

Čtvrtletní zpráva

# Ekonomické výhledy

Plížením vpřed!



©iStock

- **Pomalé oživení ekonomiky** Po loňské stagnaci letos očekáváme růst HDP pouze o 0,7 % a příští rok jeho zrychlení na 1,9 %. Oproti minulé prognóze jde o horší výhled, nadále ale předpokládáme, že k oživení ekonomiky přispěje vyšší spotřeba domácností, kterou by měl podpořit pokračující růst reálných mezd. Výkon průmyslu zůstane letos slabý.
- **Inflace by v roce 2025 měla klesnout pod cíl** Letos ji odhadujeme v průměru na 2,3 % a v příštím roce čekáme její pokles na 1,7 %. Pod dvouprocentní cíl by inflaci měla pomoci zejména nižší dynamika jadrových a regulovaných cen, která bude odrážet nadměrně utaženou měnovou politiku, stále slabou poptávku a klesající ceny energií.
- **ČNB bude pokračovat se snižováním sazeb** Zatímco však centrální bankéři předznamenávají zpomalení jeho tempa, nově zveřejněná data hovoří ve prospěch dalšího výraznějšího uvolnění měnové politiky. Na konci roku očekáváme základní repo sazbu na 3,75 % a k dosažení její terminální úrovně ve výši 3,5 % by podle nás mělo dojít v únoru příštího roku.
- **Pokles tržních sazeb by mohl být u konce** Obnovení pozitivního sklonu korunové křivky by v příštím roce mohl napomoci růst zahraničních sazeb s delší splatností odrážející obavy o zhoršenou fiskální pozici velkých ekonomik.
- **Koruně se blýská na lepší časy** Oporou by pro korunu mělo být jak pouze pozvolné uvolňování měnové politiky ČNB a zlepšování fundamentů domácí ekonomiky, tak redukce dlouhých dolarových pozic v souvislosti se zahájením snižování úrokových sazeb Fedu.



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



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



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



**Kevin Tran Nguyen**  
(420) 222 008 569  
kevin\_tran@kb.cz



**Jaromír Gec**  
(420) 222 008 598  
jaromir\_gec@kb.cz

## Všechno je jinak. Anebo ne?



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

Poslední čtyři roky se česká ekonomika musela potýkat s několika významnými šoky, které primárně neměly ekonomický původ, ale jejich makroekonomické dopady byly zásadní. Nejprve to byla v roce 2020 pandemie covidu, koncem února 2022 pak Rusko napadlo Ukrajinu, což mimo jiné spustilo energetickou krizi. Nejenom zhoršení geopolitické situace se promítlo do ochromení globálních výrobních a dodavatelských řetězců. **Letošní rok měl být prvním relativně normálním rokem. Práci na nové makroekonomické prognóze ale o moc snadnější nemáme, nejistoty v celé řadě oblastí zůstávají významné.** Těm nejdůležitějším se v tomto letním vydání *Ekonomických výhledů* Komerční banky věnujeme ve speciálních boxech.

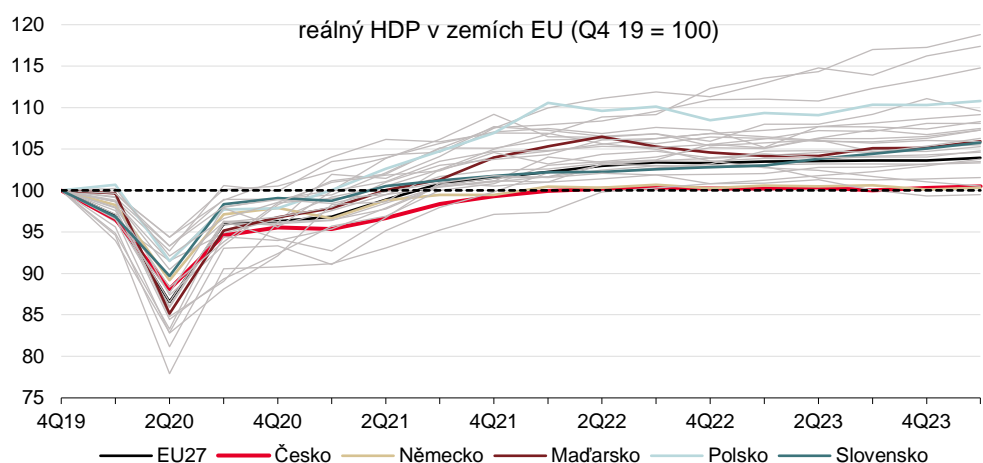
Revidovaná data národního účetnictví ze strany ČSÚ upravila obrázek dosavadního vývoje české ekonomiky.

**Těsně před letními prázdninami zveřejnil ČSÚ revizi dat národních účtů.** Ta pokryla roky 1990 až 2020, za roky 2021 a 2022 pak již máme definitivní sestavu dat a za rok 2023 zatím pouze předběžnou. Mimořádná revize předchozích třech dekád znamenala kvantitativně pouze nepatrné změny. Úpravy za první léta aktuální třetí dekády ale přinesly zpřesnění ekonomického příběhu těchto let, odstranění některých obtížně vysvětlitelných tendencí a celkově zlepšení konzistence jednotlivých indikátorů. **Z kvantitativního pohledu nebyl rozsah revize nijak mimořádný, z kvalitativního pohledu se ale příběh změnil, i když je otázkou, jak moc.**

Předpandemické úrovně jsme dosáhli již před více než dvěma lety.

**Úrovně předpandemické produkce česká ekonomika dosáhla již v prvních měsících roku 2022.** Ještě v předchozích *Ekonomických výhledech* jsme dumali nad tím, proč jako poslední země EU nad touto úrovní ještě nejsme. Jsme, a to již více než dva roky. Podle revidovaných dat jsme nakonec ani nezažili technickou recesi druhé poloviny roku 2022 kvůli drahým energetickým komoditám. Největší podíl na vzestupné revizi úrovně HDP jde za spotřebou domácností. Ta je sice stále hlavním důvodem slabšího růstu tuzemské ekonomiky, ale loňský propad, který dříve téměř dosahoval úrovně z pandemie, je nyní daleko mírnější. To z části souvisí i se změnou zachycení ukrajinských uprchlíků jako rezidentů.

### Na předpandemické úrovni jsme již od roku 2022, nemůžeme se ale od ní odrazit



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Poslední dva roky se ovšem potýkáme s anemickým růstem a aktuální růstové momentum slábne.

**Nicméně aktuální růstové momentum příliš povzbudivé není.** Ano, předpandemické úrovně bylo dosaženo na počátku roku 2022. Ale jak rozebírá v *Boxu 2* Martin Gürtler, spíše než vyšší růstovou dynamikou v letech 2020 a 2021 to bylo dáno revizí konce roku 2019, se kterým se porovnáváme, směrem dolů. Dosažení předpandemické hodnoty reálné produkce se ale nyní zdá být v podstatě stropem, v posledních více než dvou letech se totiž od této úrovně tuzemská ekonomika nemůže odpoutat. Revidovaná data za poslední čtvrtletí pak ukazují na ztrátu růstového momenta, když mezičtvrtletní růst očištěný o sezónnost a počty pracovních

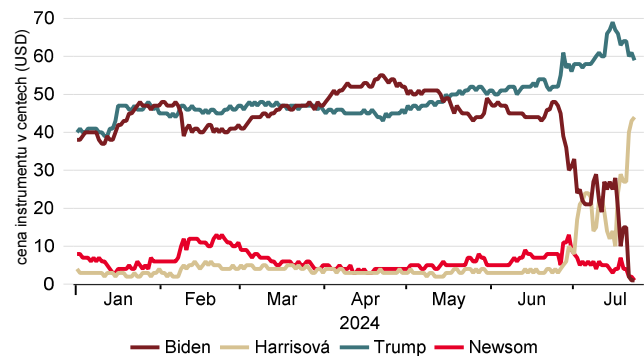
dnů zpomaluje (po +0,3 % v Q4 23 na +0,2 % v Q1 24, pro Q2 24 činí náš odhad +0,1 %). Ve světle pokračující průmyslové krize v Německu není divu.

Vnímáme riziko kolem amerických prezidentských voleb, které může hrát v neprospěch rozvíjejících se ekonomik a jejich měn.

**Významným zdrojem nejistoty na globální úrovni je geopolitika.** Viděli jsme, jak tradičně spíše méně významné volby do Evropského parlamentu zásadně ovlivnily francouzskou politickou scénu. A zřejmě nás čeká horký podzim. Jednak se bude formovat nová Evropská komise, a pak se uskuteční prezidentské volby v USA. Z pohledu aktuálního prezidenta

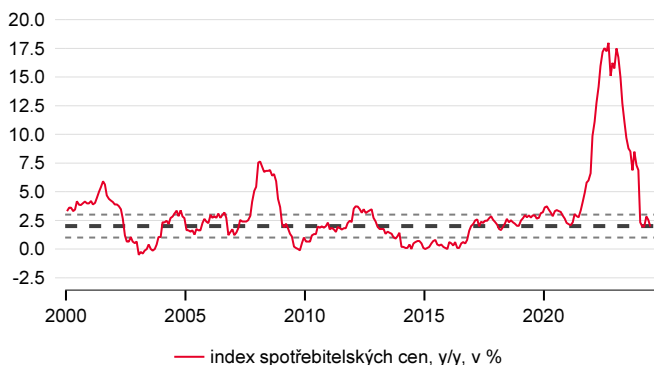
J. Bidena první nepovedená debata s vyzyvatelem a předchozím prezidentem D. Trumpem vyvolala spekulace, zda bude schopen v boji o Bílý dům pokračovat. Nakonec se ukázalo, že ne. V tuto chvíli je tedy favoritem dle předvolebních průzkumů i finančních trhů D. Trump. Jana Steckerová v *Boxu 1* shrnuje pravděpodobné ekonomické dopady prezidentských voleb. Trumpovo vítězství by podle ní znamenalo tlak na veřejné finance, relativně vyšší inflaci, a tedy i úrokové sazby. Trump by zřejmě navázal na snahu ze svého prvního mandátu vracet výrobu do USA, která je ovšem dražší.

Podle PredictIt<sup>1</sup> míří D. Trump k vítězství



Zdroj: PredictIt, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: PredictIt zohledňoval i to, že J. Biden nakonec odstoupí a nahradí ho současná viceprezidentka K. Harrisová či guvernér Kalifornie G. Newsom.

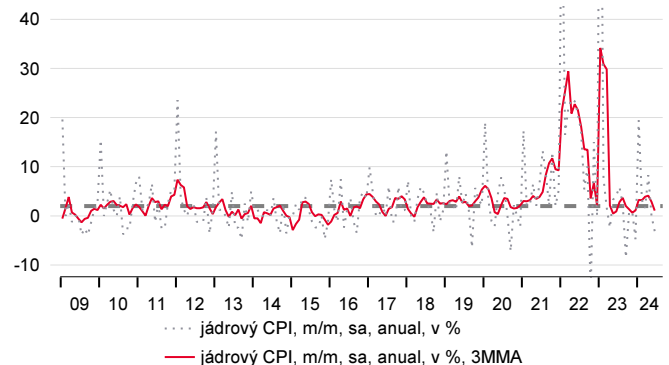
Tuzemská inflace je na svém cíli



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

Ceny potravin jsou volatilní, jádrová inflace je pod kontrolou.

Aktuální dynamika jádrové inflace je též na cíli



Zdroj: ČSÚ, ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Meziměsíční anualizovaná změna, sezónně očištěno (Census X-13), tříměsíční klouzavý průměr

**Inflace v Česku je na svém dvouprocentním cíli.** Byla na něm na konci prvního čtvrtletí a po dubnovém vzednutí k 2,9 % y/y se v červnu na svůj cíl vrátila. Spolu s meziročně dražšími pohonnými hmotami byly hlavním viníkem dočasného inflačního vzestupu ceny potravin, které jsou v posledním období opravdu rozkolísané a těžko predikovatelné. Kevin Tran Nguyen se tedy v *Boxu 3* na toto téma zaměřil, a to zejména z pohledu cenotvorby v jednotlivých částech

<sup>1</sup> PredictIt je novozélandský online trh s předpověďmi, který nabízí instrumenty navázané na uskutečnění nějaké politické či finanční události. PredictIt vlastní a provozuje Victoria University of Wellington s podporou společnosti Aristotle, Inc. PredictIt používá k prodeji instrumentu pro každou událost na svých trzích průběžnou dvoustrannou aukci. To znamená, že na každou osobu, která předpovídá, že se událost uskuteční, musí připadat jiná osoba, která předpovídá, že se událost neuskuteční.

potravinářského výrobního řetězce. Dospívá k závěru, že ve zbytku letošního roku bychom se měli dočkat dezinflační či dokonce deflační tendence v cenách potravin. Pro rok 2025 se ale kumulují rizika ve směru dražších potravin.

To hlavní na současné inflační konstelaci v tuzemsku je to, že **s dvouprocentním cílem je v podstatě konzistentní i vývoj jádrové inflace**. Ceny ve službách, které byly dlouhou dobu rezistentní, již zřejmě také mají svůj vrchol za sebou. A protože i naše prognóza ukazuje, že inflace bude příští rok v průměru dokonce lehce pod cílem, ČNB může dále snižovat úrokové sazby. Vzhledem k dosavadní opatrné rétorice a komunikaci naznačující návrat ke standardním změnám měnověpolitických sazeb o 25 bb předpokládáme, že právě tímto tempem se sazby budou na každém zasedání postupně přibližovat neutrální úrovni, kterou vidíme na 3,50 % a jejíž dosažení předpokládáme v prvním čtvrtletí příštího roku.

**Přes stále pouze anemický růst ekonomiky jako celku zůstane trh práce napjatý.** Po revizi národních účtů to navíc vypadá, že propad reálných mezd byl výraznější, než tomu bylo v případě produktivity. Reálné mzdy tak mají prostor pro růst v dalších čtvrtletích, aniž by generovaly inflační tlaky. Mzdový nárůst by měl být hlavním motorem spotřeby domácností jako klíčového faktoru letošního růstu české ekonomiky. Tuzemský volební cyklus se podle nás pozitivně odrazí v platové sféře, a to již na podzim. Z pohledu dlouhodobého neboli potenciálního růstu a udržení konkurenceschopnosti ekonomiky je ale nezbytné posílit investiční aktivitu. Tady by mělo pomoci snížení měnové restrikce a návrat úrokových sazeb k neutrální úrovni s prvními měsíci roku 2025.

Krásné léto nejenom s *Ekonomickými výhledy* Komerční banky!

## Obsah

<b>Vnější prostředí a předpoklady prognózy</b> .....	<b>6</b>
Box 1: Americké volby: vyšší volatilita, rozvíjející se trhy mohou trpět .....	7
<b>Makroekonomická prognóza</b> .....	<b>12</b>
Box 2: Revize národních účtů a jejich dopad na hodnocení ekonomiky .....	15
Box 3: Potraviny mají stále prostor zlevňovat, ten se ale postupně zužuje.....	20
<b>Měnová politika</b> .....	<b>24</b>
<b>Fiskální politika</b> .....	<b>26</b>
<b>Tabulka prognózy</b> .....	<b>30</b>
<b>Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy</b> .....	<b>31</b>
<b>Korunový devizový trh</b> .....	<b>37</b>
<b>Bankovní sektor</b> .....	<b>41</b>
<b>Klíčové ekonomické ukazatele</b> .....	<b>46</b>
<b>Upozornění</b> .....	<b>47</b>

## Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

### Inflace na ústupu na obou stranách Atlantiku

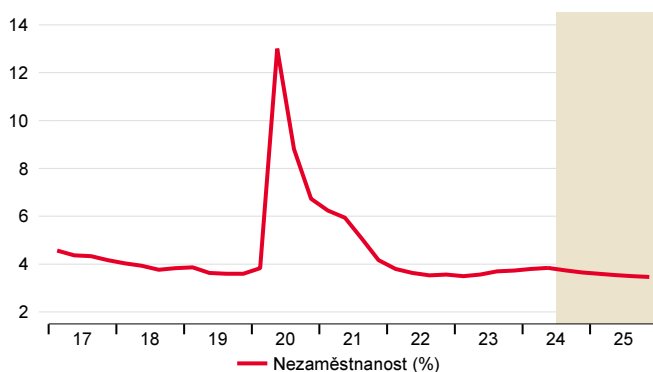
**Inflace v USA i eurozóně zvolňuje. V eurozóně tak s poměrně velkou dávkou jistoty očekáváme v září další snížení úrokových sazeb. Kvůli překvapení, které ve Spojených státech přinesla červnová inflace, jsme očekávání prvního uvolnění měnových podmínek posunuli na září i zde. Dále by měl Fed sazby redukovat o čtvrt procentního bodu každé čtvrtletí, a to až do doby, než dosáhnou z našeho pohledu neutrální úrovně, tedy 3,25-3,50 %. Naopak v eurozóně nemusí být po předpokládaném zářijovém snížení sazeb vývoj měnové politiky přímočarý. Vzhledem k poměrně robustnímu mzdovému růstu a vysoké jádrové inflaci si ECB může dát se snižováním úrokových sazeb v prosinci pauzu. Náš základní scénář zatím nicméně počítá s jejich redukcí o čtvrt procentního bodu každé čtvrtletí, a to v případě depozitní sazby až k 2,5 %, což považujeme za její neutrální úroveň. Spotřeba domácností by měla zůstat motorem ekonomického růstu v USA i eurozóně. Recesi ani v jednom případě neočekáváme.**

### USA: inflace zpomaluje, což přiblížilo pokles sazeb Fedu

Červnová inflace překvapila ve směru dolů a posílila tak sázky na snižování sazeb Fedu.

**Cenové tlaky ve Spojených státech začínají postupně slábnout.** Červnová meziroční inflace překvapila oproti očekávání nižší úrovní, když dosáhla 3,0 %. Jádrové ceny vzrostly o 0,1 % m/m (SA), tedy nejpomalejším tempem od roku 2021. V meziročním srovnání klesla jádrová inflace z květnových 3,4 % na 3,3 %, což je nejméně za poslední tři roky. Zároveň růst cen nájemného, které tvoří třetinu amerického spotřebního koše a je pro udržitelné dosažení inflačního cíle klíčový, začíná zpomalovat (v červnu + 0,2 % m/m). Z těchto důvodů jsme první snížení úrokových sazeb o 25 bb v naší prognóze posunuli z března příštího roku na září toho letošního. Poté, co Fed přistoupí k prvnímu snížení sazeb, by měl podle naší prognózy v těchto krocích pokračovat tempem jednou (-25 bb) za každé čtvrtletí, a to až do doby, než klíčová úroková sazba dosáhne své neutrální úrovně. Tu nyní odhadujeme na 3,25-3,50 %. Zároveň tržní očekávání, která počítají do ledna se snížením sazeb o více jak 70 bb, považujeme za přehnaná. Data z reálné ekonomiky v posledním období překvapovala ve směru nahoru, přičemž stejným směrem jsou podle nás vychýlena i inflační rizika.

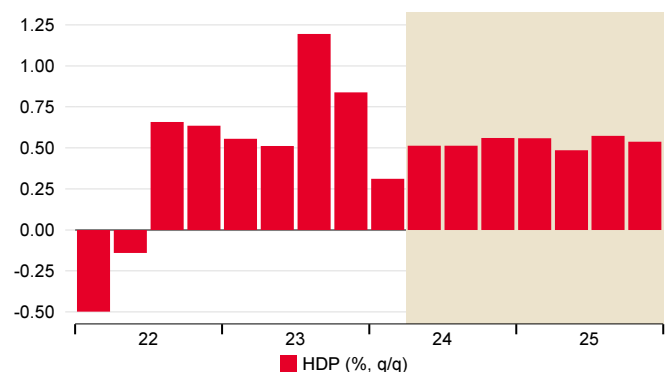
Trh práce zůstává v USA utažený (%)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Ekonomika USA je stále v relativně dobré kondici.

Recese se ve Spojených státech nekoná



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

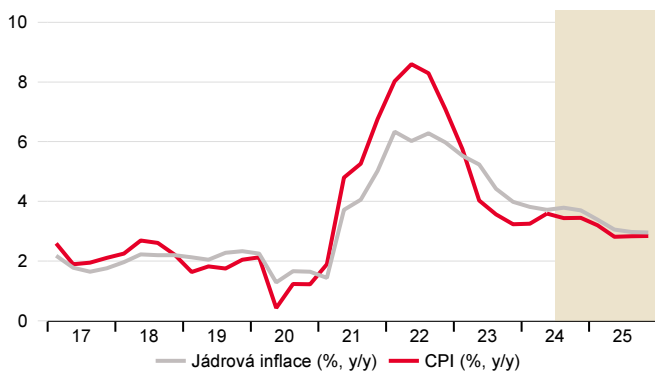
**Utažený trh práce a neochota firem propouštět zaměstnance potvrzuje, že americká ekonomika je zatím v dobré kondici.** Počty nově vytvořených pracovních míst od začátku roku (kromě dubna) překvapovaly vyššími hodnotami. Statistiky nově vytvořených pracovních míst (mimo zemědělství) stále překračovaly 150 tisíc (kromě dubna), což je úroveň, pod kterou by tvorba pracovních míst musela zpomalit, aby se trh práce podle našeho hodnocení začal

uvolňovat. Velké sektory, jako je zdravotnictví, vzdělávání či ten vládní, pokračují v nabírání nových pracovních sil. Rostoucí mzdové náklady sice již ukrajují ze ziskových marží firem, ty ale stále ještě zůstávají vysoké a nástup recese nenaznačují. Domácnosti benefitují z nízké nezaměstnanosti a vysoké výnosnosti aktiv. Maloobchodní prodeje v červnu překvapily výrazným růstem (v kontrolní skupině, která je důležitá pro výpočet HDP, vzrostly o 0,9 % m/m), silný výsledek přinesla i průmyslová produkce. Za celý letošní rok tak očekáváme růst americké ekonomiky o 2,5 %, stejně jako tomu bylo v loňském roce, příští rok by dynamika HDP měla dosáhnout 2,2 %.

Z lepší výkonnosti USA bude benefitovat i Čína.

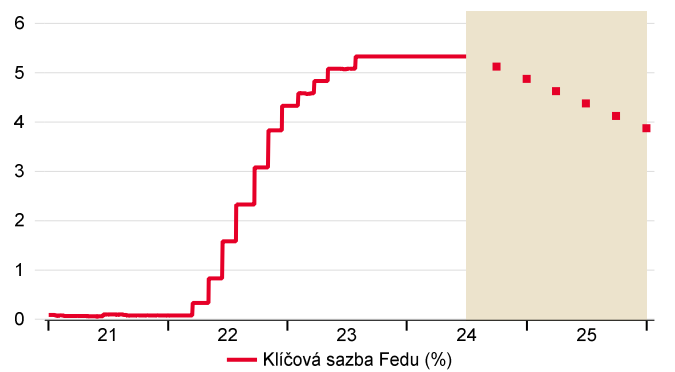
**Z toho, že je americké hospodářství v dobré kondici, by měla benefitovat skrze vyšší vývozy zboží i čínská ekonomika.** Té by se v letošním roce mělo podařit dosáhnout 5% růstového cíle, byť se rizika ve světle posledních dat koncentrují ve směru nižší dynamiky. Kromě exportů by k růstu měly přispět i vyšší investice čínské vlády do infrastruktury. Pro vyváženější růst čínské ekonomiky bude ale nutné, aby došlo ke stabilizaci nemovitostního trhu. Na ten stále negativně dopadá nedůvěra v tamní developery a jejich schopnost dokončovat projekty. Předpokládáme, že nemovitostní trh, který tvoří zhruba pětinu čínské ekonomiky, bude i ve druhé polovině letošního roku dále propadat. Jeho stabilizaci očekáváme až na přelomu roku. Přispět by k ní mělo rozhodnutí, aby místní samosprávy vykupovaly neprodané nemovitosti a přeměňovaly je v sociální bydlení. Nákupům nemovitostí nesvědčí slabý mzdový růst, který je důsledkem snahy oddlužit veřejný sektor. Bez dalších podpůrných opatření tak spotřeba domácností zůstane zřejmě utlumená. Celkově náš odhad pro letošní rok počítá s růstem čínského HDP o 5 %, pro příští rok pak o 4,5 %.

Inflační tlaky v americké ekonomice polevují



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Sazby Fedu půjdou dolů poprvé v září (%)



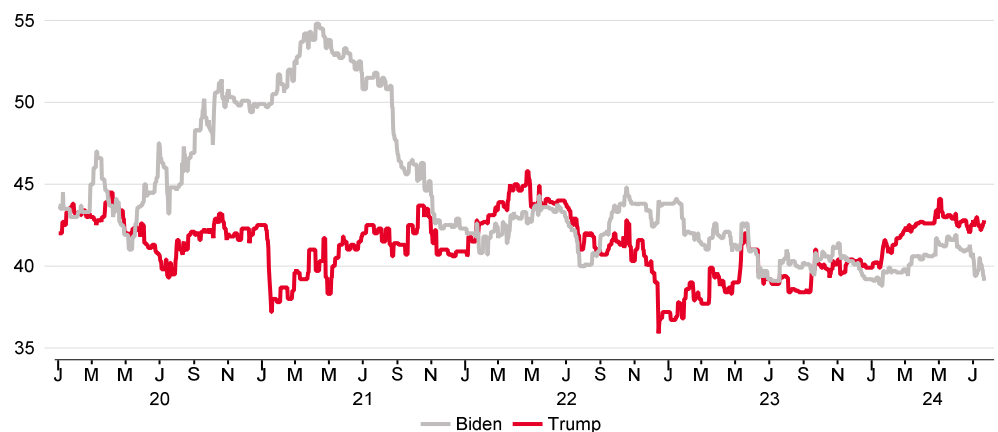
Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

**Box 1: Americké volby přinesou vyšší volatilitu, rozvíjející se trhy mohou trpět**  
**Na začátek letošního listopadu jsou naplánovány americké prezidentské volby.** Debakl Joe Bidena v první televizní debatě a následně zvyšující se tlak i od některých jeho spolustraníků na odstoupení vedl k tomu, že se své kandidatury nakonec vzdal. Zároveň podpořil viceprezidentku Kamalu Harrisovou, aby se o tento post začala ucházet. Přestože o svém kandidátovi demokraté definitivně rozhodnou až v srpnu, pokusíme se na základě zkušeností z minulých období nastínit, jaké mohou být dopady volebních výsledků na hospodářskou politiku a finanční trhy.

**Dopad vítězství Donalda Trumpa i případného demokratického kandidáta na deficit státního rozpočtu bude podle nás podobný – v obou případech poroste.** Zatímco v případě Donalda Trumpa to bude z titulu daňových škrťů, v případě demokratů to bude kvůli vyšším výdajům. Daňové škrty zavedené Donaldem Trumpem jsou stále v platnosti a vypršet by měly v roce 2025. Pokud by byly prodlouženy, znamenalo by to v průběhu dalších deseti

let dodatečné náklady ve výši 4,6 biliónů USD (dle propočtů rozpočtového úřadu Kongresu). To by společně se snižováním korporátních daní sice představovalo vyhlídky na vyšší hospodářský růst, zároveň ale i na hlubší deficity státního rozpočtu. Větší zadlužení země by pak vytvářelo tlak na růst výnosů dluhopisů s delší splatností. Ty během dvou týdnů po zvolení Trumpa a republikánského Kongresu v listopadu 2016 vzrostly o 50 bb. Zároveň křivka zvýšila svůj sklon, neboť Fed v té době udržoval sazby poblíž nuly. Zvolení Joe Bidena v roce 2021 mělo nicméně podobný efekt. Vyhlídka na hlubší deficity v kombinaci se zrychlující se inflací vedla k rozšíření spreadu mezi 2letým a 10letým dluhopisem o 50 bb. Vítězství republikánů i demokratů tak bude zřejmě vytvářet tlak na růst delších amerických úrokových sazeb. S tím se sevezou i ty evropské, potažmo české.

#### Volební preference před odstoupením Bidena (%)



Zdroj: Bloomberg, Real Clear Politics

**Krátké úrokové sazby budou určovány měnovou politikou Fedu.** Ten je dlouhodobě z hlediska politických postojů neutrální a nejinak tomu podle nás bude před americkými prezidentskými volbami. Větší nejistota je spojena se jmenováním nových členů FOMC po volbách. Trump se již vyjádřil, že stávajícího šéfa Fedu Powella nechá dokončit stávající mandát (do května 2026). Zároveň je nutno dodat, že prezident jmenuje pouze sedm členů FOMC. Zbývajících pět, kteří mají hlasovací právo, tvoří guvernéri jednotlivých federálních rezervních bank, nad nimiž prezident pravomoc nemá.

**Bez ohledu na to, která ze stran vyhraje, volatilita na finančních trzích bude před volbami stoupat.** Podle opčního trhu bude volatilita USD/EUR den po volbách přibližně čtyřikrát vyšší než obvykle.

**Trumpova administrativa by také pravděpodobně vedla k vyšší inflaci a tím i případně k pomalejšímu snižování úrokových sazeb americkou centrální bankou.** Jedním z kanálů, jak by ke zvýšení cenové hladiny mohlo dojít, je zavedení dalších cel, případně jejich zvýšení. Cla, která zavedl Donald Trump ve svém předchozím volebním období (hliník, ocel, pračky, sušičky a solární panely), jsou stále v platnosti. Za vlády Joe Bidena k nim nedávno přibylo ještě clo na dovoz elektromobilů z Číny a vedle toho ještě řada dalších zvýšení cel na ostatní zboží. Obecně zavedení cel vedlo k jednorázovému zvýšení cenové hladiny, nikoli k jejímu trvalejšímu růstu. V tom se pak spíše odráželo přesouvání výroby zpět do USA, kde je nákladnější. Zavedení cel se navíc do konečných cen neprotílo plně. Zároveň v době, kdy byla zaváděna, Fed skončil se zvyšováním sazeb, a naopak je nečekaně snížil

**Dalším kanálem, prostřednictvím kterého by mohlo po volbách docházet k růstu cenové hladiny, je migrační politika.** V případě deportace velkého počtu nelegálních přistěhovalců,



kteřou Donald Trump prosazuje, by mohlo dojít k dalšímu utážení trhu práce a s tím i tlaků na růst mezd, potažmo cenové hladiny.

**U akciových trhů žádné významnější dopady neočekáváme.** Index S&P 500 dosahuje od svého vzniku v roce 1957 průměrného ročního výnosu kolem 10 %, a to jak za demokratické, tak i za republikánské administrativy. Výnosy akciového trhu byly záporné pouze v době, kdy se země nacházela ve finanční krizi (2008) nebo zažívala stagflační spirálu (1973), což je s aktuálními volbami nesrovnatelné.

**Na české státní dluhopisy a českou korunu může mít kromě zmíněného fiskálního aspektu, respektive jeho vlivu na úrokové sazby, dopad také geopolitické riziko.** Případné oslabení podpory Ukrajiny by pravděpodobně vyvolalo tlak na aktiva rozvíjejících se trhů a mohlo spustit vlnu výprodejů. V tomto smyslu je rizikovějším kandidátem Donald Trump, který se v minulosti kriticky vyjadřoval vůči Severoatlantické alianci, přičemž pokračování bojů na Ukrajině není stoupencem.

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

## Eurozóna: další snížení sazeb v září letošního roku

Růst ekonomiky eurozóny potáhne spotřeba domácností.

**Ekonomika eurozóny by měla v letošním i příštím roce mírně růst.** Hlavním motorem by měla být spotřeba domácností, kterou podporuje robustní mzdový růst, nízká inflace i vyšší čisté úrokové příjmy. Míra úspor je navíc stále zhruba o 1,5 pb vyšší, než byla v průměru v letech 2013-2019, přičemž nadměrné úspory dosahují více než 7 % HDP. Rizikem zůstává fiskální politika, která by mohla být restriktivnější, než jsme doposud předpokládali.

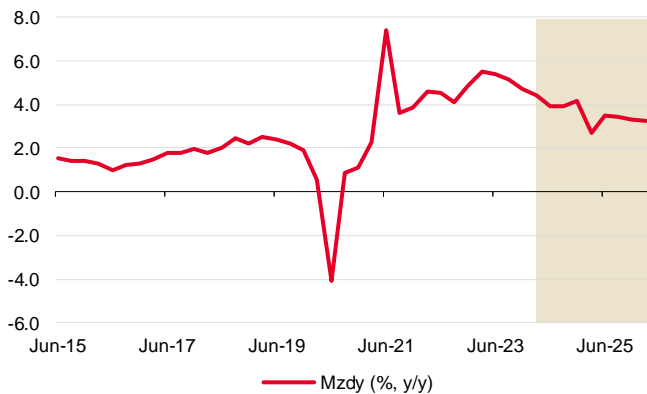
Trh práce je utážený, mzdy svižně rostou.

**Trh práce v eurozóně zůstává utážený.** Míra nezaměstnanosti se v květnu držela na historicky nejnižší úrovni 6,4 %. Na jedno volné pracovní místo připadalo 2,2 nezaměstnaných, když ještě v roce 2015 to bylo 6,7. Mzdy v prvním čtvrtletí letošního roku vzrostly o 4,4 % y/y. Za celý letošní rok očekáváme jejich dynamiku na úrovni 4,1 %, příští rok pak na 3,2 %. Rostoucí mzdové náklady se v letošním roce podle našeho odhadu již propíší do poklesu ziskových marží firem, což povede k omezení investiční aktivity. Zároveň je utážený trh práce příčinou toho, proč v některých sektorech stále převažuje poptávka po zboží a službách nad nabídkou. Celkově tak v letošním roce očekáváme růst ekonomiky eurozóny o 0,9 % po loňských 0,6 %, v příštím roce pak o již solidních 1,4 %.

Německo by mělo mít to nejhorší za sebou, rizikem je vývoj v průmyslové oblasti.

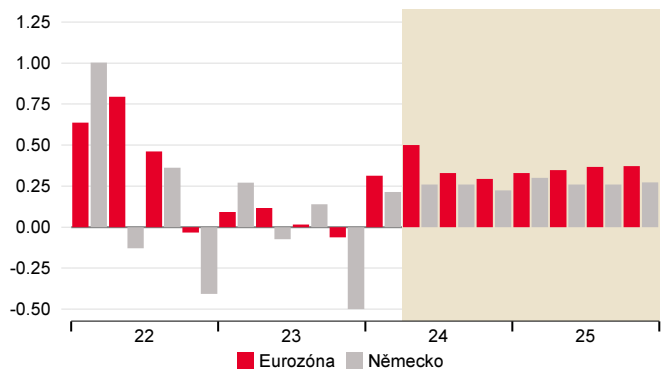
**Německá ekonomika po loňské stagnaci do letošního roku vstoupila pozitivně, s růstem HDP o 0,2 % q/q.** To bylo dáno mimořádně dobrými výsledky stavebního sektoru a čistých exportů, což se v nadcházejících čtvrtletích zřejmě již nebude opakovat. Nicméně vzhledem k solidnímu růstu mezd (naš odhad pro letošní rok je 4,7 % a pro ten příští pak 3,5 %) a klesající inflaci předpokládáme, že spotřebitelé začnou redukovat své stále vysoké úspory a spotřeba domácností poroste. Na čistý export bude zřejmě negativně dopadat snaha firem obnovit zredukované stavy zásob. Vzhledem k nastavení dluhové brzdy, bude v příštím roce muset být utáženější i fiskální politika. Zároveň jsou zde ale i diskuze o daňových škrtech, které by ještě více podpořily spotřebu domácností. Mezičtvrtletní růst HDP by se měl podle nás v nadcházejících kvartálech pohybovat kolem 0,2-0,3 % q/q. Za celý letošní rok by německá ekonomika měla přidat 0,3 %, v příštím roce pak 1,1 % y/y. Achillovou patou německé ekonomiky však zůstává silná průmyslová orientace a chabý výkon tohoto segmentu v předchozích měsících. Rizika naší prognózy se tak vychylují směrem k nižšímu růstu.

**Eurozóna: mzdový růst je na evropské poměry silný**



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

**Růst eurozóny potáhne spotřeba domácností (% , q/q)**

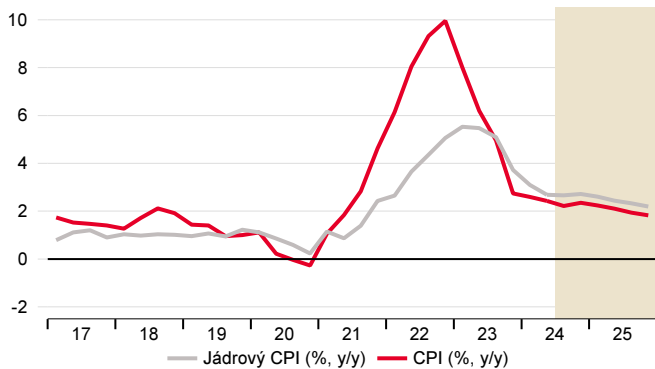


Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Inflace v eurozóně spadne pod 2 % y/y, jádrová inflace ale zůstane vyšší.

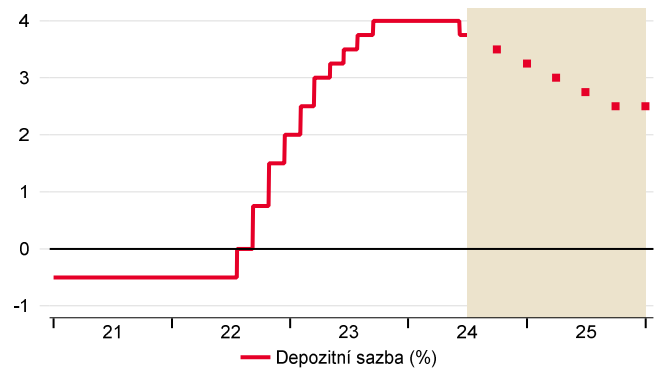
**Inflace v eurozóně v meziročním srovnání zpomalila z květnových 2,6 % na 2,5 % v červnu.** Její jádrová složka nicméně setrvala na stále vysokých 2,9 % y/y. V důsledku vlivu vysoké srovnávací základny a vývoje velkoobchodních cen plynu a elektřiny by se na podzim měla celková inflace dostat pod 2 % y/y, její jádrová složka však zůstane podle naší prognózy kolem 2,7 % v celém zbytku letošního roku. Podzimní pokles inflace podle našeho názoru ECB využije pro další 25bodové snížení úrokových sazeb na svém zářijovém zasedání. Prosinčové uvolnění měnových podmínek, se kterým naše prognóza nyní počítá, však může být v případě naplnění inflačních rizik odloženo. Pokles úrokových sazeb by se měl zastavit v H2 25 na 2,5 % (v případě depozitní sazby), což je podle nás neutrální úroveň.

**Inflace v eurozóně na podzim pod 2 %**



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

**ECB sníží sazby opět v září**



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

**Středoevropský region: regionální centrální banky budou v uvolňování měnových podmínek opatrné**

Polské úrokové sazby zůstanou po delší období na stávající úrovni.

**Polská centrální banka ponechala úrokové sazby od října loňského roku, kdy je snížila o 25 bb na 5,75 %, až dosud beze změny.** Její guvernér Glapinski po posledním zasedání navíc výrazně zesílil jestřábí rétoriku, když řekl, že snížení sazeb lze očekávat až v roce 2026. Dondávna přitom zmiňoval, že by takovéto kroky mohly přijít v roce 2025. Důvodem opatrnosti je dle jeho slov stále vysoká jádrová inflace, která pramení z rychlého růstu mezd. Ten centrální banka revidovala výrazně směrem nahoru, když pro letošní rok očekává 12,9 % místo v březnu predikovaných 11,5 % a pro příští rok 8,6 % místo 7,1 %. Jádrová inflace by se měla dle její prognózy držet na současných úrovních do konce letošního roku (3,8 % y/y), příští rok by měla mírně zpomalovat (3,3 % y/y). Celková meziroční inflace ve druhé polovině

roku vyskočí ze současných úrovní (2,6 % v červnu) na více než 6 %, a to v důsledku zrušení podpůrných opatření spojených s energetickou krizí (nižší daň z přidané hodnoty na potraviny a ceny energií). Na cíl by se inflace měla podle prognózy centrální banky vrátit až v Q4 26. Náš odhad počítá s tím, že centrální banka sníží sazby znovu v červenci příštího roku. S holubičím tónem ale podle našeho názoru může přijít i dříve, obzvlášť pokud by zlotý dále prohluboval své zisky. Ten se po vyjádřeních guvernéra Glapinského dostal až k úrovním 4,25 PLN/EUR. Během podzimních měsíců však v důsledku zvýšené geopolitické nejistoty spojené s výsledkem amerických prezidentských voleb očekáváme jeho oslabení (4,50 PLN/EUR v závěru roku).

Maďarská centrální banka ponechá sazby beze změny.

**Maďarská centrální banka pokračovala i v letošním druhém čtvrtletí v uvolňování měnových podmínek.** Tempo snižování úrokových sazeb ale již zpomalilo, když v červnu a červenci MNB klíčovou tříměsíční depozitní sazbu zredukovala pouze o 25 bb na 6,75 %. Ve zbytku letošního roku již počítáme se stabilitou úrokových sazeb. Důvodem je očekávané zrychlení inflace ze současných 4 % na 4,8 % na konci letošního roku a celkově proinflační rizika vyplývající z cenového vývoje v oblasti služeb. Další uvolnění měnových podmínek o 25 bb tak očekáváme až v prvním čtvrtletí příštího roku. Maďarský forint bude podle naší prognózy v závěrečné třetině letošního roku ztrácet. Kurz forintu podle naší prognózy v Q4 oslabí směrem k 400 HUF/EUR.

# Makroekonomická prognóza



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

## Hlavní změny

### HDP:

Po loňské stagnaci ekonomiky letos očekáváme její růst, avšak pouze o 0,7 %. V příštím roce by pak mělo podle nás dojít ke zrychlení růstu na 1,9 %. Oproti minulé prognóze je dynamika HDP v obou letech nižší, když původně jsme očekávali 1,4 % a 2,2 %. Přehodnocení souvisí s dosud slabými daty. Nadále se ale domníváme, že hlavním zdrojem oživení ekonomiky bude růst spotřeby domácností podpořený obnovením zvyšováním reálných mezd.

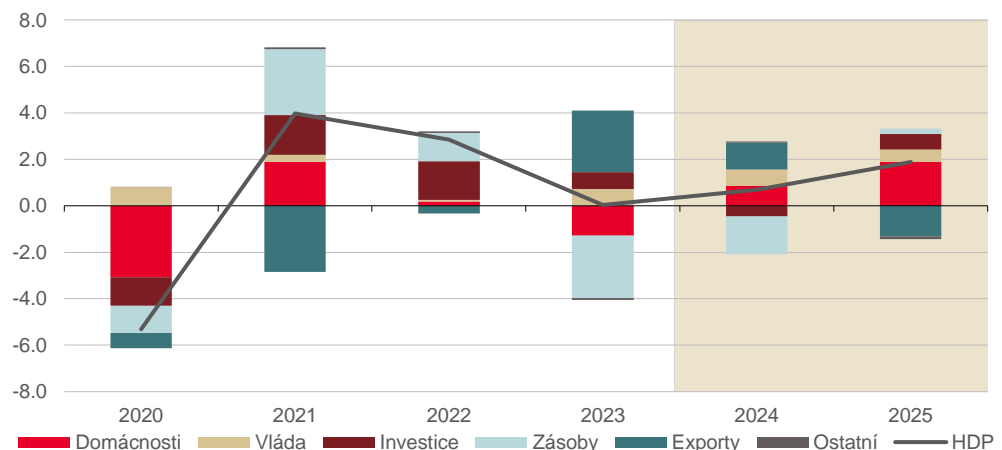
### Inflace:

Inflace by se do konce roku měla držet poblíž dvouprocentního cíle a za celý rok 2024 činit 2,3 %. Pro rok 2025 pak očekáváme její pokles na 1,7 %. Pod cíl by inflaci měly dostat nadměrně utužená měnová politika, stále utlumená poptávka a klesající ceny energií. Oproti dubnové prognóze je letošní odhad mírně vyšší, zatímco ten pro příští rok naopak mírně nižší (původně jsme čekali 2,1 % a 1,8 %).

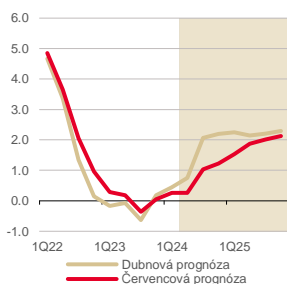
## Pomalé oživení ekonomiky a inflace pod cílem

Česká ekonomika sice podle revidovaných dat již před více než dvěma lety dosáhla své předpandemické úrovně, od ní se však stále nemůže významněji odrazit. Její růstová dynamika v průběhu prvního letošního pololetí navíc slábla. Tuzemská průmyslová produkce pokračuje v poklesu vlivem slabé poptávky po průmyslovém zboží a kvůli problémům s dodávkami dílů pro výrobu automobilů. Zklamala ale i spotřebitelská poptávka, jejíž oživení je oproti našim původním předpokladům pomalejší. Navzdory tomu by se spotřeba domácností měla nadále zvyšovat a být hlavním zdrojem letošního mírného oživení národního hospodářství. Pomoci by měl obnovený růst reálných mezd, který bude pravděpodobně rychlejší, než jsme si původně mysleli. To však nutně nemusí vést k vyšším inflačním tlakům, a to kvůli zaostávání reálných mezd za produktivitou práce. Zatímco inflace podle nás letos dosáhne 2,3 %, příští rok by měla klesnout na 1,7 %. Působit na to bude nadměrně utužená měnová politika, stále slabá poptávka a pokles cen energií.

Ekonomika podle nás letos vzroste o 0,7 % a příští rok její růst zrychlí na 1,9 % (% , y/y)

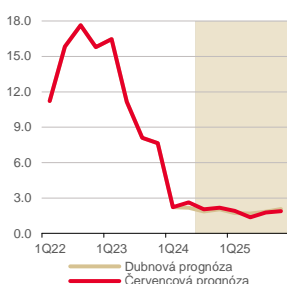


### Změna v prognóze HDP (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Změna v prognóze inflace (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

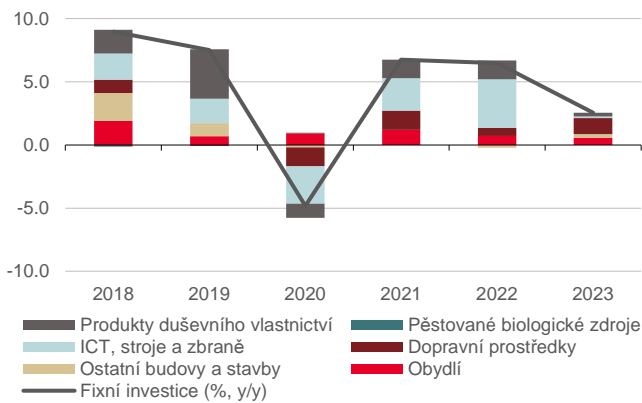
## Růst tuzemské ekonomiky bude pomalejší, než jsme čekali

Poslední zhruba rok a půl byl v podstatě ve znamení hospodářské stagnace, na které se podepsal zejména útlum spotřebitelské poptávky. Data národních účtů po revizích, kterým se podrobněji věnujeme v *Boxu 2*, ukazují, že ekonomika v Q4 23 vzrostla o 0,3 % q/q a následně její růstové tempo zpomalilo na 0,2 % q/q v Q1 24. Šlo však jen o korekci poklesu o 0,4 % q/q z Q3 23, který souvisel s výpadky dodávek dílů pro automobilový průmysl. V první polovině loňského roku a v závěru roku 2022 se pak mezičtvrtletní dynamika HDP významně neodchýlila od nuly. Výsledkem je, že se ekonomika podle našeho odhadu přibližně od poloviny loňského roku nachází pod svým potenciálem, jehož růst navíc zůstává utlumený a nadále výrazně zaostává za předpandemickým obdobím. Spotřeba domácností se na přelomu roku začala opět pozvolna zvyšovat. Pomohl poměrně rychlý ústup tlaků na růst spotřebitelských cen, který přispěl k lepší náladě domácností a obnovenému růstu reálných mezd. Po předchozím hlubokém poklesu byly i přesto reálné útraty domácností v Q1 24 ve srovnání s předpandemickým Q4 19 stále o 5,5 % nižší. Utlumená spotřebitelská poptávka tudíž zůstává hlavní brzdou tuzemského hospodářského růstu.

Opačný trend vykazovaly fixní investice, které v průběhu posledních třech let svižně rostly. V Q1 24 převyšovaly předpandemickou úroveň o výrazných 7,8 %. K největšímu rozmachu fixních investic došlo v kategorii ICT, ostatní stroje a zařízení, zbraňové systémy, a to především během let 2021 a 2022. V loňském roce, kdy už růst investic oproti

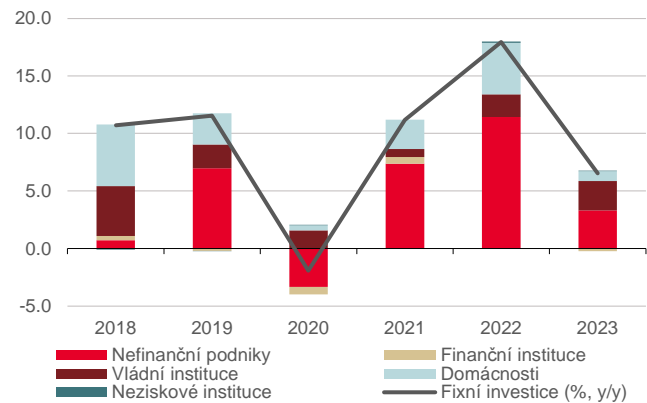
předchozím dvěma letům výrazně zpomalil, dominovaly hlavně nákupy dopravních prostředků. Sektorové účty, které jsou k dispozici pouze v nominálním vyjádření, pak ukazují, že nadpoloviční měrou se na růstu fixních investic podílely nefinanční podniky. Významně v letech 2021 a 2022 přispěly i investice domácností do obydlí. Naopak podíl vládních institucí na celkové investiční aktivitě byl v tomto období relativně malý a zvýšil se až v loňském roce. To potvrzuje utlumený vývoj investic do ostatních budov a staveb, jejichž významnou položkou tradičně bývají velké vládní investice do infrastruktury. Část vládních investic, konkrétně těch směřujících do obrany, však bude obsažena v prvně zmíněné kategorii. Celkově je příznivý vývoj firemních investic dobrou zprávou pro produkční potenciál ekonomiky v následujících letech. Je ale otázkou, zdali se růst investic na nějakou dobu nevyčerpá. V průběhu druhého loňského pololetí totiž fixní investice mezičtvrtletně stagnovaly a v Q1 24 dokonce došlo k jejich poklesu o výrazných 1,8 % q/q. Útlum investic byl navíc plošný. Důvodem může být stále podprůměrná podnikatelská důvěra a slabý výkon výrobního sektoru ekonomiky. Ten se týká průmyslu i stavebnictví, když obě odvětví trápí hlavně nedostatečná poptávka.

V letech 2021 a 2022 investice směřovaly především do strojů a zařízení, v roce 2023 pak do dopravních prostředků (stálé ceny)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

K rychlému růstu investic v posledních třech letech přispěly hlavně nefinanční podniky (běžné ceny)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

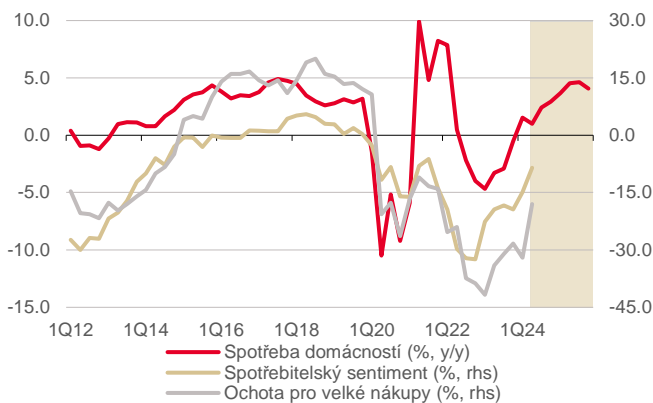
Fundamenty hovoří pro pokračující růst spotřeby domácností, dosažení její předpandemické úrovně ale očekáváme až ve druhé polovině příštího roku.

**Výkon ekonomiky v Q2 24 zklamal, když HDP podle našeho odhadu vzrostl pouze o 0,1 % q/q.** To by znamenalo, že třetí čtvrtletí v řadě docházelo ke zpomalování růstové dynamiky. Situace v průmyslu se nezlepšila, naopak zde očekáváme další výrazný mezičtvrtletní pokles produkce. Ten souvisí nejen s pokračující globálně nízkou poptávkou po průmyslovém zboží, ale i s obnovenými problémy s dodávkami vybraných součástek v automobilovém průmyslu. Přebytky zahraničního obchodu zůstávají více než solidní, jde však spíše o dočasný efekt vývozu dříve rozpracované produkce. Obrat situace v průmyslu se však v zásadě očekávat příliš nedá, když i v sousedním Německu, které je klíčovým trhem pro velkou část českých firem, pokračoval utlumený vývoj výroby. Největším zklamáním je tudíž vývoj spotřebitelské poptávky. Na přelomu roku přitom spotřeba domácností poměrně svižně mezičtvrtletně rostla, konkrétně o 0,6 % v Q4 23 a 0,7 % v Q1 24, pro Q2 24 však již odhadujeme zpomalení na 0,4 % q/q. Důvodem je pesimistický vývoj reálných tržeb v oblasti maloobchodu a služeb. Podle dostupných údajů za duben a květen totiž v obou odvětvích poptávka během tohoto období jen zhruba stagnovala. Námí očekávaný nárůst spotřeby domácností pro celé Q2 24 tak zachraňuje zejména vliv rychlého růstu útrat domácností na konci Q1 24.

**Náš odhad růstu HDP snížíme jak pro letošní, tak i příští rok.** Zatímco letošní vzestup odhadujeme ve výši pouze 0,7 %, v tom příštím by mělo dojít ke zrychlení na 1,9 %. V minulé prognóze jsme přitom čekali 1,4 % a 2,2 %. Důvodem přehodnocení je zejména výše zmíněná slabá výchozí pozice české ekonomiky. Její oživení by ale v následujících čtvrtletích mělo pokračovat. Fundamenty spotřeby domácností hovoří pro její pokračující růst. Spotřebitelský

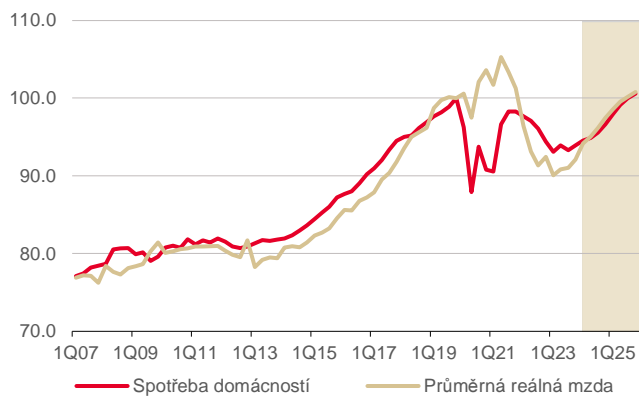
sentiment doznal významného zlepšení a dokonce se dostal nad svůj dlouhodobý průměr. V Q2 24 se nacházel na nejvyšší úrovni za poslední více než dva roky. Pozitivní zprávou by měl být rovněž pokračující růst reálných mezd, který nejspíše bude oproti našim původním očekáváním rychlejší. Úroveň úspor navíc zůstává vysoká, a v sektoru domácností se také rychle zvyšuje objem poskytnutých úvěrů. Jak ale poslední data naznačují, tak oživení spotřeby domácností bude zřejmě pouze pozvolné. K obnovení její předpandemické úrovně podle nás dojde až ve druhé polovině příštího roku. Rychlý růst pak stále vykazuje spotřeba vlády. Naopak fixní investice podle nás v letošním roce zaznamenají pokles o 1,7 % v důsledku vysoké výchozí základny a pokračujícího útlumu v průmyslu. Jeho produkce by se měla stejně jako loni zhruba o procento snížit. Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP by měl ještě letos zůstat výrazně kladný, bude však kompenzován záporným příspěvkem změny stavu zásob. Půjde o efekt vyskladnění a následného vývozu dříve rozpracované produkce, který bude postupem času vyprchávat.

**Spotřeba domácností bude hlavním zdrojem růstu ekonomiky, a to i díky zlepšení spotřebitelského sentimentu**



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

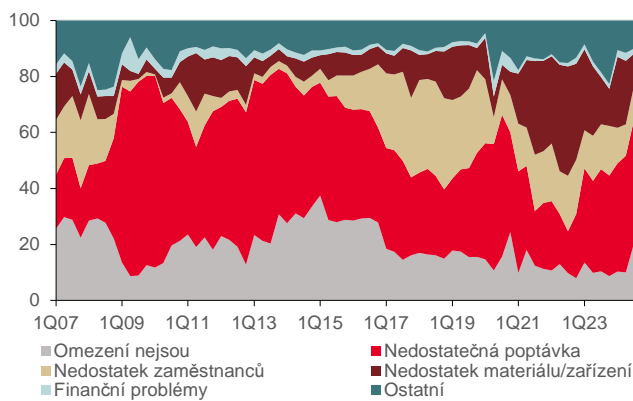
**Obnovený růst reálných mezd by měl pomoci k postupnému oživení spotřeby domácností (Q4 19=100)**



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

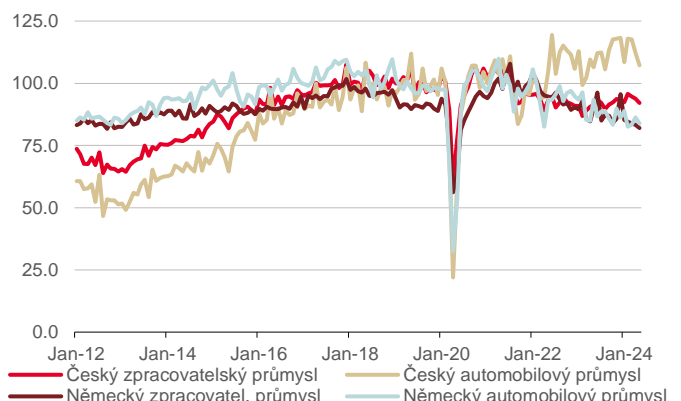
**Rizika naší prognózy HDP jsou spjata zejména s mírou oživení spotřebitelské poptávky a vývojem situace v průmyslu.** Jelikož spotřeba domácností bude podle nás hlavním zdrojem letošního růstu HDP, míra jejího oživení ve výsledku rozhodne i o výsledku celé ekonomiky. Vše bude rovněž záviset na tempu, jakým porostou mzdy. Další vývoj v průmyslu je pak podle většiny předstihových indikátorů, u kterých došlo opět k obratu směrem dolů, spojen se značnou mírou pesimismu. To se týká jak ČR, tak Německa. Vývoj tuzemských průmyslových zakázek ale naproti tomu špatný není.

**Nedostatečná poptávka je v současnosti největší bariérou růstu průmyslové produkce (%)**



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Čeští výrobci aut si z hlediska nových zakázek vedou lépe než zbytek průmyslu či německá konkurence (reálně, SA, 2021=100)**



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

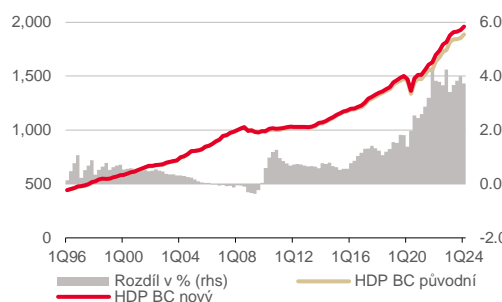
Pozn.: V případě českých dat nových průmyslových zakázek, která jsou dostupná pouze v nominálním vyjádření, je jako deflátor použit odpovídající index cen průmyslových výrobců (PPI).

**Box 2: Revize národních účtů a jejich dopad na hodnocení ekonomiky**

**Český statistický úřad (ČSÚ) na konci června společně s daty HDP za Q1 24 zveřejnil soubor revizí národních účtů, které se promítají do změn hodnocení výkonu ekonomiky.**

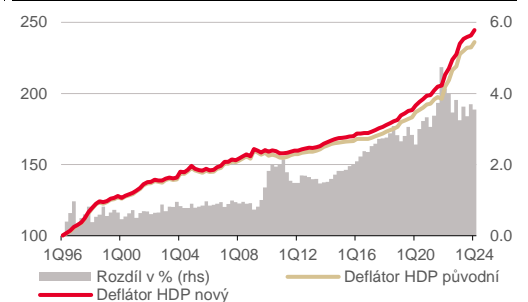
Kromě běžných úprav historických dat poskytujících zpřesněný pohled na vývoj ekonomiky v několika posledních letech, které ČSÚ touto dobou každým rokem zveřejňuje, byla letos součástí i mimořádná revize národních účtů. Ta zahrnuje především zpřesnění dat vyplývající z posledního sčítání obyvatel ČR v roce 2021, stejně tak i metodická doporučení Eurostatu. Tato doporučení by měla přispět k vyšší míře srovnatelnosti statistických údajů napříč jednotlivými státy EU. Výsledkem jsou změny po celé délce časových řad, v případě nejčastěji používaných sezonně očištěných dat čtvrtletních národních účtů ve stálých cenách tedy od začátku roku 1996.

**Nominální HDP (mld. CZK)**



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: BC = běžné ceny

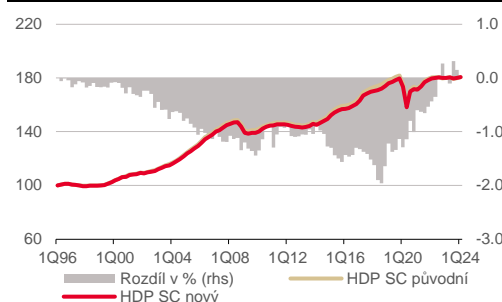
**Deflátor HDP (Q1 96 = 100)**



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Deflátor HDP je vypočítán jako podíl nominálního a reálného HDP

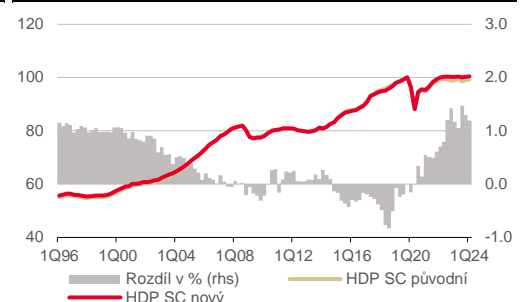
**Na agregátní úrovni se změny týkají hlavně nominálního HDP, které bylo navýšeno zejména vlivem vyššího cenového indexu.** Vzestupná revize je s výjimkou let 2006-2009 patrná na celé délce časové řady HDP v běžných cenách. Nejvíce je však viditelná v letech 2021-2023, kdy došlo k jeho navýšení v průměru o 3-4 %. Z hlediska hodnocení stavu ekonomiky má nominální HDP význam především v poměrových ukazatelích. Nejznámější z nich je zřejmě poměr veřejného dluhu k nominálnímu HDP, který se působením vyššího jmenovatele přirozeně sníží. Hlavním důvodem vzestupné revize HDP v běžných cenách je vyšší cenový index, neboli deflátor HDP. Úroveň deflátoru byla revidována výše v rámci celé časové řady, jeho meziroční dynamika se ale zásadním způsobem nezměnila.

**Reálný HDP (Q1 96 = 100)**



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: SC = stálé ceny

**Reálný HDP (Q4 19 = 100)**



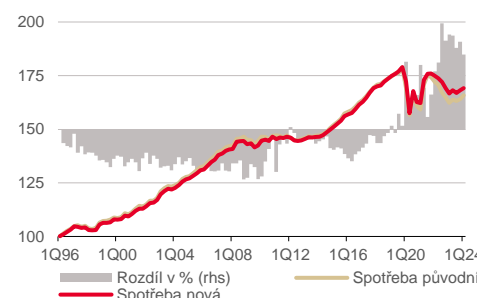
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: SC = stálé ceny

**Dřívější dosažení předpandemické úrovně reálného HDP je spíše statistickou iluzí.**

Vyhodnocení revizí reálného HDP je komplikováno změnou referenčního roku stálých cen. Zatímco původně byl reálný HDP počítán ve stálých cenách roku 2015, nyní jsou ceny vztahy k roku 2020. Pro vzájemnou porovnatelnost jsme tak obě časové řady přepočítali k základu počátku časové řady, tedy k prvnímu čtvrtletí roku 1996 (stejně se ve výsledku týká i deflátoru HDP). To zároveň umožní vyhodnotit průběžný vliv revizí. Ty mají přibližně do konce roku 2018 sestupný charakter, kdy se záporný rozdíl mezi novou a původní časovou řadou

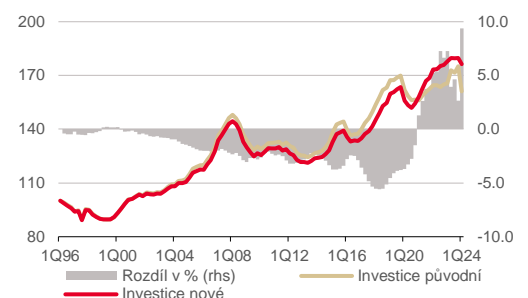
reálného HDP čtvrtletí po čtvrtletí zvyšuje až dosáhne -2 %. Od té doby se již záporný rozdíl mezi novou a původní časovou řadou reálného HDP v důsledku vzestupného charakteru revizí postupně snižuje až v podstatě dojde k jeho úplné eliminaci. Jinými slovy, úroveň ekonomické aktivity na přelomu loňského a letošního roku měřená poměrem vůči Q1 96 zůstala po revizi beze změny. Původní časová řada reálného HDP ukazovala, že ekonomika stále nedosáhla předpandemické úrovně z Q4 19. Podle revidované časové řady však k dosažení této mety došlo již v Q1 22. Spíše než silnější výkon ekonomiky v posledních letech je ale důvodem právě nižší srovnávací základna roku 2019. Reálný HDP roku 2019 byl ponížen o zhruba 1 %, což je přibližně mezera, která ekonomice před revizí dat chyběla k dosažení předpandemické úrovně. Podle nové časové řady se reálný HDP v Q1 24 nacházel 0,5 % nad touto sníženou úrovní z Q4 19.

Spotřeba domácností (Q1 96 = 100)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Spotřeba domácností ve stálých cenách

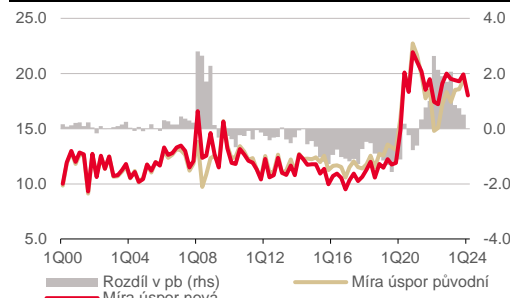
Fixní investice (Q1 96 = 100)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Fixní investice (tvorba hrubého fixního kapitálu) ve stálých cenách

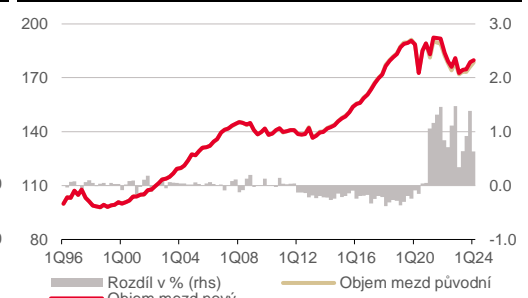
**Domácí poptávka podle revidovaných dat oživila více, spotřeba domácností ale i tak za předpandemickou úroveň výrazně zaostává.** Před revizí byla reálná spotřeba domácností v Q1 24 oproti Q4 19 nižší o 7,3 %. Nyní data ukazují, že za předpandemickou úroveň v Q1 24 zaostávala o mírnějších 5,5 %. Srovnání není jako v případě celého HDP zkruseno nižší srovnávací základnou. Spotřeba domácností v Q4 19 oproti Q1 96 totiž zůstala po revizích takřka beze změny. Jejich pocovidové oživení tak bylo opravdu silnější, než data původně ukazovala. Do určité míry však jde o vliv změny zachycení ukrajinských uprchlíků od roku 2022. Ty ČSÚ původně považoval za nerezidenty a jejich spotřeba byla tedy zachycena jako vývoz služeb. Podle nové metodiky jsou ale ukrajinští uprchlíci již od svého příchodu do ČR považováni za rezidenty a jejich útraty tak spadají do položky spotřeba domácností. To se mimo jiného promítlo také v revizích čistého vývozu, jehož příspěvek k celoroční dynamice reálného HDP byl v roce 2022 ponížen o 1,3 pb a v roce 2023 o 0,4 pb (v roce 2021 naopak došlo ke zvýšení příspěvku o 1,5 pb). Směrem vzhůru pak byly v období let 2021-2023 revidovány fixní investice, a to v průměru o 4,5 %.

Míra úspor (SA, v % disponibilního důchodu)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Podíl hrubých úspor na hrubém disponibilním důchodu domácností

Reálný objem mezd a platů (Q1 96 = 100)

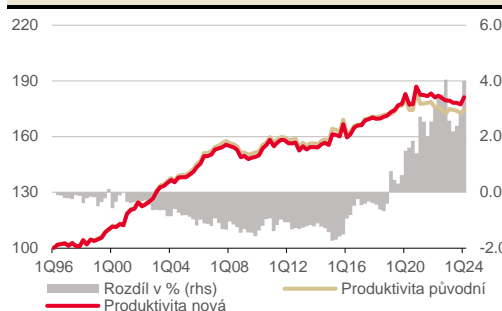


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Nominální objem mezd a platů deflovaný indexem CPI

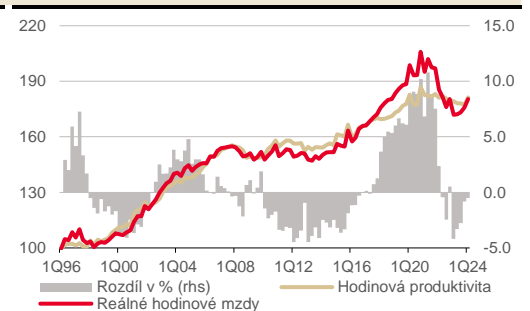


**Revize dat přinesly pro povodivové období zvýšení míry úspor domácností a nárůst produktivity práce, která dokonce mírně předběhla vývoj reálných mezd.** V letech 2021-2023 došlo vlivem revize ke zvýšení míry úspor o přibližně 1 pb, předchozí roky však byly naopak přehodnoceny směrem dolů. Míra úspor je běžně předmětem revizí a ty letošní svým rozsahem z historického hlediska nijak nevybočují. Vývoj zůstává z kvalitativního hlediska stejný. Po vypuknutí pandemie se míra úspor skokově zvedla a na zvýšených úrovních stále setrvává. Průměrná míra úspor za roky 2020-2023 činila 19,1 % oproti 11,7 % během předpandemických let 1999-2019. Nadále tedy platí, že domácnosti by měly disponovat vysokou úrovní nahromaděných úspor. Vývoj příjmů domácností zaměstnanců zachycený pomocí objemu mezd a platů v národních účtech se změnil jen mírně. Během let 2021-2023 byl objem mezd a platů revizemi navýšen v průměru o 1 %, což nic nezměnilo na tom, že jeho reálná hodnota po předchozím poklesu nyní odpovídá pouze polovině roku 2018. V důsledku snížení úrovně zaměstnanosti a počtu odpracovaných hodin došlo v letech 2021-2023 k nárůstu hodinové produktivity práce v průměru o zhruba 3 %. Zatímco od roku 2018 produktivita práce významně zaostávala za reálnými mzdami, od zhruba poloviny roku 2022 je naopak mírně předběhla. Od Q2 22 do Q1 24 byly reálné hodinové mzdy oproti hodinové produktivitě práce nižší v průměru o 1,7 %, v samotném Q1 24 již ale zaostávaly jen o 0,5 %.

**Hodinová produktivita práce (Q1 96 = 100)**



**Produktivita vs reálné mzdy (Q1 96 = 100)**

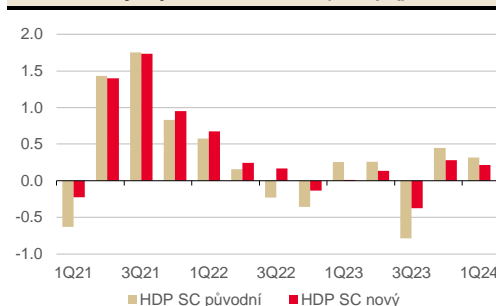


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Reálný HDP vztahený k počtu odpracovaných hodin zaměstnanců

Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Revidované časové řady; reálná hodinová mzda je spočtena jako podíl reálného objemu mezd a platů k množství odpracovaných hodin

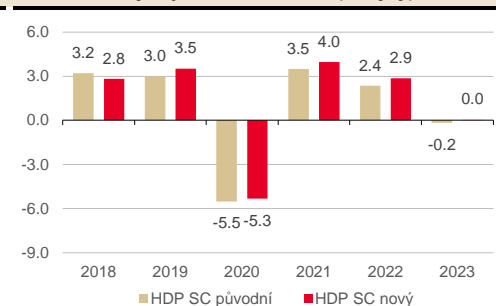
**Ekonomika si nakonec v posledních třech letech recesí neprošla a v loňském roce stagnovala nikoliv mírně klesala.** Původně data indikovala technickou recesi, tedy dva po sobě jdoucí mezičtvrtletní poklesy reálného HDP, pro druhou polovinu roku 2022. Nakonec ale pokles nastal pouze v Q4 22 a poslední recesí, kterou ekonomika zaznamenala, tak byla ta z první poloviny roku 2020, kdy došlo k silnému poklesu v důsledku plošných uzávěr během první vlny pandemie. Pro vývoj v následujících čtvrtletích není dobrou zprávou, že mezičtvrtletní dynamika ekonomiky byla podle revidovaných dat na přelomu loňského a letošního roku slabší.

**Čtvrtletní vývoj reálného HDP (% , q/q)**



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: SC = stálé ceny

**Celoroční vývoj reálného HDP (% , y/y)**



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: SC = stálé ceny

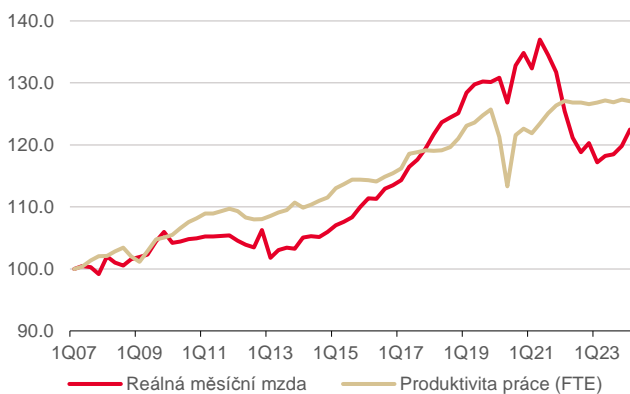
**Martin Gurtler**  
(420) 222 008 509  
martin\_gurtler@kb.cz

Pokles reálných mezd byl tak hluboký, že ty nyní dokonce zaostávají za produktivitou práce.

### Snaha o kompenzaci předchozího poklesu kupní síly požené mzdy vzhůru

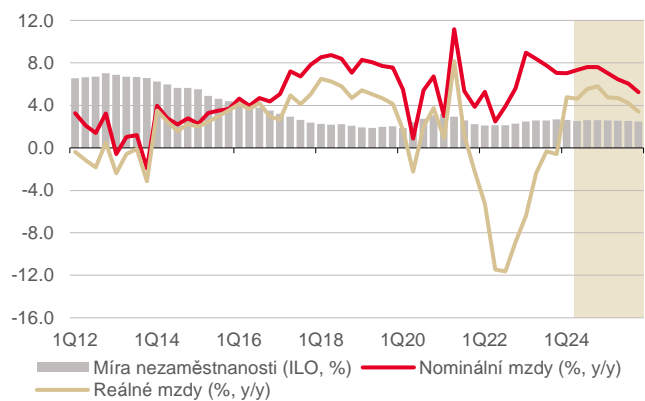
**Po loňských 8,0 % letos očekáváme růst průměrné nominální mzdy o 7,4 % a v příštím roce o 6,2 %.** To je v obou letech výrazně více, než jsme čekali v dubnové prognóze, která pro rok 2024 předpovídala růst o 6,2 % a 5,4 % pro rok 2025. Významný vliv na tuto revizi má již samotný vývoj v Q1 24, kdy mzdy překvapily o poznání silnějším růstem dosahujícím 7,0 % y/y. Předstihové indikátory a zprávy přicházející z ekonomiky navíc ukazují, že v dalších čtvrtletích by měl meziroční růst mezd ještě zrychlit. Výdělky by podle všeho měly růst v soukromém i veřejném sektoru. Důvodem je silící tlak zaměstnanců a odborů na alespoň částečnou kompenzaci předchozího poklesu kupní síly. Během předchozích dvou let totiž reálné mzdy klesly o skoro 12 %. Navzdory obnovenému mezičtvrtletnímu růstu, který probíhá již od Q2 23, úroveň reálných mezd v Q1 24 zhruba odpovídala pouze polovině roku 2018. Za celý letošní rok odhadujeme zvýšení reálných mezd o 5,2 % a příští rok o 4,3 %. K dosažení předpandemické úrovně kupní síly mezd by tak podle naší prognózy mělo dojít až na konci roku 2025. To je jeden z faktorů, který bude brzdit růst spotřeby domácností. Důležitá je také skutečnost, že pokles reálných mezd byl v ČR tak silný, že jejich úroveň nyní dokonce zaostává za produktivitou práce. V rámci oficiálních mzdových statistik je míra zaostávání ještě větší než v případě hodinových ukazatelů vycházejících z národních účtů a zmíněných v *Boxu 2*. Také toto by mělo působit na další vzestup mezd, který ve výsledku nemusí alespoň po nějakou dobu působit proinflatně. Situaci na trhu práce bude nadále charakterizovat nedostatek pracovních sil a velmi nízká míra nezaměstnanosti. Zaměstnanost v letošním roce v důsledku začlenění ukrajinských uprchlíků do statistik trhu práce výrazně vzroste. Příliv pracovníků ze zahraničí by pak mohl mírně zvyšovat zaměstnanost také v dalších letech.

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



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

Růst nominálních mezd se letos udrží na zvýšených úrovních a po dvou letech poklesu dojde k růstu i v reálném vyjádření



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Roste šance, že inflace v příštím roce klesne pod 2 %

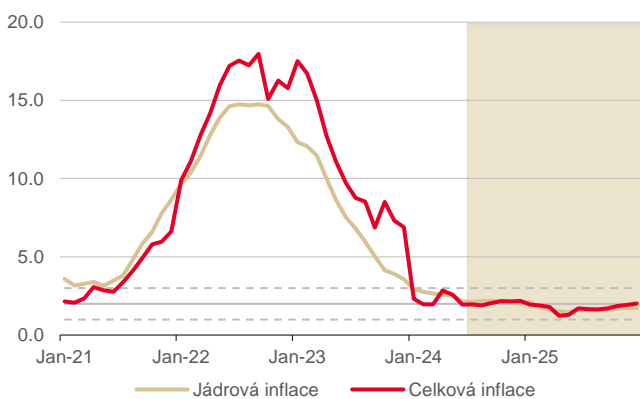
**Inflace se vrátila na dvouprocentní cíl centrální banky.** Po dočasném vzednutí meziročního růstu spotřebitelských cen v dubnu a květnu došlo v červnu k jeho návratu na 2 %. Tam se inflace v podstatě nacházela také v Q1 24. Její dočasné zvýšení bylo dáno především běžně volatilními položkami potravin a pohonných hmot. Pozitivní vývoj zaznamenala rovněž jádrová inflace. Ta ještě v lednu dosahovala 2,9 % y/y, zatímco v červnu už činila 2,2 %. Významně se však nadále odlišoval vývoj cen zboží a služeb. Ceny zboží byly v červnu meziročně vyšší o pouhých 0,2 %, růst cen služeb naproti tomu dosahoval 4,9 %. Ačkoliv meziroční růst cen služeb zůstává vysoký, oproti předchozím měsícům přeci jen došlo k určitému zmírnění. Pozitivním prvkem vývoje jádrové inflace je zejména její sezonně očištěná meziměsíční dynamika. Ta totiž v květnu a červnu výrazně klesla, v aktualizovaném vyjádření dokonce pod

2 %. Podle našeho hodnocení se mohl se zpožděním dostavit efekt přísné měnové politiky a utlumené spotřebitelské poptávky.

Meziměsíční dynamika jádrové inflace je aktuálně utlumená a v anualizovaném vyjádření se nachází pod 2 %.

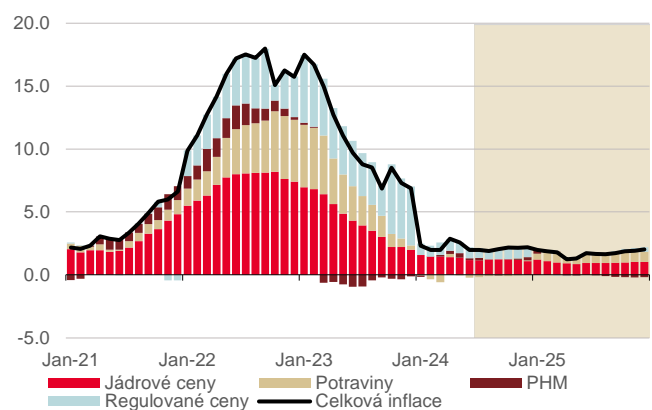
**Inflaci v letošním roce odhadujeme na 2,3 %, v roce příštím pak očekáváme snížení na 1,7 %.** V minulé prognóze jsme pro letošek předpovídali 2,1 % a pro příští rok 1,8 %. Důvodem pro vyšší letošní odhad je pravděpodobný mírnější pokles cen potravin a rychlejší růst cen pohonných hmot, než s jakými jsme v dubnu počítali. Vývoj cen potravin z měsíce na měsíc je aktuálně hodně volatilní, k poklesu za celý rok 2024 by ale podle nás dojít mělo. Jak ukazujeme v *Boxu 3*, prostor pro snížení spotřebitelských cen potravin krátkodobě stále existuje. Optikou střednědobého výhledu se ovšem obáváme negativních dopadů změny klimatu a jeho vlivu na nižší úrodu zemědělských komodit ve většině zemí světa. To je i důvod, proč pro příští rok očekáváme růst cen potravin nad 2 %. Regulované ceny podle nás letos porostou o 5,8 %, a to hlavně vlivem skokového zvýšení regulovaných cen energií na začátku roku. Rychlý růst za celý rok 2024 však zřejmě vykáže rovněž neenergetická část regulovaných cen, kam patří například zdravotnické služby a veřejná doprava. Meziroční dynamika regulovaných cen působením nižší srovnávací základny ke konci roku zrychlí, což se podle nás podepíše na nepatrném zvýšení celkové inflace k 2,2 % y/y. Ceny elektřiny a plynu pro domácnosti ale v posledních měsících postupně klesají, když se zpožděním zohledňují příznivý vývoj na velkoobchodních energetických trzích. To by mělo pokračovat i nadále. Pro příští rok tedy očekáváme zvýšení regulovaných cen pouze o 0,6 %. V tom by se měly zrcadlit právě nižší tržní ceny energií, které ve výsledku nebudou vytvářet tlak ani na zvyšování regulovaných složek. Tímto směrem budou pravděpodobně působit i blížící se parlamentní volby, které se konají příští rok na podzim. Významnější nárůst regulovaných složek energií tak pro příští rok nečekáme.

**Celková a jádrová inflace do konce roku zůstanou poblíž 2% cíle a v roce 2025 by se dokonce mohly dostat pod něj (% , y/y)**



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

**Pod 2 % by inflaci v příštím roce měla pomoci nižší dynamika jádrových a regulovaných cen (% , y/y)**



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

**Jádrová inflace bude dále klesat a v příštím roce by se mohla dostat pod dvouprocentní cíl ČNB.** Letos by podle našeho odhadu měla dosáhnout 2,4 % a v příštím roce stejně jako celková inflace klesnout na 1,7 %. To je v obou letech méně, než ukazovala naše dubnová prognóza (2,6 % a 1,9 %). Měnová politika byla v H2 23 a H1 24 pravděpodobně nadměrně utážená. V tomto duchu hovoří rovněž současný vývoj spotřebitelských cen, když celková i jádrová inflace se již nyní nacházejí poblíž dvouprocentního cíle. S ohledem na tradiční zhruba roční zpoždění v působení měnové politiky tudíž očekáváme, že dynamika jádrových cen by měla být v H2 24 a H1 25 utlumená.

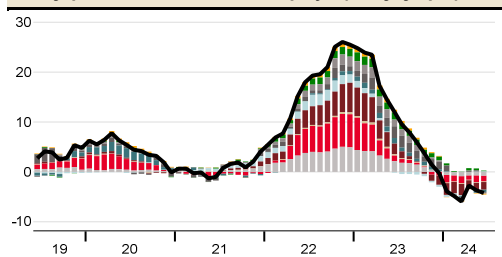
**Rizikem ve směru vyšší inflace v příštím roce je pro nás případné výrazné zrychlení růstu cen nemovitostí.** Trh s domy a byty nyní vykazuje známky oživení navzdory stále vysokým úrokovým sazbám. K tomu může postupně přispět také vysoká úroveň nahromaděných úspor

domácností. Přenos do inflace prostřednictvím imputovaného nájemného však v minulosti nebyl úplně přímočarý, a to jak z hlediska časové prodlevy, tak i intenzity.

**Box 3: Potraviny mají stále prostor zlevňovat, ten se ale postupně zužuje**

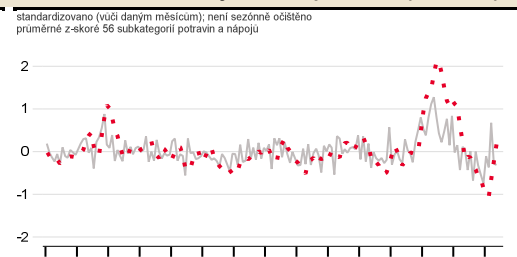
**Ceny potravin díky jejich vysokému zastoupení ve spotřebním koší významně přispěly k nárůstu tuzemské cenové hladiny o více jak třetinu od ledna 2020.** Letos jejich mírný meziroční pokles ale již pomáhá udržet inflaci v tolerančním pásmu ČNB. K tomu přispělo i snížení sazby DPH z 15 % na 12 %. Ačkoli jsou jejich ceny volatilní a nejsou zahrnuty v jádrové inflaci, a tudíž ne nutně odráží fundamentální cenové tlaky, mají zásadní dopad na kupní sílu domácností. To je ještě umocněno nízkou elasticitou jejich poptávky. Spolu s energiemi jsou hlavním důvodem, proč břemeno vysoké inflace ve větší míře nesly nízkopříjmové domácnosti. V tomto *Boxu* hodnotíme dosavadní cenový vývoj potravin a jeho klíčové faktory, které podle nás indikují vyčerpání proinflačního impulsu. Cenové tlaky z titulu potravin by měly zůstat výrazně utlumené a potraviny by tak letos měly celkově zlevnit. Rizika ve směru vyššího růstu do budoucna se ovšem začínají hromadit.

**Ceny potravin a nealko. nápojů (% , y/y, pb)**



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

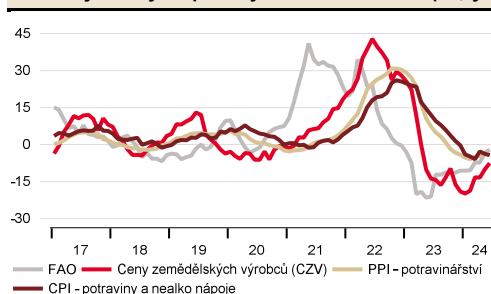
**Utlumená cenová dynamika potravin (% , m/m)**



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Meziměsíční růsty jsou standardizované vždy s ohledem na předchozí meziměsíční dynamiky v daných měsících.

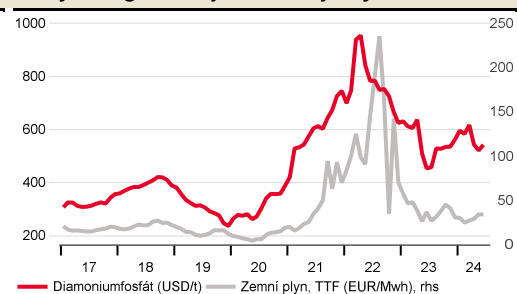
**Na plošném zdražování potravin se od počátku podílel nárůst cen agrárních komodit a ostatních vstupů v zemědělství.** Strmý růst cen energií a problémy se subdodávkami ovlivnily ceny hnojiv, které přispěly k zesílení inflačních tlaků. Velkoobchodní ceny energií se sice pohybují hluboko pod svými vrcholy, stále jsou ale oproti období před rokem 2021 výše, stejně tak i ceny hnojiv. Ceny zemědělských výrobců od H1 23 rychle klesají a se zpožděním kopírují globální potravinářské komodity. Takto výrazná korekce se ale zatím plně neprojevila v obchodech, což souvisí s ostatními náklady v potravinářském výrobním řetězci a také časovou prodlevou, se kterou se vývoj ve výrobních řetězcích propisuje ve finálních cenách.

**Náklady rostly napříč výrobní vertikálou (% , y/y)**



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

**Ceny energií a hnojiv zůstávají zvýšené**



Zdroj: Bloomberg, World Bank, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

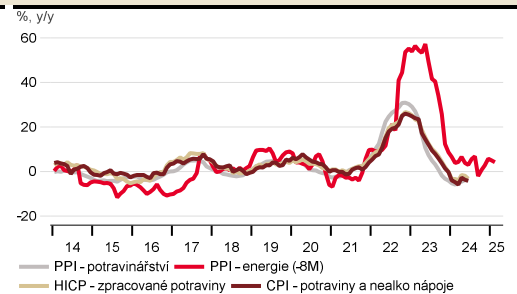
**Optikou historického vývoje se ceny vstupů v zemědělství odráží v konečných cenách pro spotřebitele s výrazným zpožděním zhruba šesti až osmnácti měsíců, v závislosti na intenzitě.<sup>2</sup> Vazba mezi cenami spotřebitelskými a zemědělských výrobců (CZV) v posledních dvou letech zesílila, přičemž časová prodleva mezi jejich vývojem byla spíše kratší. Prosakování cen na samotném začátku potravinářského řetězce tak zrychlilo a rapidní růst CZV se silně projevil ve finálních cenách. Letos by podle nás naopak jejich hluboký pokles měl dále působit protiinflačně, když zřejmě stále není plně reflektován ve spotřebitelských cenách.**

**CZV naznačují prostor pro další zlevňování**



Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: (-8M) značí osmiměsíční zpoždění.

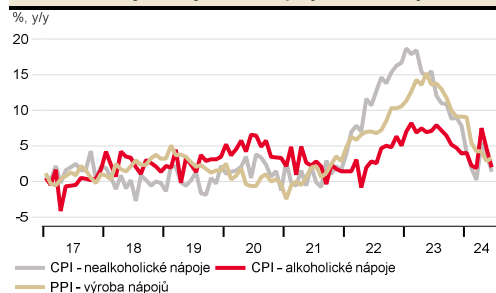
**Ceny klesají i v potravinářském průmyslu**



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

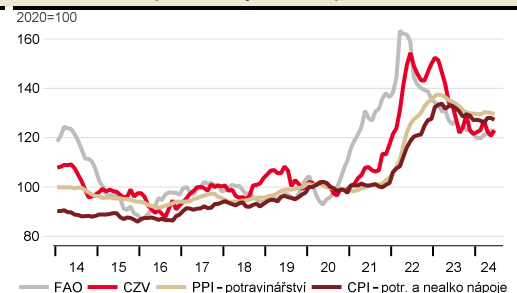
**Dále ve výrobní vertikále inflační tlaky zesiloval i růst cen v samotném potravinářském průmyslu.** Časové zpoždění jejich efektu je oproti cenám v zemědělství kratší, celkový pokles cen vstupů v průmyslu je ovšem daleko mírnější. To částečně reflektuje i přímý dopad cen energií, které pro podniky zatím výrazně nezlevnily na rozdíl od velkoobchodních cen energetických komodit. Vývoj PPI v potravinářském průmyslu a spotřebitelských cen zůstává úzce spjatý. Ceny v obchodech zatím obecně reflektují mírný pokles PPI, nicméně nacházíme již známky zpomalování transmise vývoje v potravinářském průmyslu. Dezinflační impuls vycházející z výrobního sektoru je tak relativně omezený. To platí zejména pro odvětví výroby nápojů, kde hluboký pokles cen komodit má pochopitelně menší dopad.

**Inflační tlaky ve výrobě nápojů zůstávají silné**



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

**Korekce cen potravin je zatím pouze mírná**



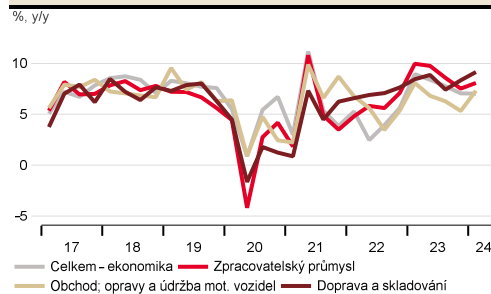
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**V kontextu nákladových tlaků hrají významnou roli i mzdy a ve vztahu k finálním cenám potravin produktové marže.** Svižný růst mezd ve zpracovatelském průmyslu (8,1 % y/y v Q1) je pravděpodobně jeden z faktorů, který omezí transmisi nižších vstupních cen do těch spotřebitelských. Přispět k tomu mohou také vyšší mzdové náklady v samotných obchodech

<sup>2</sup> Výsledek vychází z naší studie založené na vlnkové analýze (wavelet analysis), respektive koherenci (wavelet coherence) mezi vstupy v potravinářském výrobním řetězci a spotřebitelskými cenami. Postup v zásadě umožňuje zkoumat vztah mezi dvěma proměnnými v časové a zároveň frekvenční doméně. V zájmu stručnosti zde analýzu neprezentujeme, ale z jejich výsledků zde vycházíme. Více k vlnkové analýze zde: Torrence, C., & Compo, G. P. (1998). A Practical Guide to Wavelet Analysis. *Bulletin of the American Meteorological Society*, 79(1), 61-78. [https://doi.org/10.1175/1520-0477\(1998\)079<0061:APGTWA>2.0.CO;2](https://doi.org/10.1175/1520-0477(1998)079<0061:APGTWA>2.0.CO;2).

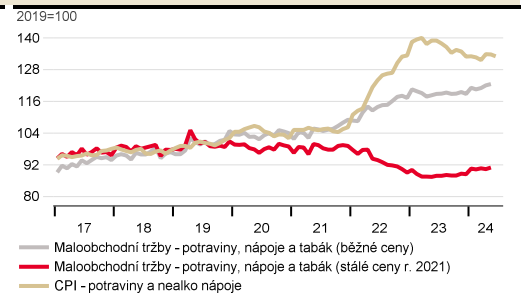
a v sektoru dopravy a skladování (9,2 % y/y v Q1), který je důležitým článkem potravinářského obchodního řetězce. Data o ziskovosti potravinářského průmyslu a obchodů jsou omezená. Ale vzhledem k tomu, že prodaný objem potravin (včetně nápojů a tabáku) v maloobchodě výrazně klesl a letos v květnu byl oproti průměru roku 2019 nižší hned o 9 %, zatímco potraviny ve srovnání se stejným obdobím zdražily o třetinu, tak nízká poptávka spolu s vyššími náklady obchodní marže nyní spíše stlačuje, byť pravděpodobně ze zvýšených úrovní.

**Růst mezd omezí průsak nižších cen vstupů**



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

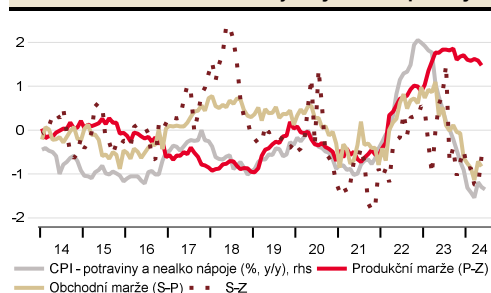
**Slabá poptávka může tlačit na marže obchodů**



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

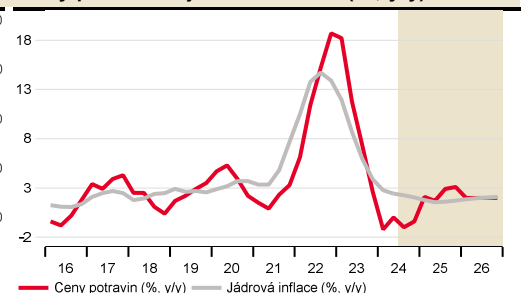
**Zlevňování potravin od H1 23 bylo do značné míry zásluhou obchodů, naproti tomu nákladové marže ve výrobním průmyslu zůstávají zvýšené.** Využitím dat ČSÚ z šetření vybraných zemědělských, průmyslových a spotřebitelských cen potravinářského zboží analyzujeme vývoj cenových rozpětí napříč vertikálou.<sup>3</sup> Zuzující se rozdíl mezi cenami producentů a těmi spotřebitelskými (obchodní marže; OM) představuje primární zdroj současného poklesu cen potravin, respektive u vybraných výrobků, kdežto cenový rozdíl mezi producenty a zemědělskými prvovýrobci (produkční marže; PM) zatím neklesá. Zatímco OM je ve standardizovaném vyjádření poblíž historických minim, tak ta produkční zůstává na druhé straně spektra. To ale mohou odůvodňovat ostatní nákladové faktory v průmyslu. Nicméně postupné prosakování nižších cen vstupů a případný pokles PM stále nabízí určitý prostor ke zlevnění potravin. Slabá spotřebitelská poptávka může přitom dále působit na udržení OM na nižších úrovních.

**Nákladové marže zůstávají zvýšené v průmyslu**



Zdroj: ČSÚ, ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Pro jednotlivá cenová rozpětí jde o průměr standardizovaných rozdílů šetřených potravinářských výrobků. (S) značí finální spotřebitelské ceny v obchodech, (P) ceny průmyslových výrobců a (Z) ceny zemědělských výrobců.

**Ceny potravin a jádrová inflace (% y/y)**

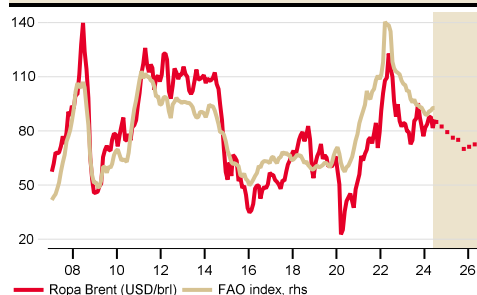


Zdroj: ČSÚ, ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

<sup>3</sup> Podobnou analýzou se zabývala i ČNB. Například zde: [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/cnblog/Odkud-se-bere-zdrazovani-potravin-a-je-Cesko-opravdu-tak-vyjimcne/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Odkud-se-bere-zdrazovani-potravin-a-je-Cesko-opravdu-tak-vyjimcne/); nebo také zde: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravu-o-inflaci/tematicke-prilohy-a-boxy/Co-hybe-cenami-potravin>

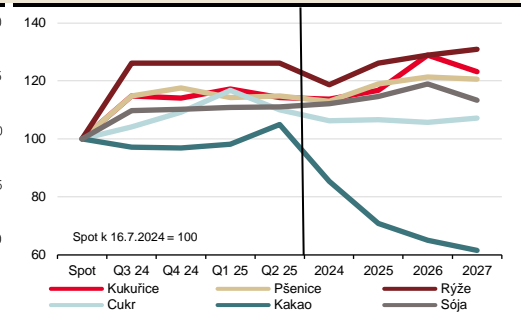
**V krátkodobém horizontu by tak ceny potravin měly dále působit protiinflačně, respektive deflačně. Nicméně pravděpodobnost výrazné a déle trvající korekce cen je nízká.** Vliv na to bude mít mimo jiné i klimatická změna, která zvyšuje pravděpodobnost nepříznivých meteorologických jevů poškozujících úrodu. Příkladem jsou loňská extrémní sucha, v důsledku kterých jsou inflační tlaky u některých agrárních komodit stále zvýšené i letos. Dalším příkladem je fenomén El Niño, který podle výpočtů ECB může vést, respektive jeho přechod z normální do silné fáze, až k 9% nárůstu globálních cen agrárních komodit, byť s citelným zpožděním.<sup>4</sup> Nedávný El Niño byl přitom jeden z nejsilnějších v historii a mohl by tak vést k inflačním tlakům, zejména pak v příštím roce. V tuzemsku tímto směrem bude zřejmě působit i nižší odhadovaná sklizeň, která se podle odhadů ČSÚ pohybovala pod úrovní předchozích pěti let.<sup>5</sup>

**FAO index a prognóza SG ropy Brent**



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

**Medián odhadů vývoje agrárních komodit**



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Mediány odhadů z Bloombergu. Osa x není proporcí k času, ale odpovídá různým časovým obdobím s odlišnou frekvencí.

**Dezinflační tlaky napříč vertikálou potravinářského průmyslu se mohou ve výsledku dále v menší míře promítat do utlumeného vývoje spotřebitelských cen.** Jejich prosakování je však již vcelku omezené vzhledem k ostatním nákladovým a jiným faktorům (ceny energií, mzdy či marže). Šetření vybraného potravinářského zboží ukazuje, že ke zlevnění přispělo primárně ztenčení marží obchodů, zatímco produkční marže v průmyslu zůstaly zvýšené. Jejich pokles by přitom mohl přispět k dalšímu zlevnění. Zatímco v krátkodobém horizontu očekáváme jejich protiinflační působení, byť zásadní korekci cenové hladiny nečekáme, tak v delším horizontu spatřujeme rizika koncentrující se ve směru rychlejšího růstu cen potravin. A to zejména v souvislosti s proměnlivými meteorologickými podmínkami a jejich negativním dopadem na úrodu.

**Kevin Tran Nguyen**  
(420) 222 008 569  
kevin\_tran@kb.cz

<sup>4</sup> Adolfsen, J. F., & Lappe, M. (2023, 28. září). Risks to global food prices from El Niño. European Central Bank. [https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2023/html/ecb.ebbox202306\\_01-36e78cc75e.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2023/html/ecb.ebbox202306_01-36e78cc75e.en.html)

<sup>5</sup> ČSÚ (2024, červenec), Odhady sklizní – červen 2024, ČSÚ, <https://csu.gov.cz/rychle-informace/odhady-sklizni-cerven-2024>.

## Měnová politika



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

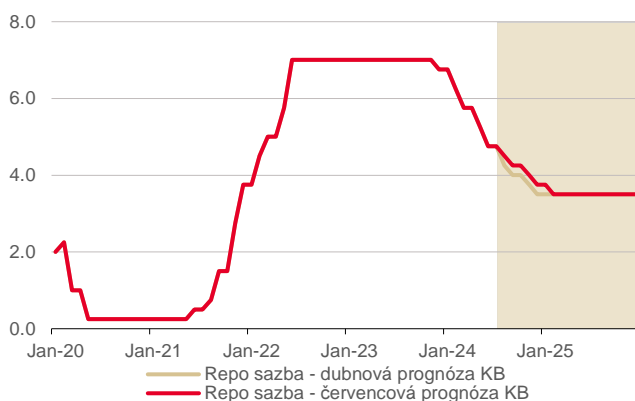
### Pokles sazeb by měl podle ČNB zpomalit, data jsou ale proti

Na červnovém zasedání centrální banka pokračovala se snižováním úrokových sazeb o 50 bb a základní repo sazba tak nyní činí 4,75 %. Komunikace bankovní rady zůstala jestřábí a pro srpnové zasedání předznamenává zpomalení tempa poklesu sazeb na 25 bb, a to navzdory slabým datům z ekonomiky a návratu inflace na dvouprocentní cíl. V srpnu a stejně tak i na každém ze zbylých zasedání v tomto roce tedy očekáváme snížení repo sazby o 25 bb, která by na konci roku měla klesnout na 3,75 %. Její terminální úroveň v současném cyklu měnové politiky nadále odhadujeme na 3,5 % a její dosažení očekáváme v únoru příštího roku. Rizika naší prognózy jsou však vychýlena ve směru rychlejšího poklesu a nižší terminální úrovně.

Poslední data z ekonomiky indikují potřebu dalšího výraznějšího snížení sazeb, výroky centrálních bankéřů ovšem předznamenávají zpomalení tempa uvolňování měnové politiky.

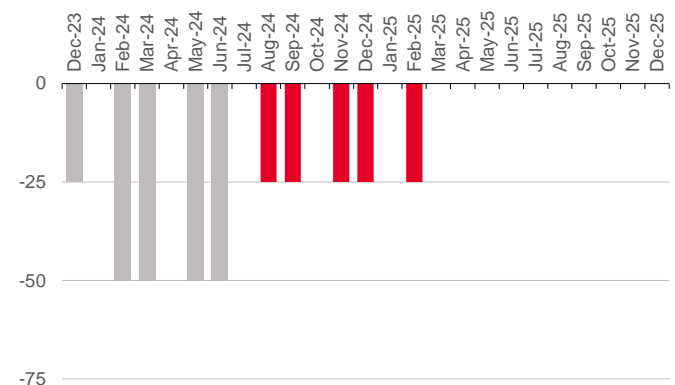
**Česká národní banka v červnu pokračovala ve snižování úrokových sazeb o 50 bb, pro srpnové zasedání již ale indikuje zmírnění tempa uvolňování měnové politiky.** Rozsah červnového snížení byl stejný jako na předchozích třech zasedáních a pomohl repo sazbě na současných 4,75 %. Podobně jako v předchozích čtvrtletích byl pokles úrokových sazeb pomalejší, než doporučovala prognóza ČNB. Podle té se měla repo sazba v Q2 24 pohybovat v průměru na 5,1 %, ve skutečnosti však činila 5,4 %. K přísnějším měnovým podmínkám oproti prognóze ČNB pak přispěla rovněž silnější koruna. Ta posílila z 25,1 CZK/EUR v Q1 24 na 25,0 CZK/EUR v Q2 24, zatímco centrální banka čekala oslabení na 25,2 CZK/EUR. Její průměrná úroveň tak byla o 0,8 % silnější. Slabší byl navíc i růst ekonomiky. Ten měl podle centrální banky v Q1 24 v mezičtvrtletním vyjádření dosáhnout 0,4 %, nakonec ale činil pouze 0,2 %. Průměrná meziroční inflace byla sice v Q2 24 vyšší (2,6 % vs 2,4 % v prognóze ČNB), šlo ale primárně o vliv dražších potravin, a částečně také vyšších regulovaných cen. Pro měnovou politiku důležitá jádrová inflace skončila naopak pod prognózou ČNB (2,4 % y/y v Q2 24 vs 2,6 %). Odchylka se přitom v průběhu čtvrtletí zvyšovala, když v červnu jádrová inflace výrazně klesla na 2,2 % y/y, když ji centrální banka čekala na 2,6 %. Jediná proměnná působící oproti květnové prognóze ČNB v proinflačním směru tak byl v podstatě jen rychlejší růst nominálních mezd. Ten ČNB pro Q1 24 odhadovala na 6,4 % y/y, ve skutečnosti však dosáhl výše 7,0 %.

**Ve srovnání s dubnovou prognózou očekáváme mírnější pokles repo sazby, její terminální úroveň ale necháváme na 3,5 %**



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Tempo snižování úrokových sazeb by mělo v srpnu zpomalit (změny v repo sazbě v bb)**



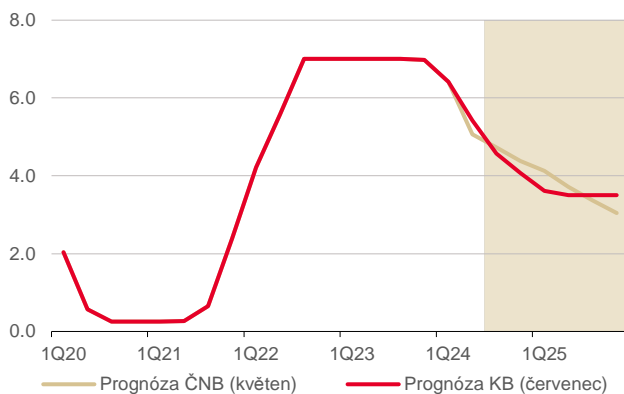
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Od srpna očekáváme zpomalení tempa snižování úrokových sazeb na 25 bb na každém letošním zasedání a na konci roku by tak repo sazba měla klesnout na 3,75 %.** Tato prognóza je ovšem spojena s velkou mírou nejistoty. Naše očekávání srpnového snížení sazeb o 25 bb je z velké části založeno na vyjádření centrálních bankéřů, z nichž někteří další



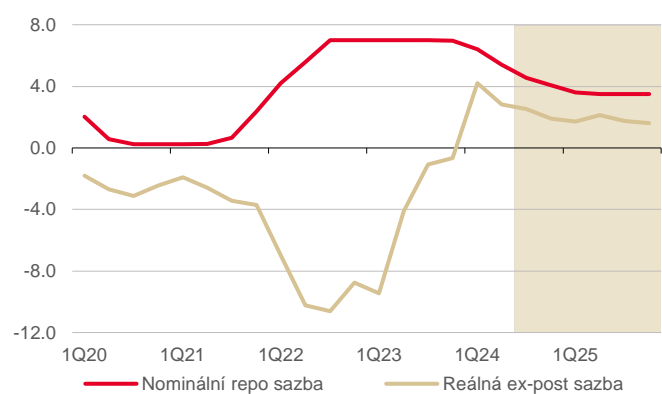
snížení sazeb o 50 bb označili za nepravděpodobné, a to i se znalostí posledních inflačních dat. Bankovní rada podle nedávných výroků svých členů nechce příznivý vývoj inflace v posledních měsících přeceňovat. To zapadá do dlouhodobě jestřábiho charakteru komunikace bankovní rady, která říká, že chce sazby držet výše po delší dobu. V argumentaci přitom zmiňuje zejména rizika spojená se stále vysokým meziročním růstem cen služeb, a stejně tak s vývojem mezd a kurzu koruny. Slova centrálních bankéřů však nebyla vždy pro předpovídání minulého vývoje sazeb úplně spolehlivá. Pravděpodobnost toho, že úrokové sazby v srpnu nakonec klesnou opět o 50 bb je tak podle nás téměř shodně vysoká jako v případě námi očekávaného snížení o 25 bb. Makroekonomická data totiž podle nás hrají silně ve prospěch dalšího výraznějšího snížení úrokových sazeb. S tím ale v našem základním scénáři nepočítáme, a proto očekáváme, že nadále nadměrně utažená měnová politika zbrzdí oživení ekonomiky, a nakonec povede k poklesu inflace pod 2 %. Pokud jde o vzdálenější vývoj, tak vyjádření bankovní rady stále indikují repo sazbu na konci letošního roku kolem 4 %. To by bylo zhruba v souladu s naším odhadem ve výši 3,75 %. Co se postupně mění, tak je indikovaná úroveň neutrální sazby. Zatímco původně centrální bankéři hovořili o 3,5-4,0 %, nyní už výroky zmiňují spíše 3,0-3,5 %. Ve výsledku je tak možné, že se vše nakonec vrátí do starých kolejí a neutrální sazba bude tam, kde ji po dlouhou dobu měnová sekce centrální banky odhaduje, tedy na 3 %. My pro tuto chvíli v prognóze předpokládáme jakousi střední variantu a terminální výši repo sazby v současném cyklu měnové politiky odhadujeme na 3,5 %, k jejímuž dosažení podle nás dojde v únoru příštího roku.

**Slabá ekonomika a inflace na dvouprocentním cíli budou vytvářet tlak na další pokles repo sazby (%)**



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**S ohledem na stále vysokou úroveň sazeb a inflaci na cíli bude měnová politika letos pravděpodobně nadměrně utažená (%)**



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

## Fiskální politika



**Jaromír Gec**  
(420) 222 008 598  
jaromir\_gec@kb.cz

### Postupnými kroky ke konsolidaci

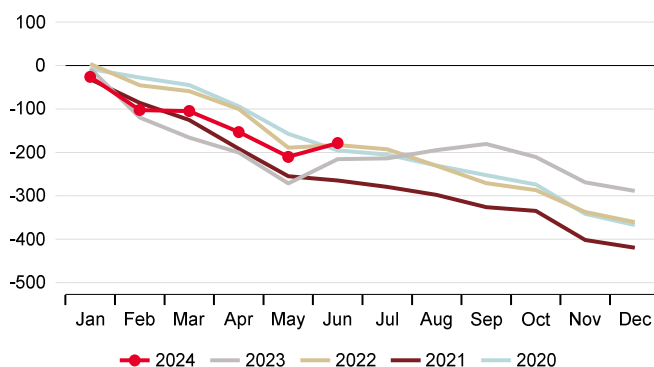
Přestože se letošní státní rozpočet podle průběžných dat v první polovině roku nevyvíjel příliš příznivě, v základním scénáři stále počítáme s tím, že za celý rok skončí v deficitu ve výši 250 mld. CZK, tedy zhruba v souladu s plánem Ministerstva financí. V příštím roce by se schodek měl zmírnit na 235 mld. CZK, avšak nadcházející sněmovní volby vychylují riziko spíše směrem k o něco hlubšímu deficitu. V poměru k HDP by letos i v příštím roce mělo být záporné saldo veřejných financí na dohled 2 %, k čemuž přispívá také vzestupná revize nominálního HDP. Celkový veřejný dluh v poměru k nominálnímu HDP v příštích letech podle nás mírně vzroste, avšak postupně se bude stabilizovat. Platná zákonná úprava totiž zavazuje v konsolidaci veřejných financí pokračovat.

Dosavadní letošní vývoj dává naději na splnění plánovaného schodku

**Státní rozpočet hospodařil ke konci letošního června se schodkem 178,6 mld. CZK.**

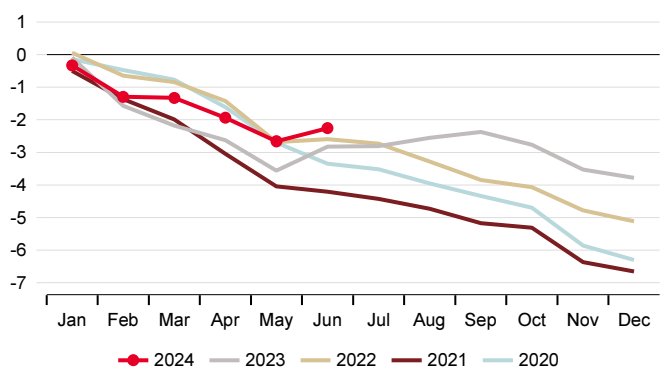
Oproti 210,4 mld. CZK v květnu se tedy meziměsíčně zmínil o více než 30 mld. CZK. Červen bývá tradičně měsícem, kdy se schodek mimo jiné vlivem sezónního inkasa záloh na DPPO příliš nezhoršuje, či se dokonce zlepšuje. V meziročním srovnání byl deficit za první půlrok o 36,7 mld. CZK mělčí díky vyšším příjmům. V poměru k nominálnímu HDP pak i s přispěním předchozího výrazného nárůstu cenové hladiny dosáhl deficit státního rozpočtu za prvních šest měsíců nejnižší hodnoty od roku 2019.

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



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

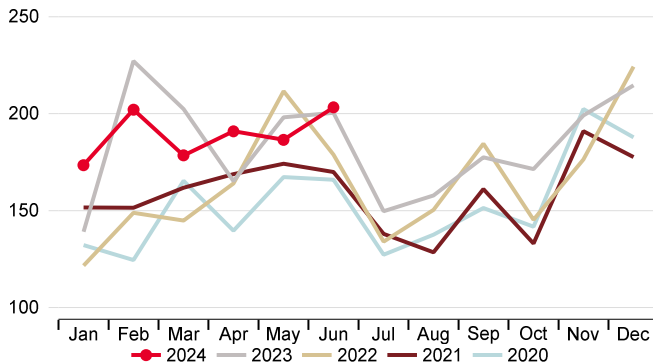
Bilance státního rozpočtu (% HDP, kumulace od začátku roku)



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

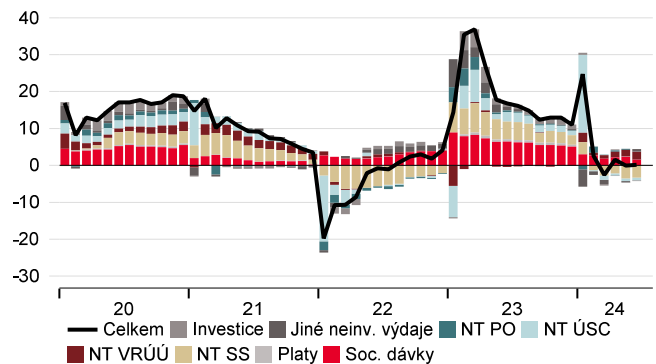
**Výdaje byly ke konci června meziročně vyšší o 2,2 mld. CZK (0,2 %).** Oproti loňsku rostly výdaje na sociální dávky (+17,2 mld. CZK), kde se promítá valorizace starobních důchodů. Viditelně vyšší byly meziročně rovněž výdaje v kapitolách neinvestičních transferů státním fondům (+17,3 mld. CZK) nebo fondům veřejného zdravotního pojištění vlivem navýšení plateb za tzv. státní pojištěnce. O zhruba 14 % (+5,3 mld. CZK) meziročně narostly také výdaje na obsluhu státního dluhu. Z neinvestičních transferů podnikatelům (-37,2 mld. CZK) naopak vypadly loňské kompenzace vysokých cen energií.

Výdaje státního rozpočtu (mld. CZK, nekumulovaně)



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

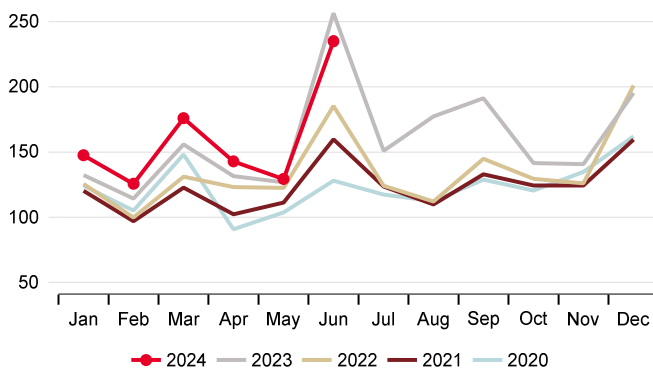
Výdaje st. rozpočtu (% , pb, y/y, kumulace od začátku roku)



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

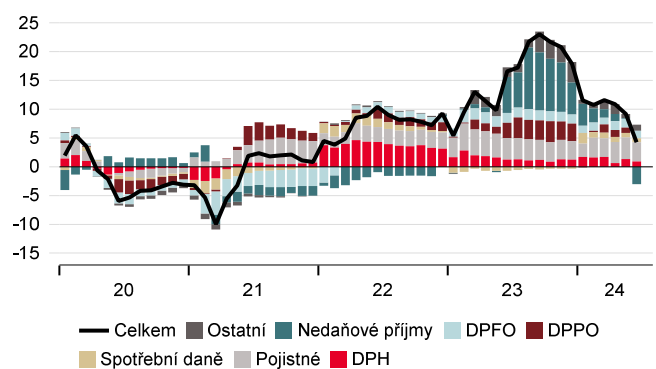
**Příjmy vzrostly za prvních šest měsíců meziročně o 38,9 mld. CZK (+4,2 %).** Z jednotlivých položek k tomu nejvíce přispělo pojistné (+30,4 mld. CZK), daň z neočekávaných zisků (+18,2 mld. CZK), DPFO (+12,0 mld. CZK) a DPH (+8,3 mld. CZK). Pozitivní vývoj váhově nejvýznamnějšího výběru pojistného na sociální zabezpečení (+9 % y/y) patrně odráží jak solidní růst mezd, tak rovněž daňové změny platné od začátku letošního roku (znovuzavedení nemocenského pojištění zaměstnanců, zvýšení minimálního vyměřovacího základu pro OSVČ). Ani to ale nestačilo v rámci důchodového systému na pokrytí výdajů na starobní důchody. Ty totiž byly v úhrnu od začátku roku o více než 30 mld. CZK vyšší než příjmy z pojistného na důchodové pojištění.

Příjmy státního rozpočtu (mld. CZK, nekumulovaně)



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

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

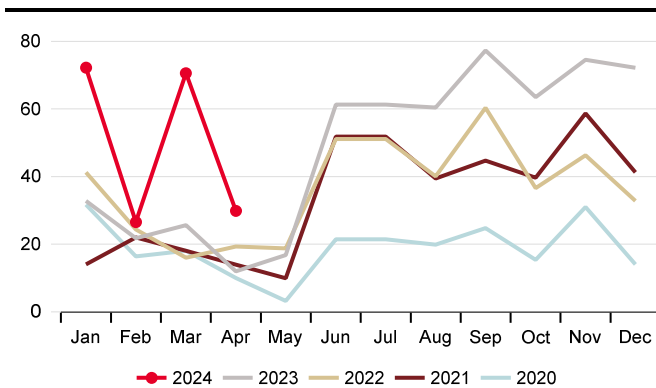


Zdroj: MFČR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
 Pozn.: Mezi nedaňové příjmy patří např. příjmy z EU.

**Navzdory poměrně vysokému schodku v prvním pololetí je podle nás celoroční deficit státního rozpočtu ve výši 250 mld. CZK stále dosažitelný.** K jeho zmírnění letos přispívá konsolidační balíček i zrušení opatření souvisejících s vysokými cenami energií. Svou roli však sehraje i postupný růst domácí ekonomiky, byť ten bude velmi pravděpodobně výrazně pomalejší než 2,3 %, se kterými v srpnu loňského roku při sestavování rozpočtu počítalo Ministerstvo financí. Bilance rizik je z našeho pohledu vychýlena spíše směrem k hlubšímu schodku, a to jak s ohledem na zmíněné riziko nižšího ekonomického růstu, tak i diskutované návrhy na zvyšování platů státních zaměstnanců ještě v letošním roce nad rámec schváleného rozpočtu.

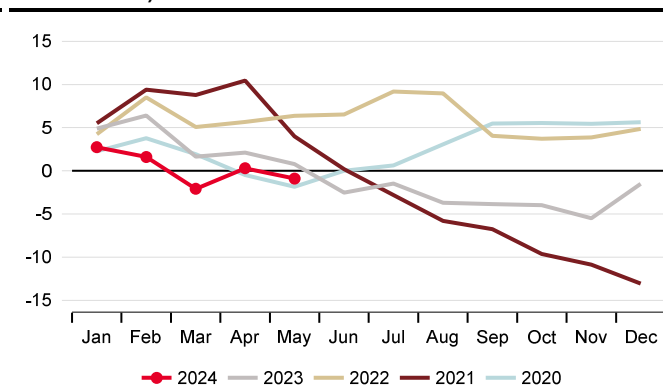
**Rozpočty územních samospráv hospodařily do konce dubna s přebytkem ve výši 29,8 mld. CZK.** Meziročně vyšší příjmy (o 19,8 mld. CZK, +8 %) v kombinaci s jen mírným zvýšením výdajů (o 1,9 mld. CZK, 0,8 %) vyústily v meziroční zvýšení kladného salda hospodaření o 17,9 mld. CZK. Nárůst příjmů souvisel s růstem vlastních nedaňových příjmů. Meziročně se ale navýšily rovněž ty daňové, kde se zejména podepsaly vyšší inkasa DPPO, DPFO v závislosti na růstu mezd, ale i nárůst inkasa DPH odrážející zvýšenou poptávku domácností. V letošním roce také pokračuje kumulace prostředků územních samosprávných celků na bankovních účtech. Ke konci března měly podle dat Ministerstva financí obce a kraje na účtech celkem 523,3 mld. CZK, zatímco jejich dluh činil 88,5 mld. CZK.

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



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

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



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

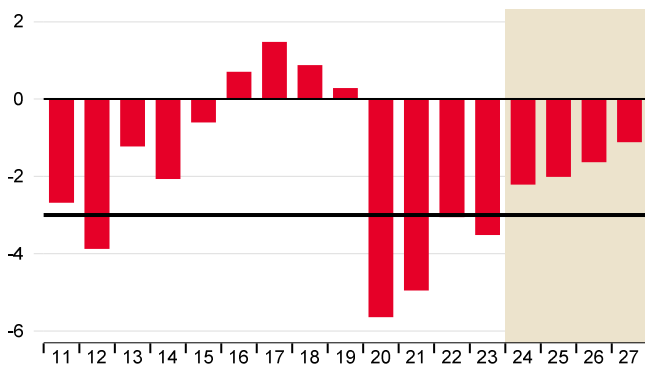
**V příštím roce by deficit státního rozpočtu měl poklesnout k 235 mld. CZK**  
**Pro příští rok očekáváme mírné snížení schodku státního rozpočtu v souladu se střednědobým výhledem Ministerstva financí.** V roce 2025 by deficit podle našeho odhadu měl dosáhnout 235 mld. CZK a v roce 2026 potom 210 mld. CZK. Riziko ve směru hlubšího deficitu je ovšem v příštím roce spojeno s politickým cyklem a se sněmovními volbami.

**Dynamika veřejných financí**

	2022	2023	2024f	2025f	2026f	2027f
Bilance veřejných financí (% HDP)	-3,1	-3,5	-2,2	-2,0	-1,6	-1,1
Fiskální úsilí (pb HDP)	0,9	-0,3	0,4	0,1	0,3	0,5
Veřejný dluh (mld. CZK)	2 997,6	3 228,4	3 478,4	3 713,4	3 923,4	4 083,4
Veřejný dluh (% HDP)	42,5	42,3	44,0	45,3	45,8	45,6

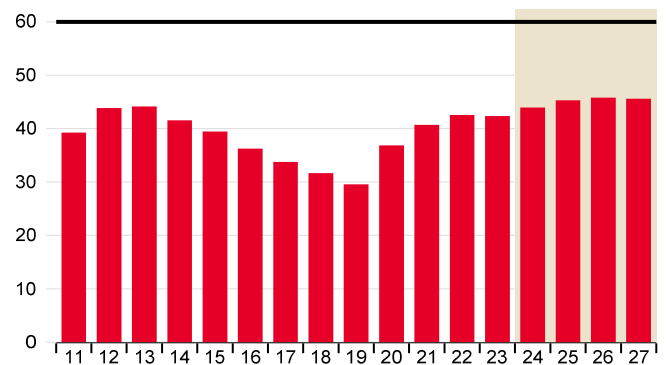
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
 Pozn. Fiskální úsilí je měřeno jako meziroční změna salda operace sektoru vládních institucí očištěného o ekonomický cyklus a jednorázové operace v poměru k HDP v pb.

**Bilance veřejných financí (% nominálního HDP)**



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

**Veřejný dluh (% nominálního HDP)**



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

Letošní hospodaření veřejných financí podle nás skončí s výrazně nižším deficitem ve výši 2,2 % HDP po loňských 3,5 % HDP. Zčásti k tomu přispívá vzestupná revize nominálního HDP.

### Schodek veřejných financí se dostává bezpečně pod 3 % HDP

**Letos očekáváme výrazné zmírnění deficitu veřejných financí na 2,2 % HDP.** Deficit veřejných financí jako celku by měl být oproti státnímu rozpočtu znovu nižší. Tradičně přebytkové hospodaření municipalit však bude částečně vyvažováno schodkovým hospodařením Státního fondu dopravní infrastruktury. V poměru k HDP by se deficit měl poprvé od roku 2019 vrátit pod 3 % HDP. V příštím roce se podle našeho odhadu deficit veřejných financí zmírní na 2 % HDP. Dluh veřejného sektoru v poměru k HDP podle našeho odhadu v období 2024-2027 poroste v průměru o 0,8 pb ročně, aby v roce 2027 dosáhl 45,6 % HDP. Oproti minulé prognóze očekáváme jak nižší deficity veřejných financí, tak veřejný dluh, na čemž se výrazně podepsala hlavně vzestupná revize úrovně nominálního HDP, která na nedávné historii činila až +4 % HDP (více se o revizi národních účtů dočtete v *Boxu 2*).

**Strukturální nerovnováha veřejných financí přetrvává, zákon ke konsolidaci zavazuje i příští vládu.** Přestože konsolidační balíček zmírnil nesoulad mezi příjmy a výdaji veřejných financí, strukturální deficit zůstává okolo 2 % HDP. Zákonem<sup>6</sup> stanovené limity pro strukturální salda se však v následujících letech zpřisňují z výchozích 2,75 % pro rok 2024 až do roku 2027 ročně o 0,5 pb<sup>7</sup>. Příští vláda tedy podle platného znění zákona bude muset v konsolidaci veřejných financí pokračovat.

<sup>6</sup> Zákon č. 23/2017 Sb. Zákon o pravidlech rozpočtové odpovědnosti

<sup>7</sup> V roce 2025 činí limit 2,25 % HDP, v roce 2026 1,75 % HDP a v roce 2027 1,25 %. Od roku 2028 pak 1 % HDP.

## Tabulka prognózy

	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>HDP a jeho struktura</b>														
HDP (reálně, y/y, %)	0,0	0,3	0,3	1,0	1,2	1,5	1,9	2,0	0,0	0,7	1,9	2,3	2,4	2,3
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	-0,5	1,5	1,0	2,4	2,9	3,7	4,5	4,6	-2,9	2,0	4,2	2,7	2,2	2,2
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	3,9	3,5	3,5	3,0	3,3	3,0	3,0	2,5	3,5	3,3	2,6	1,4	1,7	1,8
Fixní investice (reálně, y/y, %)	2,2	-0,7	-2,6	-1,9	-1,5	1,1	2,7	2,8	2,7	-1,7	2,4	3,0	2,7	2,5
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	3,9	2,3	1,9	1,3	-1,0	-1,6	-1,8	-1,3	2,6	1,1	-1,3	0,1	0,2	0,2
Zásoby (příspěvek do y/y)	-5,0	-3,2	-2,0	-1,6	0,4	0,3	0,4	0,2	-2,7	-1,6	0,2	-0,1	0,1	0,2
<b>Měsíční data z reálné ekonomiky</b>														
Zahraniční obchod (mld. CZK)	48,3	83,6	69,8	14,2	15,3	68,7	38,1	-1,5	123,4	182,9	122,1	143,2	178,9	218,2
Vývozy (nominálně, y/y, %)	-0,8	0,5	7,3	8,6	5,0	5,8	0,2	6,2	1,0	5,2	3,8	5,3	6,0	5,7
Dovozy (nominálně, y/y, %)	-9,4	-3,4	4,5	7,1	8,3	7,6	3,0	7,8	-6,2	4,0	5,3	5,0	5,5	5,2
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	-0,6	-1,0	-2,2	0,9	-0,6	0,7	2,1	2,1	-0,8	-0,7	1,8	2,7	2,6	2,2
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	-2,7	-6,4	0,5	0,8	-0,4	0,8	3,8	2,8	-2,6	-1,4	2,8	3,4	3,3	2,2
Maloobchod (reálně, y/y, %)	0,1	3,4	4,8	4,7	4,6	3,8	3,9	3,9	-4,4	4,4	3,7	2,5	1,9	1,8
<b>Trh práce</b>														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	7,1	7,0	7,3	7,6	7,6	7,0	6,5	6,1	8,0	7,4	6,2	4,7	4,3	4,4
Mzdy (reálně, y/y, %)	-0,6	4,8	4,6	5,5	5,8	4,7	4,7	4,2	-2,4	5,2	4,3	2,7	2,0	2,3
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	3,6	3,9	3,7	3,8	3,8	4,1	3,7	3,8	3,6	3,8	3,8	3,8	3,8	4,0
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,6	2,8	2,5	2,6	2,5	2,7	2,5	2,5	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,7
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	1,6	3,8	3,1	3,1	3,1	0,2	0,3	0,6	1,5	3,3	0,4	0,5	0,3	0,1
<b>Spotřebitelské a výrobní ceny</b>														
Inflace (y/y, %)	7,6	2,2	2,6	2,0	2,2	1,9	1,4	1,7	10,7	2,3	1,7	2,0	2,2	2,1
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Jádrová inflace (y/y, %) (*)	3,9	2,8	2,4	2,2	2,1	1,8	1,5	1,6	7,6	2,4	1,7	2,0	2,1	2,0
Ceny potravin (y/y, %) (*)	2,6	-1,2	0,0	-1,0	-0,4	2,1	1,7	2,9	10,0	-0,6	2,4	2,0	1,9	1,9
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*)	-7,6	0,4	7,3	3,4	4,3	5,1	0,5	-3,5	-12,4	3,8	-1,3	-2,1	3,5	4,4
Regulované ceny (y/y, %)	33,2	6,2	5,9	5,3	6,0	-0,1	-0,3	0,9	27,8	5,8	0,6	2,2	2,1	2,0
Ceny v průmyslu (y/y, %)	0,8	-0,9	1,1	1,0	0,7	0,1	0,7	0,4	5,3	0,5	0,3	0,9	1,7	1,8
<b>Finanční proměnné</b>														
2T Repo (% průměr)	7,0	6,4	5,4	4,6	4,1	3,6	3,5	3,5	7,0	5,1	3,5	3,5	3,5	3,5
3M PRIBOR (% průměr)	7,0	6,2	5,3	4,8	4,3	3,9	3,8	3,8	7,1	5,2	3,8	3,8	3,8	3,8
CZK/EUR (průměr)	24,5	25,1	25,0	25,2	24,9	24,7	24,6	24,5	24,0	25,1	24,6	24,3	24,1	23,9
<b>Vnější prostředí</b>														
HDP v EMU (reálně, y/y, %)	0,2	0,4	0,8	1,1	1,4	1,5	1,3	1,3	0,6	0,9	1,4	1,3	1,1	1,1
HDP v Německu (reálně, y/y, %)	-0,2	-0,2	0,1	0,2	1,0	1,1	1,1	1,1	0,0	0,3	1,1	1,0	1,0	1,0
CPI v EMU (y/y, %)	2,7	2,6	2,5	2,2	2,3	2,3	2,1	1,9	5,5	2,4	2,0	1,8	1,8	2,0
Ropa Brent (USD/bbl, průměr)	86,0	82,7	85,6	85,0	82,5	79,4	76,3	75,0	82,5	84,0	75,2	73,1	75,0	75,9
USD/EUR (čtvrtletí eop, roky průměr)	1,08	1,09	1,08	1,09	1,11	1,12	1,14	1,14	1,09	1,09	1,14	1,17	1,18	1,18

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

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

## Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy



Jaromír Gec  
(420) 222 008 598  
jaromir\_gec@kb.cz

### Pokles tržních sazeb by mohl být u konce

Korunové tržní úrokové sazby od začátku června s přispěním domácích faktorů i vývoje v zahraničí viditelně propadly. Celkově však podle nás převažují vlivy, které by měly jejich dalšímu poklesu zabránit. Napříč křivkou by v nejbližším období podle nás mohlo dojít naopak k částečné korekci nedávného poklesu s následným jen lehkým snížením jejího kratšího konce. U delších splatností by měly k mírnému růstu korunových tržních úroků přispívat vyšší terminální sazba ČNB a zejména v příštím roce rovněž obavy o zhoršující se fiskální pozici velkých ekonomik. České státní dluhopisy by však v tomto nepříznivém prostředí mohly obstát poměrně solidně. Výraznějšímu nárůstu jejich výnosů by měla bránit pokračující konsolidace veřejných rozpočtů, která je také do budoucna zakotvena v legislativě. Hrubá emisní aktivita korunových státních dluhopisů podle našeho odhadu ve zbytku roku setrvá poblíž současných úrovní. V příštím roce pak vlivem vyšších splátek maturujícího dluhu mírně naroste, avšak v čistém vyjádření by měla zůstat obdobná jako letos.

Prostor pro další snížení korunových tržních úrokových sazeb je podle nás velmi omezený. Po počáteční korekci by lehce mohly klesat sazby s kratší splatností. Naopak delší konec křivky by mohl i s přispěním zahraničního vývoje mírně vzrůst.

### Trh českých sazeb IRS: Postupná normalizace korunové křivky

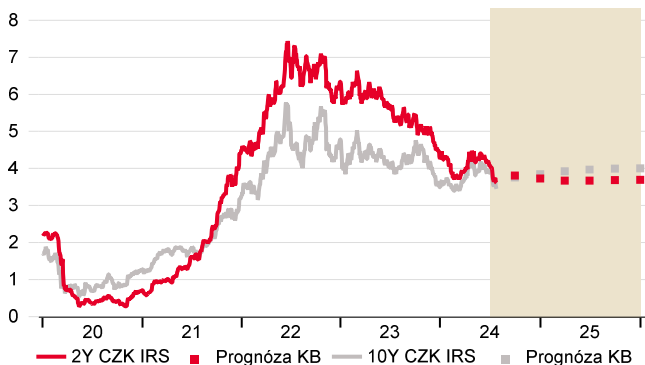
**Křivka korunových tržních úrokových sazeb od začátku června výrazně poklesla při pokračujícím zmírňování její inverze.** Podíl na tom měl opět jak globální vývoj, když se v USA obnovil dezinflační trend, tak domácí faktory. Z nich stojí za zmínku červnové zasedání ČNB, na kterém došlo ke snížení repo sazby o 50 bb, což nebylo finančními trhy plně zaceněno. Ještě níže pak korunové sazby stlačil překvapivě výrazný pokles tuzemské meziroční inflace v červnu, kdy se dostala až na 2% cíl centrální banky a rovněž posun v komunikaci radních ČNB ohledně neutrální repo sazby. Ještě před květnovým zasedáním z vedení tuzemské centrální banky zaznívalo, že neutrální sazba by se mohla nacházet v intervalu 3,5-4 %, podle posledních vyjádření ji však již vidí spíše v rozmezí 3-3,5 %.

**Přes pokračující snižování sazeb ČNB již podle nás kratší korunové tržní úrokové sazby příliš neklesnou.** Část svého nedávného propadu by naopak mohly brzy kompenzovat. Na srpnovém zasedání ČNB se vzhledem k vyjádřením členů bankovní rady přikláníme spíše ke zpomalení tempa snižování úrokových sazeb na 25 bb, zatímco tržní kontrakty zaceňují 25-50 bb. Vzestupný impuls pro korunovou křivku by mohla přinést rovněž nová prognóza ČNB (zveřejněná na srpnovém zasedání). Na červnovém zasedání totiž ekonomové měnové sekce ČNB signalizovali, že nové údaje celkově vyznívají směrem k o něco vyšší trajektorii úrokových sazeb ve srovnání s jejich jarní predikcí. Terminální repo sazbu pak stejně jako v dubnových *Ekonomických výhledech* ponecháváme na 3,5 %, což je výše, než zaceňují tržní instrumenty, které ji aktuálně vidí poblíž 3 %. Nárůst klíčové sazby Fedu v dlouhém období v mediánu dot-plotu je navíc v poslední době patrný také v USA.

**U delších splatností očekáváme stabilizaci korunových úrokových sazeb lehce nad současnými úrovněmi.** Vyvažovat by se zde měly na jedné straně utlumená domácí inflace, která podle nás v příštím roce poklesne pod cíl centrální banky, a vyšší terminální sazba ČNB v kombinaci s globálními faktory hovořícími zejména v příštím roce naopak pro mírný nárůst delších úrokových sazeb, a to v souvislosti se zvyšováním termínové premie. K nárůstu dolarových sazeb s delší splatností a zvýšení sklonu křivky by mohla přispět menší předvídatelnost a proinflační dopady avizovaných politik D. Trumpa, který je aktuálně podle předvolebních průzkumů i tržních instrumentů favoritem letošních prezidentských voleb v USA. Do konce roku sice může globálním úrokovým sazbám s delšími splatnostmi v eurozóně i USA chybět jednoznačný směr, v příštím roce by ale měly spíše růst s tím, jak se zmírní politická nejistota (americké prezidentské volby, sestavování vlády ve Francii), a zejména

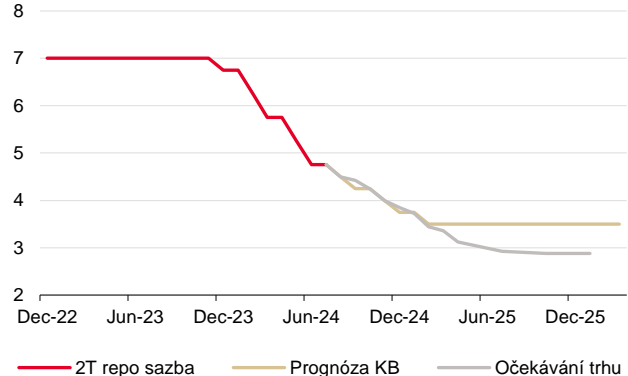
v případě dluhopisů, se pozornost vrátí k fiskální politice, vysokým deficitům, rostoucímu dluhu a nákladům na jeho obsluhu.

Prognóza IRS (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj repo sazby ČNB k 24. 7. 2024 (%)



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

**Klíčovým rizikem pro vývoj korunových sazeb je z našeho pohledu výše terminální sazby ČNB.** Ta se totiž do značné míry promítá podél celé křivky a samotná zvýšená nejistota ohledně její úrovně může způsobovat kromě vyšší volatility i nárůst rizikových premií u sazeb s delší splatností. Námi odhadované rovnovážné úrovně ve výši 3,5 % repo sazba podle naší prognózy dosáhne v Q1 25. V příštím roce by tak měla mít korunová křivka již viditelně pozitivní sklon.

Výhled pro CZK IRS (% , konec období)

	Q3 24f	Q4 24f	Q1 25f	Q2 25f
2Y	3,80	3,75	3,65	3,65
5Y	3,65	3,70	3,80	3,85
10Y	3,75	3,85	3,90	3,95

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

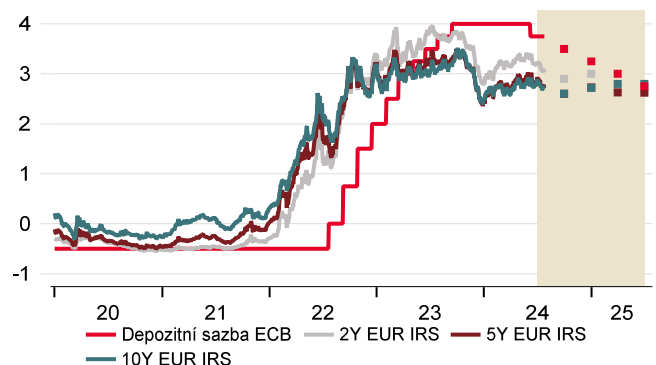
**Eurový trh nadále nabízí nižší úroky, korunové forwardy na příznivých úrovních**

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

	Maturita				
	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y
Spot	3.98	3.61	3.45	3.34	3.45
Forward					
3M	3.69	3.41	3.31	3.26	3.40
6M	3.42	3.24	3.20	3.20	3.37
1Y	3.07	3.09	3.11	3.16	3.35
2Y	3.11	3.13	3.15	3.25	3.42
3Y	3.15	3.16	3.21	3.35	3.48

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, k 24. 7. 2024

Úrokové sazby v eurozóně (%)



Zdroj: Bloomberg, SG Cross Asset Research/Economics

**Podmínky úrokového zajištění na korunovém trhu se v poslední době viditelně zlepšily napříč splatnostmi.** Na forwardovém trhu lze navíc dosáhnout oproti spotovým IRS ještě nižších sazeb, což je vzhledem k poměrně omezenému potenciálu pro jejich další pokles činí z našeho pohledu atraktivní. **Viditelně nižší úrokové sazby ve srovnání s korunovými nadále panují v eurozóně.** Předpokládáme sice, že eurové tržní úrokové sazby dočasně lehce poklesnou, zároveň však vnímáme riziko, že ECB do konce letošního roku nakonec



sazby sníží méně než o dodatečných 50 bb, se kterými (stejně jako trh) počítáme v našem základním scénáři. V příštím roce navíc očekáváme nárůst eurových swapů.

**Hrubá emise státních dluhopisů příští rok vzroste, čistá téměř ne**

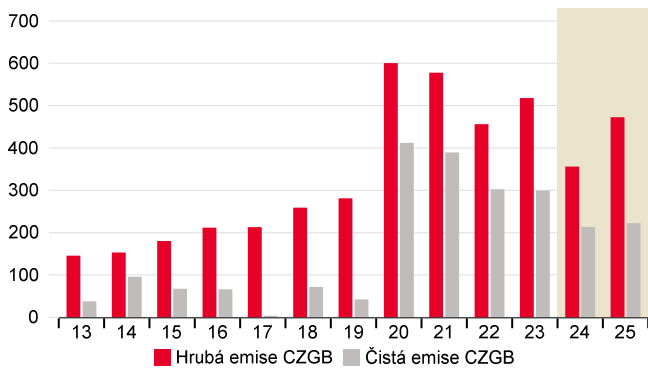
**Nižší splátky dluhu ale i zmírnění deficitu státního rozpočtu letos přispívají k meziročně výrazně menší emisní aktivitě.** Předpokládáme, že deficit státního rozpočtu bude letos směřovat k 250 mld. CZK po loňských 288,5 mld. CZK. V kombinaci s ostatními potřebami financování, zejména splátkami maturujících dluhopisů, tak podle našeho odhadu bude hrubá emise korunových dluhopisů letos činit 355,8 mld. CZK. Nabídka CZGB by se tak podle nás letos meziročně snížila o 162,2 mld. CZK. Pro Q3 24 Ministerstvo financí (MF) ponechalo indikativní objem nabízených korunových dluhopisů v primárních aukcích na 75,0 mld. CZK, stejně jako tomu bylo v Q1 a Q2 a pro H2 24 jako celek indikuje 150-250 mld. CZK. Předpokládáme tak, že ve zbytku letošního roku se nabídka CZGB významně snižovat nebude a mohla by naopak mírně vzrůst, a to vzhledem k tomu, že k 20. 7. byla pokryta zhruba polovina z námi odhadovaného celoročního objemu emitovaných státních dluhopisů. Dle MF je ve hře letos stále také vydání eurového dluhopisu, přičemž pro krytí cizoměnové potřeby financování MF preferuje využití emise na domácím trhu. V příštím roce by hrubá emise za předpokladu zmírnění deficitu státního rozpočtu na 235 mld. CZK měla hlavně vlivem vyšších splátek podle našeho odhadu narůst na 472,3 mld. CZK. V čistém vyjádření by však měla vzrůst jen nepatrně.

**Potřeba a zdroje financování (v mld. CZK)**

	2024		2025	
	MinFin	KB	MinFin	KB
Saldo státního rozpočtu	252,0	250,0	235,0	235,0
Převod a další operace finančních aktiv státu	4,4	4,4	1,9	1,9
Splátky státních dluhopisů v domácí měně	142,0	142,0	250,0	250,0
Splátky státních dluhopisů v cizí měně	25,2	25,2	0,0	0,0
Splátky a předčasné splátky spořicíh dluhopisů	7,5	7,5	11,2	11,2
Splátky instrument peněžního trhu	44,8	44,8	0,0	20,0
Splátky pokladničních poukázek		9,3		20,0
Splátky ostatních nástrojů peněžního trhu		35,5		0,0
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	0,6	0,6	0,6	0,6
<b>Potřeba financování celkem</b>	<b>476,5</b>	<b>474,5</b>	<b>498,6</b>	<b>518,7</b>
Nástroje peněžního trhu		50,0		20,0
Pokladniční poukázky		20,0		20,0
Ostatní nástroje peněžního trhu		30,0		0,0
Hrubá emise CZGB v domácí měně		355,8		472,3
Hrubá emise CZGB v cizí měně/eurobondů		25,2		0,0
Hrubá emise spořicíh dluhopisů		5,0		1,4
Přijaté zápůjčky a úvěry (vč. EUR)		23,5		10,0
Operace finančních aktiv a řízení likvidity		15,0		15,0
<b>Zdroje financování celkem</b>		<b>474,5</b>		<b>518,7</b>
<b>Hrubá výpůjční potřeba</b>		<b>459,5</b>		<b>503,7</b>
<b>Čistá emise CZGB</b>		<b>213,8</b>		<b>222,3</b>

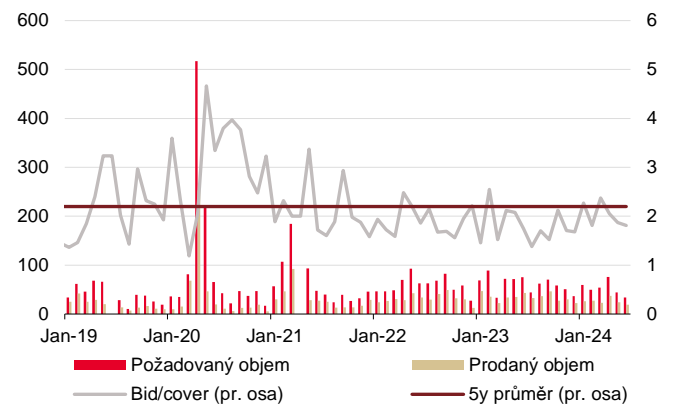
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Emise CZGB (mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Primární trh CZGB (mld. CZK)



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

**Prognóza výnosů CZGB (konec období)**

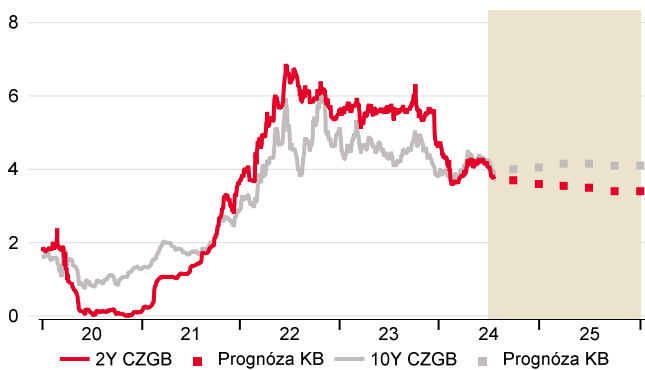
	Q3 24f	Q4 24f	Q1 25f	Q2 25f
Výnos 2Y CZGB (%)	3,70	3,60	3,55	3,50
Výnos 5Y CZGB (%)	3,85	3,85	3,85	3,85
Výnos 10Y CZGB (%)	4,00	4,05	4,15	4,15
10Y CZGB ASW (bb)	25	20	20	20

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Fiskální konsolidace udrží výnosy dluhopisů na uzdě**

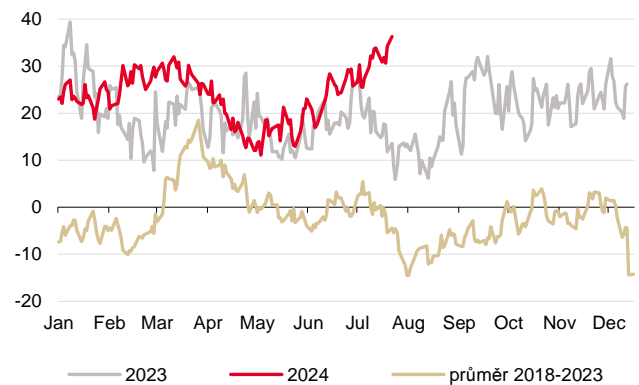
**Obdobně jako korunové IRS rovněž výnosová křivka státních dluhopisů od začátku června výrazně klesla.** I zde se patrně jednalo o odraz jak dezinflačních tendencí z domácí ekonomiky a oproti očekáváním více holubičí politiky ČNB, tak i vývoje na globálních dluhopisových trzích. Průběžné plnění tuzemského státního rozpočtu přitom až do června, kdy pomohla i příznivá sezónnost, nevypadalo příliš pozitivně. Vzhledem k tomu, že ale stále předpokládáme splnění letošního plánovaného deficitu, a zároveň je v zákoně ukotveno pokračování v konsolidaci i v následujících letech tak, aby strukturální deficit veřejných financí v roce 2028 dosáhl 1 % HDP, věříme, že spready mezi tržními úrokovými sazbami a dluhopisy by se mohly postupně zužovat. Celkově by stejně jako v případě tržních úrokových sazeb měly výnosy s kratší splatností mít tendenci k mírnému poklesu, zatímco delší konec výnosové křivky by se naopak mohl vzhledem k postupnému nárůstu zahraničních výnosů mírně zvýšit. K tomu by podle nás měla částečně přispět i oproti minulosti a tržnímu očekávání vyšší terminální měnověpolitická sazba ČNB.

Prognóza výnosů CZGB (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

10y CZGB ASW (bb)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

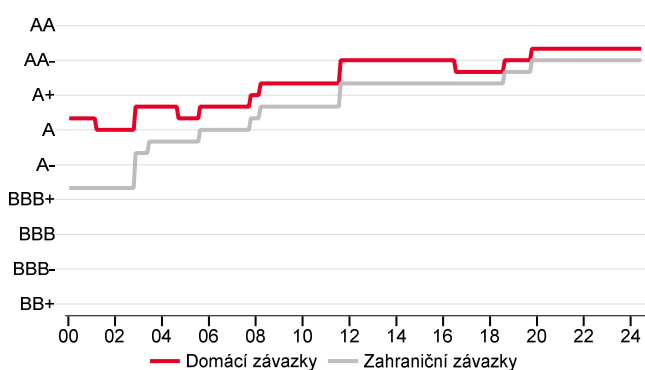
**Ratingové hodnocení ČR zůstává nezměněno, výhled od všech klíčových agentur je nadále stabilní.** K poslední změně došlo v únoru, kdy agentura Fitch, podobně jako loni v listopadu Moody's, zlepšila výhled ratingu ČR z negativního na stabilní. Předložské zhoršení výhledu agentury spojovaly především s energetickou krizí a zhoršujícím se stavem veřejných financí. Fitch i Moody's ve svých posledních hodnoceních oceňovaly konsolidační úsilí české vlády a zmenšení závislosti na energiích z Ruska. Mezi pozitivní faktory ale Fitch řadil i odeznívající inflaci nebo absenci dopadů pandemického a energetického šoku na dlouhodobý růst tuzemské ekonomiky. Nadále platí, že ČR má nejlepší ratingové hodnocení ze všech zemí střední a východní Evropy.

**Přehled ratingu hlavních agentur pro Českou republiku**

	Domácí závazky	Výhled	Zahraniční závazky	Výhled	Další hodnocení
S&P	AA	STABLE	AA-	STABLE	11.10.2024
Moody's	Aa3	STABLE	Aa3	STABLE	26.07.2024
Fitch	AA-	STABLE	AA-	STABLE	16.08.2024

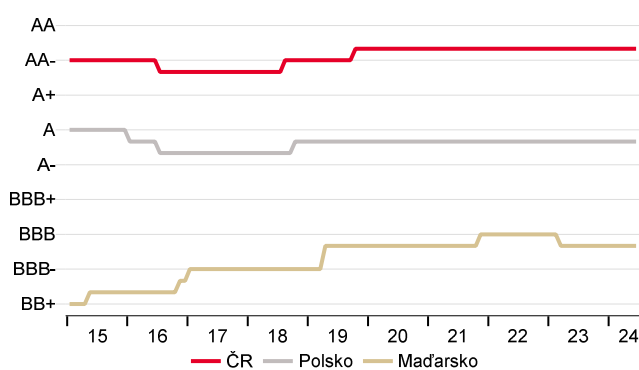
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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



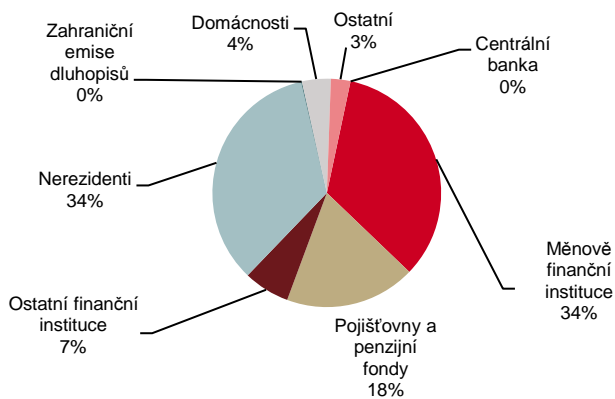
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Přehled českých státních dluhopisů

Government bond overview							Rich-cheap analysis												
Bond	Dur.	Issued last 90D	Issuance limit	Yield	Δ1W	Δ1M	FX hedged	ASW	Δ1W	Δ1M	Min	90D	Max	Z-Score	Rank	Spline spread	Rank	Carry Roll 90D	Rank
0.00 Dec-24	0.4	0.0	34%	4.31	11	-22	3.87	-34	8	-26	-85		-28	1.9	21	-17.2	1	-74.6	24
1.25 Feb-25	0.5	0.0	100%	4.13	-8	-7	3.83	-24	4	34	-85		-24	3.2	1	-4.2	5	-53.7	23
2.40 Sep-25	1.1	0.0	85%	3.78	-5	-45	3.45	-34	6	7	-57		-33	1.6	24	13.9	23	-33.1	22
6.00 Feb-26	1.5	0.0	71%	3.62	0	-44	3.39	-19	7	16	-55		-19	2.7	2	19.7	24	-26.4	21
1.00 Jun-26	1.8	0.0	100%	3.76	-6	-43	3.52	0	6	11	-37		4	1.7	22	-0.2	13	-18.8	20
0.25 Feb-27	2.4	0.0	104%	3.68	-7	-47	3.46	9	5	15	-27		10	2.1	18	-1.5	10	-14.7	19
2.50 Aug-28	3.7	0.0	94%	3.57	-11	-53	3.34	13	5	9	-11		13	2.2	13	-2.1	8	-8.9	18
5.50 Dec-28	3.8	0.0	70%	3.53	-12	-53	3.35	11	5	6	-15		11	2.3	11	0.7	18	-8.5	17
5.75 Mar-29	4.0	0.0	121%	3.56	-12	-51	3.39	16	4	10	-6		16	2.6	5	-2.7	7	-7.3	16
2.75 Jul-29	4.6	0.0	100%	3.58	-12	-51	3.36	19	2	10	-9		19	2.4	9	-4.7	3	-6.0	15
0.05 Nov-29	5.2	0.0	58%	3.56	-12	-51	3.26	11	4	6	-5		17	1.7	23	-1.9	9	-5.0	14
0.95 May-30	5.5	0.0	100%	3.61	-12	-50	3.27	16	4	7	-1		18	2.1	17	-4.7	4	-4.1	12
5.00 Sep-30	5.1	0.0	101%	3.57	-13	-53	3.30	17	4	6	-4		18	2.4	10	0.5	17	-4.3	13
1.20 Mar-31	6.1	0.0	100%	3.63	-13	-48	3.25	16	3	9	-4		18	2.0	20	-2.7	6	-2.8	8
6.20 Jun-31	5.7	0.0	72%	3.62	-14	-47	3.37	22	2	10	-4		22	2.6	7	0.1	15	-3.1	9
1.75 Jun-32	7.1	0.0	100%	3.69	-12	-43	3.25	19	4	9	0		20	2.1	19	0.4	16	-1.6	6
4.50 Nov-32	6.6	15.0	62%	3.73	-12	-43	3.37	27	3	11	1		27	2.6	4	-0.3	12	-1.8	7
3.00 Mar-33	7.3	10.9	36%	3.76	-11	-43	3.33	26	3	10	3		27	2.1	15	-0.5	11	-1.3	3
2.00 Oct-33	8.0	0.0	100%	3.76	-11	-41	3.27	21	3	11	1		22	2.2	14	4.2	22	-1.1	2
4.90 Apr-34	7.7	8.3	58%	3.80	-12	-41	3.42	32	4	13	4		32	2.5	8	3.1	21	-1.3	4
3.50 May-35	8.8	11.4	74%	3.86	-10	-35	3.42	32	6	14	3		32	2.6	6	2.4	19	-1.5	5
4.20 Dec-36	9.3	0.0	100%	3.85	-10	-35	3.47	32	7	16	3		32	2.6	3	3.1	20	-3.2	10
1.95 Jul-37	11.0	4.6	40%	3.90	-11	-37	3.40	30	5	14	5		32	2.1	16	-5.6	2	-3.6	11
1.50 Apr-40	13.2	2.2	55%	3.98	-11	-32	3.45	31	6	16	5		34	2.3	12	0.0	14	0.0	1

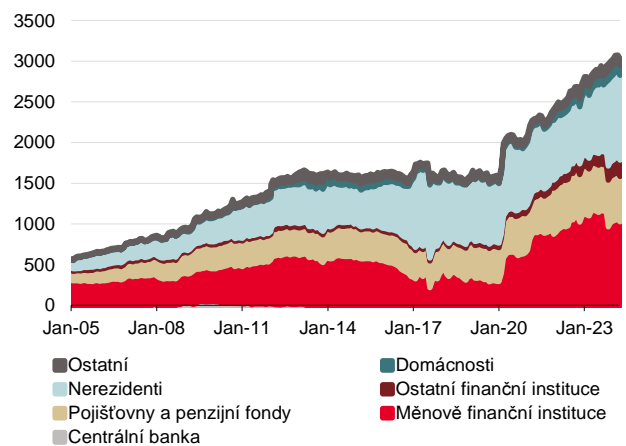
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; Pozn.: Detailní popis v aktuálním vydání CZGB Auction Alert

Držba státních dluhopisů podle typu držitele (květen 2024)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Držba státních dluhopisů podle typu držitele



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

# Korunový devizový trh



**Jaromír Gec**  
(420) 222 008 598  
jaromir\_gec@kb.cz

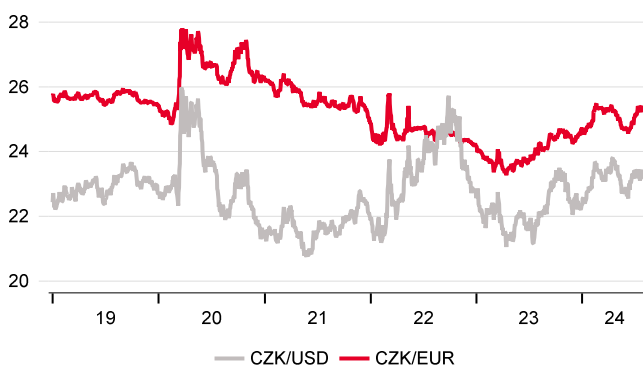
## Koruně se blýská na lepší časy

Oslabování koruny k euru, které trvá zhruba od začátku června, se pravděpodobně chýlí ke konci. Očekáváme, že postupné oživení ekonomiky bude spolu se zpomalením tempa uvolňování domácí měnové politiky a vyšší terminální sazbou ČNB do konce roku naopak nahrávat jejímu zpevnování. Měny rozvíjejících se trhů by mělo obecně podpořit rovněž letošní zahájení snižování úrokových sazeb ve Spojených státech, které podle nás bude doprovázeno významným odlivem kapitálu z amerického dolaru. Očekáváme, že koruna by se tak mohla v páru s eurem ještě letos vrátit pod 25 CZK/EUR a v posilování pokračovat i v příštím roce. Rizika naší prognózy se nicméně celkově koncentrují spíše na straně slabší koruny.

### Koruna se v červenci přiblížila nejslabším úrovním od začátku roku

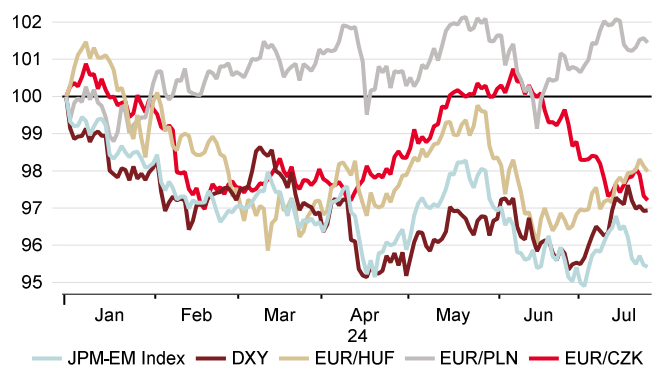
Po poslední depreciaci se výkonnost koruny od začátku roku přiblížila ostatním měnám rozvíjejících se trhů (EM). Svoje zisky v páru s eurem z dubna a května již tuzemská měna v podstatě vymazala, a to navzdory nedávnému přelivu investorů z amerického dolaru do měn EM. Tento vývoj na globálních devizových trzích patrně odrážel obnovený dezinflační trend v USA a opětovně narůstající sázky na letošní snížení úrokových sazeb Fedem. Rychlejší ekonomický růst ve Spojených státech a vyšší dolarové úrokové sazby, které byly dosud výrazným magnetem pro investory, se budou podle nás snižovat, a dlouhé pozice v zelených bankovkách by se tak měly významně redukovat. Katalyzátorem změny sentimentu na globálních devizových trzích by mělo být zářijové zahájení uvolňování měnové politiky Fedu. Podle našich předpokladů v návaznosti na to odepíše americký dolar do konce letošního roku zhruba 2 % jak v efektivním vyjádření optikou indexu DXY, tak i v páru s eurem (na 1,11 USD/EUR). V oslabování by následně měl dolar pokračovat i v příštím roce, a tím podporovat apreciaci měn EM.

Vývoj kurzu koruny



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vývoj ve středoevropském regionu (1. 1. 2024 = 100)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Hodnota nad 100 značí posílení CZK, PLN nebo HUF vůči EUR nebo indexu měn rozvíjejících se trhů (JPM-EM), respektive oslabení dolarového indexu (DXY) od 1. 1. 2024.

Prognózu kurzu koruny k euru jsme revidovali na nejbližším horizontu k mírně slabším úrovním. Přispěl k tomu jak horší výkon domácí ekonomiky, tak krátkodobě též užší úrokový diferenciál. Od konce letošního roku naopak čekáme o něco silnější korunu hlavně v souvislosti s očekávanou depreciací dolaru.

### Úrokový diferenciál jako klíčový faktor

**Dočasné odpoutání koruny od úrokového diferenciálu spojené s pozitivním tržním sentimentem je u konce.** Posílení koruny k hladině 24,55 CZK/EUR začátkem června nemělo oporu v rozšíření diferenciálu korunových a eurových tržních úrokových sazeb, což podle nás následně přispělo ke korekci zpět k hladině 25 CZK/EUR. K tomu se následně přidalo snížení měnověpolitických sazeb o 50 bb na červnovém zasedání ČNB, které nebylo trhy plně zaceněno. Na začátku července k dalšímu zúžení úrokového diferenciálu, a tím i oslabení koruny, přispěla rovněž červnová inflace, která v ČR překvapivě zpomalila až na 2% cíl

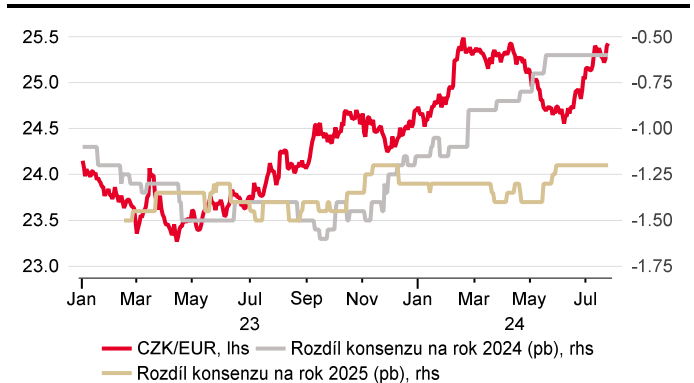
centrální banky. Depreciační tlaky na korunu z titulu úrokového diferenciálu by se ale podle nás již neměly dále stupňovat. Úrokové rozpětí má totiž našlápnuto k mírnému rozšíření ve spojení s poklesem eurových sazeb, a naopak korekcí těch korunových směrem vzhůru, pokud ČNB přistoupí ke zvolnění tempa snižování úrokových sazeb již na svém srpnovém zasedání. Ve prospěch koruny by z tohoto pohledu mohlo působit i to, že finanční trhy již zaceňují terminální sazbu ČNB kolem 3 %, zatímco my se (jak jsme popisovali v dubnových *Ekonomických výhledech*) stále přikláníme spíše k úrovni 3,5 %.

Vývoj CZK/EUR a úrokového diferenciálu



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vývoj CZK/EUR a diferenciálu růstu HDP mezi eurozónou a ČR



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Rozdíl Bloomberg konsenzu: eurozóna-ČR.

**Růst tuzemské ekonomiky by měl výrazně překonávat eurozónu.** Tento rozdíl by se měl v čase podle tržního konsenzu zvyšovat, když by příští rok měl HDP eurozóny v celoročním vyjádření růst o 1,2 pb pomaleji než u nás. Vyšší růst domácí ekonomiky očekáváme i my, byť je v našem základním scénáři růstový diferenciál v příštím roce mírnější (cca 0,5 pb). Rovnovážný kurz se podle našeho modelu v Q2 24 nacházel lehce nad 25 CZK/EUR. S obnovením konvergence české ekonomiky by se podle nás měl postupně snižovat. Stabilizační roli na kurz koruny by mohlo mít i případné navýšení objemu odprodejí výnosů z devizových rezerv ČNB, který se od loňského září drží poblíž 300 mil. EUR za měsíc. Stav devizových rezerv centrální banky ke konci letošního června činil 136,9 mld. EUR. V poměru k velikosti ekonomiky devizové rezervy dosahují více než 40 % ročního nominálního HDP a jsou z tohoto pohledu stále jedny z největších na světě.

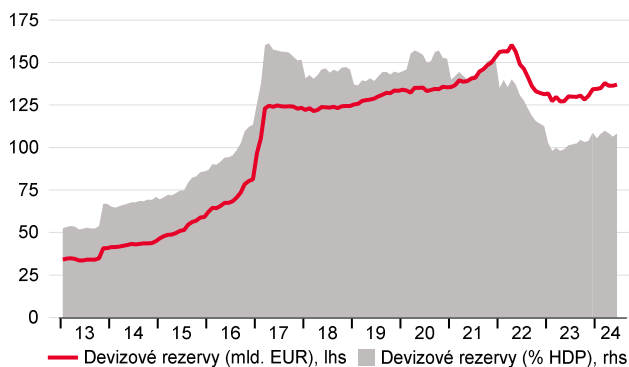
**Celkově tedy mnoho prostoru pro další oslabování koruny k euru nespátřujeme.** Jak zlepšující se fundamenty domácí ekonomiky a pouze pozvolné uvolňování měnové politiky ČNB, tak vývoj na globálních devizových trzích by podle nás měly naopak přispívat k jejímu postupnému posilování.

**Prognóza kurzu koruny (konec období)**

	Q3 24f	Q4 24f	Q1 25f	Q2 25f
CZK/EUR	25,10	24,85	24,65	24,55
CZK/USD	23,05	22,40	22,00	21,50
USD/EUR	1,09	1,11	1,12	1,14

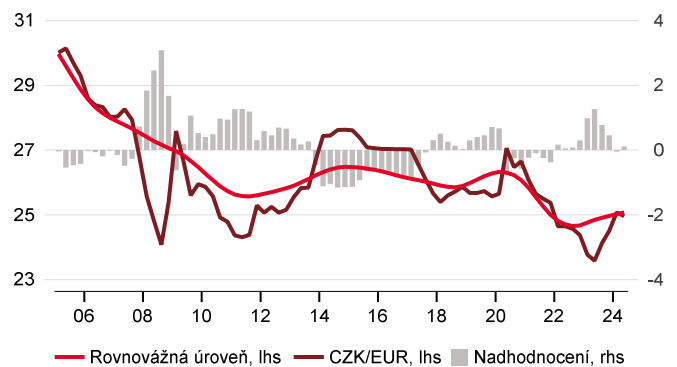
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

Devizové rezervy ČNB



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

Rovnovázný kurz CZK/EUR

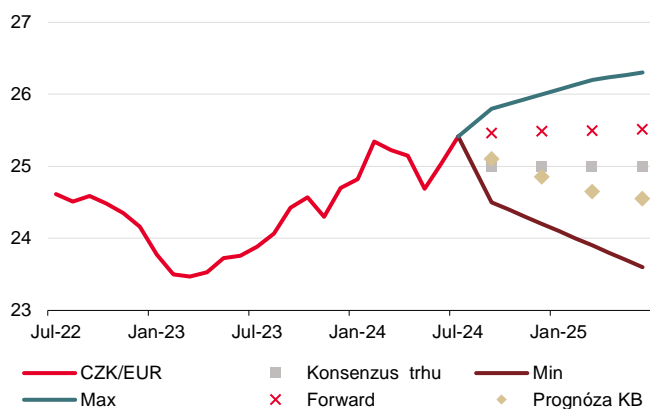


Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
 Pozn.: Odhadovaný rovnovážný měnový kurz vychází z filtrace reálného bilaterálního kurzu konzistentního s vnitřní (produkční mezerou) a vnější (mezerou podílu čistého exportu na HDP) rovnováhou ekonomiky.

**Bilance rizik je vychýlena směrem ke slabšímu kurzu**

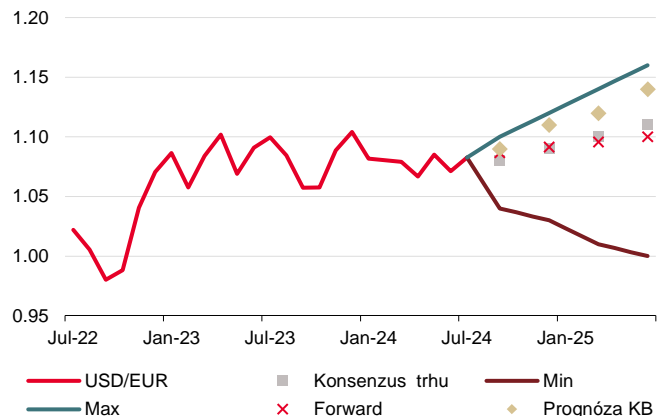
**Rizika vývoje úrokového diferenciálu jsou oproti našemu základnímu scénáři vychýlena ve směru slabší koruny.** U našeho výhledu měnověpolitických sazeb ECB, kde očekáváme v letošním roce jejich ještě dvojnásobné snížení (stejně jako trh), vnímáme riziko ve směru menšího uvolnění měnové politiky, konkrétně možné pauzy v prosinci. U korunových sazeb krátkodobě naopak identifikujeme možnost snížení úrokových sazeb ČNB o 50 bb v srpnu (oproti 25 bb v našem základním scénáři) a střednědobě rovněž nižší než námi předpokládanou terminální repo sazbu (3,5 %). **Ve stejném směru působí také riziko oproti naší prognóze silnějšího amerického dolaru, což by mohlo vyvolávat tlak na měny rozvíjejících se trhů.** Obecnou nejistotou zůstává rychlost oživení tuzemské ekonomiky v prostředí nadále nevýrazného výkonu německé ekonomiky a geopolitická situace (více v *Boxu 1*).

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 24. 7. 2024)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

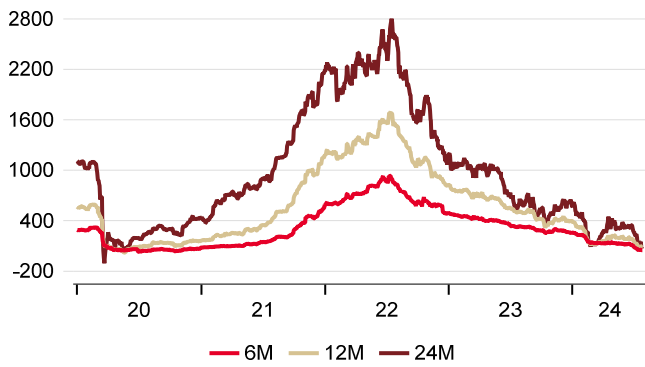
Předpokládaný vývoj kurzu USD/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 24. 7. 2024)



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

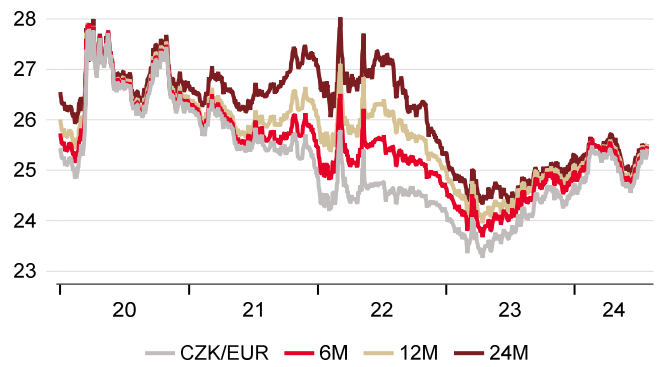
**Oslabení koruny zlepšilo podmínky zajištění pro exportéry.** Jak uvádíme výše, úrokový diferenciál se sice může mírně rozšířit, spotový kurz by však již dále oslabovat neměl, a naopak očekáváme postupné posilování koruny k euru. Z pohledu vývozců se nám tedy jeví aktuální úrovně forwardových kurzů jako relativně atraktivní pro případné zajištění proti kurzovému riziku.

Forwardové body



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Forwardový vs spotový kurz CZK/EUR



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka



## Bankovní sektor



Kevin Tran Nguyen  
(420) 222 008 569  
kevin\_tran@kb.cz

### Mírné úvěrové povzbuzení pro slabou ekonomiku

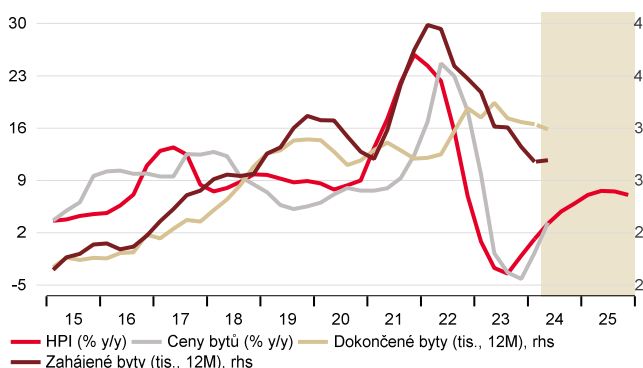
Kreditní impuls nadále citelně oživuje v případě domácností, naproti tomu úvěrování firem zůstává slabší. Posílení úvěrové aktivity by měl nahraovat pokračující pokles úrokových sazeb, uvolněnější finanční podmínky a obnovení důvěry firem a domácností. Oživení ale bude nadále brzdit utážená měnová politika a vysoký objem vlastních prostředků. Hypoteční aktivita by měla dále sílit, když impuls dodá mírný pokles úrokových sazeb. To bude doprovázet zrychlení růstu cen nemovitostí, které podpoří realizace odložené poptávky a slabá výstavba. Investiční apetit firem zůstává slabý, v H2 24 by ho ale měly posílit lepší podmínky financování a další uvolnění měnové politiky. Klesající úroková výnosnost přispěje ke zpomalování růstu vkladů, který letos zřejmě již nepředčí růst úvěrů. Nízká míra selhání úvěrů stále dokumentuje dobrou finanční situaci soukromého sektoru, která by tak měla pomoci ke zrychlení růstu tuzemské ekonomiky, když dojde k obnovení důvěry podniků.

Pokles úrokových sazeb, zvyšující se hypoteční aktivita a realizace odložené poptávky přispějí ke zrychlení růstu cen nemovitostí.

### Hypoteční a nemovitostní trh mají našlápnuto k rychlému růstu

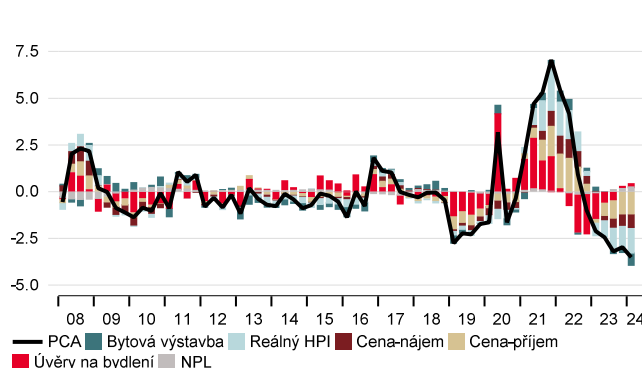
**Obnovený růst cen nemovitostí by měl letos dále sílit.** Po loňském mírném ochlazení jejich ceny rostou již relativně silným tempem. Index cen nemovitostí (HPI) v Q1 24 mezičtvrtletně vzrostl o 0,9 %, stejně jako v Q4 23, a pro Q2 odhadujeme zrychlení růstu na 1,3 % q/q, meziročně by tak byl vyšší o 3,2 %. Ve zbytku roku bude podle nás růst dále sílit s ohledem na klesající úrokové sazby, realizaci odložené poptávky a s tím spojenou obnovenou důvěru domácností. Ke konci roku by ceny nemovitostí měly být podle naší prognózy vyšší o 5,9 % y/y. V průměru pro letošní rok očekáváme jejich vzestup o 3,8 % a v tom příštím o 7,3 %. Sílicí tlaky na růst cen nemovitostí dokazují i nabídkové ceny bytů, které se v Q2 24 mezičtvrtletně zvýšily o 2,2 % a meziročně byly vyšší o 3,4 %. Realizaci odložené poptávky podpoří nejenom lepší dostupnost financování, ale také vysoký stav úspor domácností, které tak nebudou impulsem pouze pro spotřebu. Silná poptávka spolu s omezenou výstavbou v posledních dvou letech může vytvořit podhoubí pro rychlý růst cen nemovitostí. I přes mírné zlepšení v posledních dvou letech zůstává cenová dostupnost bydlení, vyjádřená poměrem cen nemovitostí k příjmům, citelně zhoršená. To může naopak růst cen zbrzdit. Kombinace námi odhadovaného růstu cen nemovitostí a mezd k jejímu dalšímu zlepšení nepovede. Fundamentálně silná tuzemská poptávka po vlastním bydlení, podpořená poklesem úrokových sazeb, a omezená výstavba budou naopak tlačit ve směru jejího zhoršování.

Růst cen nemovitostí dále zrychlí k 6 % y/y



Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Údaje zahájených a dokončených bytů (ke květnu 2024) jsou extrapolované a pouze indikativní pro Q2 24. 12M značí dvanáctiměsíční úhmy.

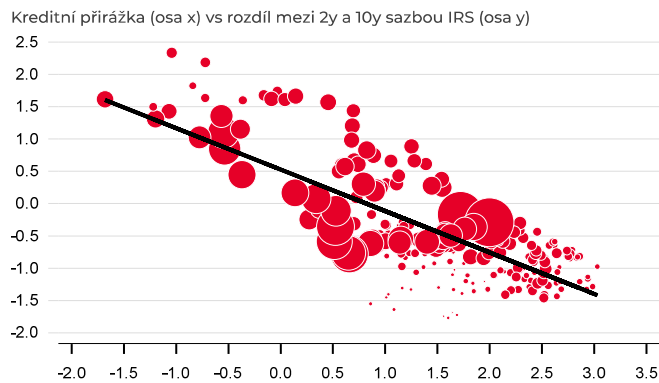
Kompozitní index realitního trhu indikuje pomalou stabilizaci



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Vlastní výpočty; PCA = vektor analýzy hlavních komponent. Kompozitní index je výsledkem analýzy hlavních komponent (Principal Component Analysis, PCA) dle Cár, M., & Vrbovský, R. (2019, březen). *Composite index to assess housing price development in Slovakia.*  
[https://www.nbs.sk/img/documents/publik\\_nbs\\_fsr/biatec/rok2019/03-2019/05\\_biatec19-3\\_car.pdf](https://www.nbs.sk/img/documents/publik_nbs_fsr/biatec/rok2019/03-2019/05_biatec19-3_car.pdf)

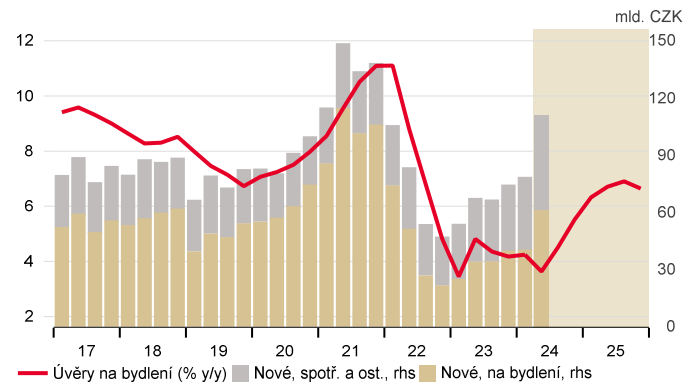
**Hypoteční trh nadále citelně oživuje.** Od ledna do května se objem nových úvěrů na bydlení zvýšil o 73 % meziročně. To částečně odráží nízkou srovnávací základnu, na mezičtvrtletní bázi je ale zřejmé, že aktivita výrazně posiluje, a to i přestože úrokové sazby zatím příliš neklesly v prostředí kolísání tržních IRS. Hypoteční sazby jejich nedávný ostrý pokles ještě nereflektují, stejně jako tomu bylo na začátku roku, kdy byl následován strmým růstem. Úvěrové spready se rozšířily vlivem červencového propadu IRS. Nicméně s ohledem na námi očekávaný postupný nárůst IRS z nynějších nízkých úrovní a přetrvávající inverzi výnosové křivky, včetně jen pozvolné reinverze, je prostor pro zlevňování hypoték omezený.

**Vztah mezi kreditní přírůzkou a inverzí výnosové křivky (pb)**



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

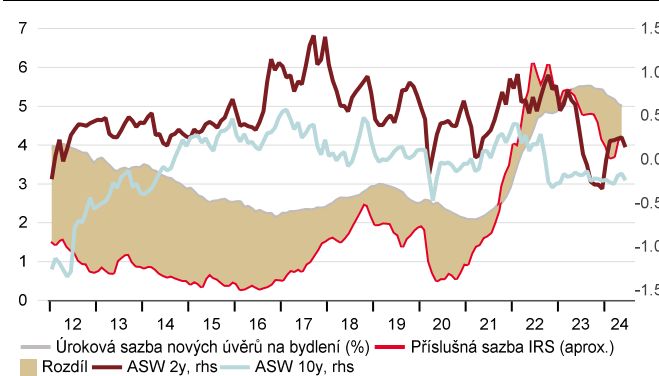
**Aktivita na hypotečním trhu bude pokračovat v posilování**



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

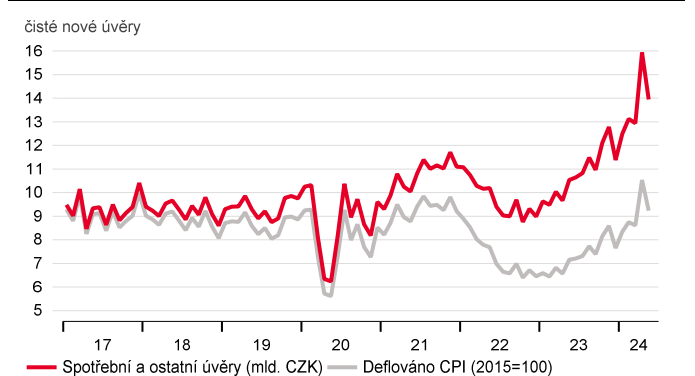
**Stále však čekáme, že k mírnému poklesu hypotečních sazeb dojde,** což v H2 24 přispěje k dalšímu posílení hypoteční aktivity. Nabytí účinnosti novely o spotřebitelském úvěru od letošního září, která mimo jiné zavádí sankce za předčasné splácení, by již nemělo zásadně ovlivnit úvěrovou nabídku. Zvýšená poptávka v H1 23 mohla reflektovat určitou míru předzásobení před zavedením sankcí. Úrokové sazby u delších splatností zřejmě zůstanou zvýšené vlivem obav z refinancování. Většina aktivity by se tak natrvalo měla přesunout ke kratším fixacím oproti minulosti. Hypoteční trh podle našeho odhadu letos poroste o 5,5 % a příští rok ještě rychleji o 6,6 %.<sup>8</sup> Objem nových úvěrů by měl letos překročit 200 mld. CZK, s celkovým objemem 81 mld. CZK zaznamenaným již během prvních pěti letošních měsíců.

**Normalizace rozdílů mezi hypotečními sazbami a IRS (% , pb)**



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

**Spotřební úvěrování citelně posílilo už i v reálném vyjádření**



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

<sup>8</sup> Pokud není uvedeno jinak, hodnoty se vztahují ke konci období.

Spotřební financování by mělo silně růst v souvislosti s oživením hypotečního segmentu.

### Spotřební financování posiluje v souvislosti s oživením hypotečního trhu

**Letošní posílení spotřebního financování souvisí do značné míry s vyšší aktivitou na hypotečním a nemovitostním trhu.** Spotřeba domácností sice ožívuje, ale jen velmi pozvolna, zatímco objem spotřebitelských úvěrů rychle roste. V reálném vyjádření dosahuje úrovně z roku 2019 a v tom nominálním vlivem zvýšené cenové hladiny láme historické rekordy. Míra zadlužení domácností k hrubému disponibilnímu důchodu zůstává nízká, když poslední roky klesala. Letos by ale již měla mírně růst. Poměr spotřebitelských úvěrů k HDP podle nás oproti loňsku vzroste o 0,2 pb na 4,5 %. Kreditní impuls úvěrů domácnostem dále posiluje a indikuje zrychlení růstu spotřeby, ke kterému však zatím nedochází. Postupně by ale v kombinaci s růstem mezd a vysokým stavem úspor měl vést k výraznějšímu posílení spotřeby. Odhadujeme, že růst stavu spotřebních úvěrů letos zrychlí na 9,0 % po loňských 7,9 % a v příštím roce zpomalí na 7,8 %, a to zejména s ohledem na nižší inflaci.

#### Bankovní úvěry a depozita (% , y/y)

	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Bankovní úvěry</b>														
<b>Celkem</b>	7,0	7,5	5,8	5,9	5,4	5,7	6,6	6,7	5,9	6,1	6,3	5,9	5,8	5,5
<b>Úvěry domácnostem na byt. potřeby</b>	4,2	4,2	3,6	4,5	5,5	6,3	6,7	6,9	4,2	4,5	6,6	5,6	5,0	5,0
<b>Spotřebitelské úvěry domácnostem</b>	7,9	8,5	8,0	8,3	9,0	8,2	8,0	7,9	8,7	8,4	8,0	6,6	6,0	5,8
<b>Úvěry nefinančním podnikům</b>	9,8	10,7	7,3	7,5	5,7	5,5	6,3	6,8	6,0	7,8	6,3	6,2	6,2	5,7
<b>Bankovní vklady</b>														
<b>Celkem</b>	14,4	8,6	5,7	5,3	5,1	5,9	7,1	6,3	9,4	6,2	6,3	4,7	4,6	4,6
<b>Obyvatelstvo</b>	7,6	8,6	8,7	8,3	8,1	8,0	7,7	7,3	6,6	8,4	7,4	4,8	4,3	4,3
<b>Nefinanční podniky</b>	7,5	5,4	2,3	8,3	6,8	5,1	5,7	5,8	8,1	5,7	5,6	4,4	4,1	4,5
<b>Ostatní</b>	37,8	11,2	3,4	-1,5	-2,0	3,2	7,1	5,1	16,8	2,8	4,8	4,9	5,6	5,4
<b>Podíly na HDP</b>														
<b>Podíl úvěrů na HDP</b>	57,1	57,5	57,2	58,0	58,0	58,7	58,9	59,7	57,0	57,7	59,2	60,2	60,9	61,6
<b>Podíl vkladů na HDP</b>	87,9	93,4	92,9	93,2	89,0	95,6	96,1	95,6	91,0	92,1	94,5	95,0	95,0	95,3
<b>Podíl úvěrů na vkladech</b>	65,0	61,5	61,6	62,2	65,2	61,4	61,3	62,5	62,6	62,6	62,7	63,4	64,1	64,6
<b>Úrokové sazby</b>														
<b>Úvěry pro bytové potřeby</b>	5,4	5,2	5,0	4,9	4,8	4,6	4,5	4,5	5,4	5,0	4,5	4,5	4,5	4,6
<b>Spotřebitelské úvěry</b>	9,3	8,8	8,8	8,4	8,2	7,9	7,7	7,7	9,4	8,6	7,8	7,8	8,0	8,4
<b>Úvěry nefinančním podnikům</b>	8,2	7,4	6,7	6,3	5,8	5,3	5,2	5,2	8,6	6,6	5,3	5,2	5,2	5,3
<b>Podíl úvěrů v selhání</b>														
<b>Úvěry pro bytové potřeby</b>	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	1,2	1,4
<b>Spotřebitelské úvěry</b>	3,9	4,1	4,2	4,8	5,1	5,3	5,6	5,6	3,9	4,5	5,6	6,4	6,9	7,5
<b>Úvěry nefinančním podnikům</b>	2,5	2,6	2,6	2,7	2,9	3,0	3,2	3,3	2,9	2,7	3,2	3,3	3,8	4,6

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

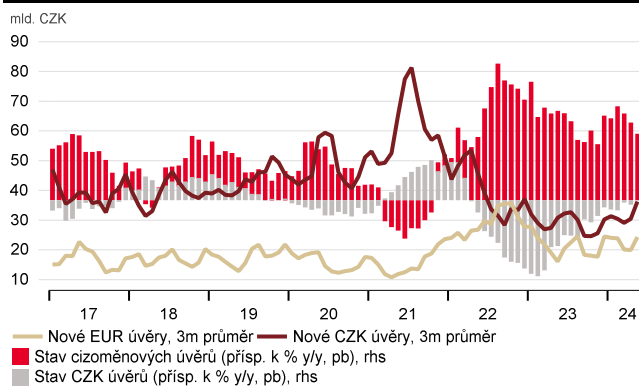
Pozn.: Hodnoty za jednotlivá čtvrtletí jsou ke konci období. Celoroční hodnoty jsou průměry za dané roky.

Firemní úvěrování by mělo posílit a těžit z nižších úrokových sazeb a stabilního prostředí pro investice.

### Firemní úvěrová poptávka zůstává slabá, postupně by ale měla silnit

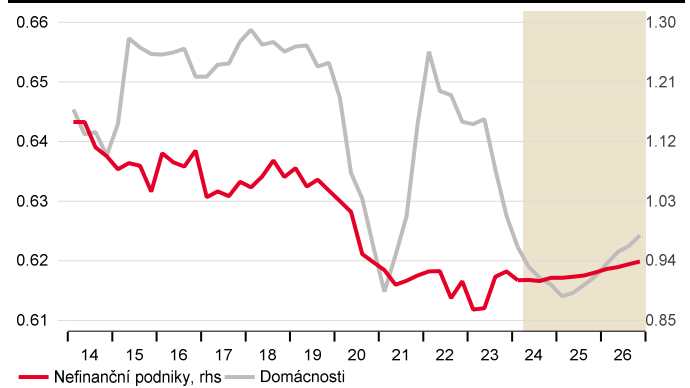
**Úvěrová aktivita nefinančních podniků (NFP) je stále relativně utlumená v důsledku přísné měnové politiky.** Pokračující pokles úrokových sazeb a obnovená důvěra podniků by ale měly přispět ke zvýšení investičního apetitu v H2 24. V letošním roce ale pravděpodobně zůstane úvěrování omezené, a to i s ohledem na nepříznivou situaci v průmyslu. Pozitivně by se naopak mělo projevit oživení realitního sektoru, ačkoli pravděpodobně v menší míře vzhledem k rostoucímu podílu financování skrze domácí investiční nemovitostní fondy. Obecně financování mimo banky zřejmě omezí úvěrování. Dle dat Bloombergu objem nebankovní emise korporátních dluhopisů za H1 24 překonal celou loňskou emisi. To se ovšem primárně týká velkých podniků, přičemž úvěrovou poptávku by měly významně zažehnout malé a střední podniky, které měnová restrikce omezuje nejvíce. Objemy nových korunových a eurových úvěrů zůstávají vyrovnané a v úhrnu ke květnu meziročně vzrostly shodně o 18 %. Přesto ale reálná investiční aktivita zůstala v H1 24 slabá.

**Úvěry NFP příliš nereflektují uvolnění finančních podmínek**



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

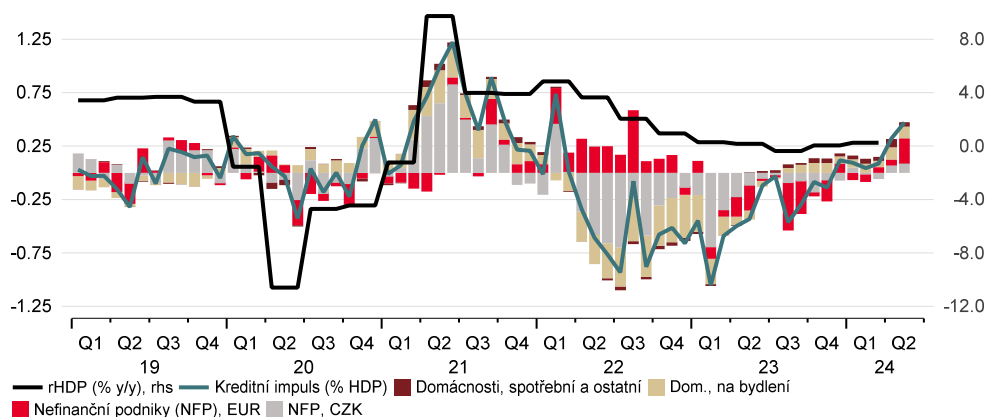
**Poměr bankovních úvěrů a vkladů**



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

**Finanční podmínky se díky ostrému poklesu IRS zlepšily a jejich uvolnění, i přes námi očekávanou mírnou korekci tržních sazeb, by mělo podpořit úvěrovou aktivitu.** Eurové úvěry si zatím zachovávají svojí relativní atraktivitu optikou rozdílu sazeb ČNB a ECB. Ta by se ale ke konci roku měla zredukovat ze současných 100 bb na 50 bb. Na rozdíl od úvěrů domácnostem jsme revidovali růst úvěrů NFP směrem dolů s ohledem na horší ekonomický vývoj a nižší investice. Růst úvěrů NFP podle nás letos dosáhne 5,7 % a v příštím roce zrychlí na 6,5 %.

**Kreditní impuls by v druhé polovině roku měl citelněji přispět k růstu ekonomiky**



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

Pozn.: Kreditní impuls je definován jako změna objemu nových úvěrů, obvykle v poměru k HDP. Kreditní impuls zde vyjadřuje meziroční změnu objemu nových úvěrů soukromého nefinančního sektoru v poměru k nominálnímu ročnímu HDP. Impuls je rozložen dle účelu čerpaného úvěru u domácností a dle měny u podniků. Na rozdíl od měsíčních úvěrových ukazatelů (ke květnu 2024) je HDP v čtvrtletní frekvenci (poslední údaj za Q1 24).

**Expanze vkladů letos citelně zpomalí a nepředčí tak růst úvěrů**

Nižší výnosnost depozit a zvýšená úvěrová aktivita by měly zabránit dalšímu poklesu poměru úvěrů ke vkladům v letošním roce.

**Růst vkladů letos zpomalí a zřejmě zaostane za tempem růstu úvěrů.** Zvyšování úvěrové aktivity by se nicméně mělo podepsat na vyšším objemu depozit. Po hromadění likvidity na bankovních účtech v posledních dvou letech by poměr úvěrů a vkladů u domácností a firem měl postupně narůstat. Přetrvávající převis vkladů nad úvěry dokumentuje omezenou spotřebu domácností a nižší úvěrování v kombinaci s vysokým objemem vlastních prostředků firem, který reflektuje solidní ziskovost. Postupné snižování úrokových sazeb zintenzivnilo odliv depozit, a to zejména u subjektů citlivějších na úrokové sazby jako jsou finanční instituce. Proti tomu vklady domácností stále rostou solidním tempem. Vliv na to zřejmě má vázanost ve spořicíh produktech a s tím spojené úrokové výnosy. Odhadujeme, že celková depozita letos vzrostou o 5,1 %, čímž by jejich růst jen nepatrně zaostal za růstem úvěrů o 5,4 %.

Míra selhání úvěrů u domácností a firem zůstává velmi nízká a svědčí tak o dobré finanční situaci navzdory slabému výkonu ekonomiky.

### Utažené šrouby měnové politiky nevyvolaly vlnu selhání úvěrů

**Setrvání míry selhání úvěrů poblíž historicky nejnižších úrovní svědčí o fundamentálně dobré finanční situaci domácností a firem.** Přísnější finanční podmínky se zatím zásadně nepodepsaly na zvýšené míře selhání firemních úvěrů. Objem nevykonných úvěrů (NPL) v některých segmentech sice narůstá (finanční instituce, spotřební a úvěry na bydlení), jejich poměr k celkovému stavu úvěrů ale zůstává nízký. Podíl NPL citelněji roste pouze u spotřebitelských úvěrů, zatímco v daleko objemnějším hypotečním segmentu zůstává situace stabilní. Utažená měnová politika by se ale s odstupem času měla projevit v mírném nárůstu podílů NPL napříč sektory. Navzdory tomu by to ale nemělo znamenat zásadní zvýšení rizika tuzemských bankovních portfoliích.

## Klíčové ekonomické ukazatele

### Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

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

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

### Měna a úrokové sazby – výhled

		23-07-2024	Sep-24	Dec-24	Mar-25	Jun-25	Sep-25
CZK/EUR	konec období	25,4	25,10	24,85	24,65	24,55	24,50
USD/EUR	konec období	1,09	1,09	1,11	1,12	1,14	1,14
CZK/USD	konec období	23,4	23,05	22,40	22,00	21,50	21,50
3M PRIBOR	konec období, %	4,57	4,35	3,95	3,70	3,70	3,70
10Y IRS	konec období, %	3,48	3,75	3,85	3,90	3,95	4,00

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

### Měsíční makroekonomická data

		X-23	XI-23	XII-23	I-24	II-24	III-24	IV-24	V-24	VI-24
Inflace (CPI)	%, y/y	8,5	7,3	6,9	2,3	2,0	2,0	2,9	2,6	2,0
Inflace (CPI)	%, m/m	0,1	0,1	-0,4	1,5	0,3	0,1	0,7	0,0	-0,3
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	0,2	0,8	1,4	-1,8	-0,9	0,0	1,4	1,0	1,0
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	-0,1	-0,4	-0,5	2,5	0,5	-0,1	0,2	-1,2	-0,3
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	3,5	3,5	3,7	4,0	4,0	3,9	3,7	3,6	3,6
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	7,3	-2,8	-5,8	-0,3	1,6	-11,2	9,0	-3,2	n.a.
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	9,8	-4,2	3,6	3,2	6,0	-9,6	11,9	-2,7	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	-0,3	-5,1	-3,3	-6,4	2,9	-8,4	-0,2	-6,8	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (nár. met.)	13,9	29,5	4,9	6,4	36,3	40,8	32,9	13,6	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	2,3	15,5	-5,8	9,1	36,7	58,9	28,0	-14,7	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	-5,6	32,7	20,1	-10,2	15,9	82,7	9,8	-33,4	n.a.
M2	%, y/y	8,0	7,9	8,3	8,4	8,0	6,9	7,0	6,7	n.a.
Státní rozpočet	mld.CZK (od zač. roku)	-210,7	-269,1	-288,5	-26,0	-102,5	-105,0	-153,1	-210,4	-178,6
3M PRIBOR	%, průměr	7,05	7,06	6,97	6,63	6,20	5,83	5,55	5,17	5,03
CZK/EUR	průměr	24,6	24,5	24,5	24,7	25,2	25,3	25,3	24,8	24,8
CZK/USD	průměr	23,3	22,6	22,4	22,7	23,4	23,3	23,6	23,0	23,0

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

## Upozornění

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



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



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



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



**Kevin Tran Nguyen**  
(420) 222 008 569  
kevin\_tran@kb.cz



**Finanční trhy**  
**Jaromír Gec**  
(420) 222 008 598  
jaromir\_gec@kb.cz



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

## SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky



**Klaus Baader**  
(44) 20 7762 4714  
klaus.baader@sgcib.com



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



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



**Velká Británie**  
**Sam Cartwright**  
(44) 20 7762 4506  
sam.cartwright@sgcib.com



**Severní Amerika**  
**Stephen Gallagher**  
(1) 212 278 4496  
stephen.gallagher@sgcib.com



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



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



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



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



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



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

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

Globální vedoucí výzkumu, cross-asset a kvantitativního výzkumu



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



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



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



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



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



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



**Vedoucí strategie pro měnové kurzy**  
**Kit Juckes**  
(44) 20 7676 7972  
kit.juckes@sgcib.com



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



**Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů**  
**Phoenix Kalen**  
(44) 20 7676 7305  
phoenix.kalen@sgcib.com



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



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



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



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