

MAKRO

Měsíční strategie – dluhopisy a měny

# Dva protiinflační faktory zesilují

Jiří Polanský

Ekonomické a strategické analýzy

Říjen 2024



## Co musíte vědět

V globální ekonomice zesílily dva protiinflační faktory. Prvním je pokračující útlum německé ekonomiky, kdy především z průmyslu přicházejí stále nepříznivá data. To zvyšuje riziko pozdějšího nástupu ekonomického oživení v Německu směrem k závěru letošního roku či na začátek roku příštího. Druhým vlivem je slabý vývoj čínské ekonomiky. Ten mimo jiné přispívá ke značném poklesu cen ropy. V tomto ohledu se navíc objevila informace, že Saúdská Arábie ve snaze o zvýšení tržního podílu může zvýšit objem těžby, což by její cenu mohlo poslat ještě významněji dolů a zvýšit aktuální protiinflační tlaky. Na druhou stranu nižší cena ropy by mohla v příštím roce přispět k oživení evropské ekonomiky a stejným směrem budou působit i nižší sazby ECB z důvodu slábnoucí inflace. Aktuálně vzhledem k situaci na Blízkém východě cena ropy opět stoupla, její další vývoj bude záležet na případné eskalaci/snížení napětí.

Prognózu pro českou ekonomiku výrazněji neměníme, když nové informace se vzájemně kompenzují. Ve směru mírně vyššího růstu HDP budou v letošním a příštím roce působit investice související s povodněmi. Naopak směrem k nižšímu růstu HDP bude působit slabší růst německé ekonomiky, když německé ekonomické instituty nyní čekají pro rok 2025 růst německého HDP jen o 0,8 %. Což je pro českou ekonomiku, pokud se tato predikce naplní, nepříznivá zpráva. Situace na českém trhu práce se ale výrazněji nezmění, když čekáme jen mírný růst nezaměstnanosti, ale také slušný růst reálných mezd.

Vzhledem ke slabému makro vývoji v Německu, a především pak kvůli výraznému letnímu poklesu cen pohonných hmot se postupně posouvá dolů prognóza inflace na podzimní měsíce. Není to tak dávno, co jsme očekávali pro září inflaci jen mírně pod 3 %, aktuálně ale čekáme již jen 2,4 %. Navíc pokud opravdu Saúdská Arábie významněji zvýší těžbu, ceny pohonných hmot mohou dále ztlačit, a ještě více tlumit proinflační působení mzdového růstu a vývoje cen služeb.

Pro listopad čekáme další pokles sazeb ČNB o 25 bodů. Nejistotu stále vidíme pro prosinec, kdy se bude ČNB pravděpodobně rozhodovat mezi poklesem sazeb o 25 bodů a jejich stabilitou. Na rozhodnutí budou mít vliv nová data, která v příštích týdnech vyjdou, příští rozhodnutí ECB a FEDu o sazbách, vývoj koruny po amerických volbách, mzdový vývoj či vývoj cen v sektoru služeb. Nejnovější data z německé ekonomiky a výrazný pokles cen pohonných hmot nicméně zvyšují pravděpodobnost možného prosincového snížení sazeb na 3,75 %. V tomto ohledu bude jasněji na začátku listopadu.

Kurz koruny je nyní zhruba stabilní, když nedochází k výrazným překvapením či změně vývoje v české ekonomice. Vyšší než očekávané snížení sazeb FEDu, které by mělo korunu posílit, bylo kompenzováno slabými daty z Německa, a koruna se tak stále pohybuje mírně nad hladinou EUR/CZK 25,0. Vliv na její vývoj budou mít prezidentské volby v USA, zvláště pokud by vyhrál D. Trump, na což by pravděpodobně koruna reagovala oslabením (obavy trhů z obchodní války s Evropou).

Podobně jako u kurzu koruny nedochází v poslední době k výraznějším změnám ani u výnosové křivky. V křivce je zachyceno další očekávané snížení sazeb ČNB i ECB a makro vývoj je zhruba stabilní bez výraznějších překvapení. Ačkoliv ze střednědobého pohledu čekáme další postupný pokles křivky, celkově ale tento pohyb již pravděpodobně nebude výrazný.

## Ekonomický kalendář a krátkodobá prognóza ČS

| Den                    | Událost                     | Jednotky | Období    | Prognóza | Předtím |
|------------------------|-----------------------------|----------|-----------|----------|---------|
| 01. 10.                | Míra nezaměstnanosti        | %        | 08 / 2024 | 2,7*     | 2,7     |
| 07. 10.                | Průmyslová produkce         | r/r, v % | 08 / 2024 | -0,9     | -1,1    |
| 07. 10.                | Zahraniční obchod se zbožím | mld.     | 08 / 2024 | 6,8      | -4,1    |
| 08. 10.                | Maloobchodní tržby          | r/r, v % | 08 / 2024 | 4,2      | 44      |
| 08. 10.                | Podíl nezaměstnaných osob   | %        | 09 / 2024 | 3,8      | 3,8     |
| 10. 10.                | Inflace                     | m/m, v % | 09 / 2024 | -0,6     | 0,2     |
| 10. 10.                | Inflace                     | r/r, v % | 09 / 2024 | 2,4      | 2,2     |
| 14. 10.                | Běžný účet                  | mld.     | 08 / 2024 | 11,5     | -13,7   |
| 16. 10.                | Ceny průmyslových výrobců   | m/m, v % | 09 / 2024 | -0,3     | -0,4    |
| 16. 10.                | Ceny průmyslových výrobců   | r/r, v % | 09 / 2024 | 0,5      | 1,1     |
| 30. 10.                | Hrubý domácí produkt        | q/q, v % | 3Q / 2024 | 0,3      | 0,4     |
| 30. 10.                | Hrubý domácí produkt        | r/r, v % | 3Q / 2024 | 1,4      | 0,6     |
| 07. 11.                | Hlavní sazba ČNB            | %        |           | 4,00     | 4,25    |
| 04. 12.                | Nominální mzdy              | r/r, v % | 3Q / 2024 | 6,5      | 6,6     |
| 04. 12.                | Reálné mzdy                 | r/r, v % | 3Q / 2024 | 4,2      | 4,0     |
| Předstihové indikátory |                             |          |           |          |         |
| 24. 10.                | Spotřebitelská nálada       |          | 09 / 2024 | -        | 97,9    |
| 24. 10.                | Podnikatelská nálada        |          | 09 / 2024 | -        | 96,8    |
| 01. 11.                | PMI                         |          | 10 / 2024 | -        | 46,0    |

Zdroj: Český statistický úřad, Česká národní banka, Ministerstvo práce a sociálních věcí, Trading Economics, Česká spořitelna (m/m je meziměsíční růst, q/q je mezičtvrtletní růst, r/r je meziroční růst)

\* Označuje skutečnost (data již vyšla)

## Střednědobá prognóza ČS pro českou ekonomiku

|                      | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|----------------------|------|------|------|------|------|
| HDP                  | 2,9  | 0,0  | 1,0  | 2,7  | 2,9  |
| Celková inflace      | 15,1 | 10,7 | 2,4  | 2,4  | 2,3  |
| Míra nezaměstnanosti | 2,2  | 2,6  | 2,7  | 3,2  | 3,5  |
| Nominální mzdy       | 5,3  | 7,5  | 6,6  | 5,7  | 5,1  |
| Reálné mzdy          | -8,5 | -2,9 | 4,1  | 3,2  | 2,7  |
| Hlavní sazba ČNB     | 5,94 | 6,99 | 5,13 | 3,70 | 3,09 |
| EUR/CZK              | 24,6 | 24,0 | 25,0 | 24,5 | 24,2 |

Zdroj: Český statistický úřad, Česká národní banka, Česká spořitelna (meziroční růsty v %, průměrná míra nezaměstnanosti v %, sazba ČNB a kurz koruny jsou roční průměry)

## Prognóza ČS

|          | 12/24 | 06/25 | 12/25 | 06/25 | 12/26 |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EUR/CZK  | 24,80 | 24,44 | 24,35 | 24,20 | 24,10 |
| USD/CZK  | 22,55 | 21,92 | 21,49 | 21,23 | 21,07 |
| 2Y CZGB  | 3,64  | 3,36  | 3,08  | 2,97  | 2,96  |
| 5Y CZGB  | 3,58  | 3,39  | 3,25  | 3,21  | 3,21  |
| 10Y CZGB | 3,70  | 3,54  | 3,42  | 3,38  | 3,37  |

Zdroj: Česká spořitelna

# 1. Hlavní trhy

## Ekonomický vývoj v USA a eurozóně

Ačkoliv ekonomika USA stále zpomaluje, aktuální vývoj zmírnil předchozí obavy na trzích. Postupné zhoršení na trhu práce se v srpnu zastavilo, FED výrazně snížil úrokové sazby a inflace včetně cen pohonných hmot jde dolů. To všechno by mělo působit ve směru „hladkého přistání“. Tedy zpomalení růstu ekonomiky bez toho, aniž by spadla do recese.

Z Německa stále přicházejí nepříznivá data, což není dobrá zpráva ani pro eurozónu jako celek. Naposledy před několika dny změnila německé ekonomické instituty prognózu pro růst HDP Německa na -0,1 % letos a jen 0,8 % pro příští rok. Na druhou stranu je tento vývoj protiinflační, což umožňuje ECB postupně snižovat sazby a tím podpořit ekonomiku.

Vybraná data z USA

|                             | 04/24 | 05/24 | 06/24 | 07/24 | 08/24 |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Průmyslová produkce</b>  | -0,8  | 0,2   | 0,9   | -0,7  | 0,0   |
| <b>Maloobchodní tržby</b>   | 2,8   | 2,6   | 2,0   | 2,9   | 2,1   |
| <b>Míra nezaměstnanosti</b> | 3,9   | 4,0   | 4,1   | 4,3   | 4,2   |
| <b>Celková inflace</b>      | 3,4   | 3,3   | 3,0   | 2,9   | 2,5   |
| <b>Jádrová inflace</b>      | 3,6   | 3,4   | 3,3   | 3,2   | 3,2   |

Zdroj: US Bureau of Labor Statistics, FRED, US Census Bureau, Trading Economics (meziroční růsty v %, míra nezaměstnanosti v %); maloobchodní tržby nejsou očištěny o inflaci

Vybraná data z eurozóny

|                             | 04/24 | 05/24 | 06/24 | 07/24 | 08/24 |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Průmyslová produkce</b>  | -3,3  | -3,5  | -4,1  | -2,2  | -     |
| <b>Maloobchodní tržby</b>   | 0,7   | 0,5   | -0,4  | -0,1  | -     |
| <b>Míra nezaměstnanosti</b> | 6,5   | 6,5   | 6,5   | 6,4   | -     |
| <b>Celková inflace</b>      | 2,4   | 2,6   | 2,5   | 2,6   | 2,2   |
| <b>Jádrová inflace</b>      | 2,7   | 2,9   | 2,9   | 2,9   | 2,8   |

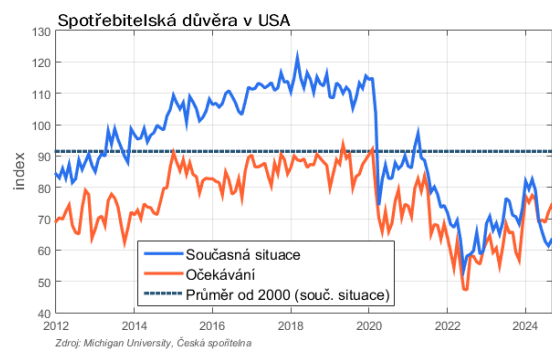
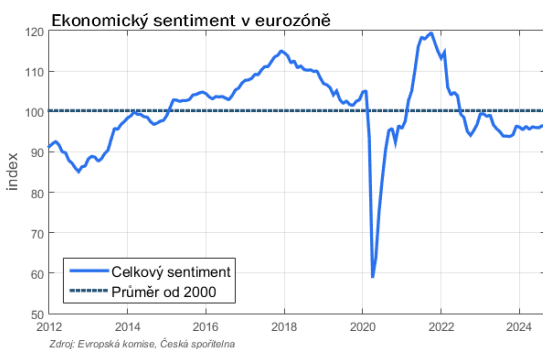
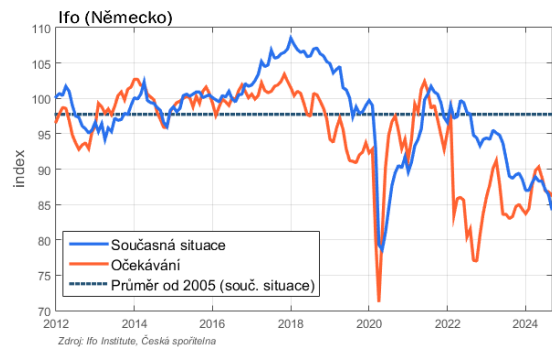
Zdroj: Eurostat, Trading Economics (meziroční růsty v %, míra nezaměstnanosti v %)

Velmi významné zklamání přinesly nejnovější hodnoty PMI za německý průmysl. Ačkoliv může jít částečně i o meziměsíční volatilitu, celkově data naznačují pokračování útlumu tohoto sektoru. Podobný obrázek naznačuje i německé IFO. Dolů šlo ale také PMI za služby jak v eurozóně, tak i Německu. Data ze Států takto špatná nejsou. Celkově tak vývoj předstihových indikátorů zvyšuje riziko, že k oživení v německé ekonomice může dojít buď až na konci letoška, nebo během příštího roku.

PMI pro Německo, eurozónu a USA

|                     | 05/25 | 06/25 | 07/25 | 08/25 | 09/25 |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>GER: Průmysl</b> | 45,4  | 43,5  | 43,2  | 42,4  | 40,3  |
| <b>GER: Služby</b>  | 54,2  | 53,1  | 52,5  | 51,2  | 50,6  |
| <b>EMU: Průmysl</b> | 47,3  | 45,8  | 45,8  | 45,8  | 44,8  |
| <b>EMU: Služby</b>  | 53,2  | 50,9  | 51,9  | 52,9  | 50,5  |
| <b>USA: Průmysl</b> | 51,3  | 51,6  | 49,6  | 47,9  | 47,0  |
| <b>USA: Služby</b>  | 54,8  | 55,3  | 55,0  | 55,7  | 55,4  |

Zdroj: Markit Economics



## Střednědobá prognóza

Ochlazení americké ekonomiky čekáme až v příštím roce, když ve zbytku letoška by americká ekonomika měla pokračovat v příznivých výkonech (ačkoliv mírné ochlazení na trhu práce již nastalo). K tomu by měl přispět i FED, který začal snižovat sazby a bude v tom pravděpodobně pokračovat i na dalších zasedáních. Příští rok se čeká zpomalení růstu, nicméně bez výraznějšího propadu HDP či recese. Rizika ale zůstávají zvýšená.

Spolu s tím, jak z Německa přicházejí další slabá data, se postupně přehodnocují prognózy HDP na příští rok směrem dolů. Na druhou stranu by v příštím roce mělo působit několik faktorů opačným směrem. Aktuální pokles inflace umožní ECB dále snížit sazby a podpořit investice. Nízká inflace by také měla stát za zlepšením spotřebitelské nálady a tím poptávky. Stejným směrem budou působit také nižší ceny ropy. A k oživení by mělo dojít i v Číně, ačkoliv síla tohoto vlivu je nejistá.

**Prognóza pro USA**

|                             | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|-----------------------------|------|------|------|------|------|
| <b>Reálné HDP</b>           | 1,9  | 2,5  | 2,3  | 1,7  | 2,0  |
| <b>Míra nezaměstnanosti</b> | 3,6  | 3,6  | 4,0  | 4,2  | 4,1  |
| <b>Celková CPI inflace</b>  | 8,0  | 4,1  | 3,0  | 2,3  | 2,3  |
| <b>Jádrová PCE inflace</b>  | 5,2  | 4,1  | 2,7  | 2,2  | 2,1  |

Zdroj: US Bureau of Labor Statistics, FRED, US Census Bureau, Bloomberg, Česká spořitelna (meziroční růsty v %, míra nezaměstnanosti v %)

**Prognóza pro eurozónu**

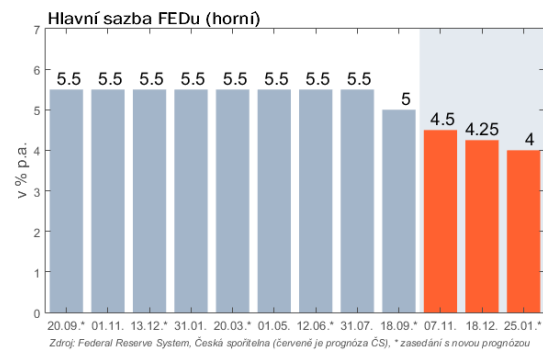
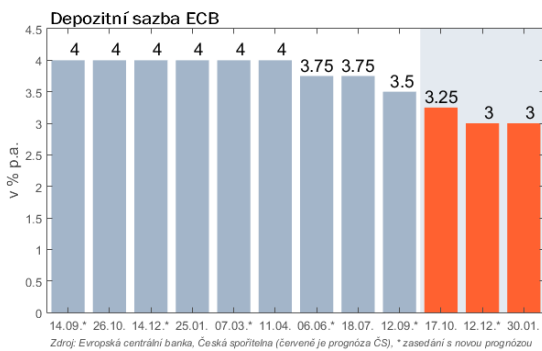
|                             | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|-----------------------------|------|------|------|------|------|
| <b>Reálné HDP</b>           | 3,5  | 0,4  | 0,7  | 1,2  | 1,4  |
| <b>Míra nezaměstnanosti</b> | 6,8  | 6,6  | 6,5  | 6,5  | 6,4  |
| <b>Celková CPI inflace</b>  | 8,4  | 5,5  | 2,4  | 2,1  | 2,0  |
| <b>Jádrová CPI inflace</b>  | 3,9  | 5,0  | 2,8  | 2,2  | 2,1  |

Zdroj: Eurostat, Bloomberg, Česká spořitelna (meziroční růsty v %, míra nezaměstnanosti v %)

**Měnová politika a kurzový vývoj**

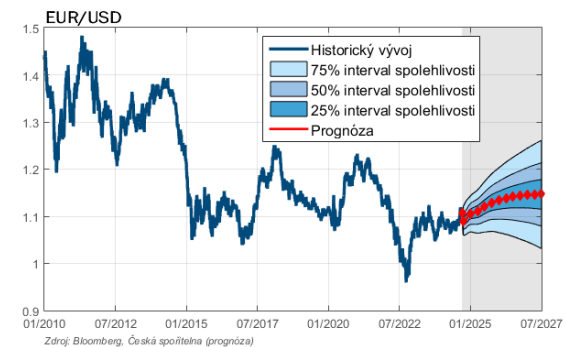
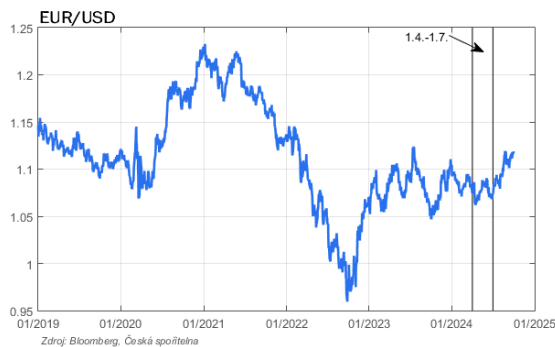
ECB v souladu s očekáváním snížila sazby o 25 bodů, když tento vývoj umožňuje jak utlumený vývoj ekonomiky, tak i (což s tím souvisí) návrat inflace k cíli. Pro letošní rok čekáme ještě dvojitý snížení sazeb, pro říjen je ale situace více nejistá. ECB neposkytla pro nejbližší zasedání žádné detailní vodítko, a proto se nedá vyloučit ani možnost ponechání sazeb beze změny a jejich další snížení až v prosinci.

FED překvapil, když namísto očekávaných 25 bodů snížil v září sazby o 50 bodů. Ekonomicky to dává jednoznačně smysl, když sazby se staly až příliš restriktivní a zbytečně vzhledem k výši inflace a nezaměstnanosti brzdí ekonomiku. Především z tohoto důvodu čekáme další „padesátku“ v listopadu, a nedá se vyloučit ani prosinec (ačkoliv se mírně kloníme jen k 25 bodům). Postupné snižování sazeb by mělo pokračovat i příští rok směrem ke 3% úrovni sazeb.



Dolar k euru se v poslední době drží mezi 1,11 a 1,12. Ve směru silnějšího eura působí vyšší než očekávané snížení sazeb FEDu, opačným směrem pak slabá data z Německa. Aktuální hladina dolaru je nyní mírně slabší oproti naší prognóze. V říjnu zasedá ECB a v případě snížení sazeb by mohlo euro mírně oslabit.

Ze střednědobého pohledu čekáme další mírné posílení eura. To by mělo souviset s rychlým snižováním sazeb v USA, které bude pokračovat v příštím roce. Navíc evropská ekonomika by měla naskočit postupně na fázi oživení, zatímco ta americká spíše zpomalí. Rizikem je makro vývoj v Evropě, výsledky amerických prezidentských voleb a globální vývoj.

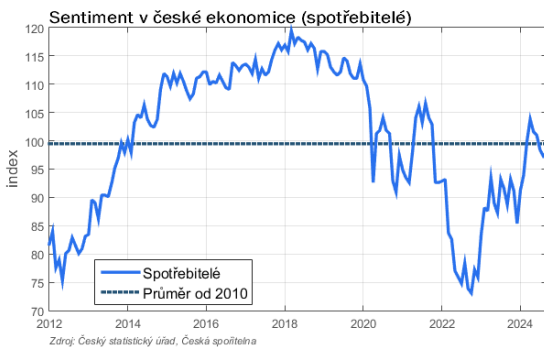


## 2. Česká ekonomika

### Předstihové indikátory

Vývoj předstihových indikátorů se v září zlepšil.

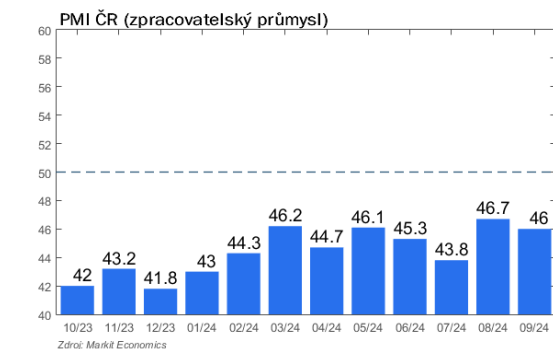
- Spotřebitelský sentiment se mírně zvýšil a celkově zůstává blízko svému dlouhodobému průměru. Ačkoliv je situace v porovnání s posledními dvěma roky podstatně lepší, pro další zvýšení spotřebitelské nálady je potřeba výraznější oživení ekonomiky.
- V případě podnikatelského sentimentu došlo ke zlepšení všech jeho čtyř složek, což se naposledy stalo v dubnu 2023. Přílišný optimismus je ale potřeba brzdit, když data zůstávají rozkolísaná a k trvalejšímu zlepšení nálady (ekonomického vývoje v Česku) pravděpodobně nedojde do té doby, než se ožíví ekonomika Německa. To se týká především průmyslu, jehož slabý vývoj naznačuje i PMI.



#### Složky podnikatelského sentimentu

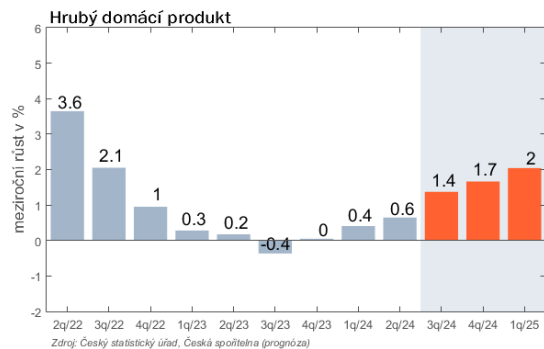
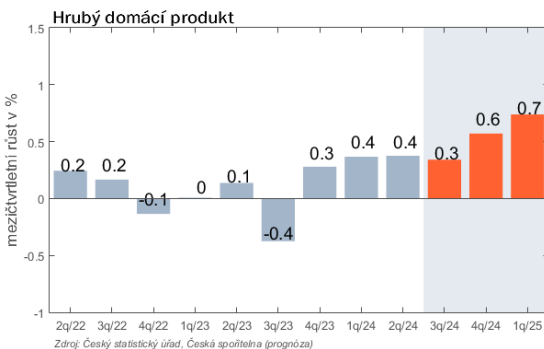
|                     | 05/24 | 06/24 | 07/24 | 08/24 | 09/24 |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Průmysl</b>      | 90,5  | 94,8  | 89,9  | 91,5  | 94,4  |
| <b>Stavebnictví</b> | 103,1 | 103,7 | 107,9 | 105,5 | 108,5 |
| <b>Obchod</b>       | 96,4  | 95,6  | 97,3  | 94,7  | 96,0  |
| <b>Služby</b>       | 99,5  | 99,6  | 97,3  | 93,0  | 98,1  |

Zdroj: Český statistický úřad



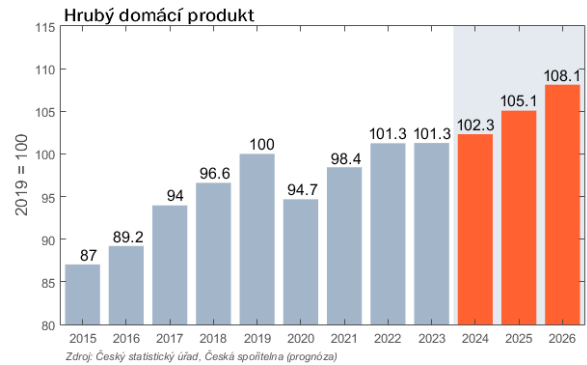
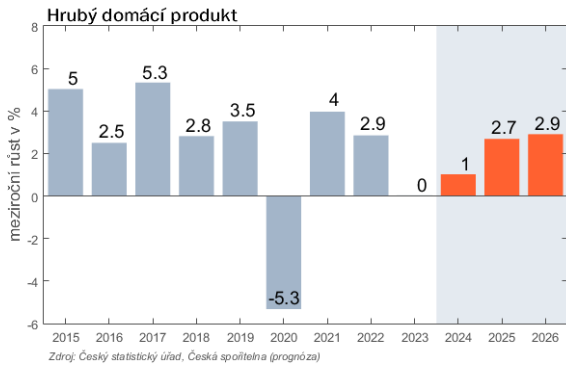
### Hrubý domácí produkt a jeho složky

Pro třetí čtvrtletí letošního roku čekáme jen mírný růst HDP, opět tažený především spotřebou domácností. Opačným směrem by měla i nadále působit slabá zahraniční poptávka. V meziročním vyjádření ale růst HDP zesílí, což bude do značné míry ovlivněno loňským rokem, kdy HDP ve 3Q mezičtvrtletně kleslo (nízká srovnávací základna). Ve čtvrtém čtvrtletí pak růst zesílí, když vliv budou mít i vysoké investice spojené s obnovou po povodních.



K výraznějšímu zrychlení růstu české ekonomiky ale dojde pravděpodobně až v příštím roce spolu s tím, jak by mělo dojít ke zlepšení zahraniční poptávky. To bude souviset s oživením v Německu, které sice podle nových odhadů nebude tak

rychlé, ale i tak by mělo působit kladně ve směru vyššího růstu českého HDP. I díky tomu očekáváme pro roky 2025 a 2026 tempa HDP v ČR mezi 2,5 a 3 %. Rizika jsou ale vychýlena spíše směrem dolů. Z Německa zatím příznivá data stále nechodí, a nelze tak vyloučit, že k oživení v Německu dojde ještě později.



**Složky HDP (mzr., v %)**

|                     | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|---------------------|------|------|------|------|
| Spotřeba domácností | -2,9 | 1,8  | 2,7  | 2,9  |
| Spotřeba vlády      | 3,5  | 3,3  | 2,8  | 1,7  |
| Fixní investice     | 2,7  | 0,6  | 3,1  | 3,0  |
| Celkové investice   | -6,4 | -5,4 | 2,8  | 3,2  |
| Vývoz               | 3,1  | 1,7  | 6,0  | 6,5  |
| Dovoz               | -0,7 | 0,3  | 6,4  | 6,5  |

Zdroj: Český statistický úřad, Česká spořitelna (prognóza)

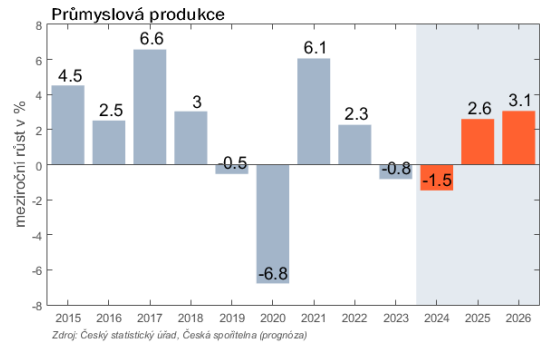
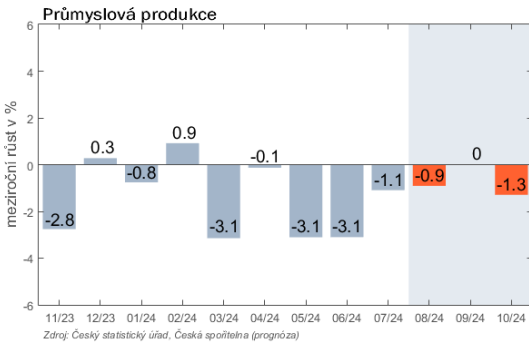
**Složky HDP (příspěvky k růstu, v procentních bodech)**

|                     | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|---------------------|------|------|------|------|
| Spotřeba domácností | -1,4 | 0,8  | 1,2  | 1,3  |
| Spotřeba vlády      | 0,7  | 0,7  | 0,6  | 0,3  |
| Fixní investice     | 0,7  | 0,1  | 0,8  | 0,8  |
| Zásoby              | -2,6 | -1,7 | -0,1 | 0,0  |
| Zahraněční obchod   | 2,7  | 1,1  | 0,2  | 0,5  |

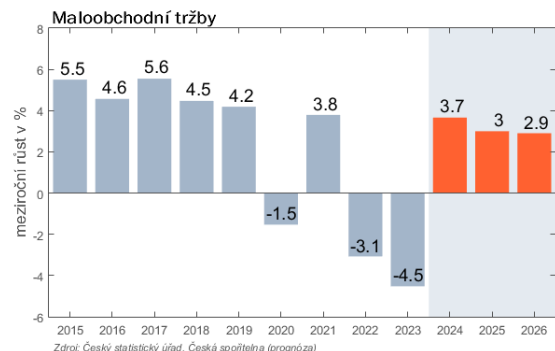
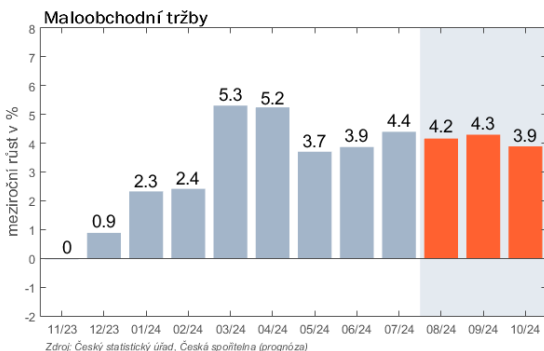
Zdroj: Český statistický úřad, Česká spořitelna (prognóza)

**Průmyslová produkce a maloobchodní tržby**

Vývoj v průmyslu zůstává slabý, když je negativně ovlivňován stagnací německé ekonomiky. Rostoucí spotřeba domácností slabou zahraniční poptávkou nedokáže kompenzovat, a proto pro příznivější čísla je potřeba oživení ekonomické situace v eurozóně. K tomu by mohlo postupně docházet během podzimu, nicméně riziko je vychýleno směrem na pozdější období. V následujících měsících budou navíc data na meziroční bázi silně rozkolísaná z důvodu volatilního vývoje v loňském roce.

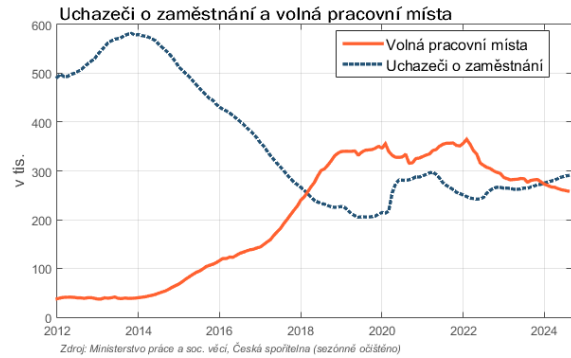
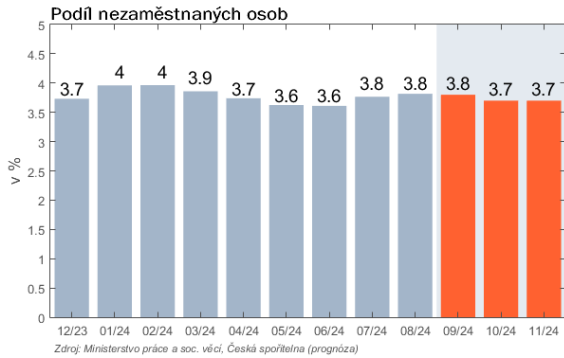


Maloobchodní tržby by měly pokračovat ve slušném růstu, když je potáhne rostoucí poptávka domácností. Výraznější změnu vývoje v maloobchodu nečekáme ani pro dva následující roky, nicméně data mohou být mezi měsíci rozkolísaná.

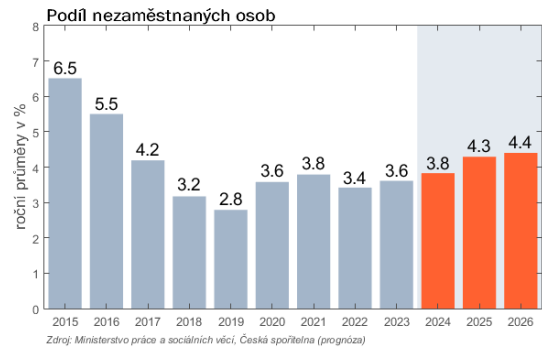
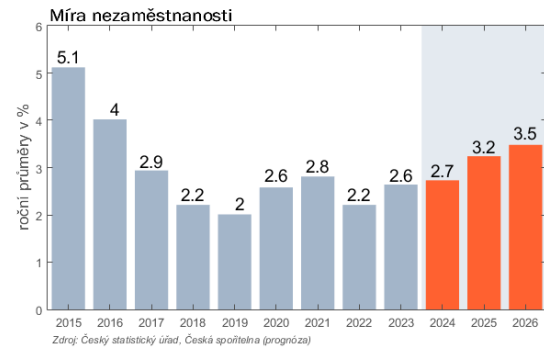


## Trh práce

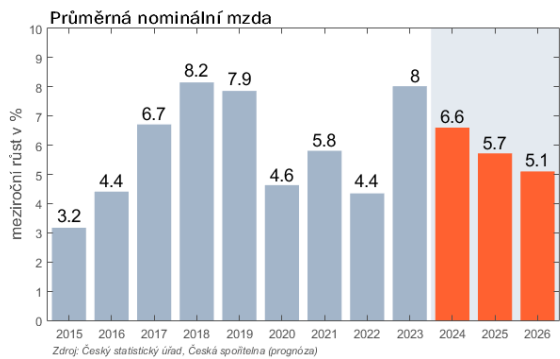
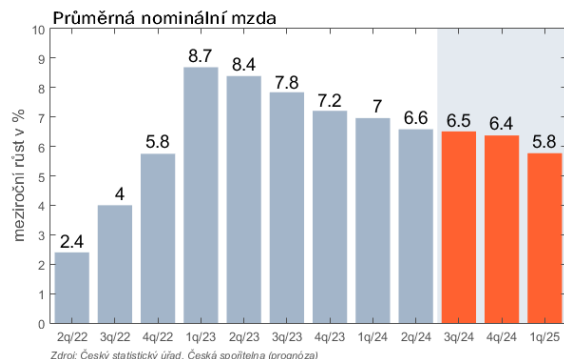
Nezaměstnanost stále zůstává velmi nízká, což sice na jedné straně podporuje spotřebu domácností, na straně druhé ale působí proinflačně. Nízké hodnoty platí pro oba hlavní ukazatele. Míra nezaměstnanosti (ČSÚ) se i nadále pohybuje lehce pod 3 %, zatímco podíl nezaměstnaných osob (MPSV) pak lehce pod 4 %. Oproti loňskému roku jsou současné hodnoty o několik desetin procentního bodu vyšší. Celkově tak sice trh práce stále zůstává přehřátý, ale o něco mírněji. To dokládá i vývoj poptávky po práci (počtu volných pracovních míst) a její nabídky (počtu uchazečů o zaměstnání). Počet uchazečů nedávno překročil nad počet volných míst, což celkové napětí na trhu práce snížilo.



Míra nezaměstnanosti by se měla dále lehce zvyšovat, nepůjde ale o žádný výrazný pohyb. Vliv budou mít především pokračující útlum německé ekonomiky (přes zahraniční poptávku) a přísnější měnová politika (v porovnání s obdobím před rokem 2022, kdy začal inflační šok).

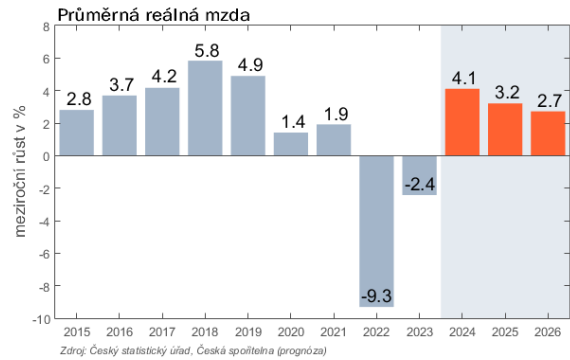
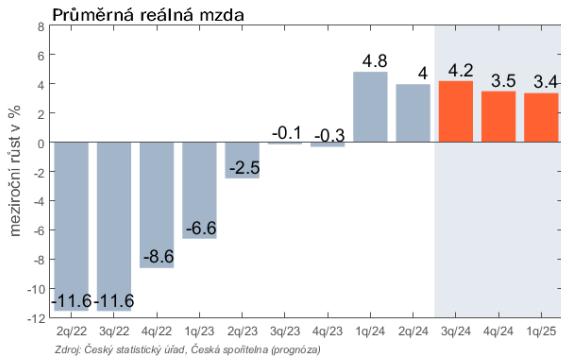


Mzdový růst zůstává vysoký, což bude platit i pro další čtvrtletí. Kladně na něj působí nízká nezaměstnanost, ke které se postupně přidá vliv zlepšeného makro vývoje (příští rok čekáme zrychlení růstu HDP). Stejným směrem navíc může působit také relativně silný růst mezd ve veřejném sektoru a zvýšení minimální mzdy.



V reálném vyjádření začaly v letošním roce mzdy opět růst, když tímto směrem vedle slušného růstu nominálních mezd působí také pokles inflace. V závěru letošního roku může ale růst reálných mezd zpomalit, když očekáváme zesílení inflace, která pravděpodobně překoná 3 %. I tak ale porostou mzdy stále velmi slušně.



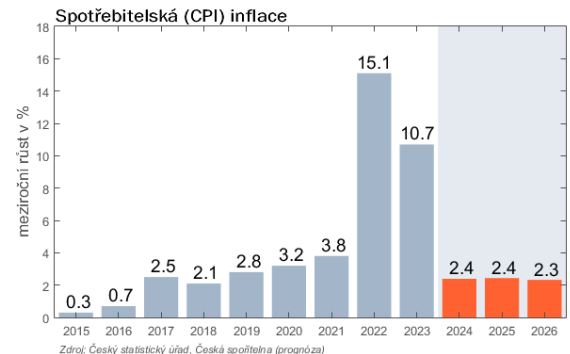
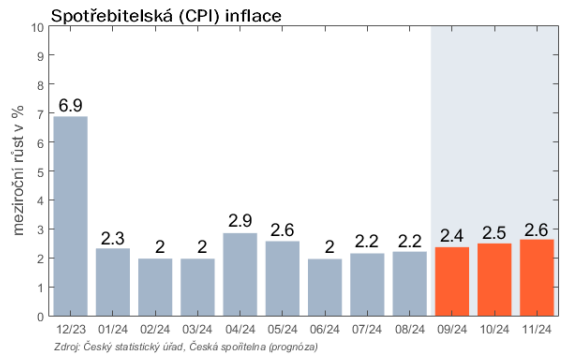


### Inflace

Výrazný pokles cen dovolených (sezónní faktor) spolu s dalším snížením cen pohonných hmot stojí za očekávaným snížením cenové hladiny (záporná meziměsíční inflace). V meziročním vyjádření by inflace měla zůstat lehce nad cílem. Celkově se právě kvůli významnému poklesu ceny ropy a tím i cen pohonných hmot posouvá očekávaná inflace pro podzimní měsíce směrem dolů. Ještě nedávno se počítalo pro září s inflací kolem 2,7-2,8 %, nižší ceny benzínu a nafty a částečně i vliv slabého Německa z toho ubral několik desetín procentního bodu.

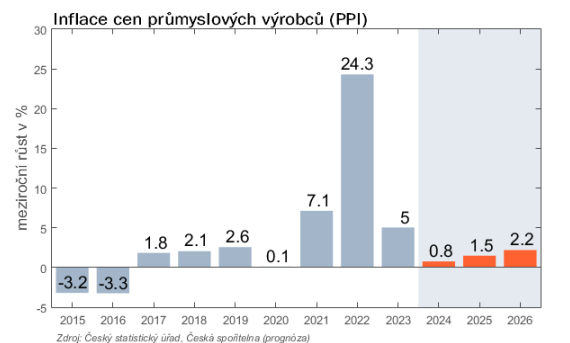
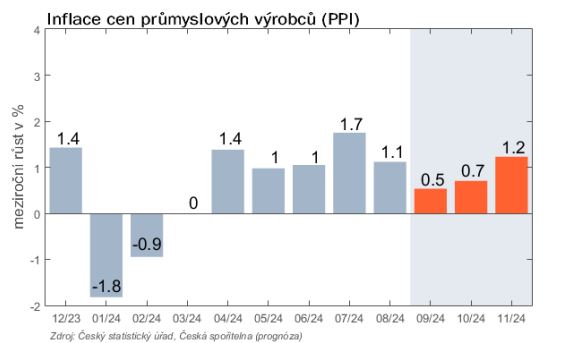
Pro prosinec stále čekáme inflaci nad 3 %, podobně jako pro září to bude ale nejspíše méně, než se původně čekalo. Aktuální data nyní naznačují „již jen“ 3,2 % namísto téměř 4% inflace predikované před několika měsíci.

V příštích dvou letech by se inflace měla v průměru pohybovat mírně nad 2 %, když proinflačně bude působit především pokračující ekonomické oživení, silný trh práce (nízká nezaměstnanost i růst mezd), vývoj cen služeb a expanzivní fiskální politika. Výraznou nejistotou zůstanou ceny potravin a energií.

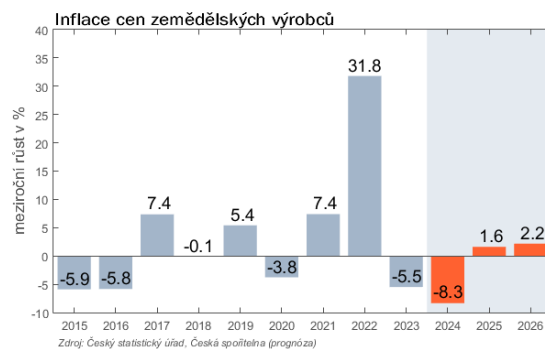
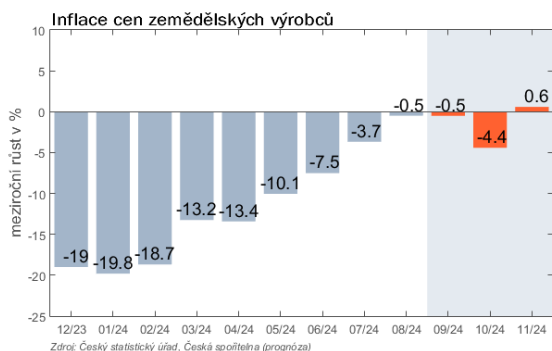


### Ceny výrobců

Do vývoje cen průmyslových výrobců významně promlouvají klesající ceny ropy. Především z tohoto důvodu by mělo dojít k poklesu meziroční inflace pod 1 %. Stejným směrem působí i slabý růst průmyslových cen v Německu.



Inflace cen zemědělských výrobců zůstává v meziročním vyjádření záporná, když je ovlivněna vlivem srovnávací základny, který postupně odeznívá. Tento faktor ale znovu významně ovlivní inflaci cen zemědělských výrobců v říjnu. V příštích dvou letech čekáme u zemědělských cen mírný růst cen, jejich meziměsíční vývoj ale může zůstat značně rozkolísaný.



Zvýšené inflační tlaky zůstávají v sektoru služeb, kde je meziroční inflace jejich cen stále nad 3 % a zhruba stagnuje. Naopak u stavebnictví po výrazné inflaci z posledních let již ceny nerostou tak rychle.

**Ceny výrobců v dalších sektorech (mzr., v %)**

|                              | 05/24 | 06/24 | 07/24 | 08/24 |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Ceny stavebních prací</b> | 1,9   | 1,9   | 1,8   | 1,7   |
| <b>Ceny tržních služeb</b>   | 3,2   | 3,5   | 3,5   | 3,4   |

Zdroj: ČSÚ, Česká spořitelna

**Ceny výrobců v dalších sektorech (mzr., v %)**

|                              | 2021 | 2022 | 2023 | 2024* |
|------------------------------|------|------|------|-------|
| <b>Ceny stavebních prací</b> | 5,1  | 12,4 | 6,0  | 1,9   |
| <b>Ceny tržních služeb</b>   | 1,4  | 5,8  | 5,6  | 3,8   |

Zdroj: ČSÚ, Česká spořitelna; \* dosavadní průměr za letošní rok

### 3. Měnová politika ČNB a kurz koruny

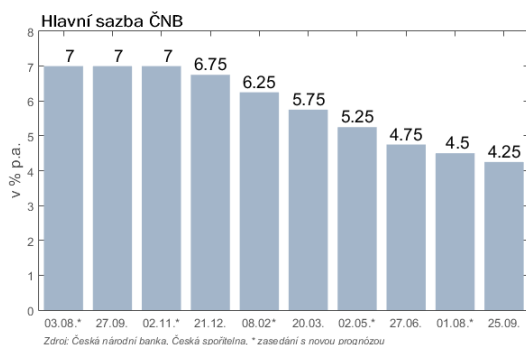
#### Měnová politika ČNB a úrokové sazby

V souladu s očekáváním snížila v září ČNB úrokové sazby o 25 bodů. Hlavní sazba je tak nyní na 4,25 %. Inflace se v české ekonomice stále nachází jen mírně nad inflačním cílem, což platí i pro její očekávanou hodnotu na příští rok. Z tohoto pohledu je tak současná úroveň hlavní sazby ČNB stále vysoká a její postupné a opatrné snižování dává jednoznačný smysl.

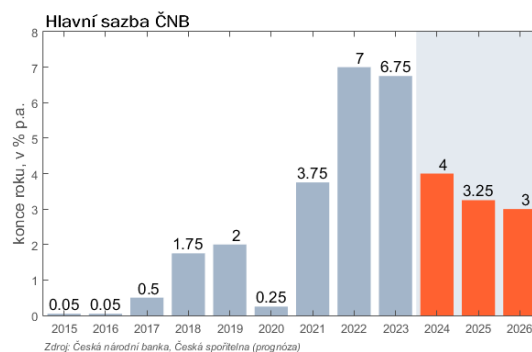
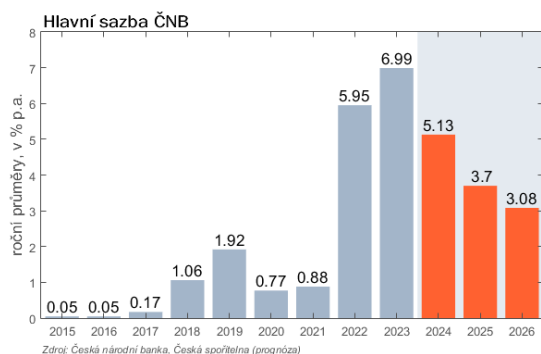
ČNB na tiskové konferenci po zářijovém zasedání neposkytla žádné detailní vodítko pro příští zasedání s tím, že preferuje opatrnost, vytrvání v přísné měnové politice a pečlivé zvážení dalších poklesů sazeb. To je dle nás v souladu s celkovou nejistotou, která zůstává zvýšená, a to oběma směry. A mírně se liší od pohledu trhu, který čeká relativně rychlé snižování sazeb.

Další mírné snížení sazeb o 25 bodů čekáme i pro listopadové zasedání. ČNB bude mít k dispozici novou makro prognózu, která může být zajímavá z toho pohledu, že ta stávající ze srpna již pro zbytek letoška žádné snížení sazeb neobsahovala (což po zářijovém zasedání neplatí).

Výraznou nejistotu stále vidíme pro prosincové zasedání, kde se bude ČNB pravděpodobně rozhodovat mezi poklesem sazeb o 25 bodů a jejich stabilitou, a to podle makro vývoje během podzimu, rizik či měnové politiky ECB a FEDu. Vliv mohou mít i americké volby, pokud by po nich došlo k významnější změně kurzu koruny k euru. Data z poslední doby (slabé Německo a pokles cen pohonných hmot) zvyšují riziko možného snížení sazeb také na prosincovém zasedání. Jasněji ale bude pravděpodobně až na začátku listopadu.



V příštích letech by měla ČNB pokračovat v postupném snižování sazeb. Hlavní sazba by měla dosáhnout 3 %, kde by se proces postupného snižování sazeb měl zastavit. Následný pohyb sazeb pak bude záviset na dalším makro vývoji.



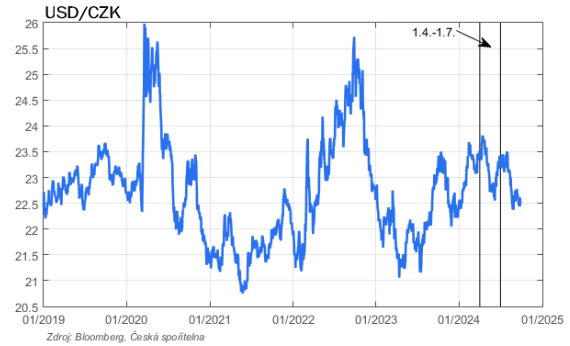
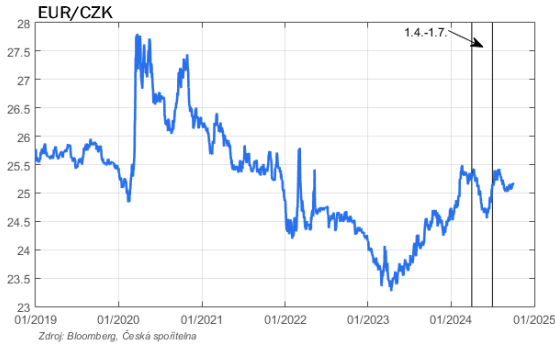
#### Prognóza úrokových sazeb

|            | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|------------|------|------|------|------|------|
| 3M PRIBOR  | 6,28 | 7,12 | 5,01 | 3,71 | 3,14 |
| 6M PRIBOR  | 6,42 | 7,08 | 4,79 | 3,59 | 3,11 |
| 12M PRIBOR | 6,52 | 6,95 | 4,43 | 3,49 | 3,15 |

Zdroj: Bloomberg, Česká spořitelna

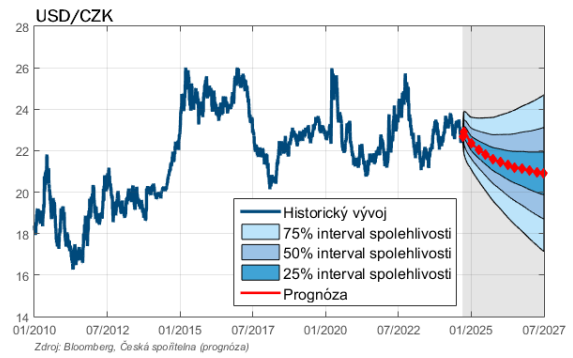
## Kurz koruny

Kurz koruny k euru je v poslední době zhruba stabilní lehce nad hladinou EUR/CZK 25,0. Zasedání ECB i ČNB dopadlo podle očekávání a překvapivě výraznější snížení sazeb FEDu také nemělo zásadnější dopady, když střednědobý pohled trhu na budoucí politiku FEDu se nezměnil. Navíc evropská makro data z poslední doby vliv rychlejšího než očekávaného snížení saze FEDu kompenzovala.



Ve zbytku letošního roku čekáme jen mírné posílení kurzu koruny. To je ale podmíněno jednak pozvolným oživením makro vývoje v Německu, a dále pak také více opatrnou měnovou politikou ČNB, než nyní čeká trh. V opačném případě by ve zbytku letošního roku koruna zůstala poblíž své současné hladiny. Oboustranným rizikem jsou americké prezidentské volby, když po případném vítězství D. Trumpa může koruna oslavit (v případě výhry K. Harris může naopak velmi lehce posílit).

Ze střednědobého pohledu očekáváme také jen velmi mírné posilování koruny, které bude ovlivněné příznivějším vývojem české ekonomiky (včetně zahraniční poptávky) a vyššími sazbami ČNB v porovnání se sazbami ECB.



## 4. Dluhopisy

### Státní rozpočet a finanční potřeba

Deficit státního rozpočtu dosáhl v září letošního roku zhruba 182 mld Kč. Oproti loňskému roku byl zhruba stejný. Celkově tak zůstává deficit stále velmi vysoký, což nejlépe dokládá srovnání s rokem 2019.

#### Saldo státního rozpočtu po měsících (mld. Kč)

|      | 01    | 02     | 03     | 04     | 05     | 06     | 07     | 08     | 09     | 10     | 11     | 12     |
|------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2019 | 8,8   | -19,9  | -9,2   | -29,7  | -50,9  | -20,7  | -9,7   | -15,4  | -21,0  | -19,6  | -38,6  | -28,5  |
| 2022 | 3,9   | -45,3  | -59,1  | -100,1 | -189,3 | -183,0 | -192,7 | -231,1 | -270,9 | -286,7 | -337,1 | -360,4 |
| 2023 | -6,8  | -119,7 | -166,2 | -200,0 | -271,4 | -215,4 | -214,1 | -194,6 | -180,7 | -210,7 | -269,1 | -288,5 |
| 2024 | -26,0 | -102,5 | -105,0 | -153,1 | -210,4 | -178,6 | -192,3 | -175,8 | -181,7 |        |        |        |

Zdroj: Ministerstvo financí

V souvislosti s financováním pomoci při odstraňování škod po povodních zvýšila vláda deficit státního rozpočtu na letošní rok o 30 mld na celkových 282 mld a pro příští rok o 11 mld na 241 mld. Prognózu pro rok 2026 neměníme. Celkově tak stále čekáme jen velmi pozvolné snižování deficitu státního rozpočtu. Konzistentně s navýšením vládních výdajů mírně upravujeme pro letošek i příští rok prognózu pro veřejný rozpočet a dluh. Prognózu pro veřejný deficit i dluh jsme také změnil v návaznosti na nedávnou relativně výraznou revizi HDP.

#### Veřejné finance (prognóza ČS pro 2024-26)

|                          | 2016 | 2017 | 2018 | 2019  | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024        | 2025        | 2026        |
|--------------------------|------|------|------|-------|--------|--------|--------|--------|-------------|-------------|-------------|
| Státní rozpočet (mld.)   | 61,8 | -6,2 | 2,9  | -28,5 | -367,4 | -419,7 | -360,4 | -288,5 | <b>-282</b> | <b>-241</b> | <b>-215</b> |
| Veřejné rozpočty (% HDP) | 0,7  | 1,5  | 0,9  | 0,3   | -5,6   | -5,0   | -3,1   | -3,5   | <b>-3,1</b> | <b>-2,4</b> | <b>-2,0</b> |
| Veřejný dluh (% HDP)     | 36,2 | 33,7 | 31,6 | 29,5  | 36,9   | 40,7   | 42,5   | 42,3   | <b>43,5</b> | <b>44,2</b> | <b>44,4</b> |

Zdroj: Ministerstvo financí, Český statistický úřad, Česká spořitelna

Finanční potřeba by letos měla dosáhnout zhruba 507 mld. Z toho tvoří 282 miliard nutnost pokrytí schváleného deficitu státního rozpočtu, dále pak nutnost refinancovat maturoující dluhopisy ve výši zhruba 167 mld a zbytek jsou plánované emise SPP a další položky. Vysoká finanční potřeba zůstane i v příštích letech, kdy se v ní budou na jedné straně projevovat jen pozvolně klesající deficity státního rozpočtu, na druhé straně se zvýší objem maturoujících dluhopisů.

#### Prognóza finanční potřeby vlády (mld. Kč)

|                           | 2024                        | 2025                        | 2026                        |
|---------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| Deficit státního rozpočtu | 282<br>(3,5 % HDP)          | 241<br>(2,9 % HDP)          | 215<br>(2,4 % HDP)          |
| Splátky SDD (CZK)         | 142,0                       | 250,0                       | 254,6                       |
| Splátky SDD (EUR)         | 25,2                        | 0,0                         | 0,0                         |
| Splátky SSD               | 7,5                         | 11,2                        | 17,6                        |
| Splátky SPP               | 44,8                        | 0,0                         | 0,0                         |
| Splátky úvěrů             | 0,6                         | 0,6                         | 26,3                        |
| Ostatní operace           | 4,4                         | 1,9                         | 2,0                         |
| <b>SUMA</b>               | <b>506,5</b><br>(6,3 % HDP) | <b>504,7</b><br>(6,0 % HDP) | <b>515,5</b><br>(5,8 % HDP) |

Zdroj: Ministerstvo financí (Strategie financování a řízení státního dluhu), Česká spořitelna

Pozn.: SDD – střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy denominované v korunách a eurech, SSD – spořicí státní dluhopisy, SPP – státní pokladniční poukázky, SDD v EUR jsou v korunovém ekvivalentu

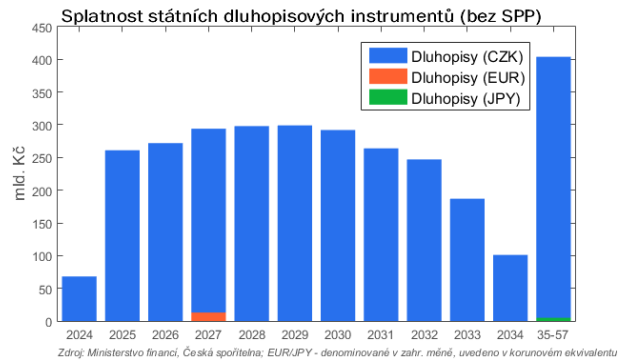
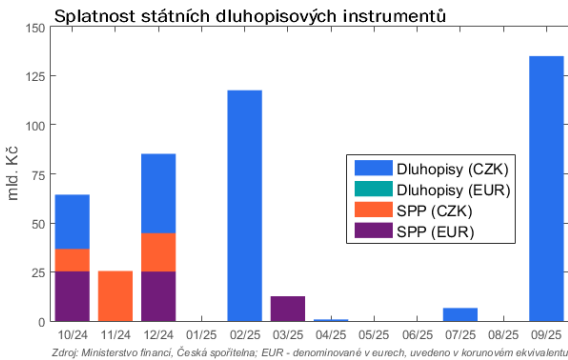
### Emisní aktivita

Celkově pro druhé pololetí letošního roku plánuje/zvažuje MF:

- Emisi korunových střednědobých a dlouhodobých dluhopisů ve výši 150-200 mld v závislosti na ekonomickém vývoji a situaci na trhu;

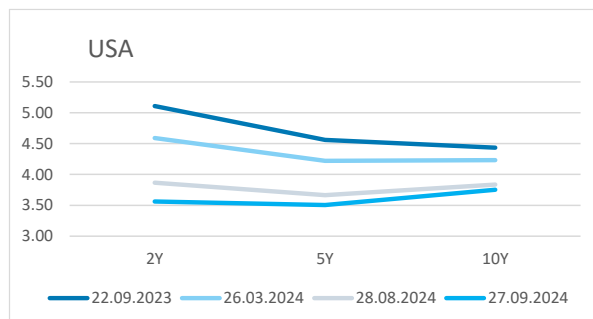
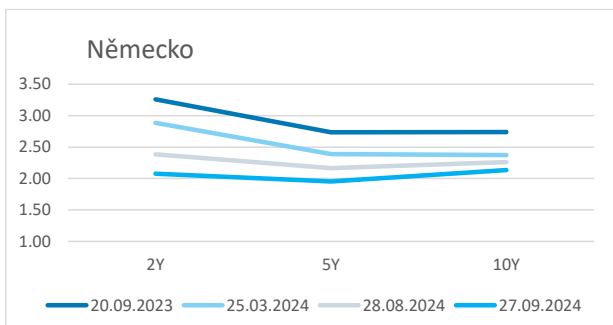
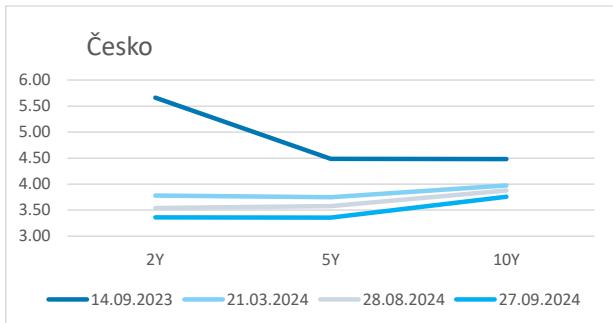
- vydání alespoň jedné nové fixně úročené korunové emise státních dluhopisů, čímž bude naplněn původní plán vydání nejméně dvou nových emisí fixně úročených státních dluhopisů;
- možnost vydání emise státního eurodluhopisu;
- vydávání státních pokladničních poukázek denominovaných v EUR.

Od července letošního roku vydalo MF dluhopisy za necelých 75 mld. To by znamenalo pro zbytek letošního roku potřebu vydat dluhopisy ještě za 75-125 mld. K tomu je ale potřeba přičíst ještě dodatečných 30 mld na obnovu po povodních. Ve zbytku letoška maturují dluhopisy za 68 mld a SPP za 110 mld., z čehož je ale polovina SPP v eurech. Z toho pohledu dává smysl vydat eurodluhopis, nicméně nedá se vyloučit, že si ho MF nechá až na příští rok spolu s tím, jak dále spadnou úrokové sazby.



### Výnosová křivka

Podobně jako u kurzu koruny nedochází v poslední době k výraznějším změnám ani u výnosové křivky. V křivce je zachyceno další očekávané snížení sazeb ČNB i ECB a makro vývoj je zhruba stabilní bez výraznějších překvapení. Vzhledem k tomu, že pro konec letoška čekáme podobné hodnoty výnosů, jaké jsou nyní, tak pro zbytek letošního roku čekáme zhruba stabilní křivku. Vzhledem k nejistotám v globální ekonomice se nicméně významnější pohyb nedá vyloučit, pokud by došlo k naplnění nějakého rizika či změny makro vývoje (očekávané trajektorie sazeb).



Ze střednědobého pohledu čekáme další postupný pokles výnosové křivky. Důvodem budou především klesající sazby ČNB a očekávání jejich dalšího budoucího poklesu, které se do vývoje křivky bude promítat s předstihem. Stejným směrem bude působit i uvolňování měnové politiky v eurozóně. Naopak pokles výnosů bude i nadále brzdit emisní aktivita MF, která zůstane (i přes letošní relativně nízká čísla) střednědobě vysoká. Celkově ale tento pohyb již pravděpodobně nebude výrazný, když v křivce je již rozsah budoucího uvolnění měnové politiky do značné míry zachycen.



**Střednědobá prognóza ČS**

|                              | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Hrubý domácí produkt         | 4,0  | 2,9  | 0,0  | 1,0  | 2,7  | 2,9  |
| Spotřeba domácností          | 4,1  | 0,4  | -2,9 | 1,8  | 2,7  | 2,9  |
| Spotřeba vlády               | 1,5  | 0,4  | 3,5  | 3,3  | 1,8  | 1,7  |
| Celkové investice            | 18,4 | 10,2 | -6,4 | -5,4 | 2,8  | 3,2  |
| Fixní investice              | 6,7  | 6,3  | 2,7  | 0,6  | 3,1  | 3,0  |
| Vývoz zboží a služeb         | 8,0  | 5,2  | 3,1  | 1,7  | 6,1  | 6,5  |
| Dovoz zboží a služeb         | 13,6 | 6,0  | -0,7 | 0,3  | 6,4  | 6,5  |
| Průmyslová produkce          | 6,1  | 2,3  | -0,8 | -1,5 | 2,6  | 3,1  |
| Maloobchodní tržby           | 3,8  | -3,1 | -4,5 | 3,7  | 3,0  | 2,9  |
| <b>Příspěvky k růstu HDP</b> |      |      |      |      |      |      |
| Spotřeba domácností          | 1,9  | -0,3 | -1,4 | 0,8  | 1,2  | 1,3  |
| Spotřeba vlády               | 0,3  | 0,1  | 0,7  | 0,7  | 0,6  | 0,3  |
| Fixní investice              | 0,2  | 0,8  | 1,1  | 0,2  | 0,8  | 0,8  |
| Změna stavu zásob            | 4,7  | 0,8  | -3,3 | -1,7 | -0,1 | 0,0  |
| Čistý export                 | -3,6 | 0,9  | 2,7  | 1,1  | 0,2  | 0,5  |
| <b>Nominální HDP</b>         |      |      |      |      |      |      |
| HDP (mld.)                   | 6306 | 7049 | 7627 | 8003 | 8400 | 8816 |
| HDP (%)                      | 8,2  | 11,8 | 8,2  | 4,9  | 5,0  | 4,9  |
| <b>Veřejné rozpočty</b>      |      |      |      |      |      |      |
| Státní rozpočet (mld.)       | -420 | -360 | -289 | -282 | -241 | -215 |
| Veřejné rozpočty (% HDP)     | -5,0 | -3,1 | -3,5 | -3,1 | -2,4 | -2,0 |
| Veřejný dluh (% HDP)         | 40,7 | 42,5 | 42,3 | 43,5 | 44,2 | 44,4 |
| <b>Trh práce</b>             |      |      |      |      |      |      |
| Míra nezaměstnanosti         | 2,8  | 2,2  | 2,6  | 2,7  | 3,2  | 3,5  |
| Podíl nezaměstnaných osob    | 3,8  | 3,4  | 3,6  | 3,8  | 4,3  | 4,4  |
| Nominální mzdy               | 5,8  | 5,3  | 7,5  | 6,6  | 5,7  | 5,1  |
| Reálné mzdy                  | 1,9  | -8,5 | -2,9 | 4,1  | 3,2  | 2,7  |
| <b>Vnější vztahy</b>         |      |      |      |      |      |      |
| Obchodní bilance (mld.)      | -9   | -205 | 123  | 185  | 150  | 180  |
| Obchodní bilance (% HDP)     | -0,1 | -3,0 | 1,7  | 2,3  | 1,8  | 2,0  |
| Běžný účet PB (mld.)         | -51  | -380 | 90   | 105  | 100  | 120  |
| Běžný účet PB (% HDP)        | -0,8 | -5,6 | 1,2  | 1,3  | 1,2  | 1,4  |
| <b>Cenový vývoj</b>          |      |      |      |      |      |      |
| Celková inflace              | 3,8  | 15,1 | 10,7 | 2,4  | 2,4  | 2,3  |
| Jádrová inflace              | 4,8  | 13,2 | 7,6  | 2,4  | 2,5  | 2,3  |
| Ceny průmyslových výrobců    | 7,1  | 24,3 | 5,0  | 0,8  | 1,5  | 2,2  |

Zdroj: Český statistický úřad, Česká národní banka, Ministerstvo práce a sociálních věcí, Česká spořitelna



## Kontakty

### Odbor Ekonomické a strategické analýzy

[investicnicentrum.cz](https://investicnicentrum.cz)

|   |  |  |  |
|---|--|--|--|
| Hlavní ekonom   | David Navrátil                                   | +420/956 765 439   | dnavratil@csas.cz  |
| Makroekonomický tým:<br>ČR, makroekonomická prognóza<br>ČR a bankovní sektor      | Jiří Polanský<br>Michal Skořepa                  | +420/956 765 192<br>+420/956 765 172                     | jpolansky@csas.cz<br>mskorepa@csas.cz                        |
| Akciový tým:<br>Head, Utilities, Kofola, Colt CZ<br>Světové trhy, PMČR, Gevorkyan | Petr Bártek<br>Jan Bystřický                     | +420/956 765 227<br>+420/705 772 747                     | pbartek@csas.cz<br>jbystricky@csas.cz                        |
| EU Office a sektorové analýzy:  | Tomáš Kozelský<br>Tereza Hrtúsová<br>Radek Novák | +420/956 718 013<br>+420/956 718 012<br>+420/956 718 015 | tkozelsky@csas.cz<br>thrtusova@csas.cz<br>radeknovak@csas.cz |
| Poradenství a strukturální analýzy  | Petr Zahradník                                   | +420/956 765 213   | pzahradnik@csas.cz   |


[@Research\\_sporka](https://www.research-sporka.com)

### Financial Markets - Whosale & Trading and Financial Institutions

|   |  |  |   |
|---|--|--|---|
| Director<br>Group Positioning<br>Markets Strategist   | Roman Choc<br>Robert Novotný<br>Miroslav Plojhar   | +420/724 042 212<br>+420/956 765 817<br>+420/956 765 520   | rchoc@csas.cz<br>rnovotny@csas.cz<br>mplojhar@csas.cz   |
| Corporate Treasury Sales & Structuring  | Tomáš Pícek  | +420/956 765 511   | tpicek@csas.cz  |
| Institutional Fixed Income Sales<br>Institutional Equity Sales<br>Institutional Asset Management<br>Trading<br>Financial Institutions & Correspondent Banking<br>Debt Capital Markets | Ondřej Čech<br>Michal Řízek<br>Petr Holeček<br>Robert Novotný<br>Stanislav Šnajdr<br>Vladimír Stehno | +420/956 765 577<br>+420/956 765 537<br>+420/956 765 453<br>+420/956 765 817<br>+420/956 765 105<br>+420/956 765 844 | oceph@csas.cz<br>mrizek@csas.cz<br>pholecek@csas.cz<br>rnovotny@csas.cz<br>ssnajdr@csas.cz<br>vstehno@csas.cz |

### Financování a poradenství

|  |                                    |                                      |  |
|--|------------------------------------|--------------------------------------|--|
| Ředitel  | Jan Seger                          | +420/956 714 130                     | jseger@csas.cz                         |
| Syndikované a klubové financování                      | Zbyněk Pela                        | +420/956 765 963                     | zpela@csas.cz                          |
| Akviziční financování                                  | Petr Kalužík                       | +420/956 765 280                     | pkaluzik@csas.cz                       |
| Corporate finance<br>Projektové a exportní financování | Antonín Piskáček<br>Lenka Tomanová | +420/956 765 810<br>+420/956 714 020 | apiskacek@csas.cz<br>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 00 174 16 | nora.nagy@erstegroup.com           |
| akcie – sektor farmacie                      | Vladimíra Urbánková | +43 501 00 173 43 | 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               | Rainer Singer       | +43 501 00 173 31 | rainer.singer@erstegroup.com       |
| Head of CEE Macro / Fixed Income Research    | Juraj Kotian        | +43 501 00 173 57 | juraj.kotian@erstegroup.com        |

Tato publikace je považována za doplňkový zdroj informací. Na informace uvedené v ní nelze pohlížet tak, jako by šlo o údaje nezvratné a nezměnitelné. Publikace je založena na nejlepších informačních zdrojích dostupných v době vydání. Použité informační zdroje jsou všeobecně považované za spolehlivé, avšak Česká spořitelna, a.s. ani její pobočky či zaměstnanci neručí za správnost a úplnost informací. Autoři považují za slušnost, že při použití jakékoliv části tohoto dokumentu, bude uživatelem tento zdroj uveden. Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu střetu 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 navrhujících investiční strategií 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>.

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

