

| Čtvrtletní zpráva |

# Ekonomické výhledy

## Investice: vloni motor, letos brzda



**Jan Vejmelek**  
(420) 222 008 568  
jan\_vejmelek@kb.cz



**Viktor Zeisel**  
(420) 222 008 523  
viktor\_zeisel@kb.cz



**Marek Dřimal**  
(420) 222 008 598  
marek\_dřimal@kb.cz



**David Kocourek**  
(420) 222 008 569  
david\_kocourek@kb.cz

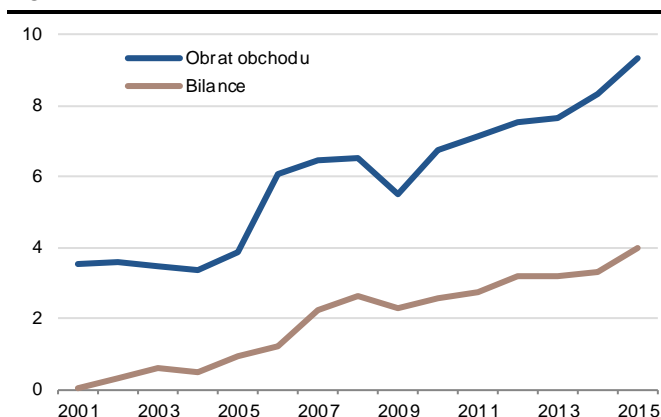


**Jana Steckerová**  
(420) 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz

Posledních několik vydání našeho čtvrtletníku *Ekonomické výhledy* se neslo ve znamení titulů *Chuť utrácet domácnosti neopustí, 2016: třetí rok bez inflace* či před rokem publikovaný *Růst mezd: později, ale přece*. S odstupem času můžeme konstatovat, že se na těchto závěrech v zásadě nic nemění. Ekonomický růst je natolik robustní, že rekordní zaměstnanost se dále zvyšuje a trh práce začíná narážet na své limity. Výsledkem je stále větší tlak na růst nominálních mezd. Ten letos bude atakovat čtyřprocentní růst. Vyplňuje se i nízkoinflační scénář, což znamená i vysoký růst reálných mezd.

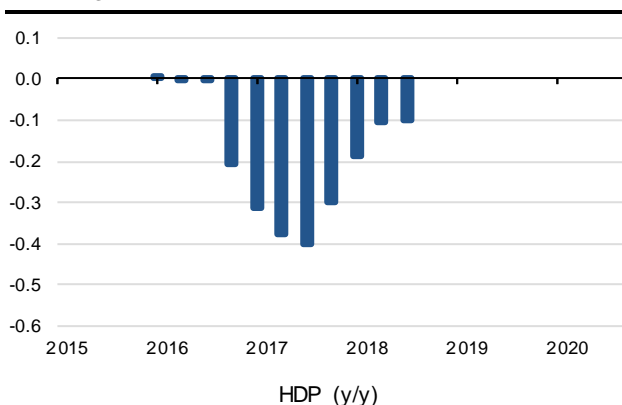
Dlouhodobě upozorňujeme, že loňský více než čtyřprocentní růst české ekonomiky byl dán souhrou celé řady jednorázových faktorů. Po jejich vyprchání letos české hospodářství poroste zhruba polovičním tempem. Zatímco investice vloni ekonomiku táhly, letos jí budou potápět. Dosavadní letošní vývoj totiž potvrdil naše obavy, že loňský boom veřejných investic spolufinancovaných z evropských peněz byl významně, ale dočasně podpořen dočerpáváním evropských peněz z předchozího programového období. Ano, máme tady nové programové období, a jak jsme upozorňovali v únorovém vydání *Ekonomických výhledů*, objemově prostředků výrazně méně není. Veřejná sféra se ale opětovně potýká s pomalým náběhem programových výzev z těchto peněz financovaných. Ještě horší je, že se objevují komplikace v souvislosti s příliš starými posudky dopadu staveb na životní prostředí (EIA) na to, aby mohly být financované z evropských peněz. To bohužel investiční proces ve veřejné sféře pro letošní rok poměrně zásadně ovlivní. Toto je již patrné z objemu vypisovaných stavebních veřejných zakázek. Inženýrské stavitelství tak letos čeká těžký rok. Sektor pozemního stavitelství se pak musí potýkat s problémy kolem územních plánů, které často znemožňují realizovat celou řadu projektů, jak je tomu například v Praze.

Vzájemný obchod Velké Británie a Česka neustále roste, v mld. EUR



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, International Trade Center

Simulace dopadu Brexitu do českého HDP: o kolik by byl český HDP nižší?



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Slabší vstup do roku 2016 ale netrápí pouze českou ekonomiku. Začátek roku vypadal na globálních finančních trzích poměrně divoce a ani z makroekonomického hlediska nebyl z pohledu světové ekonomiky nejvydařenější. Američtí centrální bankéři dokonce výrazně přehodnotili svá očekávání dalšího růstu dolarových sazeb směrem dolů. Jarní měsíce sice přináší známky stabilizace, zůstává ale před námi jedno významné riziko, a to riziko Brexitu. Pravděpodobnost, že Velká Británie opustí Evropskou unii, kvantifikujeme na 45 %. Jednalo by se o tak zásadní událost, že by měla globální dopady. Ve světle toho přinášíme ve speciálních boxech svůj pohled na to, co by tato událost mohla znamenat pro českou ekonomiku a její finanční trhy. Globálně nízkoinflační prostředí oddalující zvyšování dolarových úrokových sazeb či podporující ECB v dalším uvolňování měnové politiky se nevyhýbá ani nám. Vzhledem k revidovanému inflačnímu výhledu vidíme opuštění kurzového závazku nejdříve v Q3 17 s tím, že minimálně další dvě čtvrtletí bude ČNB na trhu aktivní v podobě devizových intervencí, když bude limitovat zvýšenou volatilitu, a to na obě strany. Kvůli předpokládanému přílivu spekulativního kapitálu očekáváme v době exitu negativní úročení bankovních vkladů nad stanovený strop, a to ve výši -0,5 %.

**Jan Vejmělek**

+420 222 008 568

jan\_vejmelek@kb.cz

## Obsah

Střednědobá makroekonomická prognóza ČR .....	4
Vnější prostředí: riziko představuje Brexit .....	4
Spojené státy americké: očekávaný růst sazeb se postupně redukuje .....	4
Eurozóna: Inflační cíl stále v nedohlednu .....	4
Středoevropský region: Růst táhne domácí poptávka .....	5
BOX 1: Brexit – referendum je pouhý začátek .....	7
Makroekonomická prognóza ČR .....	10
Spotřebitelé potáhnou HDP, zatímco investice ho budou brzdit .....	10
HDP výrazně zpomalí kvůli propadu investic .....	10
Nízké investice poškodí průmysl, ale stavebnictví dostane těžkou ránu .....	11
Přebytek zahraničního obchodu posílí .....	12
BOX 2: Ekonomické vztahy České republiky a Velké Británie .....	12
Fiskální politika – vystrážlivění po loňském boomu veřejných investic .....	14
BOX 3: Dopad Brexitu na fiskální politiku a EU fondy .....	16
Spotřebitelé potáhnou HDP .....	16
Výhled pro inflaci zase trochu níž .....	17
Brexit dominuje rizikům prognózy .....	18
BOX 4: Simulace dopadů Brexitu do české ekonomiky .....	19
Klíčové makroekonomické ukazatele .....	20
ČNB Focus .....	21
Nízká inflace povede k dalšímu odsunutí exitu .....	21
Rizika pro exit zůstávají na obou stranách .....	21
Intervenční režim přežije kurzový závazek .....	22
ČNB bude raději intervenovat, než by snížila sazby do záporu. Doba exitu bude výjimkou .....	22
Korunový devizový trh .....	23
Ukončení kurzového závazku čekáme v Q3 17, opuštění intervenčního režimu ale až o dvě čtvrtletí později .....	23
Očekávané opuštění kurzového závazku jsme posunuli na Q3 17 .....	24
BOX 5: Brexit a měnové kurzy .....	24
Po exitu lze v souvislosti s otevíráním a zavíráním spekulativních pozic očekávat zvýšenou volatilitu .....	25
Technická analýza CZK/EUR .....	26
Beztrendový vývoj přetrvává, 27 zůstává klíčovou podporou .....	26
Trh českých vládních dluhopisů a IRS .....	27
Nízké výnosy přetrvávají i ve zbytku roku .....	27
Revize nabídkové strany: nižší výpůjční potřeby, ale vyšší emise CZGB .....	27
Výnosy CZGB .....	28
Podíl nerezidentů na novém maximu .....	28
Rizika: předfinancování roku 2017 by vedlo k rychlejšímu růstu sklonu křivky .....	29
Trh korunových IRS .....	30
Upozornění .....	33

## Střednědobá makroekonomická prognóza ČR

### Vnější prostředí: riziko představuje Brexit



**Jana Steckerová**  
(420) 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz

**Ve srovnání s naší minulou prognózou se růstové vyhlídky Spojených států i eurozóny nepatrně zhoršily.** Společným rysem je to, že růst HDP je tažen domácí poptávkou, což platí i pro země středoevropského regionu. Rizika vývoje zůstávají v podstatě nezměněna. Patří mezi ně případný odchod Velké Británie z EU, zpomalení čínské ekonomiky, vývoj cen komodit či uprchlická krize.

Předpokládaný vývoj vnějších proměnných (průměry)

	1Q 15	2Q 15	3Q 15	4Q 15	1Q 16	2Q 16	3Q 16	4Q 16	1Q 17	2Q 17	3Q 17
Cena ropy Brent (USD/barel)	54,9	62,9	51,3	44,7	35,2	40,0	40,0	40,0	45,0	50,0	55,0
HDP y/y - eurozóna (SG)	1,3	1,6	1,6	1,6	1,6	1,2	1,3	1,4	1,5	1,5	1,5
CPI y/y - eurozóna	1,1	1,0	1,1	1,0	1,2	1,1	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4
EUR/USD	1,13	1,11	1,11	1,10	1,1	1,08	1,07	1,05	1,05	1,06	1,06
1Y EURIBOR	0,3	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research/Economics, Bloomberg

### Spojené státy americké: očekávaný růst sazeb se postupně redukuje

Růst HDP letos dosáhne 1,8 %.

**Ekonomika Spojených států zůstává tažena domácí poptávkou.** Spotřeba domácností je pozitivně ovlivňována vývojem na trhu práce, kde nezaměstnanost již dosáhla NAIRU (míra nezaměstnanosti nezrychlující inflaci), což vytváří tlak na růst mezd a zvyšuje kupní sílu domácností. Jednotkové mzdové náklady již rostou více než 2% tempem. Rozpočty domácností vylepšují i nízké ceny energií, přičemž náklady spojené s dluhy domácností jsou nejnižší za několik posledních dekád. Pozitivně se vyvíjí i situace na trhu nemovitostí. Hypoteční sazby zůstávají na historicky nízkých úrovních, přičemž převaha poptávky nad nabídkou na nemovitostním trhu slibuje další růst investic v této oblasti. K velkým změnám nedošlo ani na straně faktorů, které růst brzdí. Řadí se mezi ně silný dolar, nižší investice v energetickém sektoru a utaženější podmínky na finančním trhu. Podle ekonomů SG 22% aprece dolaru, která začala v létě 2014, ubere z růstu HDP v letošním roce 0,9 %, přičemž omezení investic v energetickém sektoru ubere dalších 0,4 %. Sečteno podtrženo, růst HDP by podle ekonomů SG měl v letošním roce dosáhnout 1,8 %, příští rok by pak měl mírně akcelarovat na 2,2 %.

Očekávání ohledně zvyšování úrokových sazeb se značně zredukovala.

**Směrem nahoru by se v letošním roce měly vydat i spotřebitelské ceny.** Díky vývoji na trhu práce a na nemovitostním trhu jádrové ceny rostly v posledních měsících rychleji, než čekal trh. Růst by měla i celková inflace, která by na konci letošního roku měla dosáhnout 2 %. Pokud jde o inflaci, dělají americké centrální bance vrásky především inflační očekávání. Obavy z jejich dalšího poklesu, vývoje světové ekonomiky a také vývoje na finančních trzích vedly v březnu Fed k přehodnocení výhledu na úrokové sazby. Fed nyní počítá pouze s dvojnásobným zvýšením sazeb v letošním roce, když předtím medián sazeb počítal se čtyřmi zvýšeními. Podle ekonomů SG však Fed letos přistoupí ke zvýšení sazeb jenom jednou, a to ve druhé polovině letošního roku. V příštím roce by měl Fed podle SG zvýšit sazby celkem čtyřikrát.

### Eurozóna: Inflační cíl stále v nedohlednu

Inflace letos dosáhne v průměru 0,4 %.

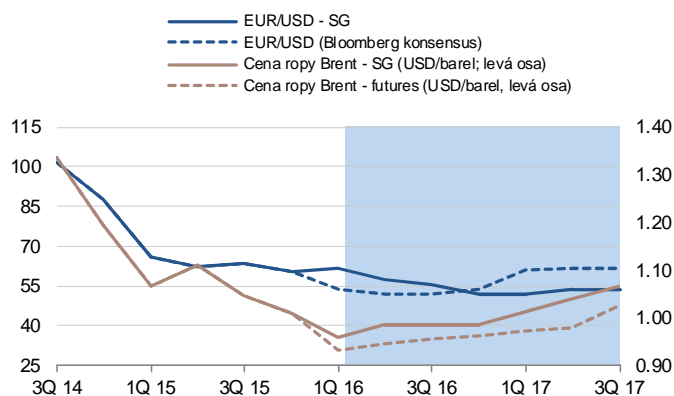
**Odhad růstu HDP pro rok 2016 ekonomové SG revidovali směrem dolů z původních 1,6 % na 1,5 %.** Důvodem k revizi je očekávání nižšího příspěvku čistých exportů do růstu HDP a vývoj situace na finančních trzích. Inflace v eurozóně zůstává stále na nízkých úrovních.

Podle ekonomů SG se do letošního léta bude pohybovat na úrovních kolem nuly, přičemž ve druhé polovině roku by díky bazickým efektům měla začít stoupat. Za celý letošní rok však její průměr zřejmě dosáhne pouze 0,4 %. Na počátku roku 2017 by inflace měla dočasně akcelarovat k úrovni okolo 2 %, v průměru se však v období let 2016 – 2020 bude pohybovat kolem 1,6 %. To je stále výrazně pod 2% cílem ECB.

Prezident Draghi prostor pro další snížení sazby nevidí.

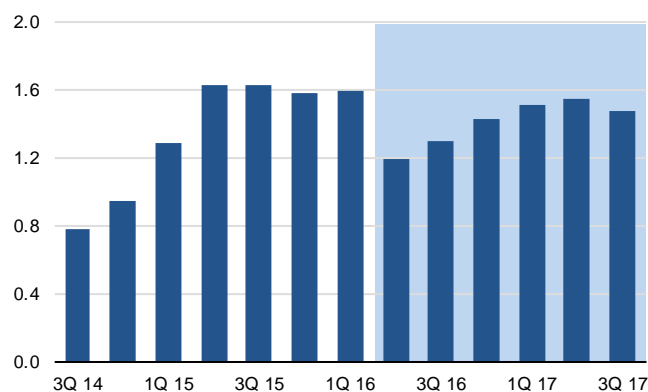
**Evropská centrální banka ve snaze přiblížit inflaci k cíli přišla v březnu s dalším balíčkem opatření.** Snížila všechny klíčové úrokové sazby, přičemž depozitní sazbu posunula dolů o dalších 10 bb na -0,4 %. Prezident Draghi ale zároveň uvedl, že v tuto chvíli již prostor pro další snížení úrokových sazeb nevidí. Měsíční objem nakupovaných aktiv byl s platností od dubna zvýšen o 20 mld. EUR na 80 mld. EUR. Mezi aktiva, která bude moci ECB nakupovat, byly nově zahrnuty i korporátní dluhopisy investičního stupně. Od června také odstartuje nový program čtyřletých TLTRO II, přičemž úročení peněz v rámci tohoto programu se bude pohybovat od -0,4 % do 0 % podle objemu poskytnutých úvěrů. Vzhledem k tomu, že v letošním roce bude inflace díky bazickým efektům stoupat, nelze od ECB očekávat příliš mnoho dalších akcí. Hlavní otázkou je, jaké kroky ECB podnikne v letech 2017 a dále, pokud se inflace bude stále držet pod jejím cílem. Zatím se nezdá, že by měla chuť jít do nákupů akcií či bankovních dluhopisů. Podle ekonomů SG je mnohem pravděpodobnější, že ECB prodlouží program nákupů aktiv do konce roku 2017, prodlouží program TLTRO, popřípadě ho rozšíří i na hypoteční úvěry.

Ceny ropy a kurz USD/EUR



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, KB, SG Cross Asset Research/Economics, Bloomberg

HDP v eurozóně (% , y/y)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, KB, SG Cross Asset Research/Economics, Bloomberg

Silný trh práce v Německu podporuje spotřebu domácností

**Německá ekonomika by v letošním a v příštím roce měla vzrůst o 1,4 %.** Hlavním zdrojem růstu zřejmě zůstane soukromá spotřeba, zatímco investice budou i nadále utlumené, přičemž čisté exporty část růstu umažou. Spotřeba domácností je podporována dobrou situací na trhu práce. Počet volných pracovních míst dosahuje rekordních úrovní, zatímco pomalý růst inflace vylepšuje reálný disponibilní důchod domácností. Inflace by totiž v letošním roce měla podle ekonomů SG dosáhnout v průměru 0,5 %, v příštím roce pak 1,8 %. Rizika jsou podle jejich názoru vyvážená. Směrem nahoru by ve druhé polovině roku měly inflaci tlačit ceny ropy, naopak riziko představuje nižší růst mezd, který by mohl nastat v důsledku slabší zahraniční poptávky a přílivu nové pracovní síly (uprchlíci).

### Středoevropský region: Růst táhne domácí poptávka

Inflace v regionu zůstává na nízkých úrovních.

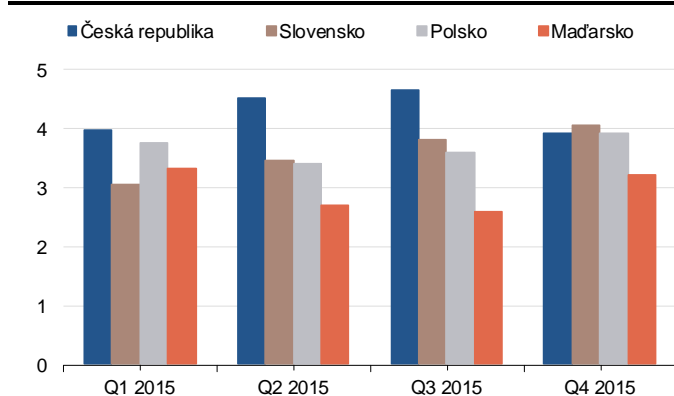
Inflace se ve středoevropském regionu stále drží na velmi nízkých úrovních. V kladném teritoriu se nachází pouze v České republice (+0,3 % y/y v březnu). V Maďarsku se po pěti měsících růstu opět propadla do červených čísel a lépe na tom není ani Polsko, kde se

spotřebitelské ceny drží v záporu již od července 2014 (-0,9 % y/y v březnu 2015). Inflační obrazy nevyplývá ani Slovensko, které se topí v deflaci již od roku 2014. Přestože by spotřebitelské ceny v regionu měly začít postupně stoupat, dosažení inflačních cílů jednotlivých centrálních bank se hned tak nedočkáme. V České republice by inflace měla dosáhnout cíle centrální banky v příštím roce. Pro Slovensko a Polsko bude úspěch, pokud se do konce letošního roku vymaní alespoň z deflace (ekonomové KB a SG předpokládají výstup z deflace nejdříve v Q3 16). Lépe na tom nebude ani Maďarsko, které podle maďarské centrální banky dosáhne inflačního cíle nejdříve v H1 18 a ostatně ani Polsku se podle ekonomů SG 2,5% inflačního cíle zřejmě nepodaří dosáhnout dříve než v roce 2018.

Centrální banky udržují uvolněnou měnovou politiku.

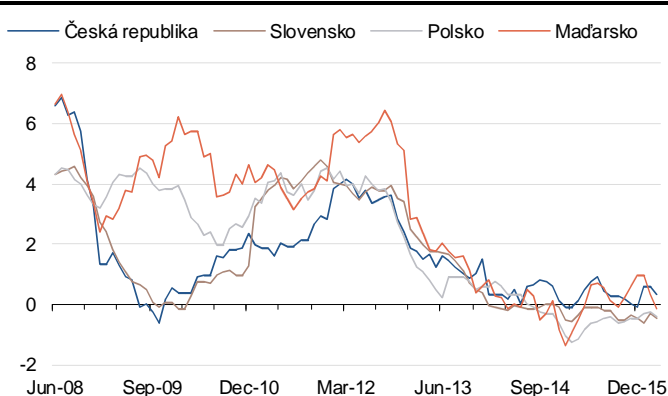
Vývoji inflace odpovídá i nastavení měnové politiky jednotlivých centrálních bank. Zatímco Česká národní banka stále drží svůj kurzový závazek na úrovni 27 CZK/EUR a podle našich předpokladů ho neukončí dříve než v Q3 17, maďarská centrální banka znovu obnovila cyklus snižování úrokových sazeb. Nejprve překvapivě snížila sazby o 15 bb na 1,2 % v březnu, přičemž v dubnu následovalo snížení o dalších 15 bb na 1,05 %. V tiskové zprávě po dubnovém zasedání navíc MNB zmínila, že dosažení inflačního cíle může vyžadovat ještě další nepatrné uvolnění měnové politiky. To je ostatně i v souladu s očekáváním analytiků SG, kteří předpokládají pokles klíčové sazby až na 0,9 %. Polská centrální banka podle ekonomů SG ponechá úrokové sazby v následujících měsících beze změny na úrovni 1,5 %. Změnu by mohlo doznat nastavení inflačního cíle, který je v současné době stanoven na 2,5 % +/- 1 pb. Podle ekonomů SG by centrální banka k tomuto kroku mohla přistoupit v rámci projednávání strategie měnové politiky pro rok 2017, přičemž podle jejich názoru by optimálním řešením bylo zvolení asymetrického inflačního cíle, tedy inflace ne vyšší než 2,5 %.

Středoevropský region: HDP (% y/y)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Eurostat

Harmonizovaná inflace (% y/y)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Eurostat

Prostor pro posílení regionálních měn je limitovaný.

Maďarský forint po březnovém snížení úrokových sazeb postupně oslabil až na 315 HUF/EUR. Postupně však své ztráty umazal a posílil zpět pod úroveň 310 HUF/EUR. Reakce na poslední snížení sazeb byla již méně výrazná a v současné době se kurz pohybuje kolem úrovně 312 HUF/EUR. Analytici SG očekávají, že kolem této úrovně bude kurz oscilovat i v následujících měsících, přičemž ve H2 16 by měl mírně oslabit směrem k 316 HUF/EUR. Polský zlotý měl od poloviny ledna tendenci ztrácet, když mu zasadila ránu agentura Standard & Poor's, která snížila rating země z A- s pozitivním výhledem na BBB+ s výhledem negativním. V současné době se kurz nachází poblíž úrovně 4,4 PLN/EUR, přičemž domácí faktory příliš velké naděje na posílení neslibují. Již v květnu (13. 5.) je zde riziko, že agentura Moody's přistoupí k revizi ratingu země na A2 s negativním výhledem (současný rating je A2 se stabilním výhledem). Důvodem jsou obavy ze zhoršení situace veřejných financí v důsledku

kroků nové vlády. Vyřešena stále není ani konverze hypoték denominovaných ve švýcarských francích (zhruba 137 mld. PLN, 7,8 % HDP) do domácí měny. Nový prezidentský návrh zákona by měl být projednáván v parlamentu v červnu, přičemž náklady pro bankovní sektor by neměly přesáhnout 10 mld. PLN. Navzdory dobré makroekonomické situaci jsou tedy vyhlídky polského zlotého na posílení limitované. Podle ekonomů SG se bude kurz na konci H1 16 nacházet na úrovni 4,38 PLN/EUR, na konci letošního roku pak na 4,30 PLN/EUR.

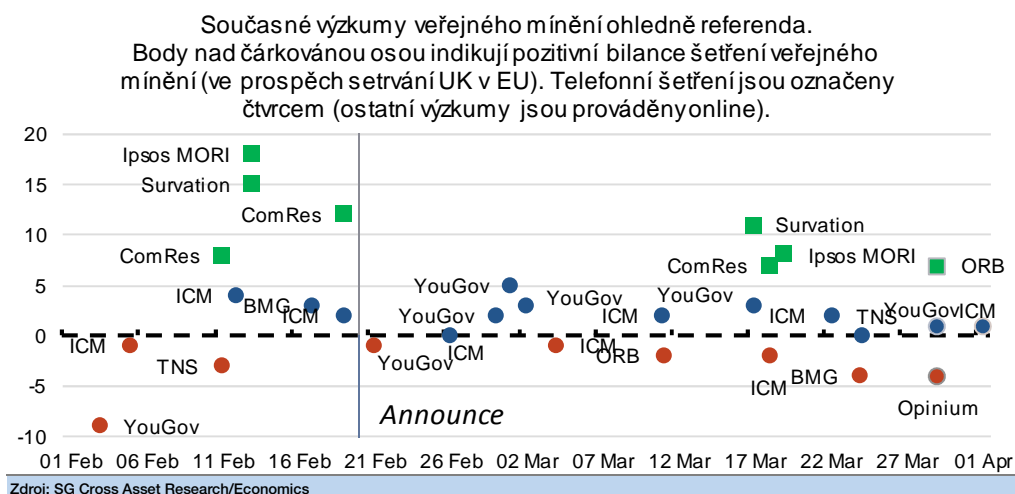
**Fiskální politika stimuluje  
hospodářský růst.**

Hlavním zdrojem růstu ve středoevropském regionu zůstává domácí poptávka. Chuť domácností utrácet je podporována nejen pozitivním vývojem na trhu práce, ale i opatřeními jednotlivých vlád, která vylepšují rodinné rozpočty. Maďarská vláda snížila od ledna daň z příjmu fyzických osob o 1 procentní bod, zvýšila daňový odpočet pro rodiny se dvěma dětmi, o 5,7 % zvýšila minimální mzdu. Reálné mzdy státních zaměstnanců v lednu meziročně vzrostly dokonce o 10,8 %, přičemž nezaměstnanost je nejnižší od roku 2004 (6,1 % v březnu). Podobně je na tom Polsko, kde opatření vlády také stimulují spotřebu. Od prvního dubna vešel v platnost balíček 500+, který přináší finanční podporu pro každé druhé a další narozené dítě bez ohledu na výši příjmů rodiny. Podle ekonomů SG by toto opatření mohlo zvýšit soukromou spotřebu o 1,0 – 1,3 pb v následujících čtvrtletích a HDP o 0,2 – 0,3 pb. Zatímco fiskální politika růst HDP v regionu podporuje, zpomalení investic v důsledku náběhu nového programového období pro čerpání peněz z fondů EU tempo růstu HDP brzdí. HDP v Polsku by mělo v letošním roce vzrůst o 3,6 %, na Slovensku o 2,7 %, v Maďarsku o 2,8 % (předpověď maďarské centrální banky) a v České republice o 2,1 %.

### BOX 1: Brexit – referendum je pouhý začátek...

**Britská vláda vyhlásila referendum o setrvání své země v Evropské unii na 23. června.** Kampaň byla odstartována již 15. dubna, tedy deset týdnů před konáním referenda. Jaká je pravděpodobnost, že Británie z EU skutečně vystoupí? Co by takovýto výsledek pro Velkou Británii znamenal? Jaké další kroky by následovaly? Na tyto otázky odpovíme v následujících odstavcích (více informací lze nalézt v reportu SG - *What if...? The Brexit Briefing*<sup>1</sup>).

## Výsledky výzkumů veřejného mínění ohledně referenda



**Pravděpodobnost brexitu odhadují ekonomové SG na 45 %.** Podle průzkumů veřejného mínění osciluje počet voličů pro i proti kolem 40 %. Sázkové kanceláře, které například při

<sup>1</sup> <https://doc.sqmarkets.com/en/3/0/393691/177502.html?sid=4c80899876cea82e5ac543ff379a52bc>



odhadování výsledků britských voleb v květnu 2015 byly přesnější než průzkumy veřejného mínění, však vidí pravděpodobnost vystoupení z EU pouze na 30 %.

**Pokud by však britští voliči přece jen rozhodli, že v EU setrvat nechtějí, odstartovali by tím velmi složitý a dlouhý proces.** Vystoupení z EU se řídí článkem 50 Smlouvy o Evropské unii. Podle něho musí vystupující stát své rozhodnutí nejprve oznámit Evropské radě. Na samotný proces vystoupení z EU stanovuje článek 50 Smlouvy o EU období dvou let. Během této doby budou pro Velkou Británii platit stejná pravidla jako doposud, pouze se nebude smět účastnit jednání Rady ministrů či Evropské rady. Pokud by se však Británii během tohoto dvouletého období nepodařilo vyjednat všechny potřebné dohody, mohla by skončit v určitém vakuu. Pro prodloužení této ochranné lhůty by se muselo vyslovit všech 27 členských států, což zdaleka není samozřejmé. Pokud by se nepodařilo lhůtu na vystoupení z EU prodloužit a zároveň ještě nebyla vyjednána pravidla nová, musela by se VB začít řídit pravidly Světové obchodní organizace (WTO). To by znamenalo uvalení mnohdy nemalých cel na britské zboží, které se doposud v rámci jednotného trhu pohybovalo volně. Nicméně ani zapojení do Světové obchodní organizace by se nemuselo obejít bez problémů. Británie by totiž o svém zapojení bez záštity EU musela jednat se všemi 161 členy Světové obchodní organizace.

Vzhledem k tomu, že si VB musí vyjednat nejen podmínky svého odchodu z EU, ale i nastavit pravidla dalšího fungování jak se zeměmi EU, tak i zeměmi mimo, bude celý proces velmi náročný a dlouhý. Podle dokumentu vydaného samotnou britskou vládou (HM Treasury) se může dokonce jednat o dekádu či ještě delší období. To, že se může jednat o velmi dlouhý proces, dokazují například jednání o uzavření dohody o podmínkách volného obchodu mezi Kanadou a evropskou unií (CETA – Komplexní hospodářská a obchodní dohoda), jejíž přípravy začaly již v roce 2008 a která stále ještě není uzavřena.

Kromě řízení se pravidly Světové obchodní organizace by připadala v úvahu ještě další řešení, která by ovšem také byla spojena s určitými nevýhodami:

**1. Členství v Evropském hospodářském prostoru (EHP) a v Evropském sdružení volného obchodu (ESVO).** Díky smlouvě uzavřené mezi ESVO a EU, mohou členské státy EHP (Norsko, Island, Lichtenštejnsko) využívat výhod volného pohybu zboží, služeb, osob a kapitálu mezi EU a EHP. Nevýhodou ovšem je, že na státy EHP se vztahuje velká část legislativy schválené v rámci EU (Norsko přejímá přibližně 75 % veškeré legislativy EU), zatímco ony samy se na jejím schvalování podílet nemohou. Navíc musí přispívat i do rozpočtu EU (v přepočtu na jednoho obyvatele Norsko nyní přispívá podobnou částkou jako Velká Británie). Podle odhadů ekonomů SG by tato varianta stála Velkou Británii 0,5-1,0 pb HDP v průběhu následujících deseti let.

**2. Bilaterální smlouvy a členství v Evropském sdružení volného obchodu (ESVO).** Touto cestou se vydalo Švýcarsko, které po odmítnutí členství v EHP uzavřelo s EU 120 bilaterálních dohod. Zároveň však nemusí automaticky přejímat legislativu EU. Bohužel ten, kdo zde má větší vyjednávací sílu, je pochopitelně EU. EU při uzavírání bilaterálních sektorových dohod požaduje plné přijetí relevantních právních norem, včetně všech budoucích dodatků. Osvobození se od povinného přijímání legislativy EU je do značné míry iluzorní. Dále je zde také otázka za jakých podmínek a také za jakou dobu by se VB podařilo všechny tyto dohody uzavřít.

**3. Celní unie.** Jejím příkladem může být celní unie Turecko – EU. V rámci celní unie je daná země povinná dodržovat společnou obchodní politiku a také jednotný celní sazebník vůči



třetím zemím. Problémem je, že se daná země nemůže jednat s třetími zeměmi účastnit, přičemž podmínky, které EU sjedná, je povinná přijmout. V tomto případě by také VB mohla přijít o výhodu tzv. passportingu, který umožňuje finančním institucím otvírat své pobočky v ostatních zemích EU bez schválení regulátora dané země. Náklady této varianty by tak byly pochopitelně vyšší než u variant 1 a 2.

**4. Zóna volného obchodu mezi Velkou Británií a EU.** Británie by se mohla pokusit dojednat všeobecnou dohodu o volném obchodu s EU.

**Problémem ovšem není pouze otázka přístupu Velké Británie na jednotný trh.** Vyřešit by se musela i otázka statutu občanů VB žijících či pracujících v jiných zemích EU (zhruba 2 miliony lidí) a naopak občanů EU ve VB. Nejistá by byla i pozice Londýna jako centra finančních služeb. Vše by záleželo na dohodách vyjednaných v průběhu dvouletého přechodného období a tedy i ochotě členských států EU vyjít Velké Británii vstříc.

**Jana Steckerová**  
+420 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz

# Makroekonomická prognóza ČR



**Viktor Zeisel**  
(420) 222 008 523  
viktor\_zeisel@kb.cz

## Hlavní změny

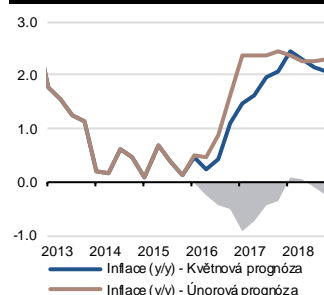
### HDP:

HDP letos zpomalí kvůli citelnému úbytku investic. Revidovali jsme tak svou předpověď pro růst HDP z 2,3 % na 2,1 %.

### Inflace:

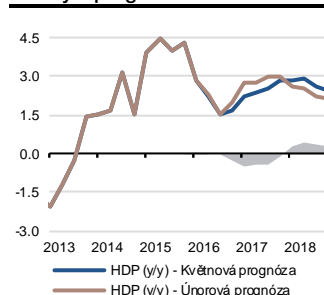
Svůj letošní inflační výhled jsme revidovali z 0,9 % na 0,6 % hlavně kvůli nižším dovozním cenám a nižším cenám potravin.

## Změny v prognóze inflace



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

## Změny v prognóze HDP



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

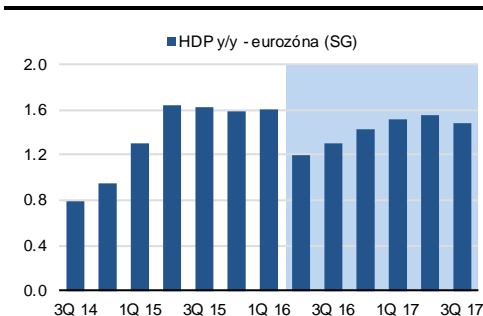
## Spotřebitelé potáhnou HDP, zatímco investice ho budou brzdit

I když hospodářský růst eurozóny v posledním čtvrtletí loňského roku zpomalil pouze mírně, dynamika českého HDP se v Q4 15 propadla. Za tímto propadem je dřívější ústup investiční aktivity. Právě tvorba fixního kapitálu zřejmě srazila i český HDP i na počátku roku. Letošní růst bude podporován domácí poptávkou, slušným výkonem zahraničního obchodu díky dobré exportní výkonnosti na jedné straně a nižšími investicemi snižujícími importy na straně druhé. Celkově očekáváme pro tento rok snížení růstu HDP na 2,1 %. Inflace zůstane utlumená, když by v průměru měla dosáhnout pouze 0,6 %.

Volatilita na finančních trzích na přelomu roku se projevila i v reálné ekonomice a hospodářský růst v eurozóně ke konci roku 2015 zpomalil. Nicméně se ukázalo, že toto zpomalení bylo pouze dočasné, což dokazuje zejména domácí poptávka. **Tento rok by růst eurozóny mohl zopakovat svůj loňský výsledek ve výši 1,5 %.** Restriktivní fiskální politika stále brání realizaci větších infrastrukturních projektů, což se odráží ve slabším vývoji tvorby fixního kapitálu. K tomu, aby eurozóna včetně Německa zvýšila svůj růst i potenciál, nutně potřebuje deregulaci a reformu. Jinak se obnovy investiční aktivity nedočká a růst bude muset nadále spoléhat pouze na spotřebu. Její růst těží z nízkých cen pohonných hmot a celkově velmi nízké inflace. V Německu výrazně roste objem vyplacených mezd díky rekordní zaměstnanosti. Růst platů ale zatím zůstává utlumený. **Současný příliv migrantů udrží mzdový růst nízko, ale mohl by podnítit uvolňování fiskální politiky a ještě tak podpořit spotřebu.** Rizikem však je, že zvýšené výdaje v souvislosti s uprchlickou krizí budou chybět při investicích do infrastruktury.

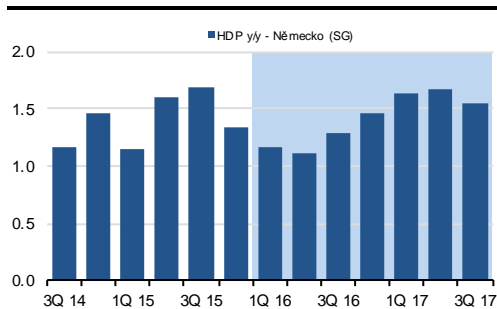
Inflace v eurozóně zůstane nízká, podle ekonomů SG v průměru na 0,5%. Nicméně očekávají, že ke konci roku výrazně zrychlí a díky efektu statistické základny dosáhne na inflační cíl ve výši 2 %. Poté by měla inflace znovu zvolnit a dlouhodobě dosahovat 1,6 %. **Z vnějšího prostředí tedy výrazné inflační tlaky neočekáváme.**

## SG čeká zpomalení v eurozóně ...



Zdroj: SG Cross Assest Research, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## ... i v Německu



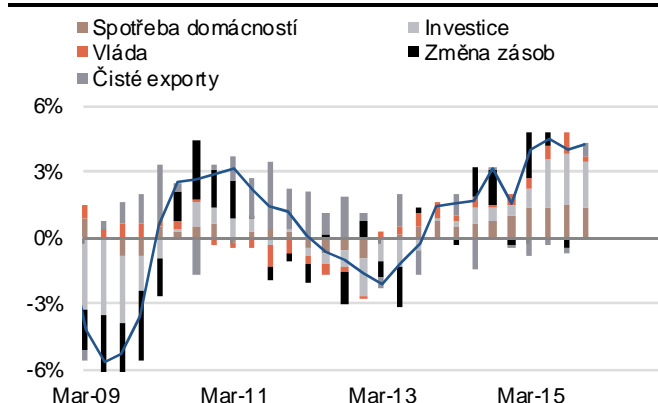
Zdroj: SG Cross Assest Research, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## HDP výrazně zpomalí kvůli propadu investic

V roce 2015 byl ekonomický růst vystřelen drtivým nárůstem investic. Ty se zvýšily o 7,4 % a do hospodářského růstu přispěly 1,9 pb. Staly se tak největším přispěvatelem HDP. Vývoj v letošním roce se přehoupne do druhého extrému. Tvorba fixního kapitálu se stane největší brzdou ekonomického růstu, když podle našeho odhadu poklesne o 1,6 % a z letošního růstu HDP tak uřízne 0,4 pb. V loňském roce byly investice nafouknuty

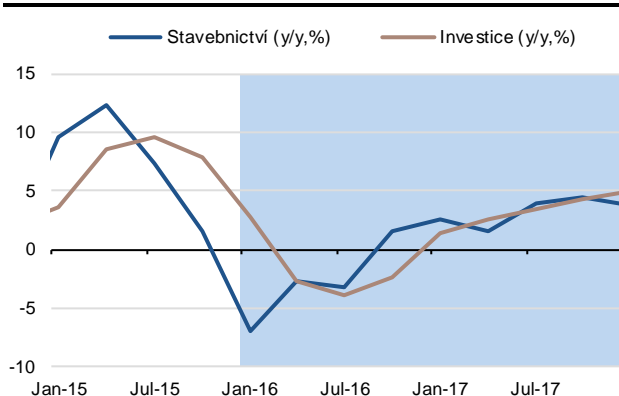
veřejným sektorem, který na poslední chvíli dočerpával prostředky z programového období 2007-2013. **Tento přísun peněz v letošním roce víceméně vyschne, když náběh nového programového období bývá pomalý a provázejí ho problémy. Navíc přibyl ještě další důvod pro pokles investic. Zanedbaný problém studií Vyhodnocení vlivů na životní prostředí (EIA) u velkého množství staveb způsobí, že EU se nebude podílet na financování staveb, kde chybí posudky podle nových pravidel.** To se týká plánovaných staveb za přibližně 130 mld. CZK. Než budou hotové nové posudky, uplyne minimálně jeden rok. Vláda sice pravděpodobně zafinancuje některé projekty zcela ze svého (může se stavět i bez nové EIA), takže propad veřejných investic nebude tak rozsáhlý, nicméně to vykompenzuje pouze menší část výpadku. Abychom vyčíslili dopad snížení veřejných investic, podívali jsme se do věstníku veřejných zakázek. Zde pozorujeme výrazný propad poptávky po stavebních pracích. Naše analýza ukazuje na snížení zhruba o 25 % kolem přelomu loňského a letošního roku. Vzhledem k tomu, že veřejné investice tvoří přibližně 20 % z tvorby hrubého fixního kapitálu, očekáváme, že za první pololetí veřejný sektor sníží celkovou dynamiku investiční aktivity o 5 pb. Naproti tomu pozice soukromé sféry zůstává silná. Úrokové míry zůstávají nízké, hlavní obchodní partneři vykazují růstové trendy a ČNB udržuje slabou korunu. To znamená, že investiční podmínky pro nefinanční podniky jsou připraveny. Nicméně některé z nich ještě počkají na start operačních programů a využijí dotací z EU.

Investice táhly růst v loňském roce



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Investice se propadnou a stáhnou s sebou stavebnictví



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Průmysl profituje ze silné zahraniční poptávky po autech.

### Nízké investice poškodí průmysl, ale stavebnictví dostane těžkou ránu

Vysoký růst investic v loňském roce podpořil jak průmysl, tak zejména stavebnictví. **Naše hrubé odhady ukazují, že 1% růst investic zrychluje průmyslovou produkci o 0,2 pb, zatímco u stavebnictví se jedná dokonce o 0,8 pb.** Navíc se domníváme, že v případě veřejných investic je tento dopad ještě výraznější. Nedostatek infrastrukturních projektů je tak velký, že ohrožuje celý sektor inženýrského stavitelství, který tento rok pravděpodobně bude muset projít restrukturalizací. Pozemnímu stavitelství se bude dařit o poznání lépe. Zlepšující se situace domácností zvyšuje poptávku po bydlení, což už se výrazně projevuje v nabídkových cenách bytů. Brzdou pozemního stavitelství je nedostatek stavebních parcel v Praze. Navíc absence metropolitního územního plánu vytváří nejistotu pro developery. **Situace ve stavebnictví je vážná a letní měsíce budou obzvlášť kritické. Očekáváme, že tento sektor letos klesne o 2,8 %.**

I když průmysl také do jisté míry závisí na investiční aktivitě, veřejné investice nehrají tak v průmyslu tak velkou roli jako ve stavebnictví. Průmyslové podniky těží ze silící zahraniční poptávky. Zejména automobilový průmysl využívá rostoucí poptávku po autech v eurozóně.

Loňský rok v průmyslu byl navíc poznamenán výpadky v energetickém a chemickém sektoru. Produkce energií se již normalizovala v prvních měsících roku. Havárie v litvínovské rafinerii, která způsobila výpadek v chemickém průmyslu, by měla být za námi v létě, když by měl být spuštěn nový provoz. **Tyto faktory by měly vykompenzovat propad veřejných zakázek. Průmyslová výroba by měla zpomalit z loňských 4,6 % (WDA) na 3,6 % (WDA) letos.**

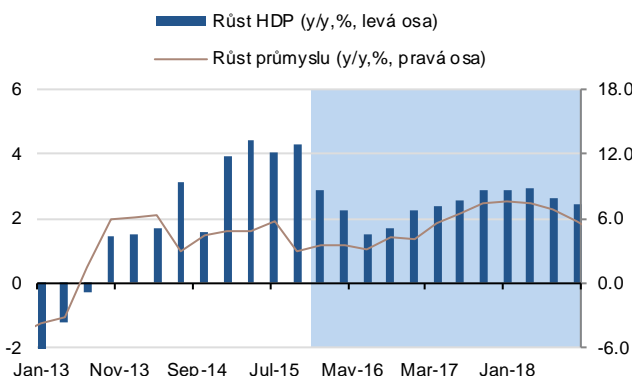
### Přebytek zahraničního obchodu posílí

Zahraniční obchod tento rok zvýší svůj přebytek v nominálním vyjádření. Na importní straně působí nižší investice, které jsou velmi dovozně náročné. Navíc utlumené ceny komodit stále hrají ve prospěch nízkých nominálních dovozů. Na druhé straně silná domácí spotřeba vyvolá potřebu importu konzumních statků. I když spotřeba není tak dovozně náročná jako investice, necelá polovina spotřebovaných statků je dovážena ze zahraničí. Navíc i silnější vývozní aktivita zvýší dovozy.

Měsíční indikátory vývozu na začátku letošního roku výrazně pozitivně překvapily. Spotřebitelé v eurozóně poptávají auta a český průmysl z této situace těží. Ekonomický růst v eurozóně a v Německu zůstává stále slušný, a tak se domníváme, že zahraničnímu obchodu se letos bude dařit. **Přebytek exportů nad importy by měl letos dosáhnout rekordní hodnoty a přispět 0,8 pb do růstu reálného HDP. Vnější pozice české ekonomiky tak zůstává velmi silná, když očekáváme, že běžný účet dosáhne přebytku 1,4 % HDP poté, co vloni vykázal pozitivní bilanci 0,9 %.**

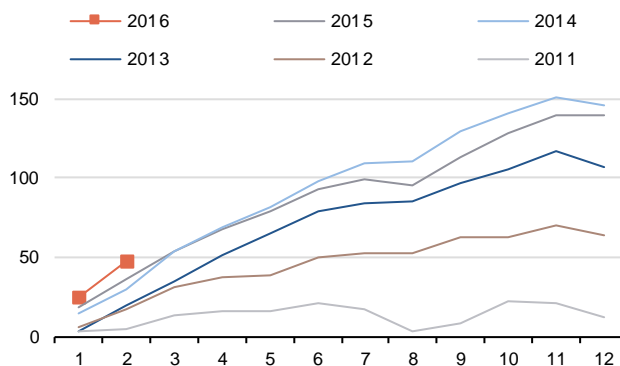
Dovozní dynamika bude tlumena klesajícími exporty. Vývozem se daří díky zahraniční poptávce.

### Růst průmyslové produkce zpomalí



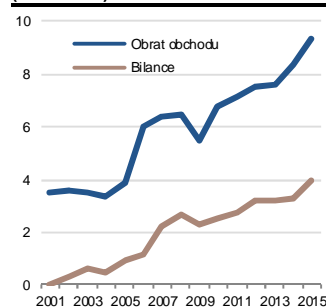
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Zahraniční obchod směřuje k rekordnímu přebytku



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Vzájemný obchod VB a ČR (mld. EUR)



Source: International Trade Center, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### BOX 2: Ekonomické vztahy České republiky a Velké Británie

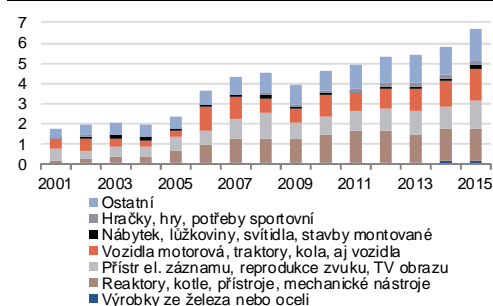
Pokud britští voliči v referendu schválí odchod VB ze struktur EU bude to prvopočátek procesu, který bude rozprostřen minimálně do celých dvou let, jak definuje článek 50 smlouvy o EU. Během tohoto období bude VB fungovat jako právoplatný člen EU alespoň, co se obchodních vztahů týče. V krátkém horizontu se na obchodních vztazích obou ekonomik nic měnit nebude. S blížícím se koncem tohoto období, ale mohou být obchodní vztahy ovlivňovány tím, za jakých podmínek si VB vyjedná přístup na společný trh EU. Jednotlivé varianty jsou zmíněny v boxu 1, která představuje výhody či nevýhody budoucích možných ujednání.

Ovšem jakékoliv omezení vzájemného obchodu VB a EU by mělo negativní dopad na obchod VB a ČR (až přímý či zprostředkovaný) a z toho vyplývající důsledky pro ekonomiku ČR. Obchodní výměna se totiž mezi těmito zeměmi s výjimkou roku 2009 neustále zvyšuje a Česká

republika je schopna realizovat čím dál tím větší přebytek obchodu se zbožím. V pořadí zemí je tento přebytek vůči VB druhý největší po Německu. Celkově je VB devátým nejdůležitějším obchodním partnerem měřeno objemem obchodu.

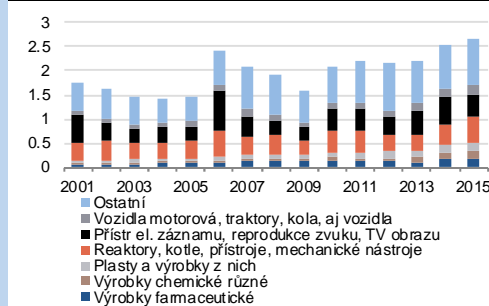
Struktura vzájemného obchodu ukazuje, že vzájemná obchodní výměna je koncentrovaná do několika málo sektorů. Grafy níže prezentují sektory s největší vahou na importech a exportech. Sektory strojírenství, elektrotechnického průmyslu a výroby dopravních zařízení jsou reprezentovány jako významné jak na straně exportu, tak i importu. V těchto sektorech je také realizován největší přebytek obchodu, který ČR má vůči VB. Zpracovatelský průmysl obecně je sektorem, který v České republice produkuje čtvrtinu přidané hodnoty. Jeho omezené obchodní vyhlídky by tak přinesly odbytové problémy firmám působícím v tomto sektoru, protože přebytek jeho vzájemného obchodu představuje 2 % HDP; celkový přebytek obchodu se zbožím za všechny sektory je přitom 2,8 % HDP. Podíl obchodu s Velkou Británií se zbožím je kromě Slovenska největší ze středoevropských zemí, což ilustruje i důležitost britského trhu pro českou ekonomiku.

**Struktura dovozu zboží VB z České republiky (mld. EUR)**



Zdroj: International Trade Center, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Struktura vývozu zboží VB do České republiky (mld. EUR)**

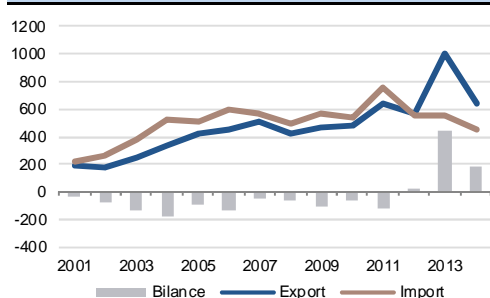


Zdroj: International Trade Center, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Přebytek byl historicky realizován také v oblasti obchodu se službami, jehož bilance se teprve v posledních letech přetočila ve prospěch VB, což sníží přebytek z obchodu se zbožím asi o 1,3 mld. EUR celkový přebytek z obchodu se zbožím a službami činí v současné době asi 2,7 mld. EUR.

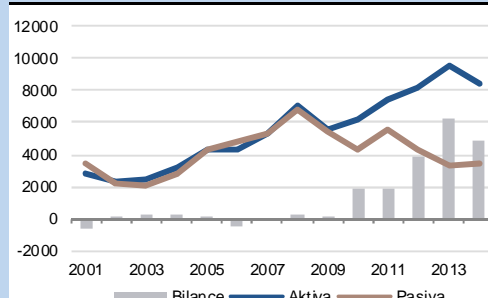
Pokud by se tedy v nejhorším možném scénáři koncentroval úplný výpadek ze vzájemného obchodu zboží a služeb, tak by to mělo potenciál snížit růst HDP o 1,9 pb. Na druhou podle nás tento scénář disponuje pouze marginální pravděpodobností realizace, a to ze dvou důvodů. Za prvé, vzhledem k tomu, že případná jednání VB s dalšími evropskými partnery ohledně přístupu na trhy se budou odehrávat na úrovni EU, bude tak v zájmu VB umožnit co nejhladší tok zboží přes hranice, protože ostatní členové EU představují polovinu obchodní výměny VB. Nepředpokládáme tedy, že by mohlo dojít k většímu narušení obchodních vztahů. Navíc článek 50 smlouvy o EU dává členským státům možnost odhlasovat prodloužení dvouleté výstupní lhůty, pokud se na tom shodnou. Tato shoda by byla snadno vytvořena, v případě hrozícího výpadku obchodu s VB. Druhým důvodem je, že i pokud by k nějaké formě k omezení obchodu mělo dojít, tak na to trhy budou politiky připravovány. Tento jednorázový efekt tak bude rozložen v čase, což by zahrnovalo i možnost úpravy cen, které by zahrnuly nově zavedená celní omezení a/nebo přípravu reexportních opatření přes země, které by už nějakou formu volného obchodu s VB měly uzavřené.

Vývoj bilance obchodu se službami (mil. GBP)



Zdroj: Office for National Statistics, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Stav přímých zahraničních investic VB v ČR (mil. GBP)



Zdroj: Office for National Statistics, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Posledním kanálem reálné ekonomiky (v dalších boxech jsou diskutovány kanály finančního a akciového trhu), který bude případným vystoupením VB ze struktur EU postižen, jsou vzájemné přímé investice. VB je významným investorem do ČR, který zde obhospodařuje aktiva ve výši necelých 12 mld. eur. Tato investiční pozice v ČR po vystoupení VB z EU by v optimistickém scénáři mohla být ještě posílena, protože by aktivity firem z VB mohly zajišťovat přístup na jednotný trh EU, ačkoliv ani toto není bez rizika.

**David Kocourek**  
+420 222 008 569  
david\_kocourek@kb.cz

## Fiskální politika – vystřízlivění po loňském boomu veřejných investic

**Vývoj veřejných financí v loňském roce výrazně překonal očekávání, když deficit dosáhl jen 0,4 % HDP** – nejlepší hodnoty v historii. Všechny subsektory vykázaly lepší hospodaření, než jsme očekávali. Překvapil především subsektor místních institucí, který vykázal přebytek 0,5 % HDP. Za tím do velké míry (podle Ministerstva financí) stály nižší kapitálové výdaje v Praze kvůli loňské složité politické situaci v zastupitelstvu. Schodek centrální vlády (v metodice ESA 2010) se snížil díky růstu aktuálních daňových příjmů a přílivu z fondů EU. Veřejné finanční instituce zároveň vykázaly pro nás překvapivý přebytek 0,3 %, když jsme předpokládali spíše deficit na základě zpráv o špatných pohledávkách institucí financujících a pojišťujících export.

Po boomu veřejných investic v loňském roce financovaném především přílivem peněz z fondů EU přichází letos vystřízlivění.

**Po boomu veřejných investic v loňském roce financovaném především přílivem peněz z fondů EU přichází letos vystřízlivění.** Jak už jsme uvedli v přechozích *Ekonomických výhledech*, pozornost vlády se pro letošek přesunula k politice zvyšování mezd (a počtu pozic) ve veřejném sektoru, indexaci důchodů a nárůstu daňových slev na děti. Na druhou stranu vláda od začátku roku zavedla vyšší zdanění hazardu a tabákových výrobků. Ministerstvo financí zároveň předpokládá růst výběru (především) DPH na základně nového systému kontrolního hlášení (v platnosti od začátku roku) a elektronické evidence tržeb (vstoupí v platnost v prosinci 2016).

**Přesto se zdá, že největším tématem letošního roku je pravděpodobné zastavení infrastrukturních projektů kofinancovaných z EU.** Kvůli chybějícímu hodnocení dopadů na životní prostředí (EIA) podle aktuálních evropských standardů EU nejspíše odmítne přispět na projekty v hodnotě 130 mld. CZK v horizontu několika let. Získání nové EIA je zdoluhavý proces trvající rok či déle. Pro téměř stovku staveb tak plyne riziko výrazného zpoždění. Místo toho se vláda může zaměřit na projekty financované čistě z národních zdrojů (a s plným dopadem do deficitu veřejných financí). Předpokládáme však, že vláda nahradí jen část

z výpadku financování a následného propadu stavební aktivity. Problémem je nicméně velká nejistota, která bude zřejmě v letošním roce panovat.

**Revidovali jsme svůj výhled pro letošní rozpočtový schodek z původních 70 mld. CZK na pouhých 35 mld. CZK.** Důvody jsou vysoké příjmy v Q1 (do státní kasy připlula poslední várka peněz z programového období 2007-13), solidní makroekonomický vývoj (především spotřeba domácností, trh práce) a pravděpodobné zastavení projektů kofinancovaných z evropských fondů.

#### Dynamika veřejných financí

	2015	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
Veřejný deficit (% HDP)	-0,4	-0,7	-0,8	-0,3	-0,4	-0,5
Fiskální impuls (pb HDP)	0,5	-0,2	-0,6	0,0	0,0	0,0
Veřejný dluh (mld. CZK)	1 836	1 846	1 886	1 901	1 921	1 946
Poměr dluhu (% HDP)	41,1	40,1	39,3	37,7	36,7	35,9

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

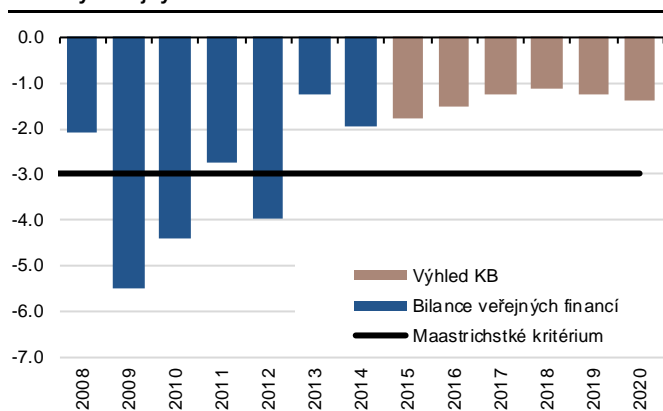
V metodice ESA 2010 by měl deficit veřejných financí letos dosáhnout 0,7 % HDP.

**V metodice ESA 2010 by měl deficit veřejných financí dosáhnout 0,7 % HDP** především díky nízkému aktuálnímu schodku centrální vlády, což stojí za největší částí naší revize (v předchozím výhledu jsme předpokládali deficit 1,5 % HDP). Předpokládáme zároveň mírný přebytek u místních vládních institucí kvůli jen pozvolnému startu operačních programů z programového období 2014-20. V důsledku ale očekáváme mírný fiskální stimul 0,2 pb HDP.

Poměr dluhu k HDP by se v roce 2016 měl snížit na 40,1 %.

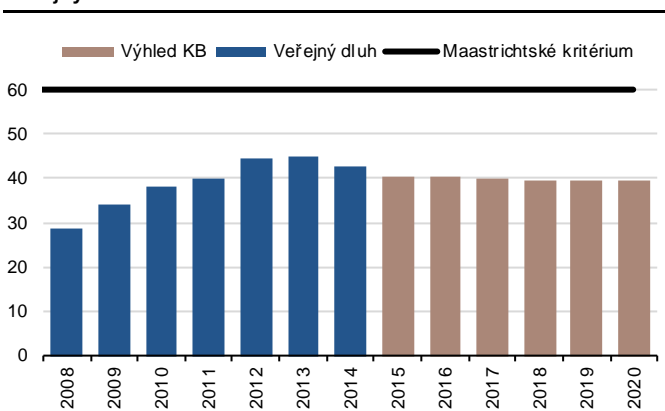
Veřejný dluh se v loňském roce zvýšil o 17 mld. CZK, z čehož zhruba 10 mld. CZK tvořilo obnovení leasingu Gripenů (viz předchozí *Ekonomické výhledy*). Ministerstvo financí opětovně zapojilo likviditní rezervy v rámci pokrytí podstatné části vládního schodku. Díky dynamickému růstu ekonomiky poměr dluhu k HDP poklesl o 1,6 pb na 41,1 %. V letošním roce předpokládáme zvýšení dluhu o nikterak závratných 10 mld. CZK, když ministerstvo financí podle našich očekávání opět využije část likviditní rezervy. **Poměr dluhu k HDP by se tak měl snížit na 40,1 %.** Rizikem pro tento vývoj je případné rozhodnutí ministerstva využít současné období extrémně nízkých výnosů a předfinancovat část z výpůjčních potřeb pro rok 2017 (viz sekce *Trh českých vládních dluhopisů a IRS*), což by trajektorii dluhu mírně zhoršilo.

#### Deficity veřejných financí v % HDP



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Veřejný dluh v % HDP



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka



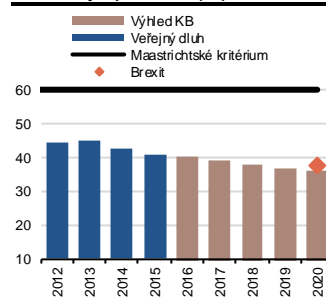
**BOX 3: Dopad Brexitu na fiskální politiku a EU fondy**

**Pro diskuzi možných dopadů Brexitu na fiskální politiku uvažujeme jako nejhorší scénář Brexitu naprosté zastavení plateb Velké Británie do rozpočtu EU** a následně proporcionální škrtů ve výdajích, především v alokaci EU fondů pro Českou republiku. Pokud by Velká Británie hypoteticky přestala přispívat do rozpočtu EU v roce 2017, unie by až do roku 2020 (konec současného rozpočtového rámce) přišla kumulativně o 65 mld. EUR. Odpovídající korekce výdajů by se promítla ve snížení celkového objemu EU fondů o zhruba 27 mld. EUR (schválený objem EU fondů pro období 2014-2020 je přitom 454 mld. EUR). Alokace pro Českou republiku nyní činí v celém programovém období 24,2 mld. EUR (cca 654 mld. EUR). Tato částka by se při výpadku peněz z Velké Británie mohla snížit o zhruba 6 % a **Česko by tak v letech 2017-2020 mohlo přijít o 38 mld. CZK, což je ročně méně než 9,5 mld. CZK.** Z hlediska rozpočtových příjmů představuje tato částka pouze 0,8 % (z plánovaného plnění rozpočtu pro rok 2016). Díky pravidlu N+3, které se současného programového období týká, by se však tento hypotetický výpadek rozložil až do roku 2023 – roční dopad by proto byl ještě menší. **Přímý vliv Brexitu na čerpání EU fondů by tak byl zanedbatelný.**

**Nervozita spojená s Brexitem by však zároveň pravděpodobně vedla ke zpomalení ekonomické aktivity v Evropě i v České Republice** (na základě propadu důvěry v hospodářství a šoku do investic). Vláda by pak mohla reagovat fiskální expanzí. Naše únorová prognóza předpokládala fiskální úsilí (změnu cyklicky očištěné primární bilance) v hodnotě -0,2 pb HDP (expanzi) pro roky 2016 a 2017. V následujících letech výhledu jsme předpokládali neutrální fiskální politiku. Dobrý stav českých veřejných financí a relativně nízké zadlužení poskytuje vládě prostor k manévrování. Hypotetický výpadek příjmů z EU v letech 2017-2020 by mohla vláda lehce vykompenzovat záporným fiskálním úsilím ve výši 0,1-0,2 pb v každém dotčeném roce. Tato expanze by za jinak stejných okolností zvýšila ke konci roku 2020 deficit veřejných financí na 1,3 % HDP oproti 0,5 % v našem únorovém základním scénáři. Veřejný dluh by v tomto případě narostl o 105 mld. CZK na 37,9 % HDP.

V důsledku se domníváme, že **šok způsobený Brexitem v rámci fiskálního sektoru a čerpání EU fondů by byl zvládnutelný.** Je také nutné poznamenat, že **naprostý výpadek britských plateb do rozpočtu EU je velmi nepravděpodobný.** Nové dohody mezi VB a EU o vzájemném obchodu by pravděpodobně obsahovaly závazek Británie platit EU za přístup na společný evropský trh. Na druhou stranu však existují i rizika plynoucí z možné nejistoty ohledně fungování celé EU, či rostoucí spekulace na „Czexit.“

Vývoj veřejného dluhu k HDP:  
Brexit by nepředstavoval  
zásadnější problém (%)



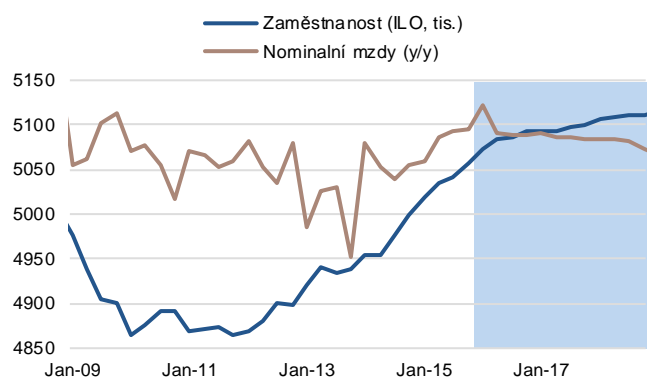
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum,  
Komerční banka

**Spotřebitelé potáhnou HDP**

**Situace spotřebitelů se v loňském roce výrazně zlepšila. Údaje o zaměstnanosti trhají historické rekordy a míra nezaměstnanosti se přibližuje svým minimům z roku 2008.** Počet volných pracovních pozic je vysoký, a tak je relativně jednoduché práci najít. V některých oborech je pro zaměstnavatele náročné najít kvalifikovanou pracovní sílu. Není tedy divu, že jsme v takovém prostředí svědky mzdového růstu. Ten se stal nutností, pokud zaměstnavatelé chtějí přijmout novou pracovní sílu nebo si stávající pracovníky udržet. Konkurence na trhu práce se dále přiosťhuje. Trendy na trhu práce by měly nadále pokračovat stejným směrem. Míra nezaměstnanosti bude podle všeho nadále klesat, i když tempo jejího poklesu zvolní. To má dva důvody: ekonomický růst zpomaluje a počet vhodných kandidátů se snižuje. Růst nominálních mezd by měl zrychlit na 3,9 % a vzhledem k pomalému růstu cen očekáváme i zrychlení růstu reálných mezd. I když spotřebitelská důvěra mírně klesla ze svých lednových historických maxim, zůstává silná. Domácnosti nemají obavy o budoucí makroekonomický vývoj, což by mohlo snížit jejich opatrnostní úspory. Ze svého platu by tak

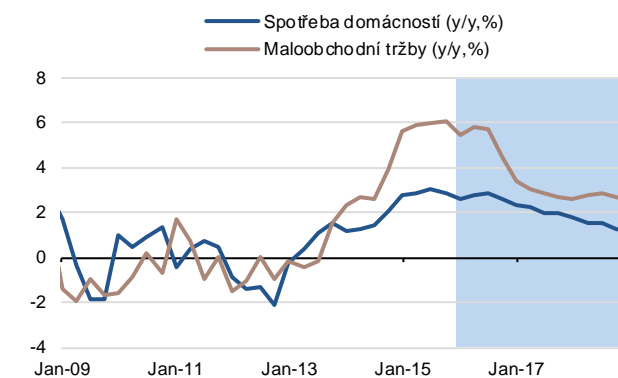
spotřebovali více. Maloobchodní tržby byly na začátku roku velmi silné, což by se v průběhu roku výrazněji měnit nemělo. **Spotřeba domácností bude i letos robustní a stane hlavním přispěvovatelem do hospodářského růstu, když přidá 2,7 % a podpoří tak dynamiku HDP 1,3 pb.**

#### Nízká nezaměstnanost tlačí mzdy nahoru



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Spotřeba domácností zůstane motorem růstu



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Výhled pro inflaci zase trochu níž

Inflace zůstane tento rok velmi nízká. Regulované ceny by měly klesnout jednou tento rok a na začátku toho příštího.

**I když se celková inflace vyvíjela v prvním čtvrtletí v souladu s naším posledním výhledem, překvapení nastalo v jednotlivých složkách. Očekávali jsme, že regulované ceny klesnou díky zlevnění elektřiny a plynu. Nicméně ceny elektřiny se na začátku roku naopak zvýšily a ceny plynu zaznamenaly pouze nepatrný pokles. Ceny potravin i pohonných hmot byly naopak slabší, než jsme čekali, a táhly tak celkovou inflaci dolů.**

**Jádrová inflace se v prvním čtvrtletí udržela na 1,5 %.** Jádrové ceny jsou podporovány slušným růstem mezd a rostoucí zaměstnaností, což dohromady silně zvyšuje kupní sílu domácností. Tyto trendy by měly nadále pokračovat. Míra nezaměstnanosti by se i nadále měla snižovat, i když tempo jejího poklesu bude pomalejší. Vzhledem k utahování trhu práce naproti tomu očekáváme, že rostoucí trend mezd by měl ještě akcelarovat. Na druhou stranu se kurz koruny proti dolaru posunul k silnějším hodnotám, což by mohlo způsobit zlevňování dovozu zejména z asijských zemí a tím pádem tlačit i jádrovou inflaci směrem dolů. **Očekáváme tedy, že jádrová inflace poroste pouze pozvolna a tento rok by v průměru měla dosáhnout 1,6 %. V příštím roce očekáváme, že ještě mírně zrychlí.**

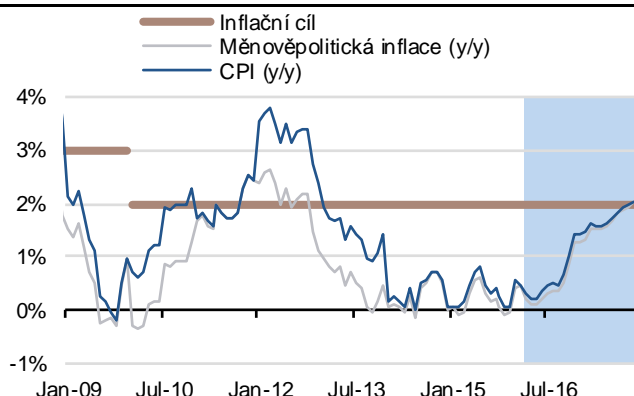
Ceny pohonných hmot se odrazily ode dna. Jejich růst však zůstane pozvolný.

**Ceny pohonných hmot se již v prvním čtvrtletí odrazily ode dna, když vykázaly mezičtvrtletní růst o 2,5 %, poté co tři čtvrtletí po sobě zaznamenávaly pokles.** Nicméně od cen pohonných hmot jsme očekávali silnější růst. V meziročním srovnání zůstaly stále o 12,4 % levnější. Od našeho posledního vydání *Ekonomických výhledů* analytici SG revidovali k nižším hodnotám výhled pro ceny ropy, a tak neočekáváme, že by tento rok ceny pohonných hmot výrazněji akcelerovaly. Nicméně efekt statistické základny i tak zajistí, aby se ke konci letošního roku meziroční inflace cen pohonných hmot posunula do kladného teritoria.

Ceny potravin překvapovaly poklesem. Levné pohonné hmoty jsou částečným vysvětlením.

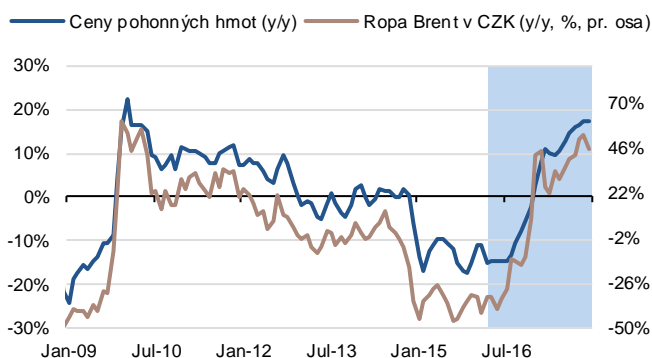
**Ceny potravin nepřestaly překvapovat poklesem.** V prvním čtvrtletí se snížily o 1,2 % a meziročně tak již byly o 2,1 % slabší. Ceny potravin jsou do velké míry taženy cenami pohonných hmot. Jestliže očekáváme pozvolný růst cen pohonných hmot v následujících čtvrtletích, totéž platí i pro ceny potravin. I zde by měl pomoci efekt statistické základny, který zajistí, že inflace cen potravin se posune do kladných hodnot.

## Inflace zůstane letos utlumená ...



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## ... i kvůli nízkým cenám ropy



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka SG Cross Asset Research, Bloomberg, CZSO

Regulované ceny překvapily relativně rychlým růstem na začátku roku. Za tím stojí růst cen elektřiny a velmi mírný pokles cen plynu. Velmi nízké ceny komodit prosakují do spotřebitelských cen pouze pomalu. Všichni hlavní distributoři plynu se nechali slyšet, že v květnu svým zákazníkům zlevní přibližně o 10 %. Tato prohlášení však bereme s rezervou. Na začátku roku největší distributor plynu tvrdil, že již o 10 % ceny snížil, nicméně podle ČSÚ ceny plynu celkově klesly pouze o 0,5 %. **Pro květen tedy očekáváme snížení cen plynu ve spotřebitelském koši pouze o 1 %. Odhadujeme, že ceny plynu i elektřiny ještě klesnou na začátku roku 2017.**

**Očekáváme, že ceny tento rok postupně porostou a meziroční inflace by měla akcelarovat na konci roku díky efektu statistické základny. Nicméně inflačního cíle tento rok nedosáhne. Na to si budeme muset počkat až do podzimu příštího roku.**

## Brexit dominuje rizikům prognózy

Identifikujeme rizika jak z vnějšího prostředí, tak z domácí ekonomiky.

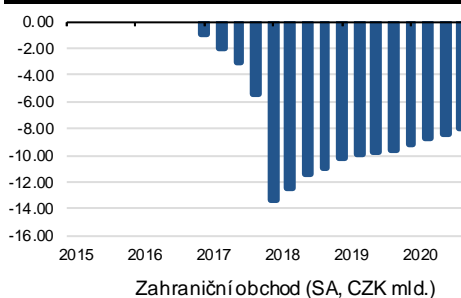
Pro naši prognózu vidíme několik rizik. **Prominentní postavení mezi nimi má Brexit.** V tomto reportu jsme mu věnovali pět zvláštních boxů. Na konci této sekce najdete box, který popisuje plnohodnotný scénář pro českou ekonomiku v případě odchodu Velké Británie z EU. Externí prostředí však může překvapit i příznivě. **První odhady dynamiky HDP v eurozóně ukázaly na překvapivě silný růst.** Údaje z Německa ještě neznáme, nicméně jestli i v dalších čtvrtletích budou čísla překvapovat takto příjemně, bude se jednat o výrazný impuls pro českou ekonomiku. Rizika se i nadále skrývají na komoditním trhu. Akcelerace cen komodit by byla špatnou zprávou pro zpracovatelský průmysl, a na druhé straně by byla impulzem pro inflaci. Naopak dlouhodobě slabé ceny komodit by měly opačné účinky.

**Na domácí frontě spatřujeme rizika u investic.** Rychlejší nástup nových operačních programů by pomohl investiční aktivitě, což představuje riziko rychlejšího růstu české ekonomiky. Na druhé straně nástup nových operačních programů je často spojen s problémy a jejich náběh by tak mohl být pomalejší, než v současnosti očekáváme. Existuje také nejistota ohledně infrastrukturních projektů spojená s procesem EIA. I zde je riziko na obou stranách. Je to sice velmi nepravděpodobné, ale České republice by se mohlo podařit vyjednat v EU výjimku, aby i projekty ohodnocené podle staré EIA mohly být financovány z EU. Vláda by se také mohla rozhodnout financovat větší podíl infrastrukturních staveb přímo z rozpočtu. Na druhé straně příprava nových hodnotících zpráv se může protáhnout a infrastrukturní projekty by mohly nabrat ještě větší zpoždění.

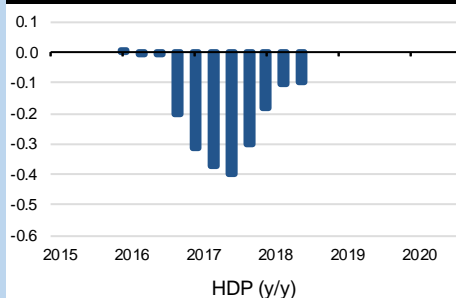
**BOX 4: Simulace dopadů Brexitu do české ekonomiky**

V předchozích dalších boxech v tomto reportu jsme popsali možný přímý dopad Brexitu do české ekonomiky skrze obchodní vazby. Popsali jsme také nepřímý efekt v případě nižších odvodů Spojeného království do společného rozpočtu EU. **Brexit navíc neovlivní pouze českou ekonomiku. Ekonomové SG očekávají zpomalení růstu HDP v eurozóně o 0,15-0,25 pb po dobu deseti let.** To znamená, že zahraniční obchod neutrpí pouze v důsledků slabší obchodní výměny přímo s VB, ale také kvůli ekonomickému oslabení v eurozóně. Jednotlivé vlivy jsme zahrnuli do své modelové simulace. Náš scénář popisuje nejhorší alternativu, protože šoky vstupující do modelu jsme volili na horních hranicích odhadů.

Největší šok zasahuje zahraniční obchod. Za propadem nestojí pouze zpřetrhání vazeb na britskou ekonomiku ale i zpomalení zemí eurozóny. Míra poklesu přebytku zahraničního obchodu zhruba odpovídá současné aktivní bilanci v obchodě s VB. Zpomalení zahraničního obchodu, zpomalení českých hlavních obchodních partnerů v eurozóně a pokles důvěry v ekonomických vývoj by ovlivnil i vývoj HDP. Podle naší simulace by jeho růst mohl zpomalit až o 0,4 pb.

**Výrazný pokles zahraničního obchodu ...**

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

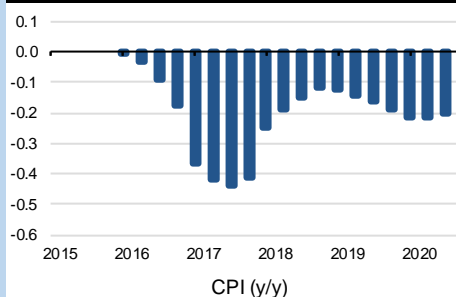
**... spolu s dalšími faktory zpomalí růst HDP**

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zpomalení ekonomického růstu by se projevilo i na nezaměstnanosti. Firmy by byly opatrnější při přijímání nových zaměstnanců i v důsledku nejistoty, která by v důsledku odchodu Británie z EU nastala. Dopad na nezaměstnanost by mohl dosáhnout až 0,2 pb. Zpomalení ekonomiky, vyšší nezaměstnanost a nižší inflační tlaky ze zahraničí by ovlivnily i cenový vývoj. Naše odhady ukazují, že inflace by mohla zpomalit přibližně o 0,4 pb. **To by výrazně ovlivnilo rozhodování ČNB o případném konci kurzového závazku. V případě realizace našeho alternativního scénáře by bankovní rada velice pravděpodobně oddálila konec současného intervenčního režimu minimálně do roku 2018.**

**Zpomalení ekonomiky zvýší nezaměstnanost**

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Slabší cenové tlaky se projeví nižší inflací**

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Viktor Zeisel**  
+420 222 008 523  
viktor\_zeisel@kb.cz

## Klíčové makroekonomické ukazatele

	Q1 16	Q2 16	Q3 16	Q4 16	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>HDP a jeho struktura</b>														
<b>HDP (reálně, y/y, %)</b>	2,9	2,2	1,5	1,7	2,2	2,4	2,5	2,9	4,2	2,1	2,5	2,7	1,9	1,7
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	2,6	2,8	2,9	2,6	2,3	2,2	2,0	1,9	2,9	2,7	2,1	1,5	1,1	1,3
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	4,2	3,2	2,4	3,9	2,5	3,0	2,0	1,8	2,8	3,4	2,3	1,6	2,0	2,2
Fixní investice (reálně, y/y, %)	2,7	-2,8	-3,9	-2,4	1,3	2,5	3,5	4,3	7,4	-1,6	2,9	4,7	2,5	2,7
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	0,9	1,5	1,0	0,1	-0,3	0,0	0,4	1,0	-0,2	0,8	0,3	0,6	0,1	0,0
Zásoby (příspěvek do y/y)	-0,7	-0,6	-0,4	0,1	0,5	0,3	0,0	-0,2	0,6	-0,4	0,2	-0,1	-0,1	-0,5
<b>Měsíční data z reálné ekonomiky</b>														
<b>Zahraniční obchod (mld. CZK) (*) (***)</b>	132,0	129,0	116,0	103,4	112,1	112,4	116,2	112,4	426,3	473,5	446,2	431,7	430,1	430,1
Vývozy (nominálně, y/y, %) (*)	4,0	6,3	4,8	3,2	7,6	4,5	8,1	10,1	7,5	4,6	7,6	8,0	3,5	1,0
Dovozy (nominálně, y/y, %) (*)	1,0	5,0	3,9	5,1	10,9	6,9	9,0	10,1	8,6	3,7	9,2	9,2	3,8	1,1
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	2,7	5,7	2,3	4,3	6,3	2,6	5,7	7,4	4,4	3,7	5,5	6,9	2,8	0,4
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	-7,0	-2,7	-3,2	1,6	2,5	1,5	4,0	4,4	7,7	-2,8	3,1	4,1	2,6	1,7
Maloobchod (reálně, y/y, %)	6,8	5,8	5,7	4,5	3,4	3,1	2,9	2,7	5,8	5,7	3,0	2,7	2,3	2,1
<b>Trh práce</b>														
<b>Mzdy (nominálně, y/y, %)</b>	4,9	3,6	3,5	3,5	3,7	3,5	3,4	3,4	3,3	3,9	3,5	3,2	2,5	2,9
Mzdy (reálně, y/y, %)	4,4	3,3	3,1	2,4	2,2	1,8	1,4	1,3	3,0	3,3	1,7	1,0	0,7	1,2
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	6,1	5,0	5,0	5,4	5,6	4,8	4,8	5,3	6,4	5,4	5,1	4,8	4,6	4,5
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	4,6	4,2	4,3	4,1	4,3	4,0	4,0	3,9	5,1	4,3	4,1	3,8	3,6	3,5
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	1,1	1,0	0,9	0,7	0,4	0,1	0,2	0,2	1,4	0,9	0,2	0,3	0,2	0,1
<b>Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu</b>														
<b>Inflace (y/y, %)</b>	0,5	0,2	0,4	1,1	1,5	1,6	1,9	2,1	0,3	0,6	1,8	2,2	1,8	1,6
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Jádrová inflace (y/y, %) (**)	1,5	1,6	1,5	1,6	1,6	1,7	1,8	2,0	1,3	1,6	1,8	2,2	1,9	1,6
Ceny potravin (y/y, %) (**)	-1,7	-2,1	-1,4	-0,2	1,6	1,9	2,1	2,1	-1,1	-1,3	1,9	1,6	1,6	1,5
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (**)	-12,4	-14,4	-13,1	-4,9	6,3	8,1	12,7	16,5	-13,3	-11,2	10,9	5,9	-3,8	-1,0
Regulované ceny (y/y, %) (**)	0,7	0,4	0,4	0,5	-1,2	-1,0	-0,3	-0,4	0,2	0,5	-0,7	2,5	2,6	2,5
Ceny v průmyslu (y/y, %)	-4,0	-4,6	-2,8	-1,1	2,3	3,2	3,7	4,3	-3,2	-3,1	3,4	3,9	1,6	1,7
<b>Finanční proměnné</b>														
<b>2W Repo (průměr)</b>	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,20	0,97	1,58
<b>3M PRIBOR (průměr)</b>	0,29	0,29	0,29	0,29	0,29	0,29	0,14	0,29	0,31	0,29	0,25	0,44	1,22	1,83
<b>CZK/EUR (průměr)</b>	27,04	27,02	27,00	27,00	27,11	27,11	26,88	26,75	27,3	27,0	27,0	25,7	24,7	24,1
<b>CZK/USD (průměr)</b>	24,50	25,02	25,23	25,71	25,82	25,57	25,36	25,00	24,6	25,1	25,4	23,8	21,0	19,8
<b>Vnější prostředí</b>														
<b>HDP v EMU (reálně, yoy, %)</b>	1,3	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,5	1,4	1,5	1,3	1,5	1,4	1,0	1,0
<b>HDP v Německu (reálně, yoy, %)</b>	1,2	1,1	1,3	1,5	1,6	1,7	1,6	1,5	1,5	1,3	1,6	1,4	1,0	0,6
<b>CPI v EMU (yoy, %)</b>	0,9	0,8	1,2	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	0,1	1,1	1,5	1,4	1,5	1,6
<b>Ropa Brent (USD/bbl, průměr)</b>	35,2	40,0	40,0	40,0	45,0	50,0	55,0	60,0	53,4	38,8	52,5	65,0	70,0	75,0
<b>Euribor 1Y (průměr)</b>	0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	0,17	0,00	-0,01	-0,01	0,00	0,16
<b>USD/EUR (průměr)</b>	1,10	1,08	1,07	1,05	1,05	1,06	1,06	1,07	1,11	1,08	1,06	1,08	1,18	1,22

Zdroj: 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

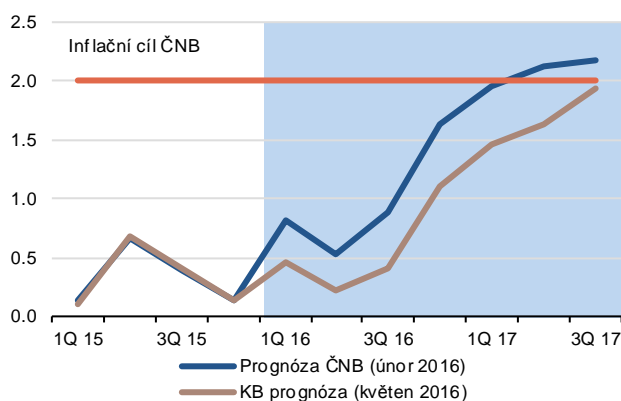


Viktor Zeisel  
(420) 222 008 523  
viktor\_zeisel@kb.cz

### Nízká inflace povede k dalšímu odsunutí exitu

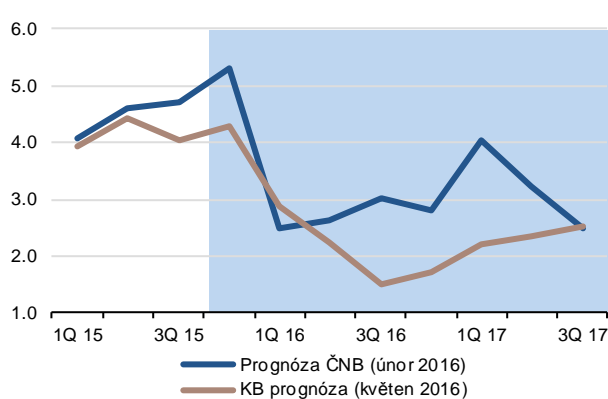
Svůj inflační výhled jsme revidovali směrem dolů, protože očekáváme další desinflační tlaky. Proto jsme také revidovali svůj výhled ohledně kurzového závazku. Nyní se domníváme, že bude zrušen ve třetím čtvrtletí 2017. Náš předpoklad se tedy posunul i za horizont toho, co očekává bankovní rada, která vidí konec závazku blíže k polovině roku 2017. I když identifikujeme jisté riziko, že závazek bude zrušen dříve, větší riziko spatřujeme v ještě pozdějším ukončení kurzového závazku. Navíc je jasné, že s koncem závazku nekončí intervenční režim. ČNB zůstane přítomná na trhu, aby snížila volatilitu devizového kurzu.

Prognóza inflace



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg, ČNB, ČSÚ

Prognóza HDP



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg, ČNB, ČSÚ

Na svém posledním zasedání bankovní rada ČNB zpřesnila svůj pohled na pravděpodobné ukončení kurzového závazku. Z původního závěru, že vidí jeho konec v první polovině roku 2017, se posunula „blíže k polovině roku 2017“. Centrální bankéři svůj pohled zpřesnili v důsledku rizik inflačního výhledu na spodní straně:

- nižší pozorovaná inflace doma i v zahraničí,
- pomalejší růst mezd,
- krátkodobý výhled pro ceny potravin.

Navíc horký kandidát na pozici guvernéra Jiří Rusnok se v nedávné době vyjádřil, že pravděpodobnost konce kurzového závazku vidí v poměru 60 ku 40 až ve druhé polovině roku 2017. Tentokrát mu musíme dát za pravdu, když náš revidovaný inflační výhled ukazuje na pozdější dosažení inflačního cíle, než jsme dříve předpokládali. Přehodnotili jsme tedy svůj výhled na konec kurzového závazku a nyní očekáváme, že ten přijde až ve třetím čtvrtletí 2017.

### Rizika pro exit zůstávají na obou stranách

Riziko ukončení kurzového závazku ještě v letošním roce považujeme takřka za nemožné, i když podle ankety agentury Reuters jsou ještě analytici, kteří takový vývoj očekávají. Většina analytiků se přiklání k současnému názoru ČNB, že exit nastane v první polovině roku 2017. Tento scénář považujeme za méně pravděpodobný a přikládáme mu pouze 20 %. Takový vývoj by byl částečně spojen se změnami v bankovní radě. V prvním čtvrtletí roku 2017 již budou v bankovní radě čtyři noví lidé jmenovaní prezidentem Zemanem. Ten je známý svými



výroky, které kritizují kurzový závazek. Dalším faktorem, který vstupuje do této rovnice, jsou ceny komodit, které by mohly růst rychleji, než se očekává, a vytáhnout nahoru i celkovou inflaci.

**Za větší riziko považujeme ale pozdější opuštění kurzového závazku.** Tomuto scénáři přisuzujeme 30 %. Nízké ceny komodit prosakují do spotřebitelských cen v některých složkách pouze pomalu, a tak inflace bude pod tlakem i příští rok. Navíc kdyby se ceny ropy držely na svých nízkých hodnotách i v příštím roce, inflace by se nahoru nedostala a konec kurzového závazku by byl znovu odložen.

### Intervenční režim přežije kurzový závazek

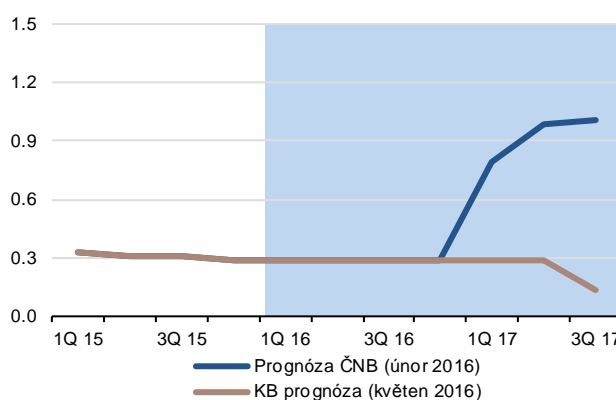
**Předpokládáme, že i poté, co ČNB přestane bránit hladinu 27 CZK/EUR, zůstane přítomná na devizovém trhu, aby zmírnila kurzovou volatilitu.** Náš výhled je v tomto bodě v souladu s prohlášeními jednotlivých členů bankovní rady, kteří prohlašují, že ČNB po konci kurzového závazku nedopustí přílišné posílení kurzu, ale bude bránit i přílišným výkyvům na druhou stranu. Více informací o vývoji kurzu po skončení kurzového závazku se dočtete v části *Korunový devizový trh*. Intervence by měly postupně slábnout, jak se budou zavírat spekulativní pozice na trhu. Domnívám se, že začátkem roku 2018 se ČNB z trhu stáhne úplně a ponechá vývoj kurzu plně tržním silám.

### ČNB bude raději intervenovat, než by snížila sazby do záporu. Doba exitu bude výjimkou

Záporné sazby se staly znovu předmětem diskuze na posledním zasedání ČNB. Záporným sazbám jsme se zvláště věnovali ve svém Speciálním reportu<sup>2</sup>. Z našich závěrů plyne, že jednotliví členové bankovní rady vidí velké náklady tohoto opatření, které by přineslo pouze omezené výhody, pokud by záporné sazby zůstaly v platnosti po delší období. Proto se

domníváme, že ČNB bude raději absorbovat přicházející eurovou likviditu pomocí přímých intervencí a bude tak zvyšovat svou bilanční sumu. Navíc objem eur, která banky musí skupovat, je poměrně nízký a podle jejích představitelů jde většinou o reálné toky než o spekulativní kapitál. Představitelé ČNB také zdůrazňují, že centrální banka je do svých rezerv schopna absorbovat neomezenou eurovou likviditu. To ale považujeme za přehnané tvrzení. To je také jeden z důvodů proč **očekáváme, že ČNB přistoupí ke krátkodobému snížení sazeb do záporu v průběhu procesu opouštění kurzového závazku**, aby tento proces byl co nejhladší. Aby toto snížení bylo efektivní a skutečně odstrašilo spekulativní kapitál, bude se muset jednat o výrazný pohyb (-0,5 %). Aby tímto opatřením nebyly výrazně zasaženy banky, ČNB zavede dvoustupňový systém. Banky tedy budou moci odložit část své přebytečné likvidity do facility s kladným výnosem. Nad jistý objem, ale již budou své vklady úročit negativní sazbou.

V průběhu exitu se úrokové sazby sníží



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg, ČNB

<sup>2</sup><http://trading.kb.cz/api/file/147048?hash=80136e555888a6f3a38873c52934404f>





**Jan Vejmelek**  
(420) 222 008 568  
jan\_vejmelek@kb.cz

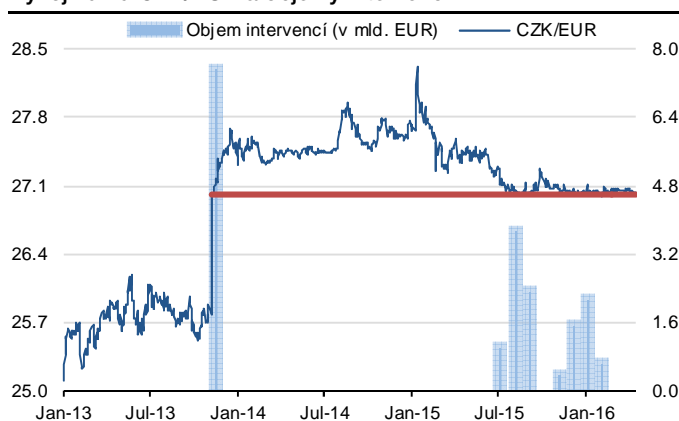
## Korunový devizový trh

### Ukončení kurzového závazku čekáme v Q3 17, opuštění intervenčního režimu ale až o dvě čtvrtletí později

Koruna se již od poloviny loňského roku drží v blízkosti kurzového závazku.

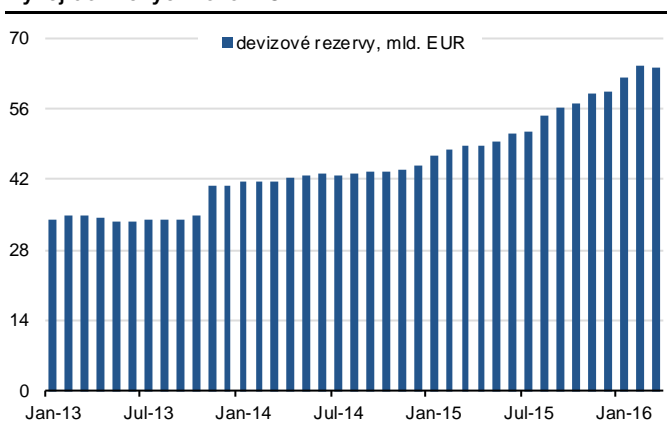
**ČNB na trhu automaticky intervenuje a brání tak zhodnocení české měny pod hladinu 27 korun za euro.** Díky této aktivitě narůstají centrální bance devizové rezervy. Ke konci března dosáhla jejich úroveň 64,2 mld. EUR, což odpovídá 38,4 % HDP. Výše devizových rezerv tak rozhodně nepředstavuje pro centrální banku jakýkoliv limit v její intervenční aktivitě. Od loňského července do letošního února nakoupila ČNB na devizovém trhu eura v objemu necelých 12 mld.

Vývoj kurzu CZK/EUR a objemy intervencí



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČNB, Datastream

Vývoj devizových rezerv ČNB

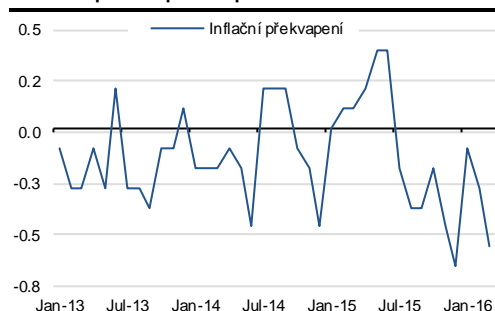


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČNB

Exportní výkonnost české ekonomiky korunu podporuje.

**Ve prospěch tuzemské měny hrají příznivé makroekonomické ukazatele a reálné ekonomické toky.** České hospodářství roste, daří se průmyslu i vývozcům, dosavadní vývoj běžného účtu platební bilance je téměř excelentní. Přebytek běžného účtu za poslední rok dosáhl ke konci února v kumulativním vyjádření již 1,2 % HDP. Část eur, které ekonomika vygenerovala, končí v devizových rezervách ČNB. Nicméně intervenční aktivita od počátku letošního roku mírně zpomaluje. Za leden ČNB nakoupila eura v objemu 1,5 mld. EUR, za únor to bylo 0,6 mld. EUR. Za březen data zatím nemáme, ale dle našeho odhadu centrální banka na trhu aktivní téměř nebyla. Za tímto rozporem mezi zvyšujícím se přebytkem běžného účtu a snižující intervenční aktivitou stojí zřejmě částečné uzavření spekulativních pozic. Jedním z důvodů je, že ČNB na počátku roku změnila svůj pohled na pravděpodobné opuštění kurzového závazku na první polovinu roku 2017. Postupně centrální bankéři upřesňovali, že to bude spíše blíže k polovině příštího roku. Zároveň jsme svědky nižšího než očekávaného inflačního vývoje, což centrální bankéře k dřívějšímu ukončení režimu kurzového závazku motivovat nebude.

Inflační překvapení z pohledu ČNB



Pozn. Inflační překvapení je rozdíl mezi skutečnou inflací a inflací prognózovanou ČNB

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

Tlaky na posilování koruny by měly pro nejbližší měsíce polevit, výraznější oslabení ale očekávat nelze.

## Očekávané opuštění kurzového závazku jsme posunuli na Q3 17

**Nadcházející měsíce by měly být ve znamení pouze umírněných tlaků na úroveň kurzového závazku.** Krátkodobý inflační výhled ukazuje, že inflace opětovně zpomalí, za květen očekáváme meziroční růst spotřebitelských cen ve výši pouze 0,2 %. Navíc aktuální druhé čtvrtletí je obvykle ve znamení dividendové sezóny. A v neposlední řadě bude ve stejném směru působit nejistota s blížícím se referendem ve Velké Británii o setrvání v EU. Dopad případného odchodu Velké Británie z Evropské unie na měnové kurzy diskutujeme speciálním boxu níže.

### BOX 5: Brexit a měnové kurzy

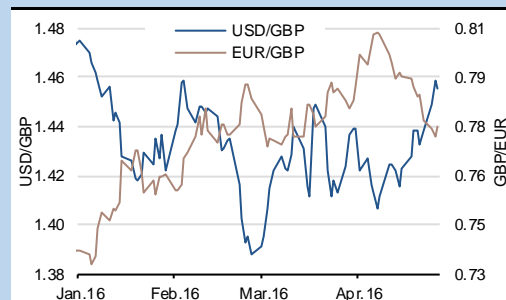
Doba kolem konání referenda bude obdobím výrazné volatility na měnových trzích. Směr pohybu jednotlivých měnových párů ale bude kriticky záviset na výsledku plebiscitu. Vyšší rozkolísanost trhů lze ale předpokládat s blížícím se termínem konání referenda. Koneckonců tříměsíční implikovaná volatilita měnového páru USD/GBP se začala zvyšovat již od poloviny loňského prosince, dramaticky pak vzrostla ve druhé polovině března, kdy nadcházející tříměsíční perioda již zahrnuje období hlasování ohledně setrvání Velké Británie v Evropské unii.

GBP/USD 3M implikovaná volatilita



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vývoj kurzu GBP/USD a EUR/GBP v letošním roce



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

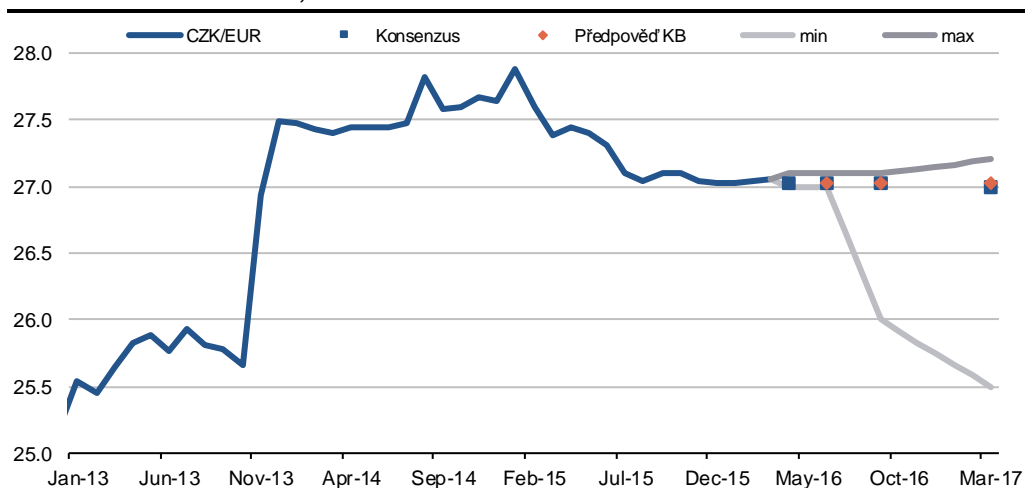
**Ve světle nemalého rizika, že referendum povede k vystoupení Velké Británie z EU, se především britská libra dostává pod prodejní tlak.** Proti euru ztratila od počátku roku do poloviny dubna 6,5 %, proti dolaru byla ztráta o něco méně výrazná (zejména díky posílení eura na trhu s dolarem po březnových zasedáních ECB a Fedu). Vzhledem tomu, že ekonomické dopady v podobě snížení dlouhodobého potenciálního růstu, jak diskutujeme v předchozích částech tohoto dokumentu, by byly výrazné na straně Velké Británie ale i Evropské unie, vítězem by v případě Brexitu byl americký dolar. Kurz GBP/USD by mohl spadnout až k 1,30, kurz eura vůči dolaru dokonce pod paritu. Naopak v případě, že VB v EU setrvá, by bylo na místě očekávat, že libra své naakumulované ztráty od počátku roku z nemalé části zkoriguje.

**Pro středoevropské devizové trhy by byl Brexit negativní zprávou.** Důvodem jsou jak silné vzájemné obchodní vazby mezi středoevropskými zeměmi a UK, tak i nepřímé vazby (zejména přes Německo). Svou roli by sehrál i kanál přes finanční trhy. Výsledkem by pro regionální měny byla zřejmě dočasná ztráta jejich postavení bezpečného přístavu. Nejzranitelnější je polský zlotý, naopak česká koruna by zřejmě proti euru nijak výrazně neoslabila. Mnohem pravděpodobnější je posunutí očekávaného ukončení kurzového závazku dále za horizont Q1 17. V případě exitu by byly výraznější reakce na měnových párech středoevropských měn vůči americkému dolaru. Pokud by kurz USD/EUR skutečně klesl pod paritu, znamenalo by to vzestup kurzu CZK/USD nad 27,00.

Nízká inflace nedovolí exit dříve než ve třetím čtvrtletí roku 2017.

**Revize naší dlouhodobé inflační prognózy směrem dolů nás vedla i k přehodnocení očekávaného ukončení režimu kurzového závazku, a to na třetí kvartál roku 2017.** Nevnímáme jako příliš pravděpodobné, že by v období do exitu česká koruna vůči euru významněji oslabila. To by mohlo nastat pouze v případě, výraznějšího negativního šoku v zahraničí, který by se projevil dovozem silných deflačních tlaků. Dalším potenciálním rizikovým kanálem je vzestup rizikové averze na globálních finančních trzích.

CZK/EUR – tržní konsensus, duben 2016



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Reuters

Po exitu bude ČNB zvýšenou kurzovou volatilitu krotit.

**Po exitu lze v souvislosti s otevíráním a zavíráním spekulativních pozic očekávat zvýšenou volatilitu**

**Opuštění kurzového závazku nebude znamenat opuštění intervenčního režimu.** Centrální bankéři již mnohokrát uvedli, že nedovolí po exitu rychlé posílení koruny. Po námi předpokládaném opuštění kurzového závazku na úrovni 27 CZK/EUR nelze dle našeho názoru očekávat, že by se ČNB vzdala intervencí jako svého nástroje. Naopak ho bude i nadále využívat s **cílem eliminovat potenciálně zvýšenou volatilitu po exitu. Co kurz bezprostředně udělá, bude do značné míry záviset na roli spekulativního kapitálu.** V případě výrazných spekulací na posílení koruny a následného zavírání těchto pozic může koruna i oslabit. ČNB má bezesporu téměř neomezenou munici bránit přílišnému posílení koruny, a díky narůstajícím devizovým rezervám dostatečnou sílu výraznější oslabení koruny eliminovat (nad 28 CZK/EUR). Následující čtvrtletí po opuštění kurzového závazku dle našeho názoru ČNB kurz nepustí hlouběji pod 26,50 CZK/EUR, o čtvrtletí později pod 26,00. Teprve po stabilizaci situace, která by měla trvat dvě čtvrtletí, očekáváme, že ČNB od intervencí ustoupí.

**Jan Vejmelek**  
+420 222 008 568  
jan\_vejmelek@kb.cz

**Head of Technical Analysis**  
**Stéphanie Aymes**  
 (44) 207 762 5898  
 stephanie.aymes@sgcib.com

**Technical Analyst**  
**Tanmay Purohit**  
 (91) 80 6716 8267  
 tanmay.purohit@sgcib.com

**Technical Analyst**  
**Natarajan Visweswaran**  
 (91) 80 6758 7816  
 natarajan.visweswaran@sgcib.com

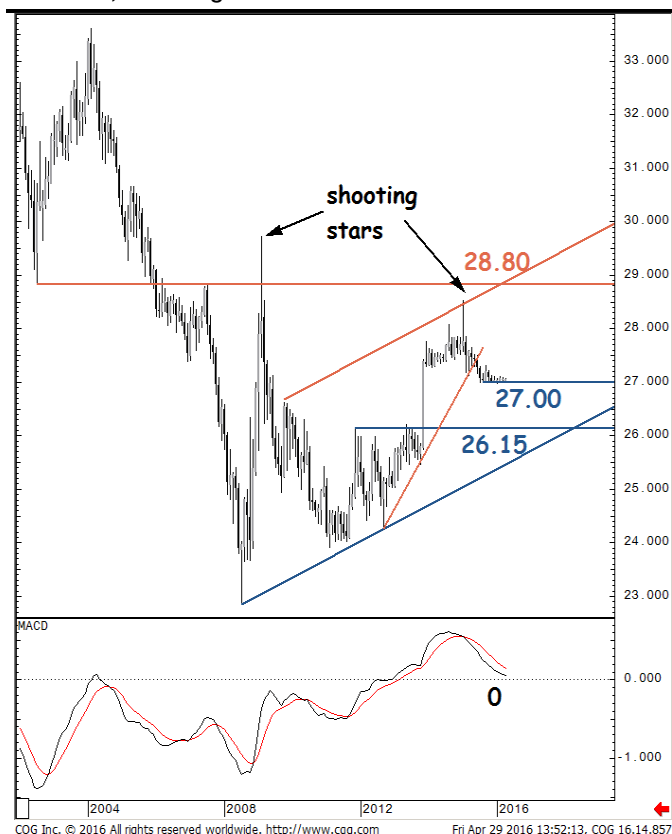
## Technická analýza CZK/EUR

### Beztrendový vývoj přetrvává, 27 zůstává klíčovou podporou

Poté, co kurz na horní hraně mnohaletého vzestupného trendu (aktuálně procházející úroveň 28,80) vytvořil formaci padající hvězda, zažívá tento měnový pár dlouhotrvající korekci. Kurz se aktuálně nachází v blízkosti úrovně technické podpory na 27,00 CZK/EUR. Jedná se o 50% korekci předchozího růstového trendu ze dna dosaženého v říjnu 2013. Měsíční ukazatel MACD nacházející se kolem nuly jasně indikuje, že úroveň 27,00 je opravdu klíčová. Její prolomení by mohlo otevřít prostor pro výraznější posun kurzu směrem dolů.

Pohled na týdenní graf ukazuje, že měnový pár se pohybuje v postranním trendu. Prolomení úrovně 27,00 by znamenalo možnost hlubší korekce ke 26,63 či dokonce k maximum z roku 2011 na 26,15. Krátkodobý vzestup kurzu, pokud by k němu vůbec došlo, by byl limitován na úrovni zářijového maxima 27,25. Pouze posun nad tuto hodnotu by signalizoval možnost významnějšího vzestupného trendu.

CZK/EUR, měsíční graf



CZK/EUR, týdenní graf



Zdroj: SG Cross Asset Research/ Technická analýza

**Důležité upozornění:** Doporučení v části Technická analýza je založeno pouze na analytických metodách technické analýzy a může se lišit od fundamentálního názoru KB (popřípadě SG) prezentovaného v jiných částech tohoto dokumentu či v jiných dokumentech KB (popřípadě SG).

## Trh českých vládních dluhopisů a IRS



Marek Dřimal  
(420) 222 008 598  
marek.drimal@kb.cz

### Nízké výnosy přetrvávají i ve zbytku roku

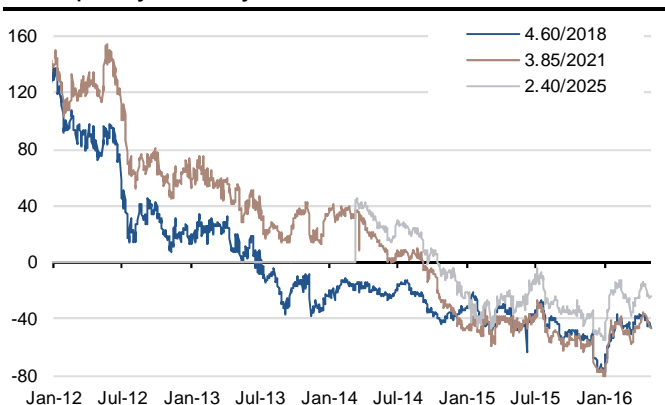
V polovině března se sklon výnosové křivky českých vládních dluhopisů snížil na roční minimum, když výnosy snižoval vliv externího prostředí, značné nejistoty a výpadek nabídky během února a března (vláda totiž zaznamenávala výrazný přebytek likvidity a zároveň panovaly obavy z poklesu sazeb ČNB do záporného teritoria). Od poloviny března však začaly výnosy českých vládních dluhopisů (CZGB) růst, a to především na dlouhém konci křivky. Nastal totiž zvrat nálady na globálních trzích a ministerstvo financí zároveň obnovilo aukce na primárním trhu.

Výnosy CZGB v procentech (Bloomberg generic)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

ASW spready v bazických bodech



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Revize nabídkové strany: nižší výpůjční potřeby, ale vyšší emise CZGB

Jak jsme už uvedli v podsektu *Fiskální politika*, snížili jsme svůj výhled pro letošní schodek rozpočtu ze 70 mld. CZK (viz únorové *Ekonomické výhledy*) na pouhých 35 mld. CZK. **To se mechanicky promítlo do očekávaných letošních hrubých výpůjčních potřeb, které by měly dosáhnout 308,3 mld. CZK.** V meziročním vyjádření by tak měly klesnout o zhruba 3 mld. CZK.

**Na straně financování jsme snížili výhled pro emisi pokladničních poukázek; naopak jsme zvýšili předpokládanou nabídku CZGB.** Ministerstvo financí se pravděpodobně zaměří na vydávání dluhopisů s krátkou splatností a nulovým kuponem, které díky záporným XCCY swapům přitahují poptávku investorů financovaných v eurech – což je ostatně praxe ministerstva už od druhé poloviny loňského roku. V období od ledna do konce dubna prodalo ministerstvo z celkového objemu dluhopisů v primárních aukcích 62 % dluhopisů se splatností 1-5 let. Letošní limit pro emisi těchto splatností byl ministerstvem stanoven na 150 mld. CZK, neboli 68 % z naší předpokládané celkové emise CZGB ve výši 220 mld. CZK. Nadále tak očekáváme vydávání především krátkodobých dluhopisů, aby ministerstvo plně využilo zmíněný limit 150 mld. CZK. Zároveň předpokládáme, že stát opětovně sáhne do likviditní rezervy, ale jen v poměrně malém objemu 25 mld. CZK.

## Hrubé výpůjční potřeby a financování v roce 2016, mld. CZK

	MF prosinec	KB duben
<b>Výpůjční potřeby</b>		
Schodek rozpočtu	70,0	35,0
Zpětné odkupy CZGB	-	0,0
Splátky CZGB		142,6
Splátky eurobondů	155,8	12,5
Splátky spořicíh dluhopisů	30,0	30,0
Splátky pokladničních poukázek	84,4	84,4
Splátky ostatních instrumentů peněžního trhu	-	2,2
Splátky půjček od EIB	1,7	1,7
<b>Celkem</b>	<b>342,0</b>	<b>308,3</b>
<b>Financování</b>		
Hrubá emise pokladničních poukázek		50,0
Ostatní instrumenty peněžního trhu		0,0
Hrubá emise CZGB (v aukcích)	min 150,0	220,0
Přímé prodeje CZGB		13,3
Hrubá emise eurobondů		0,0
Hrubá emise spořicíh dluhopisů		0,0
Půjčky od EIB		0,0
Využití likviditní rezervy		25,0
Ostatní		0,0
<b>Celkové financování</b>		<b>308,3</b>
<b>Čistá emise CZGB</b>		<b>77,5</b>

Zdroj: Ministerstvo financí, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Od začátku roku ministerstvo podle našich odhadů pokrylo zhruba 31 % námi očekávaných výpůjčních potřeb očištěných o čerpání likviditní rezervy.

## Výnosy CZGB

Podle našeho výhledu zůstane výnosová křivka českých dluhopisů velmi nízko a s malým sklonem po zbytek letošního roku.

Podle našeho výhledu zůstane výnosová křivka českých dluhopisů velmi nízko a s malým sklonem po zbytek letošního roku. Stratégové SG předpokládají, že výnosy německých Bundů zůstanou prakticky na nule až do Q3 16 a v závěru letošního roku jen mírně stoupnou. Inflace by měla podle naší prognózy zůstat utlumená po delší období, což omezí tlak na křivku z titulu reálných výnosů. A konečně poptávka zahraničních investorů (či těch s eurovým financováním) po krátkodobých dluhopisech by měla díky záporným XCCY swapům bezpečně pokrýt nabídku, zatímco domácí investoři se stejně jako doposud budou koncentrovat na středním a dlouhém horizontu výnosové křivky. Poptávka by tak měla převýšit nabídku a vést k relativnímu zdražování CZGB vůči swapům. Nárůst poptávky dále očekáváme v Q4, kdy domácí finanční instituce pravděpodobně odkloní část depozit do dluhopisů a podobných instrumentů, aby snížily povinný příspěvek do Fondu pro řešení krize.

## Prognóza výnosů CZGB

	Q2 16f	Q3 16f	Q4 16f	Q1 17f	Q2 17f	Q3 17f
Výnos 2Y CZGB (%)	-0,15	-0,10	-0,05	-0,15	-0,15	0,00
Výnos 10Y CZGB (%)	0,35	0,45	0,60	0,70	0,80	1,05
10Y CZGB ASW	-25	-30	-40	-40	-45	-30

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

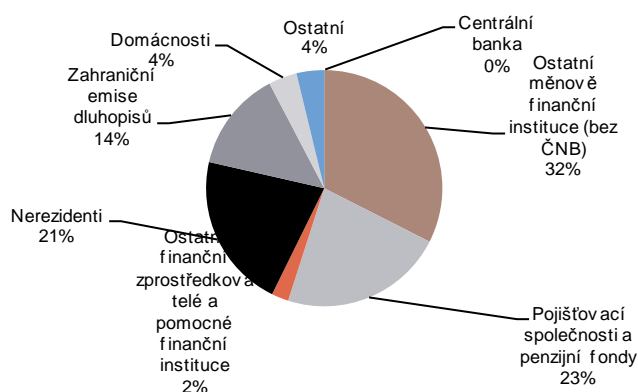
## Podíl nerezidentů na novém maximu

Jak už jsme uvedli v předchozích *Ekonomických výhledech*, podíl nerezidentů na držbě státních dluhopisů už od poloviny roku 2015 masivně roste. Ke konci letošního března nerezidenti vlastnili 24,7 % dluhových instrumentů denominovaných v korunách (CZGB, pokladniční poukázky) oproti 17,1 % o rok dříve. Námi očekávaná výrazná nabídka dluhopisů

na krátkém konci křivky směřující k uspokojení poptávky nerezidentů by letos měla vést k dalšímu navýšení tohoto podílu až k hodnotě 30 %.

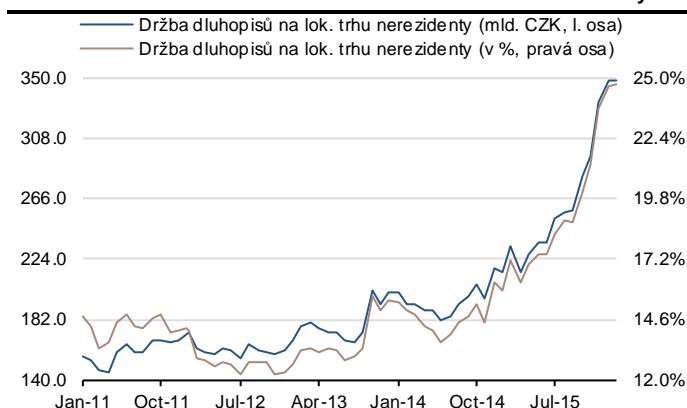
Dluhopisy vlastněné nerezidenty se koncentrují na krátkém konci křivky. Na přelomu let 2017 a 2018 bude splatných 130 mld. CZK dluhopisů s nulovým kuponem a dalších 50 mld. CZK (k 3. květnu 2016) dalšího dluhopisu. Nutnost refinancovat tento dluh podle nás povede k relativnímu **zlevnění českých dluhopisů**; neočekáváme nicméně na trhu výraznější problémy.

Držba vládních dluhových cenných papírů v CZK, březen 2015



Zdroj: Ministerstvo financí, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podíl zahraničních investorů v CZGB na maximu časové řady

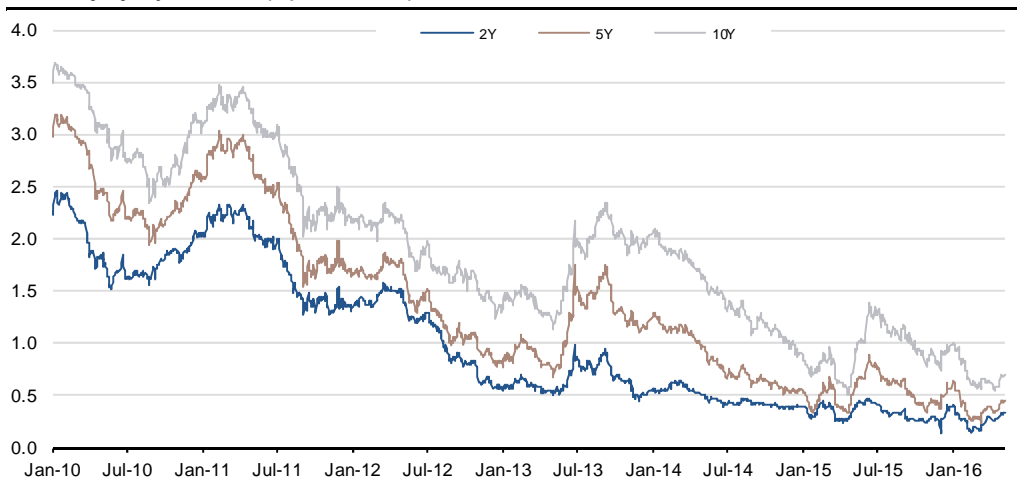


Zdroj: Ministerstvo financí, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Rizika: předfinancování roku 2017 by vedlo k rychlejšímu růstu sklonu křivky

Ministerstvo financí uvedlo, že zvažuje využít současné období extrémně nízkých výnosů k předfinancování části výpůjčních potřeb roku 2017. V našem základním scénáři toto nepředpokládáme z důvodu poměrně vysokých výpůjčních potřeb a nabídky dluhopisů v samotném letošním roce. Pokud však ministerstvo nakonec opravdu nabídku dluhopisů dále zvýší, nejvíc by podle našich očekávání byl ovlivněn střední a dlouhý horizont křivky – to by pak velmi pravděpodobně vedlo k **rychlejšímu růstu sklonu křivky taženému růstem výnosů právě na dlouhém konci**.

Nedávný vývoj CZK IRS (v procentech)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka



### Trh korunových IRS

Korunové swapy během Q1 16 poklesly na nejnižší úroveň za poslední rok, když je dolů táhlo problematické vnější prostředí a riziko snížení sazeb ČNB do záporného teritoria. Od začátku dubna však swapová křivka začala opětovně růst a zvyšovat svůj sklon díky pohybu svého eurového protějšku.

Ponecháváme v platnosti svůj výhled, že krátký konec křivky zůstane na současných velmi nízkých úrovních až do opuštění kurzového závazku centrální banky (neboli do Q3 17). **Dlouhý konec křivky by měl zůstat prakticky beze změn až do Q3 16**, kdy by následně měl začít růst na základě akcelerující inflace. Na základě výhledu SG pro eurovou křivku nicméně nečekáme nikterak masivní nárůst korunových swapů – desetiletý swap by na konci roku 2017 neměl přesáhnout 1,50 %.

#### Výhled pro CZK IRS (%)

	Q2 16f	Q3 16f	Q4 16f	Q1 17f	Q2 17f	Q3 17f
2Y	0,25	0,30	0,35	0,35	0,45	0,40
10Y	0,75	1,00	1,10	1,25	1,35	1,45

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Marek Dřímál**  
+420 222 008 598  
marek\_drimal@kb.cz

## Klíčové ekonomické ukazatele

### Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
HDP	reálný, %	-0,5	2,0	4,2	2,1	2,5	2,7	1,9	1,7
Inflace	průměr období, %	1,4	0,4	0,3	0,6	1,8	2,2	1,8	1,6
Běžný účet platební bilance	% HDP	-0,5	0,2	0,9	1,4	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2
3M PRIBOR	průměr	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	1,2	1,8
CZK/EUR	průměr	25,98	27,53	27,28	27,01	26,91	25,67	24,74	24,07
CZK/USD	průměr	19,56	20,75	24,59	25,12	25,44	23,83	21,04	19,82

Zdroj: ČSÚ, ČNB, MF, MPSV, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

### Měna a úrokové sazby - výhled

		2. 5. 2016	Červen 2016	Září 2016	Prosinec 2016	Březen 2017	Červen 2017
CZK/EUR	konec období	27,04	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0
USD/EUR	konec období	1,153	1,08	1,07	1,05	1,05	1,06
CZK/USD	konec období	23,44	25,0	25,2	25,7	25,7	25,5
3M PRIBOR	konec období	0,29	0,29	0,29	0,29	0,29	0,29
10Y IRS	konec období	0,69	0,60	0,75	1,00	1,25	1,45

Zdroj: ČSÚ, ČNB, MF, MPSV, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

### Měsíční makroekonomická data

		VII-15	VIII-15	IX-15	X-15	XI-15	XII-15	I-16	II-16	III-16
Inflace (CPI)	%, m/m	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	-0,4	-0,1	0,6	0,1	-0,1
Inflace (CPI)	%, y/y	0,5	0,3	0,4	0,2	0,1	0,1	0,6	0,5	0,3
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	-0,4	-0,8	-0,7	-0,2	-0,4	-0,4	-1,6	-0,6	0,0
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	-3,0	-3,7	-4,2	-3,9	-3,7	-2,9	-3,4	-4,0	-4,5
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	6,3	6,2	6,1	5,9	5,9	6,2	6,4	6,3	6,1
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	2,3	1,4	-0,7	2,0	1,7	-1,4	-1,7	2,8	n.a.
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	4,7	7,0	1,0	3,8	5,7	0,7	1,3	5,6	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	12,8	6,6	3,5	-0,8	2,4	3,3	-10,6	-2,3	n.a.
Maloobchodní tržby	%, y/y, stálé ceny	6,0	4,5	7,0	7,4	8,7	8,7	5,4	10,5	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (národní met.)	5,6	-2,8	16,9	15,8	11,2	0,4	25,1	22,0	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	-28,1	-4,5	-3,0	5,8	4,9	3,9	32,4	44,0	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	-5,2	-0,1	-1,6	-13,3	14,7	40,8	26,5	54,4	n.a.
M2	%, y/y	6,5	6,4	7,7	8,2	8,6	6,9	7,9	7,6	n.a.
Státní rozpočet	mld. CZK (od zač. roku)	25,7	19,0	-2,8	-29,1	-29,5	-62,8	45,9	27,7	43,6
3M PRIBOR	%, průměr	0,31	0,31	0,30	0,29	0,29	0,29	0,29	0,28	0,29
CZK/EUR	průměr	27,10	27,04	27,11	27,11	27,04	27,03	27,03	27,04	27,05
CZK/USD	průměr	24,64	24,27	24,13	24,16	25,21	24,80	24,88	24,35	24,28

Zdroj: ČSÚ, ČNB, MF, MPSV, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## 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



**Viktor Zeisel**  
(420) 222 008 523  
viktor\_zeisel@kb.cz

### Akciovní analytici



**Josef Němý, CFA**  
(420) 222 008 560  
josef\_nemy@kb.cz



**Marek Dřimal**  
(420) 222 008 598  
marek\_dřimal@kb.cz



**David Kocourek**  
(420) 222 008 569  
david\_kocourek@kb.cz



**Jana Steckerová**  
(420) 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz



**Miroslav Frayer**  
(420) 222 008 567  
miroslav\_frayer@kb.cz

## SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE



Hlavní ekonom SG Poland  
**Jaroslaw Janecki**  
(48) 225 284 162  
jaroslaw.janecki@sgcib.com



Hlavní ekonom Rosbank  
**Evgeny Koshelev**  
(7) 495 725 5637  
ekoshelev@mx.rosbank.ru

Hlavní ekonom BRD-GSG  
**Florian Libocor**  
(40) 213 016 869  
florian.libocor@brd.ro



Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG  
**Carmen Lipara**  
(40) 213 014 370  
carmen.lipara@brd.ro

Ekonom  
**Simona Tamas**  
(40) 213 014 472  
simona.tamas@brd.ro



Akciovní analytik  
**Laura Simion, CFA**  
(40) 213 014 370  
laura.simion@brd.ro

## SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM



Hlavní ekonomka výzkumu globální ekonomiky  
**Michala Marcussen**  
(44) 20 7676 7813  
michala.marcussen@sgcib.com



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



**Severní Amerika**  
**Aneta Markowska**  
(1) 212 278 66 53  
aneta.markowska@sgcib.com



**Asie a Pacifik**  
**Klaus Baader**  
(852) 2166 4095  
klaus.baader@sgcib.com



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



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



**Omair Sharif**  
(1) 212 278 48 29  
omair.sharif@sgcib.com



**Čína**  
**Wei Yao**  
(852) 2166 5437  
wei.yao@sgcib.com



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



**Yacine Rouimi**  
(33) 1 42 13 84 04  
yacine.rouimi@sgcib.com



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



**Japonsko**  
**Takuji Aida**  
(81) 3 5549 5187  
takuji.aida@sgcib.com



**Indonésie**  
**Vaibhav Tandon**  
(91) 80 6731 9449  
vaibhav.tandon@sgcib.com



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



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



**Kiyoko Katahira**  
(81) 3 5549 5190  
kiyoko.katahira@sgcib.com

## SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY



Globální vedoucí výzkumu  
**Patrick Legland**  
(33) 1 42 13 97 79  
patrick.legland@sgcib.com



Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů  
**Vincent Chaigneau**  
(44) 20 7676 7707  
vincent.chaigneau@sgcib.com



**Dluhopisový trh**  
**Bruno Braizinha**  
(1) 212 278 5296  
bruno.braizinha@sgcib.com



**Rahul Desai**  
(44) 20 7676 7904  
rahul.desai@sgcib.com



**Adam Kurpiel**  
(33) 1 42 13 63 42  
adam.kurpiel@sgcib.com



**Frances Cheung, CFA**  
(852) 2166 5437  
frances.cheung@sgcib.com



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



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



**Jean-David Ciotteau**  
(33) 1 42 13 72 52  
jean-david.ciotteau@sgcib.com



**Ciaran O'Hagan**  
(33) 1 42 13 58 60  
ciaran.ohagan@sgcib.com



**Jason Simpson**  
(44) 20 7676 7580  
jason.simpson@sgcib.com



**Cristina Costa**  
(33) 1 58 98 51 71  
cristina.costa@sgcib.com



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



**Marc-Henri Thoumin**  
(44) 20 7676 7770  
marc-henri.thoumin@sgcib.com



**Měnové kurzy**  
**Jason Daw**  
(65) 63267890  
jason.daw@sgcib.com



**Alvin T. Tan**  
(44) 20 7676 7971  
alvin-t.tan@sgcib.com



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



**Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů**  
**Guy Stear**  
(33) 1 41 13 63 99  
guy.stear@sgcib.com



**Amit Agrawal**  
(91) 80 6758 4096  
amit.agrawal@sgcib.com



**Roxana Hulea**  
(44) 20 7676 7433  
roxana.hulea@sgcib.com



**Régis Chatellier**  
(44) 20 7676 7354  
regis.chatellier@sgcib.com



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



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



**Frances Cheung, CFA**  
(852) 2166 5437  
frances.cheung@sgcib.com

## Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeji jakéhokoli 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 nezkrácený 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, včetně autorů tohoto dokumentu, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. 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 vyplývajícemu 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 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 investičních doporučení, 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 investičních doporučení ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. obvykle nezasílá investiční doporučení 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.

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