

| Čtvrtletní zpráva |

Ekonomické výhledy

Brexit zpožďuje exit



Jan Vejmelék
(420) 222 008 568
jan_vejmelék@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

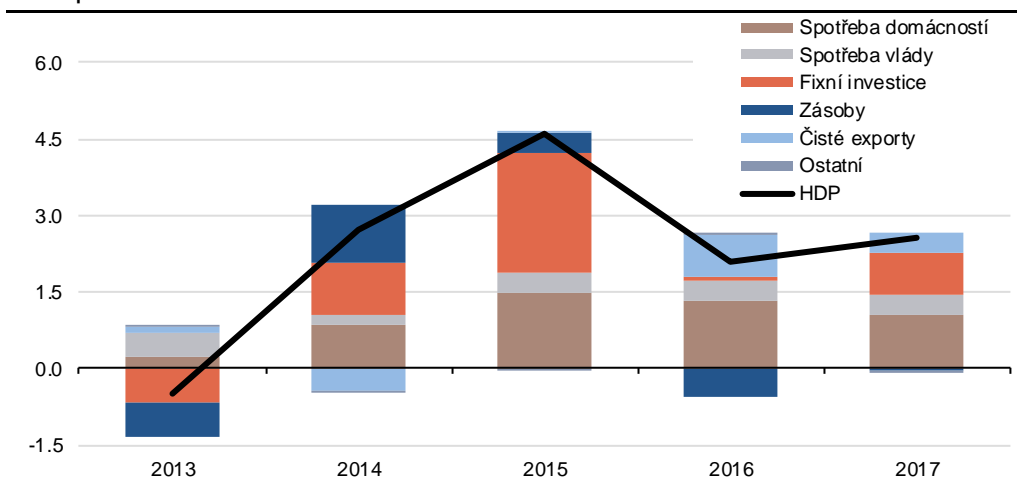


Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz

Tak je to jasné, Velká Británie nám z Evropské unie vystoupí. Zatímco v předchozím vydání *Ekonomických výhledů* jsme scénář odchodu Velké Británie z EU rozebírali jako rizikový scénář, britští voliči rozhodli, že se naplní. Pro finanční trhy to byl v prvním okamžiku šok. Během pár týdnů se z něho ovšem oklepaly. Jaké budou makroekonomické dopady? Analytici již přicházejí s prvními revizemi růstových výhledů směrem dolů. V první řadě pro britskou ekonomiku. Pro hospodářství eurozóny se vyhlídky na rok 2017 snížily minimálně a zrovna tak to platí pro naši makroekonomickou prognózu české ekonomiky pro rok 2017.

Nejenom náš finanční ředitel, ale předpokládáme i většina jeho kolegů ve firmách, si v létě procházejí náročným obdobím sestavování návrhů rozpočtů pro rok 2017. Právě na to, s čím mohou ve svých plánech počítat, jsme se v tomto vydání *Ekonomických výhledů* zaměřili a přinášíme detailní makroekonomickou prognózu nadcházejícího roku. Dobrou zprávou je, že nepřepokládáme žádné zásadní zlomy v makroekonomickém vývoji. Ekonomika by příští rok mohla růst o něco rychleji než v letošním roce. Podaří se totiž postupně vypořádat s problémy, které letos vedly k výpadku investic financovaných z veřejných prostředků, což bude znamenat oživení ekonomické aktivity. Příznivě se bude vyvíjet i druhá složka domácí poptávky – spotřeba domácností. Pokračující zvyšování zaměstnanosti a růst mezd spotřebitelský apetit domácností podpoří.

HDP zpět na udržitelném růstu



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Nejviditelnějším dopadem brexitu na českou ekonomiku bude pozdější opuštění kurzového závazku. Načasování na konec roku 2017 odpovídá náš inflační výhled. Dynamika spotřebitelských cen se v letošním prvním pololetí držela nečekaně nízko. Hlavním důvodem byly levné pohonné hmoty a potraviny, které pro nás představují opravdu záhadu. Proto jsme se na tyto cenové položky podrobněji zaměřili ve speciálních boxech. A výsledek? Dramatický vzestup cen nelze v těchto skupinách očekávat ani do budoucna.

I když tedy prognóza pro rok 2017 navazuje v podstatě na letošní trendy, je třeba upozornit na rizika. Ta se budou koncentrovat primárně do zvýšené politické nejistoty. U nás bude tato nejistota spojena se zahájením dalšího kola politického cyklu. Již na podzim se konají regionální a senátní volby, v příštím roce to budou volby parlamentní a na počátku roku 2018 pak prezidentské. Velké politické změny lze očekávat i v klíčových evropských zemích – čeká nás referendum v Itálii, ve Španělsku je ustavení vlády stále v nedohlednu. Příští rok bude situace dále gradovat parlamentními volbami v Německu a prezidentskými ve Francii. Současná geopolitická situace tak může nabýt jiné podoby. O investicích se firmám nebude rozhodovat snadno.

Obsah

| | |
|---|----|
| Vnější prostředí a předpoklady prognózy | 4 |
| Ropa zachraňuje cenový růst | 4 |
| Spojené státy americké: zvýšení sazeb vzalo za své | 4 |
| Eurozóna: do prognózy HDP zasáhl brexit | 5 |
| BOX 1: Ropa – trh si hledá novou rovnováhu | 6 |
| Středoevropský region: Achillovou patou jsou investice | 6 |
| Makroekonomická prognóza ČR | 8 |
| Zpomalení ekonomiky silné spotřebě navzdory | 8 |
| Průmysl zachráněn automobilovou produkcí | 8 |
| Spotřebitelské výdaje kompenzovány masivním poklesem investic | 9 |
| Fiskální politika – politický cyklus zvýší výdaje | 11 |
| Inflace na konci roku zrychlí | 12 |
| BOX 2: Ceny potravin neohroží inflační tlaky | 13 |
| Vývoj okolo brexitu bude zvyšovat nejistotu | 15 |
| Klíčové makroekonomické ukazatele | 16 |
| ČNB Focus | 17 |
| Nová bankovní rada starou měnovou politiku nezmění | 17 |
| Rizika pro exit zůstávají na obou stranách | 18 |
| Záporné sazby pouze v době okolo exitu | 18 |
| Korunový devizový trh | 19 |
| Stabilní kurzový vývoj až téměř do konce příštího roku | 19 |
| Koruna zůstane přilepená ke kurzovému závazku | 20 |
| Kurzová volatilita se po exitu zvýší, ČNB jí bude limitovat | 21 |
| Technická analýza CZK/EUR | 23 |
| 27,00 je rozhodující hranice pro další pohyb | 23 |
| Trh českých vládních dluhopisů a IRS | 24 |
| Nízké výnosy po delší dobu | 24 |
| Emise dluhopisů ve zbytku roku vzroste | 24 |
| 2017: další růst výpůjčních potřeb a financování | 25 |
| Podíl nerezidentů pokračuje v růstu | 26 |
| Trh českých výnosů IRS: revize směrem dolů | 27 |
| Bankovní sektor | 28 |
| Růst úvěrů příští rok zpomalí | 28 |
| Upozornění | 31 |

Vnější prostředí a předpoklady prognózy

Ropa zachraňuje cenový růst



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

Od zveřejnění naší poslední prognózy vstoupil na scénu nový fenomén jménem brexit. Nejistota spojená s dopady vystoupení Velké Británie z EU vedla ekonomy SG k revizi růstu HDP v eurozóně i Německu mírně směrem dolů. Zvyšování sazeb v USA v letošním roce vzalo za své, zatímco ECB bude ve své politice zřejmě ještě více holubičí než doposud. Inflační výhled se ale díky rostoucím cenám komodit příliš nezměnil. Ceny by měly postupně růst a to jak ve Spojených státech, tak v eurozóně a Středoevropském regionu.

Předpokládaný vývoj vnějších proměnných (průměry)

| | Q1 15 | Q2 15 | Q3 15 | Q4 15 | Q1 16 | Q2 16 | Q3 16 | Q4 16 | Q1 17 | Q2 17 | Q3 17 |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Cena ropy Brent (USD/barel) | 54,9 | 62,9 | 51,3 | 44,7 | 35,2 | 46,8 | 48,0 | 50,0 | 52,5 | 53,0 | 57,5 |
| HDP y/y - eurozóna | 1,3 | 1,6 | 1,6 | 1,7 | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 1,5 | 1,3 | 1,3 | 1,3 |
| CPI y/y - eurozóna | 0,2 | -0,3 | 0,2 | 0,1 | 0,2 | 0,0 | -0,1 | 0,5 | 1,2 | 1,7 | 1,6 |
| EUR/USD | 1,13 | 1,11 | 1,11 | 1,10 | 1,10 | 1,13 | 1,10 | 1,08 | 1,05 | 1,05 | 1,05 |

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

Spojené státy americké: zvýšení sazeb vzalo za své

Inflace ve Spojených státech by měla v prosinci 2016 vyšplhat na 2 %.

Inflace ve Spojených státech se v posledních měsících držela na úrovni 1,0 % y/y. **Díky efektu statistické základny a očekávanému růstu cen ropy by se však již v prosinci letošního roku měla vyšplhat na 2 % y/y.** Ze stejných důvodů by se měla v Q1 17 posunout až na 2,5 %. Vývoj jadrových cen bude poněkud rigidnější. V letošním i příštím roce se budou držet kolem současné úrovně 2,2 % - 2,3 % y/y. Pokud jde o inflaci, nemá tedy americká centrální banka (Fed) výraznější problém. Starosti jí dělá spíše hospodářský růst (v Q2 16 pouze 1,2 % q/q), rizika, která vyplývají z globálního vývoje, a nestabilní vývoj na trhu práce.

Růst táhne domácí poptávka, investice zaostávají.

Květnové statistiky z trhu práce totiž výrazně zklamaly. Červnová data sice obrázek vylepšila. Nic to ale nemění na to, že bylo od počátku roku v privátním sektoru vytvořeno v průměru „pouze“ 160 tisíc nových pracovních míst. To je ve srovnání s průměrnými 220 tisíci za rok 2015 podstatně méně. I tak by ale současné tempo tvorby pracovních míst mělo stačit na to, aby míra nezaměstnanosti (v současné době na úrovni 4,9 %) dále poklesla. To bude vytvářet tlak na růst mezd a podporovat spotřebu domácností, která je v současné době hlavním motorem růstu HDP. Ten by měl v letošním roce dosáhnout 1,9 % y/y. Brzdou stále zůstávají firemní investice, které byly nepříznivě ovlivněny jejich omezováním v energetickém sektoru jako důsledek propadu cen ropy. Díky rostoucím cenám ropy by však tento negativní vliv měl postupně slábnout a investice by měly začít růst. **To by se mělo odrazit v nepatrně rychlejším tempu růstu HDP v roce 2017 (+2,2 %).**

V příštím roce Fed zvýší sazby dvakrát.

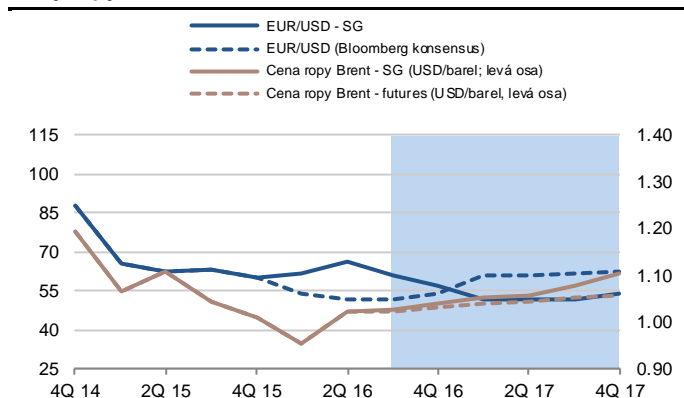
Vystoupení Velké Británie z EU a slabší data z trhu práce přispěla k tomu, že ekonomové SG zrevidovali svá očekávání ohledně zvyšování úrokových sazeb. Podle jejich názoru Fed ponechá sazby letos beze změny, zatímco v roce 2017 je dvakrát zvýší. Ještě před referendem přitom počítali s jedním zvýšením letos a třemi v roce 2017. V roce 2019 už ale ekonomové SG očekávají první snížení sazeb, neboť na přelomu let 2018/2019 vstoupí podle jejich odhadu hospodářství Spojených států do recese. Roztahování nůžek mezi politikou Fedu a ECB povede k oslabování kurzu eura vůči dolaru. Na konci roku 2016 by se kurz USD/EUR měl nacházet na úrovni 1,08 USD/EUR, v roce 2017 by pak měl dosáhnout průměrných 1,06 USD/EUR.

Eurozóna: do prognózy HDP zasáhl brexit

Inflace poroste, ale pomalu.

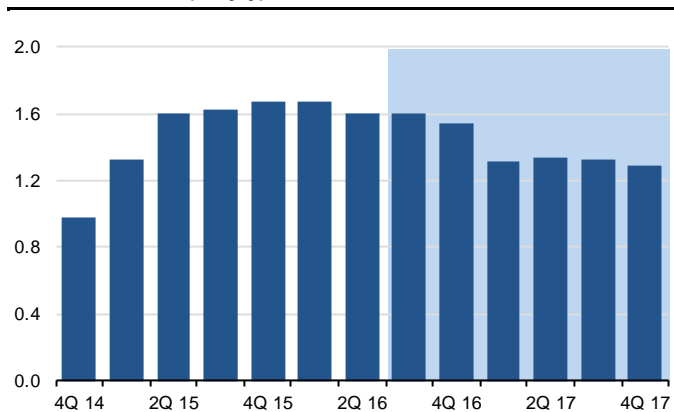
Inflace v eurozóně se v červnu vrátila do kladných čísel (+0,1 % y/y). Směrem nahoru jí pomohl především efekt nízké statistické základny z roku 2015 vyplývající z cen pohonných hmot. I v následujících měsících by to měla být především ropa a efekt statistické základny, které budou inflaci v eurozóně tlačit směrem nahoru. Celková inflace by v letošním roce měla v průměru dosáhnout 0,4 % y/y, v letech 2017 - 2020 pak již 1,5 % y/y. Podstatně pomalejším tempem poroste jádrová inflace. Růst jednotkových mzdových nákladů zůstává utlumený, přičemž mezera výstupu HDP, kterou pro rok 2016 odhadují kolegové na úrovni -0,7 % HDP, se uzavírá jen velmi pomalu. Z těchto důvodů ekonomové SG předpokládají, že jádrové ceny vzrostou v letošním roce pouze o 1,0 % y/y, zatímco ve střednědobém horizontu dosáhne jejich růst průměrných 1,2 % y/y, tedy méně než je dlouhodobý průměr na úrovni 1,4 % y/y.

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

ECB prodlouží program kvantitativního uvolňování.

Na svém červencovém zasedání Evropská centrální banka (ECB) k žádným opatřením nepřistoupila. Podle ekonomů SG však vzhledem k brexitu, problémům italských bank a inflaci hluboko pod cílem k dalším krokům ECB sáhne na svém zářijovém zasedání, kdy bude mít k dispozici novou inflační prognózu. **Ekonomové SG předpokládají, že na zářijovém zasedání ECB přistoupí k prodloužení programu nákupu aktiv do září 2017** (v současné době březen 2017). **Zároveň bude ale zřejmě muset upravit i podmínky nákupu dluhopisů.** Vystoupení Velké Británie z EU přispělo k tomu, že se výnos mnoha dluhopisů dostal pod úroveň depozitní sazby ECB (-0,4 %), za kterou si u ní banky ukládají svoji likviditu. To je zároveň i sazba, pod kterou ECB při svých nákupech dluhopisů nesmí jít, neboť by si tím způsobila ztrátu. S omezením 33 % na každého emitenta a při současném tempu nákupů ECB během dvou až čtyřech měsíců narazí v Německu, Finsku a Nizozemí na své limity. Proto v rámci prodloužení programu kvantitativního uvolňování bude muset tyto limity zřejmě zvýšit (na 50 % u dluhopisů, kde nebude ohrožena blokační minorita).

Růst HDP v eurozóně byl revidován mírně směrem dolů.

I do prognózy růstu HDP zasáhl brexit. Podle ekonomů SG bude brexit eurozónu do konce roku 2020 stát v průměru 0,1 pb růstu HDP ročně (0,7 pb HDP na kumulativní bázi). Růst HDP by měl v letošním roce dosáhnout 1,6 %, v příštím roce však podle SG zpomalí na 1,3 %. V jeho tempu se negativně odrazí nejistota spojená brexitem, která povede k poklesu firemních investic a vývozu do Velké Británie (kvůli oslabení britské domácí poptávky). Růst HDP zůstane i nadále tažen především spotřebou domácností, které pomáhá oživení na trhu práce, uvolněnější fiskální politika, nízká inflace a nízké úrokové sazby.

BOX 1: Ropa – trh si hledá novou rovnováhu

Naše inflační prognóza pro jednotlivé země je založena na předpokladu, že cena ropy Brent postupně poroste. Přestože světové zásoby ropy jsou stále vysoké, dodávky ropy ze zemí mimo kartel OPEC (především z USA) začínají klesat. V letošním roce by se měly snížit o 0,8 Mb/d, v roce 2017 pak mírně vzrůst (0,1 Mb/d). Naopak celková poptávka by v letošním roce měla podle ekonomů SG stoupat (+1,3 Mb/d v roce 2016, +1,4 Mb/d v roce 2017). Poptávka se zvyšuje především v Číně, ale i v dalších zemích v Asii, včetně Indie. To by mělo postupně vytvářet tlak na růst cen. Ekonomové SG očekávají, že průměrná cena ropy Brent v Q3 16 dosáhne 48 USD za barel, v Q4 16 pak 50 USD za barel, přičemž v roce 2017 by to mělo být 56 USD. V delším horizontu nebude podle ekonomů SG nízkonákladová těžba na Středním východě a středně drahá produkce ve Spojených státech schopna pokrýt rostoucí poptávku. Ke slovu se tak dostane dražší hlubokomořská ropa a ropa z kanadských ropných písků a cena se v období 2018 - 2020 vyhoupne na 70–80 USD/barel.

| Mb/d | Q3 16f | Q4 16f | 2016f | Q1 17f | Q2 17f | Q3 17f | Q4 17f | 2017f |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Poptávka OECD | 46,5 | 46,3 | 46,2 | 46,3 | 45,3 | 46,5 | 46,3 | 46,1 |
| Poptávka Non-OECD | 50,2 | 50,5 | 49,9 | 50,0 | 51,5 | 51,7 | 52,0 | 51,3 |
| Světová poptávka | 96,7 | 96,9 | 96,0 | 96,3 | 96,8 | 98,2 | 98,4 | 97,4 |
| Světová nabídka | 96,5 | 96,7 | 96,4 | 96,4 | 96,7 | 97,2 | 97,5 | 96,9 |
| Změna stavu zásob | -0,2 | -0,1 | 0,3 | 0,1 | -0,1 | -1,0 | -0,9 | -0,5 |
| NYMEX WTI (\$/bbl) | 46,00 | 48,00 | 42,94 | 50,50 | 53,00 | 55,50 | 58,00 | 54,25 |
| ICE Brent (\$/bbl) | 48,00 | 50,00 | 44,78 | 52,50 | 55,00 | 57,50 | 60,00 | 56,25 |

Zdroj: Bloomberg, SG Cross Asset Research/Commodities

Německý růst táhne spotřeba domácností.

Vystoupení Velké Británie z EU dopadne i na našeho největšího obchodního partnera – Německo. Podle ekonomů SG nejistota vyvolaná tímto šokem bude německou ekonomiku stát v letošním roce 0,2 pb růstu HDP (odhad pro letošní rok 1,6 %). Brexit se podle ekonomů SG projeví především ve zhoršení bilance zahraničního obchodu. Zpomalení se však zřejmě nevyhne ani investicím. Čisté exporty tak budou k německému HDP letos přispívat negativně. Růst je naštěstí tažen převážně domácí poptávkou a ta díky příznivému vývoji na trhu práce zůstává silná. V dobré kondici jsou i veřejné finance, které nabízejí prostor pro uvolnění fiskální politiky, pokud by to bylo třeba. Pokud jde o inflační vývoj, stejně jako v ostatních zemích budou prim hrát rostoucí ceny ropy. Inflace by tak v letošním roce měla v průměru dosáhnout 0,5 % y/y, v roce 2017 pak 1,6 % y/y.

Středoevropský region: Achillovou patou jsou investice

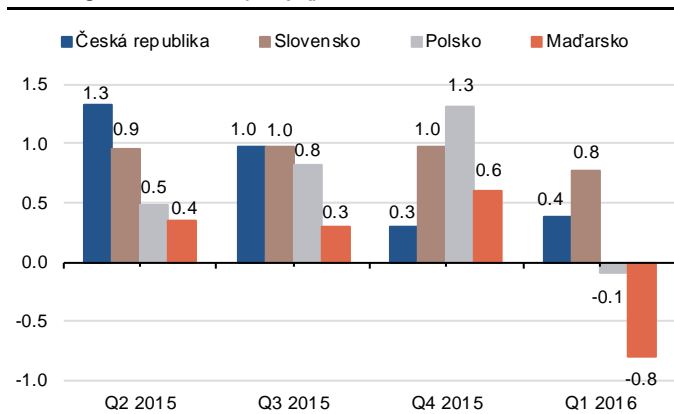
Investice táhnou růst HDP v regionu směrem dolů.

Brexit zřejmě zasáhne region na jeho současné největší Achillově patě, a to investicích.

Ty již v prvním čtvrtletí výrazně zklamaly a poslaly růst HDP v regionu na nečekaně nízké úrovni. V Polsku investice propadly nejvíce od roku 2013 (-1,4 % y/y), takže polská ekonomika poprvé od roku 2012 vykázala ve srovnání s předchozím čtvrtletím pokles (-0,1 % q/q). Investice trpí v důsledku nízkého přílivu prostředků z fondů EU a nejistoty spojené především s vystoupením Velké Británie z EU, potažmo nižší růst v Německu a EU jim na náladě nepřidává. Podle ekonomů SG bude brexit stát Polsko v období let 2017 až 2019 mezi 0,2 a 0,3 pb růstu HDP. Stejně jako u ostatních zemí regionu, se projeví brexit ve slabších investicích a horším výsledku obchodní bilance. Polsko je navíc největším příjemcem dotací z rozpočtu EU. V programovém období 2014 – 2020 mu bylo přiděleno až 82,5 mld. EUR. V důsledku brexitu však bude čerpání nižší. Pokud jde o investice, ještě hůře v Q1 16 dopadlo Maďarsko, kde investice poklesly o 7,2 % y/y, nejvíce od roku 2010. HDP se tak mezičtvrtletně propadl o 0,8 %. Investice v letošním roce budou tedy růst ve středoevropském

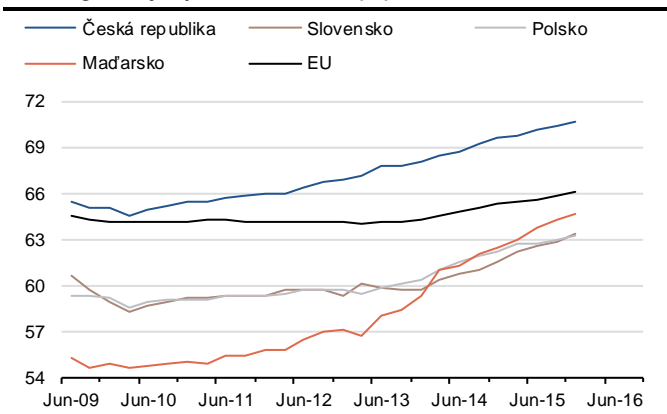
regionu brzdít. **Růst HDP by měl letos v České republice dosáhnout 2,1 %, v Polsku 3,4 %, v Maďarsku 2,8 % (odhad maďarské centrální banky) a na Slovensku 2,6 %.**

CEE region: růst HDP (% q/q)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Eurostat

CEE region: vývoj zaměstnanosti (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Eurostat

Centrální banky budou držet měnovou politiku i nadále uvolněnou.

Hlavním tahounem růstu v regionu zůstává spotřeba domácností. Míra nezaměstnanosti stále klesá, což přispívá k růstu mezd. Reálný disponibilní příjem domácností vylepšuje i inflace, která se kromě České republiky nacházela v červnu v záporném teritoriu (Polsko -0,8 % y/y, Maďarsko -0,2 % y/y, Slovensko -0,8 % y/y). Z tohoto důvodu budou centrální banky v regionu udržovat měnovou politiku i nadále uvolněnou. **Polská centrální banka ponechá v letošním roce s největší pravděpodobností beze změny (na úrovni 1,5 %).** Podle ekonomů SG však může uvažovat o snížení povinné minimální míry rezerv (v současné době na úrovni 3,5 %, v České republice 2 %), aby podpořila investiční aktivitu.

Maďarská centrální banka podporuje domácí úvěrovou aktivitu.

Maďarská centrální banka v červenci již k podobnému opatření přistoupila. Tendr na tříměsíční depozita bude od srpna vyhlašovat pouze jednou měsíčně (doposud to bylo na týdenní bázi), přičemž od října omezí i množství likvidity, které si banky u ní mohou přes tento nástroj ukládat. To by mělo motivovat banky půjčovat více peněz, popřípadě ukládat přebytečnou likviditu do domácích vládních dluhopisů. To by mělo vést k poklesu úrokových sazeb. Klíčovou úrokovou sazbu ponechá centrální banka po delší období zřejmě beze změny. Může však přistupovat k dalším opatřením, která podpoří domácí úvěrovou aktivitu.

Polský zlotý by měl v delším horizontu posilovat.

Pokud jde o vývoj regionálních měn, **s polským zlotým si v letošním roce pohrávají ratingové agentury.** Snížení ratingu agenturou S&P z A- s pozitivním výhledem na BBB+ s výhledem negativním poslalo v lednu zlotý vůči euru na nejslabší úroveň od roku 2012 (4,5 PLN/EUR). Naopak červencové rozhodnutí agentury Fitch ponechat rating beze změny na A- se stabilním výhledem domácí měně prospělo. Ratingové agentury znepokojuje především vývoj veřejných financí. Podle ekonomů SG však bude vláda nakonec schopná deficit veřejných financí i v následujících letech udržet poblíž 3% úrovně. Vzhledem k rizikům spojených s brexitem a horším výsledkům zahraničního obchodu zůstane podle ekonomů SG polský zlotý až do konce letošního roku na úrovních kolem 4,4 PLN/EUR. V příštím roce by měl posilovat směrem k 4,35 PLN/EUR (v červnu 2017). Maďarský forint bude podle ekonomů SG ze současných úrovní 312,5 HUF/EUR mírně oslabovat na 316 HUF/EUR na konci letošního roku a na 320 HUF/EUR CZK v polovině roku 2017.

Makroekonomická prognóza ČR



Viktor Zeisel
(420) 222 008 523
viktor_zeisel@kb.cz

Hlavní změny

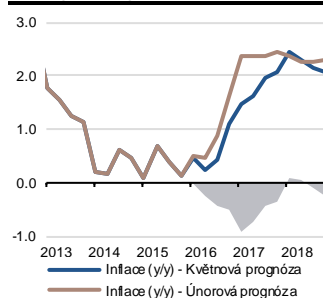
HDP:

HDP letos zpomalí kvůli citelnému úbytku investic. Bez revize ponecháváme svůj výhled pro letošní růst ve výši 2,1 %. Příští rok očekáváme zrychlení na 2,6 %, což je o desetinu rychlejší růst, než jsme očekávali v minulém vydání.

Inflace:

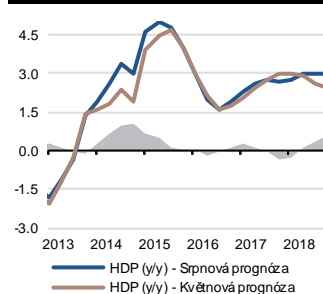
Mírně jsme snížili svůj výhled pro inflaci z 0,6 % na 0,5 %. Příští rok by průměrný růst cen měl dosáhnout 2 %.

Změny v prognóze inflace



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

Změna v prognóze HDP



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

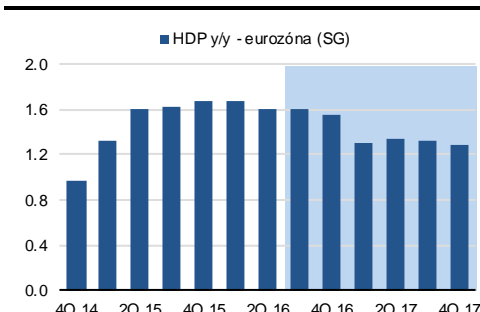
Zpomalení ekonomiky silné spotřebě navzdory

Výsledek britského referenda představuje další zásah do křehkého růstu evropské ekonomiky. Zpomalení eurozóny kvůli brexitu podle našeho odhadu představuje 0,7 pb HDP kumulativně do roku 2020. Evropské země však již na počátku roku ukázaly svou odolnost vůči vnějším faktorům a my tak očekáváme, že externí prostředí bude i nadále pozitivně působit na růst české ekonomiky. Ta tak bude i nadále těžit ze zlepšujících se vnějších podmínek, ačkoli největší hnací silou bude nadále domácí spotřeba. Beze změny ponecháváme svůj odhad růstu ekonomiky pouze na 2,1 % kvůli očekávanému poklesu investic. V příštím roce by měla struktura růstu být vyrovnanější. HDP by pak celkově mělo přidat 2,6 %. Na přelomu roku očekáváme i růst inflace, ale na dosažení inflačního cíle si počkáme až do třetího čtvrtletí příštího roku.

Brexit zapříčiní kumulativní pokles růstu ekonomiky eurozóny o 0,7 pb do roku 2020 a bude mít i přímý vliv na českou ekonomiku. **Dopad Brexitu bude trvat několik let a nelze tak očekávat okamžitou recesi napříč eurozónou.** Ta bude i nadále profitovat ze zlepšení na trhu práce a poklesu v míře úspor, což by mělo podpořit soukromou spotřebu. Investiční aktivita začíná růst, ačkoliv pomalejším tempem v porovnání s předchozími cykly. Je totiž utlumená politickou nejistotou. Německá ekonomika navíc posiluje i přes horší vnější podmínky, které tlačí na obchod a investice. Nízká inflace a ceny ropy, utažený trh práce, částečné fiskální uvolňování a dobré úvěrové podmínky napomáhají podle ekonomů SG reálným disponibilním příjmům a spotřebě. Brexit pravděpodobně zapříčiní pokles v obchodu a investicích. Nicméně síla domácí ekonomiky Německo částečně izoluje od nepříznivých vnějších vlivů. Externí poptávka po českém zboží by tak měla mírně stoupat i v budoucnu.

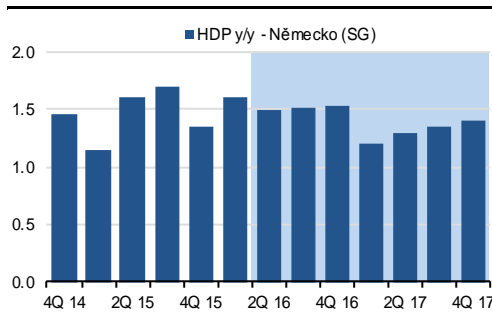
Inflace v eurozóně zůstane podle ekonomů SG nízká, okolo 0,5 %, po celý letošní rok. Její silné zrychlení očekávané koncem tohoto roku bude jen dočasné a v roce 2017 se celková dynamika cen přiblíží jádrové inflaci na úrovni okolo 1,5 %. **Inflační cíl by neměl být dosažen až do roku 2020 a lze tak očekávat, že ECB bude i nadále udržovat uvolněnou měnovou politiku.** Celkově očekáváme jen malé vnější inflační tlaky do české cenové hladiny.

Eurozóna příští rok pravděpodobně zpomalí ...



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

... stejně jako Německo



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

Průmysl zachráněn automobilovou produkcí

Růst průmyslové výroby byl v prvních měsících tohoto roku slabý. Podle našich odhadů by ve třetím čtvrtletí tohoto roku měl dosáhnout jen 2,4 % y/y (SWDA). Český průmysl podporuje rostoucí poptávka po autech ze zemí eurozóny. Bez výjimečného růstu

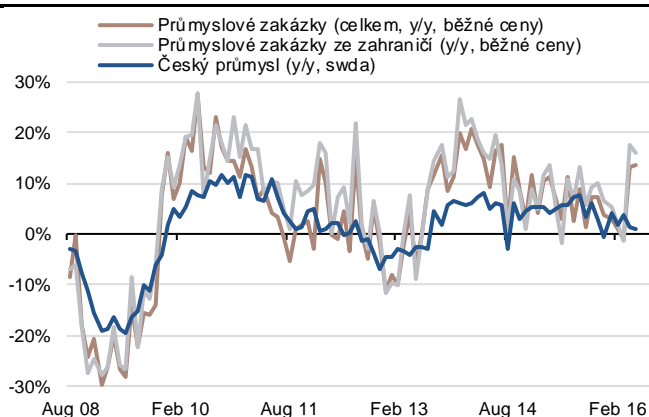
automobilového průmyslu by ovšem celkový indikátor v meziroční dynamice spadnul do záporných čísel. Sektor zasáhl hlavně pokles v investiční aktivitě. Naše hrubé odhady ukazují, že propad investic o 1 % se projeví v poklesu průmyslové výroby o 0,2 pb. Dalším důvodem slabšího výkonu průmyslu je zastavení provozu dvou rafinerií. Provoz v litvínovské rafinerii byl přerušen minulý srpen kvůli poruše a ze stejného důvodu byl zastaven i provoz v kralupské rafinerii v polovině května. Provoz obou rafinerií by měl být obnoven v průběhu října. I to je jeden z důvodů proč očekáváme zrychlení průmyslu ke konci tohoto roku. Celkový růst očekáváme ve výši 3,6 %, který by měl být následován vzestupem o 5 % v příštím roce.

Stavební sektor se propadá kvůli výraznému snížení veřejných investic. Pozemní stavitelství se potýká s problémy v Praze.

Stavební sektor byl ještě více zasažen propadem investic. Propad je viditelný jak v pozemním stavitelství, tak inženýrských stavbách. Pokles v počtu inženýrských staveb byl způsoben snížením investic do infrastruktury, což je do velké míry zapříčiněno slabším přílivem prostředků z evropských fondů. Některé infrastrukturní projekty mají navíc problémy se zastaralými posudky ohledně dopadu staveb na životní prostředí (EIA). Tyto projekty tak nemohou být financovány z evropských zdrojů, což ještě více protahuje jejich realizaci. Vláda s Evropskou komisí vyjednala výjimku pro 9 klíčových staveb. Zbylé projekty ale nebude možno realizovat, dokud nedostanou nové posudky ekologického dopadu. Celkově vzato očekáváme nárůst v inženýrských stavbách, ale díky pomalému čerpání evropských fondů z nového programového období a problémům se starými ekologickými posudky, bude růst jen mírný. Pozemní stavitelství také prochází komplikovaným obdobím. To bylo zčásti zapříčiněno nejistotou ve stavebních předpisech v Praze. Jejich nová verze platí od začátku srpna, takže tato nejistota je již odstraněna. Další překážkou je ale metropolitní územní plán, který by měl být diskutován až na podzim a není vůbec jasné, kdy vstoupí v platnost. Proto očekáváme, že stavebnictví tento rok poklesne o 5,9 % a příští rok přidá pouze 4,2 %.

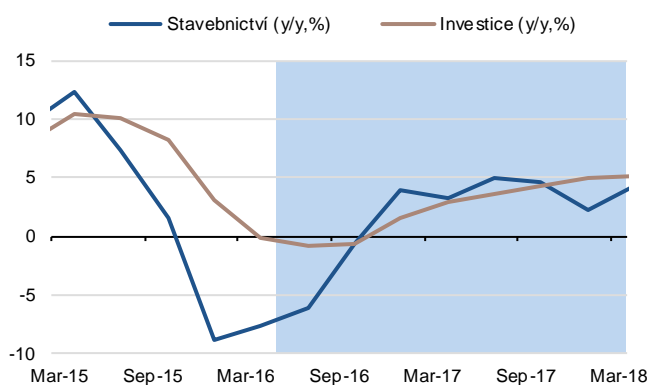
S přihlédnutím ke slabému vývoji průmyslu a stavebnictví očekáváme zpomalení HDP z loňského mimořádného růstu o 4,6 % na 2,1 % v průběhu letošního roku. V roce 2017 by ekonomika měla opět zrychlit a přidat 2,6 %.

Růst průmyslové produkce zůstává utlumený



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Investice se propadají a táhnou s sebou stavebnictví



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Spotřebitelské výdaje kompenzovány masivním poklesem investic

Investiční aktivita zůstane letos utlumená.

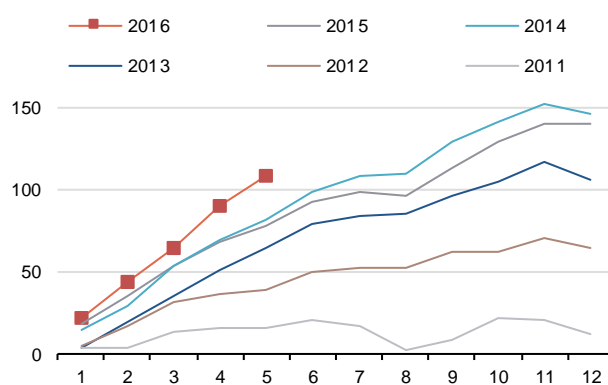
Revize dat za první čtvrtletí ukázala, že zpomalení investiční aktivity nebylo tak velké, jak ukazovaly původní odhady nebo jak jsme očekávali v předchozím vydání *Ekonomických výhledů*. Situace ohledně starých ekologických posudků je také o něco příznivější a pokles

v investicích by tak neměl být natolik výrazný. Prostředí pro soukromé investice je i nadále příznivé. Úvěrové podmínky jsou stále uvolněné, vnější poptávka má i nadále stoupající trend. Podniky ale na druhou stranu musí platit větší mzdy zaměstnancům, což snižuje jejich ziskovou marži a nejistota ohledně budoucího vývoje snižuje chuť podniků investovat. Očekáváme tak růst investic jen o 0,4 % tento rok a o 3,1 % v roce následujícím.

Český zahraniční obchod by měl letos vykázat rekordní přebytek.

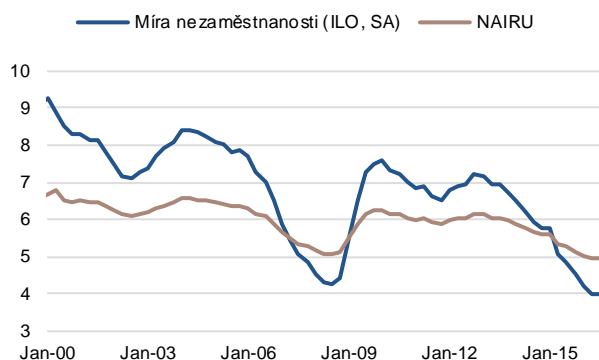
Stoupající poptávka po automobilech v eurozóně navyšuje české vývozy, když podporuje zejména automobilový průmysl. Přestože ostatní sektory nejsou natolik úspěšné, objem exportu vzrostl v průběhu prvních pěti měsíců tohoto roku v porovnání se stejným obdobím minulého roku o 35 mld. CZK, zatímco růst dovozů se téměř nezměnil. Slabá investiční aktivita táhne dolů objem dovozů a stejný efekt má (do nominálního vyjádření) i meziroční pokles cen ropy a ostatních komodit. Na druhou stranu silná domácí poptávka zvyšuje dovoz spotřebního zboží. Obchodní bilance tak míří k rekordnímu přebytku podporována silnou vnější poptávkou, která by měla nepřetržitě růst, zatímco investiční aktivita zůstane utlumená. Investiční aktivita a ceny komodit by měly v průběhu příštího roku růst a stát tak za nižším přebytkem v nominálním vyjádření. Příspěvek do HDP by nicméně měl zůstat pozitivní i přes pokles z 0,8 pb tento rok na 0,4 pb příští rok.

Zahraníční obchod míří k rekordnímu přebytku (mld. CZK)



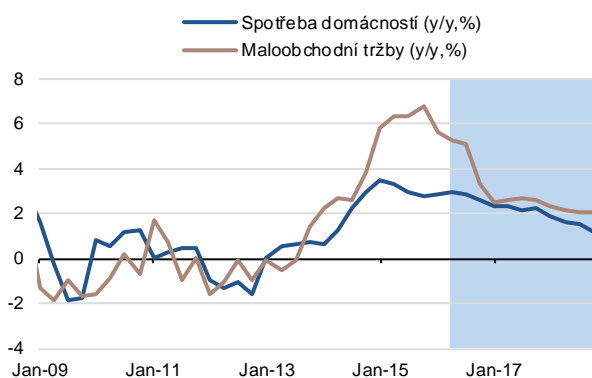
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Míra nezaměstnanosti na historicky nejnižších hodnotách (%)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Spotřeba domácností zůstane silná



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Situace domácností zůstává příznivá. Míra nezaměstnanosti i nadále klesá, i když prostor pro její další pokles ubývá kvůli zmenšujícímu se počtu dostupných uchazečů o práci. Míra nezaměstnanosti by se měla dle metodiky ILO snížit pod 4 % tento rok a příští rok odepíše podle našeho odhadu pouze pouze dvě desetiny. Díky tomu pozorujeme znatelný růst mezd, který je povzbuzen i vládou, která zvyšuje mzdy zaměstnanců ve veřejném sektoru. Nominální mzda tento rok poroste tempem 3,4 % v porovnání s loňskými 2,7 %. Příští rok očekáváme

ještě silnější růst o 3,5 %. Inlace navíc zůstane nízká, což podporuje nárůst reálného disponibilního důchodu domácností. Přestože spotřebitelská důvěra od lednového maxima nepřetržitě klesala, věříme, že domácnosti jsou se svou ekonomickou situací spokojeny a hodlají své rostoucí mzdy utrácet. Důvěra je narušena nejistotou ohledně společenského vývoje spojeného s nedávnou vlnou teroristických útoků napříč Evropou a uprchlickou krizí, což podle nás nebude mít přímý dopad na spotřebu domácností. Náš odhad ukazuje nárůst spotřebitelských výdajů o 2,8 % tento rok a 2,2 % v roce 2017.

Fiskální politika – politický cyklus zvýší výdaje

Pro letošní rok ponecháváme v platnosti naše očekávání pro schodek státního rozpočtu ve výši 35 mld. CZK v porovnání s plánem vlády 70 mld. CZK.

Pro letošní rok ponecháváme v platnosti naše očekávání pro schodek státního rozpočtu ve výši 35 mld. CZK v porovnání s plánem vlády 70 mld. CZK. Rozpočtové příjmy od začátku roku výrazně rostou díky opětovnému přílivu z fondů EU (především ještě ze starého programového období 2007–2013) a vyššímu výběru daní. Příjem z DPH roste ještě více než příslušná makroekonomická základna díky příznivému efektu nízké statistické báze z loňského roku a pravděpodobnému zlepšení výběru daně. Objem daně z příjmu fyzických osob roste, když příznivě působí výrazné zlepšení na trhu práce, a výběr daně z příjmu právnických osob odráží zvýšení ziskovosti firem, ke kterému dochází už od začátku roku 2014.

Zatímco tento vývoj je z pohledu fiskální stability příznivý, problém lze spatřit na straně výdajů. Nižší veřejné investice, které přispívají k velmi dobré bilanci rozpočtu v dosavadním průběhu roku, se promítají v poklesu celkových investic v HDP a způsobují propad sektoru stavebnictví. V posledních měsících roku nicméně předpokládáme, že vláda převede nezanedbatelné prostředky do Státního fondu dopravní infrastruktury v rámci přípravy na zahájení nových staveb (viz níže).

Schodek státního rozpočtu bude hlavním důvodem očekávaného deficitu veřejného sektoru v metodice ESA 2010, který by měl v letošním roce dosáhnout 0,6 % HDP.

V říjnu 2017 se budou konat parlamentní volby, pokud vláda vydrží do konce svého funkčního období. V příštím roce by tak politický cyklus měl způsobit nárůst vládních výdajů, což už potvrzují některé vládou oznámené plány. Už od letošního září by měly platy učitelů vzrůst o 8 %. Objem mezd ve veřejném sektoru (úředníků, policistů, hasičů) by se měl zvýšit o 5 % od listopadu 2016. Od ledna 2017 by měly podle slov předsedy vlády vzrůst mzdy ve zdravotnictví o 10 %. Zároveň dojde k nárůstu důchodů zřejmě o 1,7 % (maximální možný nárůst podle nových pravidel) a vláda hovoří o novém mimořádném příspěvku 1200 Kč. **Odhadujeme, že celkový dopad těchto opatření bude v nadcházejícím roce na výdajové straně 23,5 mld. CZK.**

V příštím roce očekáváme zvýšení vládních investic.

V příštím roce očekáváme zároveň zvýšení vládních investic. Několik infrastrukturních projektů, pro které vláda vyjednala výjimku kvůli starým EIA posudkům, by mělo být zahájeno na konci roku 2016 nebo právě v příštím roce. Zároveň očekáváme vyšší čerpání fondů EU díky náběhu nových programů a projektů.

Dynamika veřejných financí

| | 2015 | 2016f | 2017f | 2018f | 2019f | 2020f |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Bilance veřejných financí (% HDP) | -0,4 | -0,6 | -0,8 | -0,3 | -0,6 | -0,5 |
| Fiskální impuls (pb HDP) | 0,5 | -0,2 | -0,6 | - | - | - |
| Veřejný dluh (mld. CZK) | 1 836 | 1 846 | 1 886 | 1 901 | 1 921 | 1 946 |
| Poměr dluhu k HDP (%) | 40,3 | 39,0 | 38,0 | 36,5 | 35,7 | 35,3 |

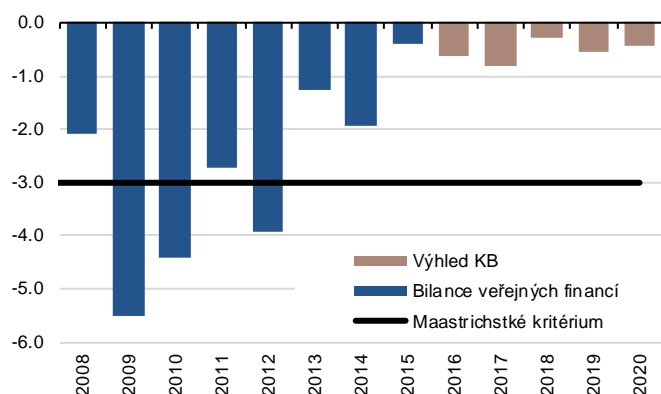
Zdroj: ČSÚ, MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Na straně příjmů vláda plánuje jen mírné změny daňového systému. Zvýší se slevy na dani na druhé a další dítě, což by mohlo v daňových příjmech způsobit výpadek 1 mld. CZK. Na druhou stranu začne platit (už v prosinci 2016) elektronická evidence tržeb, od které si stát slibuje zlepšení výběru DPH v objemu několika miliard korun.

Schodek veřejného sektoru podle metodiky ESA 2010 by měl příští rok vzrůst na 0,8 % HDP.

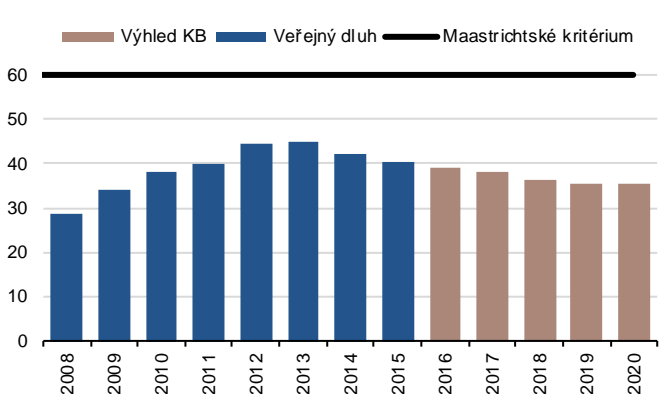
V souhrnu by měl fiskální impuls dosáhnout v příštím roce 0,6 pb HDP s dopadem především v poptávce domácností. Deficit státního rozpočtu předpokládáme ve výši 45 mld. CZK (současný plán vlády je 60 mld. CZK) a schodek veřejného sektoru podle metodiky ESA 2010 by měl vzrůst na 0,8 % HDP.

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

Podíl veřejného dluhu k HDP by měl letos klesnout na pouhých 39 % (od roku 2011 poprvé pod 40%), když předpokládáme růst státního dluhu jen o 10 mld. CZK. Vláda pravděpodobně pokryje část rozpočtového schodku čerpáním volné likvidity. V příštím roce by díky ekonomickému růstu a relativně nízkému deficitu měl poměr dluhu k HDP dále poklesnout na 38,0 %.

Inflace na konci roku zrychlí

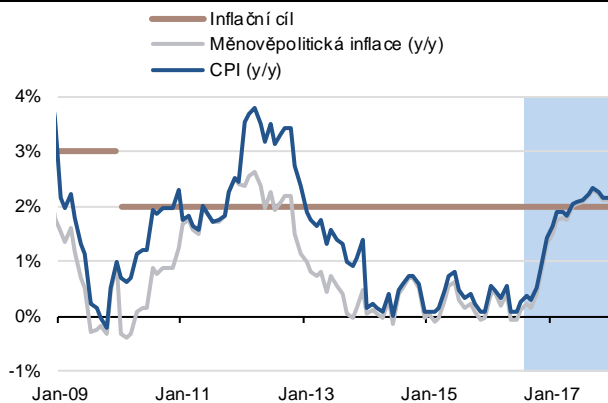
Inflace by měla zrychlit na přelomu roku.

Celková inflace se ve druhém čtvrtletí znovu posunula velmi blízko nulové hranici. Zaznamenali jsme pokles jak v jádrové složce, tak ve složce potravin. Naopak ceny pohonných hmot se odrazily ode dna a sledovaly tak vývoj cen ropy na světových trzích. Regulované ceny se propadly v důsledku zlevnění plynu pro domácnosti. Nicméně administrativní ceny by dále klesat neměly a celková inflace by díky efektům statistické základny (v důsledku prudkého propadu cen energií na přelomu loňského a letošního roku) měla ke konci výrazně zrychlit. Celková inflace by tak měla dohnat jádrovou inflaci, když očekáváme její zvýšení k 1,5 % na konci roku. Příští rok by se měla postupně přibližovat inflačnímu cíli ČNB, který bude podle našeho odhadu dosažen v druhé polovině roku 2017.

Podle našich výpočtů jádrová inflace zpomalila na 1,4 %. Jádrové ceny tak částečně podléhají vnějším vlivům, když se jádrová inflace v eurozóně pohybuje pod 1 %. Vnější faktory budou i v budoucnu představovat pouze slabou podporu pro vývoj českých jádrových cen. Hlavním tahounem tak zůstanou domácí vlivy. Rostoucí zaměstnanost a mzdy zvyšují kupní sílu domácností a tento trend bude podle nás pokračovat i v dalších dvou letech. Domníváme se, že jádrové ceny dosáhnou dvouprocentní hranice v půlce roku 2017 a výrazně tak podpoří

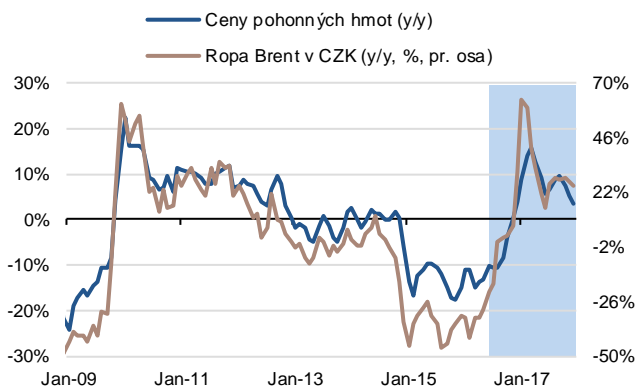
celkový cenový vývoj. V průměru by jádrové ceny měly letost přidat 1,5 % a příští rok zrychlit na 1,9 %.

Inflace zrychlí na přelomu roku ...



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

... kdy výrazně pomůže meziroční růst cen pohonných hmot



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

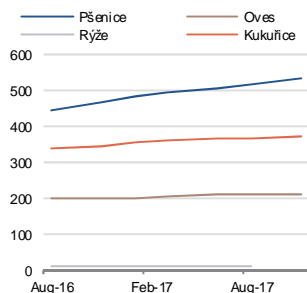
Ceny pohonných hmot by se měly vrátit na rostoucí trajektorii.

Ceny pohonných hmot se v prvním čtvrtletí letošního roku odrazily ode dna a ve druhém čtvrtletí pokračovaly v růstu. V meziročním vyjádření jsou však stále výrazně nižší. Navíc výsledek britského referenda zastavil růst cen ropy na světových trzích a týdenní šetření statistického úřadu nyní ukázalo tři po sobě jdoucí poklesy cen pohonných hmot v řadě. Nadcházející měsíce by podle nás měly přinést stabilizaci. Meziroční pokles cen pohonných hmot by měl postupně vymizet a bazický efekt by měl ke konci roku zajistit jejich meziroční růst, který výrazně podpoří celkovou inflaci.

Ceny potravin stále překvapují poklesem. Rizika se navíc koncentrují na straně pomalejšího růstu.

Ceny potravin nadále překvapovaly poklesy. I když předpokládáme, že mírně vzrostou, v meziročním srovnání zůstanou níže. Předpokládáme průměrný pokles cen v roce 2016 o 1,6 %, zatímco příští rok by inflace cen potravin měla v průměru dosáhnout 1,7 %. Rizika jsou koncentrována na straně nižšího růstu, jak ukazujeme v následujícím boxu.

Výhled cen potravinářských komodit (futures kontrakty v USD)



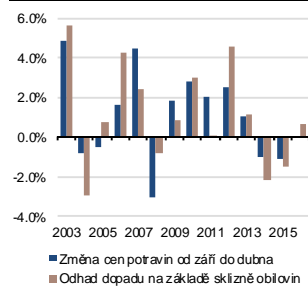
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Regulované ceny zaznamenaly výrazný pokles díky propadu cen plynu pro domácnosti, které smazaly velkou částí rozdílného vývoje mezi jejich koncovými cenami a cenami na burze. Vzhledem k tomu, že se ceny plynu na burze již odrazily ode dna, tak neočekáváme ani další snížení ceny pro koncové zákazníky. Naopak na začátku příštího roku očekáváme mírné zvýšení cen za distribuci energií, čímž by mohlo dojít k mírnému zvýšení regulovaných cen. Navíc vyšší ceny pohonných hmot by mohly tlačit na ceny v dopravě. Celkově tak očekáváme pro tento rok zvýšení regulovaných cen o 0,2 % a příští rok o 1,2 %.

BOX 2: Ceny potravin neohroží inflačními tlaky

Potraviny tvoří 16 % aktuálního spotřebitelského koše v České republice. O něco málo více než 7 % tvoří potraviny, jejichž ceny se dají aproximovat pomocí světových cen. Tyto potraviny jsou relativně lehce skladovatelné, vykazují nízké transportní náklady a jsou také nejsnáze standardizovatelné. Příkladem mohou být potraviny založené na zrnech, olejninách či mase. Futures těchto cen na světových trzích ukazují u většiny těchto komodit na stagnaci cen. Výjimkou jsou pouze obiloviny, které vykazují mírný rostoucí trend. Ten by ovšem mohl být převážen domácími vlivy, kdy očekávání letošní sklizně je nižší než loňská velmi dobrá úroda. Na druhou stranu bude podle našich odhadů asi o 2 % vyšší než průměrná sklizeň za období od roku 2013. To by mohlo mít marginálně kladný vliv na ceny potravin v ČR.

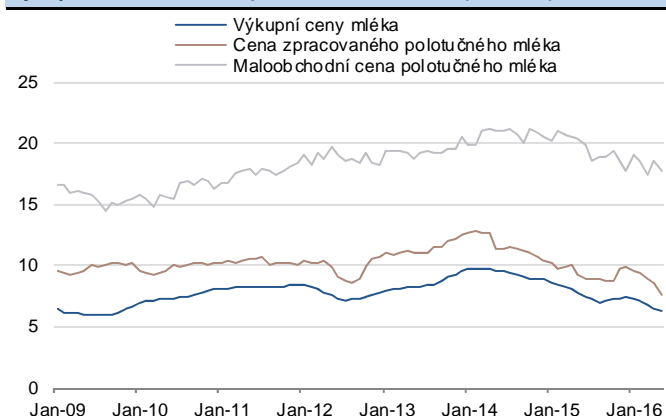
Dopad sklizně do cen potravin



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

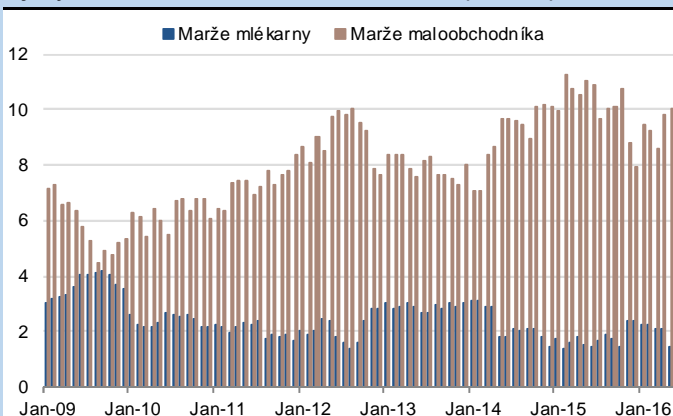
Mléčné produkty představují 3,2 % spotřebního koše, a protože trh s mlékem prochází dynamickým vývojem, tak je třeba se o něm zmínit. Je stále ovlivňován zrušením výrobních kvót od dubna loňského roku, zavedením sankcí na vývoz do Ruska, raketovým růstem exportu do asijských zemí, které postupně nahrazují výpad z ruského exportu. V neposlední řadě ceny mléka ovlivňuje nárůst produktivity mléčných chovů. Ceny mléka jsou tedy pod tlakem velkých tržních přebytků produkce. K jejich stabilizaci dojde dalším postupným zvýšením exportu do Asie či útlumem chovu skotu chovaného na mléko, ke kterému současný stav povede. Toto je ovšem dlouhodobý proces, který cenu mléka neovlivní v krátkém období. V tomto časovém horizontu pak pro maloobchodní cenu mléka bude důležitější vývoj marží v rámci dodavatelského řetězce, které jsou v současnosti na vysoké úrovni. V každém případě současná situace na trhu s mlékem a jeho zpracovanými deriváty nenahrává jejich růstu.

Vývoj cen surového a zpracovaného mléka (CZK/litr)



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

Vývoj marží v dodavatelském řetězci mléka (CZK/litr)



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

Potraviny podléhající snadno zkáze jako například ovoce a zelenina představují 2,6 % spotřebního koše. Pro tyto potraviny nejsou k dispozici žádné světové ceny. V procesu jejich cenotvorby hraje roli velikost sklizně a dovoz těchto potravin do země významnou roli. Navíc, stejně jako v případě trhu s mlékem, cenu ovlivňuje schopnost maloobchodníků absorbovat cenové výkyvy do své marže.

Ovoce je segment trhu potravin, který může představovat riziko směrem k rychlejšímu růstu cen, protože předběžné údaje o letošní sklizni ukazují na horší úrodu než loni. Podle údajů Ústředního kontrolního a zkušebního ústavu zemědělského totiž letošní úroda skoro ve všech sledovaných druzích ovoce bude nižší než vloni. Ve spoustě z těchto druhů je také nižší než dlouhodobý sedmiletý průměr sklizní.

Odhad sklizně ovoce v ČR v letošním roce (v tunách)

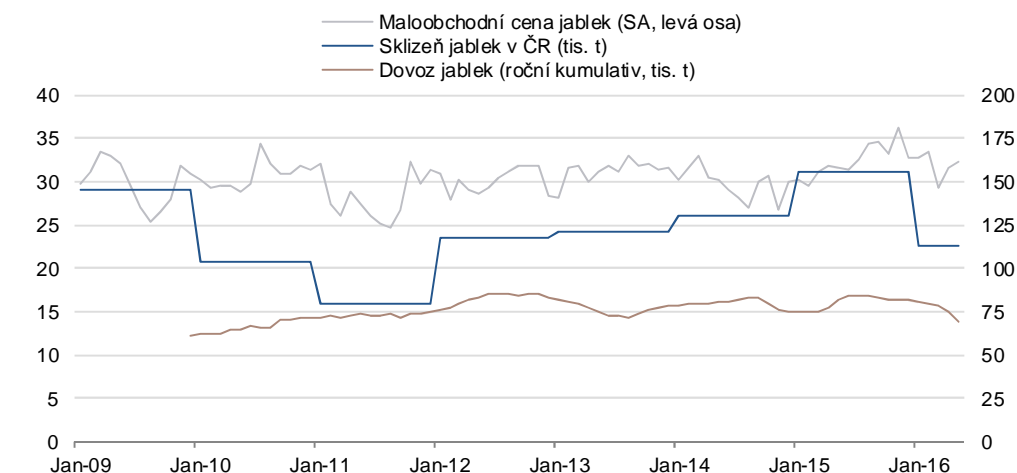
| | jablka | hrušky | třešně | višně | meruňky | broskve | švestky | angrešt | rybíz | maliny |
|--------------------------|----------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| Ø sklizně 2009-2015 | 121781,7 | 5631,4 | 1887,3 | 5298,4 | 2317,3 | 1731,4 | 6068,1 | 0,8 | 2212,1 | 26,3 |
| 2015 | 155640,0 | 10002,0 | 2306,0 | 5847,0 | 2210,0 | 1282,0 | 8742,0 | 2,1 | 2385,0 | 45,7 |
| odhad na 2016 k 15.6. | 113045,0 | 6272,0 | 2353,0 | 4654,0 | 708,0 | 421,0 | 5786,0 | 1,2 | 1678,0 | 69,0 |
| odhad/sklizeň 2015 (v %) | 72,63 | 62,71 | 102,04 | 79,60 | 32,04 | 32,84 | 66,19 | 59,05 | 70,36 | 150,98 |
| odhad/Ø sklizně 09-15 | 92,83 | 111,37 | 124,68 | 87,84 | 30,55 | 24,32 | 95,35 | 147,37 | 75,85 | 262,79 |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ, Ústředního kontrolního a zkušebního ústavu zemědělského, Ovocnářská unie, Zemědělský svaz České republiky

Velikost sklizně je samozřejmě pouze jedním z faktorů ovlivňujících maloobchodní ceny. Dalším faktorem může být velikost dovozu, jenž by mohl znamenat kompenzaci výpadku domácí produkce. Příklad jablek, nevýznamnějšího ovoce, ukazuje, že exporty neplní

kompenzační úlohu, která stabilizuje cenu jablek, jak to je vidět na grafu. Maloobchodní ceny jablek jsou tedy do značné míry ovlivňovány pohybem marží v dodavatelském řetězci. Tu ovšem nejsme schopni z dostupných dat odhadnout.

Popis trhu s jablky v ČR



Zdroj: ČSÚ, Ústředního kontrolního a zkušebního ústavu zemědělského, Ovocnářská unie, Zemědělský svaz České republiky, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V souhrnu za jednotlivé segmenty potravin je vidět, že ceny potravin nepředstavují velké riziko růstu cenové hladiny. Sklizeň obilnin bude asi nižší než loni, ale první odhady ukazují na solidní průměrnou velikost. Na trhu s mlékem se také nekumulují výrazná rizika směrem k vyšším cenám. Jediným zdrojem růstu cen potravin tedy může být ovoce.

David Kocourek
+420 222 008 569
david_kocourek@kb.cz

Vývoj okolo brexitu zůstává hlavním rizikem.

Vývoj okolo brexitu bude zvyšovat nejistotu

Výsledky referenda o brexitu přinesly nervozitu na finanční trhy a nejistotu ohledně budoucího ekonomického vývoje. Uspořádání vztahů mezi EU a Velkou Británií rozhodne o budoucím ekonomickém vývoji Británie, ale ovlivní i další země v Evropě. Jestliže Británie odejde z jednotného evropského trhu, její růstové vyhlídky dostanou další ránu.

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. Stavba nové infrastruktury je zásadní pro současný ekonomický růst, a právě chybějící infrastruktura je brzdou potenciálního růstu ekonomiky a zpomaluje tak i současnou ekonomickou dynamiku.

Klíčové makroekonomické ukazatele

| | Q2 16 | Q3 16 | Q4 16 | Q1 17 | Q2 17 | Q3 17 | Q4 17 | Q1 18 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| HDP a jeho struktura | | | | | | | | | | | | | | |
| HDP (reálně, y/y, %) | 2,0 | 1,6 | 1,9 | 2,3 | 2,6 | 2,8 | 2,7 | 2,7 | 4,6 | 2,1 | 2,6 | 2,9 | 1,8 | 1,5 |
| Spotřeba domácností (reálně, y/y, %) | 2,9 | 2,9 | 2,6 | 2,3 | 2,3 | 2,1 | 2,2 | 1,9 | 3,1 | 2,8 | 2,2 | 1,6 | 1,0 | 1,3 |
| Spotřeba vlády (reálně, y/y, %) | 1,9 | 1,6 | 2,3 | 2,4 | 2,6 | 1,7 | 1,5 | 1,3 | 2,0 | 2,1 | 2,0 | 1,5 | 1,9 | 2,4 |
| Fixní investice (reálně, y/y, %) | -0,1 | -0,9 | -0,6 | 1,6 | 2,9 | 3,5 | 4,3 | 5,0 | 9,1 | 0,4 | 3,1 | 4,8 | 3,3 | 2,8 |
| Čisté exporty (příspěvek do y/y) | 1,5 | 0,6 | 0,4 | 0,5 | 0,3 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,1 | 0,8 | 0,4 | 0,5 | 0,7 | 0,7 |
| Zásoby (příspěvek do y/y) | -1,3 | -0,5 | 0,1 | -0,2 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | -0,2 | 0,4 | -0,6 | -0,1 | -0,1 | -0,5 | -0,8 |
| Měsíční data z reálné ekonomiky | | | | | | | | | | | | | | |
| Zahraniční obchod (mld. CZK) (*) (***) | 125,8 | 124,6 | 124,3 | 123,9 | 122,9 | 121,7 | 118,5 | 116,6 | 425,5 | 512,8 | 488,2 | 466,4 | 488,6 | 517,4 |
| Vývozy (nominálně, y/y, %) (*) | 4,2 | 0,2 | -1,4 | 2,3 | 4,7 | 8,1 | 9,6 | 9,0 | 7,5 | 1,9 | 6,2 | 9,3 | 4,4 | 2,9 |
| Dovozy (nominálně, y/y, %) (*) | 1,6 | -2,3 | -2,0 | 4,2 | 5,7 | 9,5 | 11,2 | 11,1 | 8,7 | -0,4 | 7,7 | 11,0 | 4,4 | 2,6 |
| Průmyslová výroba (reálně, y/y, %) | 5,0 | 2,0 | 4,4 | 5,8 | 2,4 | 5,2 | 6,5 | 5,7 | 4,6 | 3,6 | 5,0 | 6,8 | 4,1 | 2,2 |
| Stavebnictví (reálně, y/y, %) | -7,7 | -6,2 | -0,7 | 4,0 | 3,2 | 5,0 | 4,7 | 2,3 | 7,7 | -5,9 | 4,2 | 3,6 | 3,1 | 1,6 |
| Maloobchod (reálně, y/y, %) | 6,0 | 5,1 | 3,3 | 2,5 | 2,6 | 2,7 | 2,6 | 2,3 | 6,3 | 5,3 | 2,6 | 2,2 | 1,5 | 1,5 |
| Trh práce | | | | | | | | | | | | | | |
| Mzdy (nominálně, y/y, %) | 3,1 | 2,9 | 3,0 | 3,4 | 3,6 | 3,7 | 3,6 | 3,4 | 2,7 | 3,4 | 3,5 | 3,0 | 2,3 | 2,6 |
| Mzdy (reálně, y/y, %) | 2,9 | 2,6 | 2,0 | 1,5 | 1,5 | 1,4 | 1,3 | 1,2 | 2,4 | 2,9 | 1,5 | 1,0 | 0,7 | 1,4 |
| Míra nezaměstnanosti (MPSV, %) | 5,2 | 5,1 | 5,4 | 5,3 | 4,7 | 4,7 | 5,2 | 5,3 | 6,4 | 5,5 | 4,9 | 4,9 | 4,9 | 5,2 |
| Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %) | 3,9 | 4,0 | 3,9 | 4,0 | 3,7 | 3,7 | 3,7 | 3,9 | 5,1 | 4,0 | 3,8 | 3,7 | 3,7 | 4,0 |
| Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %) | 2,1 | 1,2 | 0,8 | 0,2 | -0,4 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 1,4 | 1,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,4 |
| Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu | | | | | | | | | | | | | | |
| Inflace (y/y, %) | 0,2 | 0,3 | 1,0 | 1,8 | 2,0 | 2,2 | 2,2 | 2,2 | 0,3 | 0,5 | 2,0 | 2,0 | 1,6 | 1,1 |
| Daně (příspěvek do y/y CPI) | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Jádrová inflace (y/y, %) (**) | 1,5 | 1,4 | 1,4 | 1,5 | 1,8 | 2,1 | 2,2 | 2,2 | 1,3 | 1,5 | 1,9 | 2,2 | 1,9 | 1,0 |
| Ceny potravin (y/y, %) (**) | -2,4 | -1,9 | -0,4 | 1,1 | 1,8 | 2,0 | 1,8 | 1,9 | -1,1 | -1,6 | 1,7 | 1,8 | 1,2 | 1,2 |
| Ceny pohonných hmot (y/y, %) (**) | -12,2 | -10,2 | 0,1 | 12,9 | 9,0 | 8,4 | 5,5 | 1,9 | -13,3 | -8,7 | 8,9 | 0,2 | -4,5 | -2,1 |
| Regulované ceny (y/y, %) (**) | 0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,6 | 1,2 | 1,5 | 1,5 | 2,1 | 0,2 | 0,2 | 1,2 | 1,8 | 2,2 | 2,4 |
| Ceny v průmyslu (y/y, %) | -4,6 | -2,7 | -0,6 | 3,1 | 3,7 | 3,8 | 3,8 | 3,7 | -3,2 | -3,0 | 3,6 | 2,8 | 1,1 | 1,3 |
| Finanční proměnné | | | | | | | | | | | | | | |
| 2W Repo (průměr) | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,28 |
| 3M PRIBOR (průměr) | 0,29 | 0,29 | 0,29 | 0,29 | 0,29 | 0,29 | 0,14 | 0,20 | 0,31 | 0,29 | 0,25 | 0,27 | 0,29 | 0,43 |
| CZK/EUR (průměr) | 27,04 | 27,00 | 27,00 | 27,00 | 27,00 | 27,00 | 26,80 | 26,73 | 27,3 | 27,0 | 27,0 | 26,2 | 24,7 | 23,8 |
| CZK/USD (průměr) | 23,95 | 24,55 | 25,00 | 25,71 | 25,71 | 25,71 | 25,28 | 25,21 | 24,6 | 24,5 | 25,6 | 24,5 | 21,1 | 19,6 |
| Vnější prostředí | | | | | | | | | | | | | | |
| HDP v EMU (reálně, yoy, %) | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 1,3 | 1,4 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,6 | 1,6 | 1,3 | 1,2 | 0,8 | 0,8 |
| HDP v Německu (reálně, yoy, %) | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,2 | 1,3 | 1,4 | 1,4 | 1,3 | 1,5 | 1,5 | 1,3 | 1,2 | 0,8 | 0,4 |
| CPI v EMU (yoy, %) | -0,1 | 0,6 | 1,2 | 1,7 | 1,6 | 1,5 | 1,4 | 1,4 | 0,0 | 0,4 | 1,5 | 1,5 | 1,4 | 1,5 |
| Ropa Brent (USD/bbl, průměr) | 46,8 | 48,0 | 50,0 | 52,5 | 53,0 | 57,5 | 62,0 | 63,2 | 53,4 | 45,0 | 56,3 | 65,0 | 70,1 | 75,0 |
| Euribor 1Y (průměr) | -0,02 | -0,02 | -0,02 | -0,02 | -0,02 | -0,02 | -0,02 | -0,02 | 0,17 | -0,01 | -0,02 | -0,02 | -0,02 | 0,15 |
| USD/EUR (průměr) | 1,13 | 1,10 | 1,08 | 1,05 | 1,05 | 1,05 | 1,06 | 1,06 | 1,11 | 1,10 | 1,05 | 1,07 | 1,17 | 1,21 |

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

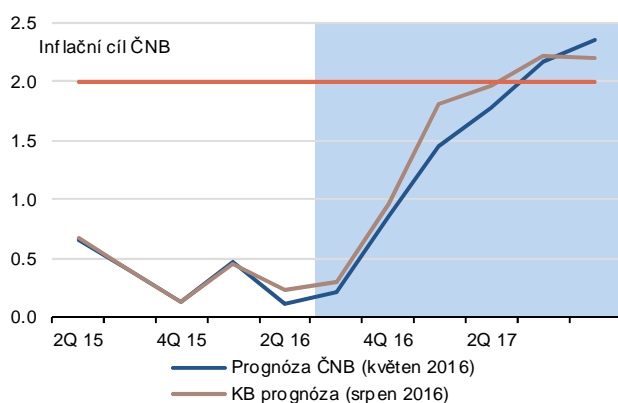


Viktor Zeisel
(420) 222 008 523
viktor_zeisel@kb.cz

Nová bankovní rada starou měnovou politiku nezmění

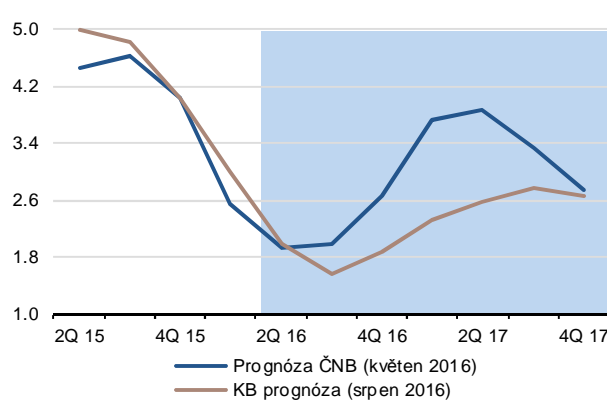
Po rozhodnutí britských voličů o brexitu bude ČNB čekat až na podrobnější ekonomická data, která ukáží první efekty tohoto rozhodnutí. ČNB se tak k okamžité změně své politiky neuchýlí. Předpokládáme, že nový ekonomický výhled banky neprošel výraznými změnami, které by bankovní radě daly důvod k odkladu konce kurzového závazku. Z tohoto důvodu si myslíme, že centrální banka bude vyčkávat, dokud se brexit neprojeví v reálné ekonomice. Přesto ale po zasedání bankovní rady určitě uslyšíme o možnosti pozdějšího ukončení kurzového závazku a o možnosti zavedení negativních úrokových sazeb.

Prognóza inflace



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

Prognóza HDP



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

Srpnová schůze bude první měnově politické zasedání bankovní rady ČNB v novém složení. Přesto ale očekáváme **pokračování stávající měnové politiky**¹. Nový guvernér Jiří Rusnok již několikrát zopakoval, že v roce 2016 kurzový závazek ukončen nebude. Předpokládané datum jeho konce je polovina roku 2017. Ve svých předchozích rozhovorech dokonce připustil i možnost pozdějšího ukončení závazku. Nový člen bankovní rady Vojtěch Benda (Rusnokův bývalý poradce) již několikrát ve veřejném prostoru dokázal, že jeho názory jsou v souladu se současnou politikou ČNB. Přestože nemáme mnoho informací o druhém nováčkově v bankovní radě Tomáši Nidetzském, neočekáváme větší odchylku od oficiálního postoje banky.

Nový výhled, který bude na zasedání prezentován, by se podle nás neměl výrazněji lišit od předchozí prognózy. **Očekáváme, že než se ČNB uchýlí k výraznější změně svého postoje, bude čekat na dopady brexitu do reálné ekonomiky.** Proto by bankovní rada neměla měnit svůj postoj k načasování konce kurzového závazku. Dle našeho odhadu bude zopakován příslib k ponechání kurzového závazku minimálně do konce letošního roku s předpokládaným koncem v polovině příštího roku.

¹Více o nových členech bankovní rady se dočtete v tomto reportu:

<http://trading.kb.cz/api/file/147411?hash=201db76cb563ed1e8533e382e8a213e3>

Odhadujeme, že brexit časem zmírní domácí inflaci a zvýší rizika prognózy, čímž přispěje k prodloužení trvání kurzového závazku. To by mělo zaznít na listopadovém zasedání bankovní rady. **Podle našeho odhadu dojde k opuštění kurzového závazku v posledním čtvrtletí příštího roku.** Poté bude ČNB stále korigovat přílišnou volatilitu a posilování koruny na měnovém trhu pomocí intervencí.

Rizika pro exit zůstávají na obou stranách

Rizika pro načasování exitu vidíme na obou stranách.

Považujeme za téměř vyloučené, aby se od kurzového závazku opustilo ještě tento rok.

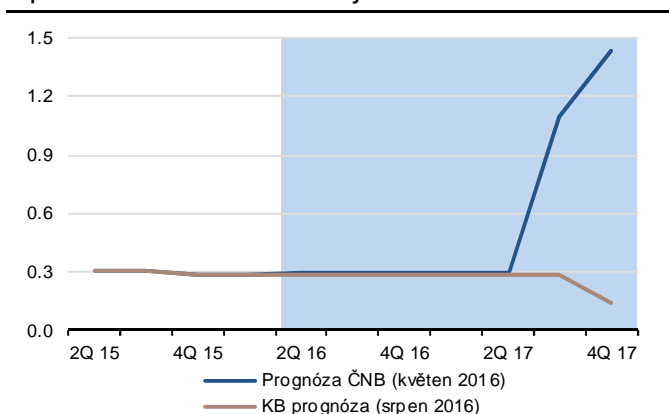
Vidíme pouze malou šanci na ukončení v prvních třech čtvrtletích roku 2017 (25% šance). Je ale i možné riziko napodobení švýcarského scénáře, kdy bankovní rada překvapí trh ukončením závazku bez předchozího upozornění. Bankovní rada by tento scénář mohla upřednostnit, protože by mohl pomoci zabránit přílivu spekulativního kapitálu před očekávaným ukončením závazku.

Ukončení závazku až v roce 2018 dáváme 25% šanci. Nečekaně nepříznivý dopad brexitu a další pokles cen komodit by mohly zpomalit návrat inflace na cíl ČNB. To by pak zapříčinilo prodloužení platnosti kurzového závazku.

Záporné sazby pouze v době okolo exitu

Přestože nová bankovní rada nezměnila svůj názor na kurzový závazek, její členové jsou nyní podle nás více otevření vůči užití záporných úrokových sazeb. Bankovní rada nicméně podle nás neplánuje použít záporné sazby jako nástroj k uvolnění měnových podmínek, ale k odstrašení možného přílivu spekulativního kapitálu. Bývalý guvernér Singer se

V průběhu exitu se úrokové sazby sníží



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

silně vymezil vůči negativním sazbám, nicméně nový guvernér Rusnok a člen bankovní rady Benda nevyloučili použití negativních sazeb v období konce kurzového závazku. My věříme, že ČNB použije negativní sazby k hladšímu procesu zrušení kurzového závazku. Pokud by bylo nutné uvolnit měnové podmínky, většina členů bankovní rady by byla pro posunutí závazku na slabší hodnotu. Tento scénář ale v současnosti neočekáváme.



Jan Vejmelík
(420) 222 008 568
jan_vejmelik@kb.cz

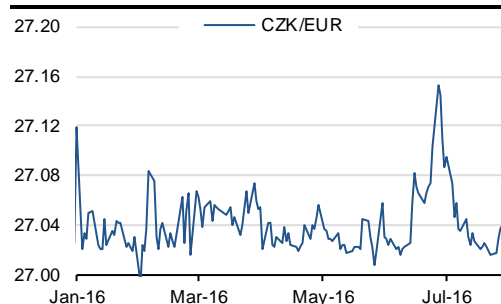
Korunový devizový trh

Stabilní kurzový vývoj až téměř do konce příštího roku

Dopad výsledku britského referenda na kurz koruny byl mírný a dočasný.

Britské referendum přineslo dočasnou úlevu české centrální bance. Kvůli konání referenda a jeho výsledku byl totiž dočasně snížen tlak na posilování koruny k úrovni kurzového závazku. Ve druhé polovině června se tak kurz od intervenční úrovně odpoutal, když byla atakována hladina 27,15 CZK/EUR. Jednalo se o dosažení nejslabší korunové hodnoty od loňského září. Nicméně situace se velmi rychle zklidnila a s červencem se kurzový vývoj vrátil do starých kolejí.

Vývoj kurzu CZK/EUR v letošním roce

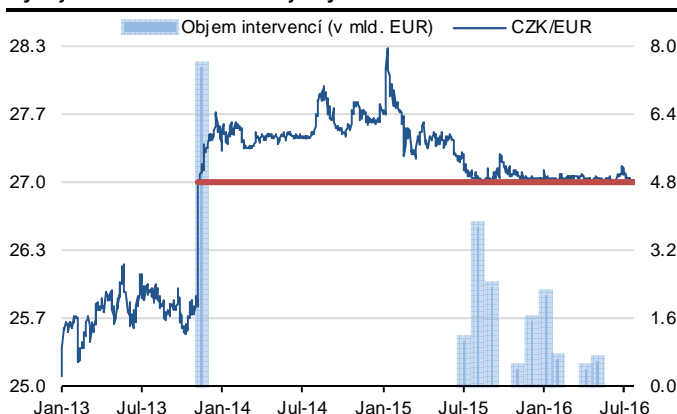


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Intervenční aktivita ČNB není nijak robustní.

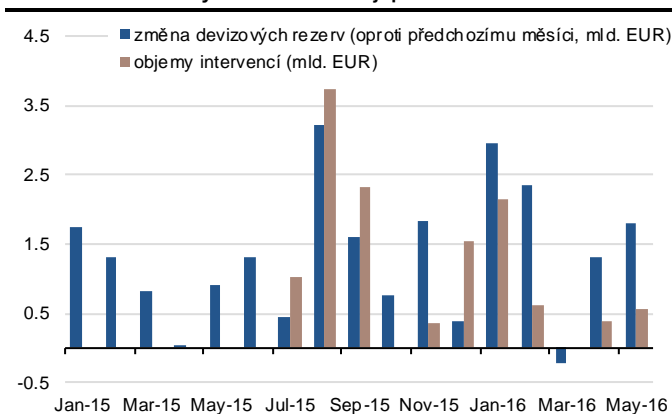
ČNB spekulativním útokům (zatím) nečelí. Pohled na intervenční aktivitu ČNB ukazuje, že je na trhu aktivní od poloviny minulého roku, kdy se kurz dostal k úrovni kurzového závazku. Od loňského července do letošního května nakoupila na trhu eura v objemu 12,7 mld. EUR, v průměru tedy 1,2 mld. EUR měsíčně. Rozhodně se nejedná o objem, který by centrální banka v jejích intervenčních aktivitách jakkoliv omezoval (a je otázkou, jestli takový objem vůbec existuje). Výše devizových rezerv dosahovala ke konci června 67,7 mld. EUR, což podle našeho odhadu představovalo 40,3 % HDP. Pokud by se tento průměrný měsíční intervenční objem udržel, v době námi předpokládaného exitu ke konci roku 2017 by činil podíl devizových rezerv na HDP 50 %. Stále tedy velmi hluboko pod úroveň, kde byla nucena přestat intervenovat vloni v lednu švýcarská centrální banka (navíc z důvodů, které nejsou pro ČNB relevantní). Nakoupená eura samozřejmě ČNB investuje a zhodnocuje. Za rok 2015 činilo zhodnocení eurové části devizových rezerv ČNB (bez kurzových vlivů) 1,25 %.

Vývoj kurzu CZK/EUR a objemy intervencí



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

Za růstem devizových rezerv nestojí pouze intervence



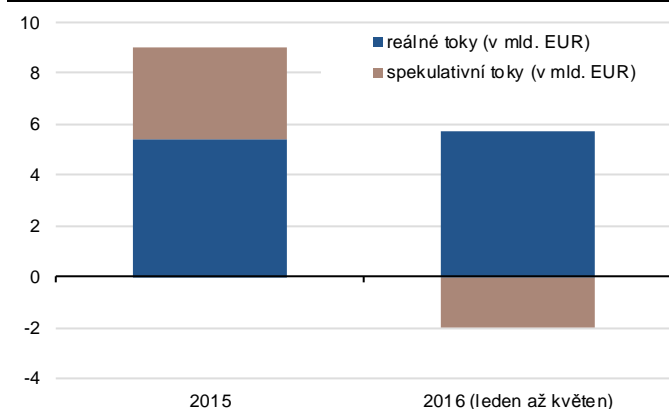
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČNB

Devizové rezervy rostou i kvůli penězům z EU fondů.

Devizové rezervy rostou rychleji, než by odpovídalo pouze intervenční aktivitě ČNB. Od loňského července se zvýšily o 16,7 mld. EUR. Z toho ovšem připadaly 4 mld. EUR na příliv prostředků z evropských fondů, zbytek jsou eura nakoupená v souvislosti s intervencemi. Ovšem zatímco během H2 15 dosáhly intervence objemu 9 mld. EUR, za prvních pět měsíců letošního roku to bylo pouze 3,7 mld. EUR a samotný červen číslo zásadněji nenavýší.

Intervenční objemy tedy klesají, i když přebytek běžného účtu platební bilance roste. Vysvětlení tohoto rozporu je podle nás možné letošním uzavíráním v loňském roce otevřených spekulativních pozic (viz graf níže). To souvisí s tím, jak se očekávání exitu z režimu kurzového závazku posunuly zejména v prvních měsících letošního roku dále do budoucna. Důvodem bylo především nízkoinflační prostředí v české ekonomice. Po většinu prvního pololetí jsme byli svědky desinflačního trendu (květnový a červnový meziroční růst spotřebitelských cen již činil pouze 0,1 %), navíc se skutečný inflační vývoj často nacházel pod očekáváním ČNB. To ovlivnilo tržní očekávání.

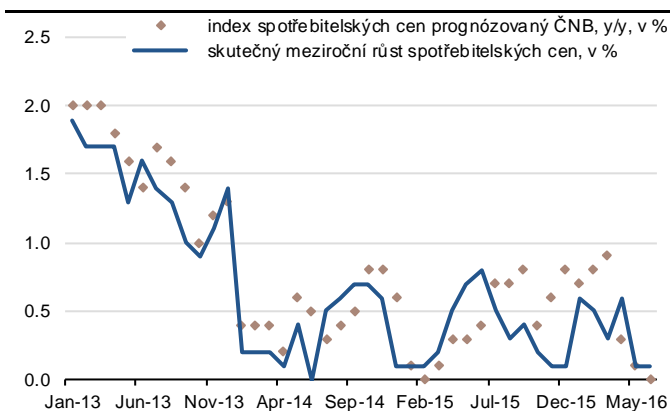
Odhad přílivu reálných a spekulativních toků do české ekonomiky v letech 2015 a 2016



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn. Reálné toky aproximujeme součtem běžného a kapitálového účtu. Za hrubý odhad spekulativních toků bereme rozdíl mezi objemy intervencí ČNB a reálnými toky

Skutečný inflační vývoj v konfrontaci s očekáváním ČNB



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

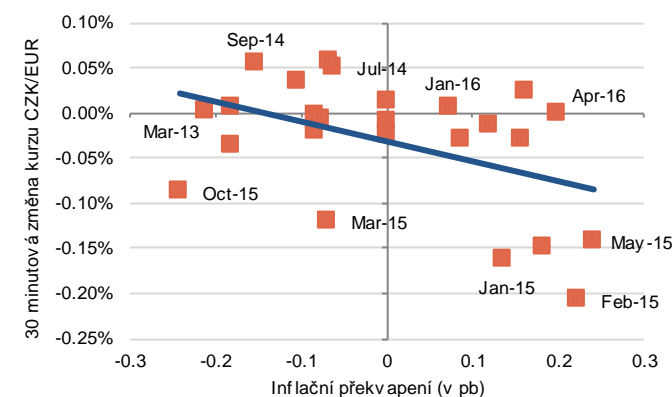
Přebytek běžného účtu a odrazení se inflace ode dna bude korunu držet u hladiny kurzového závazku i nadále.

Koruna zůstane přilepená ke kurzovému závazku

Znatelnější oslabení koruny do opuštění režimu kurzového závazku neočekáváme.

Pokračující přebytkový vývoj běžného účtu platební bilance bude generovat eura, která budou muset být centrální bankou skupována. Očekávané zrychlení inflace v ročním horizontu směrem k inflačnímu cíli bude dalším faktorem, který nedovolí kurzu CZK/EUR výrazněji se od kurzového závazku odpoutat. Jak ukazuje níže uvedený graf, vyšší inflace je doprovázena silnější domácí měnou (a naopak). Protože ale koruna nemůže posílit pod hladinu kurzového závazku, zůstane k ní kurz přilepen.

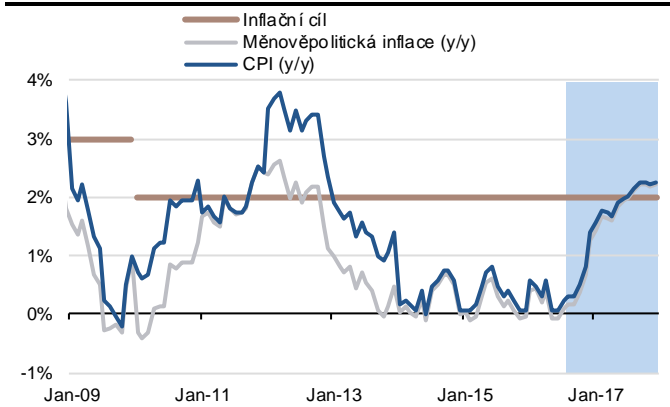
Reakce kurzu CZK/EUR na zveřejnění inflačních dat



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn. Inflační překvapení je definováno jako rozdíl mezi skutečnou inflací a inflací očekávanou ČNB, zachycuje časové období od července 2014 do června 2016

Inflační výhled



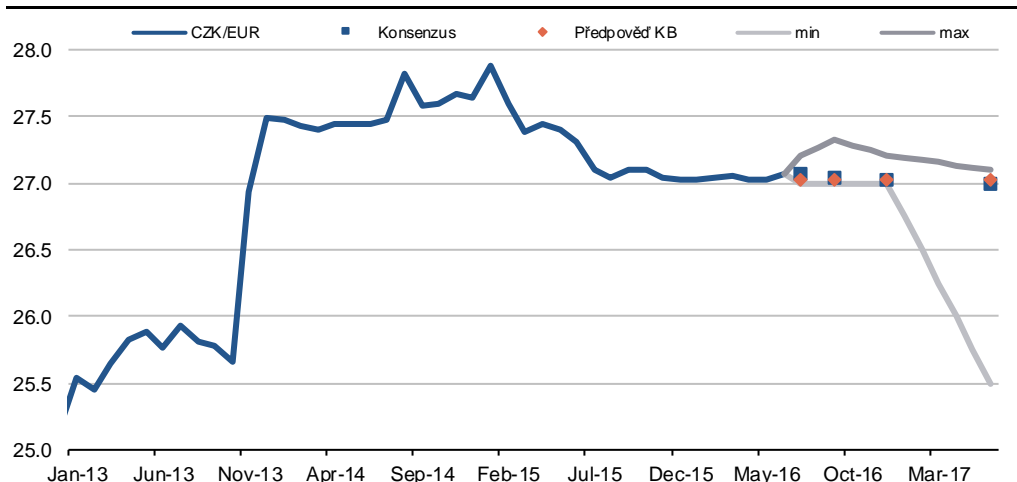
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ani trh v ročním horizontu opuštění kurzového závazku neočekává.

Revize makroekonomického výhledu a zohlednění zvyšujících se externích rizik nás vedly k posunu očekávaného ukončení režimu kurzového závazku na konec roku 2017.

V tomto horizontu není příliš pravděpodobné, že by česká koruna vůči euru nějak ztlačila. Takovýto scénář by bylo možné předpokládat pouze v případě výraznějšího negativního šoku v zahraničí, který by se projevil v dovozu silných deflačních tlaků, či v situaci výrazně zvýšené rizikové averze na globálních finančních trzích. Jak ukazuje pohled na tržní konsensus, v ročním horizontu se opuštění režimu kurzového závazku neočekává. Z 19 analytiků oslovených agenturou Reuters jich 5 očekává za rok kurz pod úroveň 27 CZK/EUR.

CZK/EUR – tržní konsensus, červenec 2016



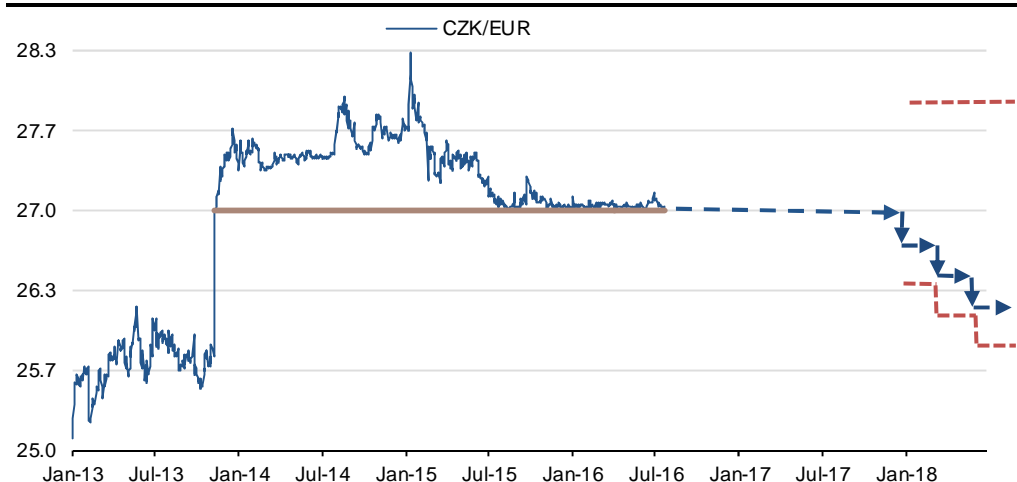
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Reuters

Po exitu bude ČNB zvýšenou kurzovou volatilitu krotit intervencemi na obou stranách.

Kurzová volatilita se po exitu zvýší, ČNB jí bude limitovat

Jak jsme avizovali v předchozím vydání *Ekonomických výhledů*, **opuštění kurzového závazku nebude znamenat konec intervenčního režimu**. Jak již centrální bankéři mnohokrát uvedli, nedovolí po exitu rychlé posílení koruny. ČNB se intervencí jako svého nástroje nevzdá. Naopak ho bude dále využívat s cílem **eliminovat potenciálně zvýšenou volatilitu po exitu**.

Očekávaný vývoj kurzu CZK/EUR po exitu



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Co kurz bezprostředně po exitu udělá, bude do značné míry záviset na roli spekulativního kapitálu. Jak vyplývá z výše diskutovaného, aktuálně se ČNB s problémem přílivu spekulativního kapitálu nepotýká. Nicméně s blížícím se datem exitu se dá předpokládat, že se horký kapitál objeví. V případě výrazných spekulací na posílení koruny v souvislosti s uvolněním režimu může koruna možná poněkud paradoxně (dočasně) oslabit díky následnému zavírání těchto pozic.

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 kluzového 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.

Vedoucí technických analytiků
Stéphanie Aymes
 (44) 207 762 5898
 stephanie.aymes@sgcib.com

Technický analytik
Tanmay Purohit
 (91) 80 6716 8267
 tanmay.purohit@sgcib.com

Technický analytik
Natarajan Visweswaran
 (91) 80 6758 7816
 natarajan.visweswaran@sgcib.com

Technická analýza CZK/EUR

27,00 je rozhodující hranice pro další pohyb

Měnový kurz CZK/EUR vytvořil z pohledu měsíční časové řady *padající hvězdu* v blízkosti horní hrany vzestupného kanálu, která aktuálně prochází úrovní 28,80. Od té doby jsme svědky přetrvávající korekce. Kurz se drží těsně nad klíčovou úrovní 27,00. Ta zároveň představuje 50 % hodnoty vzestupného trendu zaznamenaného od října 2013. Měsíční MACD ukazatel přibližující se rovnovážné úrovni indikuje, že hladina 27,00 zůstane klíčovou podporou, která rozhodne o tom, jestli se v případě jejího prolomení kurz rychle dostane ke 26,63 či dokonce k maximu z roku 2011 na 26,15.

Prostor pro nějaký blízký posun kurzu směrem vzhůru, pokud by k němu vůbec mělo dojít, bude limitován předchozími minimy na 27,25/35. To je zároveň 23,6 % pohybu z maxim roku 2015. Pouze růst nad tyto úrovně by otevřel prostor pro výraznější kurzový vzestup.

CZK/EUR, měsíční graf



CZK/EUR, týdenní graf



CQG Inc. © 2016 All rights reserved worldwide. <http://www.cqg.com>

Wed Jul 27 2016 13:29:13, CQG 16.14.857

CQG Inc. © 2016 All rights reserved worldwide. <http://www.cqg.com>

Wed Jul 27 2016 17:19:09, CQG 16.14.857

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_drima@kb.cz

Nízké výnosy po delší dobu

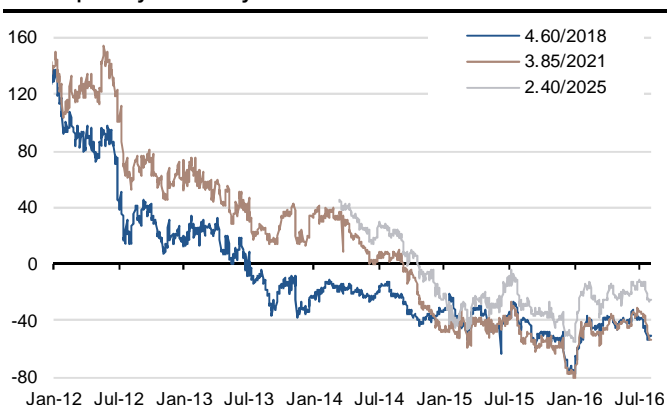
Zatímco dopad brexitu na reálnou ekonomiku bude nejspíše jen omezený, globální turbulence budou mít na český trh dluhopisů a IRS vliv pravděpodobně výraznější. V druhé polovině letošního roku sice předpokládáme růst nabídky českých státních dluhopisů (CZGB) a v příštím roce by měla vzrůst celková výpůjční potřeba, námi očekávaná trajektorie výnosů se ale posunula směrem dolů.

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

S mírným zpožděním následovaly výnosy CZGB pád výnosů německých dluhopisů po referendu o brexitu, a česká výnosová křivka tak v červenci spadla do blízkosti svého historického minima. Důvodem byly především globální obavy z následků britského referenda, očekávání uvolnění měnové politiky po delší dobu (i v České republice) a nízká nabídka CZGB.

Emise dluhopisů ve zbytku roku vzroste

Podle našich výpočtů ministerstvo financí prozatím pokrylo jen 38 % letošních výpůjčních potřeb. Ve zbytku roku tak předpokládáme zvýšení emisní aktivity. Na primárním trhu by mělo ministerstvo prodat 70 mld. CZK dluhopisů v Q3 16 a dalších 59 mld. CZK v Q4 16. Pokladničních poukázek se splatností v příštím roce by mělo být ve zbytku roku emitováno 47 mld. CZK. Takový celkový objem emise by zhruba odpovídal očekáváním a limitům ministerstva uvedeným v aktualizaci dluhové strategie na H2 16 s výjimkou očekávaného schodku rozpočtu a námi předpokládaného čerpání volné likvidity.

Navzdory očekávanému růstu nabídky v H2 16 jsme srazili výhled pro výnosy českých dluhopisů.

Navzdory očekávanému růstu nabídky jsme srazili výhled pro výnosy českých dluhopisů.

Důvodem byla především revize předpovědí pro výnosy německých Bundů a eurových IRS po referendu o brexitu od Société Générale. Nadále předpokládáme, že poptávka nerezidentů na krátkém konci křivky díky levnému financování přes cross-currency swapy bude vytěšňovat domácí investory na delší konec. Investoři s eurovým financováním totiž dostávají na trhu za poskytnutí svých eur vůči korunám výraznou prémii. Zájem o CZGB navíc zřejmě vzroste v závěru roku i díky opětovné potřebě bank snížit likviditu kvůli platbám do fondu pro řešení krize. Výnos desetiletého CZGB by měl na konci roku dosáhnout jen 0,35 % (revize o 25 bb dolů).

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

| | MF červen | KB srpen |
|--|--------------|--------------|
| Výpůjční potřeby | | |
| Schodek rozpočtu | 70,0 | 35,0 |
| Zpětné odkupy CZGB | - | 0,0 |
| Splátky CZGB | | 136,8 |
| Splátky eurobondů | 155,8 | 12,2 |
| Splátky spořicíh dluhopisů | 30,0 | 30,1 |
| Splátky pokladničních poukázek | 84,4 | 84,4 |
| Splátky ostatních instrumentů peněžního trhu | - | 2,2 |
| Splátky půjček od EIB | 1,7 | 1,7 |
| Celkem | 342,0 | 302,4 |
| Financování | | |
| 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 | | 11,0 |
| Hrubá emise eurobondů | | 0,0 |
| Hrubá emise spořicíh dluhopisů | | 0,0 |
| Půjčky od EIB | | 0,0 |
| Využití likviditní rezervy | | 25,0 |
| Čistý efekt výměn dluhopisů | | -3,5 |
| Ostatní | | 0,0 |
| Celkové financování | | 302,5 |
| Čistá emise CZGB | | 94,2 |

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

V příštím roce by měly hrubé výpůjční potřeby vzrůst o 20 mld. CZK y/y na 322,2 mld. CZK.

2017: další růst výpůjčních potřeb a financování

V příštím roce by měly hrubé výpůjční potřeby vzrůst o 20 mld. CZK y/y na 322,2 mld. CZK kvůli vyššímu schodku státního rozpočtu a větším splátkám dluhopisů. Výhled ministerstva dokonce počítá s ještě větším číslem 337,2 mld. CZK na základě předpokládaného hlubšího rozpočtového schodku 60 mld. CZK.

Na straně financování ministerstvo prozatím neuvedlo žádné konkrétní plány. **Podle našich očekávání se stát opět zaměří na vydávání domácích dluhopisů, kde předpokládáme emisi na primárním trhu ve výši 240 mld. CZK.** Poptávka by měla zůstat příznivá. Pokračující kurzový závazek ČNB a s tím spojené intervence by nadále měly podporovat zájem nerezidentů o krátkodobé dluhopisy i se záporným nominálním výnosem, zatímco domácí investoři budou stále vytlačováni k dluhopisům s delšími splatnostmi. Přestože předpokládáme výrazný nárůst hrubé emise CZGB, čistá emise by měla v roce 2017 mírně klesnout kvůli vyšším splátkám dluhopisů.

Hrubé výpůjční potřeby a financování v roce 2017, mld. CZK

| | MF prosinec | KB duben |
|--|--------------|--------------|
| Výpůjční potřeby | | |
| Schodek rozpočtu | 60,0 | 45,0 |
| Zpětné odkupy CZGB | | 0,0 |
| Splátky CZGB | 208,6 | 208,6 |
| Splátky eurobondů | | 0,0 |
| Splátky spořicí dluhopisů | 16,9 | 16,9 |
| Splátky pokladničních poukázek | 50,0 | 50,0 |
| Splátky ostatních instrumentů peněžního trhu | - | 0,0 |
| Splátky půjček od EIB | 1,7 | 1,7 |
| Celkem | 337,2 | 322,2 |
| Financování | | |
| Hrubá emise pokladničních poukázek | | 50,0 |
| Ostatní instrumenty peněžního trhu | | 0,0 |
| Hrubá emise CZGB (v aukcích) | | 240,0 |
| Přímé prodeje CZGB | | 10,0 |
| Hrubá emise eurobondů | | 0,0 |
| Hrubá emise spořicí dluhopisů | | 0,0 |
| Půjčky od EIB | | 0,0 |
| Využití likviditní rezervy | | 22,2 |
| Ostatní | | 0,0 |
| Celkové financování | | 322,2 |
| Čistá emise CZGB | | 41,4 |

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

Předpokládáný nárůst výnosů německých Bundů v příštím roce (podle výhledu SG) a zrychlení inflace povedou ke zvýšení sklonu výnosové křivky kvůli růstu jejího dlouhého konce.

Předpokládáný nárůst výnosů německých Bundů v příštím roce (podle výhledu SG) a zrychlení inflace povedou ke zvýšení sklonu výnosové křivky kvůli růstu jejího dlouhého konce. Svou roli sehraje i vyšší nabídka CZGB. Navzdory tomu by měl desetiletý český výnos vzrůst na konci roku 2017 jen k 0,70 %.

Jak už jsme upozorňovali v předchozích *Ekonomických výhledech*, dojde v listopadu 2017 ke splacení velké (70 mld. CZK) emise dluhopisu CZGB 0,0 % 2017, přičemž už v lednu 2018 bude následovat nejspíše 60 mld. CZK dluhopisu 0,0 % 2018 (pokud ministerstvo využije celkový možný objem této emise; prozatím jich ministerstvo prodalo 40,8 mld. CZK). Předpokládáme, že tyto dluhopisy drží především nerezidenti, kteří je kupovali a kupují i při záporném výnosu díky výrazné prémii na EUR/CZK swapu. Očekávaný konec kurzového závazku ČNB ale pravděpodobně sníží atraktivitu krátkodobých dluhopisů, protože premie za dodání eur na český trh by měla poklesnout. **Potřeba refinancovat tyto maturující dluhopisy v prostředí poklesu zahraniční poptávky tak představuje riziko pro rychlejší růst výnosů.**

Prognóza výnosů CZGB

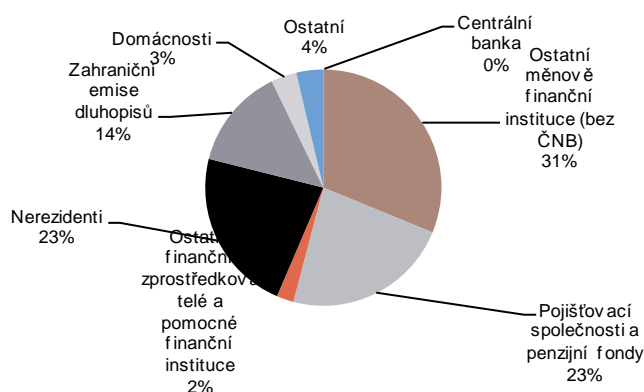
| | Q3 16f | Q4 16f | Q1 17f | Q2 17f | Q3 17f | Q4 17f |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Výnos 2Y CZGB (%) | -0,15 | -0,10 | -0,10 | -0,10 | -0,15 | -0,15 |
| Výnos 10Y CZGB (%) | 0,35 | 0,35 | 0,50 | 0,60 | 0,65 | 0,70 |
| 10Y CZGB ASW | -20 | -30 | -30 | -35 | -30 | -30 |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podíl nerezidentů pokračuje v růstu

Ministerstvo financí pokračuje ve vydávání dluhopisů na krátkém konci křivky, když využívá možnosti prodávat dluh za záporný nominální výnos.

Držba vládních dluhových cenných papírů v CZK, červen 2016



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

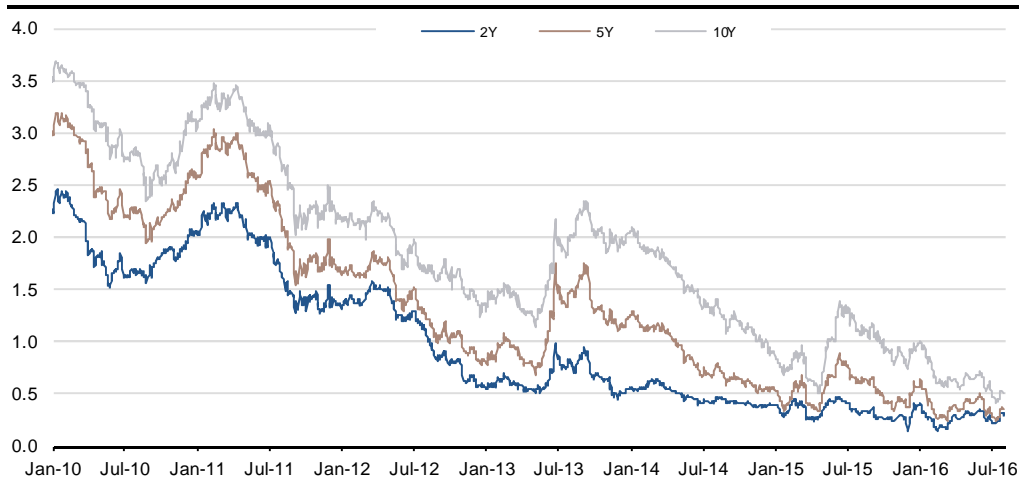
Podíl zahraničních investorů v CZGB dále roste



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

Tento trend bude podle našich očekávání pokračovat, i když pomalejším tempem – ministerstvo totiž prodalo už většinu možného objemu dluhopisu 0,0 % 2018 a CZGB 0,0 % 2019 se setkává jen s omezeným zájmem u investorů kvůli své relativně delší splatnosti (to se pravděpodobně bude týkat všech případných nových dluhopisů se splatností delší než na počátku roku 2018).

Nedávný vývoj CZK IRS (v procentech)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Na základě revize výhledu SG pro eurové swapy a z titulu našich předpokladů pro inflaci a měnovou politiku ČNB jsme snížili očekávanou trajektorii i pro korunové IRS.

Trh českých výnosů IRS: revize směrem dolů

V reakci na pokles svého eurového protějšku propadl v červenci sklon české swapové výnosové křivky na nejnižší úroveň v historii. **Na základě revize výhledu SG pro eurové swapy a z titulu našich předpokladů pro inflaci a měnovou politiku ČNB jsme snížili očekávanou trajektorii i pro korunové IRS.** Krátký konec křivky (2Y) by měl zůstat až do konce roku 2017 prakticky beze změn. Dlouhý konec (10Y) by měl ke konci příštího roku vzrůst k 1 % (revize o 45 bb dolů oproti našemu minulému výhledu).

Výhled pro CZK IRS (%)

| | Q3 16f | Q4 16f | Q1 17f | Q2 17f | Q3 17f | Q4 17f |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2Y | 0,25 | 0,30 | 0,30 | 0,35 | 0,35 | 0,35 |
| 10Y | 0,55 | 0,65 | 0,80 | 0,95 | 0,95 | 1,00 |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka



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

Bankovní sektor

Růst úvěrů příští rok zpomalí

Úvěrová aktivita v české ekonomice se v posledních letech (od minulé recese) výrazně zvýšila. Přesto data naznačují, že dynamika úvěrů už vyvrcholila v H2 15 (v průměru +7,8 % y/y), když první polovina letošního roku zaznamenala mírné zpomalení (průměrně +7,3 %). Nižší růst zaznamenaly od začátku letošního roku především úvěry nefinančním korporacím kvůli pomalejšímu tempu ekonomiky a investic a růstu globálních rizik. Naopak půjčky domácnostem se nadále zvyšují především díky úvěrům na bydlení. Zlepšování kupní síly díky silnému utahování na trhu práce a prostředí nízkých výnosů vedou k růstu investic do bydlení. Úvěry na spotřebu se letos zvyšují nižším tempem než loni kvůli vysoké statistické základně z loňského roku.

Růst úvěrů by měl v příštím roce dále zpomalit, což bude způsobeno nižší dynamikou jak u hypoték, tak u půjček nefinančním podnikům. Meziroční nárůst úvěrů na bydlení by měl poklesnout kvůli vyšší srovnávací základně z letošního roku, očekávanému (mírnému) zvýšení sazeb a rostoucí saturaci trhu. Tvorba spotřebitelských úvěrů by naopak měla vzrůst, když vyprchá efekt vysoké srovnávací základny z roku 2015. Úvěry nefinančním podnikům dále zpomalí kvůli jejich dobré ziskovosti a silné hotovostní pozici, která snižuje prostor pro externí financování. Dynamika ekonomiky by zároveň měla vzrůst jen mírně a zotavení investic potáhne zejména veřejný sektor.

Bankovní úvěry a depozita (SA, y/y, %)

| | Q1 16 | Q2 16 | Q3 16 | Q4 16 | Q1 17 | Q2 17 | Q3 17 | Q4 17 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|
| Bankovní úvěry | | | | | | | | | | | | | | |
| Celkem | 6,5 | 6,6 | 5,8 | 6,9 | 6,3 | 5,9 | 5,7 | 5,4 | 6,1 | 6,5 | 5,8 | 5,6 | 5,5 | 4,6 |
| Úvěry domácnostem na bytové potřeby | 7,9 | 7,9 | 7,8 | 8,1 | 7,5 | 7,4 | 6,8 | 6,1 | 7,0 | 7,9 | 6,9 | 6,6 | 7,0 | 5,3 |
| Spotřebitelské úvěry domácnostem | 9,9 | 1,2 | 2,4 | 3,8 | 4,1 | 5,2 | 5,0 | 5,1 | 6,5 | 4,3 | 4,8 | 5,7 | 7,7 | 5,6 |
| Úvěry nefinančním podnikům | 7,8 | 7,4 | 4,9 | 7,0 | 4,9 | 4,1 | 4,7 | 4,6 | 6,1 | 6,8 | 4,6 | 5,0 | 3,7 | 3,8 |
| Bankovní vklady | | | | | | | | | | | | | | |
| Celkem | 8,4 | 9,9 | 7,7 | 6,9 | 2,7 | 2,4 | 3,0 | 5,6 | 3,2 | 8,2 | 3,4 | 3,4 | 3,6 | 3,2 |
| Obyvatelstvo | 6,2 | 6,7 | 6,1 | 6,0 | 5,3 | 5,2 | 5,2 | 4,9 | 5,1 | 6,2 | 5,1 | 4,3 | 3,7 | 3,1 |
| Nefinanční podniky | 7,0 | 7,6 | 4,9 | 7,8 | 4,7 | 4,6 | 3,7 | 3,3 | 10,9 | 6,8 | 4,1 | 3,8 | 2,9 | 2,6 |
| Ostatní | 14,2 | 19,2 | 13,5 | 8,2 | -4,4 | -4,7 | -1,5 | 10,7 | -7,1 | 13,8 | 0,0 | 1,2 | 4,0 | 3,8 |
| Podíly na HDP | | | | | | | | | | | | | | |
| Podíl úvěrů na HDP | 61,4 | 62,0 | 62,7 | 62,9 | 62,8 | 63,1 | 63,4 | 63,4 | 61,1 | 62,3 | 63,2 | 63,5 | 64,1 | 65,2 |
| Podíl vkladů na HDP | 81,8 | 82,4 | 82,8 | 79,4 | 80,9 | 81,0 | 81,6 | 80,2 | 78,7 | 81,6 | 80,9 | 79,6 | 78,9 | 79,2 |
| Podíl úvěrů a vkladů | 75,0 | 75,3 | 75,7 | 79,2 | 77,7 | 77,9 | 77,7 | 79,0 | 77,6 | 76,3 | 78,1 | 79,8 | 81,2 | 82,4 |
| Úrokové sazby | | | | | | | | | | | | | | |
| Úvěry pro bytové potřeby | 2,6 | 2,6 | 2,6 | 2,7 | 2,7 | 2,8 | 2,8 | 2,9 | 2,6 | 2,6 | 2,8 | 3,1 | 3,5 | 4,0 |
| Spotřebitelské úvěry | 11,9 | 11,9 | 11,8 | 11,7 | 11,6 | 11,6 | 11,5 | 11,4 | 12,4 | 11,8 | 11,5 | 11,2 | 11,2 | 11,4 |
| Úvěry nefinančním podnikům | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,4 | 2,2 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,7 |
| Podíl úvěrů v selhání | | | | | | | | | | | | | | |
| Úvěry pro bytové potřeby | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,9 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 3,0 | 3,2 |
| Spotřebitelské úvěry | 11,9 | 11,9 | 11,1 | 10,8 | 10,4 | 10,0 | 9,8 | 9,8 | 11,9 | 11,4 | 10,0 | 9,6 | 9,7 | 10,0 |
| Úvěry nefinančním podnikům | 5,6 | 5,6 | 5,7 | 5,8 | 5,8 | 5,8 | 5,7 | 5,6 | 5,9 | 5,7 | 5,7 | 5,3 | 5,0 | 5,4 |

Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podíl úvěrů v selhání u půjček na bydlení a nefinančním podnikům by se měl letos mírně snížit a poté v roce 2017 zůstat stabilní. U spotřebitelských úvěrů by jejich podíl měl příští rok dokonce ještě poklesnout, stejně jako letos. Důvodem by mělo být zmíněné zlepšování na trhu práce – růst mezd a pokles nezaměstnanosti. Náklady rizika českého bankovního sektoru by tak měly zůstat nízké.

Klíčové ekonomické ukazatele

Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

| | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|-----------------------------|------------------|-------|-------|------|-------|------|------|------|------|
| HDP | reálný, % | 2,7 | 4,6 | 2,1 | 2,6 | 2,9 | 1,8 | 1,5 | 1,9 |
| Inflace | průměr období, % | 0,4 | 0,3 | 0,5 | 2,0 | 2,0 | 1,6 | 1,1 | 1,2 |
| Běžný účet platební bilance | % HDP | 0,2 | 0,9 | 2,4 | 0,9 | 0,8 | 1,3 | 1,6 | 1,6 |
| 3M PRIBOR | průměr | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,4 | 1,4 |
| CZK/EUR | průměr | 27,53 | 27,28 | 27,0 | 27,00 | 26,2 | 24,7 | 23,8 | 23,1 |
| CZK/USD | průměr | 20,75 | 24,59 | 24,5 | 25,6 | 24,5 | 21,1 | 19,6 | 18,7 |

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

Měna a úrokové sazby - výhled

| | | 1. 8. 2016 | Září 2016 | Prosinec 2016 | Březen 2017 | Červen 2017 | Září 2017 |
|-----------|--------------|------------|-----------|---------------|-------------|-------------|-----------|
| CZK/EUR | konec období | 27,03 | 27,00 | 27,00 | 27,00 | 27,00 | 27,00 |
| USD/EUR | konec období | 1,116 | 1,10 | 1,08 | 1,05 | 1,05 | 1,05 |
| CZK/USD | konec období | 24,21 | 24,6 | 25,00 | 25,7 | 25,7 | 25,7 |
| 3M PRIBOR | konec období | 0,29 | 0,29 | 0,29 | 0,29 | 0,29 | 0,29 |
| 10Y IRS | konec období | 0,50 | 0,55 | 0,65 | 0,80 | 0,95 | 0,95 |

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

Měsíční makroekonomická data

| | | X-15 | XI-15 | XII-15 | I-16 | II-16 | III-16 | IV-16 | V-16 | VI-16 |
|----------------------|-------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| Inflace (CPI) | %, m/m | 0,0 | -0,4 | -0,1 | 0,6 | 0,1 | -0,1 | 0,6 | -0,2 | 0,1 |
| Inflace (CPI) | %, y/y | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,6 | 0,5 | 0,3 | 0,6 | 0,1 | 0,1 |
| Výrobní ceny (PPI) | %, m/m | -0,2 | -0,4 | -0,4 | -1,6 | -0,6 | 0,0 | 0,1 | 0,4 | 0,3 |
| Výrobní ceny (PPI) | %, y/y | -3,9 | -3,7 | -2,9 | -3,4 | -4,0 | -4,5 | -4,7 | -4,8 | -4,4 |
| Míra nezaměstnanosti | %, MPSV | 5,9 | 5,9 | 6,2 | 6,4 | 6,3 | 6,1 | 5,7 | 5,4 | 5,2 |
| Průmyslové tržby | %, y/y, stálé ceny | 1,8 | 1,6 | -1,0 | -1,6 | 3,2 | -1,4 | 0,3 | 4,9 | n.a. |
| Průmyslová produkce | %, y/y, stálé ceny | 3,7 | 5,5 | 1,8 | 1,6 | 5,9 | 1,2 | 4,2 | 8,6 | n.a. |
| Stavebnictví | %, y/y, stálé ceny | -0,8 | 2,4 | 3,3 | -10,8 | -2,4 | -12,4 | -13,7 | -4,3 | n.a. |
| Maloobchodní tržby | %, y/y, stálé ceny | 8,0 | 9,4 | 9,7 | 5,6 | 11,5 | 5,8 | 8,5 | 11,1 | n.a. |
| Zahraniční obchod | mld. CZK (národní met.) | 15,8 | 11,2 | 0,4 | 22,3 | 21,4 | 21,3 | 25,7 | 18,2 | n.a. |
| Běžný účet PB | mld. CZK | 5,8 | 4,9 | 3,9 | 35,7 | 43,9 | 34,2 | 0,9 | 0,8 | n.a. |
| Finanční účet PB | mld. CZK | -13,3 | 14,7 | 40,8 | 27,7 | 66,7 | 14,7 | -21,5 | 11,4 | n.a. |
| M2 | %, y/y | 8,2 | 8,6 | 6,9 | 7,9 | 7,6 | 7,6 | 7,4 | 7,6 | n.a. |
| Státní rozpočet | mld. CZK (od zač. roku) | -29,1 | -29,5 | -62,8 | 45,9 | 27,7 | 43,6 | 30,5 | 22,4 | 40,6 |
| 3M PRIBOR | %, průměr | 0,29 | 0,29 | 0,29 | 0,29 | 0,28 | 0,29 | 0,29 | 0,29 | 0,29 |
| CZK/EUR | průměr | 27,11 | 27,04 | 27,03 | 27,03 | 27,04 | 27,05 | 27,03 | 27,03 | 27,06 |
| CZK/USD | průměr | 24,16 | 25,21 | 24,80 | 24,88 | 24,35 | 24,28 | 23,84 | 23,92 | 24,07 |

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 Libcor
(40) 213 016 869
florian.libcor@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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



Infance
Vaibhav Tandon
(91) 80 6731 9449
vaibhav.tandon@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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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