

PŘEDSTAVENÍ AKTUALIZOVANÉ MAKROEKONOMICKÉ PROGNÓZY

ČESKÁ EKONOMIKA V ROCE 2016

Brexit zpožďuje exit

Jan Vejmělek

Hlavní ekonom

Ekonomický a strategický výzkum

Tel.: +420 222 008 568

jan_vejmelek@kb.cz

NA PARTNERSTVÍ ZÁLEŽÍ



SOCIETE
GENERALE
GROUP

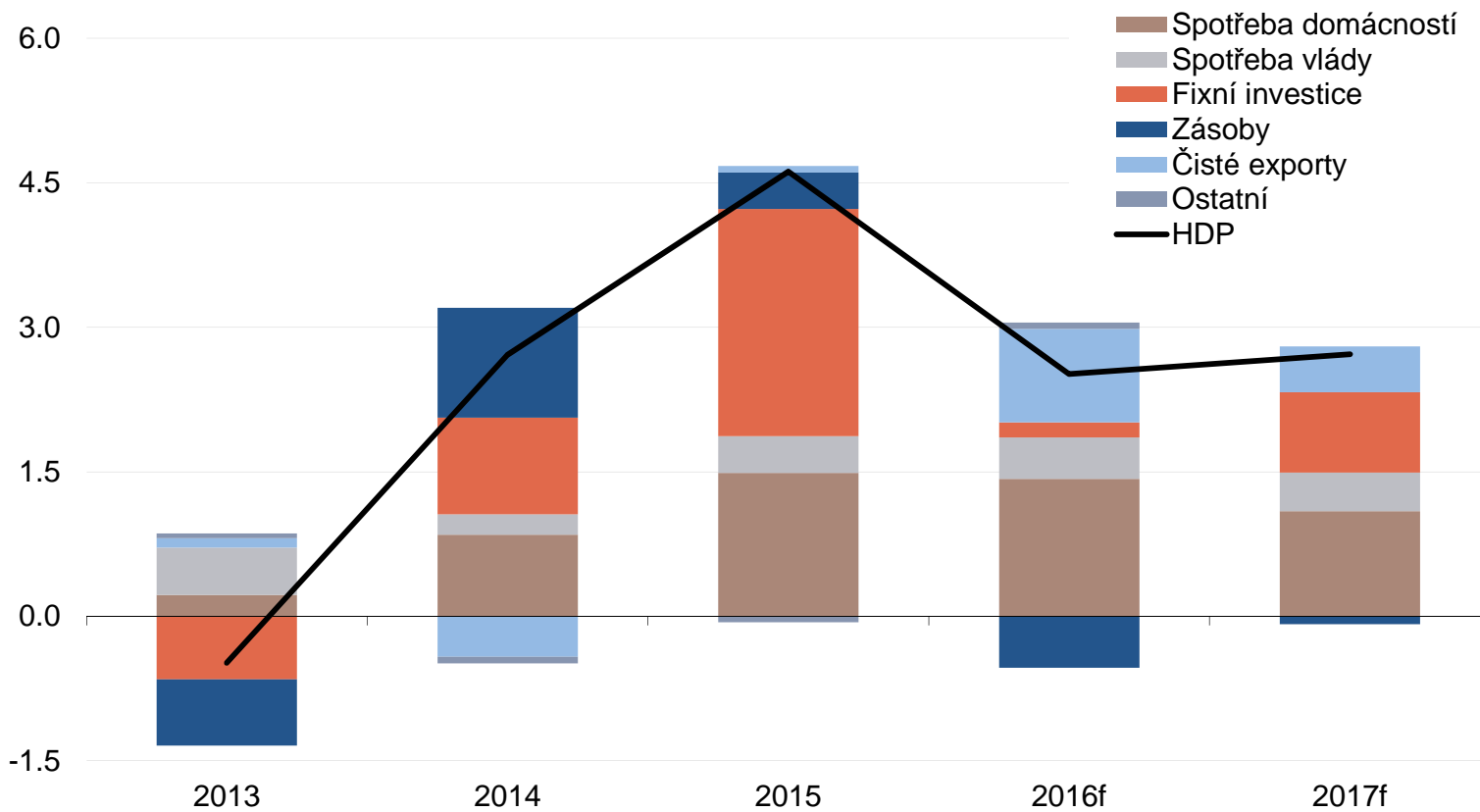
MAKROEKONOMICKÁ PROGNÓZA ČESKÉ EKONOMIKY PRO ROK 2016 a 2017

Brexit zpožďuje exit

HDP ZPĚT NA UDRŽITELNÉM RŮSTU

- Po loňských 4,6 % letos poroste české hospodářství tempem 2,5 %
- Rok 2017 bude ve znamení mírného zrychlení růstového tempa na 2,7 %

Loňský růst byl dán mimořádnými faktory

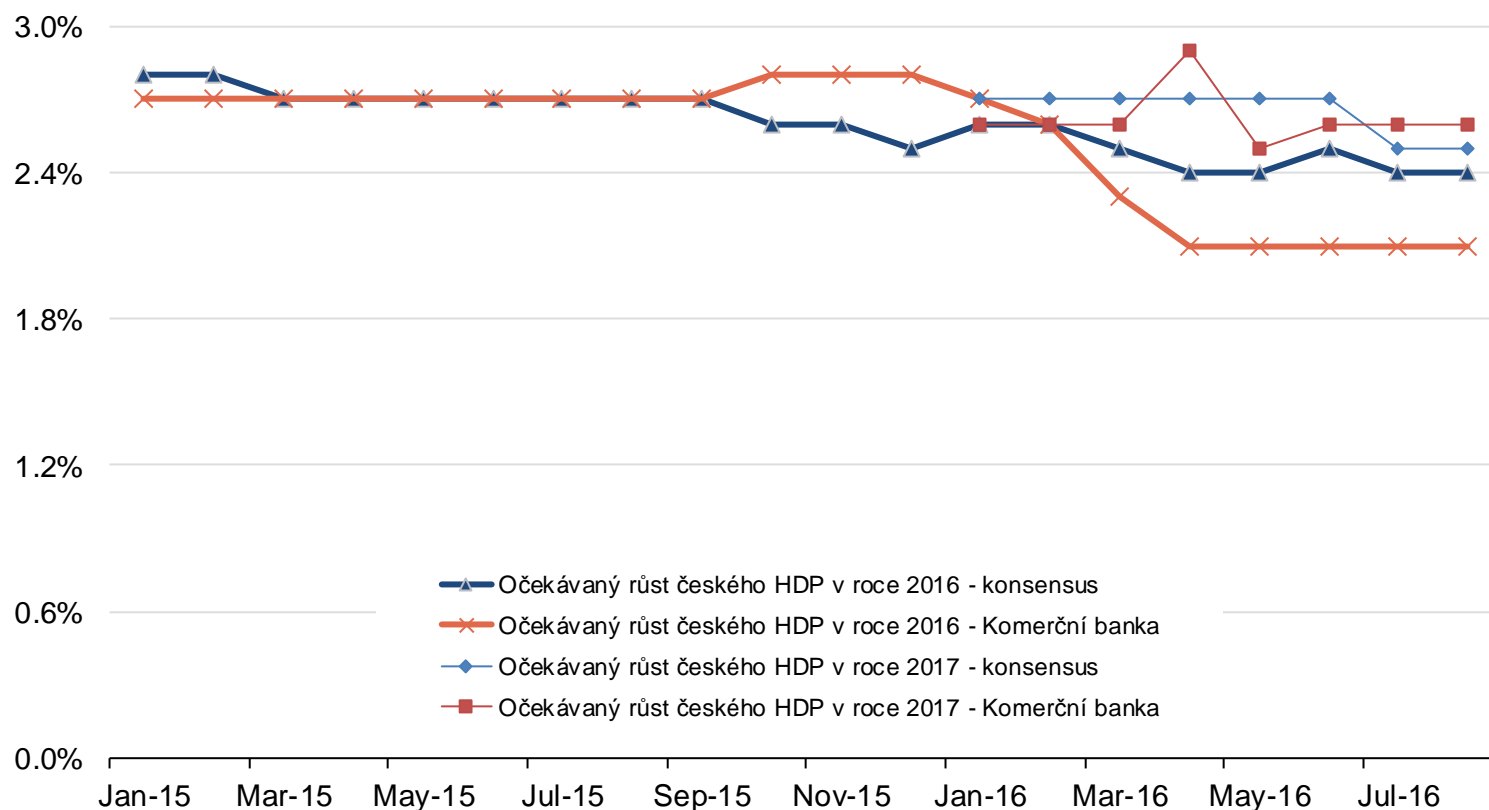


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

2016: RŮSTOVÁ OČEKÁVÁNÍ SE S POČÁTKEM ROKU ZAČALA ZHORŠOVAT

- Růstové vyhlídky byly pro letošní rok dlouhodobě stabilní, zklamáním byl Q4 15
- Příští rok by měl být hospodářský růst ve srovnání s letošním mírně vyšší

Tržní konsensus vidí letošní růst na 2,4 %, v příštím roce pak 2,5 %

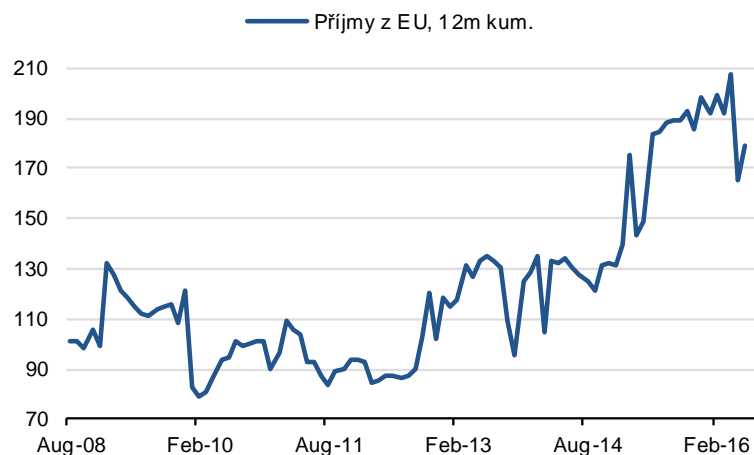


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Consensus Forecast

DOČERPÁVÁNÍ EVROPSKÝCH FONDŮ VLONI VÝRAZNĚ PODPOŘILO INVESTICE

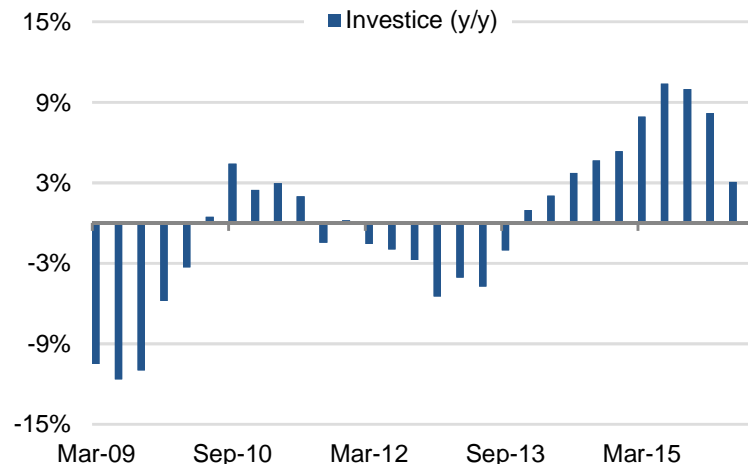
- Loňský příspěvek investic k růstu HDP o 4,6 % činil +2,4 pb.
- Dramatický vliv dočerpávání evropských prostředků programového období 2007-2013
- Letošní příspěvek investic k hospodářskému růstu ve výši 2,5 % bude minimální (+0,2 pb).
- Pomalý náběh nového programového období, problémy s EIA

Evropské peníze letos chybí, ...

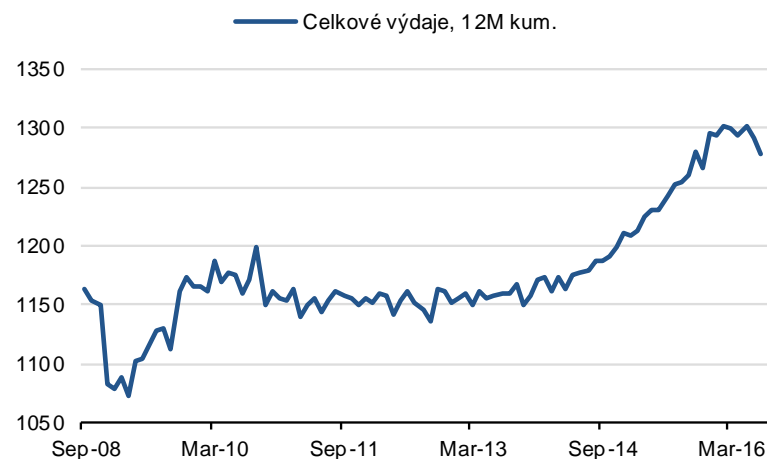


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Datastream

Za loňským růstem stály hlavně investice

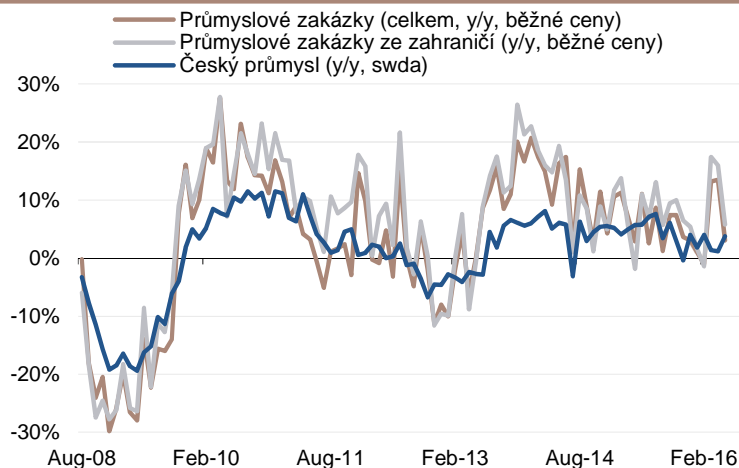


... což je vidět i na výdajích



DŮSLEDKY LETOŠNÍCH VÝPADKŮ VEŘEJNÝCH INVESTIC: DOPAD DO STAVEBNICTVÍ A PRŮMYSLU

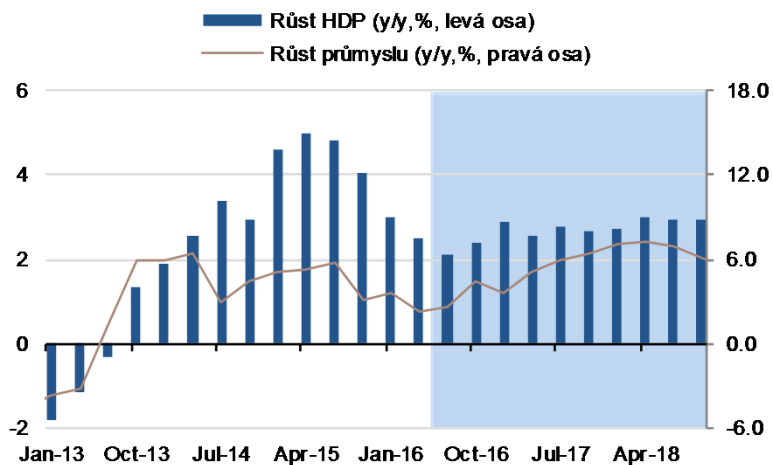
Dynamika průmyslové aktivity zpomalila



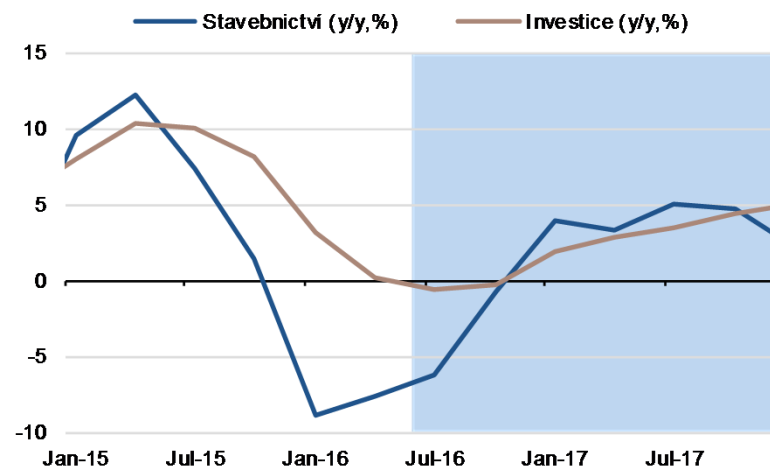
Stavební výroba se propadá



Průmyslová produkce zůstane utlumená



Dno stavební produkce již za námi

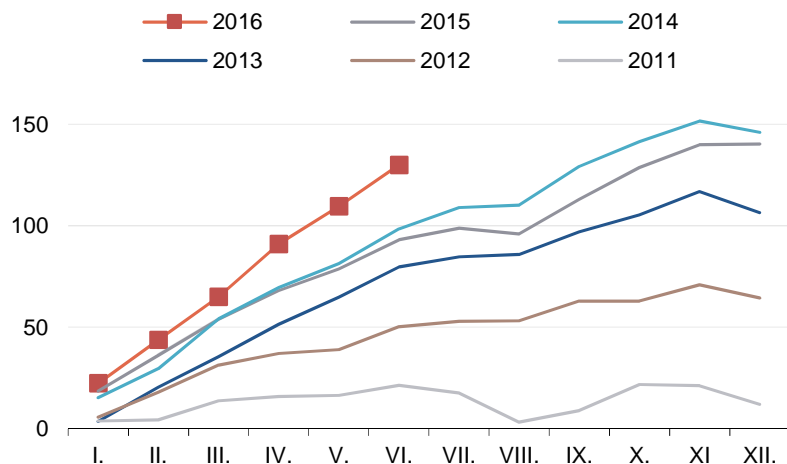


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Datastream

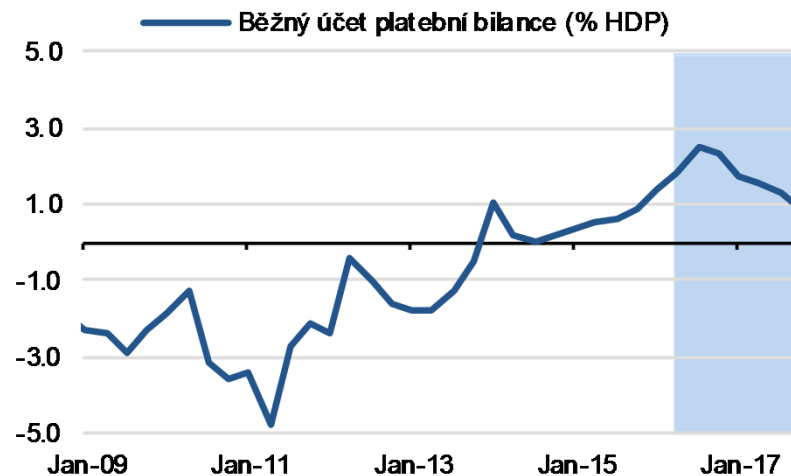
ZDRAVÁ VNĚJŠÍ POZICE ČESKÉHO HOSPODÁŘSTVÍ

- Nižší investiční aktivita snižuje dovozy.
- Zahraniční poptávka po českých produktech roste. Platí to zejména pro poptávku z eurozóny po českých autech.
- Ceny komodit zůstanou nízké po delší dobu.
- Kurzový závazek bude exportéry chránit do Q4 17.
- **Příspěvek čistého exportu k růstu HDP letos dosáhne 1,0 pb po loňských 0,1pb.**

Bilance zahraničního obchodu míří k rekordnímu výsledku



Běžný účet platební bilance zůstane aktivní

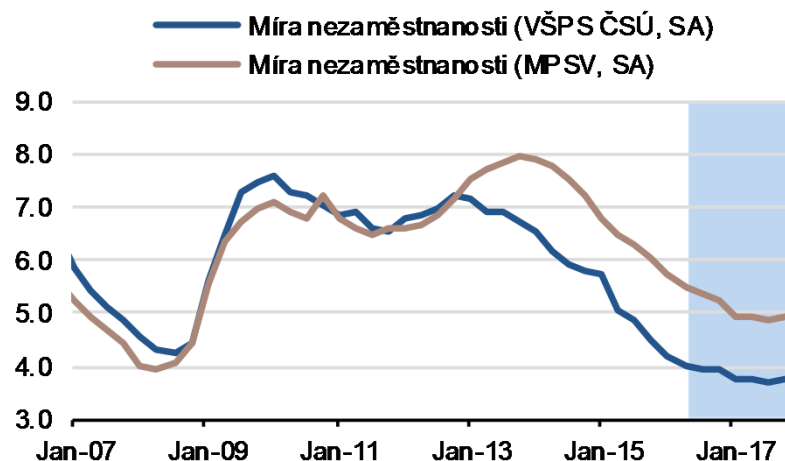


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

TRH PRÁCE ZŮSTANE UTAŽENÝ

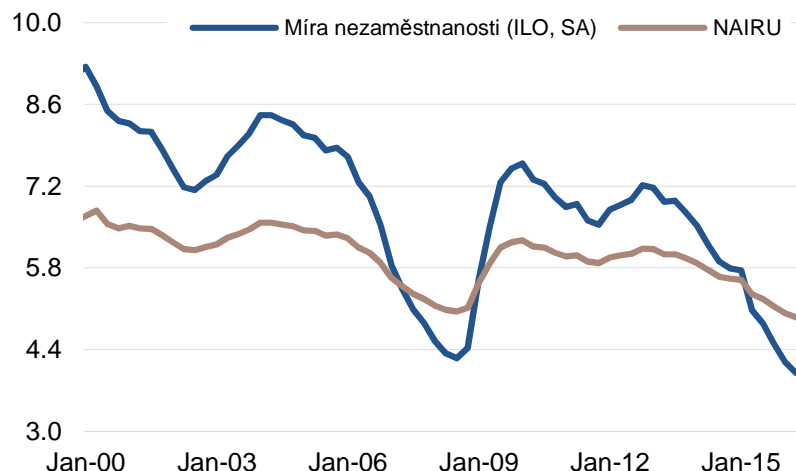
- V některých odvětvích začíná být obtížné najít adekvátně vybavenou pracovní sílu.
- Počet nově vytvářených pracovních míst se v prvních měsících letošního roku zastavil.
- **Zpomalování poklesu míry nezaměstnanosti začíná být patrné.**
- **Znatelný růst mezd** (nominálně o 3,4 % letos, 3,5 % příští rok)

Pokles nezaměstnanosti zpomaluje

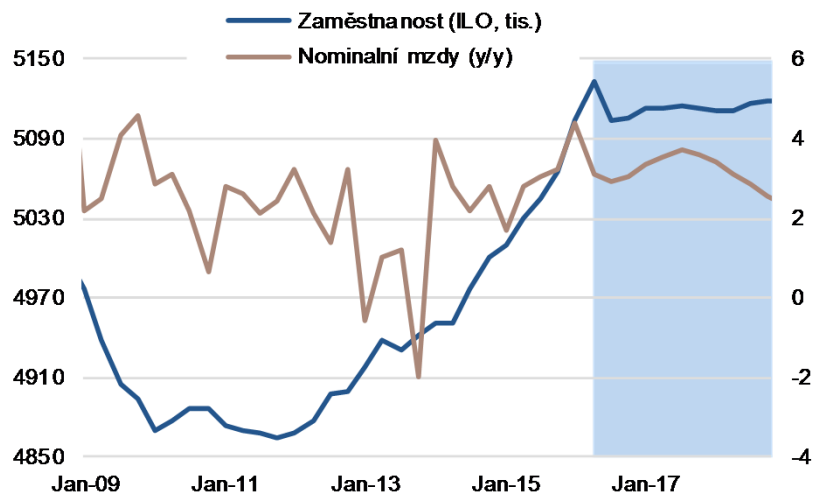


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ, MPSV

Nezaměstnanost klesá rychleji než NAIRU



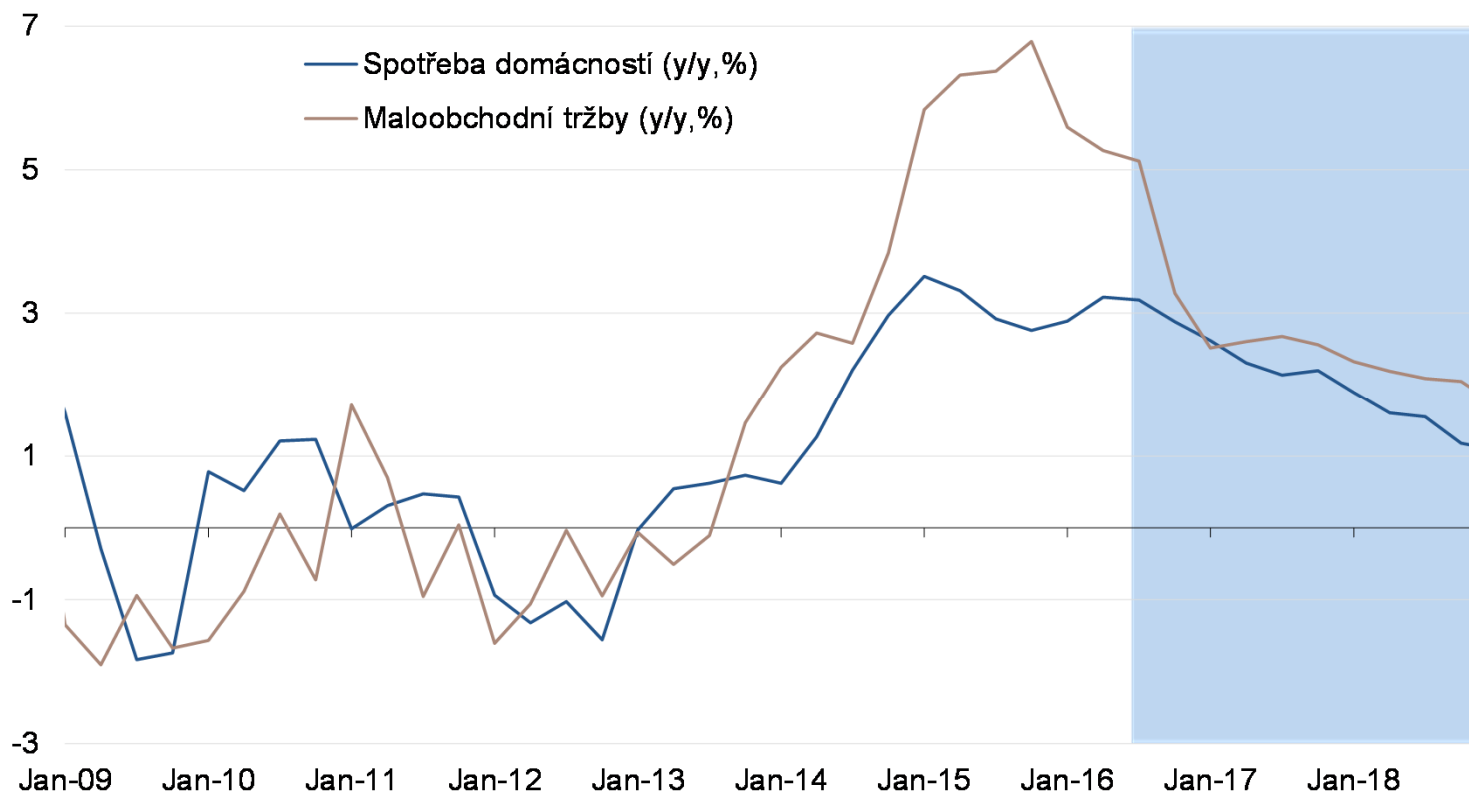
Růst zaměstnanosti podpoří vzestup mezd



SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ ZŮSTANE SILNÁ

- Spotřeba domácností bude hlavním tahounem letošního hospodářského růstu.
- Příspěvek spotřeby domácností k hospodářskému růstu: po loňských 1,5 pb letos 1,4 pb, příští rok pak 1,1 pb.

Domácnosti si svůj spotřebitelský apetit udrží



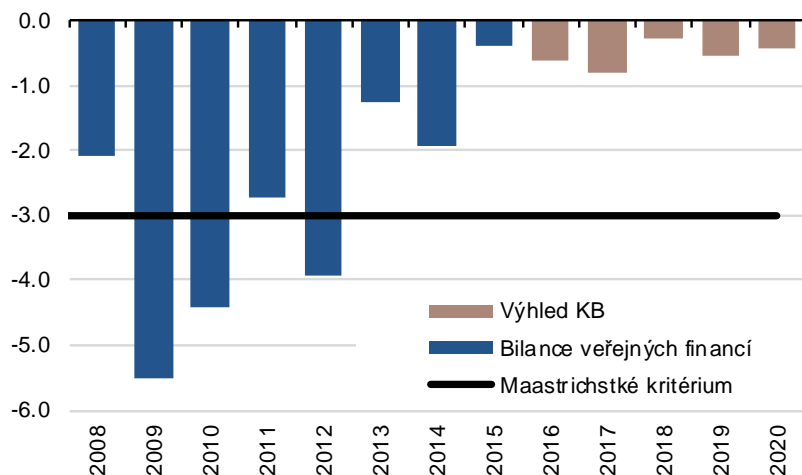
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

FISKÁLNÍ POLITIKA – POLITICKÝ CYKLUS ZVÝŠÍ VÝDAJE

- Růst mezd ve veřejném sektoru, růst důchodů (včetně mimořádného příspěvku)
- Zvýšení vládních investic

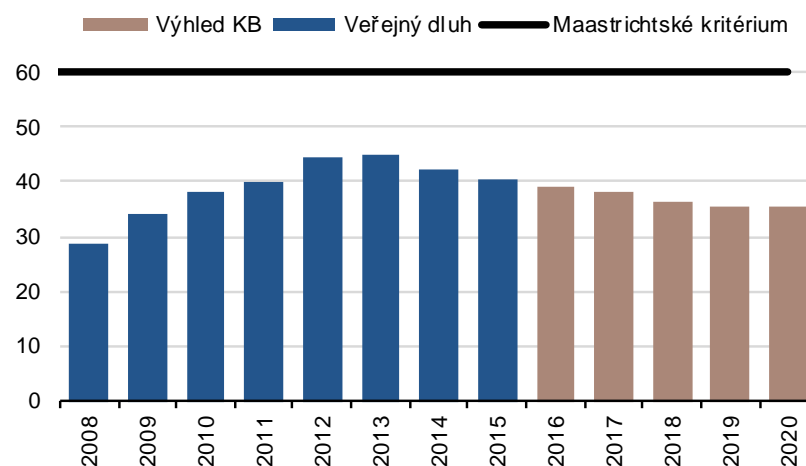
	2015	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
Bilance veřejných financí (% HDP)	-0,4	-0,6	-0,8	-0,3	-0,6	-0,5
Fiskální impuls (pb HDP)	0,5	-0,2	-0,6			
Veřejný dluh (mld. CZK)	1 836	1 846	1 886	1 901	1 921	1 946
Poměr dluhu k HDP (%)	40,3	39,0	38,0	36,5	35,7	35,3

Deficit veřejných financí (v % HDP)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

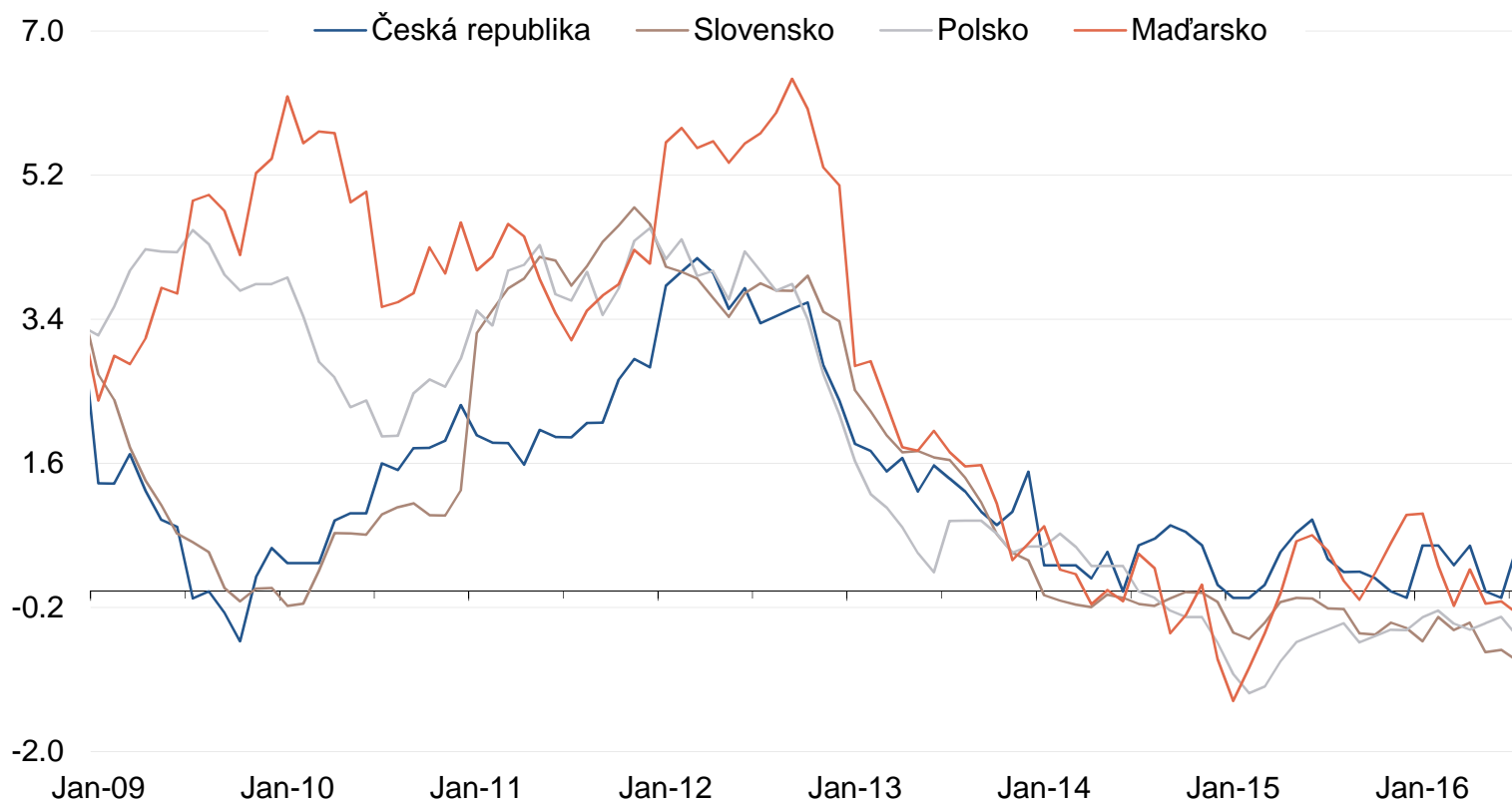
Veřejný dluh (v % HDP)



ČESKÉ EKONOMICE SE PODAŘILO UNIKNOUT DEFLACI

- Zejména Polsko a Slovensko se potýkají s dlouhodobějším deflačním vývojem
- Jádrová inflace je s výjimkou Polska v černých číslech

Středoevropský region bojuje s deflačním vývojem, Česko je výjimkou

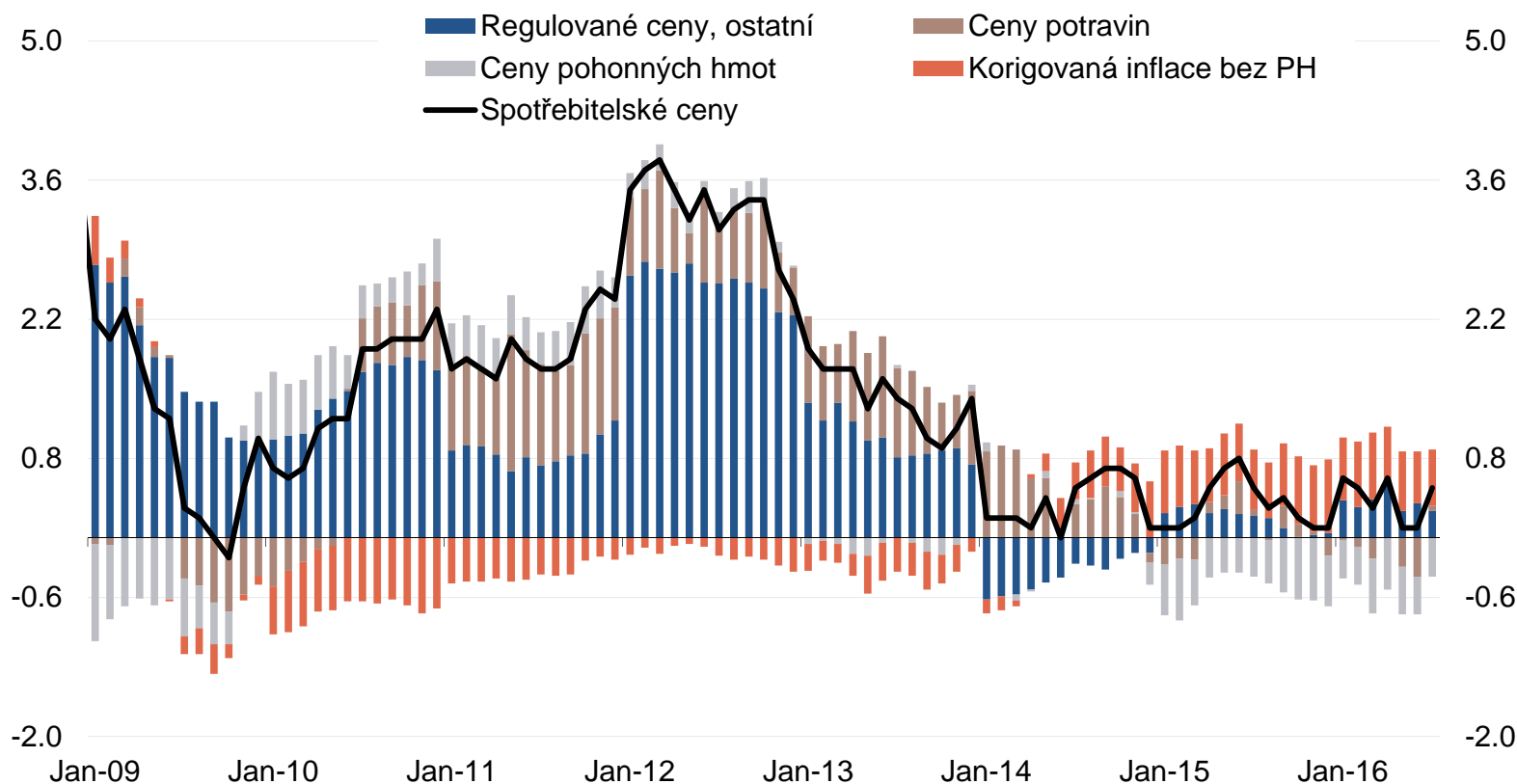


Zdroj: Datastream, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

JÁDROVÁ INFLACE ODRÁŽÍ SÍLU DOMÁCÍ SPOTŘEBITELSKÉ POPTÁVKY

- Intervenční režim zabránil deflaci
- Vliv silné domácí poptávky je v inflačním vývoji patrný

Za letošní nízkou inflací stojí pohonné hmoty a potraviny

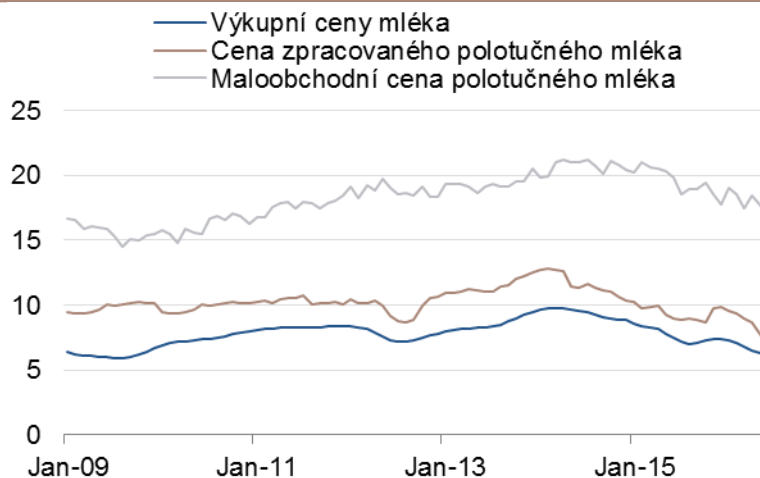


Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

CENY POTRAVIN NEHROZÍ INFLAČNÍMI TLAKY

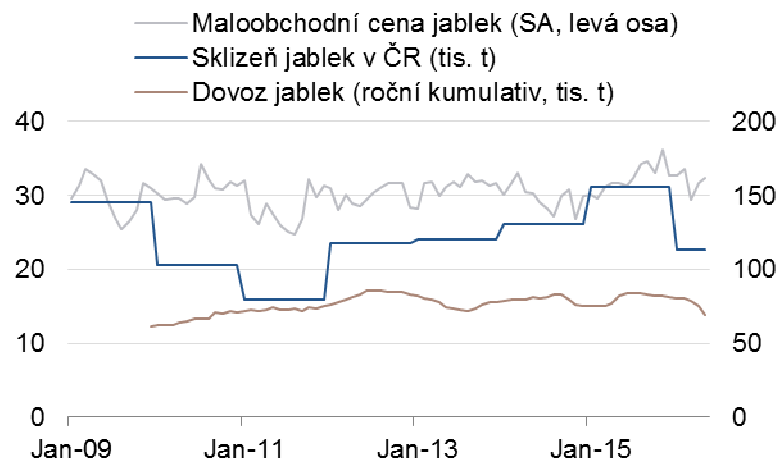
- Mírně rostoucí světové ceny obilovin mohou být kompenzovány domácí dobrou úrodou. Ta je sice horší než vynikající loňská, ale dosahuje dlouhodobého průměru.
- Ani ceny mléka nepředstavují růstový potenciál, protože jsou pod tlakem přebytků tržní produkce v důsledku výpadku exportu do Ruska, zrušení výrobních kvót a rostoucí efektivity výroby.
- Jarní mrazíky zapříčinily pokles letošní úrody ovoce, které by tak mohly zvedat ceny.
- **V souhrnu ovšem ceny potravin nepředstavují rizika směrem k vyšší inflaci.**

Ceny mléka klesají už více než rok.



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

Očekávaná úroda jablek je letos dost nízká.

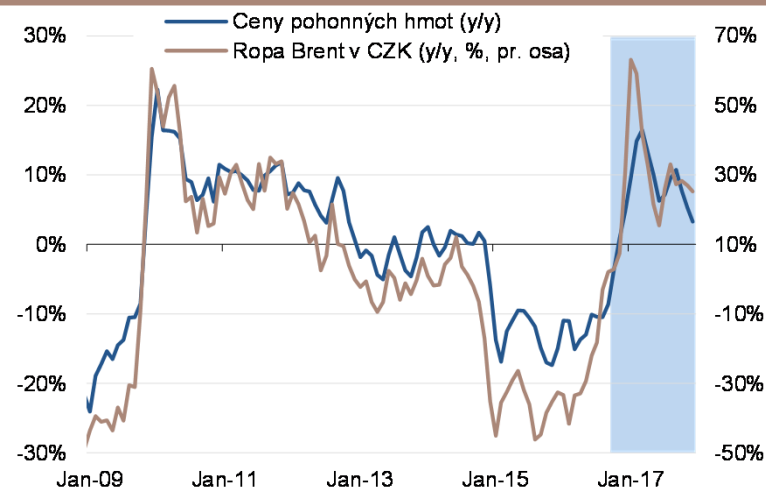


Zdroj: ČSÚ, Ústředního kontrolního a zkušebního ústavu zemědělského, Ovocnářská unie, Zemědělský svaz České republiky, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

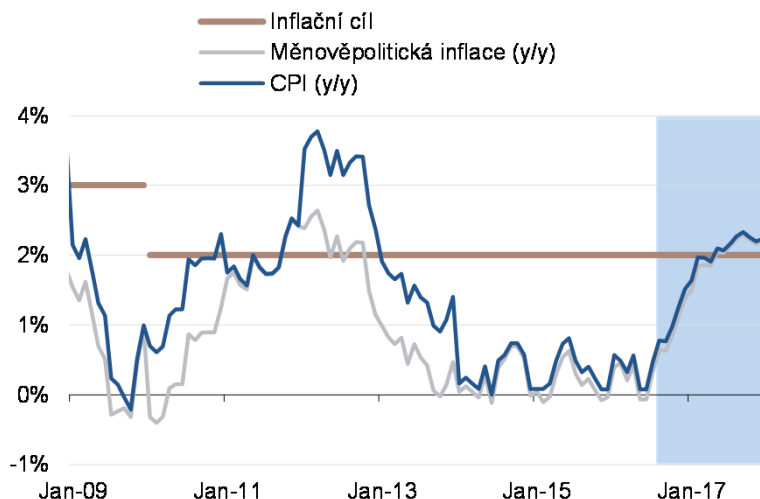
INFLACE ZAČNE POSTUPNĚ ZRYCHLOVAT

- Inlace začne ke konci letošního roku akcelarovat, zejména díky růstu cen pohonných hmot.
- Celková inflace bude dohánět jádrovou.
- **Inflačního cíle bude dosaženo až v H2 17.**

Vyšší ceny ropy podpoří pohonné hmoty

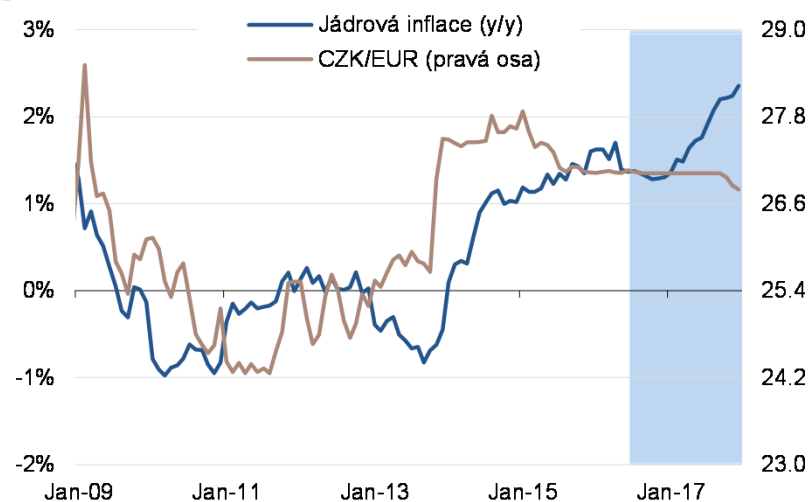


Inlace má dno za sebou



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

Jádrová inflace postupně dosáhne cíle



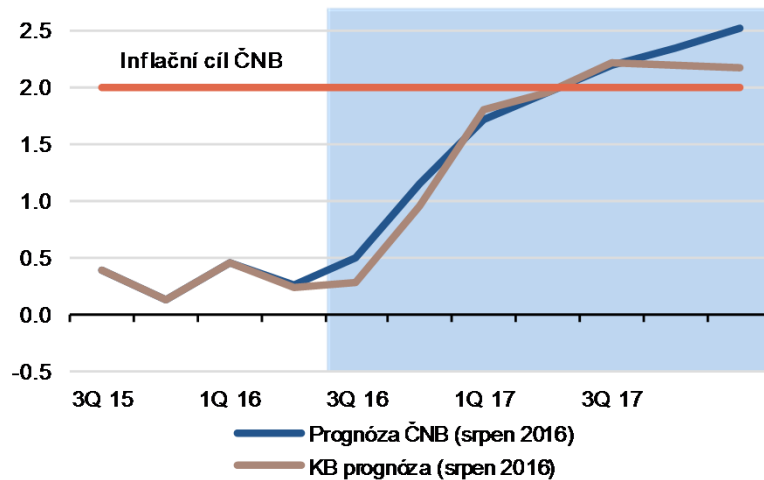
ČNB BUDE NADÁLE ČELIT TESTOVÁNÍ KURZOVÉHO ZÁVAZKU

EXIT Z INTERVENČNÍHO REŽIMU V Q4 17

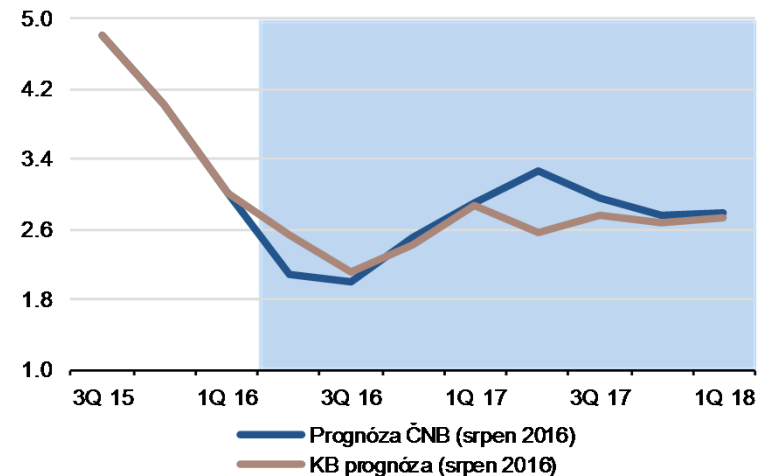
INFLAČNÍ VÝHLED ČNB: KRÁTKODOBĚ MEDVĚDÍ, DLOUHODOBĚ BÝČÍ

- Bankovní rada neopustí kurzový závazek dříve než v roce 2017.
- Bankovní rada vidí pravděpodobný exit v polovině roku 2017.
- Inflační prognóza ČNB předpokládá exit v polovině roku 2017.
- Opuštění kurzového závazku nebude znamenat upuštění od intervencí.
- My předpokládáme exit v Q4 17.

ČNB předpokládá dosažení inflačního cíle v polovině roku 2017



Optimistický růstový výhled ČNB pro rok 2017



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

CZK/EUR: KURZOVÝ ZÁVAZEK POD TLAKEM

- Za poslední rok ČNB intervenovala v objemu necelých 13 mld. EUR.
- ČNB jen brání kurzový závazek, cílem není korunu oslabit.
- ČNB tvrdí, že skupuje jen reálné flow

Kurz CZK/EUR testuje hodnotu kurzového závazku 27,00 od poloviny července

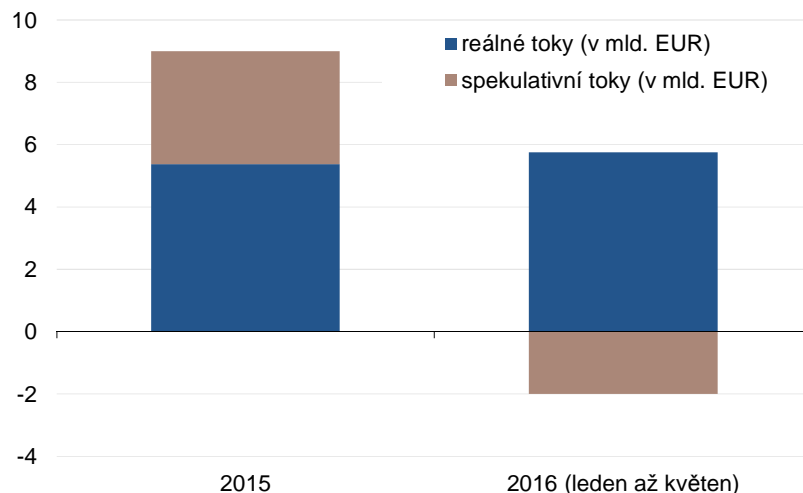


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Reuters, ČNB

DEVIZOVÉ REZERVY ROSTOU, I KDYŽ INTERVENČNÍ OBJEMY MAJÍ KLESAJÍCÍ TENDENCI

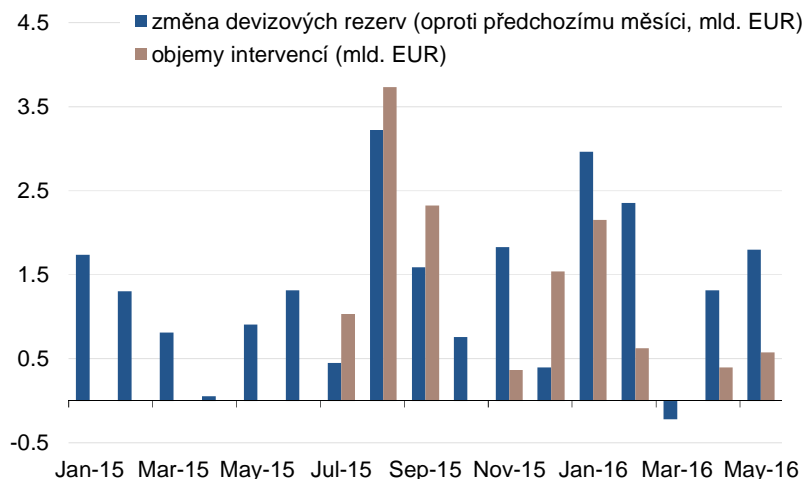
- Devizové rezervy rostou rychleji, než by odpovídalo pouze intervenční aktivitě ČNB
- ČNB spekulativním útokům letos zatím nečelí
- Spekulanty odrazuje posouvání exitu do budoucna i přetrvávající nízkoinflační prostředí

Odhad spekulativních a reálných toků

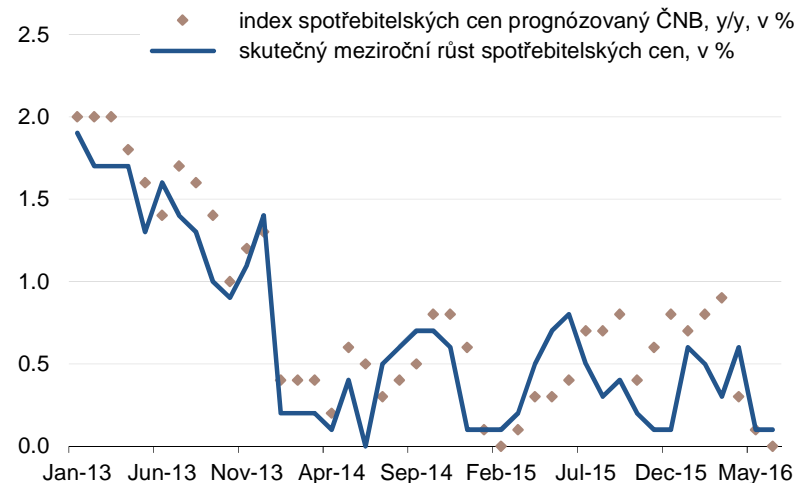


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČNB, CSÚ, Datastream

Za růstem FX rezerv nejsou jen intervence

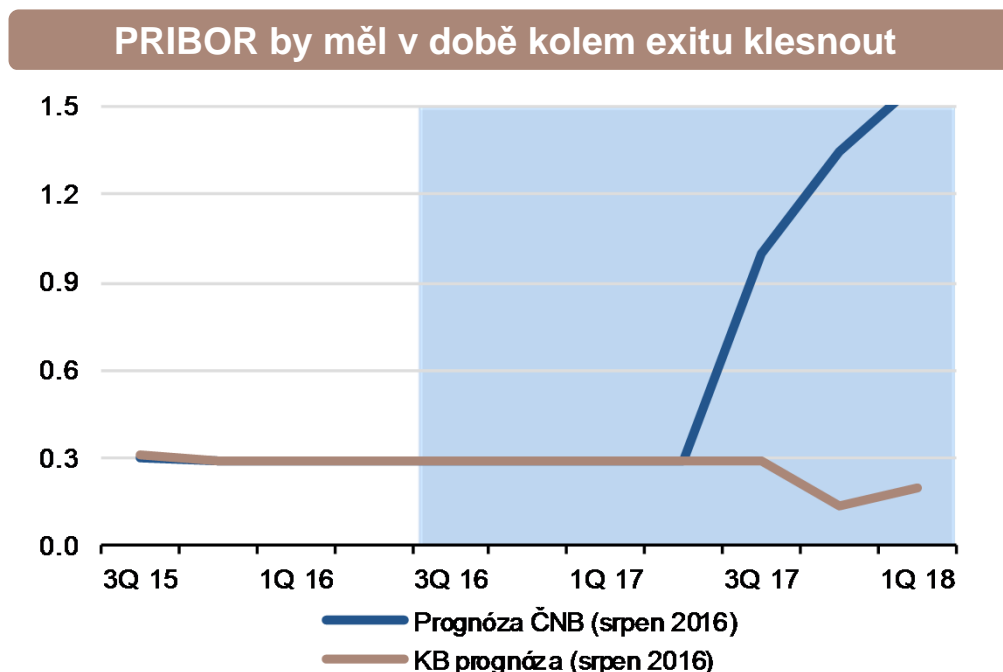


Skutečný inflační vývoj pod očekáváním ČNB



SNÍŽENÍ ÚROKOVÝCH SAZEB V DOBĚ EXITU

- Očekáváme snížení úrokových sazeb v době exitu.
- ČNB se bude snažit proces exitu co nejvíce vyhlazovat.
- ČNB se zřejmě pokusí z negativních sazeb vyloučit „nespekulativní“ depozita.
- Bude zavedena nová facilita úročená negativními sazbami poté, co objemy současných facilit budou limitovány

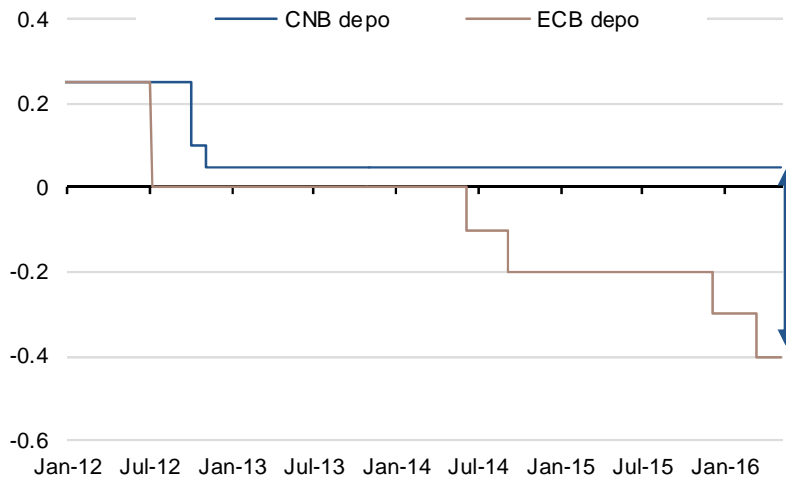


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg, ČNB

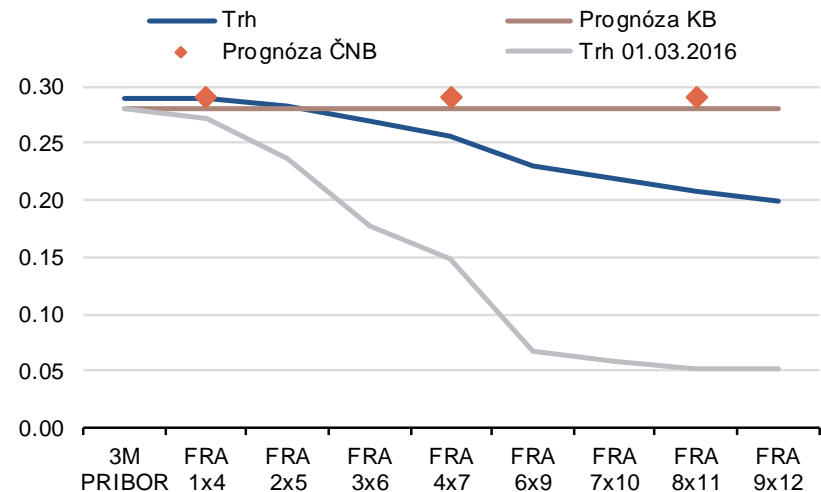
DLOUHODOBĚ ZÁPORNÉ SAZBY – NEPRAVDĚPODOBNÁ VARIANTA

- Na zasedání 4. srpna 2016 nebyl problematika záporných úrokových sazeb vůbec diskutována.
- Intenzivní debata na začátku roku (snižování sazeb ECB, normalizace výnosů na korunovém trhu z hluboce záporných úrovní).
- **Dlouhodobě negativní sazby by podle nás měly rizika pro bankovní sektor a v důsledku pro celou ekonomiku.**

Roste úrokový diferenciál



Trh nyní očekává snížení sazeb jen o 9 bb

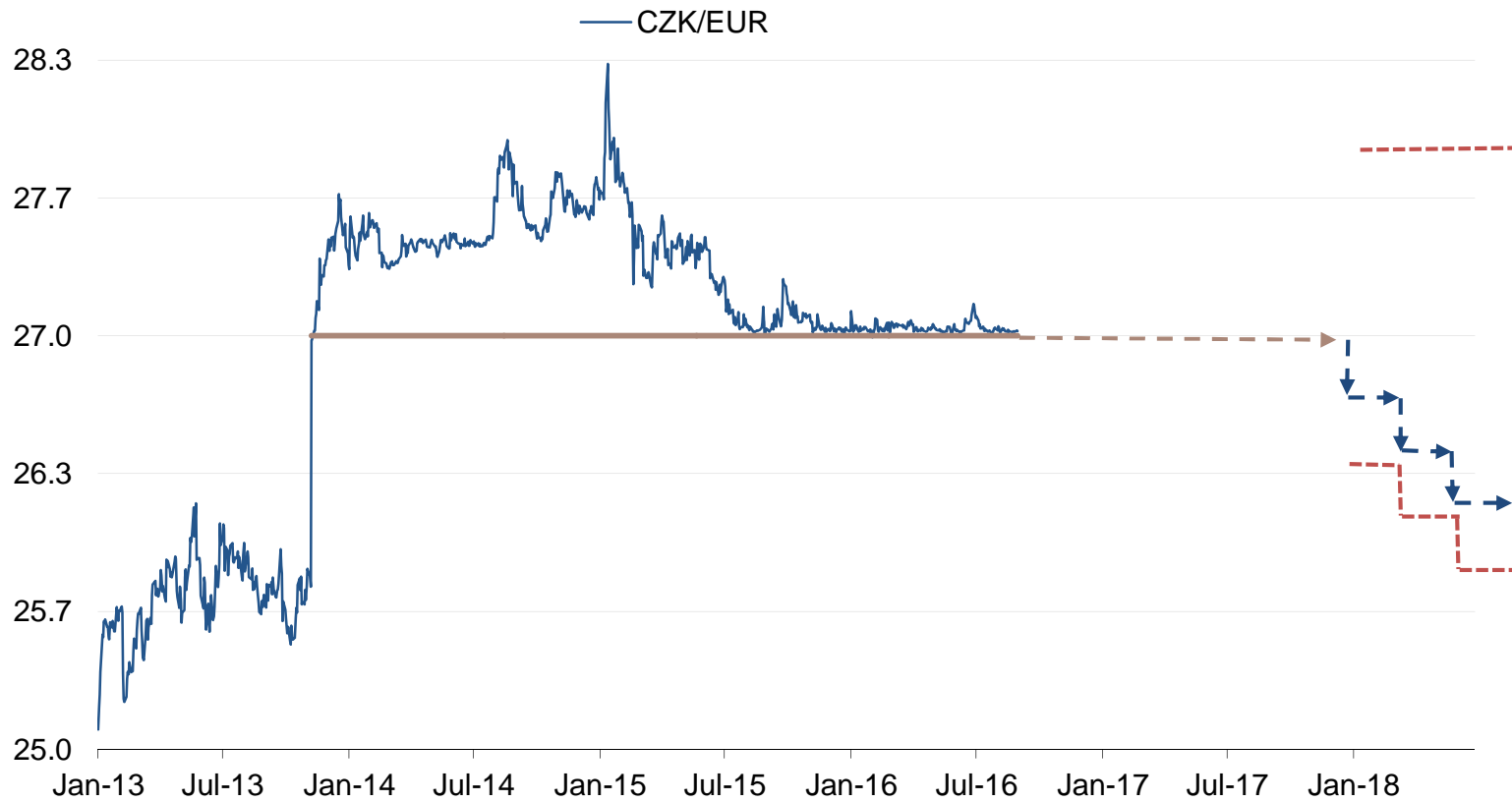


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg, ČSÚ

ČNB BUDE PO OPUŠTĚNÍ ZÁVAZKU ZVÝŠENOU VOLATILITU KORIGOVAT

- Centrální bankéři několikrát uvedli, že nedovolí rychlé posílení koruny k úrovním před zahájením intervencí.

Po opuštění závazku bude ČNB dále intervenovat na obou stranách a tím zvýšenou volatilitu snižovat



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Reuters

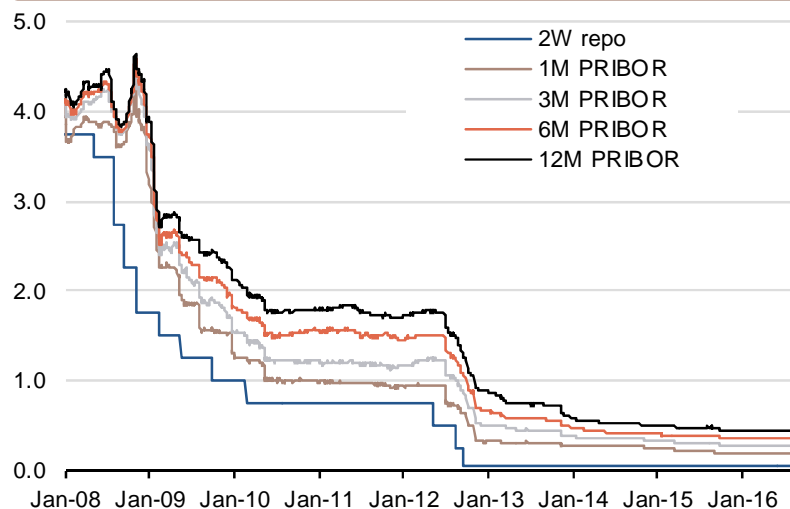
TRH ČESKÝCH DLUHOPISŮ A SWAPOVÝCH SAZEB

NÍZKÉ VÝNOSY PO DELŠÍ DOBU

DOČASNÉ SNÍŽENÍ 3M PRIBORU BĚHEM EXITU

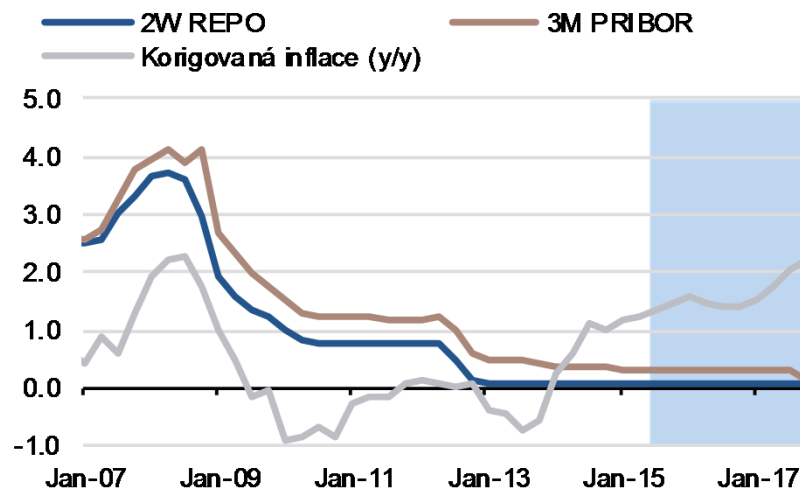
- 3M PRIBOR by měl zůstat beze změn až do Q3 17.
- Exit z režimu kurzového závazku ČNB bude podle nás doprovázet zavedení záporné sazby na nadbytečnou likviditu.
- **sazby PRIBOR by tak měly v Q3 17 – Q1 18 dokonce dočasně klesnout** (3M PRIBOR o cca 15 bb)
- ČNB podle nás nezvýší sazby minimálně do roku 2020, 3M PRIBOR by tak měl zůstat velmi nízko

Sazby peněžního trhu na historickém dně



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

Prognóza klíčových úrokových sazeb



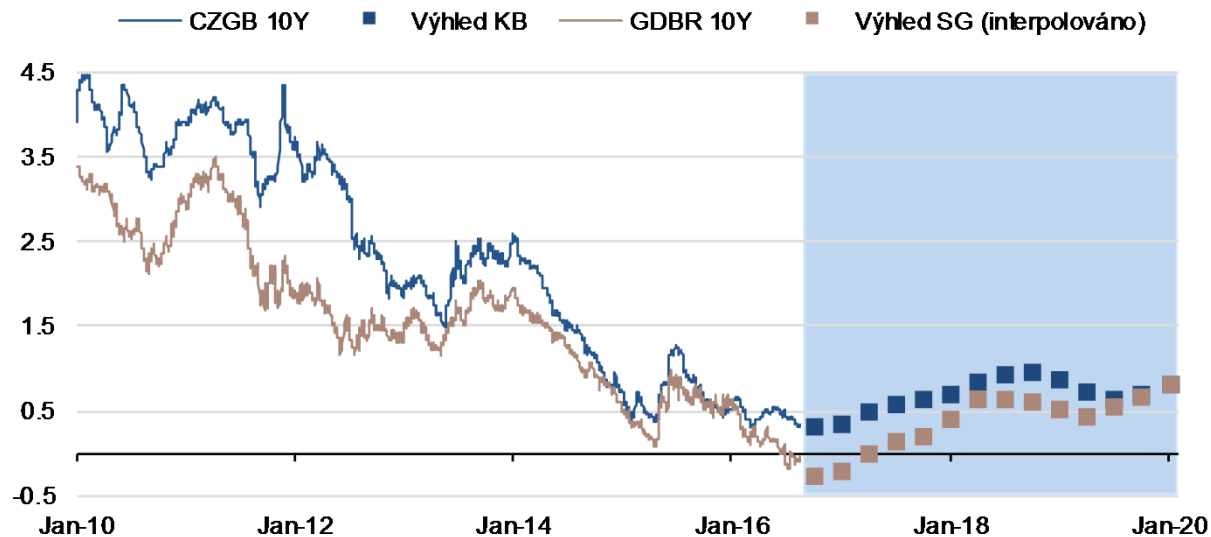
VÝNOSY CZGB: BEZE ZMĚN DO Q4 16, MÍRNÝ RŮST PŘÍŠTÍ ROK

- Krátkodobé české dluhopisy setrvají v záporu kvůli efektům intervencí ČNB. Dlouhý konec čekáme ve zbytku roku 2016 beze změn a jen mírný růst příští rok díky zvyšující se inflaci.

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

Prognóza vývoje 10Y IRS



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

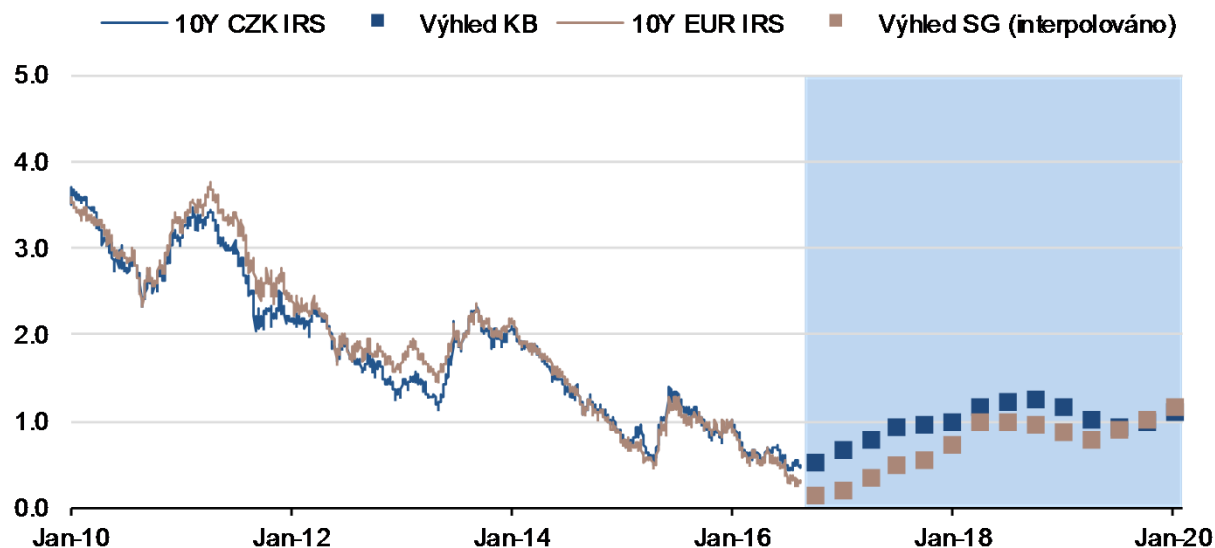
SWAPOVÁ KŘIVKA: MÍRNÝ RŮST KVŮLI STOUPAJÍCÍ INFLACI

- Se zrychlující inflací očekáváme i mírný růst dlouhého konce swapové křivky.
- Krátký konec by však měl zůstat kolem současných úrovní po zbytek letošního roku i v příštím roce.

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

Prognóza vývoje 10Y IRS



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

ČESKÁ REPUBLIKA: SHRNUÍ MAKROEKONOMICKÉ PROGNÓZY

Hlavní ekonomické proměnné

	2015	2016	2017
HDP (reálný růst, y/y v %)	4,6	2,5	2,7
Spotřeba domácností (reálný růst, y/y v %)	3,1	3,0	2,3
Fixní investice (reálný růst, y/y v %)	9,1	0,6	3,2
Zahraniční obchod (mld CZK) (*)	426	513	488
Průmyslová výroba (reálný růst, y/y)	4,6	3,6	5,0
Maloobchod (reálný růst, y/y v %)	6,3	5,3	2,6
Mzdy nominální růst, y/y v %)	2,7	3,4	3,5
Míra nezaměstnanosti (MPSV, v %)	6,4	5,5	4,9
Inflace (y/y, v %)	0,3	0,5	2,0
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,2	0,1	0,0
Jádrová inflace (y/y, v %) (**)	1,3	1,5	1,9
Ceny potravin (y/y, v %) (**)	-1,1	-1,6	1,7
Ceny pohonných hmot (y/y, v %) (**)	-13,3	-8,7	8,9
Regulované ceny (y/y, v %) (**)	0,2	0,2	1,2
3M PRIBOR (průměr)	0,31	0,29	0,25
2W Repo (průměr)	0,05	0,05	0,05
EUR/CZK (průměr)	27,3	27,0	26,95

Zdroj Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Poznámka: (*) zahraniční obchod dle přeshraniční statistiky;

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

PRÁVNÍ UPOZORNĚNÍ

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

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

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, 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 vyplývajícimu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě 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>

OCENĚNÍ EKONOMICKÉHO A STRATEGICKÉHO VÝZKUMU KOMERČNÍ BANKY



#2 BEST OVERALL FORECASTER - SLOVAKIA



#3 BEST OVERALL FORECASTER - CZECH REPUBLIC

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner

2014 Slovakia

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner

2013 Czech Republic

SOCIÉTÉ GÉNÉRALE

VEDOUCÍ BANKA V GLOBÁLNÍM EKONOMICKÉM VÝZKUMU

Macro & Strategy



- #1 Overall Macro
- #1 Global Strategy
- #1 Multi Asset Research
- #1 Global Economics

Fixed Income



- #1 Overall Credit Strategy
- #1 Overall Trade Ideas
- #2 in Sovereigns
- 8 sector teams in the Top 3

Commodities



- #1 Best Overall Commodity Research
- #1 Research in Oil
- #1 Research in Gas
- #1 Research in Base Metals
- #1 Research in Soft Commodities
- #1 Research in European Power, Coal, Emissions

Equity



- #2 Quantitative/Database Analysis
- #1 Index Analysis
- #1 SRI Research
- 15 sector teams in the Top 10