



MĚSÍČNÍ STRATEGIE

Dluhopisy a měny



@Research_sporka

Jiří Polanský, analytik, research@csas.cz

Co musíte vědět

Světová ekonomika se ochlazuje a rostou rizika pro její další vývoj.

Prognóza ČS (13. 9. 2022)

	2021	2022	2023	2024
HDP	3,3	2,3	0,9	3,7
Inflace	3,8	15,8	7,0	2,1
Míra nezaměst.	2,9	2,6	3,3	3,4
Nominální mzdy	4,8	5,8	6,6	5,4
Reálné mzdy	0,9	-8,5	-0,6	3,1
EUR/CZK (průměr)	25,6	24,6	24,3	23,9
Repo sazba (průměr)	0,9	5,9	5,3	3,2
* Repo sazba (riziko)	0,9	5,9	6,5	4,0

Zdroj: ČSÚ, ČNB, Česká spořitelna (* riziko jde k pozdějšímu poklesu sazeb z důvodu přehodnocení očekávání na ECB a vyšším rizikům ve světové ekonomice)

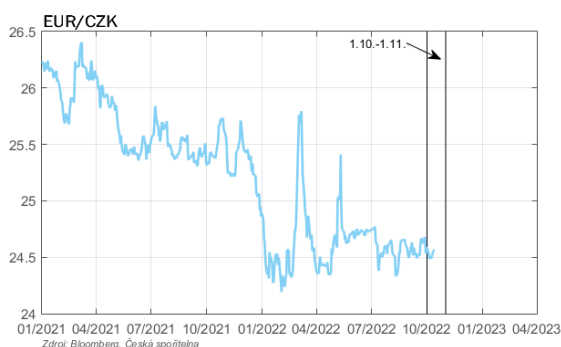
Světová ekonomika: Světová ekonomika se postupně ochlazuje, zatím jde ale jen o velmi pozvolný vývoj. To by mohlo naznačovat, že očekávané recese v eurozóně a USA, pokud nastanou, budou mělké. Na druhou stranu se ale výrazně zvyšují rizika (mobilizace v Rusku, riziko další eskalace války na Ukrajině apod.), což se odráží ve výrazné nejistotě na trzích. Ta nejspíš v nejbližších měsících nezmizí.

Česká ekonomika: Česká ekonomika nyní pravděpodobně klesá, když pro druhou polovinu letošního roku čekáme mírnou recesi. Ta by ale neměla být příliš hluboká. Rizika jsou ale vychýlena směrem dolů, a to především pro příští rok. Záležet bude výrazně na externích faktorech. Inflace by již měla brzy dosáhnout vrcholu a od závěru roku začít zpomalovat.

Centrální banky: Vyšší nejistota ve světové ekonomice a přehodnocení očekávaného vrcholu sazeb ECB směrem nahoru, ke kterému došlo během září, jsou jasná rizika ve směru pozdějšího prvního poklesu sazeb ČNB (květen či srpen) oproti naší stávající prognóze z přelomu srpna a září, která obsahuje první pokles sazeb ČNB již v únoru. Na přesnější časování je ale stále ještě brzy. FED, ECB a Bank of England budou pravděpodobně dál rychle zvyšovat sazby.

Koruna: Koruna k euru zůstává stále zhruba stabilní. Případný výraznější tlak na její oslabení, pokud by nastal, bude pravděpodobně i nadále bránit ČNB přes intervence. Navíc se v poslední době mírně změnilo tržní očekávání směrem k mírnému zvýšení sazeb ČNB v listopadu (předtím trh čekal pro listopad stabilitu), což také přispívá ke stabilizaci koruny.

Výnosová křivka: Dlouhý konec křivky táhnou nahoru tržní očekávání na výrazné zpřísnění měnové politiky v eurozóně a také tržní očekávání dlouhého období vysokých sazeb ČNB. Tento druhý faktor nicméně vnímáme jako až příliš optimistický, což by mohlo vyústit ke korekci dlouhého konce křivky směrem dolů. K tomu ale pravděpodobně nedojde hned a spíše by to mohlo být až v příštím roce. Oproti naší stávající prognóze tak současný vývoj implikuje vyšší delší konec křivky po delší dobu.



Ekonomický vývoj v USA a eurozóně

Ekonomická data v USA překonávají odhady a signalizují pokračování slušného vývoje. Eurozóna je na tom o něco hůře, ale ani zde se neděje nic dramatického. I nadále ale čekáme, že v dalších měsících dojde k ochlazení ekonomického vývoje jak v USA, tak i v eurozóně.

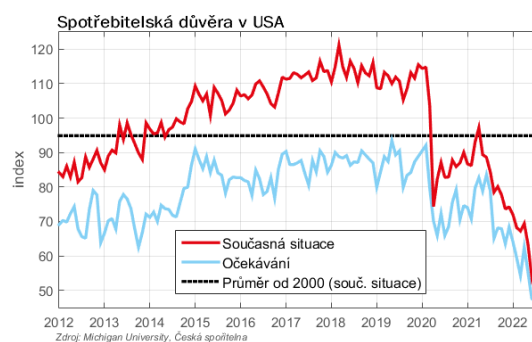
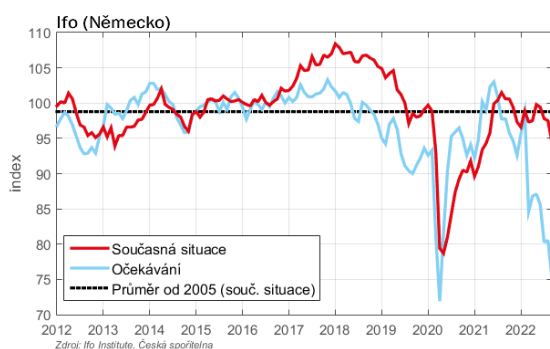
Současný vývoj (mzr., v %; míra nezam. v %)

	06/22	07/22	08/22	09/22
USA: Průmysl	4,0	3,8	3,7	-
USA: Maloobchod	8,8	10,0	9,4	8,2
USA: Míra nezam.	3,6	3,5	3,7	3,5
USA: CPI inflace	9,1	8,5	8,3	8,2
EMU: Průmysl	2,1	-2,5	2,5	-
EMU: Maloobchod	-3,0	-1,2	-2,0	-
EMU: Míra nezam.	6,7	6,6	6,6	-
EMU: CPI inflace	8,6	8,9	9,1	10,0

Zdroj: Eurostat, FRED, Trading Economics

USA: Americká data v poslední době překvapují směrem k lepšímu než očekávanému vývoji ekonomické aktivity a trhu práce, ale také, což s tím souvisí, vyšší než očekávané inflaci. I přes stále výrazně nízký sentiment domácností zůstává poptávka domácností relativně vysoká, stejně jako poptávka podnikatelů a firem po zaměstnáních. Ačkoliv globální ekonomika ochlazuje, k výraznějšímu zhoršení zatím nedošlo. Druhým důvodem je pak politika FEDu, kdy FED zvýšil sazby nad neutrální úroveň teprve nedávno a bude tak ještě řadu měsíců trvat, než tento vývoj prosákne do zhoršení na trhu práce. Silná poptávka domácností a příznivý vývoj na trhu práce pak přispívají k tomu, že meziměsíčně ceny dále rostou, což v meziročním vyjádření znamená jen velmi pozvolné zpomalení (vliv srovnávací základny). Navíc jádrová inflace zesiluje i meziročně, což se s vysokou pravděpodobností odrazí na dalším zvýšení úrokových sazeb. K výraznějšímu zhoršení makroekonomického vývoje v USA by tak mohlo dojít až v závěru letošního roku či mírně později.

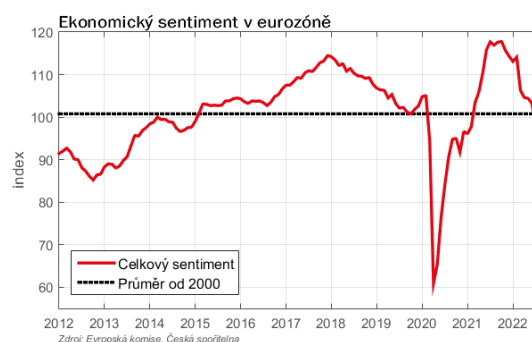
EMU: Ekonomický vývoj v eurozóně je oproti USA horší, když na něj výrazněji dopadají vysoké ceny energií. To je vidět především na vývoji maloobchodu (poptávce domácností), nicméně ke zhoršení dochází i v průmyslu (meziroční data průmyslové produkce jsou ale ovlivněna nízkým loňským rokem). Sestupný vývoj se dá očekávat i v následujících měsících a měl by být výraznější, než tomu bude v USA. Na druhou stranu aktuální data nesignalizují žárny významný propad HDP. Nejistota je ale extrémní a vychýlená směrem dolů. Rizika dalšího zhoršení situace s energiemi (růst cen, nedostatečné zásoby plynu) či eskalace války na Ukrajině by v případě naplnění by mohla poslat eurozónu do relativně hluboké recese (aktuálně se sice čeká recese s pravděpodobností přes 50 %, ale jen mělká). I proto jsou trhy k eurozóně tak negativní a euro zůstává výrazně slabé.



Vybrané indikátory PMI

	06/22	07/21	08/22	09/22
GER: Průmysl	52,0	49,3	49,1	47,8
GER: Služby	52,4	49,7	47,7	45,0
EMU: Průmysl	52,1	49,8	49,6	48,4
EMU: Služby	53,0	51,2	49,8	48,8
USA: Průmysl	52,7	52,2	51,5	52,0
USA: Služby	52,7	47,3	43,7	49,3

Zdroj: Markit Economics



Ekonomický vývoj v ČR

Předstihové indikátory naznačují další zhoršení ekonomického vývoje v české ekonomice, které by mělo pokračovat i ve čtvrtém čtvrtletí

Současný vývoj (mzr., v %; míra nezam. v %)

	06/22	07/22	08/22	09/22
Průmysl	2,9	1,7	5,4	-
Maloobchod	-6,9	-7,4	-8,2	-
Míra nezaměst.	2,5	2,4	2,5	-
Inflace	17,2	17,5	17,2	18,0

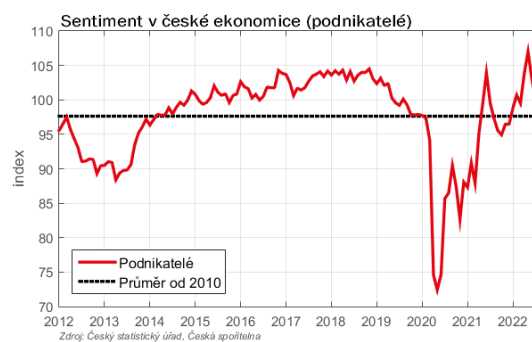
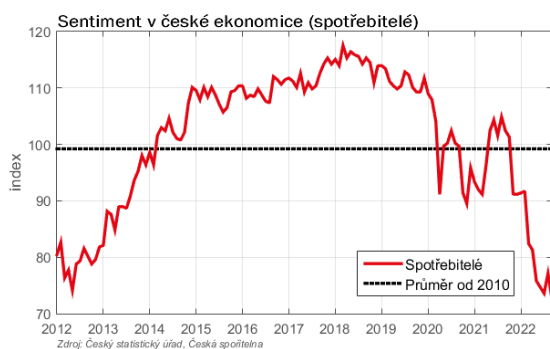
Zdroj: Český statistický úřad, Česká spořitelna (data očištěna o sezónní a kalendářní vlivy);

Současný vývoj: Česká ekonomika je nyní na sestupné tendenci, kdy se ochlazuje jak domácí, tak i zahraniční poptávka. To bude nejspíš pokračovat i v dalších měsících, kdy na domácí poptávku výrazněji dopadnou vysoké ceny energií a zahraniční poptávka pak bude ovlivněna ochlazením globální ekonomiky. Trh práce se bude dále postupně zhoršovat, a to především přes pokles reálných mezd. Zvýší se ale i míra nezaměstnanosti. Inflace by mohla kulminovat na začátku čtvrtého čtvrtletí, nicméně rizika ohledně vývoje cen energií jsou vysoká, a to oběma směry.

Předstihové indikátory: Zájmové hodnoty předstihových indikátorů potvrzují zhoršený vývoj v české ekonomice. Sentiment domácností se znovu snížil na rekordně pesimistickou hodnotu. Ta je dána obavami domácností plynoucími z vysokých cen energií a očekávaného zhoršení makro vývoje (včetně obav z růstu nezaměstnanosti). Poklesl také podnikatelský sentiment, a to kromě stavebnictví ve všech dalších sektorech. Na firmy dopadají vysoké ceny energií a útlum poptávky, kvůli kterému již nemohou tolik přenášet rostoucí náklady do cen. Pokles ekonomické aktivity ve zpracovatelském průmyslu pak ukazuje další snížení hodnoty PMI.

Střednědobý pohled: Pro druhou polovinu letošního roku čekáme mírnou recesi (dvě po sobě jdoucí mezičtvrtletní poklesy HDP). K postupnému ekonomickému oživení by mohlo dojít již v příštím roce, kdy by mohla oživit investiční aktivita firem a zahraniční poptávka. Naopak spotřeba domácností se bude zlepšovat jen velmi pozvolně, když na ní budou příští rok stále dopadat vysoké ceny energií. Trh práce se bude ještě nějakou dobu zhoršovat, když poroste nezaměstnanost a budou klesat reálné mzdy. K zastavení tohoto vývoje by mělo dojít zhruba v polovině příštího roku. Inflace by měla z letošního vrcholu postupně zpomalovat a vracet se k inflačnímu cíli, což by mělo trvat něco přes rok.

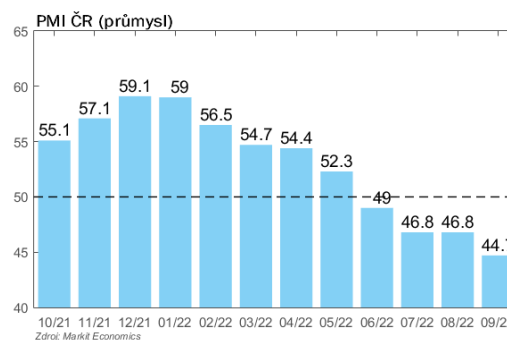
Rizika: Rizika jsou výrazná, a to směrem k nižšímu růstu a vyšší inflaci. To se netýká jen letošního roku, ale především pak roku 2023, kdy by v případě výraznějšího ochlazení globální ekonomiky mohlo dojít v celoročním vyjádření k poklesu HDP a výraznějšího růstu míry nezaměstnanosti (k 5-7 % podle rozsahu vládní podpory). Začátek oživení by se pak mohl posunout až na přelom 2023/24 či ještě později.



Indikátory důvěry podnikatelských sektorů (indexy)

	06/22	07/22	08/22	09/22
Průmysl	106,1	98,9	96,9	93,6
Stavebnictví	117,4	118,6	110,2	114,4
Obchod	99,3	97,6	95,2	92,7
Služby	99,1	100,0	97,3	92,0

Zdroj: Český statistický úřad



Centrální banky

Hlavní centrální banky budou pravděpodobně dále rychle zvyšovat sazby. ČNB by je mohla ponechat beze změny, nejistota ale zůstává vysoká. Aktuální globální vývoj, především pravděpodobně vyšší sazby ECB a růst nejistoty, mohou implikovat delší období vyšších sazeb ČNB.

Prognóza ČS (hlavní sazby; u ECB depozitní)

	12/2022	06/2023	12/2023	12/2024
ČNB*	7,00	5,25	4,00	2,50
ČNB**	7,00	7,00	5,25	3,25
FED	4,50	4,50	4,50	3,25
ECB	2,00	3,00	3,00	2,50
BoE	3,25	3,50	3,50	2,50

Zdroj: Česká spořitelna (* prognóza z přelomu srpna a září, ** aktuální riziko vývoje)

ČNB: Pro zbytek letošního roku čekáme stabilitu úrokových sazeb. Tímto směrem působila i tisková konference ČNB po zářijovém zasedání, když pro listopadové zasedání očekává ČNB buď stabilitu sazeb nebo jejich zvýšení, pokud by inflační tlaky zesílily. Podle naší prognózy z přelomu srpna a září čekáme první snížení sazeb v únoru. Od té doby ale došlo jednak k přehodnocení očekávání na ECB, a dále pak k růstu nejistoty (mobilizace v Rusku a další hrozby použití jaderných zbraní). **Aktuální rizika jdou tak jednoznačně směrem k pozdějšímu prvnímu snížení sazeb (květen či srpen), nicméně vzhledem k tomu, jak dynamický je aktuální vývoj světové ekonomiky, je na přesnější časování začátku snižování sazeb ještě brzy.** Záležet bude na vývoji války na Ukrajině, vývoji globální ekonomiky (očekávané zpomalení), měnové politice ECB, vývoji cen energií či českých mezd.

ECB: Inflace dosáhla v eurozóně 10 %, a dá se tak čekat další rychlé zvýšení sazeb. Nejbližší zasedání je ještě v říjnu, kdy se očekává 50 bodů, nicméně nedá se vyloučit ani výraznější zvýšení. Během září také došlo k relativně výraznému přehodnocení tržních očekávání směrem nahoru, když nejdříve se čekal vrchol depozitní sazby na 2 % pro příští červenec, následně 2,5 % a nyní trhy čekají 3 % již na začátku druhého čtvrtletí příštího roku. Pro konec letošního roku se očekává depozitní sazba na 2 %. Pro letošní rok je těch dodatečných 125 bodů (do 2 %) dle nás realistické. Pro příští rok ale zůstává v tuto chvíli nejistota značná, když záležet bude výrazně především na externích faktorech. A také kurzu eura k dolaru, který je právě externími faktory silně ovlivněn. Pokud bude euro slabé (a nedojde k nějaká koordinované intervenci po vzoru Plaza Accord), zvyšuje se pravděpodobnost, že ECB bude muset jít nahoru výrazněji.

FED: Do konce letošního roku by FED mohl přidat celkem 125 bazických bodů, když inflace zpomaluje jen velmi pomalu (a navíc jádrová inflace zesiluje) a i trh práce zůstává přehřátý. Vrchol horní sazby FEDu tak čekáme na 4,5 %, nicméně nejistota je vychýlená směrem nahoru, a to především pro příští rok, kdy by FED mohl ještě sazby zvýšit, pokud by v americké ekonomice slably inflační tlaky příliš pomalu. Aktuálně silnější inflace bude mít pravděpodobně také za následek delší období vyšších sazeb. K prvnímu poklesu sazeb FEDu by tak mohlo dojít až v roce 2024.

BoE: Bank of England zvýšila podle očekávání v září svou hlavní sazbu o 50 bodů. Šlo o zasedání, kde BoE nepředstavila novou prognózu. Zajímavé ale bylo, že BoE nezmínila slovo recese, což by se dalo vykládat tak, že ještě nedávno více opatrný postoj britské centrální banky se může postupně měnit směrem k vyššímu zájmu o potlačení inflace. Jedním z důvodů může být fiskální expanze, která dodá do ekonomiky proinflační stimul. V listopadu by mohla BoE zvýšit sazby znovu o 50 bazických bodů a při slušném vývoji ekonomiky by další padesátku mohla BoE přidat v prosinci. V případě silnějších inflačních tlaků by mohlo ke zvýšení sazeb dojít ještě na začátku příštího roku. Celkově tak nyní vrchol hlavní sazby BoE vidíme na 3,25-3,50 %. Trh je oproti nám ještě optimističtější a čeká vrchol na zhruba 4,5 %. Nedávno musela také BoE spustit QE s cílem růstu cen dluhopisů. Šlo o reakci na odliv kapitálu (po oznámení nesmyslných plánů na pokles daní), který přes pokles cen dluhopisů ohrožoval řadu penzijních fondů. Fondy tak dostaly čas na úpravy svých bilancí.

	aktuální	příští zasedání		poslední změna (bps)	příští změna (bps, prognóza ČS)
		datum	očekávání (bps) ČS / trh		
ČNB (2W repo)	7,00	3.11.	0 / 25	+ 125 (06 / 2022)	- 50 (2023)
ECB (depozitní)	0,75	27.10.	75 / 75	+ 75 (08 / 2022)	+ 75 (10 / 2022)
FED (horní)	3,25	2.11.	75 / 75	+ 75 (09 / 2022)	+75 (11 / 2022)
Bank of England	2,25	3.11.	50 / 75	+ 50 (09 / 2022)	+50 (11 / 2022)

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

EUR/USD, EUR/GBP

Dolar by měl ještě nějakou dobu zůstat pod paritou, když dominantní vliv má nejistota na trzích plynoucí z války na Ukrajině. Ke korekci by mohlo dojít až s poklesem rizik globálního vývoje.

Prognóza ČS

	12/2022	06/2023	12/2023	12/2024
EUR/USD	1,00	1,09	1,12	1,18
EUR/GBP	0,85	0,84	0,84	0,83

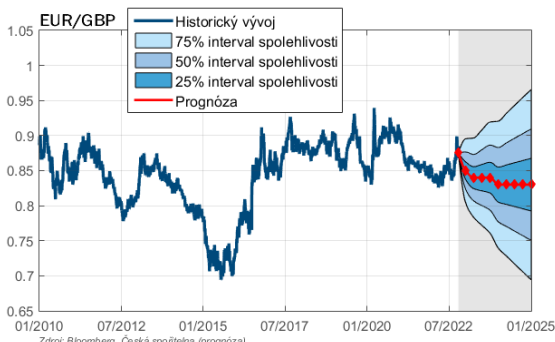
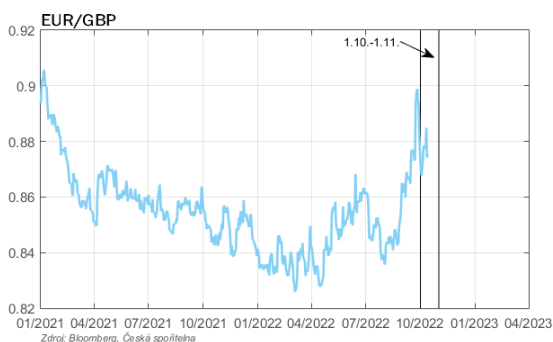
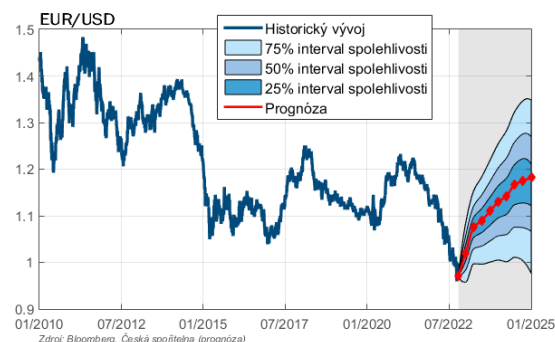
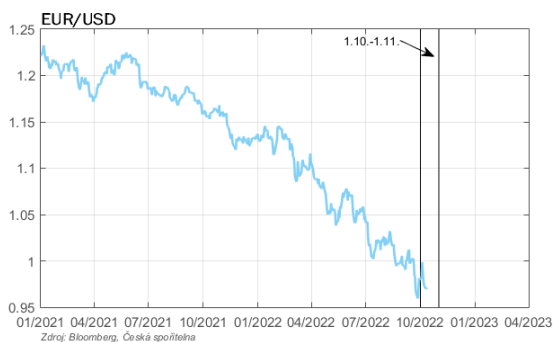
Zdroj: Česká spořitelna

EUR/USD: Kurz dolaru k euru se na přelomu září a října nejprve přiblížil k paritě, aby následně znovu posílil k aktuálnímu zhruba 0,97. Za opětovným posílením dolaru stojí zčásti americká data a v rámci nich pak především vyšší než očekávaná inflace, která zvyšuje pravděpodobnost možného razantnějšího zvýšení sazeb FEDu. Výraznějším faktorem jsou ale zvyšující se rizika možného zhoršení situace na Ukrajině, kdy se trhy obávají případné eskalace konfliktu a jejích důsledků. To pak dále zesiluje již nyní velmi negativní tržní sentiment na eurozónu. Ten se v nejbližším období pravděpodobně výrazně nezlepší, když mobilizace v Rusku a hrozby použitím jaderných zbraní jsou trhy vnímány velmi vážně.

Nejen ve zbytku letošního roku, ale i v příštích dvou letech bude výrazně záležet na externích faktorech a prognózy jsou tak zatíženy značnou nejistotou. Pokud by nebylo války na Ukrajině a s tím spojenými riziky, kurz dolaru by byl nyní významně slabší (dle našich odhadů 1,10-1,15), když by se v něm pravděpodobně odráželo zvyšování sazeb v USA a obavy trhů z dopadů italských voleb na situaci v eurozóně. Válka na Ukrajině ale nejspíš v nejbližší době neskončí a rizika její eskalace tak zůstanou zvýšená. Proto pro nejbližší měsíce zůstane dolar pravděpodobně mírně pod paritou, nicméně vzhledem k extrémní nejistotě se nedá vyloučit ani výrazný pohyb nahoru či dolů. Pokud dojde k uklidnění sentimentu na trzích (například příští rok) bez naplnění některého rizika, euro by mohlo rychle korigovat nad paritu a posilovat dále i v roce 2024, kdy se čeká pokles sazeb v USA.

EUR/GBP: Kurz libry se nyní pohybuje kolem hladiny 0,87, nicméně poslední týdny byly značně turbulentní. To bylo vyvoláno (nesmyslnými) plány britské vlády na pokles zdanění, aby tento nápad po prudkém oslabení libry a reakci centrální banky (QE) musel být odvolán. Libra se tak částečně vrátila.

Britská vláda „dostala lekci“ a pro nejbližší dobu by tak s podobným nápadem přijít nemusela. To by mohlo znamenat částečné uklidnění na trzích. Stejným směrem by mělo působit další zvyšování sazeb BoE. Z těchto důvodů by mohla libra ještě mírně posílit směrem k hladinám, kde se nacházela před několika týdny. Na druhou stranu ale na trzích zůstane ohledně budoucího vývoje britské ekonomiky značná nejistota, což je zesíleno riziky plynoucími z války na Ukrajině. Proto by posílení libry, pokud k němu dojde, nemělo být příliš velké.



EUR/CZK, USD/CZK, GBP/CZK

Koruna k euru je v poslední době zhruba stabilní, když jejímu oslabení brání ČNB. Zhruba stabilní korunu čekáme i ve zbytku roku, nicméně rizika zůstávají zvýšená. Posílit by koruna mohla až s poklesem rizik ve světové ekonomice

Prognóza ČS

	12/2022	06/2023	12/2023	12/2024
EUR/CZK	24,50	24,29	24,15	23,70
USD/CZK	24,50	22,28	21,56	20,09
GBP/CZK	28,82	28,92	28,75	28,55

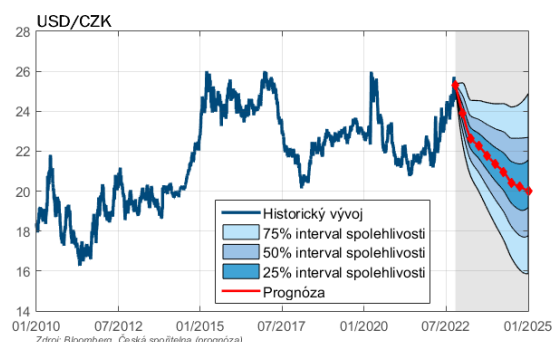
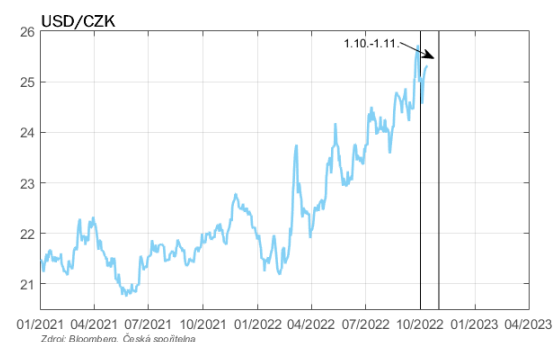
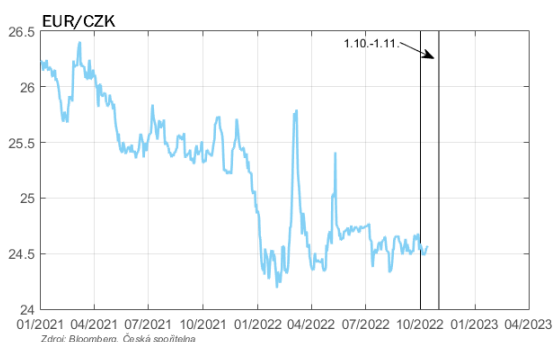
Zdroj: Česká spořitelna

EUR/CZK: Kurz koruny zůstává zhruba stabilní. I nadále ve směru jejího posílení nepůsobí žádný výraznější faktor. Naopak negativní tržní sentiment či zhoršení vývoje české ekonomiky včetně vývoje běžného účtu působí ve směru slabšího kurzu. Tu ale brání ČNB, což by mělo platit i nadále a koruna by tak neměla výrazněji oslabit (samozřejmě obecně se nedá vyloučit situace, kdy by ČNB přestala korunu bránit, ale zatím tomu nic nenasvědčuje). V poslední době mírně ve prospěch koruny působila změna tržních očekávání pro listopadové zasedání ČNB, kdy část trhů čeká mírné zvýšení sazeb o 25 bazických bodů. Pokud se nakonec ČNB rozhodne pro stabilní sazby (což čekáme), koruna může velmi mírně oslabit.

Střednědobě by koruna měla posilovat z důvodu obnovené konvergence české ekonomiky, oživení zahraničního obchodu, snížení překoupenosti koruny a stejným směrem bude působit i zlepšení sentimentu na trzích. Tento poslední vliv může být relativně výrazný, ale záležet bude na energetické situaci v Evropě a vývoji války na Ukrajině. Spíše by k němu mohlo dojít až příští rok po zimě. Opačným směrem budou v příštích dvou letech působit postupně klesající sazby ČNB, a celkově tak posilování kurzu koruny nebude příliš výrazné.

USD/CZK: Koruna k dolaru dále oslabuje, když vliv má především sílící dolar k euru. Vzhledem k tomu, že sentiment na trzích zůstává značně pesimistický a to se kvůli pokračující válce na Ukrajině pravděpodobně v nejbližší době nezmění, k rychlé korekci nejspíš v brzké době nedojde (ačkoliv v aktuální dynamické době se nedá vyloučit téměř nic). Po zlepšení sentimentu na trzích dojde pravděpodobně nejen k rychlému posílení eura k dolaru, ale i posílení koruny k euru. Obojí pak bude působit na posílení koruny k dolaru. Vzhledem k extrémní nejistotě k tomu ale dojde pravděpodobně až příští rok (či ještě později, pokud by situace dále eskalovala).

GBP/CZK: Koruna k libře prošla v posledním měsíci dynamickým obdobím, kdy nejprve výrazně posílila poté, co libra oslabila k euru. Poté ale britská vláda odvolala daňové plány a došlo ke korekci zpět. Pokud dojde ke zlepšení sentimentu na trzích, libra může k euru mírně posílit, což by implikovalo i její posílení ke koruně. Poté by se ale již měla projevit obnovená konvergence české ekonomiky (a další faktory) a koruna by k libře měla pozvolna posilovat.



Dluhopisy – emisní politika a finanční potřeba vlády

Z důvodu války na Ukrajině a vysokých cen energií zvyšujeme očekávaný schodek rozpočtu pro letošní rok a také příští dva roky. MF oproti minulosti vydává vyšší objemy SPP, což může trvat až do okamžiku, než začnou trhy čekat začátek snižování sazeb ČNB

Prognóza ČS (mld. Kč)

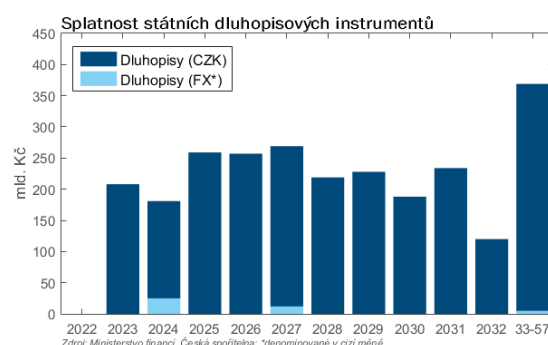
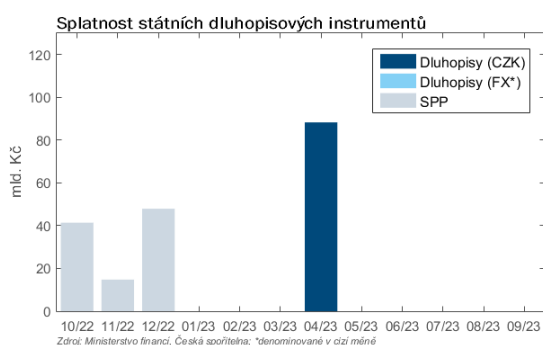
	2022	2023	2024
Schodek státního rozpočtu	271/350	270	250
Splátky SDD (CZK)	0	208	157
Splátky SDD (FX)*	0	0	25
Splátky SSD	0	0	0
Splátky SPP	104	0	0
Splátky úvěrů**	3	3	1
SUMA	186	481	433

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 září vystoupal deficit státního rozpočtu na zhruba 271 mld Kč, když tímto směrem působí především růst mimořádných výdajů spojených s válkou na Ukrajině a vysokými cenami energií. Vliv na absolutní výši deficitu mají ale samozřejmě i relativně nedávné daňové změny (zrušení superhrubé mzdy). Pro celý letošní rok zvyšujeme námi očekávaný schodek na 350 mld. Deficity rozpočtu budou pravděpodobně vyšší i v příštích dvou letech oproti tomu, co se ještě nedávno čekalo. Rizika jsou nicméně obousměrná, když se vzhledem k dlouhodobé neudržitelnosti veřejných financí nedají vyloučit ani daňové úpravy, které by mohly budoucí deficity snížit.

Finanční potřeba: Po zbytek letošního roku by se mohla finanční potřeba pohybovat kolem 150 mld. Kč. Na jedné straně v nejbližší době nematuruje žádný velký balík dluhopisů, nicméně MF bude muset splatit maturující pokladniční poukázky a další prostředky si vyžádá státní rozpočet. Na druhou stranu ale na část SPP již má MF pravděpodobně prostředky k dispozici. Riziko je obousměrné, ale vychýlené směrem nahoru, což souvisí s očekávanou podporou domácnostem a firmám s vysokými cenami energií. Ta může ovlivnit finanční potřebu také v příštím roce a částečně možná i v roce 2024.

Struktura vydávaných SDD a SPP: MF se bude i nadále zaměřovat na dluhopisy denominované v CZK. Z hlediska délky splatnosti se ve struktuře projevují vysoké výnosy dluhopisů s delší dobou splatnosti, které motivují MF vydávat i kratší dluhopisy či SPP. To bylo vidět i na nedávných vysokých emisích SPP, které mají splatnost ve zbytku letošního roku. Vyšší emise kratšího dluhu mohou trvat až do okamžiku, než začnou trhy čekat začátek snižování sazeb ČNB.



Dluhopisy – výnosová křivka

Dlouhý konec křivky táhnou nahoru tržní očekávání na výrazné zpřísnění měnové politiky v eurozóně a také tržní očekávání dlouhého období vysokých sazeb ČNB. Aktuální riziko jde oproti naší prognóze ve směru pozdějšího posunu křivky dolů

Prognóza ČS

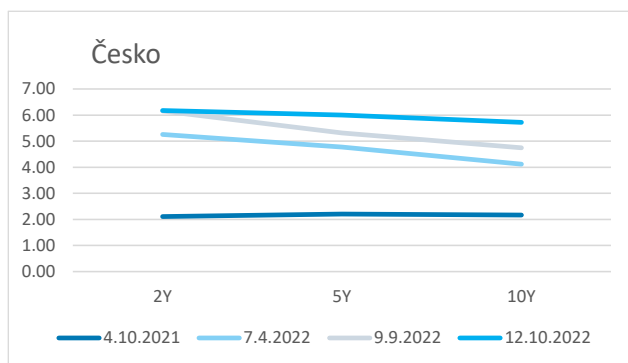
	12/2022	06/2023	12/2023	12/2024
2Y CZGB	5,19	3,82	3,04	2,31
5Y CZGB	5,13	4,55	4,00	3,30
10Y CZGB	4,57	4,15	3,68	3,10
*2Y CZGB	5,93	5,05	3,83	2,57
*5Y CZGB	5,31	4,99	4,15	3,08
*10Y CZGB	5,02	4,73	4,07	3,16

Zdroj: Česká spořitelna (* aktualizace prognózy v případě poklesu sazeb ČNB v srpnu)

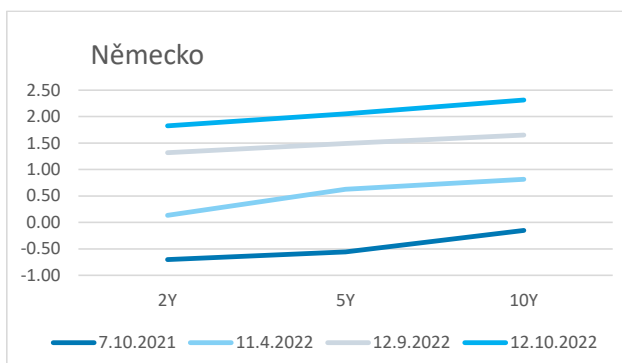
Aktuální vývoj výnosové křivky: Během září došlo na výnosové křivce k relativně významným posunům, a to především na jejím dlouhém konci. Krátký konec se nejprve mírně snížil, když na začátku září menší část trhu očekávala velmi mírné zvýšení sazeb, ale tento pohled byl postupně korigován směrem ke stabilitě. Poté se ale vrátil spolu s tím, jak trhy znovu začaly čekat růst sazeb pro listopadové zasedání. Naopak na delším konci křivky došlo k růstu výnosů. Za tím stálo především výrazné přehodnocení očekávaného vývoje měnové politiky v eurozóně. Není to tak dávno, kdy trhy čekaly vrchol depozitní sazby příští rok v létě na 2 %. Pak během krátké doby se tento pohled přehodnotil směrem k 2,5 % a týden potom ke 3% vrcholu depozitní sazby ECB pro druhé čtvrtletí příštího roku. Výrazně nahoru tak šly německé výnosy, což následně ovlivnilo dlouhý konec české křivky.

Prognóza úrovně křivky: Podle naší zářijové prognózy čekáme první snížení sazeb ČNB již v prvním čtvrtletí příštího roku, což implikuje postupný posun křivky směrem dolů poté, co dojde ke změně tržních očekávání. Aktuální rizika jdou ale ve směru pozdějšího časování prvního snížení sazeb (květen či srpen), což by se v případě naplnění tohoto scénáře mohlo projevit (oproti naší prognóze) vyšším dlouhým koncem křivky pro konec letošního roku. Část trhu je ale nyní ještě optimističtější, když čeká relativně dlouhé období vysokých sazeb ČNB do roku 2024. Ačkoliv takový vývoj nečekáme, ke korekci tržních očekávání v nejbližší době pravděpodobně nedojde. Nejistotou je také vývoj měnové politiky v eurozóně, kdy v případě, že by ECB nakonec dodala menší zpřísnění měnové politiky, by česká křivka šla rychleji dolů.

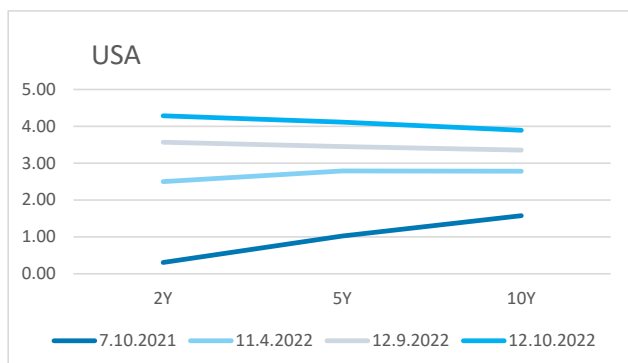
Prognóza sklonu křivky: Postupné snižování sazeb ČNB se bude promítat do pozvolného zplošťování křivky. K překmitnutí do kladného sklonu by mohlo dojít spíše až na konci příštího roku s rizikem směrem do roku 2024.



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](#)

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/analyzypozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.