

Koronavirus

Ekonomické výhledy update

30 LET SPOLU

Možné dopady pandemie COVID-19 do ekonomiky a finančních trhů



Jan Vejmelek
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz



Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz



Michal Brožka
(420) 222 008 569
michal_brozka@kb.cz



Martin Gürtler
(420) 222 008 509
martin_gurtler@kb.cz



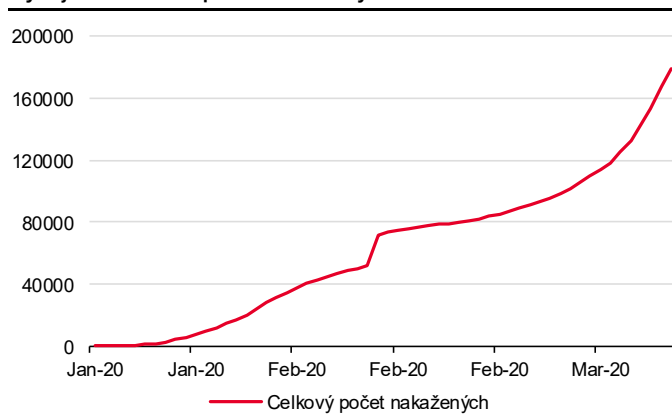
František Táborský
(420) 222 008 598
frantisek_taborsky@kb.cz

Pandemie koronaviru typu COVID-19 drtí finanční trhy hlavně kvůli obavám z dopadu do reálné ekonomiky. V současné panice mají všechny makroekonomické predikce jen velmi přibližné a hrubé kontury. Směr dopadu je jasný, pokus o kvantifikaci naopak vůbec. Přesto se v předkládaném reportu pokoušíme současnou situaci primárně z expertního pohledu ohodnotit. Je jasné, že dopady do růstu globální i české ekonomiky budou výrazně negativní, koruna slabší, sazby nižší. Předpokladem je poměrně rychlé zotavení ekonomiky po zdolání nákazy (scénář „V“ či „U“ podle rychlosti zotavování). Rizikovým scénářem je „W“, tedy návrat koronaviru na podzim.

Pandemie COVID-19 bude mít závažné hospodářské důsledky

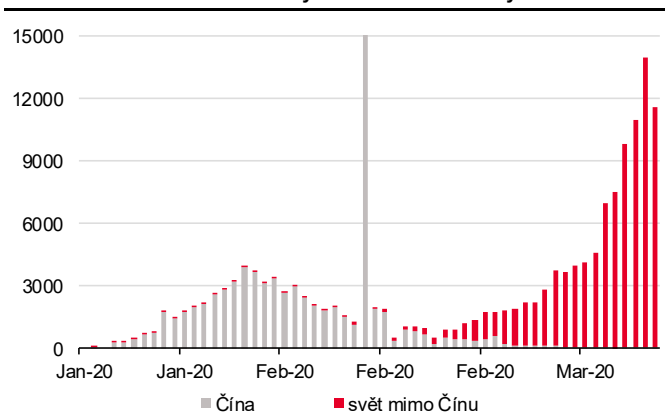
Dokud se epidemie koronaviru držela uvnitř hranic pevninské Číny, nechávalo to finanční trhy v klidu. Zlomem byl 24. únor, kdy počet nově nakažených v daný den mimo Čínu překonal počet nově nakažených uvnitř Číny. V tu dobu bylo jasné, že se bude jednat o globální problém. Situace pak vygradovala 11. března, kdy Světová zdravotnická organizace vyhlásila globální pandemii koronaviru. Obě tato data spustila výprodej na akciových a komoditních trzích a úprk k aktivům bezpečného přístavu.

Vývoj absolutního počtu nakažených koronavirem COVID-19



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Mactobond

Mezdenní změna v nakažených: Čína versus zbytek světa



Je zřejmé, že **zaváděná opatření** v podobě uzavírání hranic, zavírání regionů, měst, konkrétních sektorů i továren se **projeví ve znatelném výpadku produkce**. Růst globální ekonomiky snižujeme na 2,4 %. Hlubokou kontrakci lze za Q1 20 očekávat zejména v případě Číny a Jižní Koreje, Q2 20 bude zdrcující pro Spojené státy, Německo, Francii, Velkou Británii či Itálii. **Růstový profil by měl odpovídat „V“ či „U“, tedy očekáváme po stabilizaci situace po vypořádání se s koronavirem oživení**. Rizikovým scénářem je „W“, kdy by přišla ještě podzimní vlna epidemie. **Centrální banky konají s cílem zmírnit paniku a udržet stabilitu finančních a bankovních systémů. Cílenější a tedy účinnější podpora musí a již začíná přicházet od fiskální politiky.**

Tuzemská ekonomika na tom bude obdobně – růst bude citelně nižší, za současné situace pouze těsně nad nulou (0,4 %), měnové podmínky primárně změkčí oslabující koruna, centrální banka bude pokračovat ve snižování sazeb; na březnovém zasedání předpokládáme pokles hlavní reposazby o dalších 50 bb. Zároveň počítáme s fiskálním, stimulem ze strany vlády v rozsahu jaký nastínil premiér, tedy 100 mld. CZK přímé podpory a 900 mld. CZK ve formě garancí.

Podrobnější komentář k aktuální situaci, revizím makroekonomických vyhlídek a očekávání, pokud jde o finanční trhy globální i tuzemské, diskutujeme ve zbytku této publikace. Je ale jasné, že platnost prognóz je výrazně časově omezena a bude se odvíjet od toho, jaké nové informace budeme každý den dostávat.

Jan Vejmělek
+420 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

Vnější prostředí a předpoklady prognózy



Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz

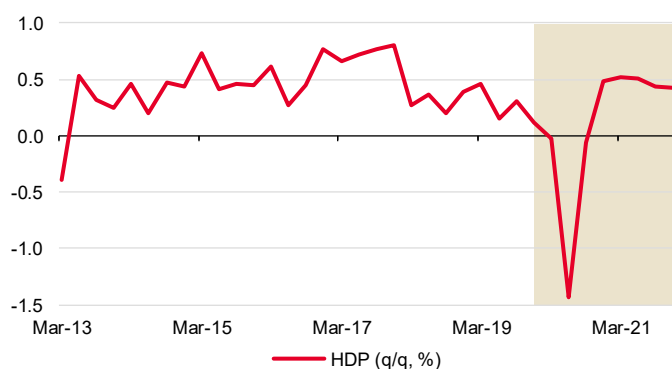
Globální ekonomiku čeká zpomalení

Světová ekonomika a finanční trhy musí v současné době čelit hned dvěma šokům na ráz. Jedním z nich je pandemie koronaviru, druhým výrazný propad cen ropy. Odhad **růstu globální ekonomiky pro letošní rok jsme proto z původních 3,0 % revidovali na 2,4 %**. To je nejnižší dynamika od roku 2009. Zároveň se výkon světové ekonomiky podle naší prognózy dostane pod úroveň 2 %, což je definice značící globální recesi. Nepříjemné je i to, že oba šoky přišly ve chvíli, kdy byl růst velkých ekonomik již tak dost křehký a centrální banky neměly k dispozici dostatečný prostor pro snižování sazeb.

Očekáváme oživení ve tvaru „V“, respektive „U“.

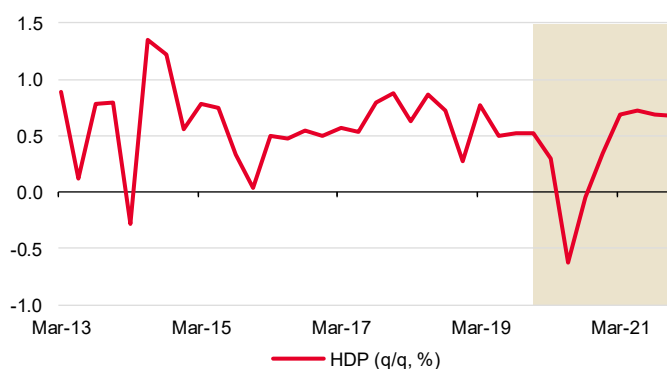
Průběh dopadu koronaviru v rámci světové ekonomiky nebude rovnoměrný. V Q1 20 očekáváme největší propad v Číně a Jižní Koreje, v Q2 20 pak v USA, Německu, Francii, Velké Británii a Itálii. Vzhledem k tomu, že vlády volí strategii razantních opatření, která by zabránila šíření viru i za cenu výrazného zpomalení ekonomik, očekáváme po razantním propadu růstu opětovné oživení ve tvaru „V“, popřípadě „U“. To znamená výrazný propad, následovaný rychlým růstem. Vyloučit nelze oživení typu dvojitě „W“, pokud by se koronavirus s příchodem zimních měsíců vrátil. Vzhledem k tomu, že virus má povahu spíše chřipkového charakteru, očekáváme, že s jarními měsíci odezní. Riziko jeho návratu však vyloučit nelze.

Eurozónu čeká největší propad v Q2 20 (HDP, q/q, %)...



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

...stejně tak Spojené státy (HDP, q/q, %)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

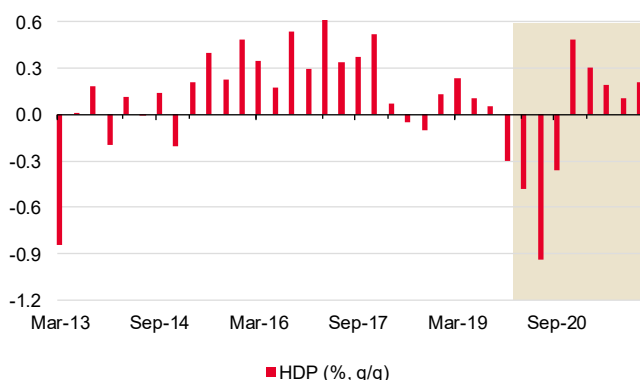
Německo a Itálie čeká propad HDP několik čtvrtletí za sebou.

Typickým příkladem oživení „V“ by měla být Čína. Tam se v Q1 výrobní činnost na dva týdny zastavila téměř úplně, následně země využívala zhruba polovinu výrobních kapacit, což se projevilo v drastickém propadu předstihových indikátorů i exportní aktivity. Odhad růstu HDP pro Q1 jsme proto postupně revidovali z 6,4 %, která jsme očekávali na začátku roku, až na současná 2 %. Výrobní aktivita v Číně se postupně stabilizuje, přičemž její úplnou normalizaci očekáváme v dubnu. Za celý letošní rok očekáváme dynamiku HDP na 4,5 %, příští rok pak už opět na úrovni 6,4 %. Z vývoje v Číně je také patrné, jaký časový průběh lze u pandemie očekávat. Je to zhruba 10-30 dní, než denní přírůstek nových případů dosáhne vrcholu, a dalších 4-6 týdnů, než se počet případů stabilizuje.

Německo a Itálii čeká několik čtvrtletí hospodářského poklesu za sebou.

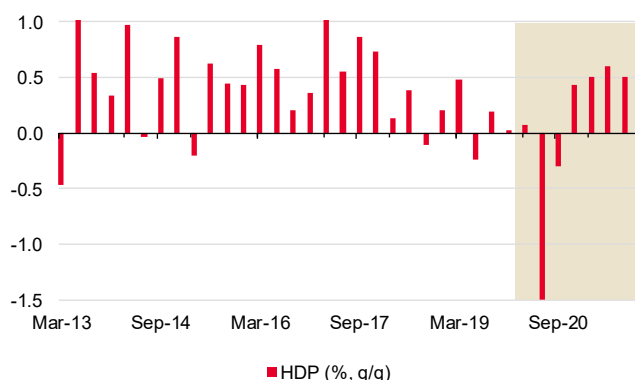
Německo a Itálii zastihl koronavirus už v tak složité ekonomické situaci. **Obě ekonomiky podle naší prognózy čeká několik čtvrtletí poklesu hospodářského růstu za sebou.** Výsledkem pak bude propad ekonomiky eurozóny v letošním roce o 0,7 % a její růst o 1,2 % v roce příštím. Největší pokles dynamiky HDP čekáme v Q2 20 (-5,7 % q/q anualizovaně). V červených číslech ale HDP zůstane i v Q3. V závěrečném čtvrtletí pak už očekáváme solidní růst. Ve Spojených státech jsme v H2 očekávali nástup recese. Náš celoroční odhad jsme tak revidovali pouze mírně (z 0,9 % na 0,7 %). Rozložení vývoje však bude jiné, než s čím počítal náš původní scénář a v zásadě se nebude lišit od průběhu v eurozóně, tj. největší propad v Q2 (-5,7 % q/q anualizovaně), mírný v Q3 a následný růst v Q4.

Itálii čeká několik čtvrtletí hospodářského poklesu za sebou (HDP, %, q/q)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Německý růst propadne do záporu v Q2 výrazně (HDP, %, q/q)

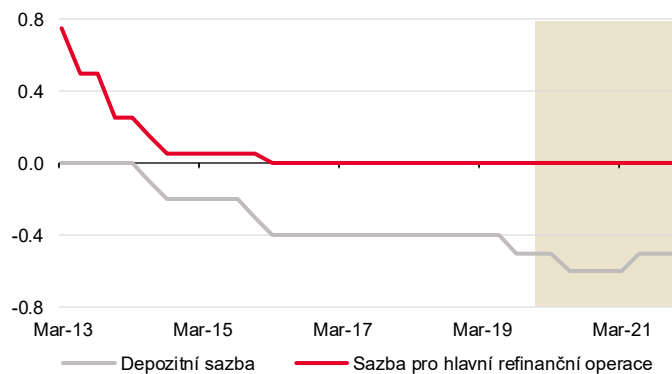


Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Centrální banky se snaží pomáhat, měnová politika však v tuto chvíli není příliš účinná.

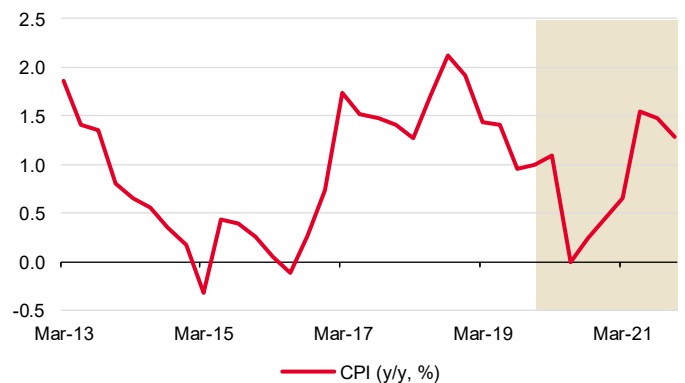
Pozornost padajících finančních trhů se upírá na centrální banky, od kterých trhy očekávají pomoc. Vzhledem k povaze současného šoku však měnová politika není nejučinnějším nástrojem, ale je správné, že na tento šok reaguje expanzivně. Americká centrální banka snížila 15. března úrokové sazby o 100 bazických bodů na 0,00 – 0,25 %. Zároveň oznámila nákup cenných papírů v objemu 700 mld. USD, snížení povinných minimálních rezerv a rozšíření úvěrů pro banky. Nabídla také dalším centrálním bankám swapové linky pro zajištění dolarové likvidity po celém světě. K takovému kroku přistoupila naposledy v roce 2008. Centrální banka tak využila prakticky celé portfolio nástrojů, které má k dispozici. Dalším opatřením by mohlo být snížení sazeb do záporného teritoria, k čemuž Fed zatím nepřistoupil nikdy v historii, nebo rozšíření nákupů cenných papírů.

ECB sníží sazby ještě jednou (%)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Inflace v eurozóně na bodu mrazu (% , y/y)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

V našem základním scénáři předpokládáme, že úrokové sazby zůstanou beze změny po zbytek letošního roku i v roce příštím. Důvodem bude kromě současného hospodářského propadu i inflace pod cílem americké centrální banky. Tam jí stlačí pokles cen způsobený výpadkem poptávky i propad cen ropy. Ceny ropy očekáváme letos v průměru na 30 USD/barel, na konci roku pak na úrovni 40 USD/barel. Dlouhodobé úrokové sazby už nemají podle našeho názoru příliš kam padat. Již nyní v sobě zahrnují extrémně pesimistický výhled pro dlouhodobý hospodářský růst. **Podpořit domácí ekonomiku se rozhodla i ECB.** Ta za velmi výhodných úrokových podmínek spustila program TLTROIII, což by mělo posílit likviditu bankovního systému.

Do konce letošního roku bude také navýšen program nákupů aktiv o 120 mld. EUR. Bankám pak uleví dočasné snížení nároků na kapitál, dokud nebude situace kolem koronaviru vyřešena. Trhům to ale nestačí a stále ve svých cenách zahrnují očekávání dalšího snížení úrokových sazeb. To by podle naší prognózy mělo přijít v červnu. V tu dobu se inflace v eurozóně bude pohybovat kolem nuly.

Odhad růstu HDP v jednotlivých zemích (%)

	SG				Consensus		IMF		SG Potential Growth per annum
	2020	P*	2021	P*	2020	2021	2020	2021	
World (Mkt FX weights)	1.8	2.3	2.9	2.8	--	--	--	--	
World (PPP weights)	2.4	3.0	3.5	3.4	--	--	3.3	3.4	
US	0.7	0.9	1.8	1.9	1.6	2.0	2.0	1.7	1.7
Euro area	-0.7	0.8	1.2	0.6	0.6	1.3	1.3	1.4	1.3
Germany (nsa)	-0.7	0.7	1.1	0.4	0.5	1.2	1.1	1.4	1.2
France	-0.8	1.0	1.4	0.7	0.8	1.3	1.3	1.3	1.2
Italy	-1.4	0.2	0.5	0.3	-0.8	0.8	0.5	0.7	0.7
Spain	-0.4	1.3	0.8	1.1	1.5	1.6	1.6	1.6	0.9
UK	0.3	0.9	1.1	0.8	0.8	1.3	1.4	1.5	1.5
Switzerland	-0.3	0.7	1.0	0.7	1.0	1.4	1.3	1.6	1.9
China	4.5	5.5	6.4	6.0	5.2	6.1	6.0	5.8	5.5
Japan	0.2	0.7	1.6	1.4	-0.7	1.1	0.7	0.5	1.0
Australia	1.5	2.2	2.8	2.5	1.5	2.6	2.3	2.6	2.8
South Korea	0.5	2.2	3.0	2.4	1.7	2.5	2.2	2.7	2.3
Taiwan	1.5	2.1	3.1	2.7	2.1	2.6	1.9	2.1	2.5
India*	4.7	5.3	6.3	5.8	5.0	5.7	5.8	6.5	5.5
Indonesia	4.4	5.1	5.1	5.3	4.8	5.3	5.1	5.2	5.4
Russia	1.3	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.8	1.6	1.5
Czech Republic	0.4	2.0	2.4	1.9	2.1	2.4	3.5	2.6	2.5

Source: SG Cross Asset Research/Economics, Consensus = February 2020, IMF = January 2020, P* = Previous GEO (February 2020)*. There are some countries used in the construction of the global aggregate that we do not forecast. For those we use IMF forecasts.

Colours: Dark red -0.4 bp away from mean Consensus, light red between -0.4 and -0.2 away from mean Consensus; light grey between 0.2 and 0.4 away from mean Consensus, dark grey; +0.4 away from mean Consensus. * In India, the numbers are averaged over the fiscal year ending in March. Germany NSA.

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vlády postiženým ekonomikám pomohou.

Pomoc postiženým ekonomikám by měla přijít především od místních vlád a fiskální politiky. Evropská komise navrhuje, aby se na všechny výdaje spojené s koronavirem nevztahovala fiskální pravidla. Itálie již oznámila, že na pomoc postiženým firmám a občanům uvolní 25 mld. EUR, z čehož 20 mld. EUR, čili 1,1 % HDP, bude financováno z deficitu státního rozpočtu. Francie přijala podobná opatření v rozsahu „několika“ miliard EUR, Španělsko se chystá ke stejným krokům v závěru tohoto týdne. Německá vláda je připravena prostřednictvím státem vlastněné banky KfW napumpovat do ekonomiky 550 mld. EUR. Prostředky by měly směřovat na výplaty mezd zaměstnancům, kteří by jinak museli být propuštěni, měl by být zřízen fond na podporu investic, plánovány jsou daňové úlevy, některé firmy by do své správy mohl převzít stát. Finanční trhy potěšil i Donald Trump, jehož balíček na pomoc ekonomice by mohl mít hodnotu až 1 trilionu dolarů.

Makroekonomická prognóza ČR



Michal Brožka
(420) 222 008 569
michal_brozka@kb.cz

Hlavní změny

HDP:

Odhad růstu ekonomiky jsme pro letošek snížili z 2,0 % na 0,4 %. Oživení by mělo být patrné ve třetím čtvrtletí.

Inflace:

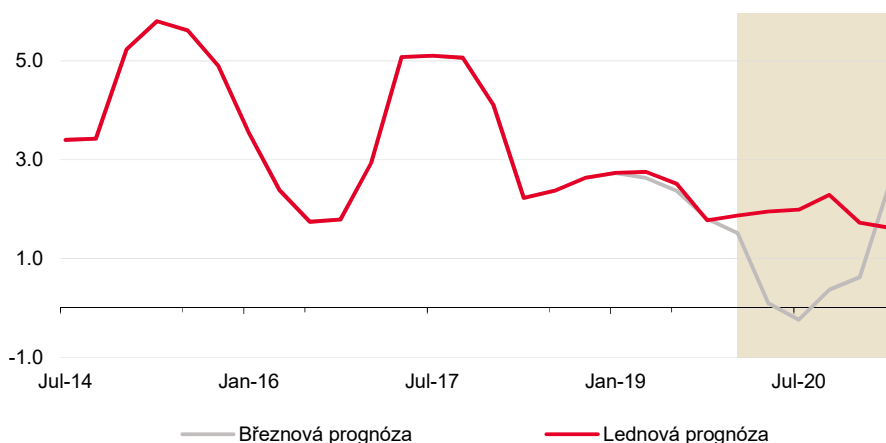
Inflace v prvních měsících roku roste rychleji, ale v průběhu druhého čtvrtletí bude rychle zpomalovat.

Výroba se nadechla k růstu a letošní růst ekonomiky byl ještě začátkem března odhadován okolo 2 %.

Koronavirus podlomil ekonomice kolena

Česká ekonomika se v březnu vlivem opatření proti rychlému šíření viru SARS-CoV-2, následného poklesu vnější poptávky a propadu důvěry otočila z růstu do poklesu. Předpokládáme, že propad bude pokračovat do druhého čtvrtletí, a poté přijde stabilizace a oživení. Ekonomika nyní pravděpodobně prochází recesí. Doba trvání epidemie a opatření na zpomalení jejich šíření je klíčovou neznámou.

Předpokládáme hlavní šok do ekonomiky ve druhém čtvrtletí (% , y/y)

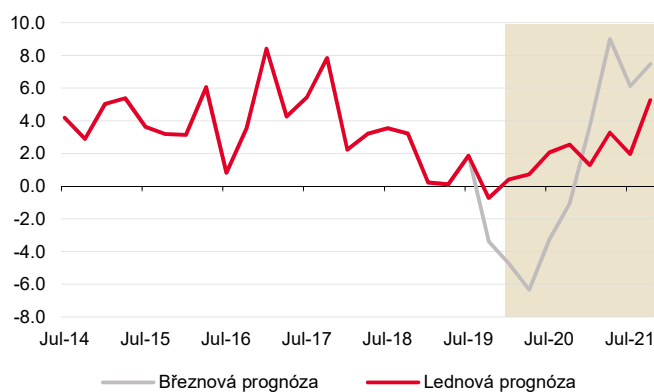


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Po nádechu průmyslu na začátku roku přichází propad

První dva měsíce nového roku ukázaly šanci na blízké zlepšení situace výrobního sektoru. Průmyslová výroba vzrostla a zlepšily se předstihové indikátory. Pokrčoval i solidní růst maloobchodních tržeb. Pro letošek jsme v předchozí prognóze počítali s pomalejším růstem spotřeby domácností. Nicméně situace domácností měla zůstat stále velmi příznivá

Oživení průmyslu se odkládá (y/y, %)



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

s ohledem na očekávané tempo růstu mezd mezi 5-6 %. Slabým místem výhledu na letošní vývoj ekonomiky byla slabší zahraniční poptávka a potažmo vývozy. V souhrnu jsme počítali pro letošek s růstem domácí ekonomiky o 2 %.

Koronavirus a související vládní opatření zasadily ekonomice velký a komplexní šok.

V průběhu března bylo zřejmé, že ekonomika prožívá výrazný šok, který zároveň zhorší její výhled na nejbližší období. Tento šok vyvolaný epidemií koronaviru pocítí ekonomika několika kanály. **V první fázi ekonomika pocítí nabídkový šok v podobě narušení obchodně dodavatelských vztahů. Pozitivním nabídkovým šokem je pak pokles cen komodit zejména ropy, ačkoliv jeho efekt může být výrazně omezen nárůstem cen meziproductů.**

Následně přichází šok v podobě poklesu zahraniční poptávky. Pro letošek očekávaná slabost zahraniční poptávky se tak ještě více prohloubí. **Dalším klíčovým šokem je reakce domácí politiky, která ve snaze zpomalit šíření koronaviru vyhlásila nouzový stav a výrazným způsobem omezila veřejné shromažďování a pohyb obyvatelstva.** Řada firem omezí svou činnost z vlastního rozhodnutí. K takovým podnikům patří i automobilky, tedy páteř české ekonomiky. Epidemie COVID-19, zprávy o potenciálních dopadech a reakce politik navíc vedou k **propadům očekávání ohledně budoucího vývoje ekonomiky.** Investiční aktivita krátkodobě propadne. V případě nezbytných statků bude docházet ke snižování stavu zásob, naopak u zbytných statků zřejmě dojde k nahromadění zásob. V případě hlavního vývozního artiklu ČR tedy automobilů lze očekávat krátkodobý propad exportu.

Předpokládáme, že vládní omezení budou končit během druhého čtvrtletí.

V novém scénáři počítáme s tím, že ekonomika eurozóny a potažmo ČR pocítí většinu negativního šoku v průběhu března a dubna. Ke konci prvního čtvrtletí ekonomika začala klesat a v poklesu zůstane celé druhé čtvrtletí. Předpokládáme, že přijatá vládní opatření omezující sdružování a pohyb obyvatel budou v průběhu druhého čtvrtletí postupně ukončována. Nejvíce zasažen bude sektor služeb, jehož provoz je v některých případech zakázán či výrazným způsobem omezen. Jedná se zejména o kulturu a vzdělávání, stravování a ubytování, doprava a cestovní ruch. Výrobní sektor pocítí pokles poptávky a současně snížení počtu pracovníků vlivem karantény. V době tvorby prognózy byly oznamovány plány na výrazná omezení provozů českých automobilek, tedy klíčového segmentu českého průmyslu s podílem poblíž 9 % na HDP.

V našem hlavním scénáři v tuto chvíli pracujeme s mezikvartálním poklesem ekonomiky o cca 1 % ve druhém čtvrtletí, následovaným stabilizací ve čtvrtletí třetím. V tom případě by ekonomika v letošním roce rostla tempem 0,4 %. Nejvíce zasaženy by byly výše uvedené oblasti služeb.

Pokud by opatření omezující šíření nezačala ustupovat již během druhého čtvrtletí, pak ekonomika za celý letošek klesne.

Předpoklad délky trvání preventivních omezení je zásadní. Pokud by opatření omezující výrazně ekonomiku trvala déle než čtyři měsíce, celoroční tempo HDP by velmi pravděpodobně bylo v záporu. **Ovšem klíčový je i předpoklad o rozsahu omezení pro jednotlivé sektory. Delší omezení výroby v automobilkách po dobu dvou a více měsíců s logickým dopadem na všechny dodavatele by pravděpodobně stáhlo rovněž celoroční výkon ekonomiky do záporných čísel.** Zastavení výroby v auto-průmyslu na dva měsíce by stáhlo celoroční výkon ekonomiky o více než dva procentní body dolů.

Nižší růst ekonomiky znamená vyšší nezaměstnanost

Nezaměstnanost se bude pomalu navyšovat a růst mezd zpomalí.

Pro letošek jsme s ohledem na ekonomické zpomalení už v naší lednové prognóze počítali se zvýšením míry nezaměstnanosti. **Nižší růst ekonomiky implikuje vyšší nezaměstnanost,** jejíž odhad jsme pro letošek zvýšili o 0,4 pb na 3,4 %. Z hlediska trhu práce jsou nejvíce ohroženi živnostníci a agenturní pracovníci. V případě zaměstnanců by období karantén nemělo vést k výraznějšímu propouštění, k čemuž by měly napomoci i chystaná vládní opatření. V řadě oborů například v IT či dopravě mohou firmy pocítovat ještě větší nedostatek zaměstnanců než před epidemií, ale v řadě případů půjde proti tomuto nedostatku klesající poptávka.

Pomalejší výkon ekonomiky povede postupně i k pomalejšímu růstu mezd, ale promítné se zpožděním. Platy ve veřejné sféře porostou podle plánu. V soukromé sféře a zejména ve službách postižených epidemií bude znát tlak proti růstu mezd, který bude zaměstnanci v této extrémní situaci lépe akceptován. V průměru pro letošní rok čekáme tempo růstu průměrné mezd lehce pod 6 %, ale v příštím roce pouze 3,3 %.

Inflace bude po nárůstu brzdit

Čtyřprocentní inflaci nakonec neuvidíme, ...

Inflace na začátku roku akcelerovala a zdálo se, že v průběhu nejbližších měsíců pravděpodobně dosáhne 4 %. Následný prudký pokles cen ropy tuto pravděpodobnost výrazně snížil. Cenový vývoj budou letos ovlivňovat protichůdné vlivy. Naši prognózu průměrné míry inflace jsme pro letošek jen nepatrně snížili na 2,9 %. Inflaci v první polovině roku budou navyšovat vyšší spotřební daně a regulované ceny. Ve směru vyšší inflace bude působit slabší koruna. Naopak směrem dolů bude inflaci stahovat pokles cen komodit v čele s ropou.

... pokud koruna výrazně neustřelí.

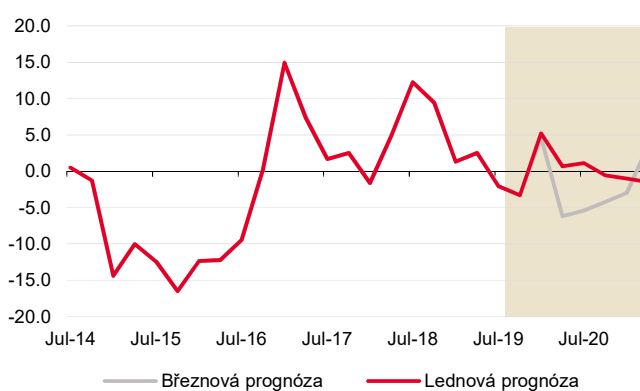
V nové prognóze ovšem počítáme s korunou poblíž 26,0 CZK/EUR ve druhém a třetím čtvrtletí letošního roku. **Pokud by koruna měla setrvat na úrovních nad 27,0 CZK/EUR, kam se dostala v průběhu března, či oslabovat dále, inflace může atakovat 5 %. Nicméně vývoj kurzu koruny je v tuto chvíli velmi nejistý. Zřejmé také není, jakým způsobem se slabá koruna v takto turbulentní době bude přenášet do spotřebitelských cen.** V některých položkách spotřebitelského koše jako jsou potraviny, drogerie, léky atp. nyní dochází ke krátkodobému nárůstu poptávky. V případě zbytnějšího zboží jako je oděv a obuv, nábytek a zařízení pro domácnost či rekreaci či sport poptávka naopak poklesne. V případě elektroniky lze najít důvody pro růst i pokles poptávky. Segment dopravy a zejména prodej aut pravděpodobně klesne dramaticky. Celkově lze v průměru očekávat pokles domácí poptávky, který by měl působit ve směru cenového poklesu. **Pokud se nastalá situace bude blížit našemu základnímu scénáři, pak by inflace měla nyní zrychlit směrem k 4 % a v horizontu jednoho roku směřovat pod 2 %. Ve směru nižší inflace bude opět silně působit deflační vnější prostředí a nižší domácí ekonomický růst.**

Inflace po dalším nárůstu zamíří v H2 dolů (podmíněno CZK)...



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

...za pomoci nižších cen komodit (Brent USD/barel, y/y v %)



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

Otřesy finančních trhů nabádají k opatrným závěrům.

Toto není konec světa

Světová ekonomika prožívá šok, který je v řadě ohledů jistě unikátní. Nicméně nezdá se, že by z pohledu zdravotnického šlo o nevladatelný šok. Pesimistické odhady vývoje ekonomiky nyní sklouzávají hluboko do záporu, ale je třeba důrazně připomenout, že jde často o velmi hrubě odhadnutá čísla stojící na silných předpokladech. **Česká ekonomika pocítila šok epidemie v relativně velmi komfortní situaci**, kdy sice její růst zpomaloval, ale stále byl pravděpodobně lehce nad svým potenciálem. Nezaměstnanost je extrémně nízká. Měnová politika má prostor pro reakci standartními nástroji, přičemž oslabení koruny přináší výrazné měnověpolitické uvolnění. Velký objem devizových rezerv mimo jiné dává prostor pro stabilizaci kurzu v případě, že by docházelo k většímu odlivu kapitálu ze země. Fiskální politika by měla reagovat expanzivně, nicméně z dosavadní reakce vlády není zřejmé do jaké míry tak jednat bude. Prostor pro fiskální expanzi je ovšem, jak uvádíme v další kapitole, značný. **Pravděpodobnost, že česká ekonomika nyní vstoupila do recese, je velmi vysoká. Ale pokud opatření proti**

epidemii ve druhém čtvrtletí ustoupí, oživení může být relativně výrazné. Klíčové je, zda tento šok nevyvolá ve světové ekonomice sekundární dopady související například s nadměrným zadlužením v době velkého poklesu cen aktiv. Prozatím, zdá se, k takové situaci nedochází. Nicméně turbulentní vývoj cen na světových trzích je důvodem k opatrným závěrům.

Stále je zde šance na oživení tvaru „V“ HDP (q/q, %)



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

Růst spotřeby domácností zpomalí (%)



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

Očekáváme prohloubení deficitu státního rozpočtu na 150 mld. CZK zejména kvůli strmému propadu daňových příjmů. Celé veřejné finance by se měly dostat k deficitu 2 % HDP.

Fiskální politika: strmý propad daňových příjmů

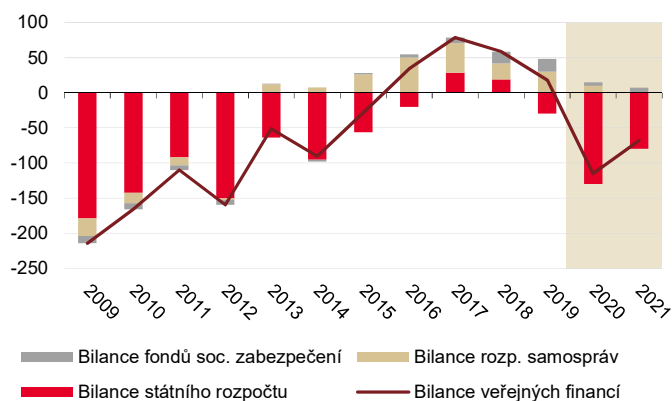
Státní rozpočet skončil za první dva měsíce v nejhorším deficitu v moderní historii země zejména kvůli slabšímu výběru daní. Již před vypuknutím krize spojené s koronavirem jsme očekávali propad státního rozpočtu na 60 mld. CZK. Aktuální námi prognózované zpomalení ekonomiky však podle našeho názoru ještě výrazně prohloubí výsledný deficit veřejných financí.

Ministerstvo financí již představilo program bezúročných úvěrů pro malé a střední podniky a navrhlo některé další daňové opatření a úlevy. Nově také bylo oznámeno 100 mld. CZK na přímou podporu ekonomiky a 900 mld. CZK na nepřímou podporu skrze garance státu. Prozatím však postrádáme konkrétní místa, kam by měly prostředky jít. Nicméně **hlavní fiskální balíček má být představen až koncem dubna** s novou makroekonomickou prognózou Ministerstva financí. Ten podle nás bude směřovat hlavně na investiční stranu rozpočtu. Zároveň byl oznámen **odklad většiny armádních zakázek, které měly být letos realizovány**, a prostředky vyhrazené pro tyto účely budou přesunuty na podporu ekonomiky. Na druhou stranu realizace investic zůstává v ekonomice s vyčerpanými kapacitami problematická i přes dopad koronaviru. Jejich účinek tak bude pravděpodobně omezený.

Na základě našeho odhadu citlivosti daňových příjmů na růstu HDP a námi prognózovaném zpomalení ekonomiky tak **očekáváme prohloubení deficitu státního rozpočtu na 150 mld. CZK** (oproti původnímu plánu ministerstva 40 mld. CZK) zejména kvůli nižším daňovým příjmům než vyšším výdajům. V menší míře očekáváme i výpadek daňových příjmů municipalit a horší hospodaření zdravotních pojišťoven skrze nižší výběr pojistného. Rizika naší prognózy vidíme směrem k horšímu výsledku hospodaření. Velkou otázkou zůstává velikost diskrečních opatření vlády na výdajové straně státního rozpočtu, která mohou dále prohloubit námi odhadovaný deficit.

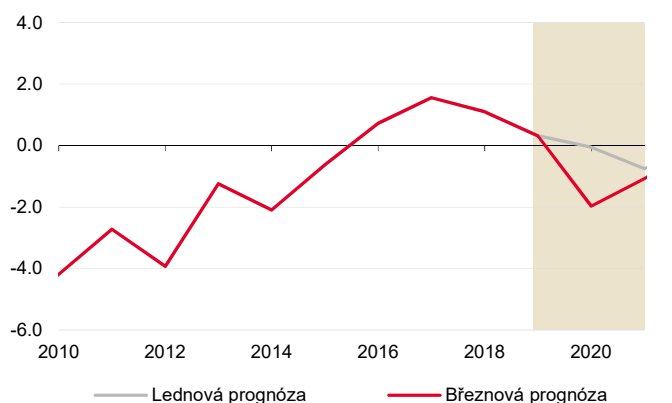
Celkově tak očekáváme pro tento rok prohloubení deficitu veřejných financí podle metodiky ESA2010 na 2 % HDP, což je téměř o dva procentní body více, než jsme předpokládali v naší lednové prognóze před vypuknutím současné krize.

Saldo hospodaření veřejného sektoru (ESA 2010, mld. CZK)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Revize bilance veřejných financí (% HDP)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

František Tábořský
 +420 222 008 598
 frantisek_taborsky@kb.cz

Rizika: Epidemie převálcovala brexit a obchodní války

Hlavní rizika prognózy souvisejí s pandemií SARS-CoV2:

- **Trvání epidemie bude delší a opatření potrvají déle než do Q2.** V takovém případě by ekonomika mohla projít hlubší recesí než v roce 2009.
- **Zotavení po epidemii bude pomalé.** Je možné, že šok z epidemie povede k velmi pomalému oživení vnější a potažmo domácí ekonomiky. Poptávka po některých statcích, jako jsou například automobily, může být dále odkládána z důvodu nejistoty.
- **Koruna zůstane slabší.** Pokud koruna nebude posilovat tak jak očekáváme, inflace by pravděpodobně snižovala výrazně pomaleji, než očekává naše prognóza.

Klíčové makroekonomické ukazatele

	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	2018	2019	2020	2021	2022	2023
HDP a jeho struktura														
HDP (reálně, y/y, %)	2,4	1,8	1,5	0,1	-0,2	0,4	0,6	2,6	2,8	2,4	0,4	2,4	2,9	2,7
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	2,7	3,2	2,1	1,5	1,7	0,9	0,8	2,1	3,2	3,0	1,5	1,7	2,1	2,8
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	3,8	2,2	3,2	2,9	2,4	5,6	5,1	4,4	3,4	2,9	3,5	3,3	1,0	0,9
Fixní investice (reálně, y/y, %)	0,6	3,6	2,7	0,5	-0,9	-4,3	-2,8	0,1	7,5	2,3	-0,5	0,5	3,4	1,5
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	0,7	-2,4	-2,6	-4,3	-2,6	-0,5	0,1	-0,3	-0,8	-0,3	-2,5	-0,7	-0,5	0,5
Zásoby (příspěvek do y/y)	-0,5	1,2	-0,7	0,3	-0,8	-1,9	-0,8	0,0	-0,5	0,1	-0,8	0,1	0,2	-0,1
Měsíční data z reálné ekonomiky														
Zahraniční obchod (mld, CZK) (*) (***)	141	120	123	137	146	142	138	136	381	501	548	538	503	517
Vývozy (nominálně, y/y, %) (*)	7,4	-2,4	-4,9	-6,6	-4,9	-1,3	3,8	10,2	3,8	3,8	-4,4	7,8	8,5	7,3
Dovozy (nominálně, y/y, %) (*)	1,3	-3,4	-6,5	-8,6	-6,2	-3,6	2,8	11,8	5,8	1,1	-6,2	9,1	10,4	7,8
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	1,9	-3,4	-4,7	-6,3	-3,3	-1,1	3,7	9,0	3,1	-0,3	-3,9	6,6	5,8	6,1
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	1,3	2,7	-0,7	-3,5	-0,3	-0,1	-0,3	-2,2	9,8	2,5	-1,2	-2,2	5,8	5,7
Maloochod (reálně, y/y, %)	5,7	3,7	4,0	3,0	2,0	0,4	0,4	1,6	5,0	4,8	2,4	1,6	2,0	3,6
Trh práce														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	7,0	6,7	7,7	6,4	5,4	3,8	3,6	3,4	7,6	7,1	5,8	3,3	3,4	4,6
Mzdy (reálně, y/y, %)	4,0	1,0	3,7	3,0	2,4	2,2	2,1	1,6	5,3	3,5	2,8	1,7	1,6	2,9
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	2,7	2,9	3,1	3,1	3,6	4,0	4,1	3,8	3,1	2,8	3,4	3,9	3,7	3,4
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,1	2,0	2,3	2,6	3,0	3,2	3,4	3,3	2,2	2,0	2,8	3,3	3,0	2,6
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	0,1	-0,4	-0,4	-0,5	-1,0	-1,1	-1,3	-0,9	1,4	0,2	-0,8	-0,6	0,3	0,4
Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu														
Inflace (y/y, %)	2,8	3,0	3,9	3,4	2,9	1,6	1,5	1,8	2,1	2,8	2,9	1,6	1,8	1,6
Daně (příspěvek do y/y CPI)	-0,1	-0,1	0,7	0,6	0,6	0,6	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,6	0,4	0,0	0,0
Jádrová inflace (y/y, %) (**)	2,6	2,5	2,7	3,0	2,8	1,1	1,4	1,5	2,2	2,6	2,4	1,7	2,4	1,5
Ceny potravin (y/y, %) (**)	3,5	4,3	4,7	4,2	2,5	1,5	2,2	1,7	1,3	2,8	3,2	2,3	2,6	2,2
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (**)	-2,0	-3,3	4,6	-6,2	-5,4	-4,2	-3,0	3,5	6,2	-0,4	-2,8	0,9	-0,4	1,6
Regulované ceny (y/y, %) (**)	4,3	5,3	2,9	1,7	1,4	0,9	2,1	2,5	1,7	4,5	1,7	0,8	-1,4	1,4
Ceny v průmyslu (y/y, %)	2,0	1,3	0,4	-2,5	-2,4	-0,7	1,4	3,6	2,1	2,6	-1,3	3,2	4,4	5,2
Finanční proměnné														
2W Repo (%, průměr)	2,00	2,00	1,75	1,25	1,25	1,25	1,16	1,49	1,06	1,92	1,38	1,54	1,5	2,3
3M PRIBOR (%, průměr)	2,15	2,18	1,95	1,45	1,45	1,45	1,49	1,68	1,27	2,12	1,58	1,79	1,7	2,5
CZK/EUR (průměr)	25,7	25,6	25,8	26,5	26,0	26,0	25,7	25,4	25,7	25,7	26,1	25,4	25,2	24,3
CZK/USD (průměr)	23,2	23,1	23,7	23,7	22,8	22,4	21,8	21,2	21,7	22,9	23,1	21,0	19,8	18,5
Vnější prostředí														
HDP v EMU (reálně, y/y, %)	1,3	1,0	0,6	-1,0	-1,4	-1,0	-0,5	1,4	1,9	1,2	-0,7	1,2	1,7	1,8
HDP v Německu (reálně, y/y, %)	0,6	0,5	0,1	-1,2	-1,7	-1,3	-0,9	1,2	1,6	0,6	-1,0	1,1	1,8	1,6
CPI v EMU (y/y, %)	1,0	1,0	1,1	0,0	0,3	0,4	0,6	1,5	1,8	1,2	0,5	1,2	1,3	1,4
Ropa Brent (USD/bbl, průměr)	64,0	62,9	50,0	30,0	35,0	40,0	45,0	45,0	71,5	64,9	38,8	45,0	50,0	58,7
Euribor 1Y (%, průměr)	-0,33	-0,28	-0,33	-0,35	-0,35	-0,30	-0,26	-0,19	-0,17	-0,22	-0,33	-0,12	0,20	0,70
USD/EUR (průměr)	1,11	1,11	1,09	1,12	1,14	1,16	1,18	1,20	1,18	1,12	1,13	1,21	1,30	1,30

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

Poznámka: (*) zahraniční obchod dle přeshraniční statistiky;

(**) složky inflace jsou očištěny o primární dopad daňových změn;

(***) čtvrtletní data jsou sezónně očištěna.

ČNB Focus



Martin Görtler
(420) 222 008 509
martin.gortler@kb.cz

Centrální banka v boji proti koronaviru přistoupí k dalšímu snížení úrokových sazeb

Česká národní banka dále podpoří českou ekonomiku stále více zkoušenou virem Covid-19 a na svém měnově politickém zasedání v příštím týdnu opětovně sníží základní úrokovou sazbu o 50 bb. Po únorovém zvýšení úrokové sazby o 25 bb, ČNB v březnu razantně otočila kormidlem měnové politiky a sazbu snížila o 50 bb. Připomeňme, že k nárůstu úrokové sazby na počátku letošního roku došlo především z důvodu přetrvávajících domácích poptávkových tlaků pramenících z nadále svižného růstu mezd. Ten je prozatím poměrně plošný a zahrnuje jak soukromý, tak i veřejný sektor. Výsledkem je míra inflace nacházející se výrazně nad 2% cílem a opakovaně také nad prognózou ČNB. O tom, že nejde jen o rychlý růst jindy volatilních cen potravin, či cen energií, svědčí i poslední údaj jádrové inflace za únor přesahující hodnotu 3 %.

ČNB razantně uvolnila měnovou politiku. Stejně jako další centrální banky po světě.

Poslední dostupná data volající spíše po zpřísnění měnové politiky však ještě nezohledňují negativní dopady aktuálně zaváděných preventivních opatření proti šíření koronavirové infekce. Omezený pohyb a shromažďování osob bránící dalšímu šíření viru jako první zasáhl sektor služeb, který je v současnosti nejvýznamnějším zdrojem růstu české ekonomiky. S cílem působit preventivně a předejít výraznějším hospodářským potížím, Česká národní banka v tomto týdnu na mimořádném zasedání jednomyslně přistoupila k výraznému snížení základní úrokové sazby o 50 bb. Svou ráznou reakcí tak následovala ostatní centrální banky, jmenovitě Fed, BoE a ECB, které rovněž uvolnily měnové podmínky. Guvernér J. Rusnok zmínil, že centrální banka za současné situace upřednostňuje podporu ekonomického růstu, a to i za předpokladu dočasně vyšší inflace. Podle jeho vyjádření inflace postupně zvolní vlivem zpomalení reálné ekonomiky a s aktuální inflací toho již měnová politika v důsledku opožděného působení moc nezmůže.

Další snížení sazeb přijde ještě před koncem března.

Preventivní opatření proti šíření koronaviru se budou týkat stále větší části české ekonomiky a ČNB tak na svém řádném zasedání příští čtvrtek bude pokračovat v dalším snižování úrokových sazeb. Přerušování výroby ohlásily z počátku tohoto týdne významní producenti automobilového průmyslu. To zahrnuje výrobce nejen z ČR (včetně Škody Auto), ale i ze zahraničí. Ve výsledku tak toto opatření zprostředkovaně dopadne i na české výrobce dílů. Důsledky koronaviru se tak pravděpodobně projeví ve velké části zpracovatelského průmyslu, jenž je v ČR významným zdrojem přidané hodnoty a zaměstnanosti. Domníváme se tak, že ČNB na tento vývoj zareaguje dalším snížením úrokové sazby o 50bb. V případě, že centrální banka vyhodnotí dopady šíření koronaviru jako závažnější, je možné očekávat i snížení o více než 50bb.

Šíření koronavirové infekce může na českou ekonomiku dopadnout dvěma kanály, každý z nich však vyžaduje odlišnou reakci měnové politiky. Za prvé, produkčních omezení ve světové ekonomice daná preventivními opatřeními proti šíření viru Covid-19 mohou vést k ještě vyšší dynamice cen v domácí ekonomice. V tomto proinflačním směru bude působit především paralýza čínského hospodářství, které je celosvětově významným dodavatelem dílů pro zpracovatelský průmysl. Omezená nabídka tak povede nejen k nárůstu cen těchto dílů, ale ve výsledku také k tlaku na růst cen finálních výrobků z nich zhotovených. Druhým možným důsledkem preventivních opatření je pak celkový pokles poptávky, který bude pravděpodobně umocněn zvýšenou mírou nejistoty. Podle posledních vyjádření dává ČNB přednost druhému zmíněnému, a tedy protiinflačnímu scénáři, na který reaguje uvolněním měnové politiky.

Významnou roli v dalším rozhodování o nastavení měnové politiky bude hrát také slabší kurz české koruny, který dále uvolní měnové podmínky a úrokové sazby tak ve zbytku letošního roku již zůstanou beze změny. Kurz CZK/EUR v tomto týdnu výrazně oslabil a vyhoupl se výrazně nad hladinu 27, kde zatím setrvává. Největší pohyb byl přitom zaznamenán toto pondělí, tedy v den rozhodnutí centrální banky o snížení úrokové sazby, když oslabování kurzu započalo již ten den ráno a po tiskové konferenci ČNB dále pokračovalo. Domníváme se, že část tlaku na oslabení české koruny je dána postupným opouštěním dlouhých pozic, které vznikly v průběhu kurzového závazku ČNB. Další snížení úrokové sazby pak pravděpodobně tento efekt dále posílí. V důsledku slabšího kurzu lze však v nejbližším období očekávat další tlak na růst domácích cen. Zatímco efekt nižších úrokových sazeb ovlivní ekonomický vývoj se zpožděním 1 až 1,5 roku, slabší kurz se projeví téměř okamžitě. Centrální banka si je této skutečnosti vědoma a již deklarovala odhodlanost proti silně oslabující koruně zakročit pomocí intervencí na devizovém trhu. Munice ve formě devizových rezerv má z dob kurzového závazku nadbytek. Konkrétní výši kurzu, při které by již vstoupila na devizový trh, ČNB neuvédla, podle nás by spouštěčem mohla být hladina 28 CZK/EUR. Výprodeje nahromaděných kurzových pozic však mohou paradoxně dopomoci silnější kurzové apreciaci v budoucnu. Plynulé obnovení hospodářského růstu v domácí i světové ekonomice by pak mělo k normálu nasměrovat také úrokové sazby, které se podle našeho názoru budou v příštím roce navracet zpět k rovnovážným hodnotám.

Kurz koruny a vývoj úrokových sazeb



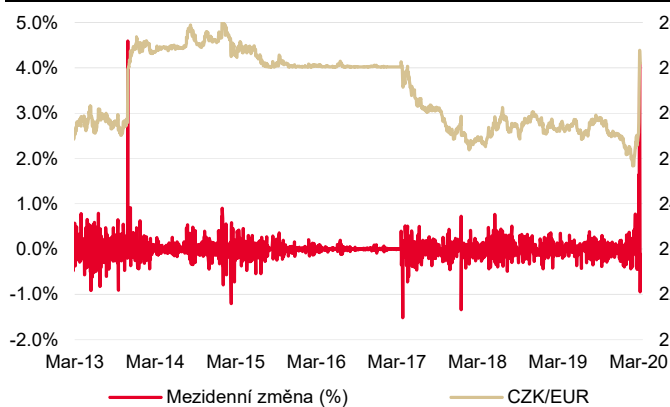
František Táborský
(420) 222 008 598
frantisek_taborsky@kb.cz

Koruna zažívá největší oslabení od začátku kurzového závazku ČNB. Její volatilitu ještě umocňují vysoké objemy pozic zahraničních investorů.

Koruna doplácí na svou předchozí atraktivitu

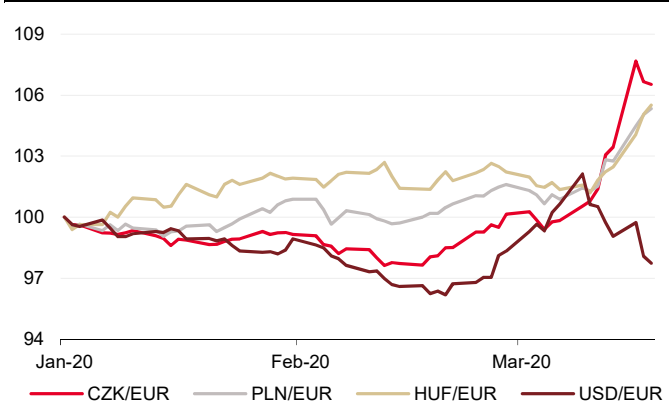
Riziková averze finančních trhů vůči měnám rozvíjejících se ekonomik, kam se koruna stále řadí, v březnu skokově vzrostla. To odstartovalo vlnu oslabení napříč celým trhem. **V rámci našeho regionu koruna s výrazným nárůstem vede žebříček ztrát.** Velký zájem zahraničních investorů a aktivní centrální banka, kteří koruně ještě nedávno pomáhaly k rekordním ziskům, se v posledních týdnech otočily proti ní. Finanční trhy začaly očekávat výrazné snižování úrokových sazeb ČNB, což mělo za následek kolaps úrokového diferenciálu vůči euru. Tento efekt ještě umocnila velká přítomnost zahraničních investorů, kteří se zbavují svých korunových pozic a stěhují se do bezpečných přístavů. Při skokovém oslabení se tak ozval duch minulosti, tedy konec devizových intervencí z roku 2017, kdy se zněkolikanásobily pozice zahraničních investorů na domácím trhu, které teď zvyšují volatilitu a citlivost koruny na globální vývoj. Celkový obrázek aktuální situace na devizovém trhu tak jen dokresluje velké množství stop-lossů (tj. automatické prodeje v případě oslabení koruny) nad úrovní 26 korun za euro, chybějící protistrany a s tím spojená velmi nízká likvidita korunového trhu v době nejistoty. **Výsledkem těchto faktorů je největší mezidenní oslabení koruny od začátku kurzového závazku ČNB v listopadu 2013 a její návrat na intervenční úroveň poprvé od roku 2017.**

Koruna má za sebou největší mezidenní oslabení od začátku kurzového závazku ČNB v listopadu 2013



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Relativní vývoj středoevropských měn a eura vůči dolaru (1.1.2020 = 100, vyšší hodnota značí oslabení měny)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Další vývoj koruny je plně v rukou zahraničního vývoje. Nedostatek likvidity na domácím trhu umocňuje šoky z vnějšího prostředí.

Další pohyb koruny je v rukou zahraničního vývoje, pokud se do situace nevloží Česká národní banka. To však v tuto chvíli není náš základní scénář, ale i samotné deklarování připravenosti centrální banky bude držet korunu od slabších úrovní. Ačkoli optimisticky předpokládáme, že by se situace v řádu několika málo měsíců měla vrátit do normálu, do té doby budou platit aktuální pravidla hry na devizovém trhu:

1. Koruna kopíruje pohyby v zahraničí, které jsou multiplikovány velkou přítomností zahraničních investorů a jejich pozicemi z dob kurzového závazku ČNB (viz graf vývoje měn v regionu či celého segmentu rozvíjejících se ekonomik).
2. Prozatím nic nenasvědčuje tomu, že by se pozice zahraničních investorů vyprázdnily. V následujících dnech tak může prudké oslabení koruny pokračovat, s tím jak bude pokračovat únik investorů do bezpečných přístavů a na trhu nebude protistrana pro tyto operace.
3. Korunový trh trpí nedostatkem likvidity, resp. chybějící protistranou na trhu. To opět umocňuje její pohyby směrem ke slabším hodnotám.

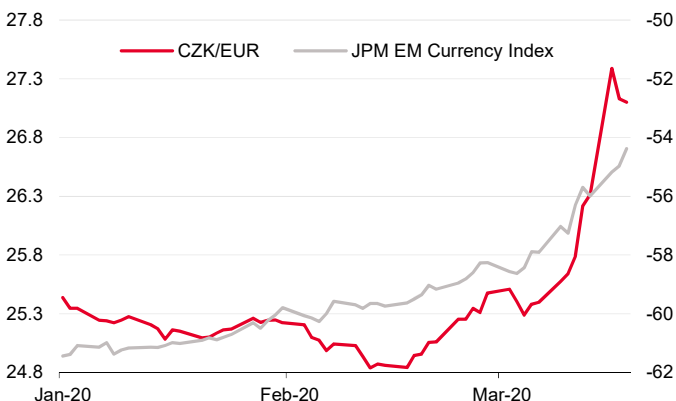
4. Koruna v panice upevnila svůj vztah s úrokovým diferencíálem vůči euru. Ty tak jeden pro druhého můžou sloužit jako předstihový indikátor v horizontu hodin až jednoho dne (viz graf níže).

Koruna v panice upevnila svůj vztah s úrokovým diferencíálem



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pohyby koruny zintenzivňuje přítomnost zahraničních spekulantů

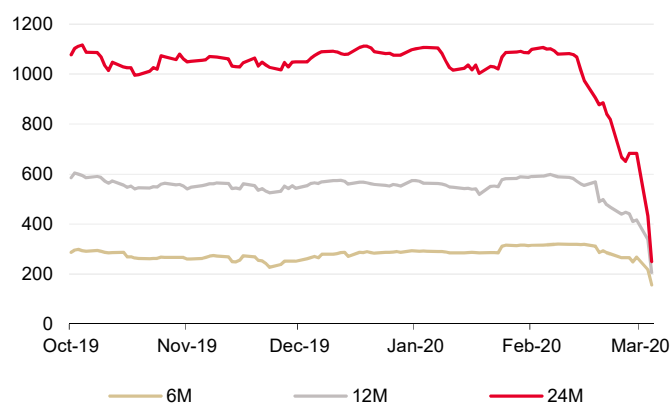


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V následujících dnech a týdnech tak lze očekávat další prudké pohyby koruny, a to zejména směrem ke slabším hodnotám. Konkrétní úroveň však budou záviset na dalším vývoji ve světě, a jak moc trhy uvěří, že mají jednotlivé státy situaci pod kontrolou. V případě, že by koruna oslabila k úrovni 28 za euro, předpokládáme, že by Česká národní banka zesílila své verbální intervence či by začala stabilizovat korunu prodáváním devizových rezerv. V delším horizontu předpokládáme, že se koruna vrátí ke svému konvergenčnímu trendu posilování podpořeném opětovným růstem úrokových sazeb a zvýšené atraktivitě. Zároveň očekáváme, že vyprázdňené (resp. snížené) pozice zahraničních investorů dovolí koruně snazší přiblížení k jejím rovnovážným hodnotám.

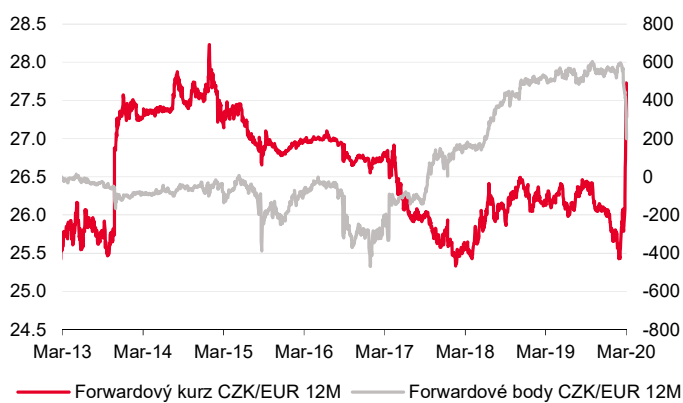
Aktuální kolaps úrokových sazeb se promítl i do korunových forwardových bodů. Celá forwardová křivka doznala téměř dokonalého zploštění, ale i tak podle našeho názoru nabízí z pohledu exportérů zajímavé příležitosti zajištění. Díky výraznému posunutí úrovně kurzu koruny tak bylo možné dosáhnout např. v roční maturitě až na kurz 27,73 CZK/EUR, což je nejslabší úroveň od začátku roku 2015. **Další výkyvy koruny směrem ke slabším hodnotám tak doporučujeme jako příležitost k měnovému zajištění za výjimečně výhodných podmínek.**

Forwardové body následují kolaps úrokových sazeb...



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

...úroveň koruny ale stále nabízí výhodné podmínky zajištění



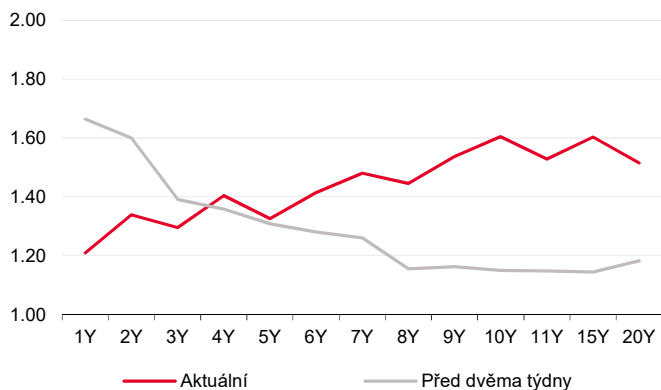
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vývoj v zahraničí sráží korunové sazby na kolena

Status českých státních dluhopisů se v posledních dnech výrazně změnil. Vidina zhoršení stavu veřejných financí nutí investory tuzemské státní dluhopisy prodávat, což tlačí jejich výnosy nahoru.

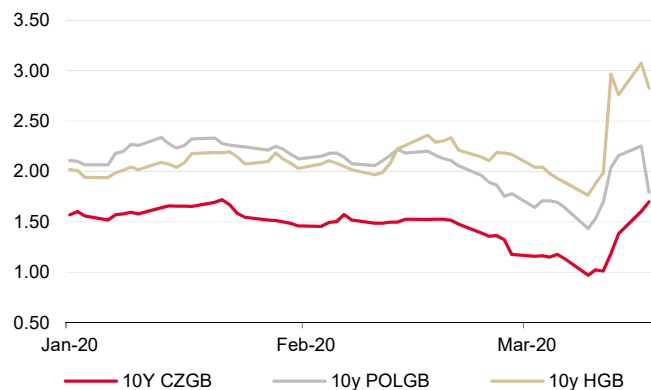
Panika spojená s šířením koronaviru se dotkla kromě koruny i výnosů státních dluhopisů a úrokových sazeb peněžního trhu. Zpočátku turbulencí na trhu si české státní dluhopisy i jejich regionální konkurenti držely status bezpečných přístavů v rámci trhů rozvíjejících se ekonomik, kam se Česká republika v globálním měřítku řadí. Opouštění rizikových aktiv a zvýšená poptávka po státních dluhopisech tlačily jejich výnosy dolů.

Výnosová křivka státních dluhopisů se vrátila k růstovému tvaru



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

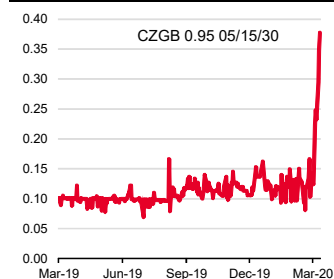
Regionální státní dluhopisy ztrácejí důvěru investorů



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V posledních dnech však finančním trhům došlo, že škody v ekonomice budou natolik vysoké, že mohou nezvratně poškodit obrázek veřejných financí. Riziková prémie českých státních dluhopisů tak roste a zároveň se z hluboce záporných hodnot vrací k nule termínová prémie. Společně tak přetlačují i efekt nižších úrokových sazeb ČNB a vedou výnosy státních dluhopisů k vyšším úrovním. Jejich ceny tak klesají, a to i v relativním vyjádření vůči úrokovým swapům.

Rozdíl mezi bid a ask výnosu desetiletého státního dluhopisu



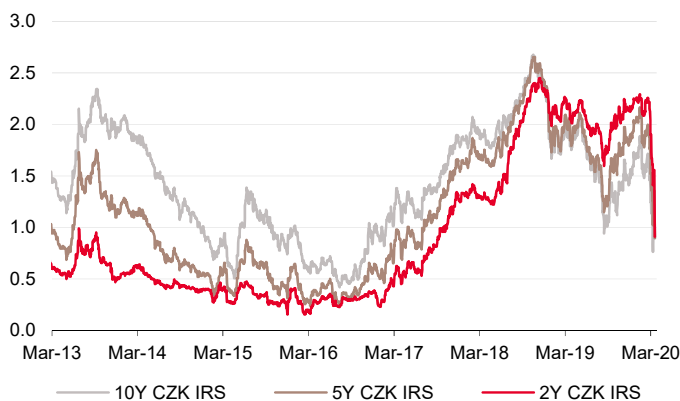
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výprodej českých státních dluhopisů umocňuje i nízká likvidita trhu a chybějící protistrana obdobně jako v případě koruny. Riziková averze se promítá i do rozdílu mezi nákupní a prodejní cenou, která se např. v případě desetiletého státního dluhopisu více než ztrojnásobila. Další vývoj bude tažen situací na globálních trzích a dalšími kroky fiskální politiky. Předpokládáme však, že výnosy státních dluhopisů dále vzrostou, s tím jak bude dostávat dodatečná emise státních dluhopisů konkrétní podobu. Na základě naší prognózy vývoje státního rozpočtu očekáváme, že Ministerstvo financí bude muset vydat minimálně 100 mld. nových státních dluhopisů, čímž by byl v celkové emisii překonán historicky rekordní rok 2018 zhruba o 15 %.

Úrokové swapy na rozdíl od státních dluhopisů výrazně klesají pod tíhou očekávání dalšího uvolňování měnové politiky. Nižší úrovně tak nabízí možnost zajištění úrokového rizika na zajímavých hodnotách.

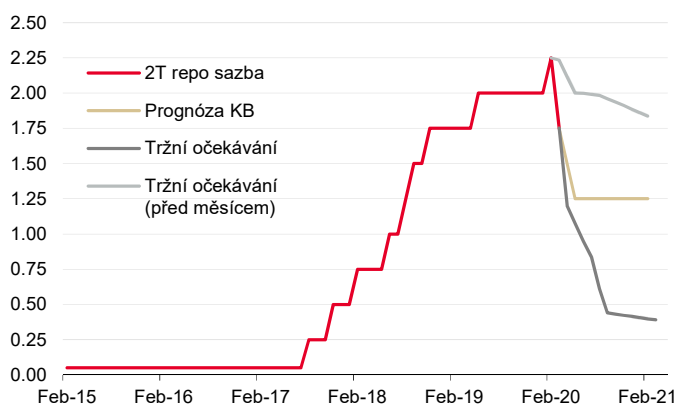
Korunové sazby peněžního trhu na rozdíl od státních dluhopisů v posledních týdnech prudce poklesly pod tíhou očekávání finančních trhů výrazného poklesu úrokových sazeb ČNB. Ty i po pondělním překvapivém snížení sazeb centrální banky očekávají další uvolnění měnové politiky o 130bb v horizontu jednoho roku. Následně trhy už předpokládají jejich zvyšování. Hlavním faktorem kolapsu úrokových swapů je však propad sazeb v zahraničí, zejména v USA po snížení tamních úrokových sazeb Fedu na nulu. V tomto roce dosahuje korelace tuzemských sazeb s těmi americkými 0,90, což překonává i vztah s eurovými sazbami. Celá křivka úrokových swapů se kvůli propadu krátkého konce dostala poprvé od začátku roku 2019 zpět k mírně růstovému tvaru. Tento trend podle nás bude pokračovat, s tím jak trhy budou čím dál tím více očekávat hospodářské oživení v následujících letech a delší úrokové sazby se odrazí ode dna.

Kolaps korunových úrokových sazeb



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Finanční trhy očekávají další výrazné snížení úrokových sazeb



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

I přesto, že už v tuto chvíli nelze v případě úrokového zajištění benefitovat z inverzního tvaru křivky úrokových swapů, stále lze dosáhnout na zajímavé příležitosti. Extrémní očekávání finančních trhů tažena zahraničním vývojem nabízí atraktivní příležitosti zajištění úrokového rizika zejména pro kratší horizont. Snadno se tak lze dostat na hodnoty hluboko pod 1 %, kde byl PRIBOR naposled na konci roku 2018. **Další výkyvy úrokových sazeb směrem dolu tak doporučujeme využít pro zajištění úrokového rizika.**

Úrokové swapy nabízejí výhodné zajištění



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

X/X	6M	1Y	18M	2Y	3Y	4Y	5Y
3M	1.00	0.80	0.76	0.79	0.87	0.91	0.94
6M	0.62	0.60	0.67	0.75	0.85	0.90	0.92
9M	0.60	0.63	0.72	0.79	0.88	0.92	0.94
1Y	0.59	0.70	0.80	0.85	0.92	0.95	0.96
18M	0.81	0.90	0.94	0.97	1.00	1.00	1.01
2Y	1.00	1.01	1.03	1.04	1.03	1.03	1.03
30M	1.01	1.04	1.05	1.05	1.04	1.03	1.05
3Y	1.06	1.07	1.06	1.05	1.04	1.04	1.06

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ke dni 18. 3. 2020

Upozornění

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



Jan Vejmelek, Ph.D., CFA
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

Ekonomové



Michal Brožka
(420) 222 008 569
michal_brozka@kb.cz



Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz



Martin Gürtler
(420) 222 008 509
martin_gurtler@kb.cz



Finanční trhy
František Táborský
(420) 222 008 598
frantisek_taborsky@kb.cz

Akciový analytik



Bohumil Trampota
(420) 222 008 560
bohumil_trampota@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE

Hlavní ekonom Rosbank



Evgeny Koshelev
(7) 495 725 5637
evgeny.koshelev@rosbank.ru

Hlavní ekonom BRD-GSG

Florian Libocor
(40) 213 016 869
florian.libocor@brd.ro

Ekonom BRD-GSG



Ioan Mincu
(40) 213 014 472
george.mincu-radulescu@brd.ro



Akciový analytik
Laura Simon, CFA
(40) 213 014 370
laura.simon@brd.ro



Ekonom Rosbank
Anna Zaigrina
(7) 495 662 1300
anna.zaigrina@rosbank.ru

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky



Klaus Baader
(852) 2166 4095
klaus.baader@sgcib.com

Eurozóna



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



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



Yvan Mamalet
(44) 20 7762 5665
yvan.mamalet@sgcib.com



Velká Británie
Brian Hilliard
(44) 20 7676 7165
brian.hilliard@sgcib.com

Severní Amerika



Stephen Gallagher
(212) 278 4496
stephen.gallagher@sgcib.com



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



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



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

Čína



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



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



Japonsko
Takuji Aida
(81) 3 6777 8063
takuji.aida@sgcib.com



Arata Oto
(81) 3 6777 8064
arata.oto@sgcib.com

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu



Brigitte Richard-Hidden
(33) 1 4213 7846
brigitte.richard-hidden@sgcib.com

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů



Guy Stear
(33) 1 4113 6399
guy.stear@sgcib.com

Vedoucí strategie sazeb



Adam Kurpiel
(33) 1 4213 6342
adam.kurpiel@sgcib.com



Vedoucí strategie sazeb pro Evropu
Ciaran O'Hagan
(33) 1 4213 5860
ciaran.ohagan@sgcib.com



Dluhopisový trh a SSA
Cristina Costa
(33) 1 5898 5171
cristina.costa@sgcib.com



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



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



Jean-David Ciroteau
(33) 1 4213 7252
jean-david.ciroteau@sgcib.com



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



Kevin Ferret
(44) 20 7676 7073
kevin.ferret@sgcib.com



Rohit Gaurav
(91) 80 6731 8958
rohit.gaurav@sgcib.com



Michael Chang
(1) 212 278 5307
michael.chang@sgcib.com

Vedoucí strategie pro měnové kurzy



Kit Juckes
(44) 20 7676 7972
kit_juckes@sgcib.com



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

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



Jason Daw
(65) 6326 7890
jason.daw@sgcib.com



Phoenix Kalen
(44) 20 7676 7305
phoenix.kalen@sgcib.com



Kiyong Seong
(852) 2166 4658
kiyong.seong@sgcib.com



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



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



Phoenix Kalen
(44) 20 7676 7305
phoenix.kalen@sgcib.com



Kiyong Seong
(852) 2166 4658
kiyong.seong@sgcib.com



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