



MĚSÍČNÍ STRATEGIE

Dluhopisy a měny

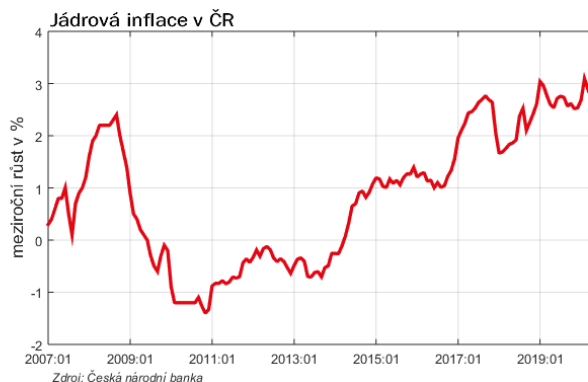


@Research_sporka

Nicole Gawlasová, Jiří Polanský, analytici, research@csas.cz

Co musíte vědět

Vývoj ve většině zemích zůstává příznivý, když i nadále dochází k pozvolnému zotavování. Propad HDP během druhého kvartálu by mělo následovat oživení ve třetím čtvrtletí. Centrální banky nastavení měnové politiky nemění. FED však zavádí cílování průměrné inflace. Rizika zůstávají stále přítomna.



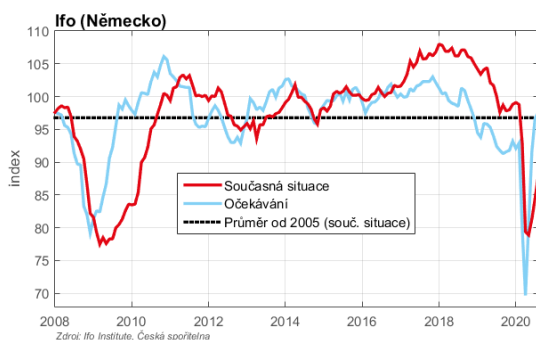
Světová ekonomika: Většina ekonomik během první poloviny roku významně poklesla, když jejich vývoj ovlivnily negativní dopady karanténních opatření. Třetí kvartál by měl ale přinést příznivý obrát, když v mnoha zemích by již mezičtvrtletní hodnoty HDP měly dosáhnout kladných úrovní. Ve směru růstu pak budou působit veškeré složky produktu, avšak k návratu světové ekonomiky na předkrizové úrovně nedojde dříve než v roce 2022.

Eurozóna: Během letošního roku ekonomika eurozóny poklesne. Hlavním faktorem takového vývoje bude světová pandemie a s ní související restriktivní opatření. Ty se již projevily ve vývoji HDP, které během druhého čtvrtletí významně pokleslo. Třetí čtvrtletí by již mělo reflektovat obnovený růst ekonomiky. V souladu s naší prognózou by měla eurozóna letos poklesnout o 8,6 %, avšak příští rok by měla vzrůst o 5,1 %. K příznivému vývoji přispěje obnovení jak domácí, tak zahraniční poptávky, ale také fiskální pomoc zemím EU. Míra nezaměstnanosti prozatím významně neroste, když důvodem jsou časová zpoždění mezi trhem práce a HDP, ale také vládní programy na podporu zaměstnanosti.

Česká ekonomika: Česká ekonomika prošla v první polovině letošního roku recesí. Zhruba od května již ale dochází k pozvolnému ožívování ekonomické aktivity, což by měla reflektovat data týkající se vývoje HDP za třetí čtvrtletí. Na základě naší prognózy očekáváme, že za celý letošní rok by měla ekonomika poklesnout o 7 %. Avšak v příštím roce by se měla vrátit se svému růstovému trendu, když by měla vzrůst zhruba o 5 %. Rovněž na českém trhu práce se situace prozatím výrazně nezhoršuje, když k postupnému zvyšování nezaměstnanosti bude docházet až se zpožděním.

Centrální banky: Sledované měnové autority ponechaly během posledních zasedání úrokové sazby na stabilní úrovni. I nadále tak uplatňují postoj vyčkávání. ČNB by měla ponechat sazby beze změny i ve zbytku roku, když vzrůst by měly až příští rok. K významné změně však došlo ve Spojených státech, kde FED oznámil zavedení cílování průměrné inflace.

Výnosy: Výnosová křivka zůstává nízká, když jí ovlivňuje především uvolněná měnová politika a sentiment na trzích. K výraznějšímu posunu křivky dojde až s ústupem pandemie.



Ekonomický vývoj v USA a eurozóně

Revize amerického HDP přinesla mírné zlepšení. Od třetího čtvrtletí by měla data reflektovat růstovou tendenci. K pozvolnému zotavování dochází taktéž v eurozóně, kde ve směru růstu přispěje oživení domácí i zahraniční poptávky, ale také schválení fiskální pomoci zemím EU.

Průmysl a maloobchod (mzr., v %)

	04/20	05/20	06/20	07/20
USA: Průmysl	-16,3	-15,8	-11,0	-8,2
USA: Maloobchod	-19,9	-5,6	2,1	2,7
EMU: Průmysl	-28,7	-20,4	-12,3	-
EMU: Maloobchod	-19,6	-3,1	1,3	0,4

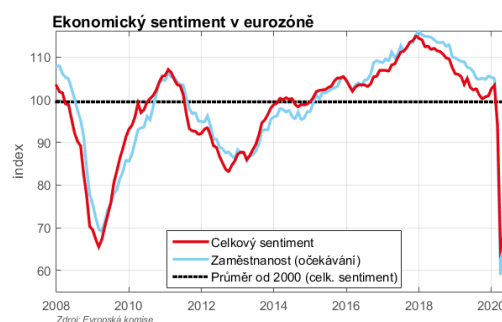
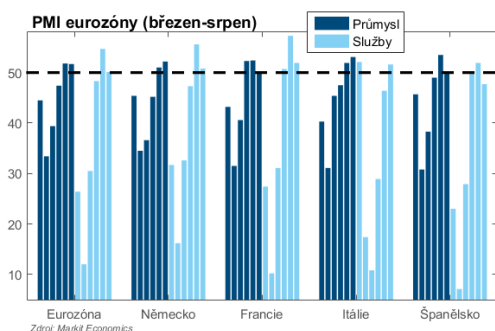
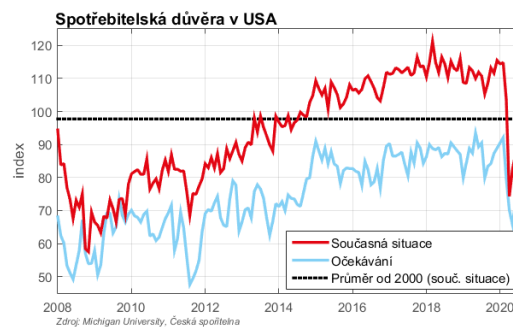
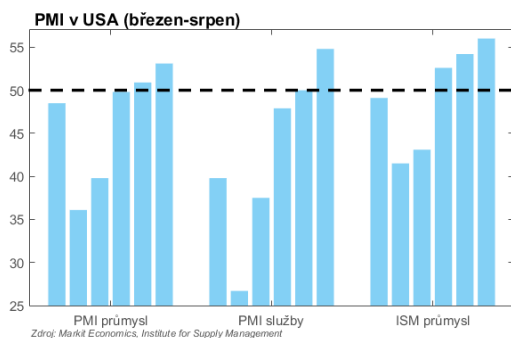
Zdroj: Eurostat, FRED, Trading Economics

USA: Dle revidovaných dat americká ekonomika během druhého čtvrtletí mezičtvrtletně poklesla o 31,7 % (jedná se o analizované hodnoty). Od třetího čtvrtletí by se měl ale v datech projevit obnovený ekonomický růst a mezičtvrtletní hodnota HDP by již měla dosáhnout kladného čísla. K významnějšímu oživení pak dojde v příštím roce. Letos očekáváme, že pokles HDP dosáhne 5,6 %. Tento propad by měl být ale v příštím roce následován růstem, a to v rozsahu 5 %. Situace na trhu práce se pozvolna zlepšuje, když klesá jak míra nezaměstnanosti, tak počet žádostí o podporu. Avšak výraznější zotavení stále brzdí epidemiologická situace, která ústí v pomalejší obnovování ekonomické aktivity.

Hodnoty předstihových indikátorů PMI již přesahují klíčovou hranici padesáti bodů. Nad zmíněnou úroveň se pohybují ukazatelé jak v průmyslu, tak ve službách, když poukazují na rostoucí tendenci obou sektorů. Naopak spotřebitelská nálada nyní zhruba stagnuje a k jejímu výraznějšímu zlepšení tak dojde až s dalším poklesem míry nezaměstnanosti a zlepšením situace spojené s pandemií koronaviru.

EMU: V průběhu druhého čtvrtletí pokleslo HDP eurozóny mezičtvrtletně o 12,1 %. V současné chvíli již ale dochází k ekonomickému ožívání, a tak data za třetí kvartál by měla takový vývoj reflektovat. Na základě naší prognózy očekáváme, že letos by měla eurozóna poklesnout o 8,6 %, přičemž příští rok by měla vzrůst o 5,1 %. Na trhu práce zůstává situace i nadále relativně příznivá, když její zhoršování mírní vládní programy na podporu zaměstnanosti, ale také časová zpoždění. V následujících měsících bude nezaměstnanost pokračovat v pozvolném růstu, a bude tak působit ve směru pomalejšího oživení spotřebitelské poptávky.

Rovněž v eurozóně naznačují předstihové indikátory zlepšování nálady. Kompozitní ukazatel PMI již převyšuje padesátibodovou hranici, a poukazuje tak na očekávaný růst ekonomiky. Spotřebitelský sentiment se zotavuje rovněž ve službách, kde v průběhu pandemie došlo k markantnímu zhoršení nálady. Celkově ale sentiment domácností zůstává stále hluboko pod svým dlouhodobým průměrem. Podobný vývoj má i německý IFO index (hodnocení současné situace).



Ekonomický vývoj v ČR

Data za třetí čtvrtletí by již měla reflektovat relativně příznivý vývoj české ekonomiky, k němuž dochází od května. I navzdory tomu česká ekonomika během letošního roku poklesne. Příští rok se však vrátí ke svému růstovému trendu.

HDP: Na základě revidovaného odhadu poklesla česká ekonomika ve druhém čtvrtletí roku mezičtvrtletně o 8,7 %, když k takovému vývoji přispěla světová pandemie a s ní související restriktivní opatření. Od května již ale dochází k ekonomickému zotavování, které by se mělo projevit v datech vypovídajících o vývoji HDP v průběhu třetího kvartálu. Ve směru růstu by měly působit všechny složky produktu, avšak k výraznějšímu oživení by mělo dojít až během následujícího roku, kdy by mělo HDP dosahovat opětovně kladných hodnot. Letošní pokles v rozsahu 7 % by tak měl v příštím roce následovat zhruba 5% růst. Dosažení předkrizové úrovně pak bude vyžadovat více času, když by se ekonomika měla na svou předpandemickou úroveň vrátit až v roce 2022.

Průmysl a maloobchod: Růst průmyslu i maloobchodních tržeb dosáhl v červnu meziměsíčně kladných hodnot. Meziročně oba sektory poklesly, avšak mírněji, nežli tomu bylo v předchozích měsících. Výraznějšímu zotavení průmyslové produkce zabraňuje stále nižší zahraniční poptávka a růst maloobchodních tržeb brzdí výskyt nejistoty spjatý s budoucím vývojem na trhu práce, a tedy příjmovou situací domácností. Celkově ale data vyznívají vcelku optimisticky, když ukazují na pozvolné ekonomické ožívování.

Inflace: V červenci dosáhl meziroční růst cenové hladiny 3,4 %, když za zrychlením inflace stály především ceny alkoholických nápojů a tabáku, ale také dovolených. Vyšší hodnoty dosáhla také jádrová inflace (3,7 %). Vliv krize by tak měl vývoj spotřebitelských cen začít reflektovat až v průběhu následujících měsíců, když by měla inflace pozvolna zpomalovat, a to zejména kvůli ekonomickému poklesu a rostoucí míře nezaměstnanosti.

Předstihové indikátory: Ačkoliv předstihový indikátor PMI v srpnu opět mírně vzrostl, klíčovou hranici padesáti bodů stále nepřesáhl. Ukazatel tak na jedné straně naznačuje zlepšování průmyslové aktivity, na druhé straně však poukazuje na pouze pozvolné tempo pozitivního vývoje. Dle konjunkturálních průzkumů se nálada mezi podnikateli v srpnu dále zlepšila, když sentiment domácností zaznamenal naopak meziměsíční zhoršení. Důvodem jsou pak obavy o vlastní finanční situaci.

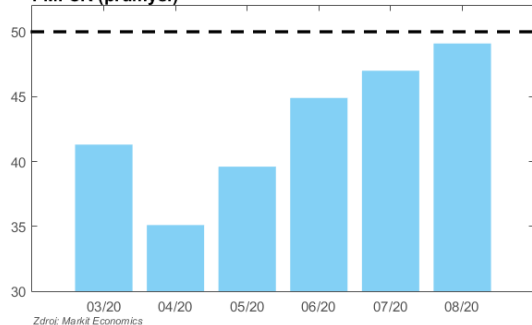
Rizika: Rizika stále nemizí. Významné ohrožení ekonomického zotavování představují i nadále další vlny světové pandemie. Ty by mohly vést k opětovnému uplatnění karanténních opatření, a tak zapříčinit hlubší propad ekonomiky.

Průmyslová produkce a maloobchodní tržby (mzr., v %)

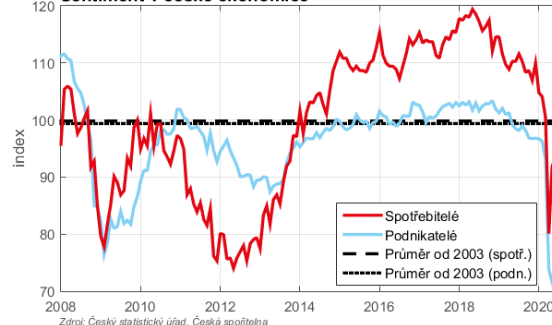
	04/20	05/20	06/20	07/20
ČR: Průmysl	-32,8	-24,8	-11,3	-
ČR: Maloobchod	-9,9	1,0	-0,6	2,2

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

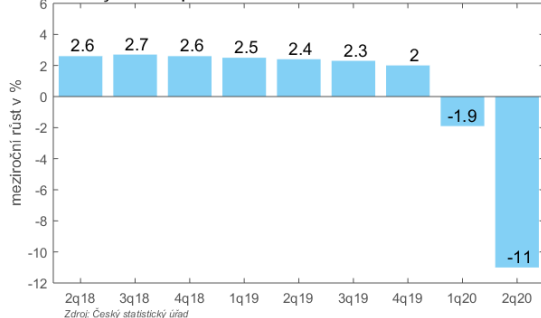
PMI ČR (průmysl)



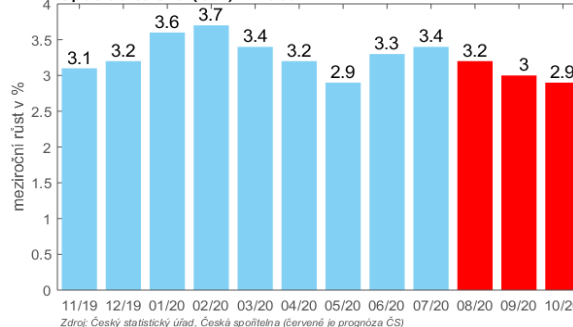
Sentiment v české ekonomice



Hrubý domácí produkt



Spotřebitelská (CPI) inflace



Centrální banky

Centrální banky výši úrokových sazeb nemění, když vyčkávají na budoucí vývoj ekonomik, ale také pandemie. ČNB by mohla zvýšit sazby v druhé polovině příštího roku. FED oznámil, že namísto inflačního cílování zavede cílování průměrné inflace.

Tabulka: Centrální banky

	hlavní sazba	příští zasedání	očekávání (bp) ČS / tm	poslední změna (bp)	příští změna (prognóza ČS)
ČNB	0,25	23.9.	0/-	-75 / V-2020	25 / 3q2021
ECB (depozitní)	-0,50	10.9.	0 / 0	-10 / IX-2019	- / 4q2022
FED (horní)	0,25	16.9.	0 / 0	-150 / III-2020	+25 / 4q2022
BoE	0,10	17.9.	0 / 0	-50 / III-2020	+25 / 4q2022

Zdroj: Reuters Datastream, Bloomberg, Česká spořitelna

ČNB: Na srpnovém zasedání ponechali členové bankovní rady úrokové sazby na stabilní úrovni. Hlavní úroková sazba tak i nadále dosahuje 0,25 %, přičemž na tuto hodnotu poklesla v květnu letošního roku. Srpnové jednání přineslo dosti holubičí vyznění, když guvernér ČNB naznačil, že měnové podmínky setrvají uvolněny po delší časové období. V tomto ohledu očekáváme odlišný vývoj, když na základě naší prognózy počítáme s prvním zvýšením sazeb již v srpnu příštího roku. Zdůvodněním tohoto předpokladu je zotavování ekonomiky, když obnovení spotřebitelské poptávky bude ústít v opětovně sílící inflační tlaky. Rizika vidíme jako obousměrná, když zhoršení makro vývoje by pravděpodobně stálo za posunutím růstu sazeb až na konec příštího roku. Naopak další zvýšení inflace by mohlo znamenat růst sazeb již v květnu.

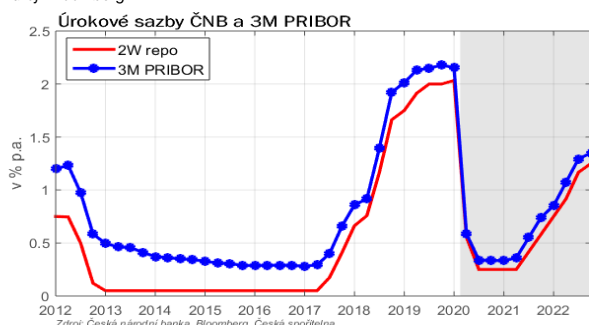
ECB: Taktéž ECB na minulém zasedání nezměnila nastavení měnové politiky, když ponechala hlavní úrokovou sazbu na záporné 0,5% úrovni. V červenci také Evropská centrální banka deklarovala, že bude pokračovat s nákupy aktiv v rámci pandemického programu s celkovým krytím 1,35 bilionů eur. Tyto nákupy mají přispívat k uvolňování měnových podmínek, a napomáhat tak ke zmírňování negativních dopadů pandemie. Mimo to uskutečňuje ECB nákupy aktiv v měsíčním objemu 20 mld. eur či provádí refinanční operace, jejichž cílem je zabezpečení dostatku likvidity na trzích. Od příštího jednání, které se odehraje v průběhu září, očekáváme ponechání sazeb na stávající úrovni. Sazby by měly setrvat stabilních hodnotách po delší časový úsek, když jejich zvýšení neočekáváme ani v roce 2022.

FED: Americký FED výši úrokových sazeb nemění, když hlavní sazba je reprezentována pásmem 0,00-0,25 %, a to již od března letošního roku. K významné změně však došlo v otázce měnově-politického režimu, když FED oznámil, že opustí režim inflačního cílování a bude cílovat průměrnou inflaci. To v aktuální situaci znamená, že měnová politika setrvá uvolněná delší dobu a FED bude tolerovat období zvýšené inflace, aniž by zvyšovat sazby (inflace je nyní po průměrem a FED jí tak nechá dočasně vyšší). Z tohoto důvodu posouváme první zvýšení sazeb FEDu až na konec roku 2022, když v minulé prognóze jsme počítali s růstem sazeb ve 2Q 2022. Ve prospěch růstu sazeb bude hovořit ožívování americké ekonomiky a zotavování spotřebitelské poptávky, které bude ústít v pozvolna rostoucí inflační tlaky.

BoE: Po srpnovém zasedání britské centrální banky zůstaly úrokové sazby nezměněny, když hlavní úroková sazba činí 0,1 % a dle Bank of England představuje hranici tzv. technické nuly. Vedle toho ponechaly členové bankovní rady beze změny stávající podmínky nákupů aktiv, jejichž celkový objem dosahuje 745 mld. liber. Ve zbytku letošního roku by rovněž nemělo dojít ke změně v nastavení měnových podmínek. Avšak v případě, že by došlo k významnému zhoršení ve vývoji britské ekonomiky, mohla by BoE navýšit objem nakupovaných aktiv. Úrokové sazby by měly setrvat na kladné úrovni.

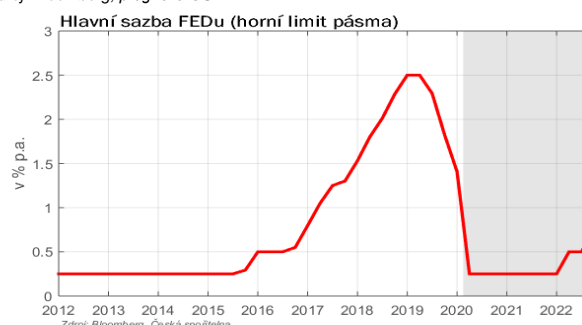
Sazby (aktuální)	3M	6M	12M
PRIBOR	0,34	0,36	0,43
EURIBOR	-0,48	-0,45	-0,39
LIBOR (USD)	0,25	0,30	0,43
LIBOR (GBP)	0,06	0,11	0,23

Zdroj: Bloomberg



Sazby (průměry)	2019	2020	2021	2022
3M PRIBOR	2,12	0,85	0,50	1,14
3M EURIBOR	-0,36	-0,41	-0,46	-0,43
3M LIBOR (USD)	2,33	0,67	0,33	0,45
3M LIBOR (GBP)	0,81	0,31	0,09	0,18

Zdroj: Bloomberg, prognóza ČS



EUR/USD, EUR/GBP

FED změnil pravidla hry, které negativně ovlivňují dolar. Ten tak bude oproti minulým prognózám v příštích letech pravděpodobně slabší. V případě libry trhy vyčkávají na další jednání o brexitu.

Prognóza ČS

	12/2020	6/2021	12/2021	12/2022
EUR/USD	1,19	1,21	1,23	1,25
EUR/GBP	0,88	0,84	0,83	0,82

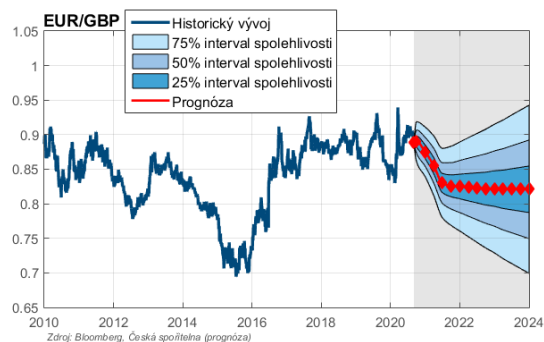
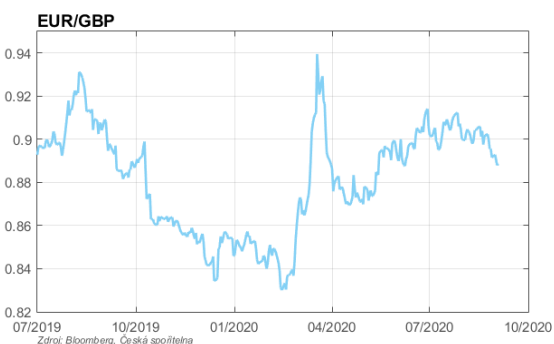
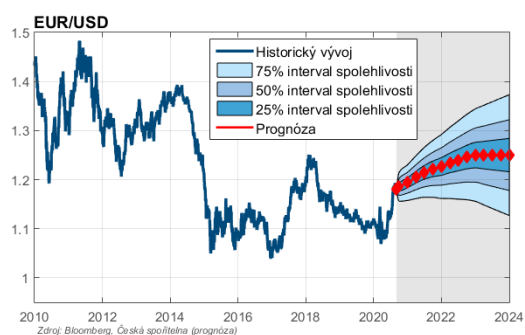
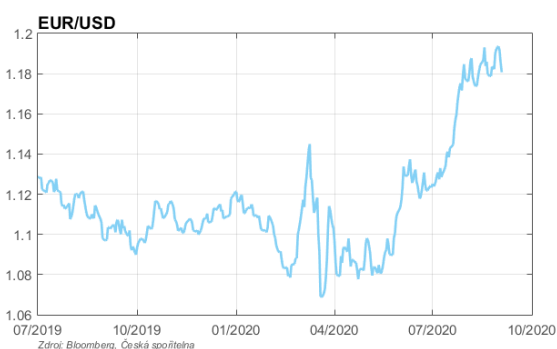
Zdroj: Česká spořitelna

EUR/USD: Euro k dolaru zůstává v posledních týdnech relativně rozkolísané, když se pohybuje zhruba mezi 1,17 a 1,194. Euru pomáhá nálada na trzích, která stála za jeho nedávným výrazným posílením. Trhy vnímají příznivě schválený balík fiskální pomoci stejně jako oživení evropské ekonomiky. A stejným směrem jdou i očekávání na FED, kdy se zvyšování sazeb FEDu ještě nějakou dobu nečeká. Směrem k silnějšímu euru navíc nově působí také nedávná prohlášení z FEDu o tom, že FED změní svou strategii z cílování inflace na cílování průměrné inflace. Jde o zásadní změnu, protože FED bude pravděpodobně ochoten tolerovat určitou dobu vyšší inflaci, aniž by zvyšoval sazby. A trhy tuto změnu zachycují ve svých očekáváním již nyní (pozdější zvýšení sazeb FEDu znamená slabší dolar a to dlouhodobě).

Naše prognóza předpokládá, že euro by k dolaru mělo velmi pozvolna posilovat. Již delší dobu bylo dle nás euro až příliš slabé z důvodu negativního sentimentu na trzích, když trhy eurozóně příliš nevěřily. To se nedávno změnilo, když se pro příští rok čeká v eurozóně pevnější ekonomické oživení, které následně ovlivní i politiku ECB ve směru pozvolného upouštění od výrazně expanzivního nastavení. Druhým důvodem, který stál v minulosti za slabým eurem, byly vysoké sazby FEDu před nástupem pandemie. To je ale také již minulost, když se rychlý nástup zvyšování sazeb v USA nečeká. Navíc nedávno oznámená změna měnové strategie, tedy pokud se jí FED bude držet, způsobí pozdější zvýšení sazeb v USA, což je hlavním důvodem, proč posouváme naši prognózu eura pro příští dva roky na silnější hladiny.

EUR/GBP: Libra k euru se vrátila mírně pod hladinu 0,90 a aktuálně se pohybuje kolem 0,89. V neprospěch libry i nadále hrají rizika spojená s brexitem, protože jednání zatím příliš daleko nepokročila a do konce roku by měla být smlouva. Celkově tak libra stále silně ztrácí na před-covidovou hladinu 0,83, kde se nacházela v únoru. Trhy nyní vyčkávají, jak bude vypadat vývoj britské ekonomiky (a jak na něj zareaguje Bank of England).

Pravděpodobnost tvrdého brexitu se za poslední měsíce zvýšila, nicméně stále není takováto možnost v zájmu žádné ze stran. Proto je stále pravděpodobnější, že dojde k posunu odkladu termínu, než že by nastal neřízený brexit. Pro nejbližší měsíce budou ale trhy čekat, jak situace dopadne a libra by tak mohla zůstat zhruba stabilní. Po vyřešení otázky brexitu a pevnějším oživení ekonomiky, ke kterému by mělo dojít příští rok, by měla libra opět sílit směrem k hladině 0,80.



EUR/CZK, USD/CZK, GBP/CZK

Posilování koruny k euru se dočasně zastavilo. S dalším budoucím zlepšením sentimentu se ale znovu obnoví. Vzhledem ke změně politiky FEDu posouváme prognózu USD/CZK na silnější hladiny.

Prognóza ČS

	12/2020	6/2021	12/2021	12/2022
EUR/CZK	25,80	25,64	25,24	24,78
USD/CZK	21,68	21,17	20,60	19,83
GBP/CZK	29,32	30,52	30,59	30,16

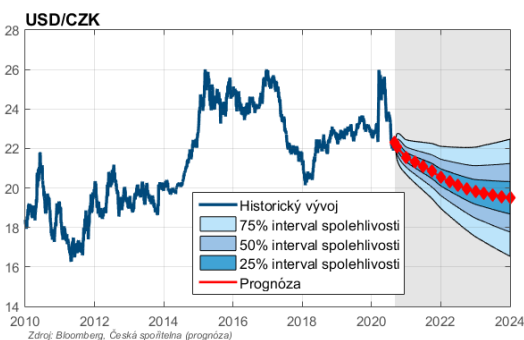
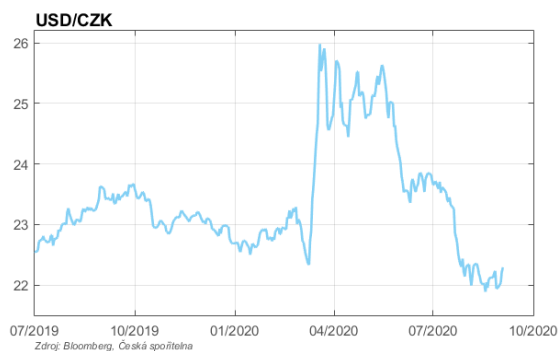
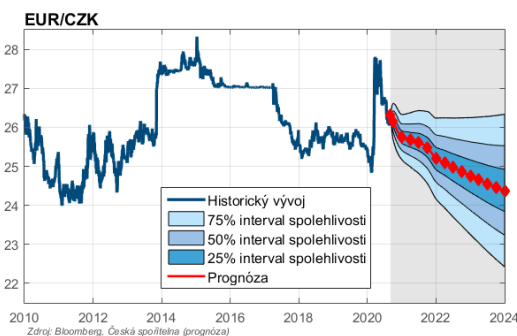
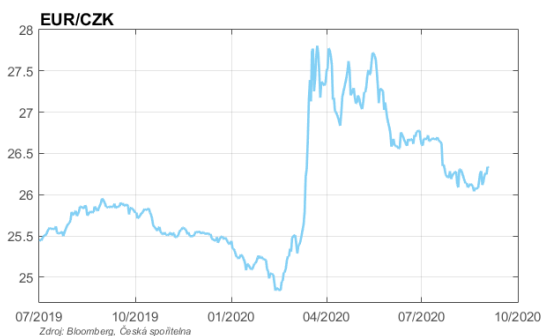
Zdroj: Česká spořitelna

EUR/CZK: Koruna se nedávno přiblížila hladině 26,0, když jí pomohl zlepšený sentiment na trzích a změna očekávání trhů na budoucí politiku ČNB. Vzhledem k velmi vysoké inflaci totiž trhy postupně posouvají jimi očekávané první zvýšení sazeb ČNB na dřívější termíny, což pak následně působí ve směru posílení koruny. Proti posilování koruny nicméně slovně intervenoval Tomáš Holub, který řekl, že další výrazné posilování české měny by mohlo být důvodem pro snížení sazeb. Ačkoliv ČNB s velkou pravděpodobností nyní na stole další pokles sazeb nemá, kurz mírně oslabil a nyní se pohybuje kolem hladiny 26,40. Slabší hladina kurzu také nicméně může odrážet rostoucí počet případů covidu.

Koruna by měla postupně i přes současné lehké oslabení posilovat i nadále. Její aktuální hladina je totiž stále slabší v porovnání s tím, kde by se měla vzhledem k očekávanému oživení (a budoucí politice ČNB) nacházet. Tento vliv sentimentu bude působit především v okamžiku, kdy již bude velmi blízko k vakcíně, protože se znatelnělepší sentiment a ekonomika se výrazněji a především pevněji oživí a vrátí se ke konvergenci k vyspělým zemím západní Evropy. Dalším důvodem pro posilování koruny bude očekávané zvýšení sazeb ČNB, kdy česká centrální banka bude muset reagovat na obnovení inflačních tlaků pomocí normalizace měnové politiky (postupným zvyšováním sazeb).

USD/CZK: Koruna k dolaru postupně posiluje, když v k tomu nyní přispívá především ohlášená změna politiky FEDu. Pro nejbližší dobu by k žádnému výraznějšímu posunu kurzu na některou stranu dojít spíše nemělo, protože se nečeká žádná zásadní nová informace (HDP vyšlo a FED již změnu politiky avizoval). Vzhledem k očekávanému posilování koruny k euru i eura k dolaru budou oba tyto faktory působit ve směru silnější koruny k dolaru. I přes relativně silné posilování zůstane nicméně koruna stále výrazně nad hladinami, kde se již dříve pohybovala. Například v roce 2008 byl USD/CZK jen 15,1.

GBP/CZK: Koruna k libře se aktuálně pohybuje mírně pod hladinou 30,0. Ačkoliv je kurz relativně rozkolísaný a pohybuje se mezi 28,60 a 30,0, není v něm jednoznačný trend. Trhy čekají, jak se bude vyvíjet britská ekonomika (brexit apod.) a to by mělo ještě nějakou dobu platit. Pokud se vyřeší brexit (dohodou či posunem termínu), libra ke koruně posílí. Směrem k 31 GBP/CZK. Pak ale ve vývoji kurzu převáží obnovená konvergence české ekonomiky a koruna bude zvolna posilovat.



Dluhopisy – emisní politika a finanční potřeba vlády

Pro příští dva roky zvyšujeme odhad celkové finanční potřeby a to zejména v důsledku vyšších očekávaných schodků státního rozpočtu.

Prognóza ČS (mld. Kč)

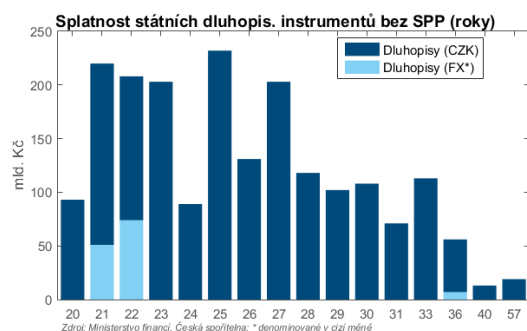
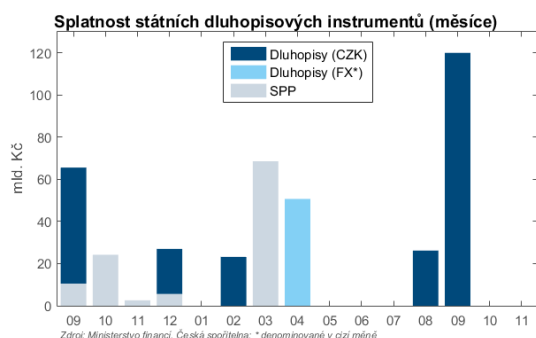
	2020	2021	2022
Schodek státního rozpočtu	470	250	150
Splátky SDD (CZK)	93	169	136
Splátky SDD (FX)*	0	51	72
Splátky SSD	2,8	0	0
Splátky SPP	43	69	0
Splátky úvěrů**	3,8	3,5	3,2
SUMA	613	543	361

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 srpnu skončil deficit státního rozpočtu na historickém rekordu 230 mld Kč, k čemuž nepřispěla jen pandemie koronaviru a s ní související ekonomické důsledky, ale i značně expanzivní nastavení fiskální politiky z doby ještě před covidem. Pro letošní rok je schválen deficit ve výši 500 mld Kč. Naše prognóza je mírně nižší, když vláda nemá v tuto chvíli připravené investiční projekty pro tak vysoký objem prostředků. Příští rok jsou volby, což bude znamenat pokračování silně expanzivní fiskální politiky a tedy vysokého deficitu i v roce 2021. Navíc vzhledem ke zrušení superhrubé mzdy oproti minulé prognóze dále zvyšujeme deficity rozpočtu pro příští roky.

Finanční potřeba: Ve zbytku letošního roku očekáváme finanční potřebu ve výši zhruba 100 mld Kč. V letošním roce zatím MF vydalo dluhopisy za zhruba 435 mld, které byly použity na refinancování maturujících dluhopisů a výrazné navýšení schodku státního rozpočtu. Na schodek rozpočtu také pravděpodobně šly prostředky z vysoké 69 mld emise SPP v době po vypuknutí pandemie. Ta maturuje až příští rok. Příští týden maturují dluhopisy za zhruba 65 mld Kč, nicméně zde přepokládáme, že MF již má peníze připravené. Na druhou stranu bude asi i nadále platit, že MF může vydávat více dluhopisů z důvodu vysoké nejistoty. V příštích dvou letech bude finanční potřeba také výrazná, když se v ní projeví očekávané zvýšení schodků rozpočtu po zrušení superhrubé mzdy.

Struktura vydávaných SDD a SPP: Pro zbytek roku čekáme, že MF se bude soustřeďovat především na dluhopisy s delší dobou splatnosti. K tomu vedle snahy o rozložení splátky dluhopisů v čase (příští rok již maturuje relativně výrazný balík SDD a SPP) nahrávají také podmínky na trhu, kdy značný zájem o dluhopisy snížil dlouhé výnosy z pohledu MF na příznivou úroveň. SPP bude MF nicméně vydávat i nadále. Půjde ale pravděpodobně v drtivé většině případů o menší objemy pro potřeby zajištění chodu státu se spíše kratší dobou splatnosti.



Dluhopisy – výnosová křivka

Výnosová křivka by se pro následující měsíce neměla příliš zvyšovat. S ústupem pandemie ale začne pozvolna růst a lehce se zplošťovat.

Prognóza ČS

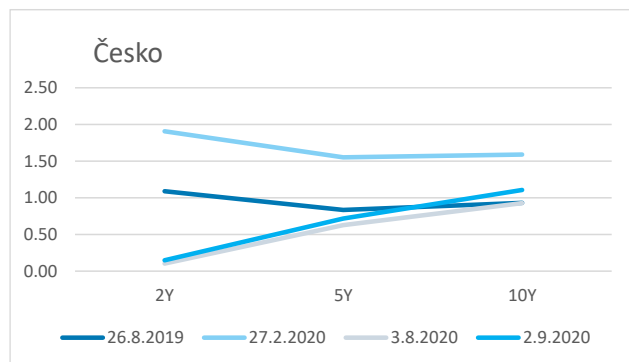
	12/2020	6/2021	12/2021	12/2022
2Y CZGB	0,19	0,47	0,86	1,51
5Y CZGB	0,85	1,09	1,34	1,83
10Y CZGB	1,16	1,35	1,53	1,98

Zdroj: Česká spořitelna

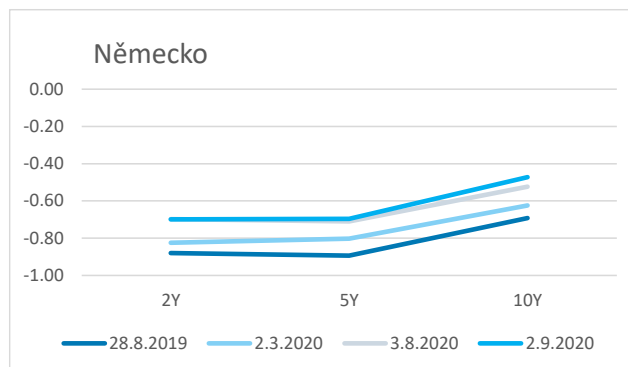
Aktuální vývoj výnosové křivky: Výnosová křivka zůstává nízká a je kladně skloněná. Za poslední měsíc došlo jen k nepatrnému posunu. Křivku i nadále ovlivňuje výrazně uvolněná měnová politika v ČR i eurozóně a také relativně slušná poptávka po českých státních dluhopisech, a to i přes to, že dlouhý konec křivky je stále velmi nízký. Vysoká poptávka je vidět především u nerezidentů, jejichž podíl na držbě je nyní zhruba 36 % a je nejvyšší za poslední tři roky. Zahraniční investory motivuje vysoká inflace (očekávání dřívějšího růstu sazeb ČNB) a očekávané posilování kurzu koruny, navíc v situaci výrazně levných peněz (uvolněné měnové politiky) v eurozóně. V blízké době by k nějakému zásadnějšímu posunu křivky dojít nemělo, když jejímu zvýšení bude stále bránit značná nejistota na trzích a naopak snížení by nastalo pouze v případě nečekaného zhoršení vývoje ekonomiky, což vnímáme jen jako alternativní scénář než základní prognózu.

Prognóza úrovně křivky: Ve zbytku letošního roku se bude výnosová křivka zvedat jen velmi pozvolna, když jí bude brzdít vedle uvolněné měnové politiky také značná nejistota na trzích. Výraznější posun křivky tak nastane až s odezněním pandemie koronaviru (zavedení vakcíny), kdy lepší sentiment na trzích a ekonomické oživení přiblíží začátek postupného zpřísňování měnové politiky. Od druhé poloviny 2021 a v roce 2022 budou křivku posouvat nahoru také (námi očekávané) rostoucí sazby ČNB.

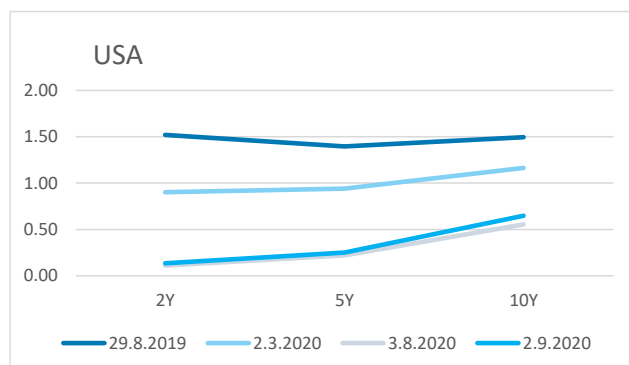
Prognóza sklonu křivky: Sklon křivky by pro následující měsíce mohl zůstat zhruba stabilní. Od přibližně poloviny příštího roku by se ale křivka mohla pozvolna zplošťovat. Na krátkém konci totiž bude působit vliv očekávaného zvýšení sazeb ČNB, které bude reagovat na obnovené inflační tlaky. Delší konec bude ale i nadále brzdít vysoká poptávka od investorů, a to především nerezidentů. S posunem křivky nahoru ale začne být její delší konec více zajímavý také pro nerezidenty. Opačným směrem, tedy ve směru zvýšení delšího konce křivky, bude naopak působit výrazný nárůst finanční potřeby MF, což je jedním z důvodů, proč jsme prognózu křivky posunuli pro roky 2021 a 2022 směrem nahoru.



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 ČR, makroekonomická analýza	Jiří Polanský Michal Skořepa Nicole Gawlasová	+420/956 765 192 +420/956 765 172 +420/956 765 456	jpolansky@csas.cz mskorepa@csas.cz ngawlasova@csas.cz
Akciový tým: Head, Utilities, F&B, O2 CR Světové trhy, Philip Morris ČR Světové trhy, Stock Spirits	Petr Bártek Jan Šafranek Marek Dongres	+420/956 765 227 +420/956 765 218 +420/956 765 343	pbartek@csas.cz jsafranek@csas.cz mdongres@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 Píček	+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 Kalužík	+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/analzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.