



MĚSÍČNÍ STRATEGIE

Dluhopisy a měny



@Research_sporka

Jiří Polanský, analytik, research@csas.cz

Co musíte vědět

Prognóza ČS pro českou ekonomiku (20. 1. 2023)

	2020	2021	2022	2023	2024
HDP	-5,5	3,5	2,5	-0,5	3,3
Inflace	3,2	3,8	15,1	10,6	2,0
Míra nezaměst.	2,6	2,9	2,3	3,2	3,5
Nominální mzdy	4,6	4,8	6,1	6,7	5,3
Reálné mzdy	1,4	0,9	-9,1	-3,9	3,3
EUR/CZK	26,5	25,6	24,6	24,1	23,7
2W repo sazba	0,77	0,88	5,94	6,69	4,17

Zdroj: ČSÚ, ČNB, Česká spořitelna (kurz a repo jsou roční průměry)

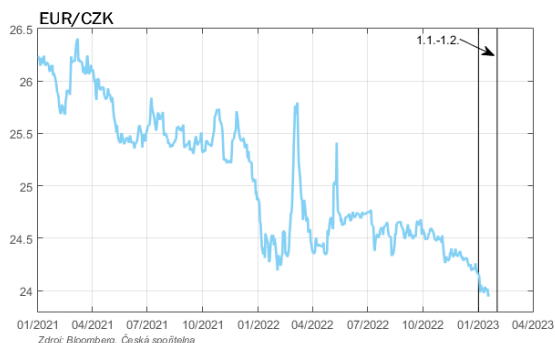
Světová ekonomika: V datech ze světové ekonomiky se začíná výrazněji projevovat ochlazení ekonomického vývoje. Výraznější je to nyní u americké ekonomiky, pro niž některá data již signalizují recesi. U evropských dat dochází k pozitivním překvapením, která jsou ale částečně ovlivněna i předchozím až příliš negativním sentimentem na trzích. Pokud v obou ekonomikách (USA a EMU) dojde k recesi, aktuální data naznačují, že by mohla být krátká a mělká.

Česká ekonomika: Česká ekonomika pravděpodobně prochází velmi mírnou recesí, když po poklesu HDP ve třetím čtvrtletí 2022 naznačují předstihové indikátory jeho pokles i ve čtvrtletí čtvrtém. Inflace by měla znovu zesílit v lednu, od února by ale měla již relativně rychle zpomalovat.

Centrální banky: ČNB by mohla ponechat sazby beze změny až do třetího čtvrtletí a poté je začít postupně snižovat. Aktuální komunikace ČNB nicméně naznačuje možnost pozdějšího začátku snižování sazeb. Hlavní centrální banky ve světě (FED, ECB a BoE) by měly pokračovat ve zvyšování sazeb. Nejistota nyní panuje především okolo FEDu, kdy nepříznivá data mohou přimět FED zvýšit sazby méně, než se ještě před několika týdny čekalo.

Koruna: Kurz koruny k euru v poslední době posílil až pod hladinu 24,0. K tomu pravděpodobně přispěla řada faktorů včetně zlepšeného sentimentu na trzích či aktuální komunikace ČNB. Dle našich odhadů by ekonomický vývoj v ČR implikoval o něco slabší kurz koruny (24,2-24,5), a nedá se tak v příštích týdnech vyloučit mírná korekce. Pro letošní rok výraznější posílení koruny nečekáme.

Výnosová křivka: V posledních týdnech došlo k výraznému poklesu dlouhého konce křivky, a to především kvůli korekci tržních očekávání. Výnosová křivka by měla v tomto i v příštím roce nadále klesat. Důvodem budou především klesající sazby ČNB a očekávání jejich dalšího poklesu. Aktuálně trh sice čeká začátek snižování sazeb již pro letošní rok, nicméně aktuální data naznačují, že by sazby měly jít v příštím roce dolů velmi rychle. A to ve vývoji křivky stále není zachyceno.



Ekonomický vývoj v USA a eurozóně

Pravděpodobnost recese v USA i eurozóně je nyní odhadována na zhruba 65-70 %. Aktuální vývoj většiny předstihových indikátorů naznačuje ochlazení ekonomického vývoje, který by mělo implikovat pokles HDP ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku

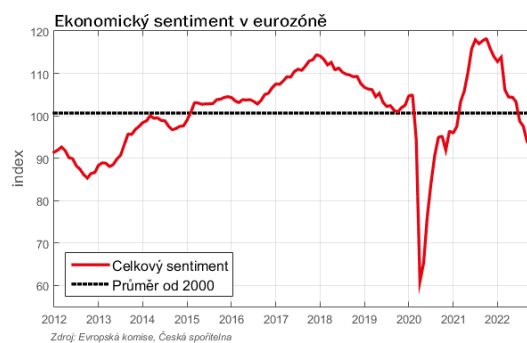
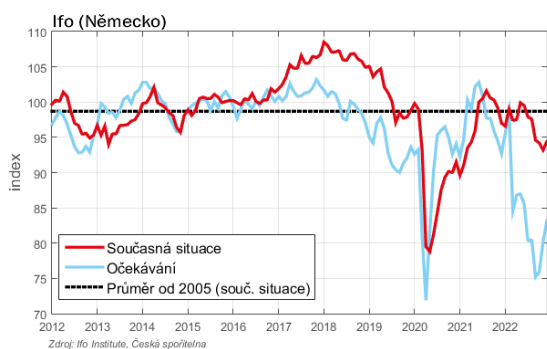
Vybraná měsíční data (mzr. v %, míra nezam., v %)

	08/22	09/22	10/22	11/22	12/22
USA:					
Průmysl	3,6	5,0	3,4	2,2	1,6
Maloobchod	9,7	8,4	8,0	6,0	6,0
Míra nezam.	3,7	3,5	3,7	3,6	3,5
CPI inflace	8,3	8,2	7,7	7,1	6,5
Eurozóna:					
Průmysl	2,8	5,1	3,4	2,0	-
Maloobchod	-1,4	0,1	-2,6	-2,8	-
Míra nezam.	6,7	6,6	6,5	6,5	-
CPI inflace	9,1	9,9	10,6	10,1	9,2

Zdroj: Eurostat, FRED, Trading Economics

USA: Data ze Států zůstávají smíšená, když na jedné straně stojí stále přehřátý trh práce, na druhé straně ale již začínají přicházet data indikující zhoršení vývoje ekonomické aktivity. To je vidět především na PMI, které u služeb i průmyslu je již relativně výrazně pod hranicí 50 bodů a naznačuje pokles HDP. Pro USA se všeobecně očekává mírná recese, a to především z důvodu vlivu vyšších sazeb FEDu a zhoršení globálního vývoje (trhy jí čekají s pravděpodobností 65-70 %). A právě poslední data některých předstihových indikátorů by její příchod mohla naznačovat. Zpoždění mezi vývojem HDP a trhem práce bývá 6-9 měsíců, a proto současné zhoršení makro vývoje by se mělo na trhu práce projevit více až v druhém čtvrtletí. Na druhou stranu i přes očekávanou mírnou recesi by nemělo jít o nic dramatického a navíc již na konci letošního roku by mohlo dojít k pozvolnému oživení.

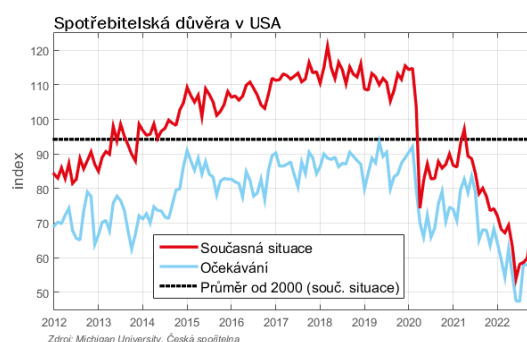
EMU: Data z eurozóny také naznačují zhoršení makro vývoje. Na rozdíl od USA ale i nadále většinou mírně překonávají odhady. To je částečně ovlivněno předchozí náladou na trzích, která byla ohledně eurozóny až příliš pesimistická. Částečně mají na lepším než očekávaném vývoji vliv ale i další faktory včetně příznivého počasí, kvůli němuž zůstává v zásobních dost plynu, což zvyšuje náladu firem (a tím i produkci či investice). I pro eurozónu se všeobecně očekává mírná recese (trh jí nyní vidí se stejnou pravděpodobností jako pro USA). Stejně jako v USA by neměla být, pokud nastane, příliš hluboká. Na druhou stranu je eurozóna více závislá na globálním vývoji, což představuje riziko v případě většího ochlazení.



Vybrané indikátory PMI

	08/22	09/22	10/22	11/22	12/22
GER: Průmysl	49,1	47,8	45,1	46,2	47,1
GER: Služby	47,7	45,0	46,5	46,1	49,2
EMU: Průmysl	49,6	48,4	46,4	47,1	47,8
EMU: Služby	49,8	48,8	48,6	48,5	49,8
USA: Průmysl	51,5	52,0	50,4	47,7	46,2
USA: Služby	43,7	49,3	47,8	46,2	44,7

Zdroj: Markit Economics



Ekonomický vývoj v ČR

Česká ekonomika pravděpodobně prochází velmi mírnou recesí, ke které přispívá především pokles spotřeby domácností. Inflace by měla začít zpomalovat od února a v druhé polovině roku klesnout pod 10 %. Trh práce se zhoršuje především přes vývoj reálných mezd. Ke zlepšení makro vývoje může dojít již ve druhé polovině letošního roku, záležet bude na globálním vývoji.

Vybraná měsíční data (mzr. v %, míra nezam., v %)

	08/22	09/22	10/22	11/22	12/22
Průmysl	5,1	8,1	3,4	0,4	-
Maloobchod	-8,2	-5,7	-9,3	-8,3	-
Míra nezam.	2,4	2,2	2,3	2,7	-
CPI inflace	17,2	18,0	15,1	16,2	15,8

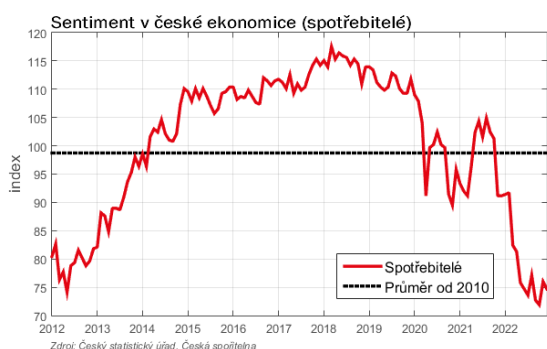
Zdroj: Český statistický úřad, Česká spořitelna (data očištěna o sezónní a kalendářní vlivy);

Současný vývoj: Česká ekonomika pravděpodobně prochází mírnou recesí, kterou táhne především klesající spotřeba domácností a postupně také ochlazení zahraniční poptávky, ve kterém se odráží zhoršení globálního makro vývoje. Zhoršuje se také vývoj na trhu práce. Ačkoliv míra nezaměstnanosti stále zůstává velmi nízká, reálné mzdy z důvodu vysoké inflace klesají o zhruba 10 %. Inflace zůstává i nadále vysoká a v lednu se navíc s velkou pravděpodobností znovu zvýší. Hlavním důvodem jsou rostoucí ceny energií, nicméně zvedají se i ceny potravin. Naopak poptávkové proinflatní tlaky klesají, když se v nich projevuje zhoršení spotřebitelské poptávky.

Předstihové indikátory: Předstihové indikátory jsou v souladu s celkovým pohledem, podle kterého se vývoj v české ekonomice zhoršuje. PMI pod 50 bodovou hranicí signalizuje útlum aktivity ve zpracovatelském průmyslu, sentiment domácností zůstává výrazně pesimistický a zhoršil se také sentiment podnikatelů. V rámci něho se zhoršila nálada v obchodu a stavebnictví, ve službách a průmyslu zůstává nízká. U průmyslu došlo k mírnému meziměsíčnímu zlepšení, nicméně to bylo pravděpodobně ovlivněné předchozími pesimistickými očekáváními problémů s plynem, k čemuž nedošlo. Celkově data za čtvrté čtvrtletí loňského roku indikují mezičtvrtletní pokles HDP, a tím recesi (kleslo i HDP za třetí čtvrtletí).

Střednědobý pohled: V letošním roce by mohla česká ekonomika mírně poklesnout (o 0,5 %), když tímto směrem bude působit útlum domácí a zahraniční poptávky a pravděpodobně také korekce stavu zásob, které se v posledních čtvrtletích výrazně zvýšily. Ve druhé polovině letošního roku by se ale mohl vývoj ekonomické aktivity pozvolna zlepšovat (pozvolné oživení globální poptávky) a v roce 2024 by se ekonomika měla vrátit k růstu okolo 3 %. Inflace by mohla začít postupně zpomalovat od února a na přelomu druhého a třetího čtvrtletí se dostat pod 10 % (aktuální data naznačují spíše třetí). Trh práce se zhoršuje především přes pokles reálných mezd a bude pokračovat až do druhé poloviny roku, kdy se reálné mzdy vrátí k růstu. Míra nezaměstnanosti by se ale měla zvyšovat jen velmi mírně.

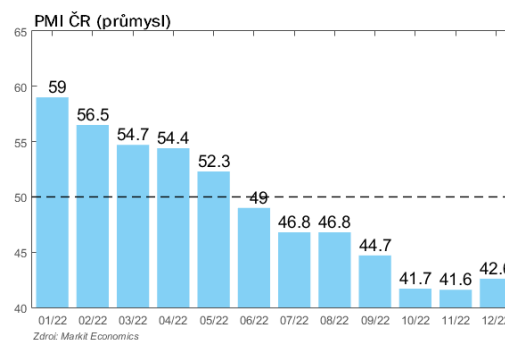
Rizika: Rizika zůstávají vysoká a to směrem k nižšímu růstu HDP a vyšší inflaci. Důvodem může být výraznější útlum globálního makro vývoje. Pokud by k tomu došlo, míra nezaměstnanost by se mohla zvýšit výrazněji (záleželo by na rozsahu vládní podpory) a začátek oživení by nastal až v roce 2024 či ještě později.



Indikátory důvěry podnikatelských sektorů (indexy)

	08/22	09/22	10/22	11/22	12/22
Průmysl	96,9	93,6	91,4	90,4	91,0
Stavebnictví	110,2	111,4	110,2	115,6	107,7
Obchod	95,2	92,7	99,3	99,0	92,7
Služby	97,3	92,0	92,9	92,4	92,4

Zdroj: Český statistický úřad



Centrální banky

ČNB by mohla ponechat sazby beze změny až do třetího čtvrtletí. Hlavní centrální banky ve světě (FED, ECB a BoE) budou pokračovat ve zvyšování sazeb, nicméně cyklus zpřísnování měnové politiky se postupně zastaví.

Prognóza ČS (hlavní sazby; u ECB depozitní)

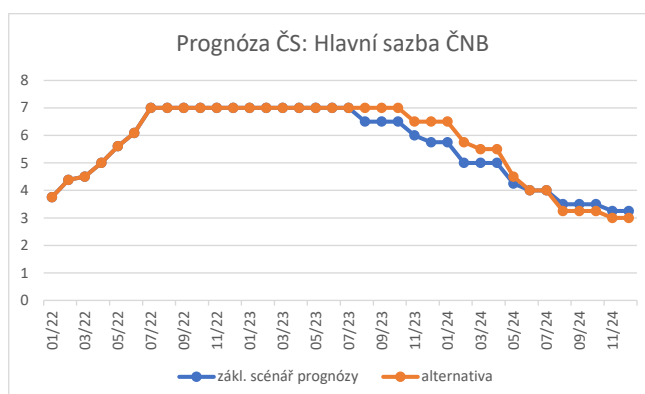
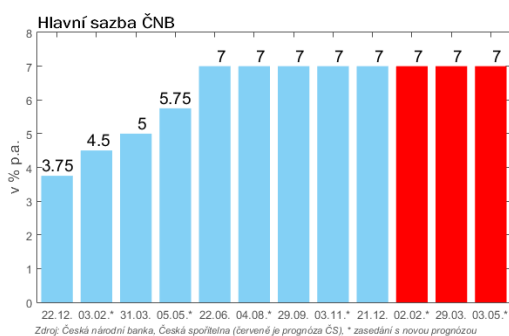
	06/2023	12/2023	06/2024	12/2024
ČNB	7,00	5,75	4,00	3,25
FED	5,00	4,75	3,75	3,25
ECB	3,25	3,25	2,50	2,50
BoE	4,00	4,00	3,25	2,50

Zdroj: Česká spořitelna

ČNB: ČNB aktuálně komunikuje, že pro únorové zasedání bude zvažovat stabilitu sazeb nebo jejich zvýšení. Případné zvýšení sazeb podmiňuje opětovným zesílením inflačních tlaků plynoucích z domácí poptávky (především spotřeby domácností). Ty se ale významně snižují, když reálné mzdy klesají o zhruba 10 %, fiskální politika již není tak expanzivní a i další ukazatele zachycující chování domácností signalizují její výrazné ochlazení. Proto pro únor čekáme stabilitu sazeb a podobně to vidí trh. Navíc inflace, právě i kvůli klesající spotřebě, bude letos relativně rychle zpomalovat a na začátku příštího roku se přiblíží k horní hranici tolerančního pásma kolem inflačního cíle. Stabilitu sazeb čekáme v celé první polovině letošního roku.

Aktuálně je zajímavější otázka, kdy začne ČNB sazby snižovat. My i trh čekáme první snížení sazeb již ve třetím čtvrtletí. Důvodem je právě rychle zpomalující inflace, která by měla navíc výrazně skokově zpomalit na začátku roku 2024 (ČNB jí čeká mezi 3 a 4 %). ČNB se při nastavování sazeb dívá na očekávanou inflaci rok dopředu, a proto v srpnu 2023 se bude dívat na predikci pro srpen 2024, kde by již inflace měla být v tolerančním pásmu okolo cíle, a tedy nekonzistentní se 7% repo sazbou. Čistě touto logikou by ČNB mohla začít snižovat sazby dříve (například v květnu), nicméně tomu bude bránit především psychologický faktor velmi vysoké inflace nad 10 %. Relativně nízká inflace v roce 2024 (její očekávání na základě současných informací a dat) pak bude stát za rychlým pohybem sazeb směrem dolů během příštího roku.

Bankovní rada nicméně nyní komunikuje, že by mohla začít snižovat sazby později, než čeká trh. To by mohlo znamenat například první pokles sazeb až v listopadu 2023 či na začátku roku 2024. Na takovýto vývoj se díváme jako na alternativní scénář. Pohledem současných dat je to velmi složité obhájit, protože pokud bude v lednu 2024 skutečně inflace mezi 3 a 4 %, tak 7% repo sazba například ještě ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku nedává příliš smysl (měnové podmínky by byly vzhledem k makro vývoji až příliš utažené). Důvodem současné jestřábí komunikace nicméně může být snaha podporovat korunu, jejíž silnější hodnota nyní ČNB pomáhá. Jiným důvodem mohou být obavy z případného návratu inflačních tlaků poté, co ČNB začne sazby snižovat (jinými slovy by si ČNB chtěla počkat a začít o něco později, aby měla jistotu, že se inflace rychle nevrátí). Každopádně, pokud by ČNB nechala sazby vysoko po delší dobu, v roce 2024 by musela jít dolů daleko rychleji.



ECB: Během podzimu se tržní očekávání na vrchol sazeb ECB relativně často měnily. Aktuálně jsou nastavena na 3,25 % v případě depozitní sazby s tím, že by ECB mohla jít nahoru postupně (v únoru o 50 bodů). Představitelé ECB zůstávají optimističtí a vzhledem k vysoké inflaci deklarují připravenost dále zvyšovat sazby relativně rychle. Je ovšem otázka, co by se stalo v situaci, kdy by přišla negativní data. Pokud by ECB viděla pokles HDP a zhoršení na trhu práce, je otázka, zdali by nezastavila cyklus zpřísnování měnové politiky o něco dříve (například na 3 % u depozitní sazby, či dokonce jen 2,75 %). Vzhledem k tomu, že se recese v eurozóně čeká s pravděpodobností přesahující 65 %, může být takovýto vývoj dle nás

docela reálný. Po dosažení vrcholu sazeb by je ECB mohla ponechat zhruba tři čtvrtě roku beze změny a pak je na přelomu 2023/24 začít snižovat. Výrazně záleží na nově přichozících datech, kdy ECB může zůstat relativně flexibilní.

FED: Ještě nedávno se u FEDu očekávalo, že by na začátku února mohlo dojít ke zvýšení sazeb o 50 bodů a poté by ještě FED mohl případně přidat 25 bodů v březnu, pokud by to situace vyžadovala. To se shodovalo také s pohledem členů FOMC, kteří avizovali na konci loňského roku, že by se hlavní sazba (horní hranice pásma) mohla zastavit na 5,25 %. Od té doby ale přišla prosincová data PMI, která avizují pokles HDP. Trh proto změnil svá očekávání a nyní vidí jako pravděpodobnější scénář zvýšení sazeb "jen" o 25 bodů. Očekávání pro březen zůstávají na 25 bodech. Z historické zkušenosti jsou rozhodnutí FEDu velmi často v souladu s očekáváním trhu (často i když předtím FED komunikoval něco jiného), na druhé straně ale zůstává trh práce přehřátý a 50 bodů je tak stále ve hře. Pro březen bude významně záležet na vývoji dat, protože ekonomika již klesá a v případě zhoršení na trhu práce může FED postupné zpříšňování měnové politiky zastavit. Po dosažení vrcholu v sazbách by je FED mohl ponechat po nějakou dobu beze změny a pak sazby začít pozvolna snižovat. Snižování sazeb by mohlo začít již na konci letošního roku či na začátku roku příštího.

BoE: I Bank of England přidala v prosinci 50 bodů a i zde to bylo trhem očekávané. Británie je ale oproti USA nebo EMU v trochu jiné situaci, když data již implikují znatelnější zpomalení vývoje ekonomické aktivity. Proto v případě BoE již čekáme jen mírné zvýšení sazeb na příštím zasedání o 25 bazických bodů. Rizika jsou obousměrná, když bude záležet na vývoji HDP a inflace. Obecně ale na britskou ekonomiku významně dopadá také brexit, a proto její vyhlídky nejsou příliš příznivé, což se v budoucí politice BoE odrazí.

	aktuální	příští zasedání		poslední změna (bps)	příští změna (bps, prognóza ČS)
		datum	očekávání (bps) ČS / trh		
ČNB (2W repo)	7,00	2.2.	0 / 0	+ 125 (06 / 2022)	- 50 (08 / 2023)
ECB (depozitní)	2,00	2.2.	50 / 50	+ 50 (12 / 2022)	+ 50 (02 / 2023)
FED (horní)	4,50	1.2.	25 / 25	+ 50 (12 / 2022)	+25 (02 / 2023)
Bank of England	3,50	2.2.	25 / 25	+ 50 (12 / 2022)	+25 (02 / 2023)

Zdroj: ČNB, ECB, FED, Bank of England, Bloomberg, Česká spořitelna; bps označuje bazické body

EUR/USD, EUR/GBP

Dolar v poslední době mírně oslabil, a to především kvůli nečekaně nízkému americkému PMI a zlepšenému sentimentu na trzích ohledně eurozóny. Libra znovu prochází obdobím zvýšené volatility.

Prognóza ČS

	06/2023	12/2023	06/2024	12/2024
EUR/USD	1,07	1,10	1,11	1,15
EUR/GBP	0,86	0,86	0,85	0,85

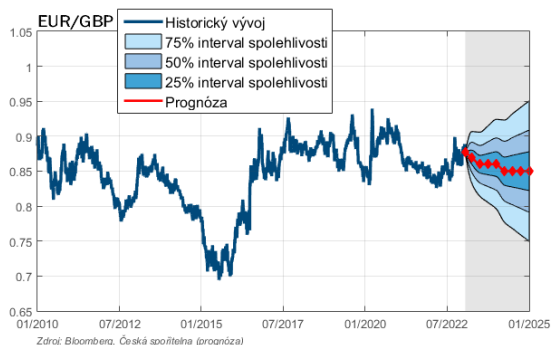
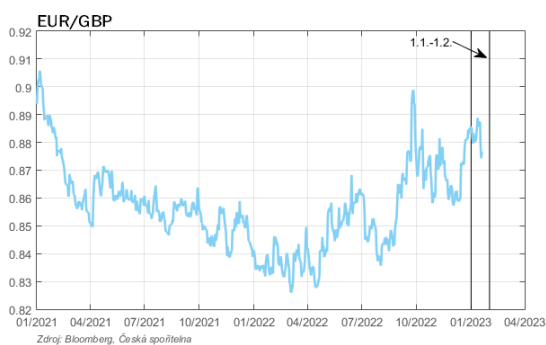
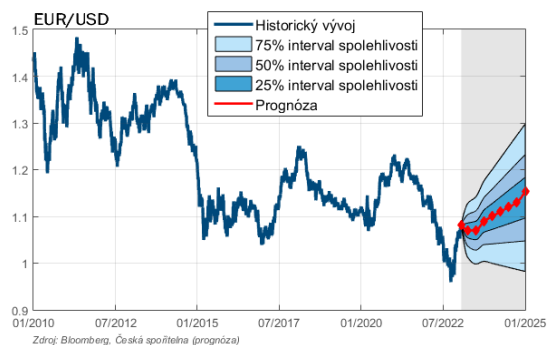
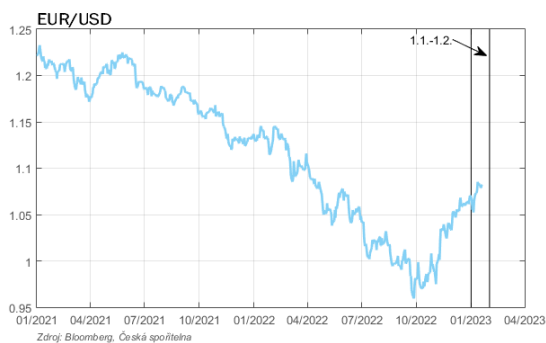
Zdroj: Česká spořitelna

EUR/USD: Dolar v poslední době dále oslabil a nyní se pohybuje poblíž hladiny 1,08. Za tímto vývojem stojí dva faktory. Prvním jsou nepříznivá data z USA (především PMI), která indikují recesi. Trh si je vyhodnotil jako pro FED dostatečná v tom smyslu, že pro nejbližší zasedání se nyní čeká zvýšení sazeb FEDu "jen" o 25 bodů a ne o 50, jak čekal trh ještě nedávno. Druhým důvodem je pak příznivé počasí, díky němuž zůstává evropské zásobníky s plynem naplněné a v souladu s tím cena plynu výrazně poklesla. Stejným směrem působí i pokračující práce na evropských LNG terminálech a dalších projektech v energetice. Na druhou stranu je ale otázka, zdali současná reakce trhu nebyla až příliš velká, a zdali nedojde k mírné korekci.

Pro nejbližší měsíce očekáváme zhruba podobný kurz dolaru k euru, který je nyní. Na jedné straně je sentiment na trzích (i přes zlepšení) stále negativně nakloněn k eurozóně, což by se mělo postupně během letošního roku zlepšit (pokud nedojde k eskalaci války na Ukrajině s negativními dopady pro eurozónu). Zlepšený sentiment by tak měl stát za posilujícím eurem. Tento vliv bude ale kompenzován zhoršeným vývojem globální ekonomiky, vůči kterému je eurozóna vzhledem ke své otevřenosti (oproti uzavřené ekonomice USA) náchylnější. V rámci základního scénáře prognózy očekáváme zlepšení globálního vývoje ve druhé polovině roku a výrazněji pak příští rok, což by mohlo implikovat další posílení eura. A stejným směrem by měla působit i energetická situace, kdy současná data naznačují, že by plyn pro Evropu mohl být dost i pro příští zimu. Pokud ale dojde k výraznějšímu zhoršení globální ekonomiky, dolar může znovu posílit blíže k paritě.

EUR/GBP: Libra znovu prochází obdobím zvýšené volatility, která souvisí s nedůvěrou trhů ve vývoj britské ekonomiky. Ta je významně ovlivněna brexitem, což bude působit i nadále, a proto se v nejbližších měsících výraznější tlaky na posílení libry pravděpodobně neobjeví. Do kolísání libry se promítají i tržní očekávání na budoucí politiku BoE, když aktuálně se očekává ještě souhrnné zvýšení o 75 bodů, což může být jedním z důvodů za aktuálním posílením libry zpět pod 0,88.

V příštích čtvrtletích čekáme, že se libra vrátí na mírně silnější hladiny, především v důsledku uklidnění sentimentu na trzích. Opačným směrem bude působit politika BoE, kdy po dosažení vrcholu sazeb bude pravděpodobně muset britská centrální banka jít dolů relativně rychle (pravděpodobně již v závěru letošního roku).



EUR/CZK, USD/CZK, GBP/CZK

Kurz koruny k euru posílil pod hladinu 24,0. Ekonomický vývoj ale dle nás implikuje mírně slabší kurz a nedá se tak vyloučit mírná korekce zpět. V letošním roce by koruna měla posílil jen lehce.

Prognóza ČS

	06/2023	12/2023	06/2024	12/2024
EUR/CZK	24,10	23,90	23,69	23,60
USD/CZK	22,52	21,73	21,34	20,52
GBP/CZK	28,02	27,79	27,87	27,77

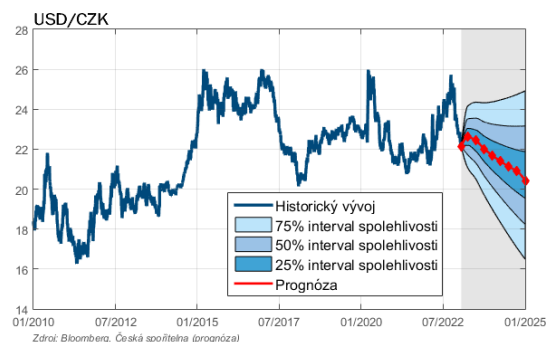
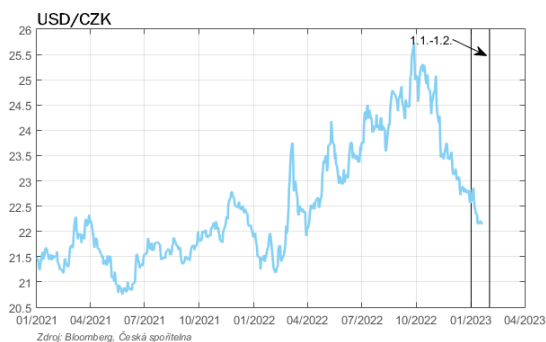
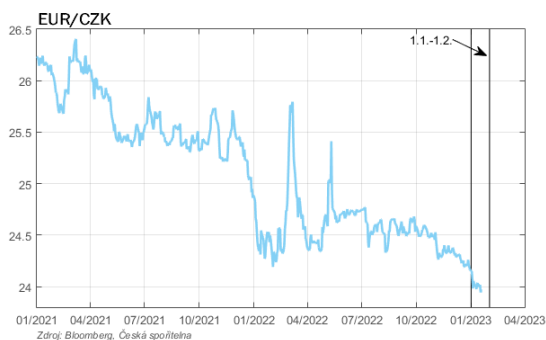
Zdroj: Česká spořitelna

EUR/CZK: Koruna nedávno posílila pod hladinu 24,0. Ačkoliv přesné důvody neznáme, tímto směrem mohlo působit několik vlivů. Zaprvé to byl zlepšený sentiment na trzích (s velmi vysokou pravděpodobností nehrozí nedostatek plynu v Evropě). S tím souvisí i nedávná nepříznivá data z USA. Třetím důvodem může být i současná komunikace ČNB, která naznačuje možnost delšího období stabilních sazeb. Dalším důvodem může být i "sezónní vliv", kdy na začátku roku často koruna posílí, aby později korigovala zpět. Ekonomický vývoj v ČR by ale (dle nás) nyní pravděpodobně implikoval o něco slabší kurz koruny (24,2-24,5), a nedá se tak vyloučit její opětovné mírné oslabení v příštích týdnech či měsících.

Pro konec letošního roku čekáme korunu blízko stávajících hodnot. Ve směru jejího posílení bude působit postupně zlepšení zahraničního obchodu a v závěru roku by mohlo dojít také k oživení globálního vývoje. To by se mělo následně projevit v mírném posilování koruny v příštím roce. V průběhu letošního roku ale budou působit dva faktory, které budou posilování koruny brzdit, či které mohou stát za jejím případným (dočasným) oslabením. Prvním je očekávaná mírná recese v USA a eurozóně. Druhým pak klesající sazby ČNB. Trh pro konec letošního roku čeká hlavní sazbu ČNB na 6 %. Velmi rychlý pokles sazeb by ale mohl nastat v roce příštím, což ještě trhy pravděpodobně nepromítly do svých očekávání.

USD/CZK: Koruna k dolaru výrazně posílila, když za tím stála především korekce eura k dolaru z důvodu lepšího sentimentu na trzích. Koruna by mohla posílil i v příštích dvou letech, nicméně to bude podmíněno uklidněním situace ve světové ekonomice a zlepšeným makro vývojem především v Evropě. Pokud budou přetrvávat významná rizika v globální ekonomice, koruna k dolaru zůstane volatilní a v případě naplnění některého z nich může velmi rychle znovu oslabit.

GBP/CZK: Libra je nyní ovlivněna tržním sentimentem a zůstává výrazně slabá. V budoucnu by ale mohlo dojít k mírné korekci, když pohled trhů vnímáme jako až příliš pesimistický. Poté by mohla koruna k libře být zhruba stabilní, když v případě oživení by posilovala k euru jak libra, tak i koruna. Vzhledem k nejistotě okolo britské ekonomiky může zůstat volatilita zvýšená a rizika vychýlená na stranu silnější koruny z důvodu možných výraznějších problémů britské ekonomiky.



Dluhopisy – emisní politika a finanční potřeba vlády

Deficit státního rozpočtu zůstane vysoký i v letošním a příštích letech. MF oproti minulosti vydává vyšší objemy SPP, což se ale s postupným poklesem výnosů státních dluhopisů může změnit směrem k vyšším emisím dluhopisů s delší dobou splatnosti

Prognóza ČS (mld. Kč)

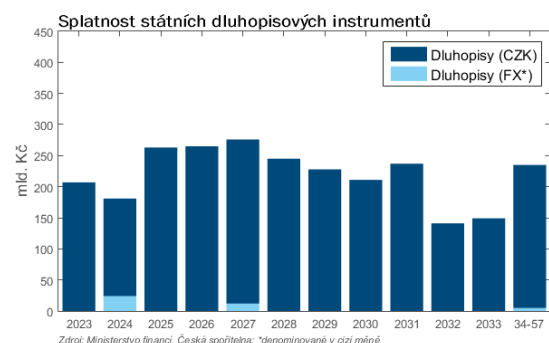
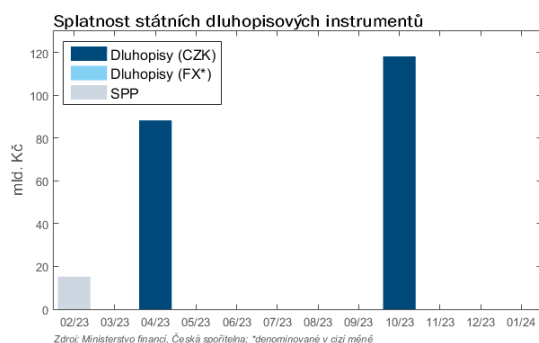
	2023	2024	2025
Schodek státního rozpočtu	295	250	200
Splátky SDD (CZK)	206,5	156,8	263,1
Splátky SDD (FX)*	0	24,3	0
Splátky SSD	0,4	0	11,2
Splátky SPP	149,5	0	0
Splátky úvěrů**	2,6	0,6	0,6
SUMA	654	431,7	474,9

Zdroj: Ministerstvo financí, Česká spořitelna (SDD – střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy, SSD – spořicí státní dluhopisy, SPP – státní pokladniční poukázky); *SDD denominované v cizí měně (částka v tabulce je v korunách); ** přijaté od mezinárodních finančních institucí

Deficit státního rozpočtu: V loňském roce dosáhl deficit státního rozpočtu zhruba 360 mld. Kč (5,2 % očekávaného HDP). Důvodem byly především dopady vysoké inflace, války na Ukrajině a vysokého strukturálního deficitu. Dále měl vliv schodek plateb s rozpočtem EU ve výši 44 mld. Kč, který byl ovlivněn špatnou přípravou několika projektů v rámci Národního plánu obnovy (MF předpokládá odeslání peněz ještě letos). Rozpočtové deficity pravděpodobně zůstanou vysoké i v tomto a příštím roce, kdy je očekáváme ve výši 295 (3,9 % HDP) a 250 (3,1 % HDP) mld. Kč. Ve směru jejich snižování bude působit jak zlepšený makro vývoj (především až v příštím roce), tak i postupná konsolidace veřejných financí. Především pro letošní rok je nejistota značná s rizikem směrem nahoru, a to z důvodu zastropování cen energií.

Finanční potřeba: Ministerstvo financí v letošním roce očekává celkovou finanční potřebu včetně pokladničních poukázek ve výši zhruba 650 mld. Vedle schodku státního rozpočtu ve výši necelých 300 mld. to bude ovlivněno nutností refinancovat maturující dluhopisy ve výši mírně přes 200 mld. Pro letošní rok čeká MF emisi korunových střednědobých a dlouhodobých dluhopisů ve výši 400-500 mld v závislosti na ekonomickém vývoji a situaci na trhu (MF se může více nebo méně zaměřit na SPP). Vysoká finanční potřeba zůstane i v příštích letech, kdy se v ní budou na jedné straně projevovat klesající deficity, na druhé straně se ale mírně zvýší objem maturujících dluhopisů (v letech 2024 a 2025).

Struktura vydávaných SDD a SPP: MF se bude i nadále zaměřovat na dluhopisy denominované v Kč, ačkoliv v případě výhodné situace na trhu může MF vydat emisi eurodluhopisu. Z pohledu splatnosti motivoval v loňském roce vysoký dlouhý konec křivky MF k emisi větších objemů státních pokladničních poukázek nebo kratšího dluhu. Situace se postupně mění, když v souladu s poklesem delšího konce křivky se MF opět více zaměřuje na dluhopisy. Zvýšené emise státních pokladničních poukázek lze ale ještě nějakou dobu očekávat, což pravděpodobně může trvat do doby, než ČNB začne sazby snižovat a očekávání trhu se dále upraví (delší konec křivky se posune více dolů).



Dluhopisy – výnosová křivka

Dlouhý konec křivky dál klesá, především kvůli korekci tržních očekávání a lepšímu než očekávanému ekonomickému vývoji v Evropě. Výnosová křivka by měla v tomto i v příštím roce nadále klesat, výrazněji na krátkém konci

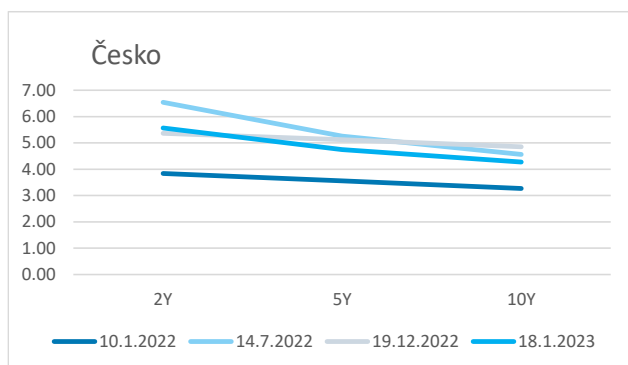
Prognóza ČS

	06/2023	12/2023	06/2024	12/2024
2Y CZGB	5,40	4,17	3,21	2,69
5Y CZGB	5,01	4,21	3,49	3,08
10Y CZGB	4,54	3,90	3,32	3,01

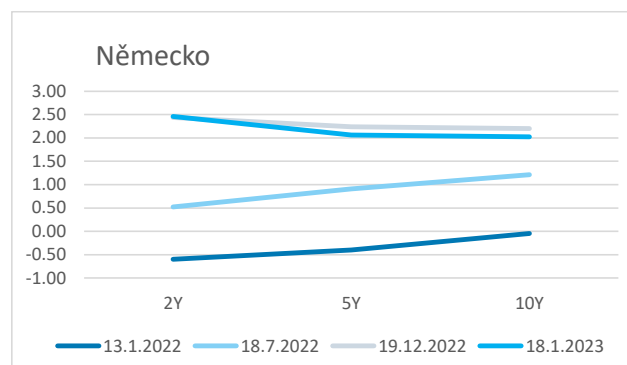
Zdroj: Česká spořitelna

Aktuální vývoj: Největší změny ve vývoji křivky se v posledních týdnech dějí na jejím delším konci, když krátký konec zůstává relativně stabilní. Na delším konci ale došlo k posunu výrazně dolů, když ještě ve druhé polovině října přesahoval desetiletý výnos 6,2 %, aby nyní to bylo o zhruba 200 bodů níže. Tento pohyb je dán změnou tržních očekávání, která během podzimu zcela nesmyslně počítala s velmi dlouhým obdobím vysokých sazeb ČNB. Během listopadu došlo ke korekci tržních očekávání, když trh nyní čeká první pokles sazeb již v letošním třetím čtvrtletí. Druhým důvodem za poklesem delšího konce křivky je pak tržní sentiment, kdy aktuální ekonomický vývoj zlepšil v očích investorů atraktivitu Evropy (respektive předtím byl pohled trhů na Evropu až příliš pesimistický). Celkově ale zůstává křivka stále vysoko, když vedle sazeb ČNB k tomu přispívá i ECB (včetně její jestřábí komunikace).

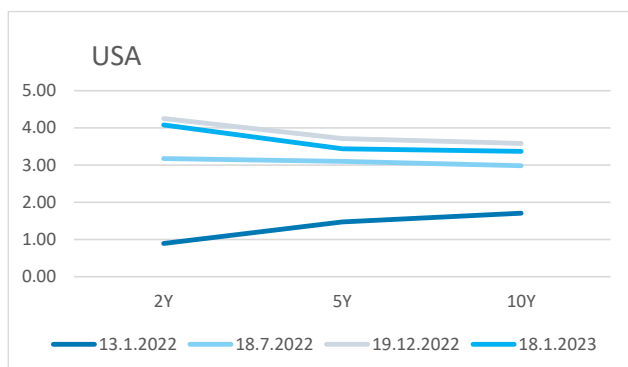
Prognóza: Výnosová křivka by měla v tomto i v příštím roce nadále klesat. Důvodem budou především klesající sazby ČNB a očekávání jejich dalšího poklesu. Aktuálně trh sice čeká začátek snižování sazeb již pro letošní rok, nicméně aktuální data naznačují, že by sazby měly jít v příštím roce dolů velmi rychle. A to ve vývoji křivky stále není zachyceno. Proto v okamžiku, kdy ČNB začne mluvit o možnosti poklesu sazeb, může jít křivka významně dolů. A to výrazněji pravděpodobně na krátkém konci, který vzhledem k očekávanému vývoji sazeb je (dle nás) až příliš vysoko (delší konec je již po korekci blíže k fundamentům). V příštích dvou letech by se v menší míře ve směru nižších výnosů měla projevit i fiskální konsolidace, jejíž vliv ale nejspíš bude jen malý (nižší emisní aktivita a možný velmi mírný pokles rizikové prémie).



Zdroj: Bloomberg, Česká spořitelna



Zdroj: Bloomberg, Česká spořitelna



Zdroj: Bloomberg, Česká spořitelna



Zdroj: Bloomberg, Česká spořitelna (prognóza)

Kontakty

Odbor Ekonomické a strategické analýzy

investicnicentrum.cz

Hlavní ekonom	David Navrátil	+420/956 765 439	dnavratil@csas.cz
Makroekonomický tým: ČR, makroekonomická prognóza ČR a bankovní sektor	Jiří Polanský Michal Škořepa	+420/956 765 192 +420/956 765 172	jpolansky@csas.cz mskorepa@csas.cz
Akciový tým: Head, Utilities, F&B, O2 CR Světové trhy, Philip Morris ČR Světové trhy	Petr Bártek Jan Šafránek David Vantruba	+420/956 765 227 +420/956 765 218 +420/956 765 343	pbartek@csas.cz jsafranek@csas.cz dvantruba@csas.cz
EU Office a sektorové analýzy:	Tomáš Kozelský Tereza Hrtúsová Radek Novák	+420/956 718 013 +420/956 718 012 +420/956 718 015	tkozelsky@csas.cz thrtusova@csas.cz radeknovak@csas.cz
Poradenství a strukturální analýzy	Petr Zahradník	+420/956 765 213	pzahradnik@csas.cz


[@Research_sporka](https://twitter.com/Research_sporka)

Financial Markets - Wholesale & Trading and Financial Institutions

Director Group Positioning Markets Strategist	Petr Valenta Robert Novotný Miroslav Plojhar	+420/956 765 821 +420/956 765 817 +420/956 765 520	petrvalenta@csas.cz rnovotny@csas.cz mplojhar@csas.cz
Corporate Treasury Sales & Structuring	Tomáš Pícek	+420/956 765 511	tpicek@csas.cz
Institutional Fixed Income Sales Institutional Equity Sales Institutional Asset Management Trading Financial Institutions & Correspondent Banking Debt Capital Markets	Ondřej Čech Michal Řízek Petr Holeček Robert Novotný Stanislav Šnajdr Tomáš Černý	+420/956 765 577 +420/956 765 537 +420/956 765 453 +420/956 765 817 +420/956 765 105 +420/956 765 205	ocech@csas.cz mrizek@csas.cz pholecek@csas.cz rnovotny@csas.cz ssnajdr@csas.cz tcerny@csas.cz

Financování a poradenství

Ředitel	Jan Seger	+420/956 714 130	jseger@csas.cz
Syndikované a klubové financování	Zbyněk Pěla	+420/956 765 963	zpela@csas.cz
Akviziční financování	Petr Kalužik	+420/956 765 280	pkaluzik@csas.cz
Corporate finance Projektové a exportní financování	Antonín Piskáček Lenka Tomanová	+420/956 765 810 +420/956 714 020	apiskacek@csas.cz ltomanova@csas.cz

Erste Group Research

Head of Group Research	Friedrich Mostböck	+43 501 00 119 02	friedrich.mostboeck@erstegroup.com
Head of CEE Equities	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	henning.esskuchen@erstegroup.com
akcie – realitní sektor	Christoph Schultes	+43 501 00 115 23	christoph.schultes@erstegroup.com
akcie – sektor telekomunikace	Nora Nagy	+43 501 00 17 416	nora.nagy@erstegroup.com
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+43 501 00 17 343	vladimira.urbankova@erstegroup.com
akcie – sektor IT, průmysl	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	daniel.lion@erstegroup.com
akcie – sektor pojišťovnictví a bankovníctví	Thomas Unger	+43 501 00 173 44	thomas.unger@erstegroup.com
Head of Major Markets & Credit	Gudrun Egger	+43 501 00 119 09	gudrun.egger@erstegroup.com
Head of CEE Macro / Fixed Income Research	Juraj Kotian	+43 501 00 173 57	juraj.kotian@erstegroup.com

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhuje investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete zde: <http://www.investicnicentrum.cz/analyzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

Tvůrcem dokumentu je Česká Spořitelna, Sídlo: Praha 4, Olbrachtova 1929/62, 140 00