Čtvrtletní zpráva

Ekonomické výhledy

Cesta k exitu je volná



- **Česká ekonomika** v letošním roce mírně zrychlí a podle našeho odhadu přidá 2,7 %. Za jejím růstem bude zejména domácí spotřeba. Mírné oživení by ale měly zaznamenat i investice.
- **Inflace** bude po celý letošní rok přestřelovat cíl ČNB. V průměru by měla dosáhnout 2,2 %. Ze začátku roku inflaci nahoru pomůže efekt statistické základny cen pohonných hmot a potravin. Ve zbytku roku budou hlavním tahounem jádrové ceny.
- **Česká národní banka** podle nás zruší svůj závazek ve druhém čtvrtletí letošního roku. Jako příhodné považujeme pravidelné zasedání, které proběhne 4. května. Riziko představuje mimořádné zasedání v dubnu. Náš hlavní scénář již neobsahuje zavedení záporných sazeb. Negativní sazby však zůstávají rizikem.
- **Opuštění kurzového závazku** bude znamenat zvýšenou kurzovou volatilitu; v případě extrémních hodnot na obou stranách bude ČNB intervenovat. Návrat k dlouhodobému posilujícímu trendu koruny bude postupný.
- **Výnosy krátkodobých státních dluhopisů** zůstanou až do konce kurzového závazku hluboce v záporu. Poté by se měly vracet zpět k nule. Výnosy na dlouhém konci by měly během celého roku 2017 postupně růst.


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


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


Marek Dřímal
(420) 222 008 598
marek_drimal@kb.cz


David Kocourek
(420) 222 008 569
david_kocourek@kb.cz


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

SOCIETE
GENERALE
GROUP

Čtěte, prosím, důležité upozornění na poslední straně!



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

Zajištění zadarmo brzy skončí

Ukončení režimu kurzového závazku je na spadnutí. Poněkud nečekaně byl dvouprocentní inflační cíl centrální banky dosažen již na konci loňského roku. Zároveň jsme přesvědčeni, že dosažení inflačního cíle není náhodné a jednorázové. Letošní průměrná inflace se bude nacházet nad inflačním cílem. Předpokládáme, že centrální bankéři dodrží svůj tzv. tvrdý závazek. **Ze stabilního spotového kurzu se tak budeme těšit do konce března. Poté se ale, jak říká guvernér Rusnok, může stát cokoliv.**

Na blížící se konec kurzového závazku jsme se v těchto *Ekonomických výhledech* podívali z různých úhlů. Makroekonomická prognóza z dílny Viktora Zeisela jednoznačně ukazuje, že **dosažení inflačního cíle není jednorázovou záležitostí, ale je udržitelné i na horizontu měnové politiky.** Jádrová složka inflace se bude po letošní rok pohybovat v průměru na 2,4 %. A není divu. Stačí se podívat na napjatý trh práce, který způsobuje výrazný růst nominálních mezd. Ty by letos měly přidat 4,6 %. Takto rychle rostly mzdy naposledy před devíti lety.

Naše prognóza nadále předpokládá, že **k ukončení režimu kurzového závazku dojde již během druhého čtvrtletí**. Vzhledem k dosavadní transparentnosti centrálních bankéřů se nám jako nejpravděpodobnější datum jeví 4. května. To bude mít bankovní rada na svém řádném měnověpolitickém zasedání k dispozici novou inflační prognózu. Pokud bude chtít ČNB překvapit, samotní centrální bankéři nevylučují možnost rozhodnout na mimořádném zasedání.

Rozhodnutí ČNB by nijak neměla ovlivnit politika ECB, jak ve svém příspěvku ukazuje Jana Steckerová. A podle Davida Kocourka nelze očekávat zásadní změnu ani od nových členů bankovní rady. **V hlavním scénáři již nepočítáme s tím, že by centrální banka v době exitu přistoupila k zavedení záporných úrokových sazeb.** Hlavní zastánce tohoto scénáře L. Lízal v bankovní radě v únoru končí. A v posledním rozhovoru pro agenturu Thomson Reuters byl patrný i posun v názoru viceguvernéra Tomšíka, který mezi zastánce záporných sazeb také patří.

Aktuální i očekávaný vývoj se s novým rokem projevil ve výrazném přílivu spekulativního kapitálu do českého trhu. Jak dokumentuje Marek Dřímal ve svém speciálním boxu, vedla tato situace k extrémním výkyvům na forwardovém, peněžním i dluhopisovém trhu. Odhadujeme, že během prvních třech lednových týdnů musela ČNB skoupit 13 mld. EUR v rámci intervencí na obranu kurzového závazku. Příliv kapitálu ve druhé polovině ledna výrazně polevil. Česká koruna se totiž zdála vysoce překoupená.

Jak tedy bude vypadat kurzový vývoj po exitu? Odpovědi naleznete v části *Český devizový trh*. Jednoznačně dojde ke zvýšení volatility. V prvních týdnech i měsících budou hlavní hnací silou pro měnový kurz pohyby spekulativního kapitálu; ekonomické fundamenty budou hrát druhé housle. **Je tedy třeba se připravit na to, že zajištění zadarmo, které ČNB exportérům po více než tři roky zajišťovala, skončí.**

Obsah

Zajištění zadarmo brzy skončí ... 2
Vnější prostředí a předpoklady prognózy ... 4
Inflace stoupá, ekonomický růst táhne domácí poptávka ... 4
Spojené státy americké: efekt Trump zvýší růst HDP ... 4
Eurozóna: investiční aktivita pomalu ožívá ... 5
Německo: vyhlídky jsou příznivé ... 5
Středoevropský region: investice již dosáhly svého dna ... 6
Makroekonomická prognóza ČR ... 8
Spotřebitelé zajistí hospodářský růst navzdory návratu inflace ... 8
Fiskální politika ... 10
Vládní dluh ... 11
Investice do infrastruktury naběhnou pozvolně ... 11
Mzdový růst podpoří spotřebu domácností ... 13
Inflace bude v průběhu letošního roku přestřelovat cíl ČNB ... 14
Rizika: Vysoká volatilita po exitu by mohla zpomalit domácí růst ... 16
Klíčové makroekonomické ukazatele ... 17
ČNB Focus ... 18
Konci kurzového závazku nestojí nic v cestě ... 18
Inflační vývoj národní banku překvapil ... 18
BOX 1: Politika ECB pro Českou národní banku problém nepředstavuje ... 19
Kurzový závazek bude odstraněn na měnově politickém zasedání, květen se jeví jako dobrá příležitost ... 20
BOX 2: Dva noví členové BR ČNB dotvoří většinu jmenovanou Zemanem ... 20
Po masivním přílivu kapitálu v lednu se negativní sazby zdají méně pravděpodobné ... 20
Tento rok nečekáme žádné zvýšení sazeb navzdory přestřelování inflace ... 21
Únorové zasedání přinese výraznou revizi inflační prognózy nahoru ... 21
Korunový devizový trh ... 23
Kurzová stabilita brzy skončí ... 23
BOX 3: Zaostřeno na korunový forwardový trh ... 23
Kurzová volatilita se po exitu určitě zvýší, posílení koruny jistotou není ... 25
BOX 4: Zaostřeno na reálný měnový kurz ... 25
CZK/EUR po exitu ... 27
Technická analýza CZK/EUR ... 29
27 rozhodne o hloubce korekce ... 29
Trh českých vládních dluhopisů a IRS ... 30
Zájem zahraničních investorů o české dluhopisy vrcholí ... 30
Nabídková strana CZGB ... 30
Výnosy CZGB ... 31
Struktura držitelů CZGB ... 32
Trh českých sazeb IRS ... 33
Bankovní sektor ... 34
Růst objemu úvěrů i depozit letos zpomalí ... 34
Upozornění ... 36

Vnější prostředí a předpoklady prognózy

Inflace stoupá, ekonomický růst táhne domácí poptávka



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

Ve srovnání s naší minulou prognózou zůstaly hlavní předpoklady beze změny. Spojené státy, eurozónu i středoevropský region čeká v letošním roce slušný hospodářský růst, který bude tažen především domácí poptávkou. Inflace díky vyšším cenám ropy i potravin stoupá, přičemž ve Spojených státech již dosáhla inflačního cíle. Vzhledem k volbám ve Francii, Německu, Nizozemí, popřípadě Itálii jsou rizika spíše politického charakteru.

Předpokládaný vývoj vnějších proměnných (průměry)

	Q4 15	Q1 16	Q2 16	Q3 16	Q4 16	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18
Cena ropy Brent (USD/barel)	44,7	35,2	46,8	47,0	52,8	52,5	55,0	57,5	60,0	62,0	64,0
HDP eurozóna (y/y)	2,0	1,7	1,7	1,8	1,8	1,7	1,8	1,7	1,5	1,4	1,4
CPI eurozóna (y/y)	0,2	0,1	-0,1	0,3	0,7	1,6	1,5	1,6	1,5	1,5	1,5
USD/EUR (konec období)	1,10	1,10	1,13	1,12	1,1	1,00	1,05	1,07	1,09	1,08	1,08
1Y EURIBOR	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1

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

Spojené státy americké: efekt Trump zvýší růst HDP

Hlavním tahounem růstu HDP v USA zůstane spotřeba domácností.

Zvolení Donalda Trumpa v prezidentských volbách podle ekonomů SG přispěje k vyššímu růstu HDP v roce 2017 a k oddálení očekávané recese o jeden rok (na konec roku 2019). Letošní rok by si americká ekonomika měla polepšit o 2,3 % po loňských 1,6 %. Hlavním zdrojem růstu zůstane spotřeba domácností, kterou navíc podpoří daňové škrty. K ochotě domácností utrácet napomáhá i klesající míra nezaměstnanosti, která tlačí mzdy směrem nahoru. Nezaměstnanost se drží poblíž nejnižších hodnot od roku 2007 (4,7 % v prosinci) a nachází se již na úrovni míry nezaměstnanosti nezrychlující inflaci (NAIRU). Firemní investice a zásoby byly v minulém období naopak brzdou ekonomického růstu. Díky stabilizaci v oblasti energetického sektoru by však firemní investice měly začít v letošním roce opět růst. Riziko pro naši prognózu představuje především politika Donalda Trumpa, kde stále ještě není jasné, nakolik se předvolební prohlášení promění v reálné kroky.

Inflace bude oscilovat kolem cíle Fedu.

Po dvaceti osmi měsících pod inflačním cílem americké centrální banky překročil meziroční růst spotřebitelských cen v prosinci konečně 2 %, když dosáhl 2,1 %. V následujících měsících inflace ještě zrychlí, a to kvůli příznivému vlivu srovnávací základny cen pohonných hmot a také díky nedávnému zvýšení cen ropy. Již v únoru by celková inflace měla vyšplhat na 2,6 %, poté však vliv cen pohonných hmot vyprchá a inflace se bude opět postupně vracet pod inflační cíl Fedu. Nad dvě procenta pak opět vyskočí na jaře 2018, přičemž kolem této úrovně se bude držet až do konce roku 2018. Rizikem na horní straně inflačního výhledu jsou plánované vládní výdaje a zavedení cel, které by se mohly promítnout i do spotřebitelských cen.

Fed zvýší sazby letos dvakrát.

V letošním roce očekáváme dvojí zvýšení sazeb, v roce 2018 pak trojí. Pokud jde o růst úroků, je Fed stále mnohem optimističtější než finanční trhy. Medián úrokových sazeb prognózy guvernérů jednotlivých federálních bank předpokládá růst úrokových sazeb až na 2,9 % v roce 2020, zatímco trhy počítají se zvýšením pouze na 1,6 %. Podle našeho očekávání dosáhnou úrokové sazby svého vrcholu již v polovině roku 2019 (na úrovni 1,75 – 2,00 %), poté centrální banka začne sazby snižovat. Kurz eura vůči dolaru by se měl držet na průměrných 1,05 v roce 2017 a 1,09 USD/EUR v 2018.

Eurozóna: investiční aktivita pomalu ožívá

Růst potáhne domácí poptávka, přispějí i investice.

Ekonomika eurozóny by v letošním roce měla vzrůst o 1,7 %. Od roku 2014 je růst HDP tažen především domácí poptávkou, což by mělo platit i v následujících letech. Slabší euro by sice mělo pomoci zvýšit podíl exportů eurozóny na zahraničních trzích, zároveň však nebude schopno kompenzovat propad v celosvětové poptávce. Příspěvek čistých exportů k HDP tak bude v letošním roce zřejmě mírně negativní. Dobrou zprávou je, že stavební sektor již dosáhl svého dna. Zatímco v letech 2007 – 2015 klesal jeho výstup v průměru o 2,4 % ročně, v letech 2017 – 2021 by měl v průměru přidat +1,9 %. K růstu HDP by tedy měly pozitivně přispívat i investice. Jejich růst však bude nerovnoměrný. 75 % z celkové investiční aktivity na území eurozóny si v roce 2017 na své konto zřejmě připíše Německo, Francie, Itálie a Španělsko. Ostatní země budou zaostávat. K letošnímu růstu HDP by investice měly přidat 0,4 pb. Rizika jsou tentokrát spíše politického charakteru. Čekají nás volby ve Francii, Německu, Nizozemí, popřípadě v Itálii, nejistý je výsledek vyjednávání o podmínkách výstupu Velké Británie z EU, přičemž otazníky se vznášejí i nad politikou Donalda Trumpa. To vše představuje riziko především pro investiční aktivitu, se kterou by korporace za těchto podmínek mohly váhat.

Inflace poprvé od roku 2013 nad úrovní 1 %.

Inflace v eurozóně by v letošním roce měla akcelerovat na průměrných 1,5 % díky efektu nízké statistické základny a růstu cen pohonných hmot. Výraznějšího růstu dosáhla celková inflace již v prosinci loňského roku, když poprvé od roku 2013 vyskočila nad úroveň jednoho procenta. Přestože inflace v eurozóně postupně stoupá, 2% cíle Evropské centrální banky v nejbližších letech nedosáhne. V období 2017 – 2021 by se měla v průměru nacházet na úrovni 1,5 %, zatímco jádrová inflace zřejmě v průměru nepřekročí 1,3 %. Z těchto důvodů ECB v listopadu přistoupila k prodloužení programu nákupů aktiv o devět měsíců, tedy do prosince 2017. Zároveň oznámila, že od dubna 2017 sníží objem nakupovaných dluhopisů o 20 mld. EUR, tedy na 60 mld. EUR. Další omezování nákupu aktiv zahájí podle našeho názoru ECB v červenci 2017, přičemž toto rozhodnutí oznámí letos v březnu. Lednová inflace dosáhla již 1,7 %, zatímco HDP za Q4 16 vzrostl o slušných 0,5 % q/q, což vytvoří tlak na ukončení používání nestandartních nástrojů měnové politiky. ECB tak podle našeho názoru od července sníží objem nakupovaných dluhopisů o 10 mld. EUR měsíčně, což by znamenalo ukončení programu kvantitativního uvolňování v lednu 2018. Zároveň v březnu pravděpodobně o jeden rok prodlouží program TLTRO. Důvodem bude stále nízká úvěrová aktivita a rizika, která jsou spojená s investiční aktivitou.

Německo: vyhlídky jsou příznivé

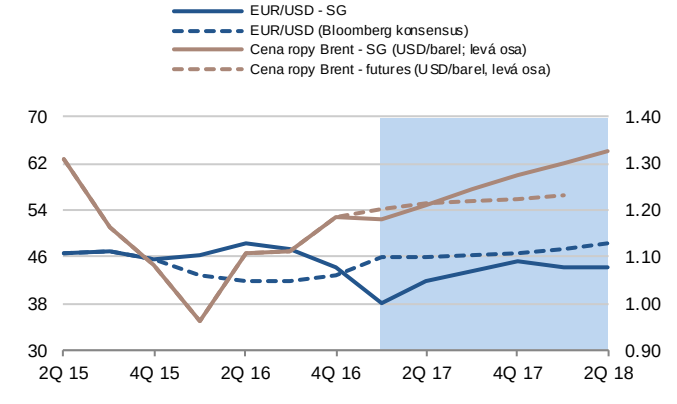
Nezaměstnanost klesá, mzdy rostou, firmy by konečně mohly začít investovat.

Německá ekonomika v loňském roce vykázala růst o 1,8 % (SWDA) a dobře by se jí mělo dařit i letos (1,6 %, SWDA). Hlavním zdrojem růstu zůstane domácí poptávka, která je podporována dobrou situací na trhu práce. Míra nezaměstnanosti poklesla v lednu na 5,9 %, což je nejnižší hodnota od sjednocení Německa v roce 1990. V roce 2018 by měla poklesnout až na 5,7 %, což je výrazně pod mírou nezaměstnanosti zrychlující inflaci (NAIRU), kterou odhadujeme na úrovni 6,6 %. To by mělo vést k dalšímu růstu mezd. Vyšší mzdy budou na druhou stranu tlačit zisky firem směrem dolů. Nižší ziskovost bude motivovat firmy k tomu, aby se snažily zvýšit vlastní produktivitu, což by se mohlo odrazit v růstu investic. Ty doposud za růstem ekonomiky zaostávaly. Přestože firmy mají hodně hotovosti a finanční podmínky jsou příznivé, investiční aktivitu mohou ohrozit politická rizika a nejistota spojená s globálním ekonomickým vývojem. Pokud jde o spotřebu domácností, riziko představuje především rychlejší vývoj inflace. Ta by mohla srazit spotřebitelskou důvěru a ochotu domácností utrácet. Vzhledem k vysoké míře úspor a rostoucím mzdám však riziku poklesu spotřeby nedáváme velkou váhu.

Indikátory důvěry na několikaletých maximech.

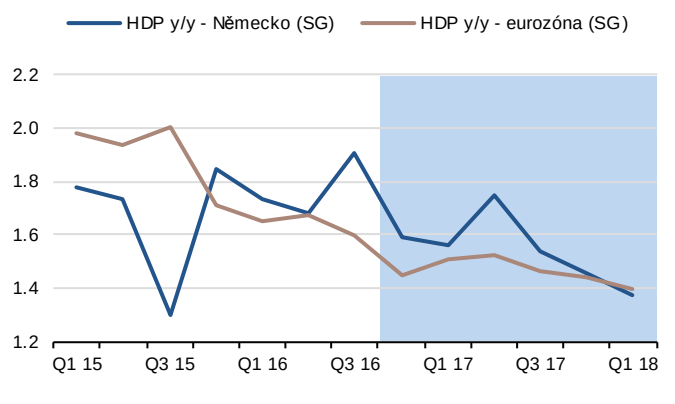
Dobré vyhlídky německé ekonomiky naznačují i indikátory důvěry. Důvěra v oblasti průmyslu je nejvyšší od roku 2014. Ze svého dramatického propadu v srpnu a září loňského roku se rychle vzpamatovala i důvěra v oblasti služeb, přičemž v dobré náladě jsou i němečtí průmysloníci. Ti současnou situaci hodnotí jako nejlepší od roku 2012. Růstu německé ekonomiky nahrává i uvolněná politika Evropské centrální banky a očekávané daňové škrty. Ty by měly dosáhnout až 0,5 % HDP, pokud u moci zůstane vládnoucí CDU.

Ceny ropy a kurz USD/EUR



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

HDP v eurozóně a Německu (%, y/y)



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

Středoevropský region: investice již dosáhly svého dna

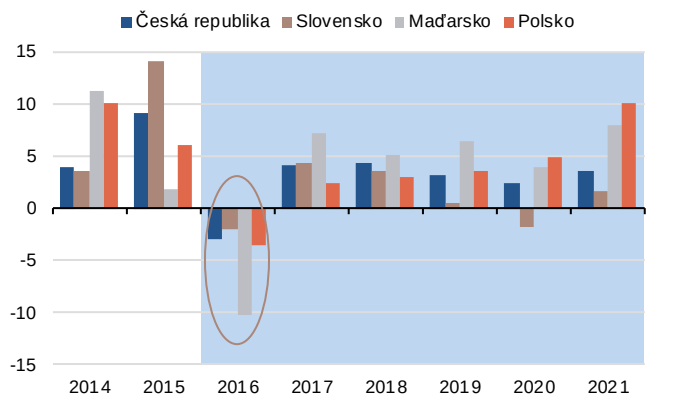
Investice by již k růstu HDP měly ve středoevropském regionu přispívat kladně.

Hospodářský růst středoevropského regionu byl v loňském roce silně zasažen propadem investic spolufinancovaných z fondů Evropské unie. Zatímco v roce 2015 se CEE země ze všech sil snažily dočerpat peníze z programového období 2013-2017 a investiční aktivita prudce rostla, rok 2016 zastihl region opět nepřipravený. Chyběly rámce pro čerpání prostředků z fondů EU, nedostávalo se nových projektů, což se odrazilo ve výrazném propadu investiční aktivity. V letošním roce však předpokládáme, že by se tento trend měl otočit a investice by měly začít opět postupně růst. Jejich příspěvek k růstu HDP by měl být v letošním roce již pozitivní.

Domácnosti těží z dobré situace na trhu práce a z rostoucích mezd.

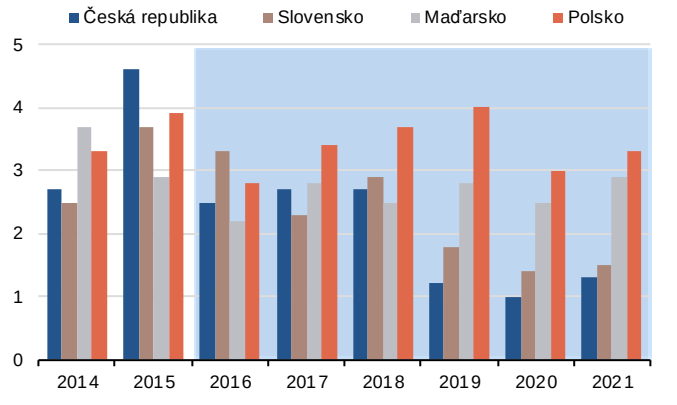
Hlavním tahounem růstu HDP v letošním roce zůstane spotřeba domácností. Nezaměstnanost v regionu se nachází na historicky nejnižších úrovních, přičemž některé obory již mají problém nalézt kvalifikovanou pracovní sílu. Míra nezaměstnanosti je navíc již pod mírou nezrychlující inflaci (NAIRU). To vše vede k akceleraci růstu mezd. V Maďarsku se k tomu přidává i výrazné zvýšení minimální mzdy (15 % v lednu 2017 a dalších 8 % v roce 2018). Rostou i platy státních zaměstnanců. V Polsku běží program na podporu rodin s dětmi 500+. Zvyšovány jsou i penze. To vše se odráží v pozitivním sentimentu spotřebitelů a v jejich ochotě utrácet, což je vidět i na vývoji regionálních maloobchodních tržeb. Vyšší spotřeba domácností bude společně s obnovenou investiční aktivitou vytvářet tlak na růst dovozů. Čisté exporty tedy budou k růstu HDP ve většině zemí regionu přispívat negativně. I tak by měl ale regionální růst HDP v letošním roce zrychlit (kromě Slovenska, kde čekáme zpomalení ekonomické aktivity).

Investice již nebudou brzdou (růst y/y, %)



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

Středoevropský region: růst HDP (%)

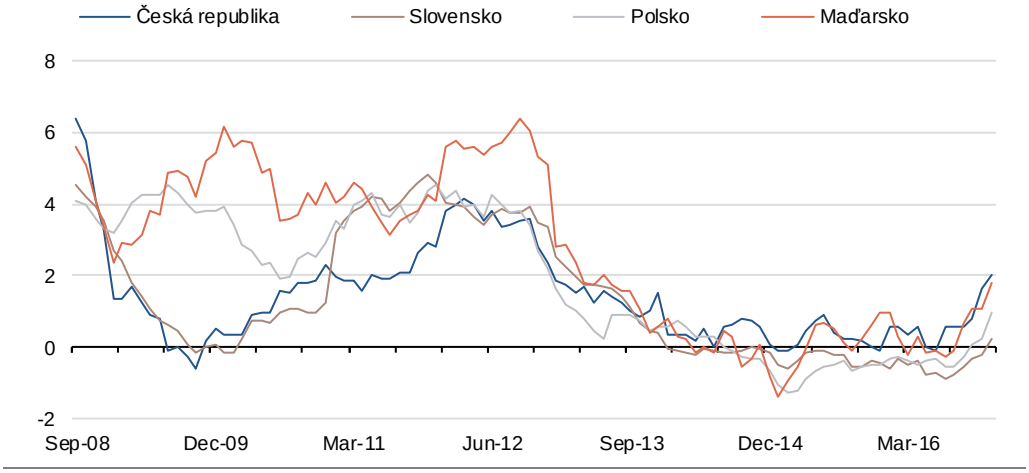


Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rostoucí inflace uvolní ruce centrálním bankám.

Inflace v celém regionu poměrně rychle stoupá. Vzhledem k efektům statistické základny, které vyplývají z cen ropy, dosáhne nejvyšších hodnot v H1 17, přičemž dále své tempo zvolní. K růstu spotřebitelských cen by v letošním roce měly přispívat i potraviny. V Polsku se inflace během prvního čtvrtletí může vyšplhat až na 1,5 %, v Maďarsku pak ke 2,5 %. V České republice se bude držet těsně nad 2% inflačním cílem. To by mělo uvolnit ruce centrálním bankám, které doteď udržovaly měnovou politiku velmi uvolněnou. V Polsku může rostoucí inflace vyvolat spekulace o dřívějším zvyšování úrokových sazeb. To sice zatím očekáváme až v roce 2018, zvýšení v roce 2017 je však naším rizikovým scénářem. Maďarská centrální banka bude držet svou klíčovou sazbu po delší období zřejmě beze změny na úrovni 0,9 %, neboť inflace nedosáhne jejího 3% cíle dříve než v polovině roku 2018. Omezit však může využívání nestandardních nástrojů měnové politiky. Co bude dosažení inflačního cíle znamenat pro Českou národní banku, diskutujeme v sekci *ČNB Focus*. Pokud jde o vývoj regionálních měn, předpokládáme, že nejistota spojená s globálním ekonomickým vývojem a politickými riziky bude držet kurz PLN/EUR a HUF/EUR na současných, popřípadě slabších úrovních (kurz PLN/EUR by se na konci letošního roku měl nacházet na úrovni 4,4 PLN/EUR, maďarský forint pak na 310 HUF/EUR).

Inflace v regionu stoupá (%, y/y)



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

Makroekonomická prognóza ČR



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

Spotřebitelé zajistí hospodářský růst navzdory návratu inflace

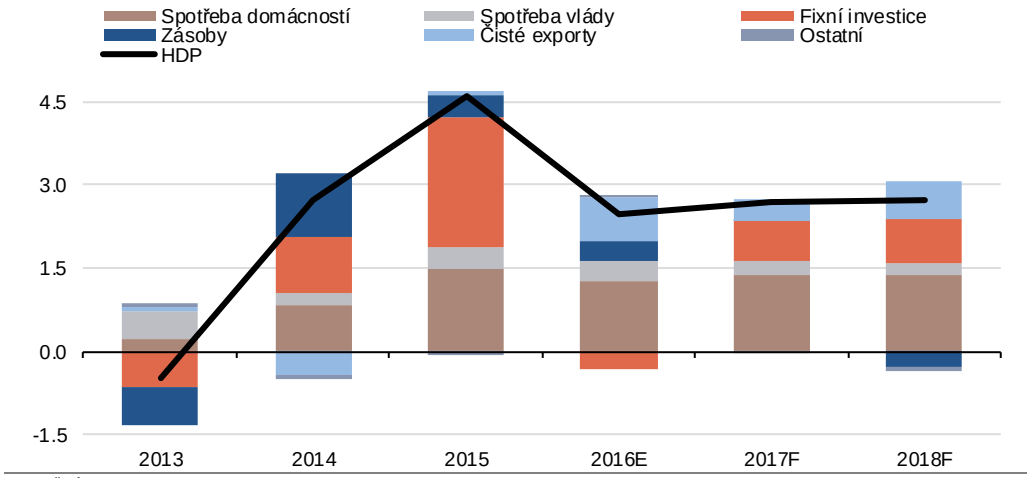
Kupní síla domácností se postupně zvyšuje. Vloni za tímto vývojem stál zejména růst zaměstnanosti, zatímco letos ji bude tlačit směrem nahoru hlavně zvyšování mezd. Objem volné pracovní síly se totiž rapidně snížil. Vyšší platy vytvoří tlak na růst cen a inflace letos zůstane po celý rok nad 2 %. Nedostatek pracovní síly bude zřejmý v několika sektorech ekonomiky. Nejvíce se projeví v průmyslu. V tomto odvětví neočekáváme výrazné zvýšení výstupu, přestože některé jednorázové vlivy, které průmysl brzdily, již odezněly. Investice by měly zaznamenat mírné oživení, zatímco zahraniční obchod letos do růstu HDP přispěje o něco méně než vloni. Celkově by ekonomika měla letos přidat 2,7 % po 2,5 % v roce 2016, zatímco inflace by měla akcelerovat z loňských 0,7 % na 2,2 %.

Hlavní změny

HDP:
Náš výhled pro hospodářský růst zůstal bez revize. Očekáváme, že česká ekonomika zrychlí z loňského růstu o 2,5 % (náš odhad) na 2,7 % v letošním roce.

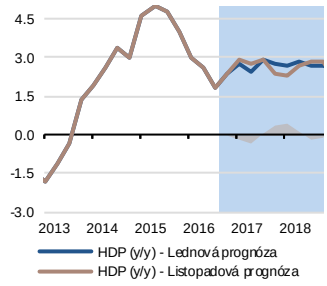
Inflace:
Skokové zvýšení inflace na konci loňského roku vytáhlo průměrnou hodnotu cenového růstu za rok 2016 na 0,7 %. To je o desetinu výše, než jsme odhadovali ve své poslední prognóze. Tento rok by inflace měla dosáhnout v průměru 2,2 %. Svůj odhad jsme od minulé prognózy posunuli o 0,2 pb nahoru.

Soukromá spotřeba motorem domácího růstu (%, y/y)



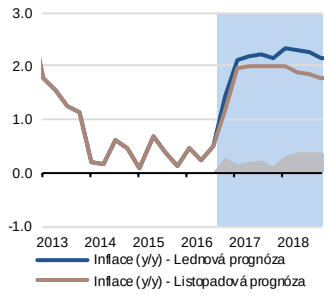
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Změna v prognóze HDP



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

Změna v prognóze inflace



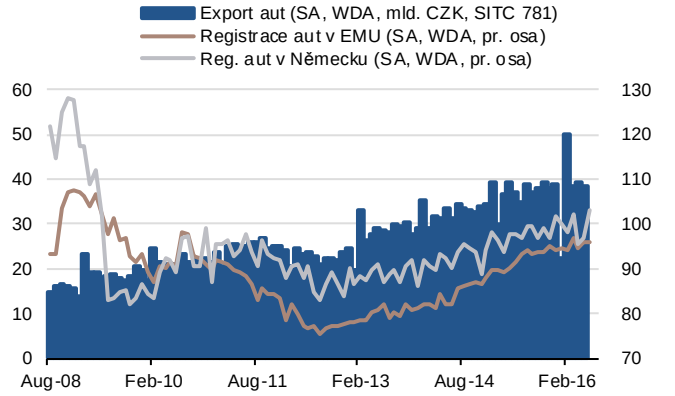
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Německá ekonomika na konci minulého roku zrychlila, což podpořilo i české hospodářství. Po zpomalení růstu na 0,2 % q/q ve třetím čtvrtletí očekáváme, že český HDP nabral na síle a v posledním čtvrtletí roku 2016 přidal 0,8 % q/q. Celkový růst za rok 2016 tak podle našeho odhadu dosáhnul 2,5 % i přes záporný příspěvek tvorby fixního kapitálu (o investičním cyklu jsme více psali v posledních *Ekonomických výhledech*, které najdete na http://bit.ly/CEO4q16CZ). Investiční aktivita se pomalu zvedá, spotřeba vlády vzrostla, zahraniční obchod přispívá nepatrně pozitivně, ale nejdůležitějším tahounem růstu v posledním čtvrtletí byla soukromá spotřeba, která se postarala podle našeho odhadu o celou polovinu růstu.

Slušná hospodářská dynamika v regionu se z konce roku přelila také do prvního čtvrtletí. České indikátory důvěry zůstávají vysoko a **německý PMI z průmyslu ukazuje, že tamní ekonomika neztratila svou dynamiku ani na začátku roku 2017.** Západní soused Česka profituje z nečekaně stabilního růstu v Číně, ale silná je i tamní domácí poptávka. Vnější poptávka po autech nadále vykazuje zvyšování, i když jeho dynamika v poslední době mírně polevuje. Očekáváme, že evropský automobilový trh poroste v příštím roce přibližně o 3 % a výrobci z České republiky by na něm i nadále měli pozvolna zvyšovat svůj tržní podíl. Průmyslová produkce tak bude stále tažena automobilovým sektorem, i když jeho růstová

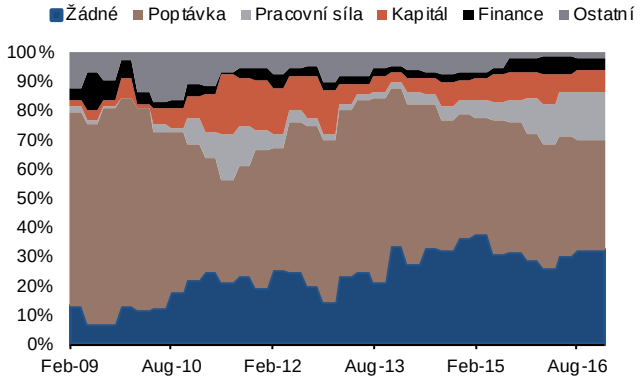
dynamika bude slabší než v loňském roce. Nicméně zesílit by měl příspěvek ostatních průmyslových odvětví, zejména proto, že zmizely některé jednorázové faktory, které celkovou dynamiku brzdily. Chemický průmysl již pojede na plné obrátky, když se do plného provozu vrátily obě významné rafinerie (Kralupy, Litvínov), které v roce 2016 byly po značnou dobu mimo provoz. I výroba elektřiny by měla být tento rok vyšší, protože by mělo ubýt odstávek v jaderné elektrárně Temelín. Na druhé straně bude dynamiku průmyslové produkce brzdit nedostatek pracovní síly. **To jsou důvody, proč domácí průmysl podle našeho odhadu letos zrychlí o 4,4 % po 3,2 % loni.**

Zahraniční poptávka po autech žene český průmysl i export



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

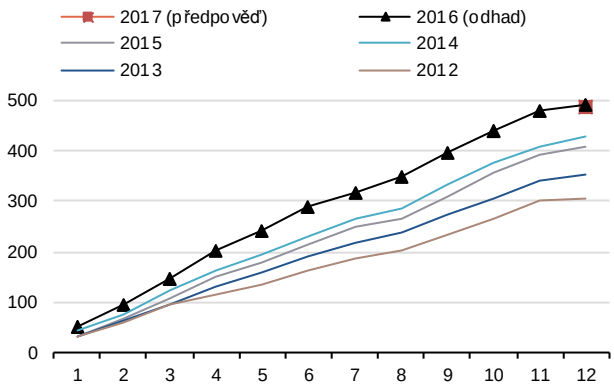
Bariéry růstu v průmyslu



Zdroj: Evropská komise, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rostoucí ceny komodit a posilující dolar budou zvyšovat deficit komoditní bilance. Ten by se tak letos měl markantně prohloubit. Na druhé straně se rostoucí exportní ceny a další zvyšování zahraniční poptávky promítne do růstu českých vývozů. Podobně jako v průmyslu bude hlavní roli hrát automobilový sektor. Pomáhat ale budou i další sektory, které budou těžit z očekávaného oživení investiční aktivity v eurozóně, zejména v Německu (viz sekce *Vnější prostředí a předpoklady prognózy*). Na druhé straně importy v rámci bilance očištěné o komodity budou podpořeny rostoucí domácí investiční aktivitou a vyšší spotřebou. **Celkově očekáváme, že přebytek obchodní bilance se v nominálním vyjádření mírně sníží a nedosáhne tak na rekordní hodnoty z loňského roku. Po očištění o rostoucí ceny (zejména komodit), by se bilance zahraničního obchodu v reálném vyjádření měla nepatrně zvýšit. Její příspěvek do HDP by tak měl dosáhnout 0,4 pb.**

Bilance zahraničního obchodu zůstane blízko svého maxima (mld. CZK)



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

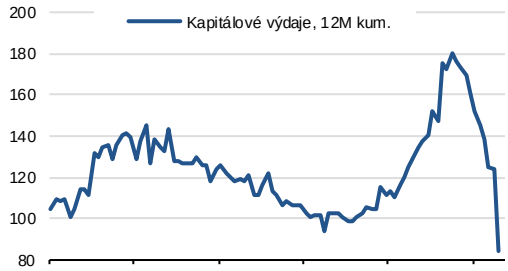
Fiskální politika

Státní rozpočet nakonec uzavřel rok 2016 v přebytku 61,8 mld. CZK.

Státní rozpočet nakonec uzavřel rok 2016 v přebytku 61,8 mld. CZK. My jsme v našem výhledu předpokládali přebytek 25 mld. CZK. Rozdíl oproti původně plánovanému schodku 60 mld. CZK je obrovský. Za tím stojí podle nás dva hlavní důvody.

- **Volatilita při čerpání peněz z fondů EU a investic spolufinancovaných z Unie:** V roce 2015 došlo k obrovskému investičnímu boomu, protože bylo nutné dokončit co nejvíc projektů ze starého programového období 2007-2013 (prodlouženo do roku 2015). Velké množství peněžních prostředků souvisejících s těmito projekty však bylo z EU vyplaceno dodatečně ještě v roce 2016. Jednalo se podle informací ČNB o více než 90 mld. CZK, které víceméně uměle vylepšily loňskou příjmovou stranu rozpočtu. Na výdajové straně přitom zároveň došlo k výraznému poklesu investičních výdajů na projekty spolufinancované z EU, protože nové programové období nabíhá jen velmi pomalu.

Masivní propad kapitálových výdajů (mld. CZK)

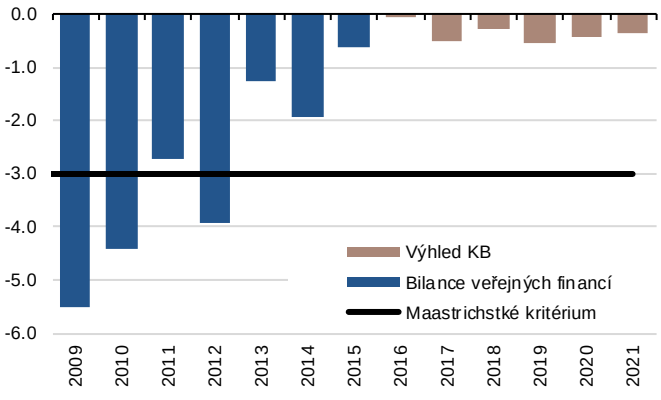


Zdroj: MFČR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

- **Mimořádný růst ekonomiky v roce 2015, který pokračoval – i když pomalejším tempem – v roce 2016:** Díky růstu spotřeby a zaměstnanosti a naopak poklesu podílu nezaměstnaných se podařilo vybrat výrazně více na daních z příjmu i na sociálním pojištění. Díky zvýšené ziskovosti firem prudce rostl i výběr daně z právnických osob, a to i zpětně za rok 2015.

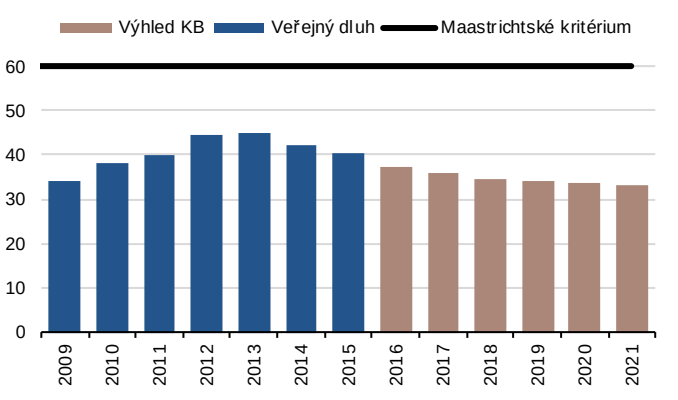
Zároveň inkaso daně z přidané hodnoty rostlo rychleji než spotřeba domácností, což ukazuje na jisté zlepšení jejího výběru.

Bilance veřejných financí v % HDP



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Veřejný dluh v % HDP



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V akruálním vyjádření však předpokládáme, že veřejný sektor vykáže za loňský rok schodek 0,1 % HDP. V metodice ESA 2010 by se měl mimořádný příjem 90 mld. CZK z fondů EU přesunout do roku 2015, stejně jako část výnosu daně z příjmů právnických osob. Akruální deficit centrální vlády by tak měl podle našich odhadů dosáhnout 0,6 % HDP. V celkové bilanci veřejného sektoru by ale měl příznivě působit přebytek místních vládních institucí.

Poslanecká sněmovna schválila státní rozpočet pro letošní rok se schodkem 60 mld. CZK. Nadále očekáváme, že deficit bude nakonec menší, a to 45 mld. CZK.

Poslanecká sněmovna schválila státní rozpočet pro letošní rok se schodkem 60 mld. CZK. Nadále očekáváme, že deficit bude nakonec menší, a to 45 mld. CZK díky vyššímu růstu HDP v naší prognóze. I tak ale česká ekonomika zažije letos výrazný fiskální stimul. Rostou totiž platy ve veřejném sektoru, sociální dávky a platby do systému zdravotního pojištění (celkový dopad těchto opatření odhadujeme na 23,5 mld. CZK). Vláda zároveň rozhodla o zvýšení minimální mzdy od začátku roku o 1 100 CZK (11 %) na 11 000 CZK, což se projeví ve vyšších výdajích, ale i vyšší spotřebě domácností.

Kapitálové výdaje by letos měly podle rozpočtových plánů vzrůst. Loni dosáhly veřejné investice z rozpočtu částky 84,7 mld. CZK (oproti 176,6 mld. CZK v roce 2015), když došlo k výraznému propadu výdajů spolufinancovaných z EU (viz výše). V letošním roce rozpočet předpokládá kapitálové výdaje v solidním objemu 103 mld. CZK (+22 % y/y) na základě růstu jak národních investic, tak těch spolufinancovaných z EU. **My však nadále vidíme rizika v přípravě nových infrastrukturních projektů**. Například stavby, které měly loni získat výjimku v procesu EIA, měly být zahájeny v závěru roku 2016 či na jeho přelomu. Zatím však nemáme zprávy o tom, že by se tak stalo. Naopak podle některých zpráv může být jejich začátek odložen až o další rok.

Dynamika veřejných financí

	2015	2016e	2017f	2018f	2019f	2020f
Bilance veřejných financí (% HDP)	-0,6	-0,1	-0,5	-0,3	-0,6	-0,5
Fiskální úsilí (pb HDP)	0,3	0,9	-1,2	-	-	-
Veřejný dluh (mld. CZK)	1 836	1 771	1 791	1 806	1 836	1 861
Poměr dluhu k HDP (%)	40,3	37,4	36,0	34,6	33,9	33,6

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

V metodice ESA 2010 očekáváme letos schodek 0,5 % HDP především kvůli deficitu centrální vlády.

V metodice ESA 2010 očekáváme letos schodek 0,5 % HDP především kvůli deficitu centrální vlády. Opět předpokládáme, že celkový schodek omezí hospodaření místních vládních institucí, které by opět mohlo skončit v přebytku.

Vládní dluh

Vzhledem k očekávanému růstu HDP o 2,7 % by se měl letos poměr veřejného dluhu k HDP snížit o 1,4 pb na 36 %.

Pro loňský rok odhadujeme, že dluh veřejného sektoru v poměru k HDP poklesl o 2,9 pb na 37,4 %, což bude první údaj pod 40 % od roku 2011. Dluh centrální vlády se loni snížil o 60 mld. CZK (o něco méně, než činil přebytek rozpočtu) a předpokládáme, že o dalších zhruba 5 mld. CZK poklesl dluh místních vládních institucí. V roce 2017 by měl veřejný dluh vzrůst o 20 mld. CZK kvůli schodkovému hospodaření rozpočtu. Celkový dopad deficitu ale omezí čerpání likviditní rezervy státu. **Vzhledem k očekávanému růstu HDP o 2,7 % by se ale měl letos poměr veřejného dluhu k HDP snížit o 1,4 pb na 36 %**.

Poměrně překvapivě prošel zákon o rozpočtové odpovědnosti celým legislativním procesem, byl podepsán prezidentem a v roce 2018 vstoupí v platnost. My ho však vnímáme jako poměrně bezzubý, viz předchozí vydání *Ekonomických výhledů:* http://bit.ly/CEO4q16CZ.

Marek Dřímal
+420 222 008 598
marek_drimal@kb.cz

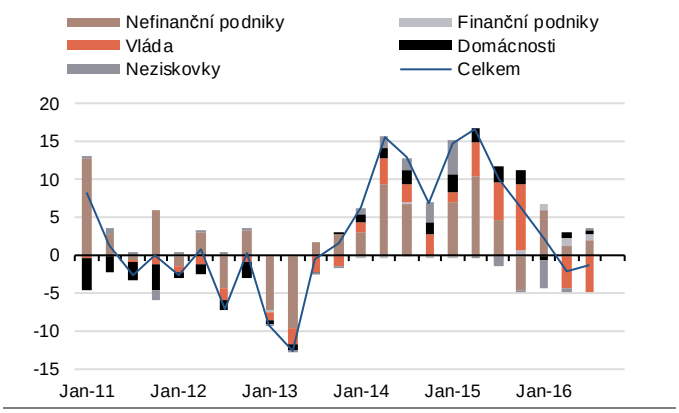
Investice do infrastruktury naběhnou pozvolně

Čerpání prostředků z EU má pozvolný náběh.

Předchozí odstavce ukazují, že vláda alokovala slušný objem prostředků na budování infrastruktury. Zároveň se ale domníváme, že vláda tyto peníze nezvládne utratit. Investice tak zůstanou i tento rok utlumené.

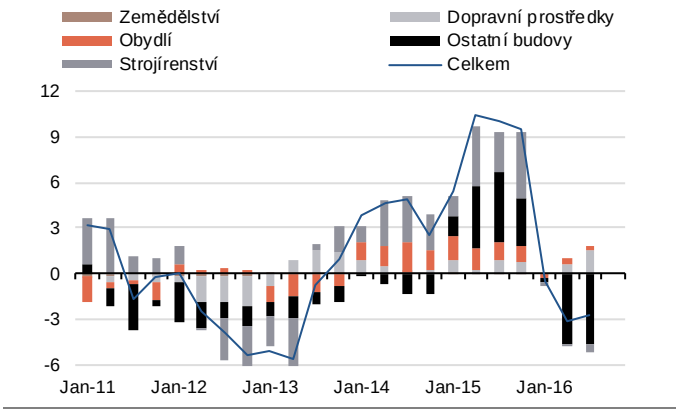
V nových zemích EU, včetně Česka, vzniknul nezvyklý investiční cyklus. Evropská unie přiděluje výrazný objem prostředků do Evropských strukturálních a investičních fondů. Země středoevropského regionu ale nedokáží z těchto fondů čerpat rovnoměrně a investiční aktivita tak masivně roste na konci programových období, kdy se alokované prostředky musí dočerpat. Na začátku programového období dochází naopak k propadu investic. To se netýká pouze veřejných investic, ale tento cyklus zahrnuje i tvorbu hrubého fixního kapitálu v soukromém sektoru. Hlouběji jsme tento fenomén popsali v minulém vydání *Ekonomických výhledů:* http://bit.ly/CEO4q16CZ.

Vládní investice se prudce propadly (%, y/y) …



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

… zejména ve stavebním sektoru (%, y/y)



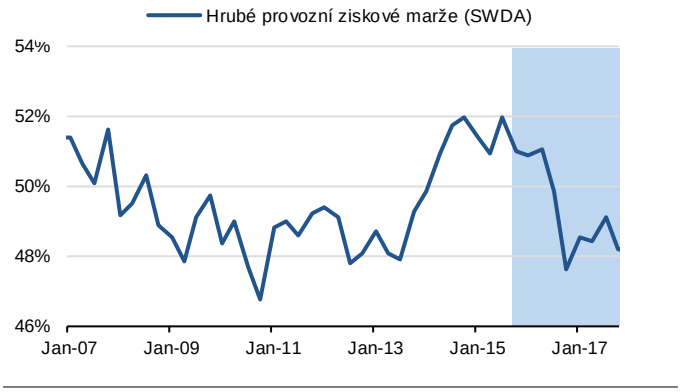
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podmínky pro soukromé investice zůstávají nadále příznivé. Česká ekonomika vstupuje do čtvrtého roku řadě s růstem vyšším, než je její potenciál. Ekonomický cyklus má fázi oživení již za sebou a nachází se hluboko v pásmu expanze, úrokové sazby přitom zůstávají stále velmi nízké. **Střednědobé vyhlídky pro české hospodářství zůstávají dobré a ekonomická dynamika českých obchodních partnerů překvapuje rychlejším růstem.**

Podniky však zůstávají opatrné, když je brzdí některé dlouhodobé obavy. Podinvestovanost v infrastruktuře a nejistota ohledně jejího dalšího rozvoje je jednou z hlavních překážek pro další investice. Navíc růst vnější poptávky je poměrně křehký i kvůli chybějícím strukturálním reformám a politické nejistotě. To vše brzdí podnikatelskou důvěru. Podniky čelí i nedostatku volných pracovních sil a některé z nich podle našeho odhadu omezují investice i z tohoto důvodu. Bojí se, že by na nových výrobních linkách neměl kdo pracovat. Nedostatek pracovních sil také snižuje atraktivnost pro nové investory, kteří v České republice hledají levnou pracovní sílu.

Jednou z velkých nejistot pro nefinanční sektor je konec kurzového závazku ČNB. Skokové posílení koruny by snížilo ziskové marže exportérům. V blízké budoucnosti se firmy budou muset vyrovnat se zvýšenou volatilitou na trzích. V dlouhém období se budou muset vypořádat s obnoveným posilováním z důvodu dlouhodobé konvergence. Všechny výše zmíněné nejistoty zvažují podniky při rozhodování, zda se vrhnou do nových investic. Navíc ve třetím čtvrtletí loňského roku ziskové marže podniků klesly na úkor rostoucích mezd. Tento trend bude nadále pokračovat, pokud firmy nenajdou cestu, jak zvýšit svou produktivitu. Podle našeho názoru budou sice podniky svou produktivitu mírně zvyšovat, ale do svých marží budou přeci jenom muset sáhnout. Na zvyšování efektivity výroby budou někteří podnikatelé potřebovat investovat do nových technologií. **Celkově očekáváme postupné oživení investic. Ty by letos měly vzrůst o 2,8 % po loňském poklesu o 1,2 %.**

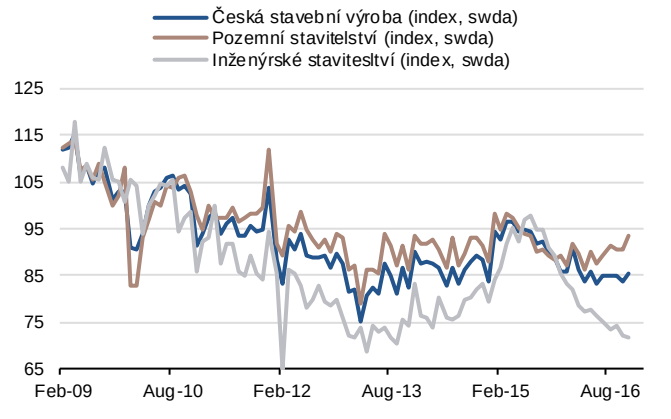
Ziskové marže se dostanou pod tlak



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

Stavebnictví nadále čelí mnoha komplikacím. Nedostatek investic do infrastruktury jsme popsali v předcházejících odstavcích. Vláda tento rok plánuje schválení nového stavebního zákona, který by měl zjednodušit proces přípravy nových staveb. Právě délka přípravy nových staveb je jedním ze zásadních problémů. Další problémem pro stavební sektor je chybějící moderní územní plán v Praze. Není jasné, které plochy v hlavním městě budou určeny pro komerční výstavbu a výstavbu rezidenčních nemovitostí. Příprava územního plánu je dlouhodobý proces, jehož konec je nyní v nedohlednu. To je jeden z dalších důvodů, proč bude oživení ve stavebnictví pomalé. Letos v tomto sektoru očekáváme růst o 1,7 %, když se vloni podle našeho odhadu jeho výstup propadl o 8,1 %.

Stavebnictví čelí mnoha problémům



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

Mzdový růst podpoří spotřebu domácností

Situace domácností zůstává výborná: nezaměstnanost dosahuje rekordních minim a růst mezd akceleruje.

Předchozí dva roky byly ve znamení zvyšování zaměstnanosti, což bylo hlavním motorem růstu kupní síly domácností. Očekáváme, že růst zaměstnanosti tento rok citelně oslabí. Míra nezaměstnanosti (podle ILO) se dostala na historicky nejnižší úroveň 3,8 % a podle našeho odhadu se již blíží svému dnu. Zaměstnanost byla v posledních letech podporována přílivem

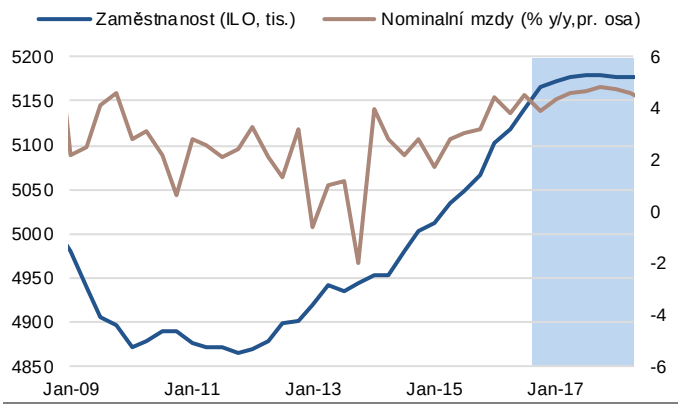
pracovní síly ze zahraničí a vyšší participací lidí v důchodovém věku (ti byli již předtím vyřazeni ze statistiky pracovní síly). Tyto dva vlivy by měly vyčerpávat.

Nezaměstnanost hluboko pod NAIRU (%)



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

Růst zaměstnanosti zpomalí, zatímco mzdy zrychlí



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

Nedostatek pracovní síly tlačí na růst mezd. V loňském roce tyto tlaky nebyly tak citelné, protože je oslaboval příliv lidí zvyšující nabídku práce. Míra nezaměstnanosti klesla pod hodnotu, kde již začíná zrychlovat inflaci (NAIRU). Očekáváme, že růst platů bude akcelerovat, protože konkurence firem, které shánějí pracovní sílu, se bude zostřovat. **Nominální mzda bude také tlačená zrychlující inflací. Celkově by letos podle nás měly nominální mzdy vzrůst o 4,6 %. V reálném vyjádření by se mzdový růst měl stabilizovat okolo úrovně 2,4 %, což představuje slušný impuls pro kupní sílu domácností.** Některé podniky mají stále obavy o udržitelnost současného oživení, a tak se zvyšováním mezd otálí. Jako kompenzaci za pomalejší růst platů nabízejí nepeněžní výhody (služební vozy, více dnů volna apod.). Tyto výhody také zvyšují kupní sílu domácností.

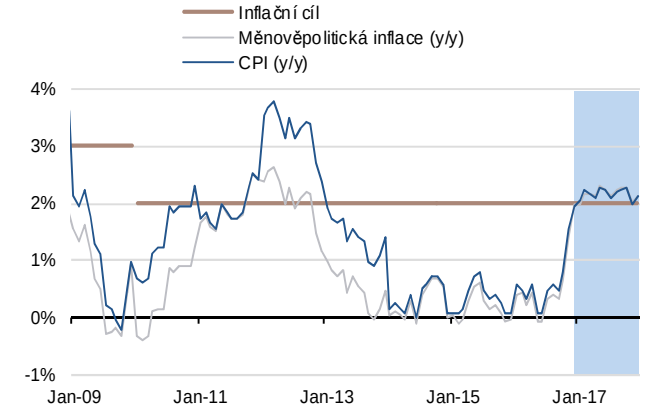
Vzhledem ke všem vlivům, které jsme zmínili v předchozích odstavcích, předpokládáme, že spotřeba domácností bude i nadále vykazovat velmi slušný růst. I přes nejistoty ohledně budoucího ekonomického vývoje, které jsme popsali výše, zůstanou podmínky na trhu práce příznivé. Slušný ekonomický růst spojený se zvyšováním platů pak dále snižuje obavy spotřebitelů. Na začátku letošního roku tak spotřebitelská důvěra vyrovnala své historické maximum, které dosáhla loni v lednu. **Očekáváme, že spotřeba domácností letos vzroste o 2,7 %, tedy o dvě desetiny procentního bodu více než v loňském roce.** Jediný faktor, který spotřebu bude brzdit, jsou rostoucí ceny.

Inflace bude v průběhu letošního roku přestřelovat cíl ČNB

Na konci loňského roku jsme se dočkali výrazného zvýšení inflace, které překonalo i náš relativně agresivní odhad. V prosinci loňského roku meziroční cenový růst dosáhnul na 2% inflační cíl centrální banky. Překvapení se soustředilo zejména do cen potravin a do jádrové složky. V jádrových cenách šlo do určité míry o sekundární efekty zavedení elektronické evidence tržeb (EET), ale objevily se i další tlaky z poptávkové strany. Cenový růst podporují všechny hlavní složky spotřebitelského koše kromě administrativních cen. To naznačuje, že cenový růst má hluboké kořeny. Naše odhady také ukazují, že inflace už v Česku zůstane. Tento rok by v průměru měla dosáhnout 2,2 %. Domníváme se, že exit nebude působit výrazně protiinflačně. Neočekáváme totiž posílení koruny pod 26 CZK/EUR, přičemž vysoká volatilita měnového kurzu zmírní vliv jeho posilování na cenovou hladinu.

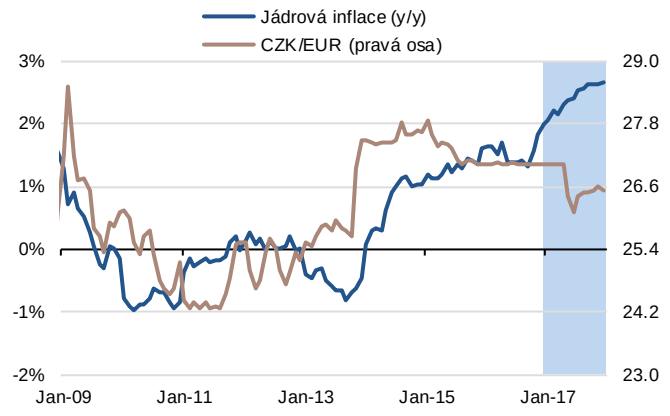
Jádrová inflace se podle našeho výpočtu v prosinci vyšplhala na 2 %. Jádrové ceny dostaly výrazný impuls v podobě zavedení EET v sektoru stravování a ubytování. Po zavedení tohoto nového systému se část restaurací rozhodla zdražit i přes snížení DPH na jejich služby. EET sama o sobě, i díky snížení daní, není důvod pro zdražování. Nicméně ceny se v tomto sektoru již nějakou dobu výrazněji nehýbaly a v současnosti vidíme několik nákladových tlaků, které určité zvyšování cen ospravedlňují. Ceny potravin začaly výrazně růst, zvyšují se mzdové tlaky, a rostou ceny nájmů (zejména v Praze). Nicméně zavedení EET nebyl jediný důvod pro zvyšování jádrových cen. Vedle domácích inflačních poptávkových tlaků se rozvíjí ještě vnější vlivy. Ceny rostou v okolních zemích včetně Německa. Pro české spotřebitele to znamená, že se zvyšují dovozní ceny, ale i ceny pohonných hmot. Oboje se s malým zpožděním projevuje i v jádrových cenách. **Domníváme se tedy, že jádrová inflace dále poroste a svého vrcholu ve výši 2,6 % dosáhne na přelomu letošního a příštího roku. V průměru by jádrové ceny měly vzrůst o 2,4 %.**

Inflace bude přestřelovat 2% cíl ČNB



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

Jádrové ceny se budou zvyšovat navzdory exitu

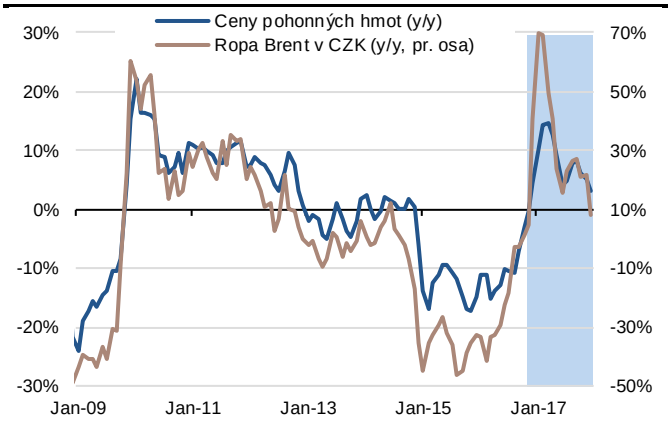


Zdroj: ČSÚ, Bloomberg, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Inflace cen pohonných hmot se zvyšuje díky efektu statistické základny, ale přidává se i vliv rostoucích cen na globálním trhu.

Inflce cen pohonných hmot je v současnoti podpořena výrazným efektem statistické základny, protože na začátku loňského roku se ceny pohonných hmot prudce propadly. Navíc ceny ropy na světových trzích v prosinci loňského roku vzrostly v reakci na dohodu států OPEC o omezení těžby. To posunulo cenu ropy na 55 dolarů za barel. Od té doby se cena za severomořskou ropu Brent drží velmi blízko této hodnoty. Analytici SG očekávají, že ceny ropy postupně vzrostou k 60 dolarům za barel a budou tak mírně tlačit do cen pohonných hmot. Meziroční růst cen pohonných hmot ale v prvních měsících roku bude ovlivněn hlavně nízkou srovnávací základnou a v prvním čtvrtletí v průměru dosáhne 13,5 %. Ve zbytku roku bude tempo meziročního růstu zvolňovat. V průměru se ceny pohonných hmot zvýší podle našeho odhadu o 9,1 %.

Ceny pohonných hmot vyskočí díky efektu statistické základny



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

Inflaci cen potravin také podpoří nízká statistická základna.

Ceny potravin ve druhé polovině loňského roku vyskočily. Sledovaly tak zvýšení cen v zemědělském sektoru. Podobně jako u inflace cen pohonných hmot i u cen potravin bude působit efekt statistické základny, protože i ceny potravin byly relativně nízké v průběhu první poloviny loňského roku. Ceny potravin jsou také do určité míry závislé na cenách ropy. Ta ovlivňuje jednak ceny hnojiv, ale v cenách potravin se projevují i náklady na dopravu. Proto očekáváme další mírné zvyšování cen potravin v průběhu letošního roku. **Efekt statistické základny by měl zajistit, že meziročně ceny potravin v průběhu roku vzrostou o 2,4 %.**

Regulované ceny vyhladí dynamiku inflace.

Regulované ceny se snížily vloni v květnu, když zlevnili dodavatelé plynu. Domníváme se, že ceny plynu pro domácnosti klesly i na začátku letošního roku. **Regulované ceny by proto měly na začátku letošního roku klesnout o 0,5 % m/m. Jejich protiinflační vliv bude do jisté míry brzdit inflaci způsobenou efektem statistické základny cen pohonných hmot a potravin. Naopak v květnu vyprchá z meziročního srovnání loňské snížení cen plynu. To budou zrovna odeznívat největší inflační tlaky cen pohonných hmot a potravin.** Regulované ceny tak budou působit jako vyrovnávací položka, která letos bude tlumit výkyvy inflace na obě strany.

Rizika: Vysoká volatilita po exitu by mohla zpomalit domácí růst

Špatně zvládnutý exit by mohl ohrozit domácí ekonomiku.

Hlavní událostí v domácí ekonomice bude v letošním roce opuštění kurzového závazku. To také představuje největší riziko pro ekonomiku. Pokud centrální banka nebude schopna nebo ochotna vyhlazovat případnou nadměrnou volatilitu na devizovém trhu, exit může způsobit výrazné problémy domácí exportně orientované ekonomice. Přílišné posílení domácí měny by navíc způsobilo silnou deflaci. Oba efekty by mohly ohrozit konkurenceschopnost domácích vyrobců a zpomalit hospodářský růst.

Vývoj okolo brexitu i nadále představuje riziko.

Vývoj v souvislosti s brexitem zůstane i nadále v centru pozornosti. Ministerská předsedkyně Velké Británie Theresa Mayová naznačila, že Spojené království nemusí zůstat na společném evropském trhu. Vzhledem k silné obchodní vazbě Česka a Velké Británie bude velmi důležité, jak bude vypadat finální dohoda Velké Británie s EU ale i dalšími zeměmi. Až poté budeme moci plně zhodnotit, jaké dopady bude mít brexit na Česko i na další země EU.

Tento rok je ve znamení voleb na starém kontinentě (Francie, Německo, Holandsko a pravděpodobně Itálie). Politická nejistota v těchto zemích může zpomalit jejich hospodářskou dynamiku, což by se mohlo projevit ve slabší zahraniční poptávce po českém zboží.

Investice zůstávají slabým místem dlouhodobého růstu.

Další zpoždění ve výstavbě nutné infrastruktury v Česku by snížilo domácí investice, ale ohrozilo by i dlouhodobý růst potenciálu Česka. Na druhé straně pokud bude vláda schopná zrychlit přípravnou fázi těchto projektů, představovalo by to prorůstový impulz. Výstavba infrastruktury je zásadní pro domácí ekonomický růst.

Klíčové makroekonomické ukazatele

	Q4 16	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18	2016	2017	2018	2019	2020	2021
HDP a jeho struktura														
HDP (reálně, y/y, %)	2,4	2,7	2,4	2,9	2,7	2,7	2,8	2,7	**2,5**	**2,7**	**2,7**	**2,3**	**1,5**	**2,0**
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	2,9	2,7	3,2	2,9	2,8	3,0	2,9	3,1	**2,7**	**2,9**	**2,9**	**1,4**	**0,3**	**1,1**
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	1,0	1,6	0,8	1,2	1,9	1,3	1,1	1,1	**1,8**	**1,4**	**1,1**	**1,4**	**1,9**	**1,7**
Fixní investice (reálně, y/y, %)	-1,8	1,1	4,7	2,8	2,6	2,5	3,3	3,4	**-1,2**	**2,8**	**3,1**	**3,2**	**4,3**	**5,0**
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	0,3	0,6	0,1	0,4	0,3	0,7	0,5	0,7	**0,8**	**0,4**	**0,7**	**0,5**	**0,3**	**0,2**
Zásoby (příspěvek do y/y)	1,1	0,2	-0,4	0,0	0,1	-0,2	-0,2	-0,3	**0,3**	**0,0**	**-0,3**	**-0,3**	**-0,7**	**-0,2**
Měsíční data z reálné ekonomiky														
Zahraniční obchod (mld. CZK) (*) (***)	117,3	117,4	121,6	123,5	125,9	130,1	129,1	130,2	**491,3**	**487,1**	**520,1**	**538,9**	**551,9**	**564,6**
Vývozy (nominálně, y/y, %) (*)	-1,0	1,1	5,4	7,1	6,6	6,2	5,8	6,1	**2,3**	**5,1**	**5,8**	**1,1**	**2,1**	**4,6**
Dovozy (nominálně, y/y, %) (*)	-0,8	3,6	6,9	6,5	6,4	5,8	5,8	6,2	**0,1**	**5,9**	**5,7**	**0,8**	**2,0**	**4,9**
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	4,0	3,2	3,8	6,4	4,1	3,8	4,5	4,8	**3,2**	**4,4**	**4,5**	**1,9**	**1,3**	**3,2**
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	-4,1	-1,6	3,7	2,4	2,3	0,6	2,0	3,5	**-8,1**	**1,7**	**2,6**	**3,7**	**3,0**	**1,5**
Maloobchod (reálně, y/y, %)	5,6	4,8	4,9	5,1	4,0	4,3	4,3	4,2	**6,0**	**4,7**	**4,1**	**1,5**	**-0,8**	**0,6**
Trh práce														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	3,9	4,4	4,6	4,6	4,8	4,8	4,6	4,3	**4,2**	**4,6**	**4,4**	**2,2**	**0,9**	**2,2**
Mzdy (reálně, y/y, %)	2,4	2,2	2,3	2,3	2,6	2,3	2,2	2,0	**3,5**	**2,4**	**2,0**	**0,4**	**-0,4**	**0,9**
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	5,2	5,2	4,6	4,7	5,0	5,1	4,5	4,5	**5,4**	**4,9**	**4,7**	**4,8**	**5,1**	**5,3**
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	3,8	4,0	3,7	3,8	3,7	3,9	3,6	3,7	**4,0**	**3,8**	**3,7**	**3,7**	**4,0**	**4,2**
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	2,0	1,4	1,1	0,7	0,3	0,1	0,0	-0,1	**1,8**	**0,9**	**0,0**	**-0,2**	**-0,5**	**-0,2**
Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu														
Inflace (y/y, %)	1,4	2,1	2,2	2,2	2,1	2,3	2,3	2,2	**0,7**	**2,2**	**2,3**	**1,8**	**1,3**	**1,2**
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	**0,1**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Jádrová inflace (y/y, %) (**)	1,8	2,1	2,4	2,6	2,6	2,6	2,4	2,2	**1,6**	**2,4**	**2,3**	**1,3**	**0,7**	**0,6**
Ceny potravin (y/y, %) (**)	1,2	2,8	3,0	2,2	1,7	1,3	1,4	1,3	**-0,9**	**2,4**	**1,3**	**1,6**	**1,6**	**1,5**
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (**)	0,2	13,5	9,4	7,8	5,7	1,7	1,2	1,1	**-8,5**	**9,1**	**1,5**	**-2,2**	**-0,8**	**-0,5**
Regulované ceny (y/y, %) (**)	-0,1	-1,1	-0,7	-0,3	-0,2	2,4	3,1	3,8	**0,2**	**-0,6**	**3,4**	**4,7**	**3,6**	**3,6**
Ceny v průmyslu (y/y, %)	-1,1	2,9	3,3	4,1	4,0	3,2	2,8	2,4	**-3,2**	**3,6**	**2,5**	**1,4**	**1,7**	**2,0**
Finanční proměnné														
2W Repo (průměr)	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,24	0,65	**0,05**	**0,05**	**0,49**	**1,10**	**0,91**	**1,18**
3M PRIBOR (průměr)	0,29	0,29	0,29	0,29	0,29	0,29	0,41	0,88	**0,29**	**0,29**	**0,68**	**1,27**	**1,06**	**1,32**
CZK/EUR (průměr)	27,02	27,02	26,40	26,50	26,50	25,84	25,31	24,91	**27,0**	**26,6**	**25,2**	**23,9**	**23,4**	**22,9**
CZK/USD (průměr)	25,09	27,02	25,14	24,77	24,31	23,93	23,43	22,86	**24,4**	**25,3**	**23,1**	**20,4**	**19,4**	**18,9**
Vnější prostředí														
HDP v EMU (reálně, yoy, %)	1,8	1,7	1,8	1,7	1,5	1,4	1,4	1,4	**1,7**	**1,5**	**1,4**	**1,1**	**0,6**	**1,2**
HDP v Německu (reálně, yoy, %)	1,9	1,6	1,6	1,8	1,5	1,5	1,4	1,3	**1,8**	**1,6**	**1,3**	**1,1**	**0,7**	**1,4**
CPI v EMU (yoy, %)	0,7	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4	1,5	1,5	**0,3**	**1,5**	**1,5**	**1,5**	**1,5**	**1,4**
Ropa Brent (USD/brl, průměr)	51,0	52,5	55,0	57,5	60,0	62,0	64,0	66,0	**45,0**	**56,3**	**65,0**	**70,0**	**75,0**	**75,0**
Euribor 1Y (průměr)	-0,07	-0,07	-0,08	-0,08	-0,08	-0,09	-0,08	-0,08	**-0,03**	**-0,08**	**-0,08**	**-0,08**	**-0,07**	**-0,04**
USD/EUR (průměr)	1,08	1,00	1,05	1,07	1,09	1,08	1,08	1,09	**1,11**	**1,05**	**1,09**	**1,17**	**1,21**	**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

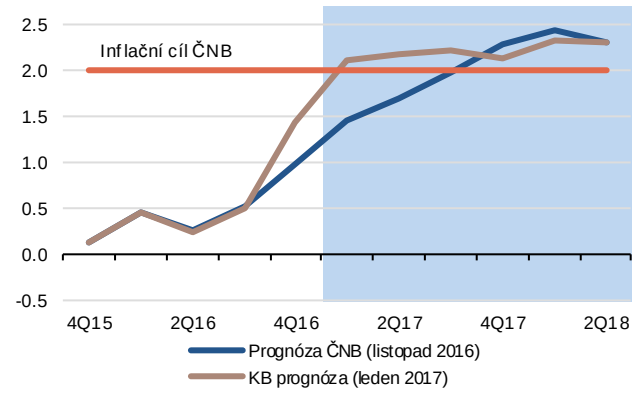


Viktor Zeisel
(420) 222 008 523
viktor_zeisel@kb.cz

Konci kurzového závazku nestojí nic v cestě

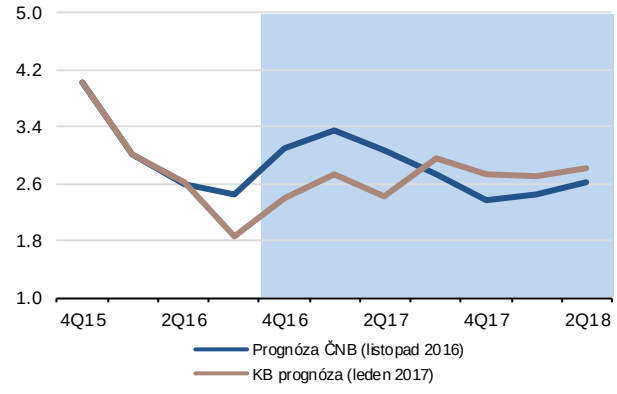
Kurzový závazek na úrovni 27 CZK/EUR zůstane v platnosti nejméně do konce prvního čtvrtletí letošního roku. Po tomto termínu bude jeho osud záviset na inflačním vývoji. V posledním čtvrtletí loňského roku inflace překonala i náš agresivní odhad. Ještě větší překvapení však musel být její vývoj pro ČNB, která ve své poslední prognóze očekávala meziroční růst cen na konci roku pouze o 1,3 % s tím, že inflační cíl bude dosažen až ve třetím čtvrtletí letošního roku. Rychlý nárůst inflace přilákal velký objem spekulativního kapitálu. Centrální banka na něj kromě intervencí nijak výrazně nereagovala. Na svém únorovém zasedání se ČNB pravděpodobně bude snažit snížit význam některých inflačních faktorů, když je označí jako dočasné. Nicméně po celý letošní rok bude muset čelit přestřelování svého inflačního cíle. Domníváme se tedy, že kurzový závazek bude zrušen již ve druhém čtvrtletí letošního roku, ale s případným zvyšováním sazeb ČNB tento rok nepřijde, i když bude muset snášet přestřelování svého inflačního cíle.

Prognóza inflace (%)



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

Prognóza HDP (%)



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

ČNB udržuje kuzrový závazek na hladině 27 CZK/EUR pomocí automatických a potenciálně neomezených intervencí. Své odhodlání bránit tuto hladinu dokázala tím, že od zavedení intervenčního režimu skoupila eura za 44 mld. EUR (odhad KB). **ČNB se zavázala, že hladinu 27 CZK/EUR bude bránit nejméně do konce prvního čtvrtletí roku. Od začátku dubna ČNB již negarantuje nic.** Bankovní rada stejně jako poslední prognóza pro ekonomický vývoj z dílny ČNB předpokládají, že konec kurzového závazku nastane okolo poloviny roku 2017. Přesné načasování bude záviset na aktuální inflaci a hlavně na jejím výhledu.

Inflační vývoj národní banku překvapil

Inflace v Česku v posledním čtvrtletí roku nečekaně zrychlila. Toto zrychlení trhy překvapilo, ale ČNB muselo šokovat. Meziroční cenový růst dosáhnul už v prosinci 2 %, zatímco centrální banka očekávala, že k dosažení jejího cíle dojde až ve třetím čtvrtletí roku. Ve své poslední prognóze centrální banka očekávala, že na konci roku 2016 bude inflace pouze na 1,3 %, takže odchylka od jejího odhadu dosáhla vysokých 0,7 pb. Z pohledu ČNB bylo překvapení soustředěno hlavně do cen potravin a jádrových cen. Ve svém komentáři k prosincovému cenovému vyvoji ČNB snižovala význam reakce některých podnikatelů na zavedení EET (pro sektor stravování a ubytování byla zavedena na začátku prosince 2016) jako jednorázový vliv, který z inflace po dvanácti měsících vyprchá. Nicméně EET byla pouze jedním faktorem, který se podílel na odchylce prognózy ČNB od realizované jádrové inflace.

Jádrová inflace (podle výpočtů ČNB) dosáhla 1,4 % y/y v posledním čtvrtletí loňského roku, zatímco centrální banka očekávala, že jádrové ceny vzrostou pouze 1 % y/y. Naše odhady ukazují, že pouze 0,2 pb z růstu jádrových cen bylo způsobeno efektem EET. Navíc jádrové ceny začaly růst již říjnu, což jen potvrzuje náš názor, že do jádrové inflace působí další poptávkové tlaky a jejich zvýšení tak není pouze výsledkem nové regulace. I guvernér Rusnok v rozhovoru pro *Mladou frontu DNES*[1] potvrdil, že současný vývoj nepředstavuje pouze dočasný vzestup. S dalším hodnocením ale raději vyčká na vyznění nové inflační prognózy. Náš výhled ukazuje, že inflace se bude držet nad cílem centrální banky po celý rok 2017 a inflační cíl bude přestřelovat také v roce 2018. **Je zřejmé, že úkol kurzového závazku již byl splněn a jeho zrušení nic nestojí v cestě, když se inflace konečně dostala na cíl centrální banky. Očekáváme tedy, že bankovní rada zruší kurzový závazek již ve druhém čtvrtletí letošního roku.**

BOX 1: Politika ECB pro Českou národní banku nepředstavuje problém

Evropská centrální banka (ECB) v listopadu loňského roku prodloužila program nákupů aktiv o devět měsíců, tedy do konce letošního roku. Zároveň oznámila, že od dubna 2017 začne snižovat objem nakupovaných dluhopisů o 20 mld. EUR na 60 mld. EUR. Podle našeho názoru ECB od července sníží objem nakupovaných dluhopisů o 10 mld. EUR měsíčně, což by znamenalo ukončení programu kvantitativního uvolňování v lednu 2018.

Pokud jde o politiku České národní banky, nemělo by na ni prodloužení programu nákupu aktiv ECB mít zásadní vliv. Na tiskové konferenci po prosincovém zasedání ČNB guvernér Jiří Rusnok prohlásil: *"Chování ECB na nás v zásadě dopad nemá. My jsme její rozhodnutí očekávali, dokonce jsme předpokládali, že bude pokračovat v programu nákupu aktiv pokračovat do konce 2017 ve stávající výši. Dopad na nás bych v tuto chvíli nepřeceňoval a nevidíme potřebu na to v naší politice reagovat".*

Program kvantitativního uvolňování ECB by mohl českou ekonomiku ovlivnit několika způsoby. Nákupy aktiv představují stimul pro inflaci a hospodářský růst eurozóny, což by se skrze vyšší poptávku po českých produktech a vyšší dováženou inflaci mělo přelít i do české ekonomiky. Nákupy aktiv ECB tlačí výnosy dluhopisů v eurozóně směrem dolů. Vidina vyšších výnosů by mohla do České republiky přilákat více investorů a vytvořit další tlak na posilování koruny. Pro zahraniční investory jsou však české dluhopisy atraktivní i bez ohledu na politiku ECB. Důvodem je výrazný propad EUR-CZK basis swapů, který jim umožňuje levné financování. Zatímco v době před intervencemi, se cross-currency basis swapy (12M, bid) nacházely na úrovni -40 bb, v důsledku nedostatku eur na trhu se nyní pohybují kolem -180 bb. Výrazná prémie, kterou zahraniční investoři za svá eura získávají, je motivuje, aby eura půjčovali a za získané koruny nakupovali české vládní dluhopisy, především ty s krátkou dobou splatnosti. To tlačí výnosy na krátkém konci výnosové křivky směrem dolů. Nedostatek eur bude na trhu panovat i po ukončení intervenčního režimu. Basis swapy se tak budou normalizovat jen velmi pomalu, což bude i nadále udržovat silnou poptávku na krátkém konci české výnosové křivky. Za tlakem na krátký konec výnosové křivky tedy nestojí politika ECB (a ani po exitu stát nebude), nýbrž pokles EUR-CZK basis swapů.

Jana Steckerová
+420 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz

[1] http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2017/cl_17_170120_rusnok_mfdnes.html

Kurzový závazek bude odstraněn na měnově politickém zasedání, květen se jeví jako dobrá příležitost

ČNB ohlásila, že kurzový závazek zruší na měnově politickém zasedání. Nemusí se sice jednat o pravidelné zasedání, ale my očekáváme, že pravidelné květnové setkání je pro bankovní radu vhodný moment . K ruce bude nová prognóza, datum je dostatečně blízko polovině roku, což je časový údaj, kdy bankovní rada vidí jako pravděpodobné ukončení kurzového závazku. Navíc je začátek května i relativně brzy, což odpovídá tomu, že by bankovní rada s odstraněním závazku neměla otálet. **Očekáváme tedy, že k odstranění závazku dojde na pravidelném zasedání 4. května.** Vidíme ale i riziko toho, že ČNB svolá mimořádné zasedání v dubnu a závazku se zbaví hned, jak jí to její slib dovolí. Riziko opuštění závazku až po květnovém zasedání se nám jeví jako relativně malé.

BOX 2: Dva noví členové BR ČNB dotvoří většinu jmenovanou Zemanem

Prezident M. Zeman jmenoval 31. ledna s účinností od 13. února letošního roku dva nové členy bankovní rady České národní banky. Stanou se jimi Oldřich Dědek a Marek Mora. Většina bankovní rady už je tedy jmenována prezidentem M. Zemanem. Očekáváme, že měnová politika se s jejich jmenováním výrazně nezmění. Stejně jako dříve jmenovaní členové bankovní rady ČNB Milošem Zemanem sdílí vlažný vztah ke kurzovému režimu, který jsou ochotni akceptovat pouze po velmi omezenou dobu. Využijí tedy současné vhodné situace, aby režim kurzového závazku odstranili, jak se píše v těchto *Ekonomických výhledech*.

Do skupiny pouze vlažných zastánců kurzového závazku Oldřicha Dědka pasují jeho dřívější vyjádření ohledně režimu kurzového závazku. Marek Mora se jako vysoký úřední Evropské komise veřejně k měnové politice České republiky nevyjadřoval.

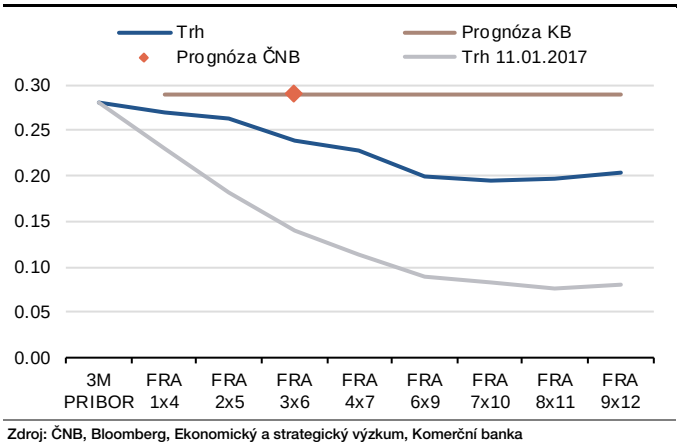
Celkově se nám nové složení bankovní rady ČNB jeví jako více holubičí. Empirický důkaz ovšem máme pouze pro Oldřicha Dědka. Ten nám poskytly záznamy hlasování během jeho působení jako viceguvernéra ČNB mezi roky 1999-2005. Tuto analýzu a další detailnější hodnocení našich očekávání od nových členů BR v oblasti měnové politiky najdete v našem speciálním reportu „Noví členové bankovní rady nepředstavují riziko pro prodloužení závazku“ dostupným na http://bit.ly/SR_newBR_cz.

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

Po masivním přílivu kapitálu v lednu se negativní sazby zdají méně pravděpodobné

Na začátku ledna výrazně zesílil příliv spekulativního kapitálu. Naše odhady ukazují, že ČNB byla nucena skoupit eura v objemu 13 mld. EUR, aby závazek ubránila. Nálada na trhu v souvislosti se spekulativními nákupy koruny se v posledních dnech změnila. Koruna se některým investorům zdá překoupená (viz *Box 3*). Příliv spekulativního kapitálu

Trh upravil své očekávání negativních sazeb (%)



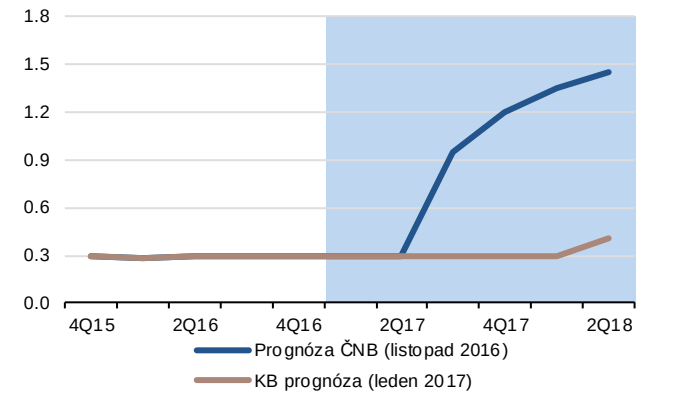
Zdroj: ČNB, Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

tak výrazně zvolnil a jednoroční forwardový kurz oslabil. **I když se domníváme, že se nálada ve vztahu ke koruně do zrušení kurzového závazku ještě několikrát změní, rušíme náš výhled, který předpokládal zavedení záporných sazeb.** I když ČNB pravděpodobně bude ještě muset masivně intervenovat, v poslední době ukázala, že jí narůstající rezervy skutečně nedělají žádný problém. ČNB navíc dokonce přestala zápornými sazbami vyhrožovat, i když by verbální intervence mohly zmírnit příliv spekulativního kapitálu. Členové bankovní rady nadále tvrdí, že nejsou znepokojeni objemem intervencí ani velikostí devizových rezerv a že jejich měnově politický mandát nemůže být omezován ohledy na velikost rozvahy centrální banky. Na tiskové konferenci po posledním zasedání centrální banky guvernér Rusnok zmínil, že v bankovní radě existuje menšina prosazující záporné sazby. Nedávná vystoupení L. Lízala (prohlášení na konferenci Euromoney ve Vídni a rozhovory pro magazín *Euro*[2] a slovenské *Hospodárske noviny*[3]) odhalily, že on byl součástí této menšiny. Nicméně mandát L. Lízala v bankovní radě končí 12. února a tím se tato menšina ještě ztenčí. Domníváme se, že její součástí zůstane pouze viceguvernér Tomšík. Ten navíc v nedávném rozhovoru[4] bagatelizoval použití záporných sazeb v průběhu exitu jako kontraindikativní. **I když záporné sazby už nejsou součástí našeho hlavního scénáře, stále vidíme riziko jejich zavedení v případě, že příliv spekulativního kapitálu zintenzivní na hodnoty vyšší, než kterých jsme byli svědky na začátku ledna.**

Tento rok nečekáme žádné zvýšení sazeb navzdory přestřelování inflace

Odstranění kurzového závazku představuje zpřísnění měnové politiky. Navíc exit zvýší volatilitu na devizovém trhu. ČNB tak bude nějakou dobu po exitu se zvyšováním sazeb opatrná. Vzhledem k tomu, že očekáváme, že ECB ukončí program kvantitativního uvolňování až ke konci roku a že podle našeho odhadu ECB nebude zvyšovat sazby až do roku 2021, tak by zvýšení sazeb ze strany ČNB rychle zvýšilo úrokový diferenciál, což by lákalo další horké peníze do ekonomiky a zvýšilo tak kurzovou volatilitu. **Navíc předpokládáme, že bankovní rada si bude chtít počkat na to, jaké dopady odstranění kurzového závazku přinese, než začne dalším utahováním měnové politiky.**

ČNB letos sazby zvyšovat nebude (%)



ČNB, Bloomberg, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Únorové zasedání přinese výraznou revizi inflační prognózy nahoru

Předpokládáme, že únorové zasedání nepřinese změnu předpokladů bankovní rady ohledně měnové politiky. Můžeme se však těšit na novou prognózu. Předpokládáme, že výhled pro inflaci bude revidován výrazně výš. **I přesto bankovní rada podle našeho názoru potvrdí trvání kurzového závazku minimálně do konce prvního čtvrtletí a uvede, že vidí jeho pravděpodobný konec okolo poloviny roku 2017.** Přesnější údaje o načasování však neposkytne. Guvernér znovu ujistí trhy, že centrální banka je připravena bránit kurzový

[2] http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2017/cl_17_170123_lizal_euro.html

[3] http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2017/cl_17_170123_lizal_hn.pdf

[4] http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2017/cl_17_170125_tomsik_reuters.html

závazek potenciálně neomezenými intervencemi, protože měnová politika nemůže být omezována s ohledem na případnou pozdější účetní ztrátu. Debata o záporných sazbách proběhne podle našeho názoru ve standardních mezích. Naše pozornost bude směřovat hlavně k tomu, jak ČNB zhodnotí inflační vývoj. Je možné, že se bude snažit trochu bagatelizovat zvýšení cen potravin i jádrové složky inflace.



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

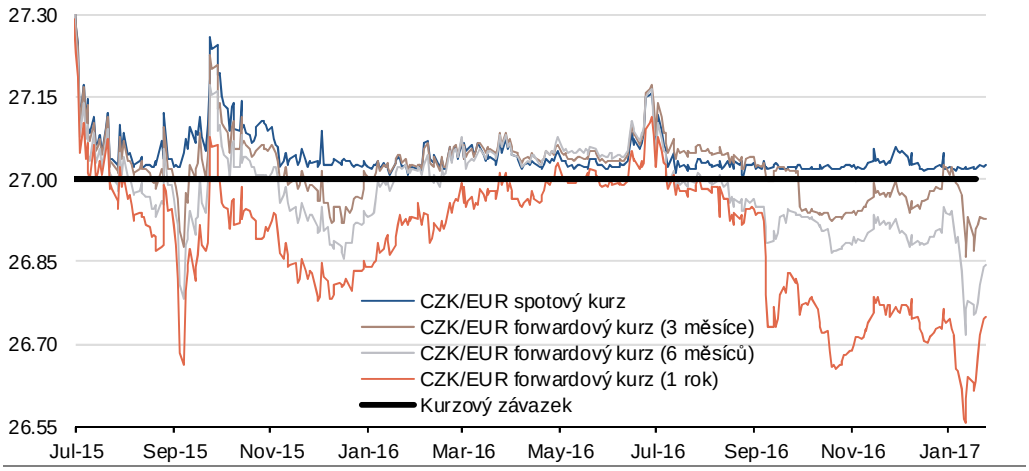
Korunový devizový trh

Kurzová stabilita brzy skončí

Volatilita kurzu CZK/EUR byla v loňském roce nejnižší od zavedení řízeného floatingu v květnu 1997.

V podstatě celý rok 2016 byl ve znamení minimální kurzové volatility, kdy se spotový kurz až na několik málo dní držel v samotné blízkosti kurzového závazku. Krátce se od hladiny 27 CZK/EUR odpoutal pouze v období zvýšené geopolitické nejistoty – po červnovém referendu ve Velké Británii a po listopadových prezidentských volbách v USA.

Stabilní je pouze spotový kurz CZK/EUR, pro forwardové kurzy to neplatí

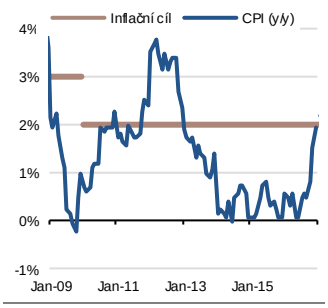


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Na forwardovém trhu byla volatilita mnohem vyšší.

Oproti kurzové stabilitě na spotovém trhu vynikne volatilita forwardových kurzů. Výrazný vliv má na ni pohyb spekulativního kapitálu. Jeho příliv zesílil ve druhé polovině loňského roku s tím, jak se období očekávaného exitu dostalo do investičního horizontu spekulantů. Zájem spekulantů podpořil i inflační vývoj. Inflace nabírala s blížícím se koncem roku 2016 na síle. V prosinci dosáhla 2% cíle ČNB. Se vstupem do roku 2017 příliv spekulativního kapitálu dále výrazně zesílil. 12měsíční forwardový kurz se tak krátce dostal až na 26,55 CZK/EUR (kotace bid). Podrobněji se problematice forwardového trhu věnujeme v následujícím boxu.

Inflace zpět na cíli



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

BOX 3: Zaostřeno na korunový forwardový trh

Standardní FX forward je dohoda o směně dvou měn za předem dohodnutý kurz v daný termín v budoucnosti. Forward se skládá ze spotového kurzu a forwardových bodů, které tak představují rozdíl mezi kurzem forwardovým a spotovým. Teoreticky by měly forwardové body odrážet velikost úrokového diferenciálu. Ve skutečnosti zároveň zahrnují vliv poptávky a nabídky, tržní nerovnováhy, či rizikové přirážky.

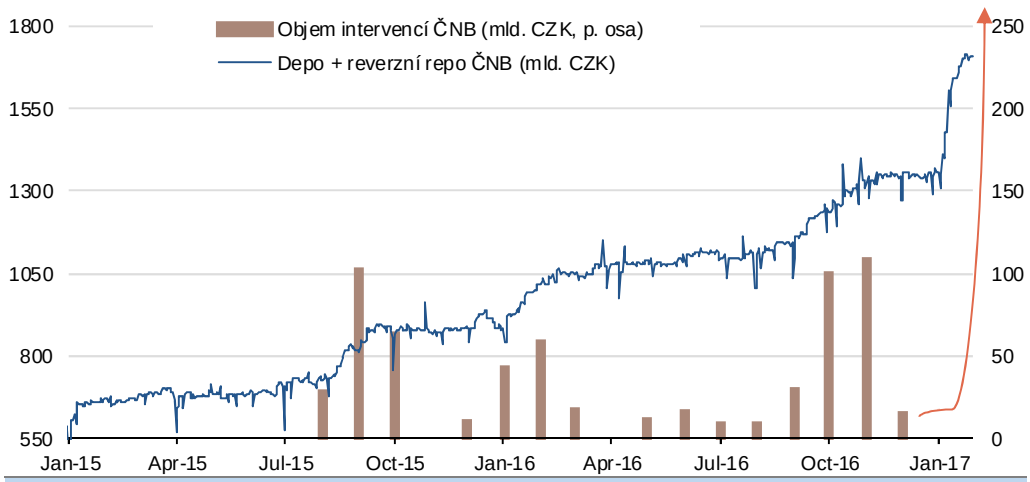
CZK/EUR forwardy jsou jedním z hlavních nástrojů spekulace na posílení koruny po konci kurzového závazku. Investoři, kteří prodají CZK/EUR forward při jistém kurzu, vykáží zisk, pokud spotový kurz CZK/EUR bude při splatnosti forwardu nižší (a tak euro levnější; je zároveň možné uzavřít pozici dříve a vydělat na pohybu samotných CZK/EUR forwardů). Tato operace je v podstatě shodná se zajištěním českých exportů, jen ji chybí podkladový tok eur za reálné zboží či služby.

Jak se spekulace a obchody na CZK/EUR forwardech promítají do intervencí ČNB? Pokud někdo prodá CZK/EUR forward, jeho protistrana obvykle musí učinit protichůdnou operaci na spotovém trhu, aby se nevystavila kurzovému riziku. Pokud by v tuto chvíli měl kurz CZK/EUR prorazit kurzový závazek, musí ČNB intervenovat a skoupit nadbytečná eura (jak tomu bylo např. v první polovině letošního ledna). Korunová likvidita, kterou centrální banka svými intervencemi vytvoří (nákupem eur, prodejem korun) nakonec většinou skončí zpět u ČNB v depozitních a reverzních repo facilitách, kam ji uloží české banky kvůli přirozenému přebytku likvidity.

V září a říjnu 2016 se CZK/EUR forwardy prudce propadly, což odráželo rostoucí tržní očekávání, že konec kurzového závazku se blíží a koruna posílí. Příliv kapitálu na český trh dále zrychlil na začátku ledna 2017, kdy větší roli zřejmě začala hrát i poptávka exportérů po kurzovém zajištění.

Objem depozitních a reverzních repo facilit u ČNB se tak prudce zvýšil. V samotném lednu činil podle našich odhadů nárůst mezibankovní likvidity z titulu intervencí ČNB zhruba 13 mld. EUR (cca 350 mld. CZK) – nejvyšší měsíční objem v historii. Z toho 10 mld. EUR připlulo v prvních dvou lednových týdnech, což se projevilo právě tehdejším prudkým propadem CZK/EUR forwardů.

Výrazný nárůst mezibankovní likvidity daný intervencemi ČNB



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Tento mohutný příliv kapitálu, masivní intervence centrální banky a volatilita na trhu se přelévá na trh českých státních dluhopisů. Odkupy eur Českou národní bankou a pozice hráčů na trhu se promítají ve zdražení evropské měny na českém trhu. Naopak pro zahraniční investory (respektive ty s přebytkem eur či dolarů) je financování v korunách velmi levné. Jinak řečeno, výrazně klesají CZK/EUR cross-currency (XCCY) basis swapy, které jsou spojenou nádobou s forwardovými body. V důsledku je pro investory s eurovým či dolarovým financováním velmi atraktivní poskytnout svoji tvrdou měnu na českém trhu, inkasovat prémii (XCCY basis swap) a za získané koruny nakoupit typicky české státní dluhopisy i se záporným výnosem. XCCY basis swap zaručí, že jejich výnos je nakonec v eurech či dolarech kladný.

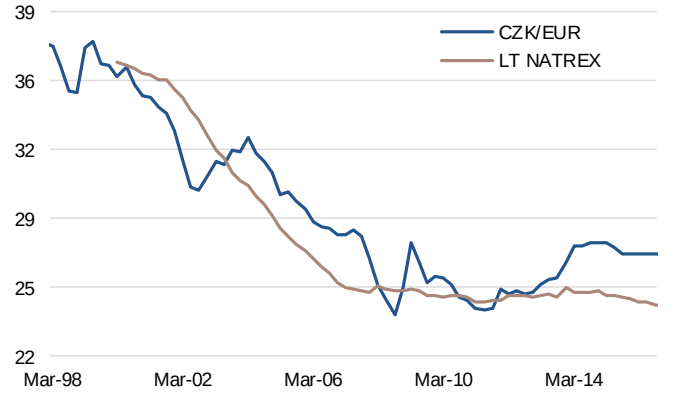
Marek Dřímal
+420 222 008 598
marek_drimal@kb.cz

Kurzová volatilita se po exitu určitě zvýší, posílení koruny jistotou není

Dlouhodobý rovnovážný kurz vidíme na 24,80 CZK/EUR, cesta k němu by ale měla být postupná.

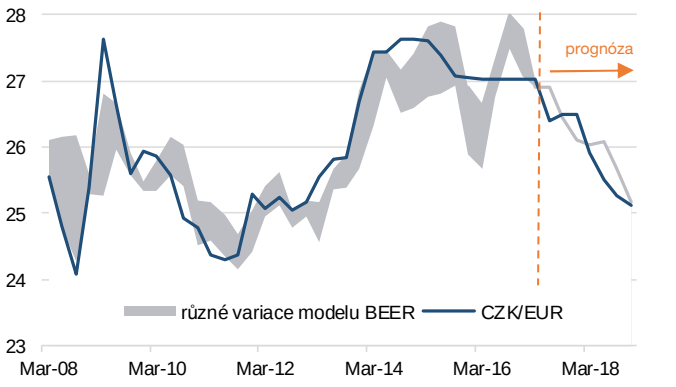
Spekulanti sází na to, že kurz koruny po opuštění exitu posílí. Náš model dlouhodobého rovnovážného kurzu dle přístupu NATREX[5] skutečně ukazuje na to, že je aktuálně koruna výrazně podhodnocená. Pro Q2 17 náš odhad ukazuje rovnovážný kurz 24,40 CZK/EUR.

Dlouhodobý rovnovážný kurz CZK/EUR dle NATREX



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Střednědobý rovnovážný kurz dle BEER



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rychlému posílení pod 26,00 CZK/EUR bude ČNB bránit. Bylo by pro ekonomiku šokem.

Pro českou ekonomiku, která je závislá na exportech, by prudké posílení k hodnotám dlouhodobé rovnovážné úrovně bylo negativním šokem. Rychlé reálné zhodnocení koruny by se totiž podepsalo na snížení cenové konkurenceschopnosti českých exportérů. Problematice vývoje reálného kurzu se podrobněji věnujeme ve speciálním boxu níže. Pohled na střednědobou rovnovážnou úroveň dle přístupu BEER[6] pak ukazuje jeho hodnotu 26,40 CZK/EUR pro Q2 17, kdy ukončení režimu kurzového závazku očekáváme. Jeho úroveň pro konec letošního roku činí 26,00 CZK/EUR.

BOX 4: Zaostřeno na reálný měnový kurz

Reálný měnový kurz je kurz očištěný o vývoj cenových hladin v domácí a zahraniční ekonomice, který odráží cenovou konkurenceschopnost tuzemských exportérů. Dlouhodobější tendence v reálném měnovém kurzu pak reflektují konvergenční trendy v reálné ekonomice.

Rychlý růst českého hospodářství v letech 1999 až 2007 a dohánění ekonomické úrovně eurozóny se projevovalo v dlouhodobém trendu reálného zhodnocování české měny. Snižující se cenová konkurenceschopnost našich exportérů byla více než kompenzována růstem produktivity a tedy zvyšováním necenové složky konkurenceschopnosti. Dvě recese z let 2009 a 2012-13 trend reálného zhodnocování koruny zastavily.

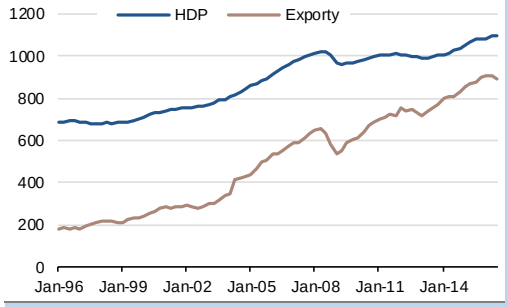
V posledních třech letech již ale rostla česká ekonomika rychleji než ekonomika eurozóny. Český HDP se již v reálném vyjádření nachází o více než 7 % nad předkrizovou úrovní roku 2008. U reálných vývozů je obrázek ještě příznivější, ty jsou dokonce o více než 40 % nad úrovní předkrizového maxima. Vývoj reálného kurzu tomu ovšem neodpovídá.

[5] NATREX = NATREX je anglická zkratka pro přirozený rovnovážný měnový kurz. Je to takový měnový kurz, který při absenci spekulativních a cyklických faktorů přivede míru nezaměstnanosti ke své přirozené úrovni. Je tedy měřítkem dlouhodobého rovnovážného kurzu.

[6] BEER je anglická zkratka pro behaviorální rovnovážní měnový kurz. Ten odhaduje rovnovážný kurz ve střednědobém horizontu pomocí relace makroekonomických proměnných (produktivita práce, inflace, čistých zahraničních aktiv a podílu čistých exportů na HDP) v jednotlivých státech daného měnového páru.

Zavedení režimu kurzového závazku v listopadu 2013 znamenalo nejenom nominální znehodnocení koruny, ale projevilo se i v reálném oslabení, a to o 6,7 %. Ke konci loňského roku byl kurz reálně stále ještě o více než 4 % pod hodnotou z období těsně před zavedením závazku. Po uvolnění režimu se tak objeví prostor pro eliminaci tohoto nesouladu reálným posílením české měny. Vzhledem k nepružnosti cenových hladin ovšem cestou nominálního zhodnocení koruny směrem do oblasti 25,70/26,00 CZK/EUR.

Vývoj celkového reálného HDP a reálných exportů zboží a služeb, v mld. Kč, stálé ceny, swda



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

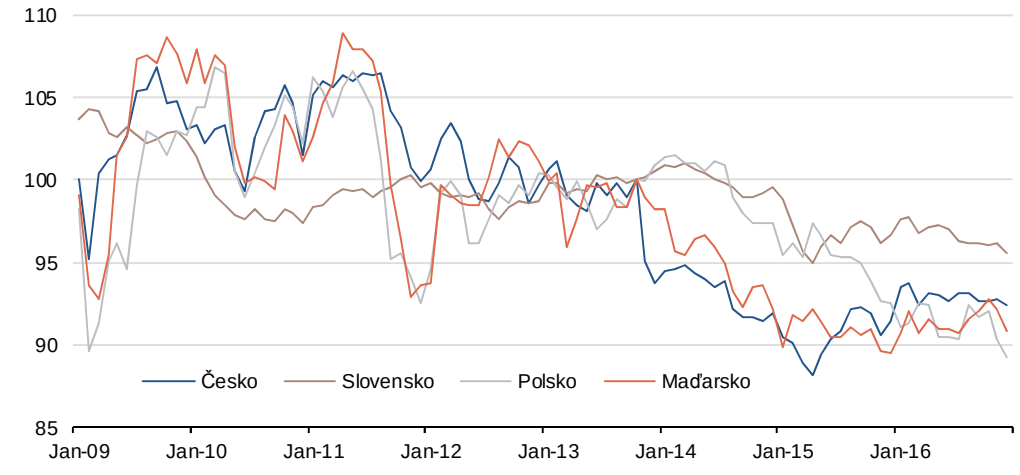
Index reálného kurzu CZK/EUR, deflováno indexy spotřebitelských cen



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Reálná konvergence by ospravedlňovala ještě výraznější zhodnocení české měny než zmíněná více než 4 %. Tomu se bude ČNB dalším používáním intervencí bránit. Rychlé zhodnocení koruny totiž dopadne na cenovou konkurenceschopnost exportérů. Jak ukazuje pohled na regionální vývoj reálných kurzů, konkurenční výhoda ze zásahu ČNB oproti regionálním protějškům neměla dlouhého trvání. Polský zlotý i maďarský forint ji svým reálným oslabením eliminovaly.

Vývoj reálných efektivních kurzů (REER) středoevropských měn



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

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

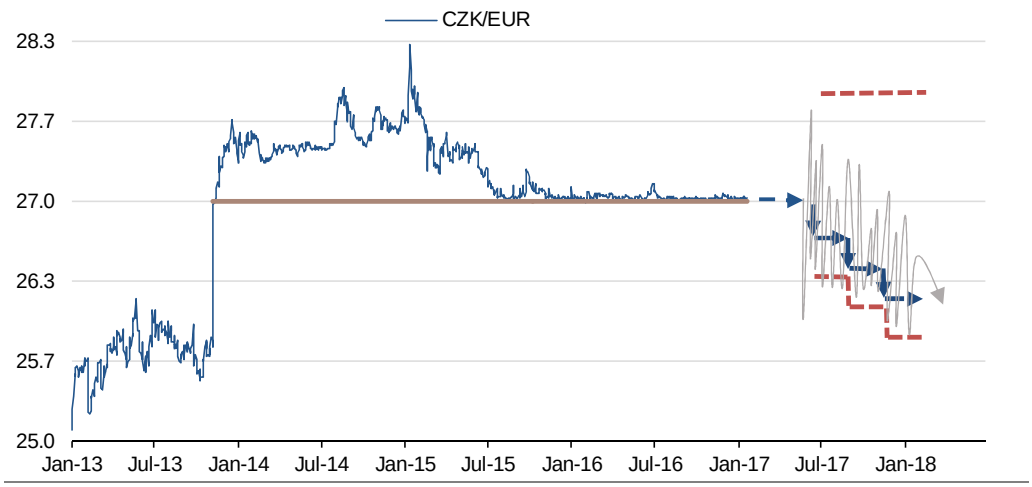
CZK/EUR po exitu

Exit nemusí přinést udržitelné posílení hned, nejprve nás čeká období zvýšené kurzové volatility.

V prvních týdnech po exitu budou fundamenty druhořadé, klíčovou roli budou ve formování spotového i forwardového měnového kurzu hrát spekulativní toky.

I když by tedy fundamenty určité posílení koruny ospravedlňovaly, v horizontu prvních týdnů a měsíců po exitu budou pro formování kurzu klíčové spekulativní toky. Jak diskutujeme ve výše uvedeném *Boxu 3*, obrovský příliv spekulativního kapitálu s novým rokem zvyšuje riziko chybějící protistrany. Pod tímto rizikem chápeme situaci, kdy zahraniční investoři svá eura za koruny směnili již dříve v očekávání exitu, exportéři svá budoucí eura pro směnu do korun též zajistili. Na trhu tak bude chybět strana nabízející eura k prodeji, když budou chtít spekulanti své pozice uzavřít. To může ve výsledku vést i k dočasnému oslabení koruny. Nadále očekáváme, že zvýšenou volatilitu se bude ČNB snažit svými intervencemi omezovat. Centrální bankéři tvrdí, že nedovolí rychlé posílení pod úroveň, kde s intervencí začínali, tedy pod 25,70 CZK/EUR. Na druhou stranu podle nás nebudou chtít oslabení koruny nad 28,00 CZK/EUR a budou na trhu svá eura prodávat.

Očekávaný vývoj kurzu CZK/EUR po exitu



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

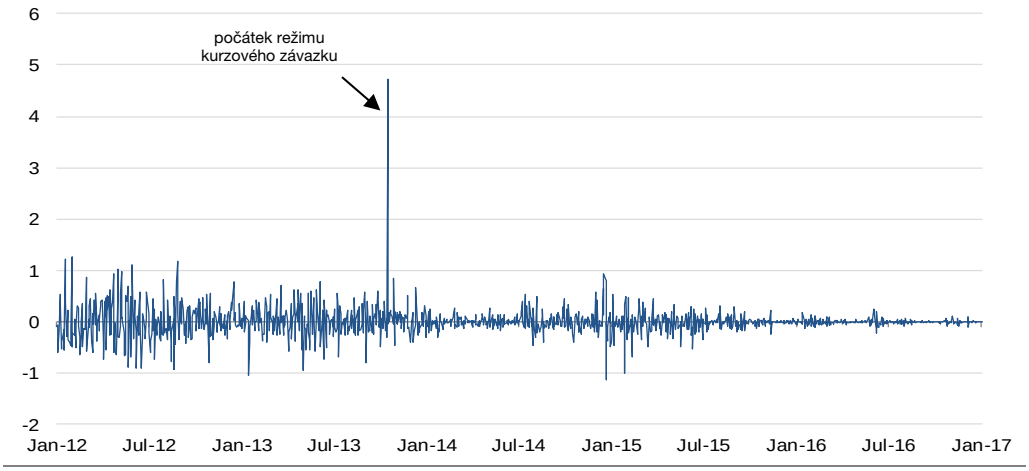
V našem hlavním scénáři předpokládáme sice bezprostřední posílení koruny, nicméně následované korekcí ve druhé polovině roku.

Po opuštění režimu kurzového závazku neočekáváme posílení koruny k hodnotám, které implikuje NATREX, či k úrovním před zahájením intervencí v listopadu 2013. V našem hlavním scénáři předpokládáme sice bezprostřední posílení koruny (indikativně směrem k 26,00), **nicméně následované korekcí ve druhé polovině roku** (do úrovní kolem 26,50 CZK/EUR). Teprve rok 2018 by měl znamenat určité zklidnění situace a návrat k dlouhodobému trendu posilování koruny. Rozhodně ale nebude tak výrazný jako před rokem 2007. Proces konvergence české ekonomiky k průměru eurozóny totiž bude pomalejší.

ČNB poskytovala exportérům zajištění zdarma. To skončí.

S ukončením kurzového závazku končí i bezplatné zajištění, které ČNB exportérům zajišťovala. Kurzová volatilita na spotovém trhu byla skutečně zejména v posledním roce minimální. Připomeňme, že před zavedením tohoto režimu byly naprosto normální denní změny měnového kurzu o půl procenta, výjimkou nebyly ani jednoprocentní změny během jediného dne. **A právě proti těmto změnám je žádoucí se zajistit.**

Denní změna měnového kurzu CZK/EUR, v %



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

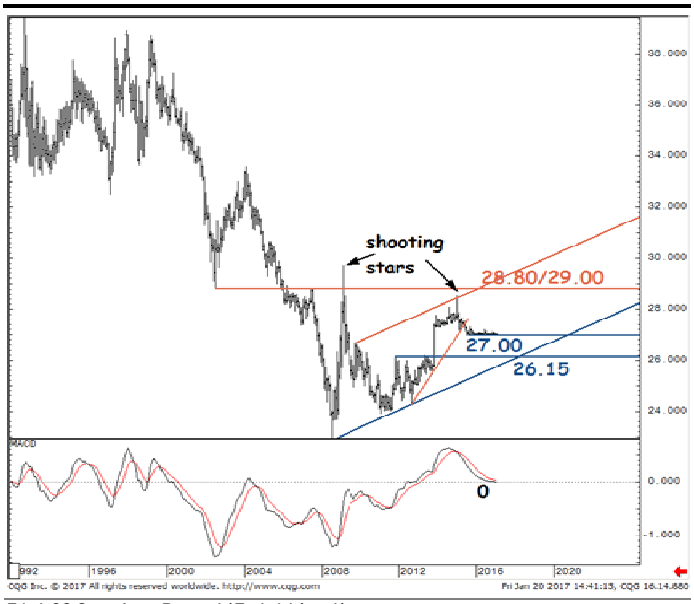
Technická analýza CZK/EUR

27 rozhodne o hloubce korekce

Měnový pár EUR/CZK zformoval významný vrchol v lednu 2015 a dosáhnul tak horní hrany dlouhodobého vzestupného kanálu. Ta se aktuálně nachází na úrovni 28,80/29,00. Měsíční formace „padající hvězda“ na této hladině znamenala vyčerpání růstového potenciálu a od té doby jsme svědky korekčního trendu. Ten dosáhl dlouhodobé úrovně podpory v blízkosti hladiny 27, což koresponduje s 50% korekcí předchozího rostoucího trendu, který byl započat v říjnu 2013. S měsíčním indikátorem MACM blízko neutrální hodnoty to znamená, že úroveň 27,00 představuje kritickou podporu. V případě jejího prolomení by kurz zamířil k 26,63 či dokonce k 26,15, což je maximum roku 2011.

Krátkodobě by měla pokračovat konsolidační fáze na tomto měnovém páru. Stále přitom čekáme na signál možného vzestupu. O případném obnovení rostoucího trendu by rozhodla úroveň 27,35.

CZK/EUR, měsíční graf



CZK/EUR, týdenní graf



Zdroj: SG Cross Asset Research/ Technická analýza

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

Trh českých vládních dluhopisů a IRS

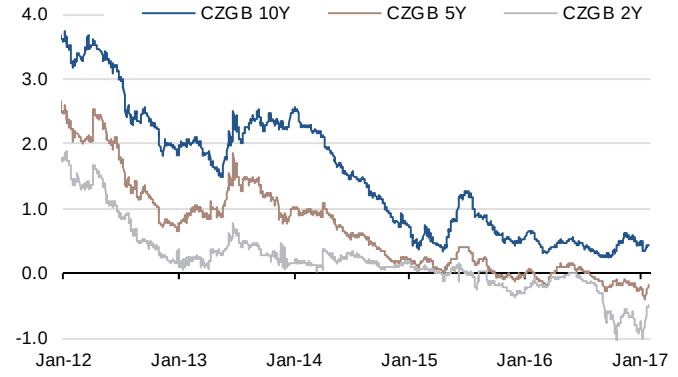


Marek Dřímal
(420) 222 008 598
marek_drimal@kb.cz

Zájem zahraničních investorů o české dluhopisy vrcholí

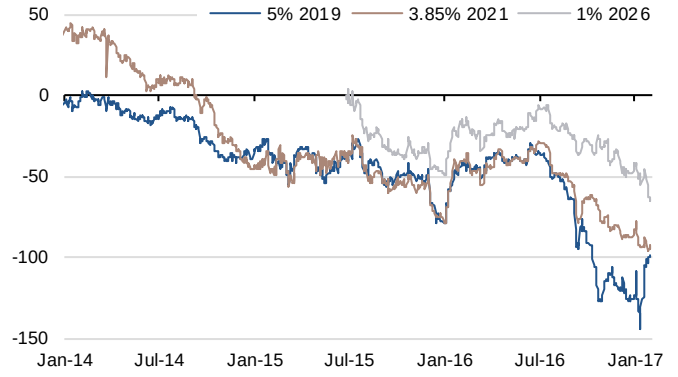
Hlavní závěry z naší listopadové prognózy ponecháváme beze změny. Nadále očekáváme, že výnosy na dlouhém konci české dluhopisové křivky v letošním roce vzrostou, a to kvůli vyšším výnosům německých Bundů a zrychlení inflace. Zároveň předpokládáme, že se Ministerstvo financí při své emisní aktivitě zaměří na začátek roku a vydávání dluhopisů s krátkými splatnostmi, aby využilo záporných výnosů. Česká IRS křivka by měla letos zvýšit svůj sklon díky rychlejšímu nárůstu svého dlouhého konce na základě příznivého vývoje inflace a ekonomiky.

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

Na samém začátku letošního roku se českým státním dluhopisům dařilo. Tato nákupní horečka souvisela s přílivem kapitálu na český trh v očekávání brzkého konce kurzového závazku ČNB, s levným financováním v korunách skrze cross-currency (XCCY) basis swapy a s obavami ohledně možného zavedení záporných sazeb ČNB. Dvouletý výnos poklesl opět k -1 % a desetiletý pod 0,35 %. V druhé polovině ledna však přiliv spekulativních peněz zpomalil a prohlášení řady členů bankovní rady zároveň snížily šance na zavedení záporných sazeb. V důsledku pak české státní dluhopisy umazaly podstatnou část svých zisků.

Nabídková strana CZGB

Ve Strategii financování a řízení státního sluhu pro rok 2017 odhaduje Ministerstvo financí výši letošních výpůjčních potřeb na 290,6 mld. CZK.

Ve Strategii financování a řízení státního dluhu pro rok 2017 odhaduje Ministerstvo financí výši letošních výpůjčních potřeb na 290,6 mld. CZK, a to kvůli schválenému schodku rozpočtu 60 mld. CZK a vysokým splátkám dluhu. Na straně financování je dokument skoupý na detaily; ministerstvo uvádí pouze minimální nabízený objem CZGB v aukcích 150 mld. CZK. Strategie zároveň zmiňuje možnost prodejů pokladničních poukázek a eurobondů, nicméně bez dalších podrobností. Výhled ministerstva shrnuje tabulka na následující straně, která obsahuje i naše odhady.

Schodek rozpočtu letos nakonec očekáváme menší, a to 45 mld. CZK. Hrubé výpůjční potřeby by tak dosáhly jen 275,6 mld. CZK. **Na straně financování se podle našich odhadů ministerstvo zaměří na prodeje krátkodobých dluhopisů už během začátku roku**, aby využilo mimořádných tržních podmínek a záporných výnosů (ty vychází ze sázek na posílení koruny po exitu a z levného financování prostřednictvím XCCY basis swapů). V únoru ministerstvo plánuje dvě aukce, kde bude prodávat nové krátkodobé dluhopisy s nulovým

kuponem. Splatnosti těchto papírů ale budou v letech 2020 a 2022, což se pro investory spekulující na exit může nakonec zdát příliš.

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

	MF prosinec	KB leden
Výpůjční potřeby		
Schodek rozpočtu	60,0	45,0
Zpětné odkupy CZGB		0,0
Splátky CZGB	207,9	207,9
Splátky eurobondů		0,0
Splátky spořících dluhopisů	16,8	16,8
Splátky pokladničních poukázek	4,2	4,2
Splátky ostatních instrumentů peněžního trhu	0,0	0,0
Splátky půjček od EIB	1,7	1,7
Celkem	**290,6**	**275,6**
Financování		
Hrubá emise pokladničních poukázek		15,0
Ostatní instrumenty peněžního trhu		0,0
Hrubá emise CZGB (v aukcích)	min 150,0	220,0
Přímé prodeje CZGB		10,0
Hrubá emise eurobondů		0,0
Hrubá emise spořících dluhopisů		0,0
Využití likviditní rezervy		20,6
Čistý efekt výměn dluhopisů		10,0
Celkové financování		**275,6**
Čistá emise CZGB		*32,1*

Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V porovnání s rokem 2016 očekáváme růst výpůjčních potřeb o 64 mld. CZK a emisi CZGB v aukcích na primárním trhu ve výši 28 mld. CZK.

V porovnání s rokem 2016 očekáváme růst výpůjčních potřeb o 64 mld. CZK a emisi CZGB v aukcích na primárním trhu ve výši 28 mld. CZK. Čistá emise CZGB (splátky dluhopisů oproti objemu aukcí, prodejů na sekundárním trhu plus čisté efekty výměn dluhopisů) by však letos měla poklesnout z loňských 66,5 mld. CZK na 32,1 mld. CZK v letošním roce.

Rizika pro tento výhled se koncentrují především ve směru nižší emise. Schodek rozpočtu může být nakonec ještě menší než námi odhadovaných 45 mld. CZK, což by mechanicky snížilo i potřebu financování. Ministerstvo financí se také může rozhodnout vyčerpat větší část své likviditní rezervy. Ke konci února 2017 se totiž další veřejné subjekty (zdravotní pojišťovny) musí zapojit do systému státní pokladny a převést své účty do ČNB. Může také dojít k nižší emisi CZGB výměnou za větší prodeje pokladničních poukázek (se splatnostmi v roce 2018) pro zmírnění tlaku na trh CZGB.

Výnosy CZGB

V závěru loňského listopadu jsme revidovali náš výhled pro výnosy českých státních dluhopisů na základě vyšších očekávaných výnosů německých Bundů v aktualizované prognóze SG. V tomto vydání *Ekonomických výhledů* přinášíme jen malé změny. **Nadále předpokládáme, že krátký konec výnosové křivky zůstane hluboko v záporu, a to do konce kurzového závazku ČNB** kvůli spekulacím a levnému financování prostřednictvím XCCY basis swapů. Po konci závazku očekáváme jen relativně pomalý růst krátkých výnosů, protože možné další intervence centrální banky podle nás vyústí v pouze postupnou normalizaci (utahování) XCCY basis swapů.

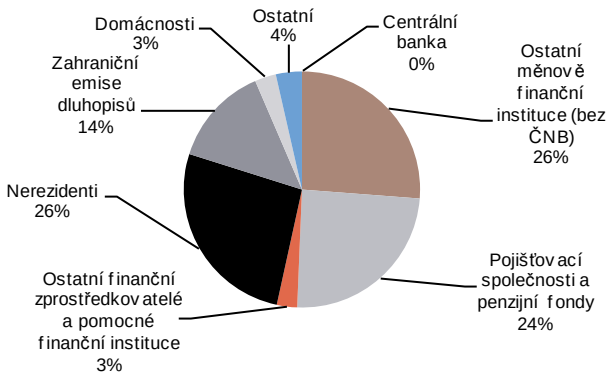
Prognóza výnosů CZGB

	Q1 17f	Q2 17f	Q3 17f	Q4 17f	Q1 18f
Výnos 2Y CZGB (%)	-1,00	-0,30	0,00	0,05	0,40
Výnos 10Y CZGB (%)	0,70	0,85	1,10	1,10	1,35
10Y CZGB ASW (bb)	-30	-35	-30	-45	-30

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

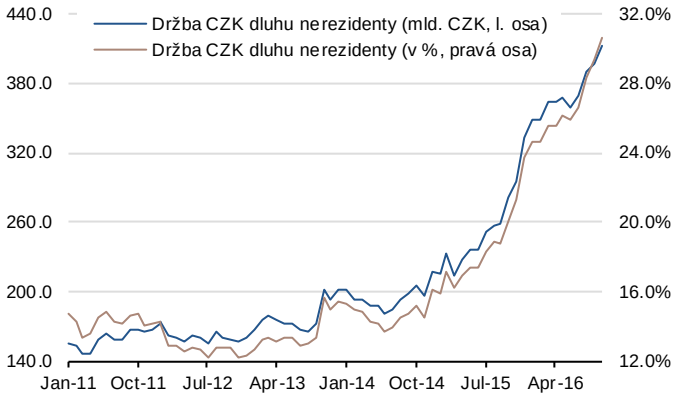
Dlouhý konec výnosové křivky by měl podle našeho výhledu postupně růst na základě podobného pohybu výnosů německých dluhopisů a vyšší inflace. Tento trend ale budou omezovat splátky dluhopisů (generující poptávku prostřednictvím snahy o reinvestice), zvýšená mezibankovní likvidita a omezená nabídka kvůli očekávané snaze ministerstva prodat co nejvíce krátkodobých dluhopisů za záporný výnos.

Držba vládních dluhových cenných papírů, listopad 2016



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podíl zahraničních investorů v CZK dluhu přesáhl 30 %



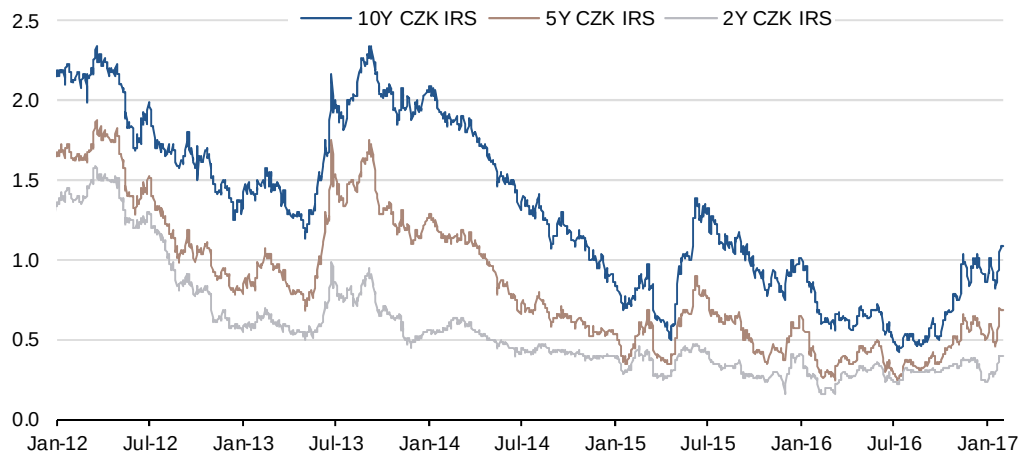
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Struktura držitelů CZGB

Na konci listopadu 2016 přesáhl podíl nerezidentů na držbě korunového vládního dluhu poprvé v historii časové řady hodnotu 30 %. Za tímto trendem stojí masivní zahraniční poptávka především po krátkodobých státních dluhopisech a na to reagující nabídka Ministerstva financí.

Předpokládáme, že podíl nerezidentů bude dále růst, a to do až do konce kurzového závazku. Jak jsme uvedli v předchozích vydáních *Ekonomických výhledů*, tato (předpokládaná) koncentrace zahraničních držitelů na krátkém konci výnosové křivky představuje riziko pro rychlejší než očekávaný růst výnosů českých dluhopisů. Jelikož se zahraniční poptávka po českých dluhopisech s koncem kurzového závazku a postupnou normalizací trhu podle našeho názoru výrazně sníží, bude muset ministerstvo refinancovat splatné dluhopisy u domácích investorů, ale za vyšší výnosy.

Nedávný vývoj CZK IRS (v procentech)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Trh českých sazeb IRS

Na základě revize výhledu pro politiku ČNB jsme revidovali i náš dlouhodobý výhled pro korunové IRS. Jelikož už neočekáváme zavedení záporných sazeb a naopak by mělo v Q2 18 přijít jejich zvýšení, krátký konec IRS křivky by měl začít postupně růst (a tento trend zrychlit v roce 2018). **I tak ale nadále očekáváme, že křivka v roce 2017 zvýší svůj sklon – dlouhý konec by totiž měl letos růst rychleji**, a to na základě vyšších swapových sazeb v eurozóně, zvýšené domácí inflaci a dobré ekonomické výkonnosti.

Výhled pro CZK IRS (%)

	Q1 17f	Q2 17f	Q3 17f	Q4 17f	Q1 18f
2Y	0,40	0,50	0,55	0,60	0,70
10Y	1,00	1,20	1,40	1,55	1,65

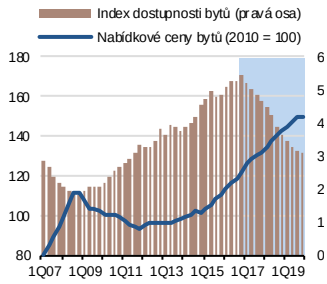
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Bankovní sektor



Marek Dřímal
(420) 222 008 598
marek_drimal@kb.cz

Index dostupnosti bytů bude klesat



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

Růst objemu úvěrů i depozit letos zpomalí

V souladu s naší minulou prognózou očekáváme, že růst objemu úvěrů v české ekonomice letos zpomalí. Objem hypoték by se měl zvýšit pomalejším tempem kvůli nasycení trhu, vyšším cenám bytů, nárůstu hypotečních sazeb a nadcházející nové regulaci ohledně závazných limitů pro poměr velikosti úvěru a hodnoty nemovitosti (zákon už schválila vláda, nyní ho bude projednávat parlament). **Náš index dostupnosti bytů dosáhl vrcholu na konci loňského roku a jeho hodnota by měla letos začít postupně klesat převážně kvůli rychlejšímu růstu cen bytů v porovnání s tempem zvyšování mezd**. Nárůst objemu úvěrů nefinančním podnikům by měl letos zpomalit především kvůli efektu vysoké srovnávací základny z loňského roku. Mezikvartální dynamika tohoto ukazatele by však měla zůstat solidní díky pokračující expanzi ekonomiky a mírnému oživení investic. Zajímavý je nedávný nárůst úvěrů v eurech jakožto přirozeného hedgingu před blížícím se koncem kurzového závazku.

Růst objemu vkladů by měl letos zpomalit výrazněji. Objem vkladů domácností a nefinančních podniků by měl vzrůst pomalejším tempem než v roce 2016. **Ostatní depozita, kam řadíme vklady finančních institucí a veřejných subjektů by měly letos dokonce klesnout**. Vklady finančních institucí se pravděpodobně sníží na základě vybírání zisků či odlivu kapitálu po konci kurzového závazku ČNB. Depozita veřejných institucí poklesnou kvůli novele zákona o rozpočtových pravidlech, který přikazuje dalším subjektům jako zdravotním pojišťovnám převést své účty z komerčních bank do jednotného sytému státní pokladny u ČNB.

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

	Q4 16	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Bankovní úvěry														
Celkem	7,6	6,8	5,8	5,6	5,5	5,5	5,8	5,8	**6,9**	**5,9**	**5,7**	**5,4**	**4,1**	**3,6**
Úvěry domácnostem na bytové potřeby	8,8	7,5	6,8	6,2	6,0	6,8	7,0	7,1	**8,2**	**6,6**	**7,1**	**6,8**	**4,6**	**3,4**
Spotřebitelské úvěry domácnostem	5,0	4,7	5,0	5,2	4,9	5,7	5,9	6,5	**4,8**	**4,9**	**6,3**	**7,3**	**5,0**	**4,0**
Úvěry nefinančním podnikům	8,1	6,5	5,6	4,7	5,1	4,2	4,6	4,1	**7,3**	**5,5**	**4,2**	**4,1**	**4,2**	**4,3**
Bankovní vklady														
Celkem	11,3	3,6	5,7	4,4	0,2	2,4	2,8	3,0	**7,4**	**3,5**	**3,5**	**4,2**	**2,4**	**2,3**
Obyvatelstvo	8,6	8,2	7,7	7,0	6,1	5,9	5,5	5,2	**7,4**	**7,2**	**5,4**	**4,3**	**2,6**	**2,3**
Nefinanční podniky	7,9	4,5	5,5	2,9	3,7	4,6	5,1	4,7	**6,7**	**4,1**	**4,7**	**4,4**	**1,9**	**1,8**
Ostatní	22,6	-6,0	1,6	0,2	-17,3	-7,7	-5,8	-3,9	**8,9**	**-5,4**	**-1,6**	**3,9**	**2,7**	**2,8**
Podíly na HDP														
Podíl úvěrů na HDP	63,3	63,4	63,2	63,5	63,5	63,4	63,3	63,8	**62,5**	**63,4**	**63,6**	**64,4**	**65,3**	**66,0**
Podíl vkladů na HDP	82,8	81,6	80,8	79,8	79,0	79,2	78,7	78,1	**81,0**	**80,3**	**78,9**	**79,0**	**78,8**	**78,7**
Podíl úvěrů a vkladů	76,4	77,7	78,2	79,6	80,4	80,1	80,4	81,7	**77,1**	**79,0**	**80,6**	**81,5**	**82,9**	**83,9**
Úrokové sazby														
Úvěry pro bytové potřeby	2,1	2,2	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6	2,8	**2,2**	**2,3**	**2,7**	**3,2**	**3,6**	**4,0**
Spotřebitelské úvěry	10,5	10,4	10,5	10,4	10,4	10,4	10,4	10,5	**10,7**	**10,4**	**10,5**	**11,2**	**11,3**	**11,7**
Úvěry nefinančním podnikům	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	0,9	**1,4**	**0,1**	**0,7**	**1,4**	**1,4**	**1,8**
Podíl úvěrů v selhání														
Úvěry pro bytové potřeby	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	**2,3**	**2,2**	**2,3**	**2,5**	**2,7**	**3,1**
Spotřebitelské úvěry	9,3	8,8	8,5	8,5	8,6	8,6	8,7	8,7	**9,6**	**8,6**	**8,7**	**9,1**	**9,8**	**10,3**
Úvěry nefinančním podnikům	5,1	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	**5,1**	**5,1**	**5,0**	**5,0**	**5,4**	**5,9**

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

Klíčové ekonomické ukazatele

Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
HDP	reálný, %	2,7	4,6	2,5	2,7	2,7	2,3	1,5	2,0
Inflace	průměr období, %	0,4	0,3	0,7	2,2	2,3	1,8	1,3	1,2
Běžný účet platební bilance	% HDP	0,2	0,9	1,8	0,9	1,2	1,4	1,3	1,1
3M PRIBOR	průměr	0,4	0,3	0,3	0,3	0,7	1,3	1,1	1,3
CZK/EUR	průměr	27,5	27,3	27,0	26,6	25,2	23,9	23,4	22,8
CZK/USD	průměr	20,8	24,6	24,4	25,3	23,1	20,4	19,3	18,9

Zdroj: ČSÚ, ČNB, MF, MPSV, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

Měna a úrokové sazby - výhled

		30. 1. 2017	Březen 2017	Červen 2017	Září 2017	Prosinec 2017	Březen 2018
CZK/EUR	konec období	27,02	27,0	26,1	26,5	26,5	25,6
USD/EUR	konec období	1,069	1,00	1,05	1,07	1,09	1,08
CZK/USD	konec období	25,27	27,0	24,9	24,8	24,3	23,7
3M PRIBOR	konec období	0,28	0,29	0,29	0,29	0,29	0,35
10Y IRS	konec období	1,08	1,00	1,20	1,40	1,55	1,65

Zdroj: ČSÚ, ČNB, MF, MPSV, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

Měsíční makroekonomická data

		IV-16	V-16	VI-16	VII-16	VIII-16	XI-16	X-16	XI-16	XII-16
Inflace (CPI)	%, m/m	0,6	-0,2	0,1	0,3	-0,2	-0,2	0,3	0,3	0,3
Inflace (CPI)	%, y/y	0,6	0,1	0,1	0,5	0,6	0,5	0,8	1,5	2,0
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	0,1	0,4	0,3	0,0	-0,2	0,3	0,5	0,1	0,5
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	-4,7	-4,8	-4,4	-4,0	-3,4	-2,4	-1,7	-1,3	-0,4
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	5,7	5,4	5,2	5,4	5,3	5,2	5,0	4,9	5,2
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	0,3	5,3	1,2	-19,1	14,5	1,3	-2,3	7,8	n,a,
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	4,3	9,1	4,0	-13,9	13,3	2,7	-1,7	7,1	n,a,
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	-13,7	-5,2	-12,4	-14,5	-4,6	-7,7	-8,5	-2,3	n,a,
Maloobchodní tržby	%, y/y, stálé ceny	8,8	11,3	6,5	-0,4	11,4	4,7	0,5	8,6	n,a,
Zahraniční obchod	mld. CZK (národní met.)	25,6	18,6	21,6	0,4	9,8	20,4	15,5	10,8	n,a,
Běžný účet PB	mld. CZK	-1,7	1,5	-13,0	-23,2	-3,2	4,0	17,0	4,6	n,a,
Finanční účet PB	mld. CZK	-0,4	0,2	-25,5	18,4	14,6	-14,6	36,4	-5,6	n,a,
M2	%, y/y	7,4	7,6	7,7	7,1	7,6	6,7	6,3	6,6	n,a,
Státní rozpočet	mld. CZK (od zač. roku)	30,5	22,4	40,6	75,6	81,2	82,3	98,3	55,5	61,8
3M PRIBOR	%, průměr	0,29	0,29	0,29	0,29	0,29	0,29	0,29	0,29	0,29
CZK/EUR	průměr	27,0	27,0	27,1	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0
CZK/USD	průměr	23,8	23,9	24,1	24,4	24,1	24,1	24,5	25,1	25,7

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

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 vázáni 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 vyplývajícímu 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 dozoru 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.

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

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku http:\\www.trading.kb.cz

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM



Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu
Jan Vejmělek, Ph.D., CFA
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

Ekonomové



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



Marek Dřímal
(420) 222 008 598
marek_drimal@kb.cz



David Kocourek
(420) 222 008 569
david_kocourek@kb.cz



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

Akciový analytici



Miroslav Frayer
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@kb.cz



Richard Mířátský
(420) 222 008 560
richard_miratsky@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ



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



Hlavní ekonom Rosbank
Yury Tulinov, CFA
(7) 495 662 13 00 (ext. 14836)
yury.tulinov@rosbank.ru

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



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

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



Akciový analytik
Laura Simion, CFA
(40) 213 014 370
laura.simon@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



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

Velká Británie



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

Severní Amerika



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



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

Latinská Amerika



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



Ankur Shukla
(91) 80 6731 4432
ankur.shukla@sgcib.com

Asie a Pacifik



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

Japonsko



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



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



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

Čína



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

Korea



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

Indie



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

Inflace



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

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY



Globální vedoucí výzkumu
Brigitte Richard-Hidden
(33) 1 42 13 78 46
brigitte.richard-hidden@sgcib.com



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

Fixed Income



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



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



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



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

Head of US Rates Strategy



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

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

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