na technickou nulu, či použít alternativní nástroje měnové politiky (devizové intervence). Více jsme se tomuto tématu věnovali v části *ČNB Focus*. Polská centrální banka se sazbami na stávající úrovni 0,1 % podle našeho názoru hýbat nebude. Jejich první zvýšení o 15 bb očekáváme v závěrečném čtvrtletí příštího roku. Maďarská centrální banka pak kvůli tomu, aby zabránila

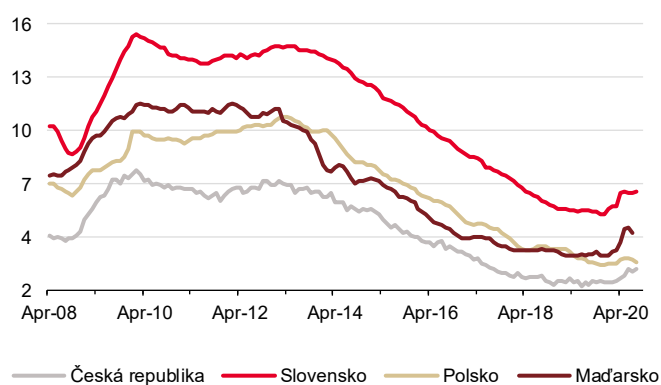
nepřiměřenému oslabování domácí měny, do konce roku zvýší jednotýdenní depozitní sazbu na 1 %. Klíčovou tříměsíční úrokovou sazbu podle nás v Q4 sníží o symbolických 10 bb na 0,5 %. V programu kvantitativního uvolňování bude polská i maďarská centrální banka zřejmě i nadále pokračovat. Jejich bilanční sumy jsou nyní ve srovnání s před krizovou úrovní zhruba o 35-40 % vyšší. Pokud jde o vývoj regionálních měn, očekáváme, že maďarský forint do konce roku oslabí na 375 HUF/EUR, v příštím roce by ale postupně posilovat směrem k 365 HUF/EUR v polovině roku. Posilovat by měl v příštím roce i polský zlotý, a to na 4,45 PLN/EUR v Q2 21.

**Inflace v regionu by měla zvolňovat (% , y/y)**



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

**Díky fiskální politice nezaměstnanost roste jen pomalu (% , 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

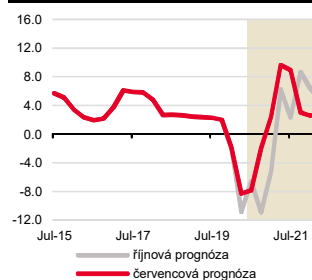
### HDP:

Pro rok 2020 jsme snížili odhad HDP na -7,6 % z předchozího -5,0 %. V roce 2021 čekáme růst ekonomiky pouze o 3,0 %.

### Inflace:

Pro rok 2020 jsme zvýšili odhad inflace na 3,2 % z předchozího 3,0 %, a to především z důvodu vyšší jádrové inflace. Pro příští rok jsme odhad inflace zvýšili na 2,3 % z původního odhadu 1,7 %.

## Změna v prognóze HDP (% , y/y)



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

## Změna v prognóze inflace (% , y/y)



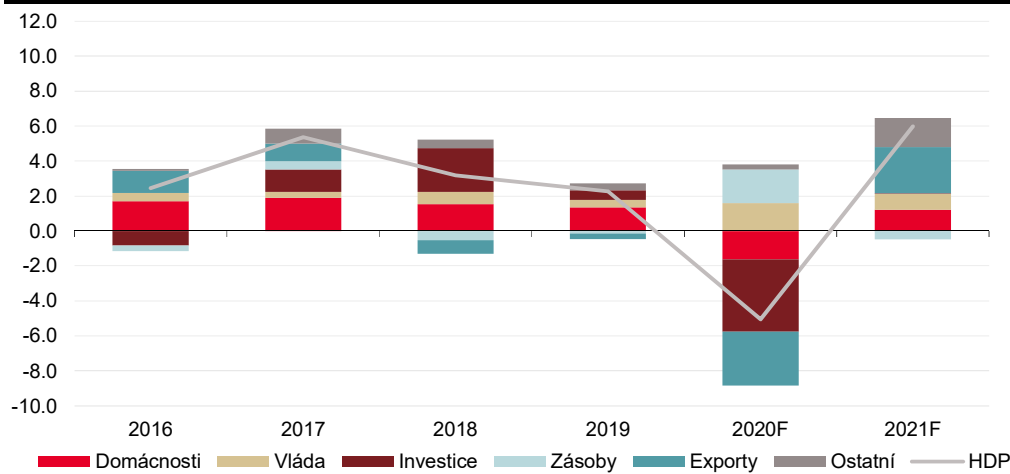
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ve třetím čtvrtletí vykáže ekonomika silný růst přes 5 % q/q.

## Ekonomika prochází oživením tvaru W

Druhá vlna epidemie pravděpodobně smetla oživení předchozího čtvrtletí. Otřesená důvěra firem a domácností negativně ovlivní i ekonomický růst v příštím roce. Hlavním tahounem oživení bude zahraniční obchod. Inflace bude zpomalovat, nicméně ceny v roce 2020 rostly nad očekávání rychlým tempem a jejich zpomalování ve druhé polovině roku je zatím především dílem poklesu cen potravin a nikoliv slabší poptávky.

## Čistý vývoz bude hlavním zdrojem růstu tuzemské ekonomiky v roce 2021 (y/y, %)



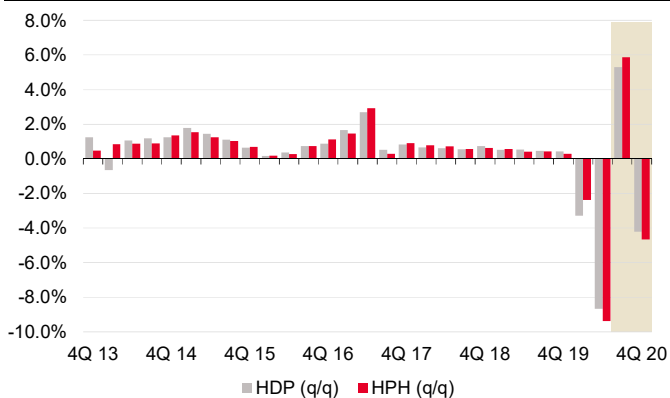
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Euforii střídá pád

Odhad vývoje ekonomiky v nedávné minulosti a blízké budoucnosti je i nadále vystaven vysoké míře nejistoty. Směr krátkodobého vývoje je však poměrně zřetelný. Po uzavření ekonomiky na konci prvního čtvrtletí letošního roku došlo k jejímu hlubokému propadu. Již v květnu a zejména v červnu jsme však byli svědky výrazného hospodářského oživení.

Výsledkem byl i tak pokles HDP ve druhém čtvrtletí o 8,7 % mezičtvrtletně a 10,9 % meziročně. Z pohledu očekávání analytiků, kteří v průměru odhadovali mezikvartální propad tuzemského hospodářství o 10,1 %, šlo o mírně pozitivní překvapení. V letních měsících pak ekonomika pokračovala v návratu do zajetých kolejí a HDP tak zřejmě zaznamenalo silný růst. Ačkoliv měsíční data za srpen byla oproti odhadům trhu mírně slabší, přičítáme to zvýšenému čerpání dovolených a počítáme s tím, že data vykáží opětovné zvýšení růstové dynamiky. Tomu nasvědčuje zejména vývoj předstihových indikátorů z průmyslu, jako jsou počty nových zakázek či očekávání nákupních manažerů. K mírnému zhoršení výsledků na druhou stranu zřejmě došlo v sektoru služeb. Tam se již začala projevovat zhoršená epidemická situace,

## HDP ve druhém čtvrtletí dopadl na dno



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

kteřá v říjnu ještě více eskalovala. Přijatá vládní opatření a změna chování obyvatel tak opět v případě Česka povedou k propadu HDP. Vývoj ekonomiky od počátku roku 2020 do první poloviny roku 2021 tak velmi pravděpodobně opíše tvar písmene W.

**Odhadujeme, že ekonomika ve třetím čtvrtletí vzrostla oproti druhému o 5,3 %.** Jak již bylo zmíněno, nejistota tohoto odhadu je vysoká. To, že HDP výrazně vzrostlo, se však zdá být evidentní. Otevření ekonomiky přineslo obnovený nárůst aktivity, a ačkoliv návrat na před-pandemické úrovně se po vypuknutí druhé vlny bude zřejmě počítat na roky, počáteční oživení bylo rychlé.

Maloobchod rychle umazal předchozí ztráty; některé služby se však i nadále nacházejí hluboko pod normálem.

**Kromě ukončení epidemických opatření sehrálo klíčovou roli zejména obnovení zahraniční poptávky. Ten vyústil v nárůst v zahraničním obchodě a s tím v úzce související růst průmyslové výroby.** Maloobchodní tržby bez zahrnutí segmentu prodeje aut se již koncem druhého čtvrtletí dostaly do meziročního růstu. Naopak část ekonomiky spojená

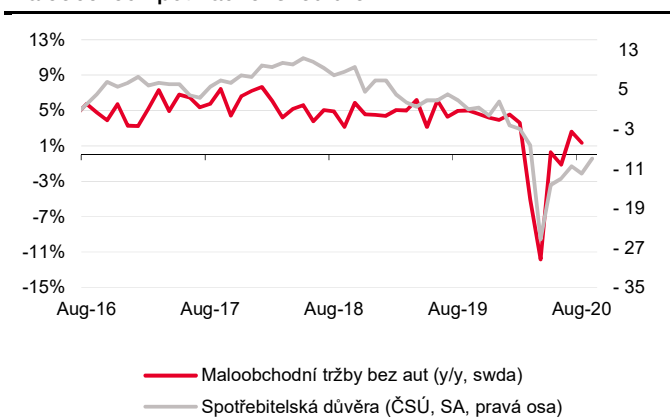
s vyšším rizikem nákazy, jako je cestování či ubytování, se k normálu ani zdaleka nepřiblížila. Služby spojené s cestováním a zahraniční klientelou se tak po celé druhé čtvrtletí nacházely v hlubokém útlumu. Například tržby cestovních kanceláří byly v průměru za druhé čtvrtletí na 10 % loňské úrovně. V případě ubytovacích služeb to bylo pouhých 20 %. Letecká doprava byla meziročně s tržbami na 14 %. Ve třetím čtvrtletí pravděpodobně došlo v těchto případech k jen malému zlepšení.

**Pokud je náš odhad růstu HDP o 5,3 % pro třetí čtvrtletí správný, pak bychom i v případě opakovaného „lockdownu“ měli očekávat menší pokles ekonomiky, než jsme viděli ve druhém čtvrtletí.** Důvodem je nižší srovnávací základna. Dalším nadějným aspektem druhé vlny je reakce hospodářské politiky, která již může aplikovat řadu opatření z první vlny, či jen prodloužit stávající programy. Tento fakt významně snižuje počáteční nejistotu, která v průběhu první vlny byla enormní a adekvátní reakce zejména fiskální politiky na sebe nechala čekat dlouhé týdny. V první vlně trvalo několik dnů či spíše týdnů, nežli bylo zřejmé, že se hospodářská politika vydá cestou výraznější expanze. Nyní pouze dojde k obnovení, prodloužení, či parametrickým úpravám již existujících programů, což výrazně snižuje nejistotu.

Čekáme pozvolné zlepšení epidemické situace v tuzemsku od konce listopadu.

**Předpokládáme, že vládní opatření omezující ekonomickou aktivitu, tak jak byla nastavena od 21. října, potvrzují do konce listopadu, a poté budou velmi pomalu uvolňována.** V našem základním scénáři počítáme s mezičtvrtletním poklesem sektoru soukromých služeb ve čtvrtém čtvrtletí o 7,5 %. Ten je opatřeními zasažen nejvíce. Připomeňme, že s cca 45% podílem na tvorbě hrubé přidané hodnoty jde o objemově nejvýznamnější část ekonomiky. **Na rozdíl od první vlny nepočítáme se sebeuzavíráním průmyslové výroby, ačkoliv i zde bude docházet k přirozeným omezením daným epidemií a souvisejícímu nedostatku pracovní síly.** V průmyslu proto očekáváme mezičtvrtletní pokles přidané hodnoty kolem 3 %. Ačkoliv průmyslová výroba tvoří menší část celkové HPH nežli služby, stále jde o vysoký podíl kolem 32 %. Důležité je, že na výrobní

Maloobchod zpět nad loňskou úroveň



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

sektor jsou úzce navázány ostatní sektory ekonomiky včetně již zmiňovaných služeb. V souhrnu počítáme s tím, že ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí klesne oproti třetímu o 4,3 % a vymaže tak valnou většinu expanze z třetího čtvrtletí.

### Druhá vlna prodlouží návrat ekonomiky o celý rok

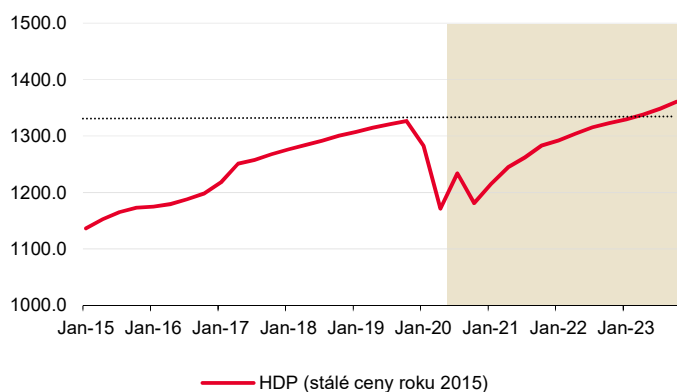
V naší předchozí prognóze jsme počítali s dosažením předkrizové úrovně HDP na přelomu let 2021 a 2022. Vývoj ve třetím čtvrtletí z našeho pohledu potvrzoval realističnost tohoto odhadu.

**Druhá vlna pandemie bohužel podle nás povede k tomu, že předkrizové úrovně dosáhneme až začátkem roku 2023.** Z tohoto pohledu druhá vlna vymaže HDP za jeden celý rok.

Mezera výstupu zůstává výrazně záporná.

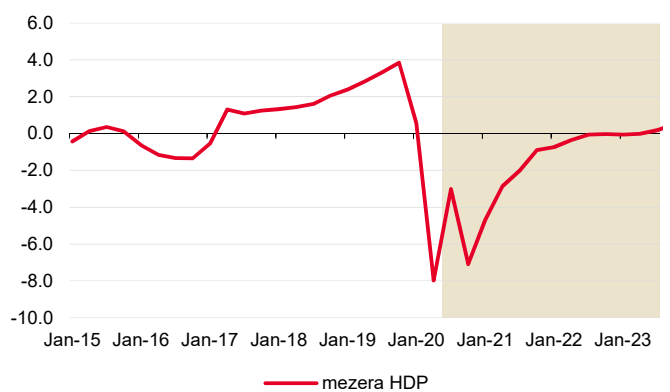
**Z pohledu adekvátní reakce hospodářské politiky je dobré připomenout, že druhá vlna stlačila ekonomický výstup hlouběji do záporu. Došlo tak k opětovnému prohloubení mezery výstupu.** Aktuálně výrazně záporná mezera výstupu implikuje potřebu expanzivní hospodářské politiky, k čemuž skutečně dochází, jak popisujeme v kapitolách o měnové a fiskální politice. V naší prognóze jsme snížili odhad růstu potenciálního produktu, neboť v opakovaně uzavírané ekonomice je, dle našeho názoru, růst pomalejší pokud vůbec nějaký. K uzavření mezery výstupu tak dojde až začátkem roku 2023, což je podobné jako tomu bylo v minulé prognóze, a to navzdory pomalejšímu růstu HDP. Modelově pak dochází k menšímu tlaku na pokles inflace, než k jakému by docházelo, kdybychom nadále předpokládali významný růst potenciálního produktu.

Návrat HDP na předkrizovou úroveň až v roce 2023  
(mld. CZK, čtvrtletně)



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

HDP silně pod potenciálem (%)



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

Průmysl bude trápit nedostatek pracovní síly.

### I průmysl pocítí druhou vlnu epidemie, ale činnost nezastaví

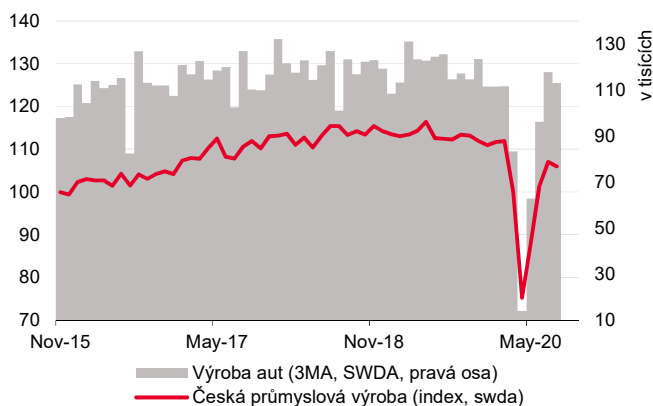
Poté, co v dubnu dosáhl meziroční propad průmyslové výroby více než 30 %, došlo následně k silnému oživení. Produkce aut, která se v dubnu prakticky zastavila, se v letních měsících dostala na předkrizovou úroveň. V červenci se průmyslová výroba nacházela v meziročním vyjádření necelých 5 % v záporu. Srpnová statistika vykazovala mírné zhoršení, které ale přičítáme zvýšenému čerpání dovolených. **Předstihové indikátory prozatím ukazují na pokračující expanzi.** PMI index nákupních manažerů v září vzrostl poprvé od konce roku 2018 nad 50ti bodovou hranici, přičemž ještě výše se nacházel subindex úrovně výstupu. Nicméně z hlediska výhledu na nejbližší měsíce je také pozitivní růst počtu nových zakázek. Tvrdá data ukazují ještě v letních měsících jednociferný meziroční pokles nových zakázek. Nicméně poslední zpráva Markit k indexu PMI uvádí, že podle dat v září skončilo téměř dvouleté období poklesu nových zakázek v českém průmyslu. Celkové zakázky údajně podpořilo oživení exportu. Pokračující oživení vnější poptávky dokládá vývoj obdobných indexů v Německu i celé eurozóně. Index nákupních manažerů ve výrobním sektoru v celé eurozóně vystoupal podle předběžného výsledku v říjnu na 54,4 bodu, což je nejvyšší od



poloviny roku 2018. V případě Německa dokonce vzrostl na úroveň 58,0 bodu a ukazuje tak silnou expanzi výrobního sektoru. Růst zahraniční poptávky je dobrou zprávou pro domácí výrobce, přičemž anekdotická evidence dokládá, že firmy mají pravděpodobně opravdu dostatečné množství zakázek.

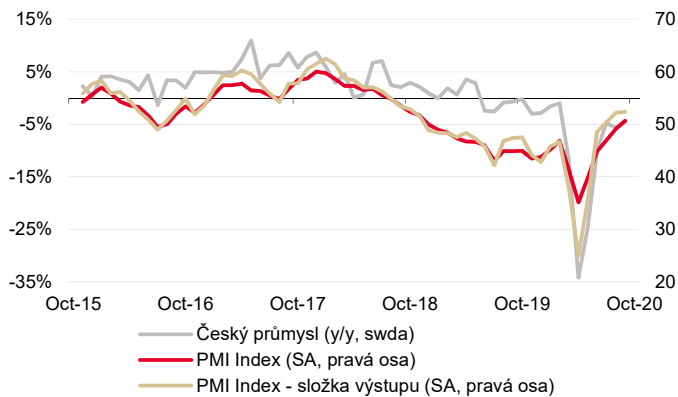
**Připomeňme, že uzavření průmyslu během první vlny pandemie bylo rozhodnutím samotných firem v důsledku nastalé situace.** K tomu tehdy silně přispěl vývoj v zahraničí, kdy vnější poptávka silně propadla. Při druhé vlně očekáváme, že průmyslová výroba bude pokračovat. Nicméně problém bude s kapacitami. Využití výrobních kapacit je sice stále na relativně nízké úrovni a vytváří tak potenciál k další rychlé expanzi, pandemie ovšem velmi pravděpodobně zvýší problém s nedostatkem pracovní síly. Bezpečnostní omezení proti šíření epidemie budou muset přijímat i jednotlivé firmy, přičemž někteří pracovníci budou vyřazení kvůli nákaze či karanténě. Uzavřené školy znamenají nutnost některých rodičů zůstat doma a využít buď režim ošetřovného, nebo čerpání dovolené. V souhrnu i s předpokladem dalšího fungování průmyslu počítáme s mezikvartálním snížením přidané hodnoty v průmyslu ve čtvrtém čtvrtletí o 3 %. Samozřejmě bude silně záležet na průběhu epidemie, změnách v chování lidí a přijatých vládních opatřeních.

Výroba aut je zpět poblíž předkrizových úrovní



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

Předstihové indikátory ukazují expanzi výrobního sektoru

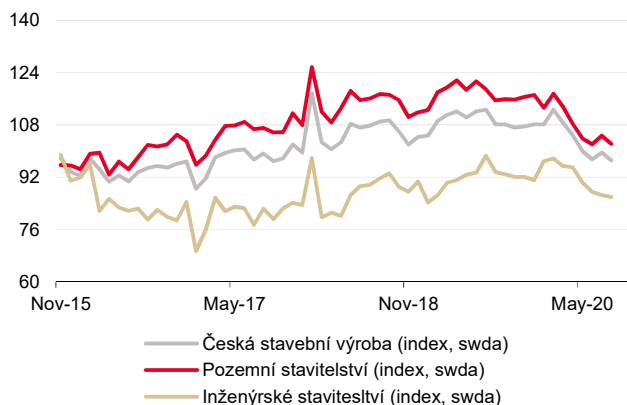


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Stavebnictví bude stále významně pociťovat nedostatek pracovníků.

**Vývoj ve stavebnictví obvykle reaguje se zpožděním za výrobním sektorem ekonomiky. I tentokrát tomu tak bylo, ale ne ze zcela standardních důvodů.** Kvůli oslabené poptávce počítáme s poklesem stavebnictví zejména v příštím roce, ovšem důvodem letošního poklesu budou především problémy s nedostatkem pracovní síly. Již před pandemií byl největší bariérou růstu stavební výroby nedostatek zaměstnanců, zatímco slabší poptávka byla až na druhém místě. Odchod zahraničních pracovníků znamená, že problém s nedostatkem pracovníků bude přetrvávat, přičemž další vlna pandemie bude úbytek pracovníků dále umocňovat. Pro letošek počítáme s poklesem stavebnictví o téměř 7 % a v příštím roce o dalších 5,8 %. Zvýšení nejistoty z letošního roku negativně ovlivní investice a sníží poptávku po stavebních

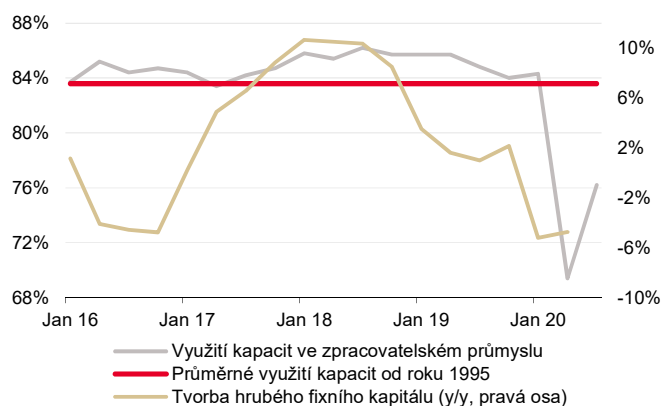
Stavebnictví trendově klesá



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

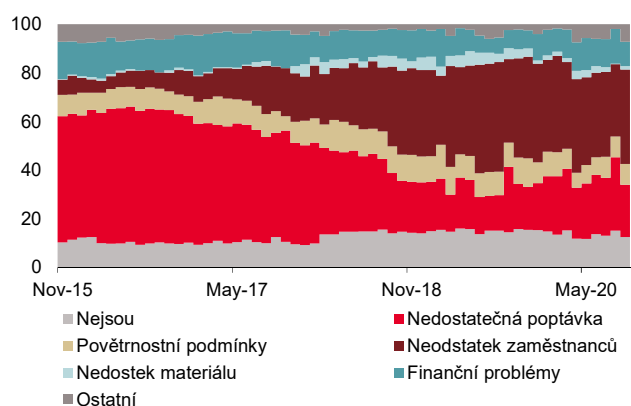
pracích v roce následujícím. V dalších obdobích vidíme prostor pro dohánění nízkého objemu stavební výroby, přičemž by se mohly pozitivně projevit navýšené infrastrukturní investice.

**Využití kapacit v průmyslu se po poklesu zvýšilo**



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

**Nedostatek zaměstnanců hlavním problémem stavebnictví**



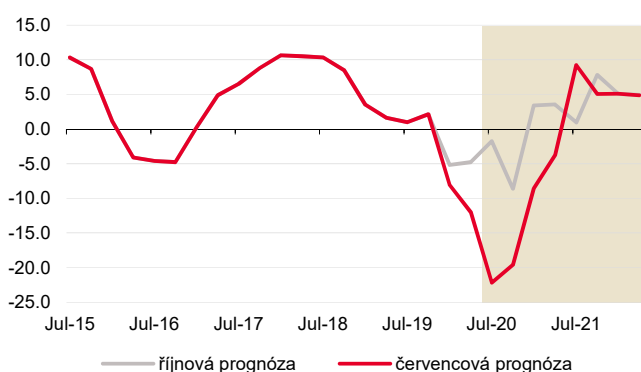
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

**Investiční aktivita zůstane oslabena**

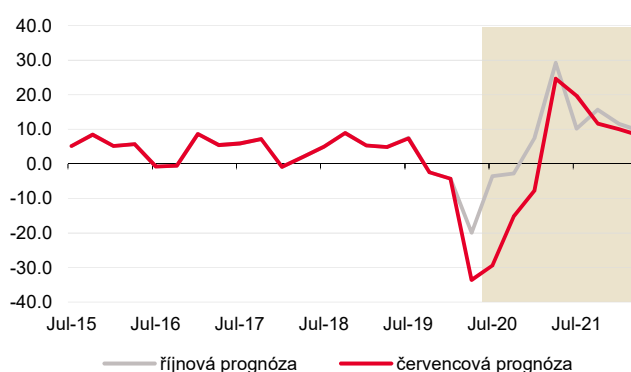
Investice reagují rychle na vývoj v ekonomice. Již v letošním prvním čtvrtletí došlo k mezičtvrtletnímu propadu tvorby hrubého fixního kapitálu o 8,2 %. Ve druhém čtvrtletí investice lehce rostly a za třetí čtvrtletí odhadujeme jejich nárůst o výrazných 4,2 % q/q. To by znamenalo investiční aktivitu pouze 1,7 % pod úroveň loňského léta. Ve čtvrtém čtvrtletí pravděpodobně dojde k opětovnému snížení investiční aktivity, které bude do značné míry korespondovat s vývojem ve výrobním sektoru. **Ovšem druhá fáze pandemie může mít silně negativní dopad na ochotu firem investovat do dalších let.** Řada podniků se přirozeně bude obávat příchodu dalších vln epidemie a budou proto opatrnější. Některé investice ale mohou naopak přímo souviset se snahou zvýšit bezpečnost svých provozů, a tedy vést k investicím do modernizace a digitalizace. Nicméně v nastalém prostředí se firmy budou chovat obezřetněji, což je nyní pozorováno i na zvýšeném nárůstu depozit nefinančního sektoru. Za celý letošní rok počítáme s poklesem tvorby hrubého fixního kapitálu o 5,1 %. Za rok 2021 čekáme růst o 3,9 %. K dosažení předpandemické úrovně investic podle naší prognózy dojde až v první polovině roku 2022.

**Investice zůstávají v záporu (% y/y)**



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

**Exporty se vzbchily oproti očekávání rychleji (% y/y)**



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

**Oživení ekonomiky po první vlně pandemie bylo do velké míry taženo zlepšením zahraničního obchodu.** Meziroční propad exportu v přeshraničním pojetí dosáhl v dubnu více než 80 %, ale již v červenci rostl přes 10 % y/y. Dubnový propad importu dosahoval „pouze“ přes 40 %, ale jeho následné zlepšení nebylo tak výrazné a v letních měsících se stále

nacházel v meziročním poklesu o více než 12 %. Výsledkem tak bylo výrazné zlepšení obchodní bilance. Druhá pandemická vlna by již neměla mít na obchodní bilanci tak výrazně negativní efekt jako první vlna. Čekáme, že působení zahraničního obchodu na mezikvartální dynamiku HDP bude ve čtvrtém čtvrtletí zhruba neutrální. V příštím roce se pak zahraniční obchod pravděpodobně stane hlavním tahounem růstu české ekonomiky.



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

## Fiskální politika: výrazný deficit i pro příští rok

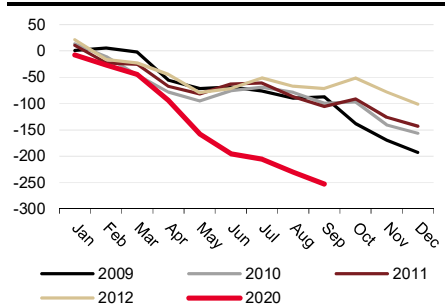
**Státní rozpočet se doposud vyvíjel lépe, než jsme očekávali, nicméně druhá vlna si vyžádá další výdaje. Výpadek daňových příjmů není tak výrazný, jak Ministerstvo financí původně očekávalo, a navíc je kompenzován nedaňovými příjmy. Hlavním důvodem menšího deficitu státního rozpočtu jsou však nižší výdaje. Vláda ušetřila na platech státních zaměstnanců, obsluze státního dluhu a investičních výdajích. I když již zrealizované investice jsou letos nejvyšší v historii, ambiciózní plán týkající se vládních investic se podle nás nepovede naplnit. Ve směru horšího hospodaření státu působí aktuální druhá vlna pandemie, která si vyžádá dodatečné náklady v minimální výši 50 mld. CZK a zároveň je i největším rizikem naší prognózy. Letošní státní rozpočet podle nás skončí v deficitu 400 mld. CZK. Pro příští rok je návrh státního rozpočtu stále předmětem politických jednání. Aktuální podoba je ale podle nás návratem Ministerstva financí ke konzervativní strategii vyšších schodků a následně lepších výsledků. Očekáváme tak nižší deficit ve výši 320 mld. CZK. Celé veřejné finance by letos měly skončit v historicky nejvyšším schodku 7,8 % HDP, pro příští rok pak očekáváme jen mírný pokles na 5,8 % HDP. Dluh veřejných financí letos významně vzroste na 38,6 % HDP, v růstu bude pokračovat i příští rok a svého vrcholu na úrovni 42,9 % HDP dosáhne v roce 2022.**

### Státní rozpočet se vyvíjí lépe, než jsme očekávali, rizika však zůstávají

**Státní rozpočet hospodařil v prvních devíti měsících tohoto roku s deficitem 252,7 mld. CZK.** Oproti stejnému období minulého roku je výsledek horší o 231,7 mld. CZK. Z pohledu zářijových i celoročních statistik se jedná o nejhlubší deficit v moderní historii země. Tempo jeho prohlubování je však méně než poloviční ve srovnání s jarními měsíci, které byly spojeny s akutními výdaji vlády na řešení první vlny pandemie.

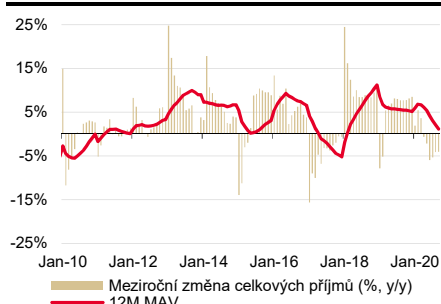
Za první tři čtvrtletí vykázal státní rozpočet výrazně lepší výsledek, než jaký si nechala vláda počátkem léta schválit. Příjmy jsou lehce vyšší, než se očekávalo. Hlavním důvodem jsou ale nižší běžné i investiční výdaje.

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

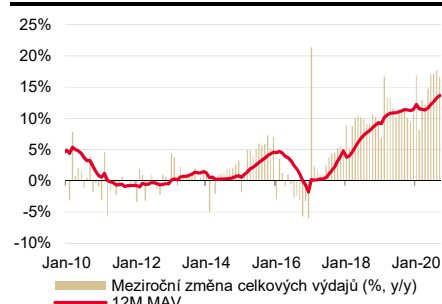


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, KB, MFČR

Výpadek ve výběru daní zmiňujících nedaňové příjmy státního rozpočtu



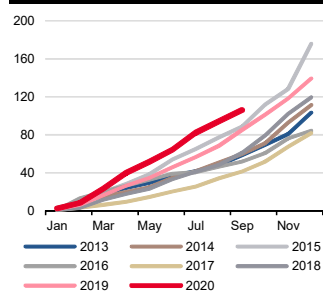
Růst výdajů začíná zpomalovat, druhá vlna pandemie však zůstává rizikem



**Na příjmové straně státního rozpočtu zůstává situace stejná jako v předchozích měsících.** Celkové příjmy jsou oproti stejnému období minulého roku nižší o 4,1 %. Největší podíl na tom má propad inkasa daně z příjmu právnických a fyzických osob. Na druhou stranu oproti novelizovanému plánu státního rozpočtu ze začátku července je jejich výběr lepší a hlavním zklamáním je naopak DPH, díky kterému v rozpočtu chybí 13,8 mld. CZK. Na vině je samozřejmě pokles maloobchodních tržeb, ale i příliš optimistická očekávání státu v současném plánu státního rozpočtu. Celkově jsou tak daňové příjmy o 5 mld. CZK vyšší, než s čím počítalo Ministerstvo financí. Navíc se, stejně jako v předchozích měsících, přidává

téměř 20 mld. CZK v podobě nedaňových příjmů nad rámec plánu státního rozpočtu, zejména z Evropské unie a vládních rezerv. Celkově je na tom příjmová strana o 24,9 mld. CZK lépe, než Ministerstvo financí očekávalo.

Investiční výdaje státu (mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Hlavním důvodem nižšího deficitu státního rozpočtu je však výdajová strana.** Na běžných výdajích stát doposud ušetřil 76 mld. CZK, zejména na platech státních zaměstnanců, neinvestičních nákupech a obsluze státního dluhu. V případě platů je to však dáno částečně sezónností. Rozpočet totiž počítá i s výplatou prémie v závěru roku, čímž se tato úspora do značné míry sníží. Na druhou stranu vysoká poptávka a dobré podmínky na finančních trzích do konce roku ještě sníží výdaje na obsluhu státního dluhu. Naopak vyšší výdaje oproti plánu jsou spojeny s podporou municipalit. Oproti očekávání nižší deficit státního rozpočtu je do velké míry dán i objemem plánovaných investic (170 mld. CZK, 3,0 % HDP). **Aktuální výše realizovaných investic je sice nejvyšší v historii, nicméně jejich plán se podle nás nepodaří letos naplnit** a nespotřebované výdaje budou převedeny do příštího roku. To tak povede ke snížení výsledných deficitů v obou letech.

**Ačkoli je dosavadní vývoj státního rozpočtu lepší než jsme očekávali, aktuální vývoj pandemie si vyžádá další dodatečné výdaje.** Ministerstvo financí již představilo řadu opatření, která by měla zmírnit dopad druhé vlny na ekonomiku. Z našeho pohledu nejzásadnějším a zároveň nejvíce nákladným krokem budou daňové úlevy a prodloužení programu Antivirus. Spolu s dalšími kompenzacemi odhadujeme dopad do státního rozpočtu ve výši 50 mld. CZK, nicméně seznam opatření je ještě otevřený. **Celkově jsme tak ponechali naší prognózu deficitu státního rozpočtu beze změny na 400 mld. CZK (7,2 % HDP), což by byl nejvyšší schodek v historii.** Další zhoršení pandemické situace nad rámec našeho základního scénáře by samozřejmě vedlo k dalším výdajům, což je hlavním rizikem letošního státního rozpočtu a výsledného deficitu.

### Překvapivě vysoký deficit státního rozpočtu i pro příští rok

Státní rozpočet pro příští rok je stále v legislativním procesu a je předmětem politických diskuzí. Nicméně současná podoba počítá s deficitem 320 mld. CZK (5,8 % HDP), což je o 50 mld. CZK více, než jsme očekávali v našich posledních *Ekonomických výhledech*. Oproti letošku počítá návrh s nižšími výdaji o 3,8 % a vyššími příjmy o 7,9 %. Zároveň ale nepočítá s aktuálně projednávaným daňovým balíčkem, který obsahuje mimo jiné i zrušení superhrubé mzdy a snížení daně z příjmu fyzických osob. Celý balíček by přitom měl stát státní kasu dalších 50 mld. CZK (0,9 % HDP). **Očekáváme tak, že se současný návrh dočká úpravy v legislativním procesu nebo případně novely zákona a bude ve finální podobě počítat s deficitem 370 mld. CZK (6,7 % HDP).**

Samotný návrh rozpočtu pro příští rok počítá s poklesem výběru daní a pojistného ve výši 96 mld. CZK oproti předpandemickému vývoji. Podle našich odhadů by však tento dopad měl být o 30 mld. CZK nižší. Investiční výdaje by měly dosáhnout rekordních 186,9 mld. CZK, nicméně předpokládáme, že jejich realizace bude i příští rok komplikovaná a i díky nespotřebovaným výdajům z letošního roku budou celkové investice nižší. Celkově tak považujeme aktuální přístup Ministerstva financí za návrat k předchozí strategii vyšších navrhovaných deficitů a následně lepším skutečným výsledkům. **Za celý rok 2021 očekáváme výsledný deficit státního rozpočtu ve výši 320 mld. CZK (5,8 % HDP), což je o 50 mld. CZK více, než jsme prognózovali v předchozích výhledech.**

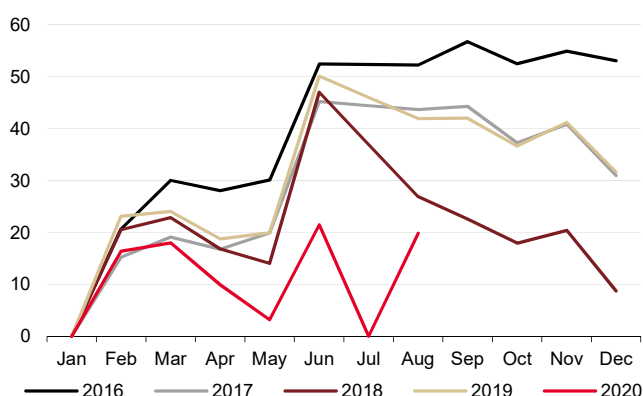
### I přes lepší vývoj se veřejné finance nevyhnou největšímu deficitu v historii

**Podle našich očekávání se zatím vyvíjí hospodaření municipalit,** které po několikátých denních sporech podpořila vláda dodatečnými transfery. Ty mají vykompenzovat propad daňových příjmů. Díky lepšímu výběru daně z příjmu právnických osob oproti očekáváním však byly i ty vyšší. Ke konci srpna hospodaření municipalit dosáhlo 19,8 mld.

CZK a oproti stejnému období minulého roku je tak přebytek poloviční. Dobrou zprávou je stále rekordní stav peněžních prostředků na běžných účtech ve výši 230 mld. CZK. **Ve zbytku roku se ale hospodaření municipalit tradičně zhoršuje, což podle nás povede letos ke zhruba vyrovnanému rozpočtu.** V příštím roce by se však měly municipality vrátit k lehce přebytkovým rozpočtům.

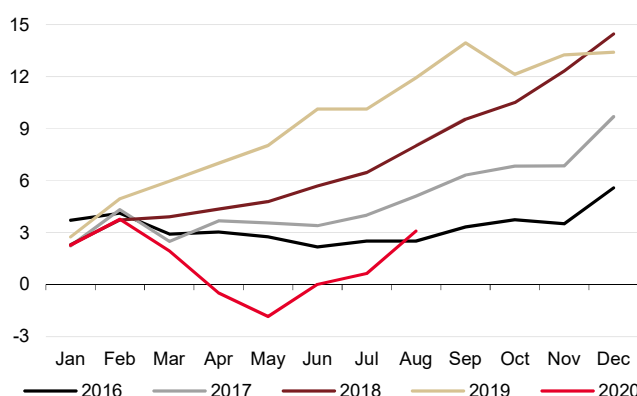
Hospodaření zdravotních pojišťoven se během jarních měsíců, kdy vrcholila první vlna pandemie, propadlo krátkodobě do deficitu. Následná intervence vlády v podobě zvýšení plateb za státní pojištění významně podpořila jejich hospodaření. Druhá vlna pandemie však bude mít pravděpodobně na výdaje pojišťoven drtivý dopad. Proto **i přes lepší vývoj v předchozích měsících oproti naší srpnové prognóze ponecháváme náš odhad deficitu ve výši 10 mld. CZK beze změny.**

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

**Celé veřejné finance tak letos podle metodiky ESA2010 dosáhnou historicky nejvyššího deficitu 7,8 % HDP**, což je o 0,2 p.b. nižší shodek, než jsme očekávali v naší předchozí prognóze. Zároveň se ale jedná o meziroční zhoršení o 8,1 p.b. a ve srovnání s doposud nejhorším rokem 2009 by byl deficit vyšší o 2,4 p.b. V roce 2021 by pak měl deficit jen mírně poklesnout na 5,8 % HDP a jeho další snižování by mělo pokračovat i v následujících letech. Dluh veřejných financí letos významně vzroste z loňských 30,2 % na 38,6 % HDP. V roce 2022 by podle naší prognózy měl dosáhnout svého vrcholu na úrovni 42,9 % HDP.

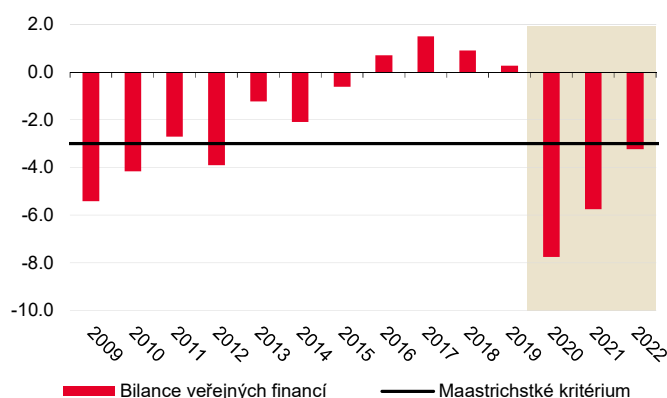
**Dynamika veřejných financí**

Veřejné finance se letos dostanou do nejhoršího deficitu v historii 7,8 % HDP. Veřejný dluh letos vzroste o 8,1 p.b. na 38,6 % HDP.

|                                   | 2019   | 2020f  | 2021f  | 2022f  | 2023f  | 2024f  |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Bilance veřejných financí (% HDP) | 0,3    | -7,8   | -5,8   | -3,2   | -1,8   | -1,0   |
| Fiskální úsilí (pb HDP)           | -0,8   | -5,4   | 0,9    | 2,6    | 1,4    | 0,8    |
| Veřejný dluh (mld. CZK)           | 1738,7 | 2138,7 | 2458,7 | 2658,7 | 2778,7 | 2848,7 |
| Veřejný dluh (% HDP)              | 30,2   | 38,6   | 42,3   | 42,9   | 42,8   | 41,9   |

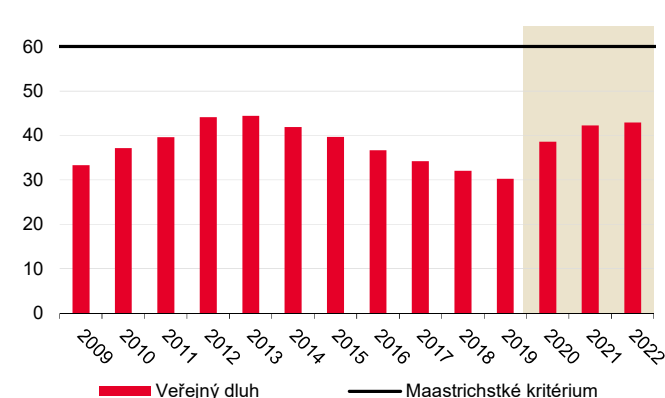
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ministerstvo financí, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Bilance veřejných financí (% HDP)**



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Veřejný dluh (% HDP)**



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka



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

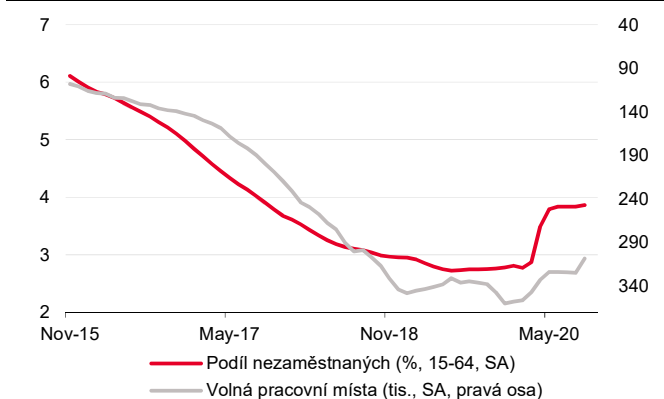
## Nezaměstnanost roste pomaleji, než se čekalo

**Nezaměstnanost rostla jen velmi málo díky opatřením vlády a vysokému počtu volných pracovních míst. Tempo růstu mezd ovšem výrazně zpomalilo a v reálném vyjádření začala průměrná mzda již klesat. S ohledem na pokračující vládní programy stabilizující trh práce počítáme jen s pozvolným nárůstem nezaměstnanosti. Jejího opětovného poklesu se podle naší prognózy dočkáme až v roce 2022.**

Nezaměstnanost poroste, ale vládní programy a vysoký počet volných pracovních míst budou tento růst i nadále silně tlumit.

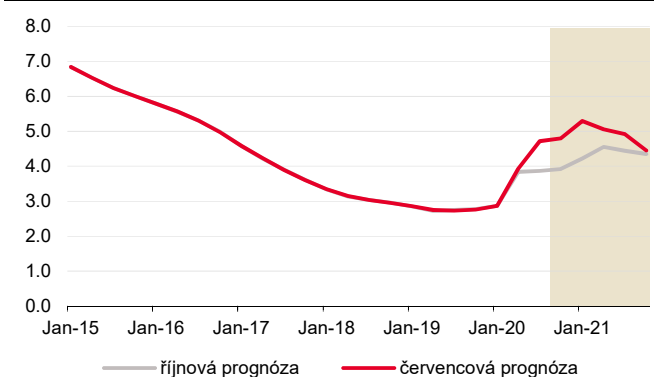
**Od počátku zavedení restriktivních opatření v březnu až do září letošního roku činil nárůst míry nezaměstnanosti v metodice Ministerstva práce a sociálních věcí pouhých 0,8 p.b. na 3,8%.** Po vyloučení sezónních faktorů míra nezaměstnanosti po pandemii vzrostla jen o jeden procentní bod. To je výrazně méně, než čeho jsme se původně obávali. Faktory, které k příznivému vývoji napomohly, jsme již popsali v minulé prognóze, ale jejich působení je silnější než jsme předpokládali. Jde o kombinaci těsného trhu práce již před nástupem letošní koronavirové krize a vládních opatření na podporu pracovního trhu. Vedle standardních nepružností českého trhu práce, přispěl tzv. program Antivirus k tomu, že firmy nebyly nuceny urychleně propouštět pracovníky. Pozitivem je také to, že využívání programu od dubna klesalo, což je signál toho, že nebyl už tolik potřeba. Významným stabilizačním prvkem je utážený trh práce. K propouštění, ke kterému dochází na utáženém trhu práce má totiž za následek, že tito pracovníci relativně snadno nacházejí uplatnění jinde. Počet volných pracovních míst se od února snížil o 35 tisíc. To tak stále znamená, že jejich počet je i nadále vysoký, když činí 317 tisíc, tedy shodně jako v září roku 2018.

**Vysoký počet volných pracovních míst tvoří významný polštář**



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

**Nezaměstnanost bude vrcholit v první polovině roku 2021 (%)**



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

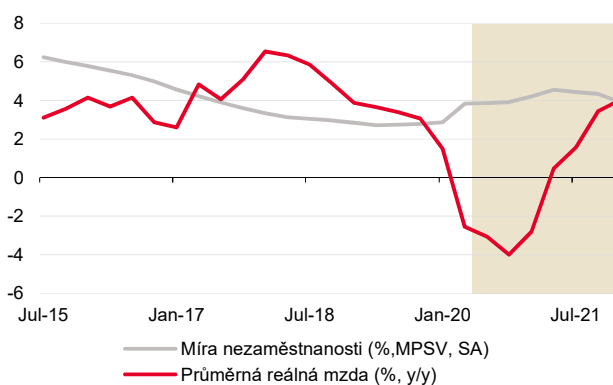


Pokles ekonomiky, který očekáváme pro aktuální čtvrtletí, by podobně, jako ve druhém čtvrtletí indikoval silný nárůst míry nezaměstnanosti. Zhoršování na trhu práce můžeme pozorovat například na poklesu zaměstnanosti v průmyslu, který ve třetím čtvrtletí dosáhl cca 4 %. Nicméně výraznému zhoršení budou stále bránit vládní opatření cílicí na stabilizaci trhu práce. Jde konkrétně o programy Antivirus, v rámci nichž stát za zaměstnance vyplácí část mzdových nákladů. Ten bude pokračovat minimálně do konce roku. Snaha transformovat program Antivirus do nové podoby bližší tzv. „kurzarbeitu“ se pravděpodobně odkládá minimálně do počátku příštího roku. Předpokládáme, že po skončení druhé vlny epidemie bude program modifikován, přičemž nízký výkon ekonomiky bude tou dobou generovat méně nových pracovních míst. Nadále tak počítáme s dalším, ale spíše pozvolným růstem míry nezaměstnanosti. V předchozí prognóze jsme odhadovali, že míra nezaměstnanosti dosáhne vrcholu nad 5 % začátkem příštího roku. Nyní počítáme s tím, že nezaměstnanost v první polovině roku dosáhne jen 4,4 %, ovšem její další pokles bude výrazně pomalejší neboť i zotavení ekonomiky bude slabší.

**Průměrná měsíční mzda ve druhém čtvrtletí na mezičtvrtletní bázi klesla po sezonním očištění o 2,5 %.** V meziročním vyjádření to znamená zpomalení růstu na pouhých 0,5 % po předchozím tempu 5,1 %. Šlo o extrémní období, kdy mnohdy byly pozastaveny výplaty odměn, a na zvyšování mezd nebyl prostor. Ve třetím čtvrtletí čekáme mírnou kompenzaci předchozího poklesu, čemuž nasvědčuje opětovný růst mezd v průmyslu ve třetím čtvrtletí o necelá 2 % meziročně. Sentiment firem se zlepšil a prognózy ukazovaly naději na rychlejší expanzi. I tak čekáme zhruba stagnující úroveň průměrné mzdy zejména z důvodu očekávaného oslabení ve službách. Nejisté výhledy soukromého sektoru jsou důvodem k opatrnosti.

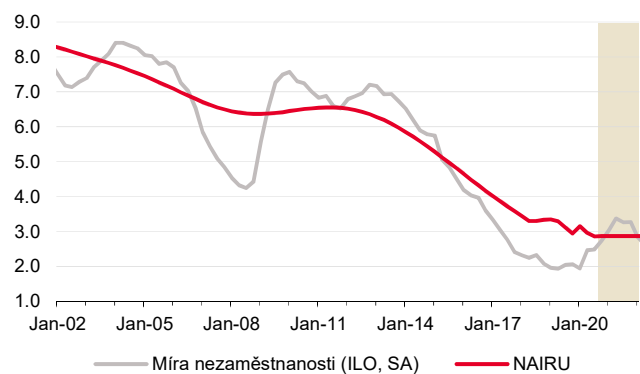
**Ve čtvrtém čtvrtletí s druhou vlnou pandemie očekáváme šok do ekonomiky a opětovné navýšení nejistoty.** Čekáme tedy podobně jako ve druhém čtvrtletí pokles průměrné mzdy, ale v mnohem menším rozsahu. Jednak z toho důvodu, že úroveň mezd se již snížila a také proto, že od druhé vlny pandemie nečekáme vypnutí ekonomiky v takovém rozsahu, jako tomu bylo na jaře. Zejména nepočítáme s odstavením průmyslu. **V příštím roce počítáme především s růstem platů ve veřejné sféře. Je ale nelehkou otázkou, jak za současné nejistoty dopadnou vyjednávání o růstu mezd na příští rok.** Za současné situace, kdy hrozí další vlny pandemie, je jejich navýšování položkou výrazně ohrožující výrazně ziskovost firem. Soukromý sektor se tak v průměru pravděpodobně bude chovat velmi opatrně. Na příští rok jsme snížili odhad růstu průměrné mzdy na 3,0 % z předchozího odhadu 3,8 % a po letošním odhadovaném zvýšení o pouhých 1,1 %. V reálném vyjádření by to znamenalo pro příští rok růst o 0,7 % po letos odhadovaném poklesu o 2,0 %.

Průměrná reálná mzda klesá



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

Tlak na růst mezd se snižuje



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



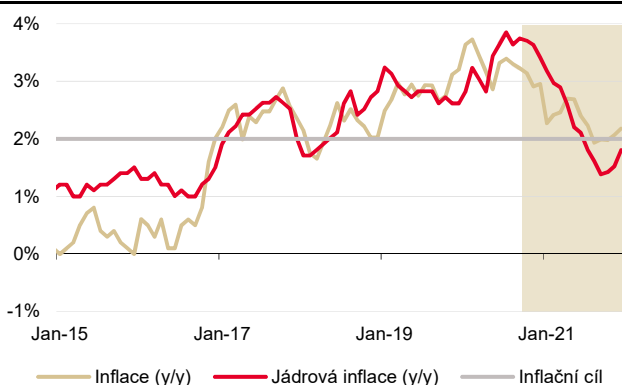
## Inflace je stále vyšší, ale měla by zpomalit

**V průběhu třetího čtvrtletí jsme na meziměsíční bázi pozorovali pozvolné zpomalování inflace. Ovšem důvodem byly především ceny potravin, které nyní klesají poté, co před tím vystoupaly relativně vysoko. Jádrová inflace naopak zatím neprojevila výraznější ochotu ke zpomalení. Vlivem oslabené poptávky stále čekáme postupné zpomalování inflace letos a zejména v příštím roce. Jádrová a měnověpolitická inflace pravděpodobně v příštím roce mírně podstřelí 2%.**

Jádrová inflace zůstává výš, ale postupně by se měla snižovat.

**V meziročním vyjádření činila jádrová inflace, která nezahrnuje ceny potravin, ceny u čerpacích stanic, regulované ceny a změny nepřímých daní ve třetím čtvrtletí 3,7 %.** S ohledem na oslabení ekonomiky jsme očekávali pro třetí čtvrtletí zpomalení inflace z důvodu slabších poptávkových tlaků. K tomu zatím nedošlo, přičemž domácí poptávka a spotřeba domácností se vyvíjela lépe. To souvisí s již zmíněným příznivějším vývojem na trhu práce. Z hlediska dalšího cenového vývoje je právě vliv působení domácí poptávky velkou neznámou, a to právě z důvodu enormní nejistoty ohledně dalšího vývoje ekonomiky, která opět ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku bude zasažena velkým šokem. I nadále odhadujeme, že domácí poptávka bude působit desinflačně. Počítáme ovšem s mírně lepším vývojem na trhu práce, což by ústup poptávkových inflačních tlaků mělo mírnit. Ve směru nižší inflace by rovněž měly působit pomaleji rostoucí jádrové ceny dovozu, jejichž silnějšímu desinflačnímu působení bude bránit oslabená koruna. V prosinci letošního roku čekáme v meziročním vyjádření jádrovou inflaci na 3,4 %, ale v horizontu jednoho roku čekáme její pokles pod dvouprocentní inflační cíl ČNB.

Inflace bude postupně zpomalovat ke 2 %



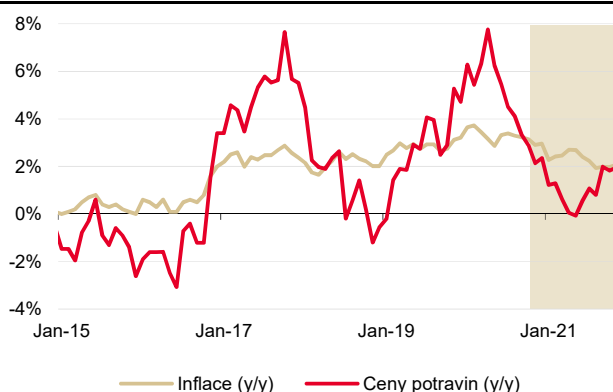
Zdroj: ČSÚ, ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ceny potravin se snížily a jejich další zdražování v příštím roce by už mělo být jen mírné.

**Meziroční růst cen potravin ve druhém čtvrtletí přesáhl 6 %.** Ve třetím čtvrtletí ceny potravin po sezónním očištění již klesaly a jejich meziroční růst se snížil na 4 %. S ohledem na příznivé odhady letošních sklizní a také proto, že v dalších čtvrtletích již nečekáme problémy s dodávkami potravin či sklizněmi, jako tomu bylo v případě první vlny pandemie, očekáváme umírněný růst cen potravin. Vysoká srovnávací základna z minulého roku navíc způsobí, že v meziročním srovnání by růst cen potravin v příštím roce měl být výrazně pod dvěma procenty a působit tak desinflačně.

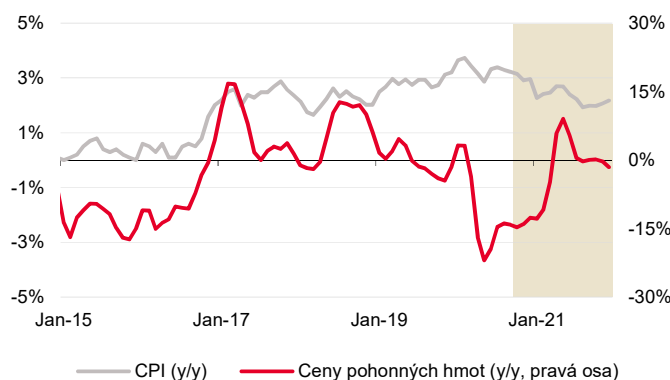
**Ceny u čerpacích stanic setrvávají na velmi nízké úrovni.** Pro nejbližší období předpokládáme stabilitu ceny ropy Brent poblíž 40 USD/barel a v příštím roce mírný nárůst směrem k 45 USD/barel. V souladu s očekávaným posílením koruny proti dolaru by tak vývoj cen u čerpacích stanic měl i nadále pomáhat snižovat inflaci.

Růst cen potravin bude umírněný



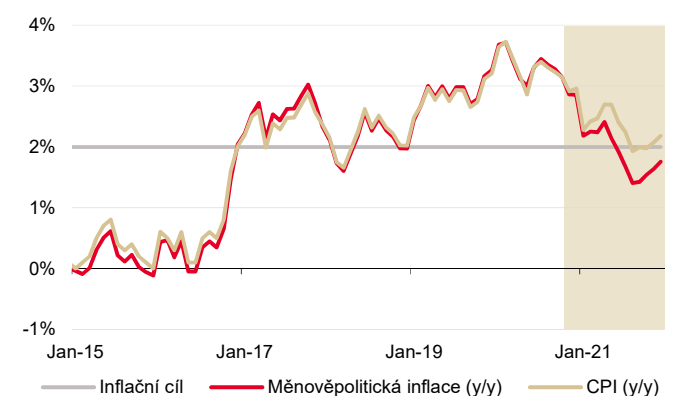
Zdroj: ČSÚ, Bloomberg, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ceny u čerpacích stanic působí desinflačně



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

Měnověpolitická inflace míří pod cíl ČNB



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

Zvýšení spotřební daně zvýší inflaci.

**V dosavadním průběhu letošního roku došlo k navýšení spotřební daně z tabáku a alkoholu, ale naopak ke snížení či přeřazení daně z přidané hodnoty u řady statků, a to v lednu, květnu a červenci.** Souhrnné působení těchto daňových úprav na inflaci bylo však ve druhém čtvrtletí nulové. Pro příští rok čekáme další zvýšení spotřební daně, i když mírnější než v loňském roce. Souhrnné působení administrativních změn by tak mělo do inflace v příštím roce přidat cca 0,4 p.b. Změny regulovaných cen v letošním roce významně ovlivňují inflaci, zejména pak vyšší ceny elektřiny. Ve třetím čtvrtletí činil meziroční růst regulovaných cen 3,4 %. Pro čtvrté čtvrtletí počítáme s poklesem jednak vlivem rostoucí srovnávací základny z minulého roku, a pak také vlivem avizovaného snížení cen elektřiny a plynu ve čtvrtém čtvrtletí s dopadem do inflace kolem 30bp. Celkově u regulovaných cen v příštím roce čekáme slabší nárůst, když samotné ceny elektřiny se pravděpodobně významněji nezmění. V dalších letech čekáme postupné zrychlení růstu cen elektrické energie, k čemuž by v delším období měly přispívat i plány tzv. zelené energie.

**V souhrnu čekáme, že inflace bude ve čtvrtém čtvrtletí mírně zpomalovat a v prosinci dosáhne v meziročním vyjádření tempa 2,4 %. Za celý letošní rok by tak spotřebitelské ceny vykázaly růst o 3,2 % po předchozích 2,8 %. V příštím roce očekáváme zpomalení inflace v průměru na 2,3 %, přičemž měnověpolitická inflace, která nezahrnuje primární dopady změn nepřímých daní, by se měla nacházet v průměru lehce pod 2 %.**

## Rizika: Pandemie stále na prvním místě

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

- **Druhá vlna pandemie.** Dopad druhé vlny pandemie je velmi nejistý. Pracujeme s předpokladem, že se pandemická situace bude od konce listopadu zvolna zlepšovat, ačkoliv určitý negativní dopad přetrvá až do poloviny příštího roku. Nepočítáme s uzavřením průmyslu. Výrazným rizikem ovšem je, že současná opatření budou nedostatečná a průběh epidemie se bude ještě zhoršovat. Pak by dopad na ekonomiku byl výraznější a kromě dalšího oslabení české koruny by si pravděpodobně vyžádal také dodatečnou reakci hospodářských politik.
- **Další vlny pandemie.** Kromě nejistého krátkodobého výhledu v důsledku druhé vlny je zde značné střednědobé riziko plynoucí s možností dalších vln COVID-19, či mutací koronaviru.
- **Nalezení vakcíny.** Brzké nalezení funkční vakcíny a její rozsáhlá aplikace by znamenala šanci na rychlejší ekonomický růst a potažmo rychlejší posílení koruny.
- **Dopad brexitu.** V naší nové prognóze počítáme s tím, že dojde k brexitu bez dohody, což bude mít negativní dopad na růst evropské a potažmo české ekonomiky. Dohoda by pak znamenala šanci na vyšší růst.
- **Obchodní války.** Protekcionalistická opatření v zahraničním obchodě by mohla dále podkopat oživení světové ekonomiky a potažmo ekonomiky české. Důležitou proměnnou zde bude výsledek presidentských voleb v USA.

## 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 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|
| <b>HDP a jeho struktura</b>                  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |      |      |
| HDP (reálně, y/y, %)                         | -1,9  | -10,9 | -6,6  | -11,0 | -5,3  | 6,2   | 2,3   | 8,6   | 2,3   | -7,6  | 3,0  | 4,6  | 2,7  | 2,8  |
| Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)         | -0,2  | -7,6  | -3,3  | -8,3  | -3,5  | 4,5   | 0,4   | 6,3   | 2,9   | -4,8  | 1,9  | 4,1  | 2,6  | 3,8  |
| Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)              | 4,9   | 1,6   | -0,8  | -1,8  | -2,0  | 2,1   | 4,0   | 6,0   | 2,3   | 1,0   | 2,5  | 1,0  | 1,6  | 1,1  |
| Fixní investice (reálně, y/y, %)             | -5,2  | -4,8  | -1,7  | -8,6  | 3,4   | 3,6   | 0,9   | 7,8   | 2,1   | -5,1  | 3,9  | 4,6  | 3,5  | 2,8  |
| Čisté exporty (příspěvek do y/y)             | -1,2  | -6,0  | -3,4  | -1,6  | -0,7  | 2,8   | 0,8   | 1,7   | -0,3  | -3,1  | 1,2  | 1,6  | 0,7  | 0,6  |
| Zásoby (příspěvek do y/y)                    | -1,1  | -1,3  | -0,8  | -1,8  | -2,6  | 0,1   | -0,8  | -0,9  | -0,2  | -1,3  | -1,0 | -0,4 | -0,1 | -0,2 |
| <b>Měsíční data z reálné ekonomiky</b>       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |      |      |
| Zahraniční obchod (mld, CZK) (**)            | 13    | -5    | 50    | 6     | 41    | 13    | 31    | 22    | 143   | 63    | 107  | 104  | 119  | 122  |
| Vývozy (nominálně, y/y, %)                   | -6,0  | -22,3 | -3,5  | -2,8  | 7,5   | 29,3  | 10,2  | 15,7  | 3,8   | -7,6  | 15,7 | 8,9  | 7,5  | 8,4  |
| Dovozy (nominálně, y/y, %)                   | -4,7  | -18,8 | -5,1  | 0,2   | 5,2   | 25,5  | 13,8  | 14,3  | 1,8   | -6,2  | 14,7 | 8,5  | 8,0  | 8,7  |
| Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)           | -4,1  | -23,5 | -4,7  | -8,6  | -2,5  | 24,7  | 4,0   | 12,2  | 1,9   | -10,2 | 9,6  | 6,8  | 5,4  | 6,0  |
| Stavebnictví (reálně, y/y, %)                | 2,7   | -8,7  | -10,3 | -10,9 | -14,6 | -6,5  | -4,6  | 2,6   | 0,7   | -6,8  | -5,8 | 7,0  | 7,8  | 7,6  |
| Maloobchod (reálně, y/y, %)                  | 1,8   | -3,8  | 2,1   | -7,1  | -2,0  | 1,7   | -3,4  | 7,0   | 4,9   | -1,7  | 0,8  | 4,0  | 2,8  | 5,8  |
| <b>Trh práce</b>                             |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |      |      |
| Mzdy (nominálně, y/y, %)                     | 5,1   | 0,5   | 0,1   | -1,3  | -0,5  | 3,1   | 3,7   | 5,7   | 6,4   | 1,1   | 3,0  | 6,8  | 6,4  | 6,3  |
| Mzdy (reálně, y/y, %)                        | 1,5   | -2,6  | -3,1  | -4,0  | -2,8  | 0,5   | 1,6   | 3,4   | 3,5   | -2,0  | 0,7  | 4,8  | 3,9  | 4,3  |
| Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)               | 3,0   | 3,7   | 3,8   | 4,0   | 4,4   | 4,4   | 4,4   | 4,4   | 2,8   | 3,6   | 4,4  | 3,6  | 3,3  | 3,2  |
| Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)            | 2,0   | 2,4   | 2,6   | 2,7   | 3,1   | 3,3   | 3,3   | 3,2   | 2,0   | 2,4   | 3,2  | 2,5  | 2,2  | 2,1  |
| Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)               | -0,9  | -1,3  | -1,6  | -0,5  | -0,5  | -0,3  | 0,3   | -0,6  | 0,2   | -1,1  | -0,3 | 0,7  | 0,4  | 0,1  |
| <b>Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |      |      |
| Inflace (y/y, %)                             | 3,6   | 3,1   | 3,3   | 2,8   | 2,3   | 2,6   | 2,1   | 2,2   | 2,8   | 3,2   | 2,3  | 1,9  | 2,3  | 1,9  |
| Daně (příspěvek do y/y CPI)                  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,2   | 0,4   | 0,6   | 0,6   | 0,0   | 0,0   | 0,4  | 0,3  | 0,4  | 0,0  |
| Jádrová inflace (y/y, %) (*)                 | 3,0   | 3,3   | 3,7   | 3,6   | 3,0   | 2,3   | 1,6   | 1,5   | 2,8   | 3,4   | 2,1  | 1,9  | 1,8  | 2,0  |
| Ceny potravin (y/y, %) (*)                   | 6,0   | 6,5   | 4,0   | 2,5   | 1,2   | 0,4   | 1,4   | 1,8   | 2,8   | 4,7   | 1,2  | 1,3  | 1,7  | 1,7  |
| Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*)             | 1,0   | -19,4 | -14,2 | -13,9 | -10,7 | 6,7   | 0,7   | -0,4  | -0,4  | -11,6 | -0,9 | 0,3  | 4,2  | 2,5  |
| Regulované ceny (y/y, %) (*)                 | 4,2   | 3,4   | 3,4   | 2,6   | 1,5   | 1,6   | 1,5   | 1,9   | 4,5   | 3,4   | 1,6  | 1,4  | 2,0  | 1,8  |
| Ceny v průmyslu (y/y, %)                     | 1,4   | -0,6  | -0,3  | 1,7   | 2,1   | 3,1   | 3,2   | 1,6   | 2,6   | 0,5   | 2,5  | 1,6  | 2,6  | 2,0  |
| <b>Finanční proměnné</b>                     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |      |      |
| 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 | 0,32 | 0,80 | 1,50 |
| 3M PRIBOR (% , průměr)                       | 2,15  | 0,59  | 0,34  | 0,35  | 0,35  | 0,35  | 0,35  | 0,35  | 2,12  | 0,86  | 0,35 | 0,42 | 0,90 | 1,60 |
| CZK/EUR (průměr)                             | 25,6  | 27,1  | 26,5  | 27,3  | 26,8  | 26,3  | 26,2  | 26,1  | 25,7  | 26,6  | 26,3 | 25,5 | 25,2 | 24,7 |
| <b>Vnější prostředí</b>                      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |      |      |
| HDP v EMU (reálně, y/y, %)                   | -3,3  | -14,7 | -5,5  | -3,7  | -0,6  | 13,6  | 2,6   | 1,1   | 1,3   | -6,8  | 3,9  | 1,9  | 1,9  | 1,9  |
| HDP v Německu (reálně, y/y, %)               | -2,2  | -11,3 | -5,5  | -4,6  | -2,9  | 8,5   | 2,2   | 1,8   | 0,6   | -5,9  | 2,4  | 2,2  | 1,9  | 1,5  |
| 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/bri, 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 (čtvrtletí eop, roky průměr)         | 1,10  | 1,10  | 1,17  | 1,18  | 1,20  | 1,22  | 1,25  | 1,27  | 1,12  | 1,14  | 1,23 | 1,31 | 1,34 | 1,37 |

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

### Změny úrokových sazeb se od ČNB jen tak nedočkáme

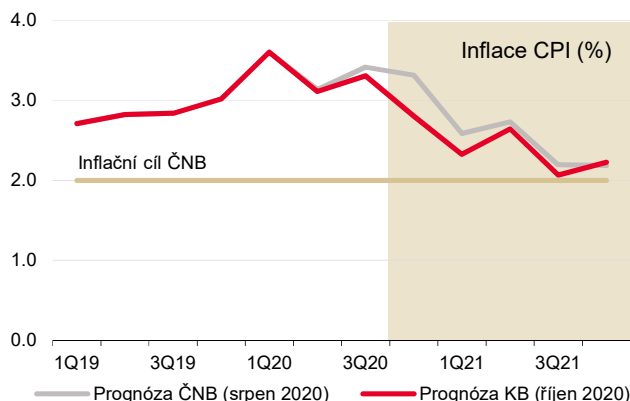
Centrální banka po výrazném uvolnění měnové politiky v první polovině letošního roku ponechá úrokové sazby na současné nízké úrovni minimálně do konce příštího roku. K zavedení nekonvenčních nástrojů ale podle nás nedojde. Hlavním argumentem proti dalšímu uvolnění je především tuzemská inflace, která i nadále zůstává nad horní hranou tolerančního pásma ČNB a její návrat na dvouprocentní cíl bude pouze pozvolný. K růstu cen přispívá i slabší kurz koruny. Ekonomika byla silně zasažena koronavirovou pandemií a její oživení v příštím roce bude i nadále stát na vratkých základech. Centrální bankéři tak se zpříšňováním měnové politiky spěchat nebudou.

### Uvolnění měnové politiky zůstává podle ČNB dostatečné

Česká národní banka v průběhu třetího čtvrtletí úrokové sazby neměla a základní repo sazba tak i nadále činí 0,25 %. Po předchozím výrazném snížení dvoutýdenní repo sazby v souhrnu o dva procentní body, přičemž k poslednímu z nich došlo na začátku května, je totiž podle centrálních bankéřů měnová politika dostatečně uvolněná. K tomu podle nich přispívá i slabší koruna, která vůči euru od února oslabila o necelých 10 % a nyní se obchoduje nad 27 CZK/EUR. Oproti minulým krizím je navíc pro centrální banku výhodou to, že ve stejném, tedy expanzivním směru působí nyní také fiskální politika.

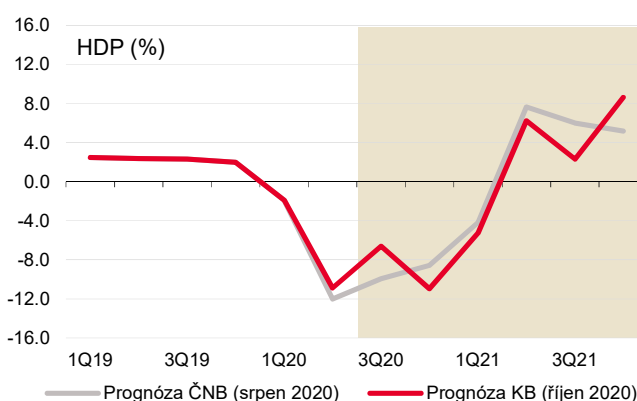
Mimo nízkých úrokových sazeb přispívá k uvolnění měnové politiky také slabá koruna, jejíž kurz vůči euru oslabil od února o necelých 10 %.

#### Inflace bude brzdit jen zvolna



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

#### Pokles ekonomiky se na konci roku zřejmě opět prohloubí



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

Růst spotřebitelských cen se i nadále nachází nad tříprocentní hranou tolerančního pásma ČNB; jádrová inflace je nejvyšší od roku 2007.

### Argumentem proti dalšímu uvolnění je tuzemská inflace

Hlavním argumentem proti dalšímu uvolňování měnové politiky je pro ČNB především tuzemská inflace, která zůstává mírně nad 3 % a tedy i nad horní hranou jejího tolerančního pásma. To však centrální banka čekala, když růst spotřebitelských cen ve třetím čtvrtletí zhruba odpovídal její poslední prognóze. Ve srovnání s ní vykazaly nižší dynamiku ceny potravin a pohonných hmot, vyšší byla naopak jádrová složka inflace. Ta ve třetím čtvrtletí překvapivě dále zrychlila nad 3,5 % a byla tak nejvyšší v historii celé časové řady, která je k dispozici od roku 2007.

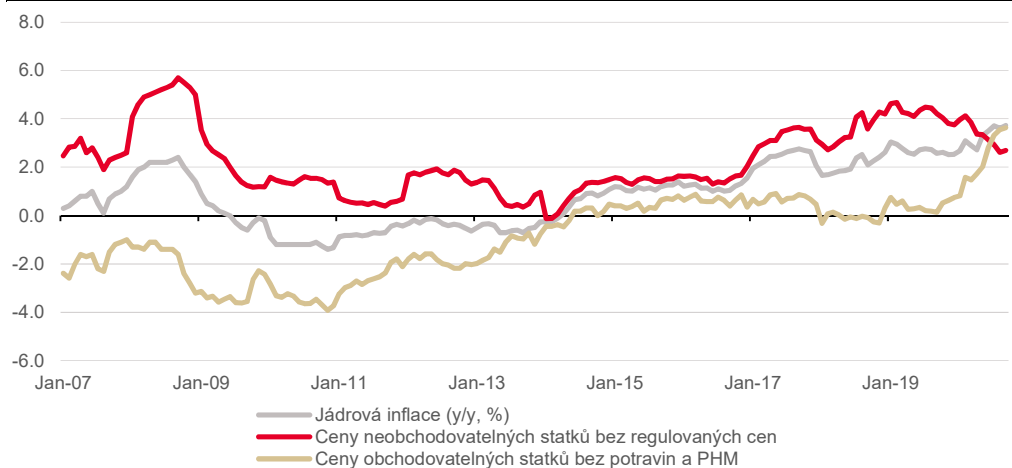
Vyšší jádrová inflace podle centrálních bankéřů odráží zejména zvýšené náklady prodejců spojené s vládními opatřeními proti šíření koronaviru a svůj vliv má také s tím spojené narušení dodavatelsko-odběratelských řetězců. Na růst spotřebitelských cen v české ekonomice působí rovněž zmíněné oslabení kurzu koruny, což dokládá rychlý růst cen obchodovatelných statků. Ten je výrazně vyšší než v případě statků neobchodovatelných.

Oslabený kurz je společnou charakteristikou středoevropských zemí, kde prozatím převládá stagflační vývoj – tedy České republiky, Polska a Maďarska. Opakem jsou země eurozóny, kde velmi rychle převládá deflační vývoj pramenící z oslabené poptávky. V posledních dvou měsících eurozóna dokonce zaznamenala meziroční pokles cen. Vliv na to mělo i snížení daně z přidané hodnoty v Německu.

Inflace bude slábnout jen zvolna, a to i vlivem podpůrných vládních programů a slabé koruny.

**Tuzemská inflace by však měla v následujících měsících slábnout a v příštím roce se pravděpodobně vrátí zpět k dvouprocentnímu cíli centrální banky.** To očekává jak naše prognóza, tak i prognóza ČNB. Ceny neobchodovatelných statků zahrnující především oblast služeb již postupně ubírají na růstové dynamice. Další oslabení domácí poptávky, ke kterému zřejmě dojde v důsledku probíhající druhé vlny pandemie covid-19, tento trend s největší pravděpodobností uspíší. Při pokračující podpoře ze strany vládních programů, které brání výraznému nárůstu nezaměstnanosti a poklesu příjmů domácností, však ke skokovému výpadku spotřeby nejspíše nedojde. Lze navíc očekávat, že koruna zůstane vlivem vyhocené epidemické situace slabá po delší dobu a bude tak rovněž i nadále pokles inflace brzdit. Návrat k dvouprocentnímu cíli bude tudíž pozvolný.

**Zatímco růst cen neobchodovatelných statků již v posledních měsících zvolňuje, ceny obchodovatelných statků tlačí vzhůru slabá koruna**



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

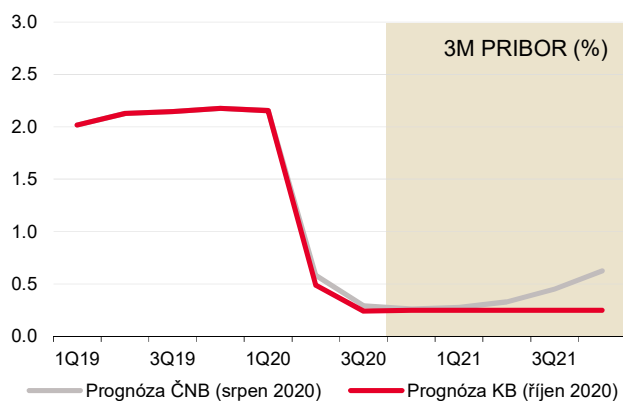
### HDP klesne v nové prognóze ČNB zřejmě více

**Pokles ekonomiky byl ve druhém čtvrtletí mírnější než ČNB čekala, její odhad pro celý letošní rok se i tak v nové prognóze pravděpodobně zhorší.** Tuzemské HDP pokleslo v druhém čtvrtletí meziročně o 10,9 %, zatímco centrální banka očekávala hlubší propad o 12 %. To bylo dáno především oproti očekávání nižším poklesem investic. Pro celý letošní rok počítá aktuální prognóza ČNB s poklesem ekonomiky o 8,2 % a do nedávna tak patřila k těm pesimističtějším. Nevyčnivala ani tak hloubkou poklesu ekonomiky v první polovině roku, jako spíše předpokladem velmi pozvolného ožívání v jeho druhé půli.

Nová prognóza ČNB, která bude zveřejněna v listopadu, bude zřejmě obsahovat hlubší pokles ekonomiky v letošním roce než dosavadních 8,2 %.

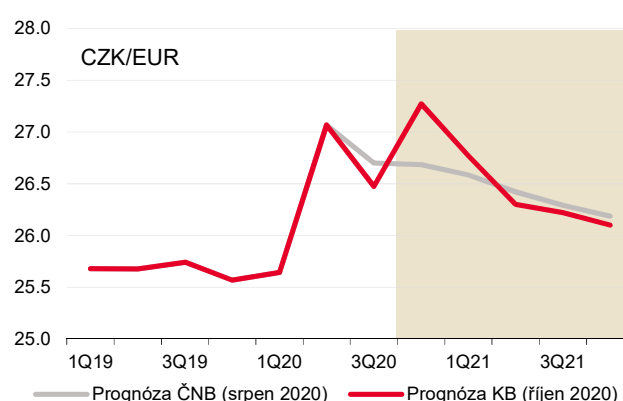
**Ve třetím čtvrtletí centrální bankéři očekávají mezičtvrtletní nárůst ekonomické aktivity o 2,8 %, což je oproti naší prognóze růstu o 5,3 % výrazně méně.** Je však možné, že zveřejnění nové prognózy ČNB na začátku listopadu s sebou přinese vzestupnou revizi. Pro poslední čtvrtletí letošního roku pak zřejmě centrální banka přistoupí k výraznému přehodnocení v opačném směru. Guvernér J. Rusnok již připustil, že listopadová prognóza bude pravděpodobně obsahovat hlubší pokles ekonomiky v letošním roce než dosavadních 8,2 %. Opatrný zřejmě zůstane i odhad pro příští rok, kdy ČNB prozatím očekává růst ekonomiky o 3,5 %.

Úrokové sazby zůstanou nízké až do konce roku 2021



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

K uvolnění měnové politiky bude stále přispívat i slabá koruna



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Úrokové sazby zůstanou na současné úrovni až do konce roku 2021

**Měnově politické úrokové sazby setrvají na současné nízké úrovni minimálně do konce příštího roku.** Proti dalšímu uvolnění měnové politiky hovoří zejména již zmíněná inflace. Její dosavadní vývoj nejspíše donutí ČNB v nové prognóze ještě mírně zvýšit výhled růstu spotřebitelských cen, a to minimálně pro nejbližší období. V delším časovém horizontu by však již měl naopak působit horší vývoj reálné ekonomiky, který však zřejmě pouze vrátí inflaci zpět k cíli. Výskyt druhé vlny koronaviru podle vyjádření ČNB automaticky neimplikuje potřebu dalšího uvolnění měnové politiky. To je podle ní v tuto chvíli dostatečné, a to i s ohledem na výrazně expanzivní fiskální politiku, která v této situaci disponuje mocnějšími nástroji pro akutní podporu ekonomiky. Úkolem pro ČNB tak i nadále zůstává především udržení stability finančního sektoru a zachování podmínek pro snadný přístup k likviditě ze strany firem a domácností. Úrokové sazby podle nás zůstanou na současné úrovni i po celý příští rok, když oživení ekonomiky bude stále stát na chatrných základech a bude trvat delší dobu – na úroveň roku 2019 se podle naší prognózy dostaneme až na začátku roku 2023.

ČNB ponechá úrokové sazby na současné nízké úrovni minimálně do konce roku 2021. K využití nekonvenčních nástrojů podle nás však nedojde.

**Se zavedením nekonvenčních nástrojů měnové politiky v ČR náš základní scénář nepočítá.** Velká část členů bankovní rady ČNB se už nechala slyšet, že zavedení nekonvenčních nástrojů je podle nich málo pravděpodobné. Někteří z nich přitom tento názor vyjádřili ve chvíli, kdy již bylo zřejmé, že v tuzemsku se situace kolem koronaviru zhoršuje a zavedení dalších restriktivních opatření bude nevyhnutelné. Podle centrálních bankéřů ČNB i nadále zvažuje všechny možné alternativy, v tuto chvíli však pouze v teoretické rovině.



## Korunový devizový trh



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

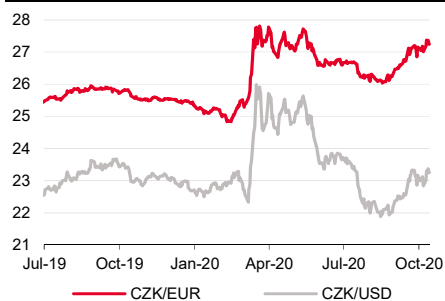
### Druhá vlna pandemie sráží korunu na kolena

Kurz koruny v posledních týdnech reflektuje zejména domácí pandemickou situaci a zároveň tak i uvolňuje měnové podmínky v ekonomice. Právě další vývoj nákazy bude podle nás klíčový pro vývoj koruny. V našem základním scénáři očekáváme uklidnění současné situace a uvolnění vládních opatření v průběhu listopadu. S tím by měl přijít i relativně rychlý návrat koruny k silnějším úrovním, a to zejména na začátku příštího roku. To podle nás podporuje aktuálně vysoká riziková prémie a stlačená očekávání finančního trhu vývoje měnové politiky ČNB. Uklidnění situace by mělo vést k normalizaci obou faktorů a posílení koruny. Hlavním rizikem naší prognózy je vleklejší či hlubší průběh druhé vlny pandemie, který by posunul námi očekávané posílení. Prudká reakce koruny na druhou vlnu pandemie a její posun ke slabším hodnotám opět otevřely zajímavé možnosti zajištění kurzu na slabších hodnotách.

### Finanční trhy zvyšují rizikovou prémii postiženým zemím

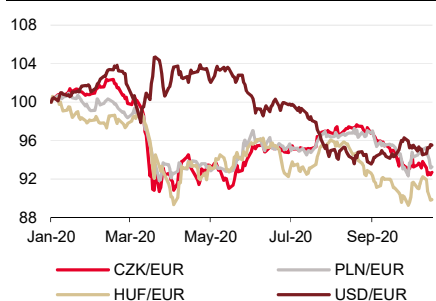
S koncem srpna se koruna přiblížila na dosah 26,0 CZK/EUR a překvapila svou rychlostí umazávání předchozích ztrát. Stačil však pouhý měsíc a koruna se opět vrátila nad 27,0 CZK/EUR. Zatímco v první polovině září za tím stála korekce očekávání finančních trhů ohledně normalizace měnové politiky v celém regionu, v druhé polovině už trhy vnímaly zhoršující se pandemii. **Se začátkem října však finanční trhy začaly rozlišovat mezi jednotlivými zeměmi regionu a poslaly korunu k nejslabším hodnotám od konce května.** Od té doby pozorujeme i pokles korelací mezi jednotlivými regionálními měnami, zejména mezi korunou a polským zlotým, které se doposud vyvíjely obdobně.

Vývoj kurzu koruny



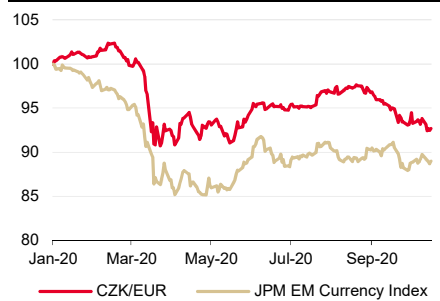
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, KB

Relativní vývoj středoevropských měn

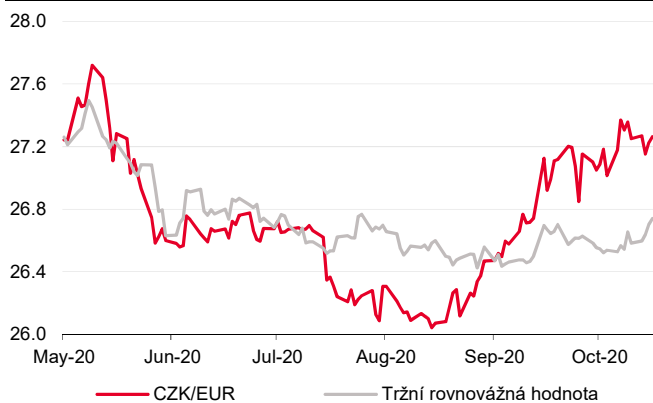


1.1.2020 = 100

Náskok koruny oproti trhu se ztenčuje

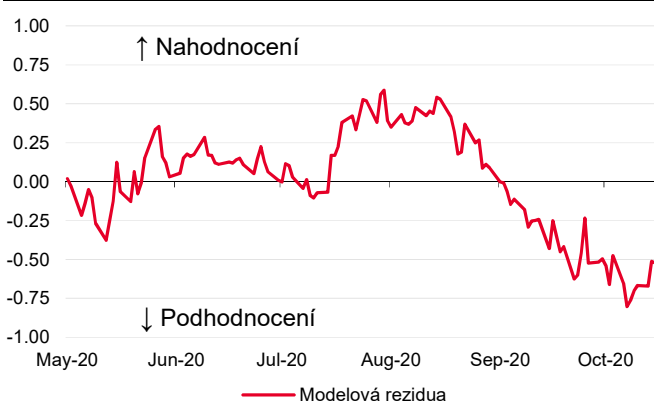


Nárůst rizikové premie na finančních trzích ...



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

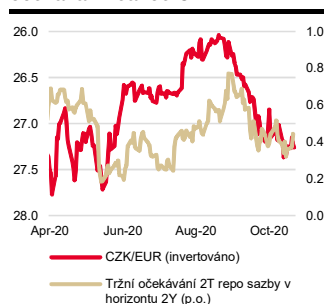
... posunul korunu k nejslabším hodnotám od konce května



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Současné oslabení koruny jde podle nás vysoko nad rámec zhoršení jejích fundamentů,** které reflektuje náš model tržní rovnováhy. Ten bere v potaz vývoj globálních devizových a akciových trhů a úrokového diferenciálu korunových a eurových sazeb na trhu. Nevysvětlenou část pohybu kurzu koruny, resp. modelová rezidua lze zjednodušeně považovat za rizikovou prémii. Ta v průběhu září začala růst až k současným padesáti haléřům a věrně reflektuje cenu za lokální vývoj pandemie nad rámec globálního dění. Zároveň také ale ukazuje potenciál koruny posílit po uklidnění současné situace.

Se zhoršením domácí situace koruna následuje propad tržních očekávání reakce ČNB



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Pro následující týdny očekáváme, že koruna bude reflektovat domácí vývoj pandemie a případné zavádění dalších bezpečnostních opatření vlády.** Zásadní tak bude pro korunu délka a rozsah uzavření ekonomiky a následný dopad na její oživení. V souladu s naším základním scénářem předpokládáme, že koruna zůstane výrazně volatilní a při slabších hodnotách minimálně do poloviny listopadu. S uklidněním situace a v předstihu před uvolněním vládních opatření by se však měla začít vracet k silnějším hodnotám. Pro konec roku tak očekáváme korunu na úrovni 27,0 za euro. Ačkoli je pravděpodobné, že současná druhá vlna pandemie zbrzdí oživení ekonomiky v prvním čtvrtletí příštího roku, **snížení aktuálně vysoké rizikové premie podle nás nabízí potenciál pro relativně rychlý návrat koruny k silnějším hodnotám.** Náš výhled podporují i stlačená tržní očekávání vývoje základní úrokové sazby ČNB. Ty jsou v současnosti hlavním tahounem propadu koruny. S uklidněním situace by tak mělo dojít k jejich narovnání a tlaku na opětovné posílení.

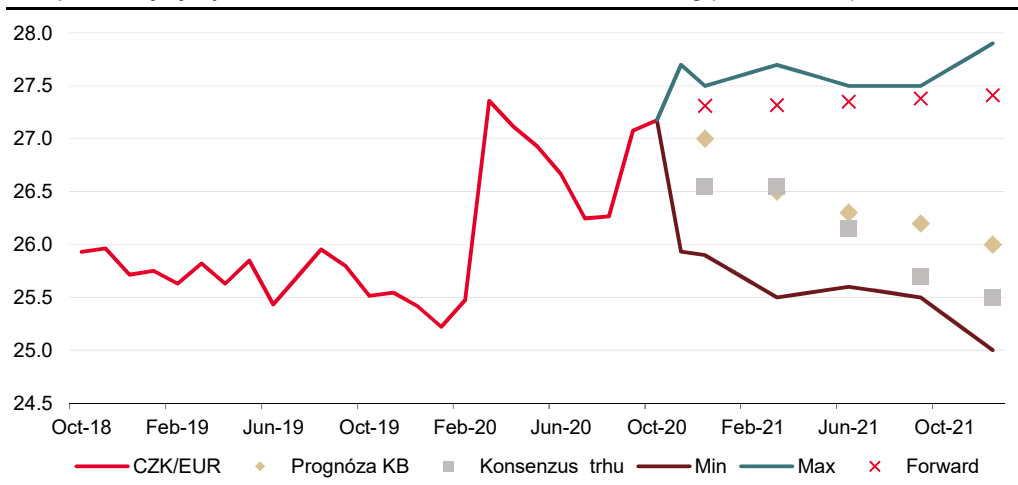
Zároveň na základě aktuálně silného vztahu tržních očekávání a kurzu koruny lze odvodit možný dopad případného snížení sazeb ČNB na 0,05 %. Vzhledem k aktuálním očekáváním finančního trhu odhadujeme případné oslabení koruny o padesát haléřů vůči euro.

**Prognóza kurzu koruny (konec období)**

|         | Q4 20f | Q1 21f | Q2 21f | Q3 21f |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| CZK/EUR | 27,00  | 26,50  | 26,30  | 26,20  |
| CZK/USD | 22,90  | 22,10  | 21,60  | 21,00  |
| USD/EUR | 1,18   | 1,20   | 1,22   | 1,25   |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 27. 10. 2020)**



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavním rizikem naší prognózy pro kurz koruny je vleklejší či hlubší průběh druhé vlny pandemie. Pravděpodobnost vstupu ČNB na devizový trh vidíme jako nízkou. Krátkodobě může korunu ovlivnit výsledek amerických prezidentských voleb.

**Vývoj druhé vlny pandemie a zásah ČNB jako hlavní riziko naší prognózy Domácí vývoj pandemie je aktuálně hlavním rizikem naší prognózy kurzu koruny.** Další eskalace a nová vládní opatření nad rámec našeho základního scénáře s dopadem na ekonomiku by s vysokou pravděpodobností vedly k dalšímu oslabení koruny. Zároveň svou

roli hraje délka současných opatření, resp. jejich ukončení. Opatrnější rozhodování vlády o jejich ukončení by tak odsunulo námi očekávaný návrat koruny k silnějším hodnotám.

**I přes druhou vlnu pandemie a její negativní dopad na domácí ekonomiku považujeme riziko vstupu ČNB na devizový trh za nízké.** Členové bankovní rady shodně prohlašují, že aktuální situace nevyžaduje další uvolnění měnových podmínek skrze nekonvenční nástroje včetně oslabení koruny. Ta navíc v současnosti rychle reaguje na zhoršující se výhled domácí ekonomiky a uvolňuje tak měnové podmínky přirozenou cestou. Navíc její slabší úroveň snižuje případný přínos pro centrální banku, kdyby přistoupila k jejímu dalšímu oslabení. Tato možnost tak podle nás připadá v úvahu, pouze kdyby koruna skokově posílila. Bránila by tak oživení ekonomiky a ohrožovala cíl ČNB.

**Krátkodobé riziko vidíme v amerických prezidentských volbách,** jejichž výsledek bude zveřejněn v nejbližších dnech. V případě výhry J. Bidena očekáváme (základní scénář), že krátkodobě oslabí měny rozvíjejících se trhů včetně koruny. Naopak v případě vítězství současného prezidenta D. Trumpa předpokládáme stabilitu současné politické linie, kterou by trhy přivítaly nižší rizikovou averzí a posílením rozvíjejících se trhů, což by podpořilo i korunu. Navíc situaci komplikuje i možné delší čekání na výsledky voleb způsobené vysokým počtem korespondenčních hlasů. Prodlužující se nejistota by pravděpodobně vedla v krátkodobou volatilitu na trzích.

Implikovaná volatilita CZK/EUR se drží relativně vysoko

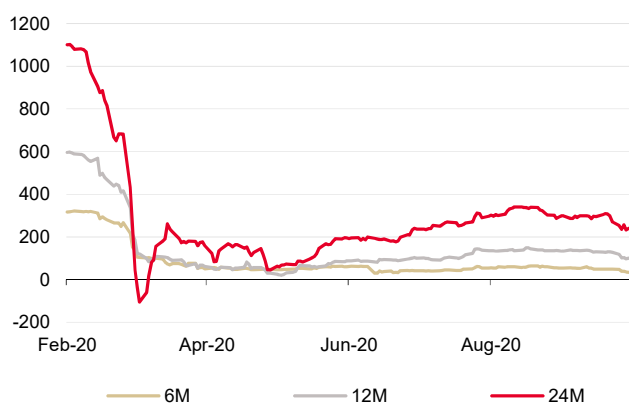


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Druhá vlna jako druhá příležitost zajištění slabší koruny

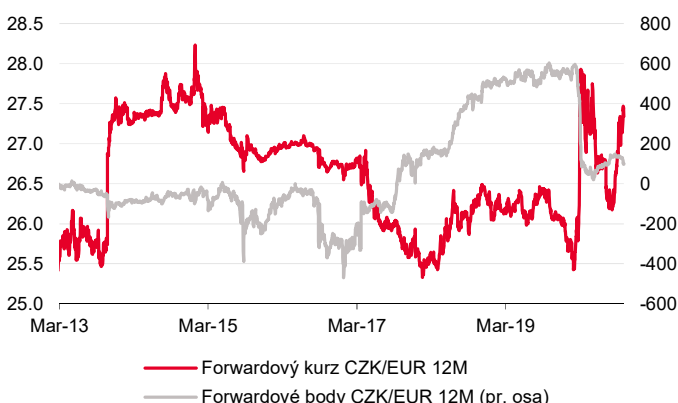
Prudká reakce koruny na druhou vlnu pandemie a její posun ke slabším hodnotám opět otevřely zajímavé možnosti zajištění jejího kurzu na slabších hodnotách. Forwardový trh nabízí možnost dosáhnout zhruba na úroveň, které jsme viděli naposledy koncem dubna. Ačkoli se forwardové body přes léto odlepily ode dna, současné spekulace na další pokles úrokových sazeb ČNB opět srazily tržní úrokové sazby a s tím i forwardové body dolů. Ty už nenabízejí tak atraktivní možnost zajištění jako dříve. Naopak **vyšší volatilita svědčí opčním strategiím,** které mohou vylepšovat úroveň, na kterých se lze zajistit. Případně na rozdíl od forwardů dovolují se do jisté míry podílet na příznivém kurzovém vývoji.

Forwardové body opět poklesly s propadem úrokových sazeb



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

I přes to druhá vlna otevírá opět možnost výhodného zajištění



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Trh českých vládních dluhopisů a IRS



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

### Druhá vlna pandemie vrátila trhy do jarních pozic

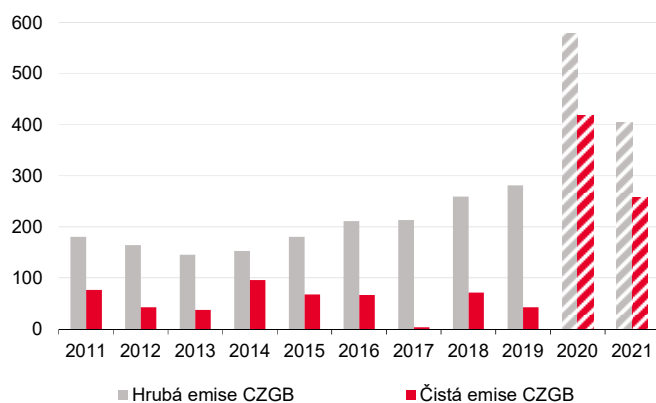
Nabídka státních dluhopisů a emisní aktivitu Ministerstva financí aktuálně zvyšuje riziko dodatečných výdajů spojených s druhou vlnou pandemie. Pro trhy je však v tuto chvíli zásadnější nabídka v příštím roce, která bude podle nás jen mírně nižší než letos. Důvodem je plánovaný překvapivě vysoký deficit státního rozpočtu a rekordní kalendář splatných dluhopisů. To by mělo podporovat další růst výnosů a tedy zlevňování státních dluhopisů. Riziko snížení ratingu země přetrvává z důvodu zhoršení výhledu veřejných financí. Úrokové swapy na krátkém konci křivky sráží pesimistická očekávání finančních trhů. Delší konec se však rychle vrací k růstu a celá křivka se tak stává strmější. V tomto trendu by měly swapy pokračovat i v následujících měsících. Aktuální nízké úrovně úrokových sazeb znovu otevírají atraktivní možnosti zajištění jak korunových sazeb, tak i těch zahraničních.

Druhá vlna pandemie si vyžádá dodatečnou emisi státních dluhopisů. Přebytek finančních prostředků bude využit na splátky dluhopisů v příštím roce.

### Nabídka státních dluhopisů bude i příští rok vysoká

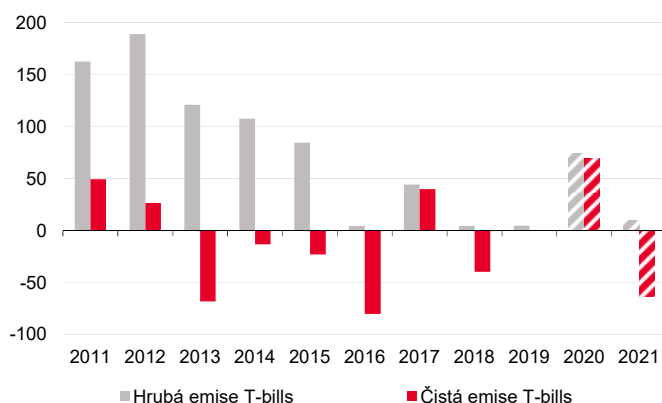
Vývoj státního rozpočtu za prvních devět měsíců naznačoval, že dosavadní emise s jistotou pokryje letošní výpůjční potřeby a navíc část získaných prostředků půjde na předfinancování splatných státních dluhopisů v příštím roce. Druhá vlna pandemie si však vyžádá dodatečné náklady a opět donutí ve zbytku roku Ministerstvo financí k vyšší aktivitě na primárním trhu. **Podle našich výpočtů tak vláda má v současnosti finanční prostředky na pokrytí deficitu státního rozpočtu ve výši 415 mld. Kč.** To je o 15 mld. více, než kolik očekáváme konečný deficit. Nicméně riziko vyšších výdajů v souvislosti s druhou vlnou pandemie je vysoké. Předpokládáme tak, že Ministerstvo financí se bude snažit vytvořit si dostatečný polštář na pokrytí tohoto rizika a v případě příznivějšího vývoje půjdou ušetřené prostředky na úhradu splátek v příštím roce. Do konce roku tak předpokládáme dodatečnou emisi státních dluhopisů ve výši 30 mld. CZK a pokladničních poukázek ve výši 5 mld. CZK se splatností v příštím roce.

Nabídka CZGB (v mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Nabídka T-bills (v mld. CZK)



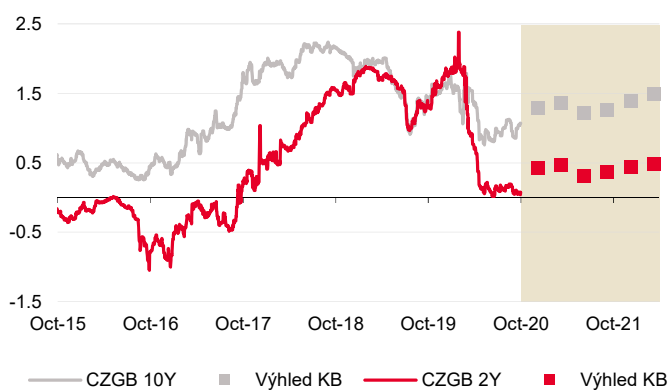
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Čistá emise státních dluhopisů v příštím roce dosáhne 257,7 mld. CZK, což je o 38,2 % méně, než letos.

V roce 2021 maturují korunové státní dluhopisy a pokladniční poukázky v objemu 220,2 mld. CZK. K tomu se přidává 90 mld. CZK v podobě eurových státních dluhopisů a úvěrů. Ve spojení s naší prognózou deficitu státního rozpočtu ve výši 320 mld. CZK tak dosáhnou **výpůjční potřeby v příštím roce 630,1 mld. CZK, což je zhruba stejně, jako očekáváme pro letošní rok.** Vysokých výpůjčních potřeb si je vědomo i Ministerstvo financí, které v posledních týdnech výrazně zvýšilo svou aktivitu na sekundárním trhu. Pomocí výměn splatných státních dluhopisů v příštím roce tak již pokrylo 36,9 mld. CZK a dalších 15 mld. CZK ještě očekáváme ve zbytku roku. Celkově tak předpokládáme, že by stát mohl pokrýt 101,9 mld. CZK výpůjčních potřeb již letos. **Hrubou emisí státních dluhopisů pro příští rok**

**tak odhadujeme ve výši 404,3 mld. CZK (-30,2 % y/y) a čistou emisí ve výši 257,7 mld. CZK (-38,2 % y/y).** Tím tak bude nabídka v příštím roce po letošku druhá největší v historii. Předpokládáme, že Ministerstvo financí bude již tradičně nejvíce aktivní v první polovině roku. Zároveň očekáváme, že zůstane u současné strategie emitovat dluhopisy delších splatností (v současnosti průměrná splatnost 5,8 let).

Výnosy českých státních dluhopisů (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

ASW spready (bb)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekáváme, že výnosy státních dluhopisů budou dále růst. V tom je bude podporovat růst úrokových swapů i vysoká nabídka ze strany Ministerstva financí. Oproti předchozí prognóze je očekávaný růst lehce pomalejší.

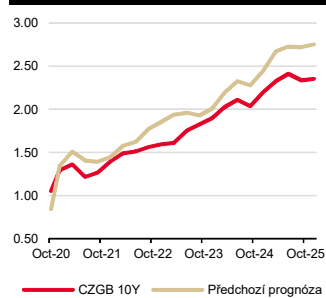
### Výnosy státních dluhopisů porostou kvůli druhé vlně pomaleji

Zájem o tuzemské státní dluhopisy lámal v předchozích měsících historické rekordy a od té doby postupně klesá. I nadále přetrvává preference investorů kratších splatností, Ministerstvo financí se ale naopak snaží v posledních měsících prodloužit průměrnou splatnost a rozložit tak v čase budoucí splátky. **Celkově je ale poptávka stále dostatečná** a spíše se vrací na předkrizové úrovně, než že by české státní dluhopisy zřácely důvěru investorů.

### Výnosy státních dluhopisů od skokového propadu v jarních měsících i přes vyšší volatilitu trendově rostou.

V následujících měsících bude jejich další růst podporovat pozvolný nárůst úrokových swapů (více v dalších odstavcích). Ten bude odrážet vývoj domácí pandemické situace a případnou reakci vlády a ČNB. Navíc k růstu bude přispívat i vidina vysoké emisní aktivity Ministerstva financí v první polovině příštího roku. Ceny českých státních dluhopisů by tak měly klesat zhruba po většinu první poloviny roku a to jak nominálně, tak i vůči úrokovým swapům (ASW). V druhé polovině roku je emisní aktivita tradičně nižší, což by ve spojení s výhledem postupné konsolidace veřejných financí mělo vést k zastavení růstu výnosů a opětovnému utážení ASW. **I nadále tak doporučujeme prodávat CZGB 1,20 % Mar-31 vůči úrokovým swapům.**

Změna prognózy výnosu CZGB



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Oproti naší srpnové prognóze bude na výnosy státních dluhopisů působit pomalejší růst korunových úrokových sazeb na trhu i pomalejší růst německého Bundu. Naopak ve směru rychlejšího růstu jsme revidovali náš odhad nabídky státních dluhopisů v příštím roce. **V souhrnu tak očekáváme o pár bodů pomalejší růst výnosů státních dluhopisů napříč celou křivkou, než jsme očekávali v naší předchozí prognóze.**

### Z technického hlediska pro následující měsíce očekáváme krom vlivu vysoké nabídky státních dluhopisů i změny ve složení široce využívaného indexu státních dluhopisů GBI-EM.

Podle našich očekávání bylo v posledních měsících vyřazeno z důvodu blížící se splatnosti několik českých státních dluhopisů, což bylo spojeno s jejich výprodejem fondy kopírující daný index. V současnosti tak podle nás v indexu chybí jeden nebo dva státní dluhopisy, které budou v následujících měsících doplněny. Na základě metodiky indexu a současné nabídky českých státních dluhopisů vidíme jako nejpravděpodobnější kandidáty CZGB 1,25 % Feb-25 a CZGB 0,5 % Nov-29. Jejich zařazení by mohlo být oznámeno zhruba

v polovině listopadu či prosince s platností od začátku následujícího měsíce. To je většinou spojeno s vyšší poptávkou a růstem ceny dotčených dluhopisů.

**Prognóza výnosů CZGB**

|                    | Q4 20f | Q1 21f | Q2 21f | Q3 21f | Q4 21f |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Výnos 2Y CZGB (%)  | 0,40   | 0,45   | 0,30   | 0,35   | 0,45   |
| Výnos 5Y CZGB (%)  | 0,95   | 1,00   | 0,90   | 0,95   | 1,05   |
| Výnos 10Y CZGB (%) | 1,30   | 1,35   | 1,20   | 1,25   | 1,40   |
| 10Y CZGB ASW (bb)  | 35     | 35     | 15     | 15     | 15     |

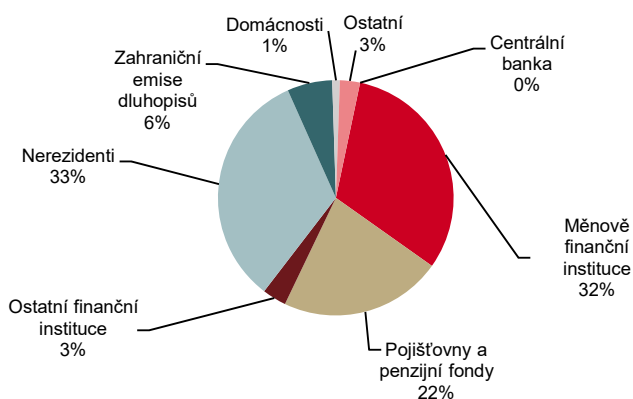
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Přehled českých státních dluhopisů**

| Government bond overview |      |                 |                |       |     |     |           |     | Rich-cheap analysis |     |     |     |     |         |      |               |      |                |      |
|--------------------------|------|-----------------|----------------|-------|-----|-----|-----------|-----|---------------------|-----|-----|-----|-----|---------|------|---------------|------|----------------|------|
| Bond                     | Dur. | Issued last 90D | Issuance limit | Yield | Δ1W | Δ1M | FX hedged | ASW | Δ1W                 | Δ1M | Min | 90D | Max | Z-Score | Rank | Spline spread | Rank | Carry Roll 90D | Rank |
| 0.75 Feb-21              | 0.3  | 0.0             | 38%            | -0.49 | 5   | -16 | -0.97     | -80 | 1                   | -20 | -91 | -32 | -32 | -1.7    | 19   | 10.8          | 18   | -288.5         | 19   |
| 3.85 Sep-21              | 0.9  | 0.0             | 100%           | -0.20 | -4  | -17 | -0.60     | -47 | 1                   | -10 | -71 | -30 | -30 | 0.3     | 17   | -1.3          | 8    | -13.7          | 18   |
| 0.00 Feb-22              | 1.3  | 0.0             | 6%             | 0.01  | 0   | 2   | -0.40     | -26 | 4                   | 11  | -63 | -26 | -26 | 1.7     | 8    | -11.7         | 2    | -1.6           | 17   |
| 0.10 Apr-22              | 1.5  | 1.4             | 101%           | 0.05  | 3   | 0   | -0.36     | -24 | 3                   | 8   | -47 | -24 | -24 | 2.7     | 1    | -12.3         | 1    | 0.1            | 15   |
| 4.70 Sep-22              | 1.8  | 0.0             | 100%           | -0.06 | -5  | -4  | -0.47     | -37 | 1                   | 9   | -60 | -34 | -34 | 1.6     | 10   | 8.7           | 17   | -0.7           | 16   |
| 0.45 Oct-23              | 3.0  | 0.0             | 80%            | 0.30  | 1   | 6   | -0.23     | -9  | 7                   | 17  | -38 | -9  | -9  | 2.2     | 3    | -4.2          | 4    | 4.4            | 3    |
| 5.70 May-24              | 3.3  | 0.0             | 100%           | 0.21  | -2  | 3   | -0.34     | -25 | 2                   | 10  | -52 | -14 | -14 | 1.0     | 15   | 15.5          | 19   | 3.2            | 8    |
| 1.25 Feb-25              | 4.2  | 0.0             | 100%           | 0.54  | 3   | 11  | -0.07     | 3   | 6                   | 16  | -27 | 3   | 3   | 1.7     | 7    | -5.8          | 3    | 5.0            | 1    |
| 2.40 Sep-25              | 4.6  | 0.0             | 69%            | 0.54  | 1   | 4   | -0.08     | -1  | 5                   | 9   | -30 | 1   | 1   | 1.6     | 11   | 2.5           | 14   | 4.5            | 2    |
| 1.00 Jun-26              | 5.5  | 0.0             | 100%           | 0.66  | 2   | 11  | 0.00      | 6   | 5                   | 13  | -25 | 8   | 8   | 1.4     | 13   | 0.2           | 12   | 4.4            | 4    |
| 0.25 Feb-27              | 6.2  | 0.0             | 83%            | 0.77  | 1   | 12  | 0.08      | 13  | 5                   | 14  | -13 | 13  | 13  | 2.3     | 2    | -4.1          | 5    | 4.3            | 5    |
| 2.50 Aug-28              | 7.2  | 0.0             | 84%            | 0.83  | 1   | 10  | 0.17      | 12  | 4                   | 11  | -12 | 12  | 12  | 2.1     | 4    | 3.5           | 15   | 3.4            | 7    |
| 2.75 Jul-29              | 7.8  | 0.0             | 67%            | 0.88  | 2   | 9   | 0.23      | 12  | 5                   | 9   | -12 | 14  | 14  | 1.7     | 9    | 3.8           | 16   | 3.1            | 9    |
| 0.05 Nov-29 *            | 9.0  | 13.7            | 57%            | 0.96  | 1   | 14  | 0.22      | 14  | 5                   | 10  | -11 | 14  | 14  | 1.8     | 6    | -2.1          | 7    | 3.0            | 10   |
| 0.95 May-30              | 9.0  | 0.0             | 80%            | 0.97  | 1   | 16  | 0.26      | 14  | 5                   | 14  | -10 | 15  | 15  | 1.6     | 12   | -1.0          | 9    | 2.9            | 11   |
| 1.20 Mar-31              | 9.6  | 3.0             | 69%            | 1.02  | 2   | 17  | 0.33      | 16  | 3                   | 11  | -11 | 16  | 16  | 2.0     | 5    | -3.1          | 6    | 2.7            | 12   |
| 2.00 Oct-33              | 11.5 | 0.0             | 80%            | 1.07  | 3   | 11  | 0.44      | 14  | 4                   | 6   | -8  | 20  | 20  | 1.4     | 14   | -0.1          | 11   | 2.2            | 14   |
| 4.20 Dec-36              | 12.3 | 0.0             | 63%            | 1.15  | 1   | 12  | 0.64      | 21  | 6                   | 10  | -6  | 36  | 36  | 0.5     | 16   | 1.1           | 13   | 2.6            | 13   |
| 1.50 Apr-40              | 16.7 | 8.6             | 63%            | 1.39  | 1   | 5   | 0.67      | 36  | 2                   | -2  | 21  | 56  | 56  | -0.3    | 18   | -0.3          | 10   | 3.9            | 6    |

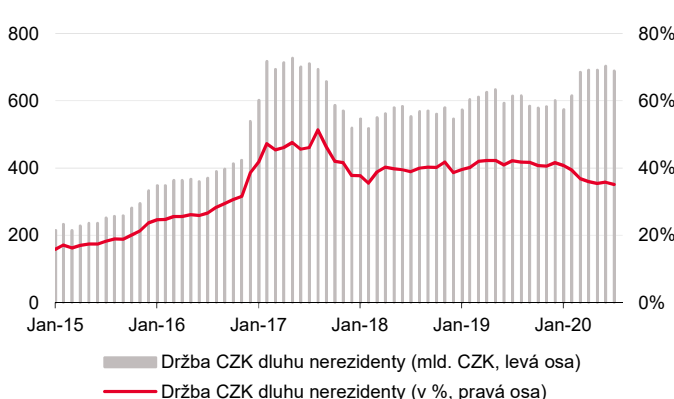
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
 Pozn.: Detailní popis v aktuálním vydání CZGB Auction Alert

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



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Podíl nerezidentů poklesl na 35,1 %**



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Struktura držitelů CZGB: domácí banky získávají zpět své pozice**

Po skokovém zvýšení nabídky státních dluhopisů v jarních měsících podíl zahraničních investorů na jejich držbě setrvale klesá. V srpnu dosáhl tento podíl 35,1 %, což je nejnižší hodnota od konce roku 2016. Přitom ještě na začátku roku držely zahraniční subjekty až 41,6 % všech českých státních dluhopisů. V absolutním vyjádření ale jejich objem od začátku roku vzrostl. **Většinu nových státních dluhopisů však poptávali zejména domácí subjekty v čele s bankami. Ty tak postupně obnovují své pozice z let před kurzovým závazkem**



**ČNB**, a to jak v nominálním, tak i relativním vyjádření. V následujících měsících očekáváme, že změny ve struktuře držitelů budou jen minimální a současný stav tak považujeme za nový standard.

### Rating: riziko snížení přetrvává

Ratingové agentury podle nás neberou realisticky v potaz výhled veřejných financí. Jeho přehodnocení tak může vést ke snížení výhledu či ratingu samotného.

Dosavadní hodnocení hlavních ratingových agentur skončilo beze změny. **Česká republika si tak i nadále drží čtvrtý nejvyšší stupeň u všech tří agentur. I nadále však vidíme riziko zhoršení výhledu nebo i snížení samotného ratingu.** Hlavní změnou v hodnocení totiž podle nás budou tuzemské veřejné finance. Jejich výhled se v průběhu letoška dramaticky zhoršil. Nicméně ještě donedávna Ministerstvo financí nezveřejňovalo svůj střednědobý rozpočtový výhled, což znemožňovalo adekvátně vyhodnotit další vývoj veřejných financí v následujících letech. Právě nízké deficity byly vždy hlavním důvodem tak vysokého ratingu v rámci regionu i celé Evropy. Dosavadní prognózy ratingových agentur tak předpokládaly rychlou konsolidaci veřejných financí a návrat k vyrovnanému hospodaření. Ve srovnání s naší prognózou ve všech třech případech počítají v průměru s o dva procentními body nižším deficitem veřejných financí v příštím roce. Je tak pouze otázkou času, kdy ratingové agentury vezmou v potaz aktuální výhledy vlády a zrevidují své prognózy. Takový posun podle nás může vést právě ke změně výhledu či ratingu. Nejbližší hodnocení proběhne již na konci tohoto měsíce agenturou S&P, jejíž hodnocení České republiky považujeme za nejoptimističtější. Ostatní agentury by měly k dalšímu přehodnocení přistoupit až v příštím roce.

### Přehled ratingu hlavních agentur pro Českou republiku

|         | Domácí závazky | Výhled | Zahraniční závazky | Výhled | Další hodnocení |
|---------|----------------|--------|--------------------|--------|-----------------|
| S&P     | AA             | STABLE | AA-                | STABLE | 30.10.2020      |
| Moody's | Aa3            | STABLE | Aa3                | STABLE |                 |
| Fitch   | AA-            | STABLE | AA-                | STABLE |                 |

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Trh českých sazeb IRS: krátký konec potápí očekávání investorů

Krátký konec IRS křivky brání pesimistická očekávání investorů. Delší konec se však z druhé vlny pandemie rychle oklepal a pokračuje v růstu. Tento trend podle nás bude pokračovat i v následujících měsících.

Druhá vlna pandemie se podepsala zejména na kratším konci křivky úrokových swapů, který se vrátil na dosah letošních nejnižších hodnot z poloviny května. Delší konec však poklesl jen minimálně a od svých říjnových nejnižších hodnot stihl opět vzrůst téměř o deset bodů. Aktuálně strmější tvar křivky je v souladu s naší předchozí prognózou, nicméně její úroveň je vlivem druhé vlny pandemie nižší. V tomto směru doznala změn i naše nová prognóza, nicméně **i nadále očekáváme postupný růst úrokových sazeb a to zejména v delších splatnostech.** Kratší konec bude podle nás i nadále ukotven neutrálním postavením a vyčkávací strategií ČNB. I tak ale současná očekávání trhu nabízejí prostor pro mírnou korekci v kratších splatnostech směrem nahoru. Aktuálně investoři dávají zhruba 60% šanci snížení úrokových sazeb ČNB v horizontu šesti měsíců (za předpokladu technické nuly na úrovni 0,05 %), jako reakci centrální banky na aktuální průběh druhé vlny a jeho dopadu na ekonomiku. Naše prognóza další snížení základní úrokové sazby již nepředpokládá (více v *ČNB Focus*). Oproti předchozím *Ekonomickým výhledům* jsme změnili naše doporučení z CZK 2s5s steepener na 2s10s steepener, které podle nás v současné situaci nabízí větší potenciál k růstu a lépe chrání před rizikem delšího průběhu současné krize.

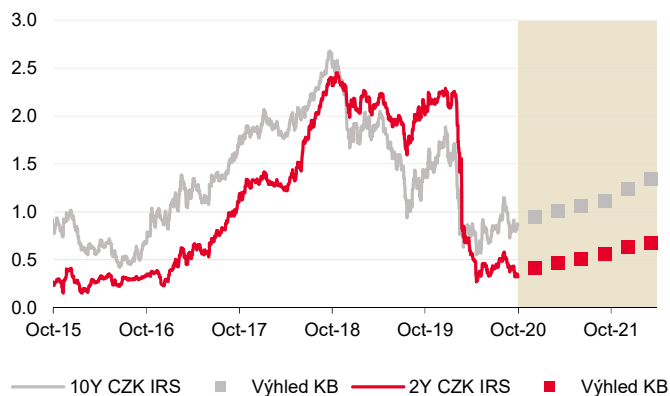
### Výhled pro CZK IRS (%)

|     | Q4 20f | Q1 21f | Q2 21f | Q3 21f | Q4 21f |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2Y  | 0,40   | 0,45   | 0,50   | 0,55   | 0,65   |
| 5Y  | 0,65   | 0,70   | 0,80   | 0,85   | 0,95   |
| 10Y | 0,95   | 1,00   | 1,05   | 1,10   | 1,25   |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

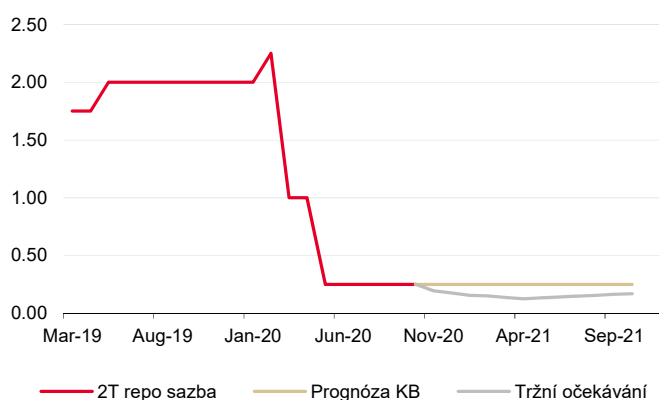


Prognóza IRS (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Část trhu sází na další snížení úrokových sazeb ČNB

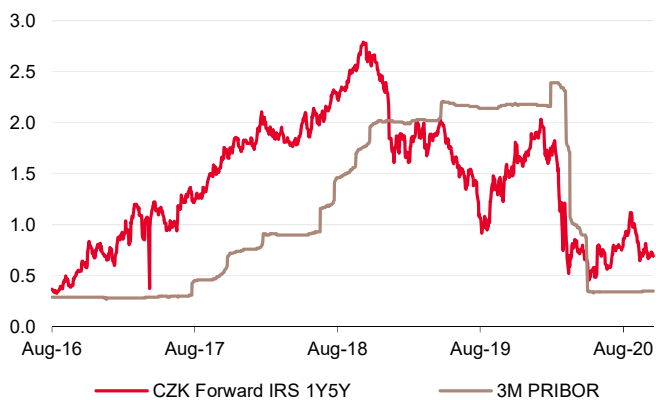


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Podmínky úrokového zajištění se opět zlepšily

Aktuální pokles úrokových sazeb na trhu opět otevřel možnosti výhodného zajištění nízkých úrokových sazeb do budoucna. Ačkoli druhá vlna nesrazila sazby na takové úrovni, jaké jsme viděli na jaře, **podmínky na trhu jsou z pohledu zajištění velmi výhodné**. Finanční trhy zhruba z poloviny počítají se snížením úrokových sazeb ČNB na nulu, což dělá současné hodnoty ještě atraktivnější a zároveň případné snížení už další významný pokles nepřinese. Obdobný vývoj zaznamenaly i eurové a dolarové úrokové sazby, které zejména v kratších splatnostech dosáhly svého historického dna nebo mu jsou na dosah.

Druhá vlna opět otevírá možnosti úrokového zajištění



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     | 0.26 | 0.30 | 0.30 | 0.41 | 0.58 | 0.85 |
| Forward |          |      |      |      |      |      |      |
| 3M      | 0.23     | 0.25 | 0.27 | 0.32 | 0.42 | 0.59 | 0.87 |
| 6M      | 0.22     | 0.26 | 0.28 | 0.36 | 0.47 | 0.62 | 0.89 |
| 9M      | 0.27     | 0.29 | 0.34 | 0.41 | 0.51 | 0.66 | 0.91 |
| 1Y      | 0.31     | 0.31 | 0.40 | 0.45 | 0.56 | 0.69 | 0.94 |
| 18M     | 0.31     | 0.45 | 0.50 | 0.57 | 0.66 | 0.76 | 0.98 |
| 2Y      | 0.59     | 0.60 | 0.66 | 0.69 | 0.75 | 0.84 | 1.03 |
| 3Y      | 0.78     | 0.78 | 0.82 | 0.83 | 0.86 | 0.94 | 1.11 |

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ke dni 27. 10. 2020

## Bankovní sektor



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

### Další stres pro bankovní sektor

Druhá vlna pandemie COVID-19 zhoršila náš výhled na vývoj bankovního sektoru. Další hospodářský pokles ve čtvrtém čtvrtletí a pomalejší očekávané oživení pro příští rok dohromady se zvýšenou nejistotou ovlivní negativně úvěrovou expanzi, zatímco vyšší sklon k úsporám přetrvává. Šestiměsíční dluhové moratorium vyprší koncem října, nicméně další odklady splátek budou umožněny na individuální bázi. Spotřebitelská poptávka nezpomalila tak, jak jsme se z počátku obávali, což souvisí s oproti očekáváním lepším vývojem na trhu práce. Nicméně v důsledku druhé pandemické vlny čekáme zvýšení nezaměstnanosti a pomalejší růst mezd. Toto indikuje i pomalejší růst spotřebitelských úvěrů.

### Realitní trh stále roste

Investice do bydlení podporuje během pandemie realitní trh.

Za jinak obvyklých podmínek by velikost šoku do ekonomiky, jakého jsme svědky v roce 2020, implikovala pokles cen nemovitostí. Nicméně letošní šok byl unikátní a pravděpodobně spíše krátkodobý, zatímco domácnosti a firmy budou nadále výrazně podporovány vládními programy. V roce 2020 zrušení daně z převodu nemovitostí a uvolněnější měnové podmínky poskytly dodatečnou podporu realitnímu trhu. Z tohoto důvodu očekáváme sice významné zpomalení růstu cen nemovitostí ale nikoliv jejich pokles. V roce 2020 zůstává poptávka po novém bydlení zvýšená a pro tento rok odhadujeme růst cen bytů o 6,8 %. V roce 2021 čekáme růst cen bytů o pouhých 2,1 % a přibližně nezměněné ceny pro rok 2022 jakožto opožděný důsledek slabé ekonomiky.

### 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 |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|------|------|------|
| <b>Bankovní úvěry</b>             |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |       |      |      |      |
| <b>Celkem</b>                     | 6,9   | 5,4   | 3,6   | 3,9   | 1,9   | 2,9   | 4,3   | 4,3   | 4,9  | 4,9  | 3,4   | 5,0  | 6,0  | 6,0  |
| Úvěry domácnostem na byt. potřeby | 7,1   | 7,2   | 6,7   | 6,6   | 5,6   | 4,9   | 4,8   | 3,8   | 7,3  | 6,9  | 4,8   | 4,5  | 5,4  | 6,1  |
| Spotřebitelské úvěry domácnostem  | 7,0   | 4,7   | 2,5   | 3,1   | 2,7   | 3,1   | 4,0   | 3,9   | 6,7  | 4,3  | 3,4   | 5,3  | 6,9  | 7,0  |
| Úvěry nefinančním podnikům        | 6,4   | 4,9   | 1,4   | 1,6   | 0,5   | 2,7   | 5,5   | 6,4   | 4,2  | 3,6  | 3,8   | 5,7  | 5,7  | 5,1  |
| <b>Bankovní vklady</b>            |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |       |      |      |      |
| <b>Celkem</b>                     | 10,9  | 9,3   | 13,9  | 9,3   | 7,7   | 7,0   | 0,9   | 5,8   | 9,6  | 10,8 | 5,4   | 4,2  | 5,5  | 5,5  |
| Obyvatelstvo                      | 8,0   | 10,0  | 9,6   | 8,9   | 6,8   | 4,3   | 3,1   | 3,1   | 7,2  | 9,1  | 4,3   | 3,9  | 5,6  | 5,4  |
| Nefinanční podniky                | 11,7  | 9,3   | 12,9  | 11,3  | 8,3   | 7,6   | 5,0   | 6,5   | 5,1  | 11,3 | 6,8   | 5,4  | 4,3  | 5,3  |
| Ostatní                           | 15,5  | 8,1   | 21,5  | 8,2   | 8,7   | 11,0  | -4,8  | 11,4  | 17,9 | 13,3 | 6,6   | 3,7  | 6,1  | 5,7  |
| <b>Podíly na HDP</b>              |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |       |      |      |      |
| Podíl úvěrů na HDP                | 62,1  | 63,1  | 63,7  | 64,7  | 66,4  | 65,6  | 66,0  | 64,3  | 60,7 | 63,4 | 65,6  | 64,1 | 64,6 | 65,3 |
| Podíl vkladů na HDP               | 91,7  | 95,4  | 101,5 | 93,5  | 103,6 | 103,1 | 101,8 | 94,3  | 86,6 | 95,5 | 100,7 | 97,6 | 98,0 | 98,6 |
| Podíl úvěrů na vkladech           | 67,7  | 66,2  | 62,7  | 69,2  | 64,1  | 63,6  | 64,8  | 68,2  | 70,2 | 66,5 | 65,2  | 65,7 | 66,0 | 66,3 |
| <b>Úrokové sazby</b>              |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |       |      |      |      |
| Úvěry pro bytové potřeby          | 2,6   | 2,4   | 2,3   | 2,2   | 2,0   | 1,8   | 1,9   | 1,9   | 2,7  | 2,4  | 1,9   | 2,0  | 2,4  | 2,8  |
| Spotřebitelské úvěry              | 8,2   | 8,0   | 8,1   | 9,6   | 8,8   | 9,1   | 8,7   | 8,5   | 8,4  | 8,5  | 8,8   | 8,4  | 8,7  | 9,0  |
| Úvěry nefinančním podnikům        | 3,2   | 2,3   | 1,4   | 2,1   | 1,8   | 2,2   | 2,1   | 2,1   | 3,3  | 2,3  | 2,1   | 2,1  | 2,6  | 3,3  |
| <b>Podíl úvěrů v selhání</b>      |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |       |      |      |      |
| Úvěry pro bytové potřeby          | 1,1   | 1,1   | 1,2   | 1,4   | 1,7   | 1,8   | 1,9   | 1,9   | 1,3  | 1,2  | 1,8   | 2,0  | 2,0  | 2,0  |
| Spotřebitelské úvěry              | 4,1   | 4,3   | 4,3   | 4,9   | 6,0   | 5,8   | 6,3   | 7,0   | 4,2  | 4,4  | 6,3   | 7,7  | 8,5  | 8,5  |
| Úvěry nefinančním podnikům        | 3,1   | 3,2   | 3,2   | 4,1   | 4,9   | 5,7   | 6     | 6,2   | 3,4  | 3,4  | 5,7   | 5,7  | 5,2  | 4,9  |

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

Slabá ekonomika dohromady s projekcí vývoje realitního trhu ovlivňují i prognózu vývoje hypoték. Navzdory zvýšené nejistotě v roce 2020 bude expanze úvěrů na bydlení v letošním roce přibližně stejná jako v roce 2019. Nižší úrokové sazby a volnější podmínky pro

poskytování hypoték (ČNB snížila limity na hypotéky a snížila proticyklickou kapitálovou rezervu), v kombinaci s pravděpodobně vyšším sklonem investovat do bydlení během pandemie vedly ke zvýšení poptávky. Nicméně s ekonomickým útlumem očekáváme v následujících dvou letech zpomalení růstu úvěrů na bydlení.

### Úvěry nefinančním korporacím zpomalují

Korporace čelí zvýšené nejistotě.

**Úvěry pro podniky byly od březnového vypuknutí pandemie zasaženy citelně více.** Vládní programy nevytvořily dostatečnou incentivu pro úvěrovou expanzi. Až do října činil celkový objem úvěrů v rámci COVID II programu méně než 13 mld. CZK. Úvěry korporacím mezi prvním a třetím čtvrtletím na mezikvartální bázi klesaly. Pro čtvrté čtvrtletí odhadujeme mírně zlepšené výsledky z důvodu oživení ve třetím čtvrtletí. Lhůta pro podání návrhu na mimořádné moratorium u insolvenčního soudu byla prodloužena do 30. června 2021. Odklady splátek bude možno řešit individuálně. V říjnu činil celkový objem úvěrů pod moratorium více než 140 mld. CZK. Další vládní podpora a garance v rámci COVID programu za využití ČMZRB a EGAP zůstávají v platnosti a vytvářejí tak potenciál pro dodatečnou úvěrovou expanzi. Nicméně nejistý výhled nepovede společnosti k navýšení investic a podstupování většího rizika. V souhrnu čekáme pomalý růst úvěrů do doby, než se epidemická a potažmo hospodářská situace zlepší, s čímž počítáme v příštím roce.

### Domácnosti hromadí depozita

**S tím, jak se v době pandemie zvýšila nejistota, růst depozit akceleroval přibližně na 14 % meziročně.** Po druhé vlně očekáváme, že toto chování domácností přetrvá alespoň do poloviny roku 2021. Jak korporátní depozita, tak vklady domácností pravděpodobně porostou. Nicméně jejich růst by měl zpomalovat vzhledem k pomalejšímu ekonomickému růstu.

### Domácnosti hromadí depozita

**Hospodářský pokles povede k růstu objemu podílu úvěrů v selhání (NPL).** Nicméně tento podíl by neměl dosáhnout nárůstu z let 2010 – 2016. Počáteční podmínky byly v roce 2020 citelně příznivější, šok do ekonomiky by měl být spíše krátkodobý, zatímco reakce hospodářské politiky více expanzivní v relaci k velikosti šoku. Očekáváme, že podíl NPL v případě spotřebitelských úvěrů přesáhne 8 % v roce 2023. NPL v případě nefinančních korporací pravděpodobně porostou rychleji a dosáhnou zhruba 6 % v příštím roce. NPL u úvěrů na bydlení by se měly zvýšit pouze ke 2 %.

## Klíčové ekonomické ukazatele

### Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

|                             |                  | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-----------------------------|------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| HDP                         | reálný, %        | 5,4  | 3,2  | 2,3  | -7,6 | 3,0  | 4,6  | 2,7  | 2,8  |
| Inflace                     | průměr období, % | 2,5  | 2,1  | 2,8  | 3,2  | 2,3  | 1,9  | 2,3  | 1,9  |
| Běžný účet platební bilance | % HDP            | 1,5  | 0,4  | -0,3 | 2,2  | 2,3  | 2,7  | 1,9  | 1,7  |
| 3M PRIBOR                   | průměr           | 0,4  | 1,3  | 2,1  | 0,9  | 0,4  | 0,4  | 0,9  | 1,6  |
| CZK/EUR                     | průměr           | 26,3 | 25,6 | 25,7 | 26,6 | 26,3 | 25,5 | 25,2 | 24,7 |
| CZK/USD                     | průměr           | 23,4 | 21,7 | 22,9 | 23,3 | 21,4 | 19,5 | 18,8 | 18,0 |

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

### Měna a úrokové sazby - výhled

|           |              | 26.10.2020 | Dec-20 | Mar-21 | Jun-21 | Sep-21 | Dec-21 |
|-----------|--------------|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| CZK/EUR   | konec období | 27,4       | 27,0   | 26,5   | 26,3   | 26,2   | 26,0   |
| USD/EUR   | konec období | 1,18       | 1,18   | 1,20   | 1,22   | 1,25   | 1,27   |
| CZK/USD   | konec období | 23,2       | 22,9   | 22,1   | 21,6   | 21,0   | 20,5   |
| 3M PRIBOR | konec období | 0,35       | 0,35   | 0,35   | 0,35   | 0,35   | 0,35   |
| 10Y IRS   | konec období | 0,84       | 0,95   | 1,00   | 1,05   | 1,10   | 1,25   |

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

### Měsíční makroekonomická data

|                      |                         | I-20 | II-20 | III-20 | IV-20 | V-20   | VI-20  | VII-20 | VIII-20 | IX-20  |
|----------------------|-------------------------|------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|---------|--------|
| Inflace (CPI)        | %, m/m                  | 3,6  | 3,7   | 3,4    | 3,2   | 2,9    | 3,3    | 3,4    | 3,3     | 3,2    |
| Inflace (CPI)        | %, y/y                  | 1,5  | 0,3   | -0,1   | -0,2  | 0,4    | 0,6    | 0,4    | 0,0     | -0,6   |
| Výrobní ceny (PPI)   | %, m/m                  | 2,4  | 1,4   | 0,4    | -0,8  | -0,9   | -0,3   | -0,1   | -0,5    | -0,4   |
| Výrobní ceny (PPI)   | %, y/y                  | 1,3  | -0,7  | -0,5   | -0,5  | 0,4    | -0,1   | 0,1    | -0,3    | 0,2    |
| Míra nezaměstnanosti | %, MPSV                 | 3,1  | 3,0   | 3,0    | 3,4   | 3,6    | 3,7    | 3,8    | 3,8     | 3,8    |
| Průmyslové tržby     | %, y/y, stálé ceny      | -1,3 | -0,3  | -10,2  | -35,2 | -29,0  | -5,6   | -4,9   | -8,0    | n.a.   |
| Průmyslová produkce  | %, y/y, stálé ceny      | 0,5  | 0,6   | -9,5   | -36,3 | -29,2  | -5,5   | -3,6   | -7,1    | n.a.   |
| Stavebnictví         | %, y/y, stálé ceny      | 6,0  | 5,3   | -0,3   | -4,6  | -7,7   | -11,5  | -10,4  | -9,7    | n.a.   |
| Maloobchodní tržby   | %, y/y, stálé ceny      | 1,6  | 3,5   | -12,0  | -21,4 | -12,5  | -2,9   | -0,9   | -2,6    | n.a.   |
| Zahraniční obchod    | mld. CZK (národní met.) | 17,7 | 20,5  | 0,8    | -24,7 | -0,4   | 35,2   | 14,4   | 7,6     | n.a.   |
| Běžný účet PB        | mld. CZK                | 24,0 | 37,9  | 17,6   | -4,1  | 4,8    | 6,8    | 20,6   | 16,4    | n.a.   |
| Finanční účet PB     | mld. CZK                | 16,1 | 49,9  | 48,7   | -2,3  | 15,5   | -11,7  | 20,3   | 26,6    | n.a.   |
| M2                   | %, y/y                  | 8,0  | 7,9   | 9,9    | 9,3   | 9,0    | 9,5    | 10,1   | 9,8     | n.a.   |
| Státní rozpočet      | mld, CZK (od zač. roku) | -8,0 | -27,4 | -44,7  | -93,8 | -157,4 | -195,2 | -205,1 | -230,3  | -252,7 |
| 3M PRIBOR            | %, průměr               | 2,17 | 2,34  | 1,95   | 0,96  | 0,46   | 0,34   | 0,34   | 0,34    | 0,34   |
| CZK/EUR              | průměr                  | 25,2 | 25,1  | 26,6   | 27,3  | 27,3   | 26,7   | 26,5   | 26,2    | 26,7   |
| CZK/USD              | průměr                  | 22,7 | 23,0  | 24,1   | 25,1  | 25,0   | 23,7   | 23,1   | 22,1    | 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\_guertler@kb.cz



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

### Akciový analytik



**Bohumil Trampota**  
(420) 222 008 560  
bohumi\_l\_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



**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

Bertrand Delgado



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