

| Čtvrtletní zpráva |

# Ekonomické výhledy

## Ve znamení silného růstu



- **Znamení první:** Česká ekonomika v prvním čtvrtletí zrychlila a podle našeho odhadu si velmi slušný růst udržela i v tom druhém. Celkově očekáváme její růst v tomto roce o 3,7 %. Příští rok by měla přidat 3,1 %.
- **Znamení druhé:** Mzdy se začaly výrazně zvedat a letos by jejich průměrný růst měl dosáhnout 6,4 %. Budou tak tlačit inflaci nahoru. Cenový růst však budou brzdit zahraniční vlivy. Celkově by inflace měla letos dosáhnout 2,3 %. Příští rok zpomalí pouze nepatrně na 2,2 %.
- **Znamení třetí:** Dlouhodobé inflační tlaky dovolí centrálním bankéřům letos zvednout sazby dokonce dvakrát. ČNB bude podle nás v srpnu první centrální banka v EU, která se sazby rozhodne zvyšovat.
- **Znamení čtvrté:** Hodnota české koruny se zvyšuje. Od ukončení režimu kurzového závazku si vůči euru připsala 3,5 %. Posilující trend bude pokračovat. Již na podzim očekáváme kurz v oblasti 25,70/25,50 CZK/EUR.
- **Znamení páté:** Tržní úrokové sazby v české ekonomice by měly reagovat na utahování měnové politiky ČNB růstem. Výnosy českých dluhopisů ale zůstanou relativně nízké díky vysoké poptávce spojené s očekávaným posilováním koruny.



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



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



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



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



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



Jan Vejmelík  
(420) 222 008 568  
jan\_vejmelik@kb.cz

## Růstová znamení všude, kam se podíváš

Nejen z titulní strany tohoto vydání *Ekonomických výhledů*, ale i z podrobnějšího prostudování této publikace musí být čtenáři jasné, že se **česká ekonomika nachází ve fázi boomu**. V době publikování tohoto reportu byla naše růstová prognóza nejoptimističtější na trhu.

**Fenomémem letošního roku bude vysoký růst nominálních mezd** přesahující šest procent. Problematikou trhu práce a mzdového vývoje se zabýváme ve speciálních boxech tohoto vydání. Závěr je jednoznačný – **přesun od extenzivního využívání práce k intenzivnímu, které se projevuje se vyšší produktivitou, vytvoří prostor pro růst mezd a dohánění ekonomické úrovně**. A to je to, co začínáme pozorovat.

**Máme za sebou polovinu roku, který bude patřit mezi ty ekonomicky velmi úspěšné**. Pokud pomineme rok 2015, kdy si česká ekonomika polepšila o 5,4 % kvůli nutnosti proinvestovat prostředky z předchozího programového období fondů EU, **poroste letos tuzemské hospodářství nejrychleji od roku 2007**. Ještě v předchozím vydání *Ekonomických výhledů* jsme pro letošní rok předpovídali reálný růst české ekonomiky o 2,7 %. Nyní to vypadá, že výsledek bude o celý procentní bod lepší. **Znamení vyššího růstu vidíme všude kolem nás**.

První znamení je, že německá ekonomika zažívá jedno z nejúspěšnějších hospodářských období od znovusjednocení, do překvapivě slušné kondice se dostávají další velké země, které nám v minulých letech rozhodně radost nedělaly jako Francie, Španělsko či Itálie. **A zatímco vyhlídky v Evropě jsou revidovány výše** a začíná se mluvit o tom, kdy ECB začne ustupovat od extrémně uvolněné měnové politiky, **pro Spojené státy to úplně neplatí**. Tady se spíše očekávané zvyšování sazeb oddaluje. Výsledkem je pak posilující euro a slábnoucí dolar.

Příspěvek zahraniční poptávky k letošní výkonnosti české ekonomiky je potěšující, klíčová je ale role poptávky domácí. Struktura růstu je znamením, že české ekonomice se bude dařit i v roce 2018 přesto, že se stále více hovoří o tom, že trh práce narazil na své limity. **Zkrátka nejsou lidi. Je zřejmé, že růstový model založený na využívání stále většího množství levné pracovní síly je za námi**. Privátní sektor si začíná uvědomovat nezbytnost investic a nutnost zakládat svůj business model na inovacích a vyšší produktivitě. V tomto směru vyšší investiční aktivita privátního sektoru v prvních měsících tohoto roku je znamením, že se ubíráme správným směrem. Stále ovšem čekáme, kdy se k vyšším investicím rozhoupe veřejný sektor. Nutnost čerpat evropské fondy bude tím impulsem, který povede k vysoké investiční aktivitě roku 2018.

**Oproti minulým letům začíná česká ekonomika vylepšovat svou pozici i vůči regionálním sousedům**. V dynamice růstu je začínáme opět dohánět. Příslibem pro budoucnost je fakt, že i když máme o něco vyšší inflaci kvůli silné domácí poptávce (naopak si dovážíme spíše desinflační tlaky), tržní sazby jsou nižší. To odráží důvěru investorů a požadované nižší úrokové prémie. Oproti zlotému či forintu také česká koruna posiluje. Právě **zhodnocování české měny je dlouhodobým projevem našeho konvergenčního příběhu**. A uvolnění režimu kurzového závazku na počátku letošního dubna je podle nás návratem k trendu dlouhodobě posilující české měny. Což nic nemění na faktu, že česká měna zůstává kvůli naakumulované spekulativní pozici zranitelná.

## Obsah

Růstová znamení všude, kam se podíváš .....	2
Vnější prostředí a předpoklady prognózy .....	4
Centrální bankéře opět znepokojuje slabá inflace .....	4
Spojené státy americké: další zvýšení sazeb až v prosinci .....	4
Eurozóna: omezování nákupů aktiv ECB oznámí v září .....	5
Německo: rok 2018 slibuje výrazný růst mezd .....	6
Středoevropský region: ke slovu se opět vrátí investice .....	6
Makroekonomická prognóza ČR .....	8
Česká ekonomika na vlně globálního oživení .....	8
Box 1: Rozdělení HDP mezi práci a kapitál .....	9
Box 2: Boj o zaměstnance začíná, automobilový průmysl zvyšuje mzdy .....	11
Fiskální politika: výrazný růst vládních výdajů v roce 2018 .....	13
Veřejné investice příští rok vzrostou, stejně jako spotřeba vlády .....	13
Box 3: Politický cyklus zrychluje zvyšování platů ve veřejném sektoru .....	15
Říjnové volby zřejmě hospodářskou politiku výrazně nezmění .....	16
Veřejný dluh: očekáváme pokles .....	16
Investice příští rok vyskočí díky přílivu EU fondů .....	17
Růst mezd udrží dynamiku spotřeby vysoko .....	18
Box 4: Kam mizí uchazeči z trhu práce? .....	18
Box 5: NAIRU klesá díky zvyšující se produktivitě .....	19
Inflace: souboj mezi domácími a zahraničními vlivy .....	21
Rizika: náhlé posílení koruny může ohrozit konkurenceschopnost .....	22
Klíčové makroekonomické ukazatele .....	23
ČNB Focus .....	24
Červnový ještrábí obrat přinese první zvýšení sazeb v srpnu .....	24
Prognóza bude i nadále ukazovat na utahování měnové politiky .....	24
Prognóza získává relevanci .....	24
Zvyšování sazeb má příznivé vedlejší účinky .....	25
Korunový devizový trh .....	27
Posilující trend bude s přestávkami pokračovat .....	27
Podle modelů rovnovážných kurzů má koruna prostor pro další zhodnocování .....	28
Na horizontu prognózy by koruna měla dále posilovat, pozor ale na konec roku! .....	29
Technická analýza CZK/EUR .....	31
Sestupný trend si dá zřejmě pauzu .....	31
Trh českých vládních dluhopisů a IRS .....	32
Poptávka po českých dluhopisech zůstane vysoká .....	32
Nabídková strana v H2 17: růst emise dluhu v Q4 17 .....	32
Nabídková strana v roce 2018: vyšší emise kvůli růstu splatného dluhu .....	33
Výnosy CZGB v H2 17 a 2018: jen mírný nárůst, poptávka zůstane solidní .....	34
Struktura držitelů CZGB: Podíl nerezidentů vyvrcholil v červnu .....	35
Trh českých sazeb IRS: prudký růst na krátkém konci .....	36
Rizika pro výhled výnosů CZGB: vyvážená na obou stranách .....	37
Bankovní sektor .....	38
Růst úvěrů v příštím roce zpomalí .....	38
Upozornění .....	40

## Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

### Centrální bankéře opět znepokojuje slabá inflace

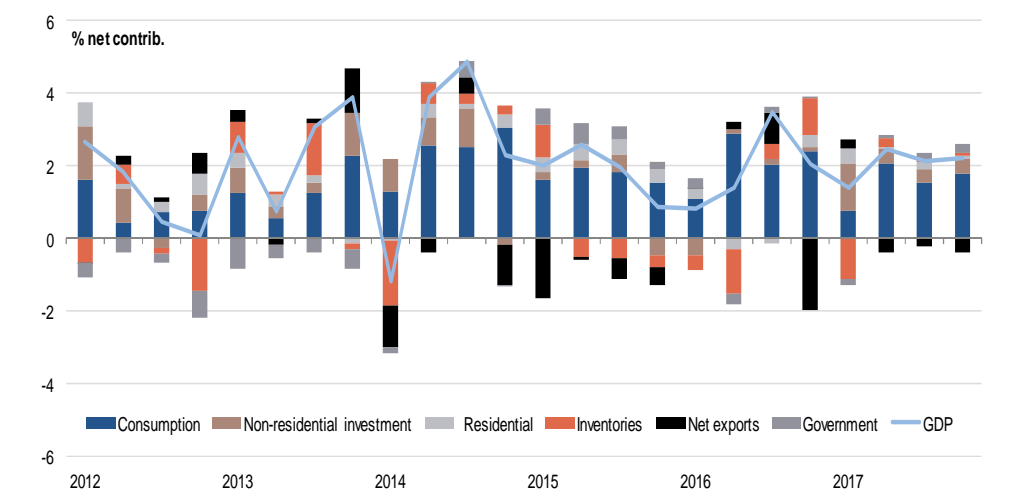
Od naší poslední prognózy došlo ke zpomalení cenového růstu jak ve Spojených státech, tak i v eurozóně. Z tohoto důvodu jsme posunuli očekávání pro další zvýšení úrokových sazeb ve Spojených státech z letošního září na prosinec. V eurozóně první zvýšení sazeb předpokládáme až v březnu 2019, zatímco minulá prognóza počítala s prosincem 2018. Náš předpoklad, že ECB oznámí omezení programu nákupu aktiv v září, stále platí. Růst HDP v Německu jsme revidovali směrem nahoru. Dobře by se mělo i nadále dařit středoevropskému regionu.

### Spojené státy americké: další zvýšení sazeb až v prosinci

Daňová reforma prodlouží etapu hospodářského růstu.

**První odhad růstu HDP ve Spojených státech za Q1 17 na úrovni 0,7 % q/q anualizovaně přinesl zklamání.** Později však byl revidován na 1,2 % q/q anualizovaně. V Q2 17 pak ekonomika přidala 2,6 % q/q anualizovaně. K růstu přispěla především spotřeba domácností, která zřejmě zůstane hlavním tahounem americké ekonomiky i do budoucna. Více by letos měly přispět i firemní investice, které by se měly vrátit do energetického sektoru. Podle ekonomů SG letos stoupne americké HDP o 2,1 % po loňských 1,6 %. Podobným tempem by ekonomika měla růst i v roce 2018. Tyto odhady jsou však založeny na předpokladu, že se Donaldu Trumpovi podaří prosadit daňovou reformu. Její schválení by mělo pomoci americké ekonomice prodloužit fázi hospodářského růstu o jeden rok, tedy do poloviny roku 2019. Současná expanze by tak byla nejdelší v celé historii USA (její začátek spadá do poloviny roku 2009).

#### Spojené státy: růst HDP táhne spotřeba domácností



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

Nejednotnost Republikánské strany a slabá pozice Trumpa ohrožuje prosazení reform.

**Hlavní riziko směrem dolů pro náš odhad HDP představuje neschválení daňové reformy.** Neúspěch se zrušením zákona o zdravotní péči (Obamacare) ukázal na nejednotnost i uvnitř Republikánské strany. Vyjednávací pozice prezidenta Trumpa je tedy oslabená. Na druhou stranu ohledně snižování daní fyzických osob a o jejich reformě panuje mezi republikány shoda. Reforma korporátních daní je však kontroverzní.

Inflace zpomalila a znepokojuje Fed.

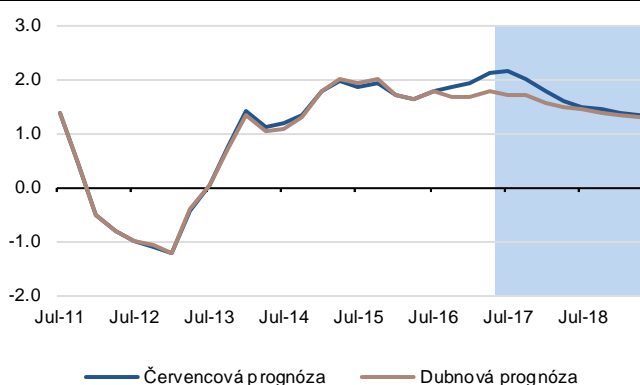
**Americká centrální banka přistoupila v červnu ke zvýšení úrokových sazeb o 25 bb na 1,0-1,25 %.** Další očekávané zvýšení sazeb však ekonomové SG posunuli z letošního září až na prosinec. Hlavním důvodem je poslední inflační vývoj, ale i to, že Fed nebude chtít sazby zvyšovat před projednáváním federálního rozpočtu a navyšováním dluhového limitu. Federální rozpočet by měl být schválený do 1. října. Inflace ve Spojených státech dosáhla svého vrcholu letos v únoru (na úrovni 2,7 % y/y) a od té doby její tempo zpomaluje. Problémem je především jádrová inflace. Ta se ještě v lednu nacházela na úrovni 2,3 %, v červnu to však bylo již pouze 1,7 %. Nejedná se navíc o jednorázový výkyv či pokles koncentrovaný do několika málo kategorií. Zpomalení cenového růstu se v červnu týkalo 38 z 62 sledovaných položek. I přes nižší dynamiku jádrových cen však Fed věří, že 2% inflačního cíle (u jádrového deflátoru osobní spotřeby) bude ve střednědobém horizontu dosaženo. To se však naposledy podařilo v období let 2004-2008. Od té doby se jádrový PCE deflátor nacházel pod 2% cílem. Fed si tedy pravděpodobně bude chtít počkat na další inflační data, aby se ujistil, že inflace skutečně směřuje ke svému cíli. Příští rok očekáváme, že Fed zvýší sazby celkem třikrát. V roce 2019 pak už jenom jednou.

## Eurozóna: omezování nákupů aktiv ECB oznámí v září

Mzdový růst v EMU bude v letošním roce ještě umírněný.

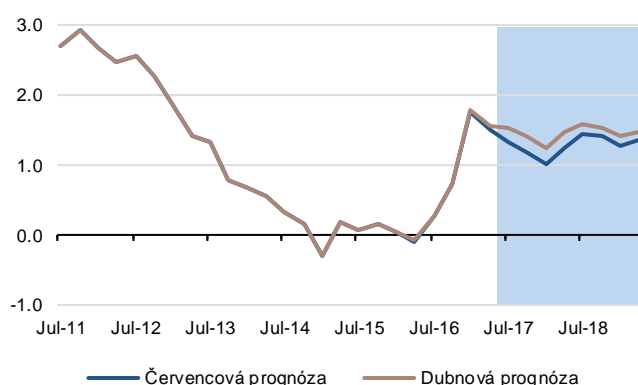
**Odhad růstu HDP eurozóny pro letošní rok zvýšili ekonomové SG z původních 1,9 % na 2,1 %.** Hlavním důvodem byla revize údajů za Q3 16 – Q1 17, ale i lepší než očekávaná výkonnost německé ekonomiky v Q1 17. Růst HDP v eurozóně zůstává tažen domácí poptávkou. Nezaměstnanost se postupně snižuje, což by mělo vést k vyšší spotřebě domácností a k postupnému snížení míry úspor. V letošním roce by nezaměstnanost měla poklesnout o dalších 0,8 pb a za celý letošní rok dosáhnout v průměru 9,2 %. Mzdový růst bude v letošním roce ještě umírněný. V prosinci však v Německu končí několik významných mzdových ujednání v oblasti průmyslu a v únoru 2018 dohody s odbory ve veřejném sektoru, což by mohlo vést k výraznému zvýšení mezd v roce 2018. Podstatným zdrojem růstu HDP zůstanou v eurozóně i investice, které by, stejně jako v loňském roce, měly do celkového růstu přispět 0,5 pb. Příspěvek čistých exportů bude letos záporný (-0,6 pb).

Růst HDP v eurozóně byl revidován směrem nahoru (%)



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

Inflace v eurozóně bude slabší (%)



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

ECB vidí rizika jako vyrovnaná, inflační vývoj ji znepokojuje.

**V červnu Evropská centrální banka poprvé od srpna 2011 vyhodnotila rizika spojená se svojí prognózou jako vyrovnaná.** Zároveň již ve svém komuniké nezmínila možnost dalšího snížení sazeb. Revidovala také svůj inflační výhled směrem dolů. Celková inflace by podle nové prognózy ECB měla dosáhnout 1,5 % v roce 2017, 1,3 % v roce 2018 a 1,6 % v roce 2019. Ve vyjádření prezidenta Maria Draghiho po červencovém zasedání ECB bylo nad

inflačním výhledem patrné znepokojení. Podle ekonomů SG by inflace měla v letošním roce dosáhnout 1,6 %, v letech 2018-2021 by měla činit 1,5 %.

Program nákupů aktiv skončí v březnu 2019.

**Další osud programu kvantitativního uvolňování (QE) bude podle slov Maria Draghiho diskutován na podzim. Ekonomové SG očekávají, že ECB v září oznámí rozhodnutí prodloužit program QE o šest měsíců (do června 2018) a zároveň snížit jeho objem na 40 mld. EUR měsíčně (s platností od ledna 2018).** V březnu prodlouží program o další tři měsíce (do září 2018), nakupovat bude však už jen 30 mld. EUR měsíčně. V červnu 2018 zredukuje ECB podle ekonomů SG program na 20 mld. EUR a v tomto objemu bude dluhopisy nakupovat od září 2018 do konce roku 2018. V září 2018 pak oznámí snížení nákupů na 10 mld. EUR s tím, že celý program bude ukončen v březnu 2019. Důvodem, proč očekáváme postupné omezování nákupů aktiv, je solidní ekonomický růst, který by se měl nakonec projevit i v růstu mezd a přelít se do vyšší inflace. Ke zvýšení úrokových sazeb přistoupí podle našeho názoru ECB v březnu 2019 a poté v červnu 2019. Zbaví se tak negativní depozitní sazby, zatímco repo sazba stoupne na 0,25 %. Kurz eura vůči dolaru by se tak díky politice ECB měl na konci letošního roku pohybovat na úrovni 1,18 USD/EUR. V roce 2018 by se společná evropská měna měla obchodovat v průměru za 1,16 USD/EUR.

## Německo: rok 2018 slibuje výrazný růst mezd

Německá ekonomika poroste rychleji.

**Růst německé ekonomiky byl pro letošní rok revidován směrem nahoru.** Po kalendářním očištění by měl dosáhnout 2,0 %, což je nejvyšší tempo od roku 2011. Hlavním zdrojem růstu zůstane domácí poptávka. Míra nezaměstnanosti je na nejnižší úrovni od dob sjednocení Německa (5,7 %) a drží se výrazně pod mírou nezaměstnanosti nezrychlující inflaci (NAIRU). To vytváří tlak na růst mezd a zvyšuje ochotu domácností utracet. Mzdový růst však vzhledem k ujednáním mezi odbory a zaměstnavateli zatím zůstává umírněný. Díky vypršení mzdových dohod na konci letošního roku a na počátku roku příštího, by se však tato situace měla změnit a růst mezd by měl od roku 2018 výrazně zrychlit.

Popularita německé CDU stoupá.

**Na podzim (24. září) čekají Německo volby.** Poslední volební průzkumy naznačují, že popularita CDU stoupá, zatímco SPD ztrácí. To by mohlo vést k vytvoření nové koalice mezi CDU, Zelenými a FDP. Mezi hlavní úkoly nové vlády bude patřit začlenění imigrantů do pracovního procesu, reforma trhu práce a také opatření, která by zvýšila konkurenceschopnost a produktivitu v oblasti služeb a energetického sektoru.

## Středoevropský region: ke slovu se opět vrátí investice

Růst táhne domácí poptávka.

**Zemím středoevropského regionu se v první polovině letošního roku dařilo.** Růst HDP v Q1 17 ve všech zemích předčil očekávání, když v České republice dosáhl 3,0 % y/y, na Slovensku 3,1 % y/y, v Maďarsku 3,8 % a v Polsku 4,2 %. Společným jmenovatelem růstu HDP byla spotřeba domácností. Ta je podporována nezaměstnaností na historicky nízkých úrovních a také rychlým růstem mezd. Ten by měl v H2 17 a v příštím roce ještě zesílit. V ostatních složkách byl vývoj HDP v jednotlivých zemích regionu diferencovaný. Ke slovu se začínají opatrně vracet i investice, a to především v Maďarsku. V ostatních zemích je náběh čerpání peněz z fondů EU a tím i investic zatím pouze pomalý, postupně by se však měl rozvíjet. Vyhledy pro země regionu tedy zůstávají příznivé. Růst HDP by v letošním roce měl v Česku dosáhnout 3,7 %, na Slovensku 3,1 %, v Maďarsku 3,4 % a v Polsku 3,8 %. V roce 2018 by to mělo být 3,1 % v České republice, 3,0 % na Slovensku, 3,1 % v Maďarsku a 4,0 % v Polsku.

Cenový růst v regionu zpomalil.

**Politika centrálních bank v regionu se liší v závislosti na inflačním vývoji.** Zatímco v České republice se inflace již bezpečně drží nad 2% cílem a centrální banka se chystá sazby



# Makroekonomická prognóza ČR



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

## Hlavní změny

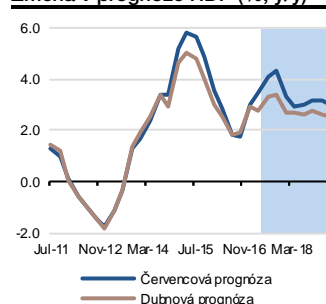
### HDP:

Revidovali jsme svůj celoroční výhled pro růst HDP v roce 2017 na 3,7 % (pův. 2,7%) díky silnější zahraniční i domácí poptávce. Pro rok 2018 očekáváme zpomalení na 3,1 % (pův. 2,7 %).

### Inflace:

Svůj inflační výhled pro letošní rok jsme ponechali na 2,3 %. Mírnou revizi na 2,2 % (pův. 2,3 %) jsme provedli pro rok 2018. Stojí za ní slabší inflační tlaky ze zahraničí.

## Změna v prognóze HDP (% , y/y)



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

## Změna v prognóze inflace (% , y/y)

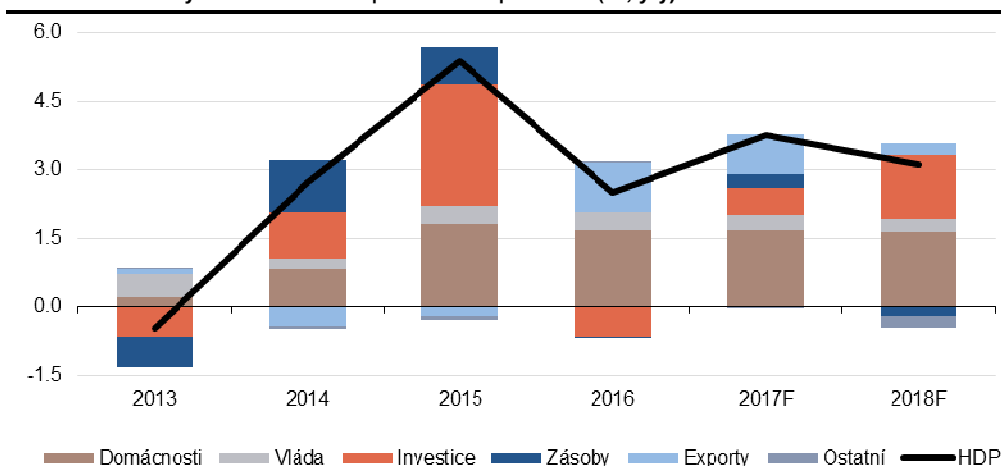


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Česká ekonomika na vlně globálního oživení

Světový obchod zrychlil a česká ekonomika z toho výrazně profituje. Posílení německé ekonomiky ze začátku letošního roku nepolevilo a zvýšilo zahraniční poptávku po českém zboží. I domácí poptávka je slušná. Vstup české ekonomiky do fáze pokročilé expanze je doprovázen velmi nízkou nezaměstnaností a rapidním růstem mezd. Vidíme tak mnoho znamení, že domácí hospodářský růst bude letos velmi silný. Podrobili jsme tak svůj výhled pro HDP výrazné revizi směrem nahoru. Zahraniční prostředí sice podporuje růst ekonomiky, ale nenabízí inflační tlaky. Slabší dovoz inflace ze zahraničí vyrovnává rostoucí tlaky z domácí ekonomiky podporované zejména mzdovým růstem. Náš inflační výhled tak zůstal takřka beze změny.

Růst tento rok zrychlí a slušné tempo si udrží i příští rok (% , y/y)



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

ČSÚ potvrdil, že si česká ekonomika vedla v letošním prvním čtvrtletí opravdu dobře, když revidoval růst HDP z původních 1,3 % q/q na 1,5 %. A to nebyla jediná změna, kterou ČSÚ udělal. Statisticy výrazně upravili celou časovou řadu od roku 2014. Podle jejich nových výpočtů česká ekonomika v roce 2015 přidala 5,4 % (pův. 4,6 %) a vloni rostla o 2,5 % (pův. 2,3 %). Revize šla na vrub hlavně vyšší spotřebě domácností a také silnější investiční aktivitě. Tyto úpravy změnily náš pohled na českou ekonomiku. Mezera výstupu se dostává mnohem dále do kladného teritoria a naznačuje tak, že se **česká ekonomika dostala do fáze pozdní expanze**. Byli jsme také nuceni upravit své výpočty rovnovážných proměnných. NAIRU (míra nezaměstnanosti, která je v souladu se stabilní inflací) se posunula níže stejně jako náš odhad rovnovážného kurzu. Tyto změny ovlivňují i náš výhled a jsou jedním z důvodů pro jeho relativně velkou revizi.

**Ve srovnání s naší poslední publikací *Ekonomických výhledů* jsme revidovali svůj růstový výhled pro domácí HDP v letošním roce o 1 pb na 3,7 %. V příštím roce očekáváme mírné zpomalení, ale růst by měl stále zůstat silnější, než jsme předpokládali v dubnu. Očekáváme totiž expanzi o 3,1 %.**

Oživení globálního obchodu se projevilo na zrychlení zahraničního obchodu české ekonomiky.

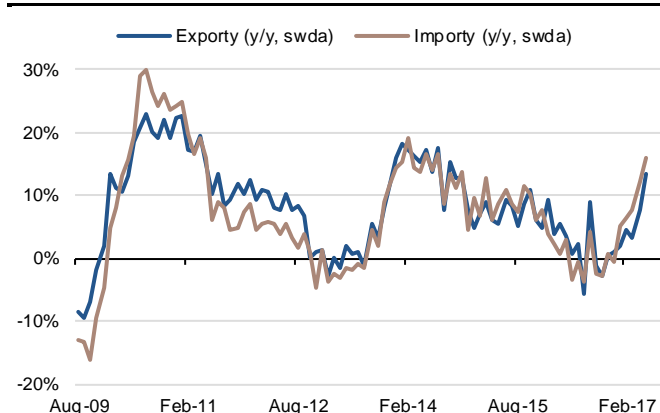
**Současné oživení světového obchodu a zrychlení růstu ekonomiky zemí eurozóny zvýšilo poptávku po domácím zboží.** Dynamika vývozu akcelerovala a v květnu vykazovala dvouciferný meziroční růst. Vyšší poptávka se projevila také ve výsledcích průmyslové produkce, která podle našich výpočtů ještě překonala svůj výborný výsledek z prvního čtvrtletí. Hnací motorem růstu byla produkce aut, ale růst výroby i vývozu nastal v podstatě ve všech kategoriích. Za prvních pět měsíců letošního roku se průmyslová produkce zvýšila o neuvěřitelných 8,6 % (SWDA), což se promítlo do meziroční akcelerace vývozu o 10,6 % (SWDA podle národní metodologie). Domníváme se tak, že vysoký růst ve výši 1,5 % se přelil i do druhého čtvrtletí, kdy ekonomika jako celek podle nás vzrostla o 1,3 % q/q.

#### Průmyslová aktivita v prvních pěti měsících roku vyskočila



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

#### Oživení světového obchodu podporuje český zahraniční obchod

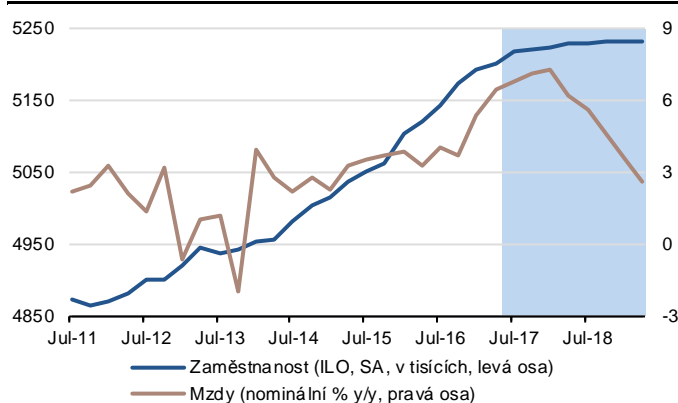


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zdroj růstu se přesouvá od zvyšování zaměstnanosti ke zlepšování produktivity.

Vpředhledící indikátory jak z domácí ekonomiky, tak ze zahraničí naznačují, že ekonomická aktivita by měla v následujících měsících mírně zpomalit, i když růst zůstane stále slušný. Domníváme se tedy, že **postupný růst domácí i zahraniční poptávky udrží exporty i průmyslovou produkci na růstové trajektorii.**

#### Růst zaměstnanosti zvolní, zatímco mzdový růst zrychluje



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

#### Box 1: Rozdělení HDP mezi práci a kapitál

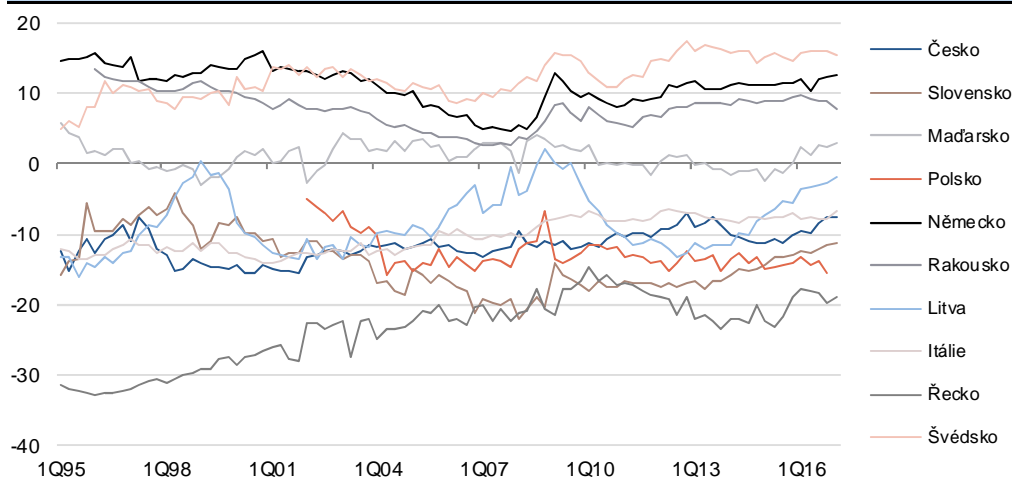
Současný ekonomický boom vyznačující se historicky nejnižší mírou nezaměstnanosti a také nejvyšší zaměstnaností spolu s blížícími se volbami v České republice vyprovokoval diskuzi o tom, jestli je podíl práce na rozdělování HDP dostatečný. Podobná diskuze je ovšem přítomna také na globální úrovni. Nejvýznamnějším příspěvkem k této diskuzi je kapitola 3 posledního World economic outlook<sup>1</sup> od MMF. Ve srovnání s tímto globálním pohledem se

<sup>1</sup> <http://www.imf.org/~media/Files/Publications/WEO/2017/April/pdf/c3.ashx>

náš příspěvek zaměřuje spíše na statickou analýzu srovnání evropských zemí a podílu odměn zaměstnanců na HDP. Prezентujeme spíše diskuzi možných důvodů stojících za rozdíly mezi zeměmi než nějakou sofistikovanou analýzu, která by podchycovala celou paletu evropských případů. Rovnou na začátku musíme přiznat, že jsme nebyli schopni najít nějaké průkazné schéma vysvětlující kořeny rozdílů mezi státy.

Ve srovnání s globální analýzou MMF se primárně nezaměřujeme na vývoj v čase, protože data u většiny zemí jsou hodně stabilní. V Česku podíl práce na HDP (mírně nad 40 %) zaostává za podílem, který zinkasuje kapitál asi o 10 pb. Podobné rozdíly můžeme vidět v Polsku i na Slovensku. Maďarsko je jedinou výjimkou v regionu, kde práce a kapitál získává podobně (více než 40 %) z přidané hodnoty. Tedy tou vysvětlující proměnou nemůže být sdílený příběh reformujících se ekonomik. Navíc to není ani flexibilitou nabídky práce, která je ovšem v Polsku mnohem vyšší než v případě České republiky či Slovenska. Navíc i samotný příspěvek práce do růstu HDP v Česku je hodně stabilní.

Rozdíl podílu práce a kapitálu na HDP<sup>2</sup> (pb)



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Různá struktura ekonomiky je dalším možným vysvětlením. Nicméně tady najdeme ještě výraznější protipříklad, kterým je Německo. To sice nemá tak velký zpracovatelský průmysl jako země ve střední Evropě, ale i tak je větší než v jiných státech EU. I přesto je podíl práce na HDP vyšší než podíl kapitálu. Důvody tedy můžeme hledat u vysoké účasti pracovníků v odborech, která by mohla být vysvětlením pro silnější vyjednávací pozici pracovníků při jednání o mzdách. Nicméně to ale není v souladu s realitou dalších silně odborově organizovaných zemí Itálie a Řecka, které určitě nevykazují pozitivní rozdíl mezi podílem práce na kapitálu na HDP.

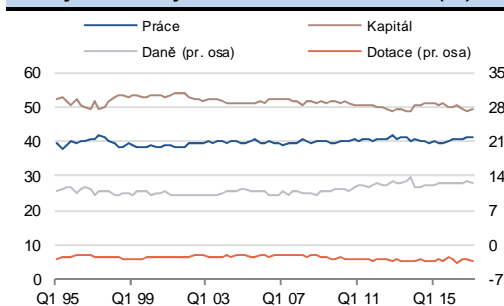
Předchozí diskuse tedy naznačuje, že možným vysvětlením rozdílů mezi zeměmi může být produktivita práce. Překvapivě ani ta nám v krátkodobém horizontu (délka našeho časového rozpětí) neposkytuje dostatečné vysvětlení. Zvýšení produktivity práce sice pomůže zvýšit podíl odměny práce z vytvořeného HDP, ale jen velmi nepatrně vzhledem k tomu, že se ani značné navýšení produktivity neodrazilo ve výrazném dopadu na zvýšení podílu na HDP.

<sup>2</sup> Abychom udrželi graf přehledný, tak prezentujeme vždy pouze jednoho zástupce s nejnižším rozdílem podílu práce a kapitálu na HDP z každé skupiny zemí, tj. Litva pro pobaltské státy, Itálie pro jižní Evropu a Švédsko pro Skandinávii.

Stejně jako slabý růst produktivity práce v původních členských státech EU negativně neovlivňuje rozdíly podílu na úkor práce.

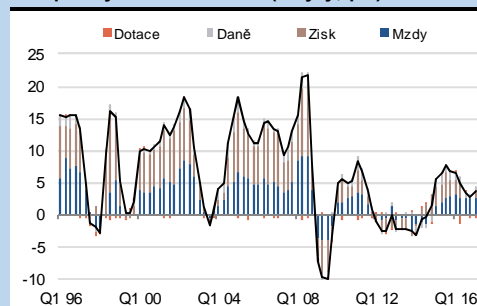
Jedním z výrazných rysů rozvoje rozdílů mezi podílem práce a kapitálem v České republice je jeho stabilita. Tato vlastnost je s výjimkou Slovenska společná s ostatními zeměmi střední Evropy. Pokud se totiž podíváme na pobaltské země, tak ty vykazují mnohem větší flexibilitu, pokud jde o výdělků práce. Výdělků (vyjádřené rozdílem podílu práce a kapitálu) pracovní síly v 90. letech a počátkem nového tisíciletí rostly a vyvrcholily před finanční krizí, po níž následovalo v těchto zemích silné vnitřní přizpůsobení mzdového vývoje, aby byla obnovena konkurenceschopnost ekonomik. Jediný možný přizpůsobovací kanál pobaltských zemí, protože tenkrát ještě prováděly měnovou politiku pomocí fixního kurzu, který nechtěly opustit. Nicméně s pobaltskými státy není žádná podobnost, ani, co se týče úrovně podílu práce.

Podíly odměn výrobního faktoru na HDP (%)



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Příspěvky do růstu HDP (% y/y, pb)



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pro vysvětlení těchto rozdílů bychom proto potřebovali najít vysvětlení ve struktuře ekonomiky nebo dokonce mimo ekonomickou oblast. O jako prvním lze uvažovat o vzdělávacím systému, který je schopen pozitivně ovlivnit produktivitu. Někteří odborníci ovšem současně poukazují na to, že autoritářský styl českého školství může podkopat ochotu jednotlivců hájit své zájmy. Důsledky tohoto mohou pak být viditelné v procesu vyjednávání o mzdách. Nicméně otázka, která v české debatě přetrvává, je, jestli je nízký podíl práce na HDP řešitelný v rámci politiky a pokud ano, jak rychle lze vidět výsledky změny takové politiky?

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

Mnoho českých průmyslníků se snaží zvyšovat svou přidanou hodnotu i produktivitu ve výrobě. Dobrým příkladem je největší český výrobce aut Škoda, který nedávno představil dva nové SUV modely. **Zvyšování produktivity je jediná cesta k tomu, aby čeští výrobci byli schopni vyhovět rostoucí poptávce.** Ekonomika naráží na své na hranice své kapacity. Nabídka práce rychle vysychá a růst zaměstnanosti se podle nás v nadcházejících čtvrtletích v podstatě zastaví. **Zvyšování produkce tak bude muset jít cestou zvyšování intenzity výroby (skrze produktivitu) spíše než rozšiřováním výroby (zvyšováním počtu zaměstnanců).** Tato změna se promítne do mnoha sektorů v ekonomice a hraje velmi důležitou roli v našem výhledu.

#### Box 2: Boj o zaměstnance začíná, automobilový průmysl zvyšuje mzdy

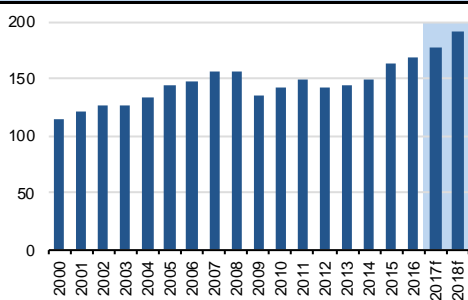
Rostoucí poptávka po automobilech v Evropě vyvolá u firem v automobilovém průmyslu v druhé polovině roku poptávku po dalších pracovnících, jejichž počet by na konci letošního roku v celém odvětví mohl vzrůst o 7 % a v roce 2018 o další 6 %.

Na konci března 2017 bylo v odvětví výroby motorových vozidel zaměstnáno přibližně 173 tisíc lidí, což oproti konci předchozího roku znamená nárůst o 3 100 pracovníků a 4,8% nárůst oproti stejnému období minulého roku. **Podíl automobilového sektoru na ekonomicky aktivním obyvatelstvu České republiky dosáhl nového maxima 3,2 %.** Na základě našich analýz, které potvrzují tisková vyjádření představitelů významných společností z automobilového sektoru, odhadujeme, že firmy v **automobilovém průmyslu mohou v tomto roce zaměstnat celkem 182 tisíc osob a v příštím roce by se celkový počet osob zaměstnaných v tomto odvětví mohl pohybovat na hranici 192 tisíc.** Z celkového počtu pracovníků v automobilovém sektoru zaměstnávají tuzemské automobilky přibližně 36,5 tisíc osob, zbylých 79 % pracovníků je zaměstnáno u dodavatelů komponent, náhradních dílů a součástí.

Rozvoj českého automobilového průmyslu brzdí nedostatek volné pracovní síly, který se projevuje nejen na domácím trhu, ale v celém regionu východní Evropy. Nedostatek lidí lze zdůvodnit několika faktory. Mezi hlavní řadíme **klesající zájem studentů o technické obory, neochotu lidí pracovat ve výrobě a nepružnou legislativu při najímání pracovníků ze zahraničí.** Klíčem pro získání nových zaměstnanců se tak stává vyšší mzda a široká paleta benefitů. Na základě našich odhadů odvozujeme, že za současné situace na trhu práce se **v letošním roce průměrná hrubá mzda v automobilovém sektoru meziročně zvýší o 7 % a v roce 2018 o dalších 6-7 %.** Tento nárůst bude tažen zejména dominantními firmami v automobilovém sektoru.

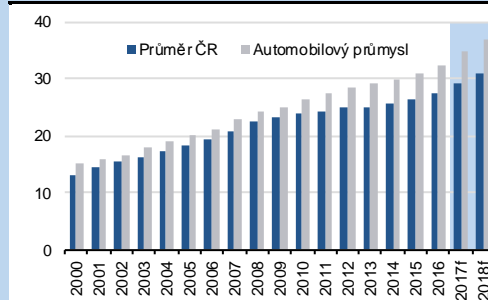
Odvětví výroby motorových vozidel je dostatečně ekonomicky silné na to, aby automobilky a významní dodavatelé komponent pro vykrytí nedostatku pracovní síly nabídli novým zaměstnancům vyšší mzdy a výhodné benefity. **V dnešní době, kdy je na trhu rekordně nízká nabídka práce, to znamená přetahování zaměstnanců nejen mezi firmami v automobilovém průmyslu ale i na úkor firem z jiných sektorů národního hospodářství. V případě pokračujícího nedostatku pracovní síly může přesun zaměstnanců do automobilového průmyslu vyvolat nouzi o pracovníky v méně výdělečných odvětvích, včetně veřejného sektoru.**

Zaměstnanci v autoprůmyslu (v tis.)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Průměrná hrubá mzda (v tis. Kč)



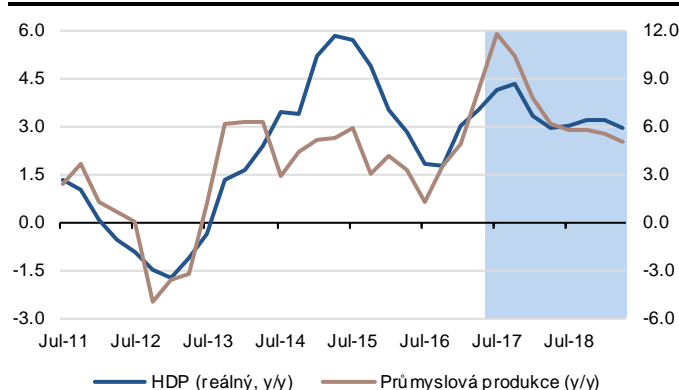
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**David Smutný**  
+420 222 008 509  
david\_smutny@kb.cz

Očekáváme, že zahraniční poptávka v následujících měsících oslabí a s ní zpomalí i růst domácí ekonomické aktivity. I tak ale vzhledem k dobrému výsledku z první poloviny roku **průmysl vykáže za celý letošní rok růst o 8,8 %**. **Příští rok očekáváme jeho zpomalení na 6,4 %** kvůli slabšímu růstu zahraniční poptávky, která se vrátí k dlouhodobě udržitelným růstovým tempům.

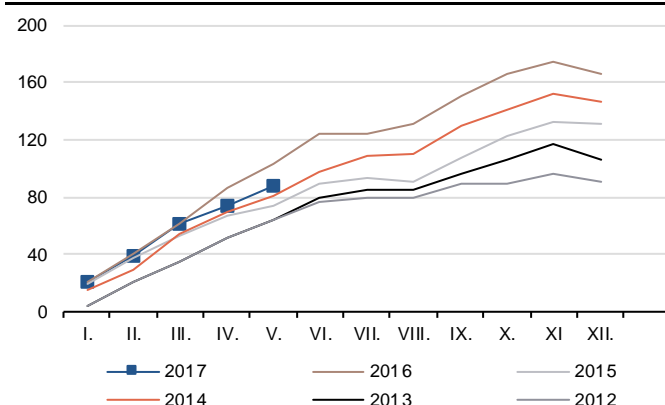
**Zahraniční obchod by měl zintenzivnit.** Vývozy podporuje růst zahraniční poptávky. Exportéři si budou muset poradit s posilující korunou. Nicméně podle našeho odhadu je velká část jejich eurové expozice pro letošní rok a i část pro příští rok zajištěna. **Vzhledem k síle zahraniční poptávky se domníváme, že exportéři nebudou posilující korunou výrazně zasaženi.** Dovozy budou nafukovány silící domácí poptávkou. Tento rok to bude zejména dovoz spotřebních statků, zatímco příští rok očekáváme zvýšení dovozu investičního materiálu. Růst cen komodit se v posledních dvou čtvrtletích v podstatě zastavil, když jsme byli svědky propadu cen ropy na světových trzích a mírného poklesu cen kovů. Analytici SG se domnívají, že ceny ropy se již odrážejí ode dna a v následujících měsících by se měly odhodlat k pozvolnému růstu. To samé platí pro ceny kovů. Posilující koruna však vymaže velkou část tohoto zdražování a inflace dovozních cen komodit zůstane velmi nízká. Bilance zahraničního obchodu by měla vykazovat nižší přebytek než v loňském roce. Příští rok by se měla znovu vylepšit, ale stále by měla zůstat pod rekordní hodnotou z roku 2016.

Silný růst v průmyslu podpoří zrychlení HDP (%)



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

Zahraniční obchod vykáže o něco nižší růst než v loňském roce (mld. CZK)



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

V metodice ESA2010 by měl veřejný sektor České republiky letos vykazat schodek 0,2 % HDP.

## Fiskální politika: výrazný růst vládních výdajů v roce 2018

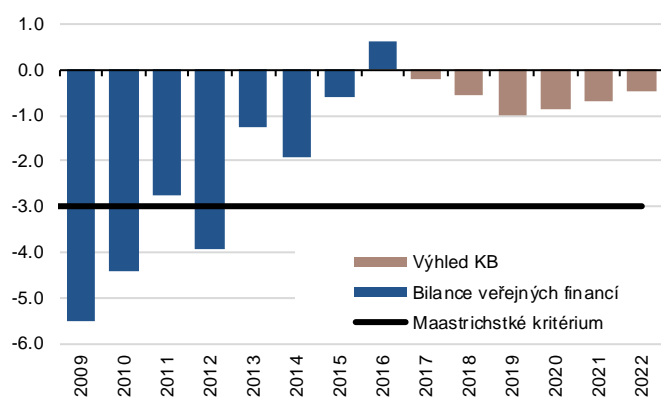
**Bez masivního přílivu peněz z EU fondů, které mimořádně zvýšily loňské příjmy vlády, má letošní státní rozpočet namířeno vykazat schodkové hospodaření.** Stejně jako v minulém vydání *Ekonomických výhledů* očekáváme, že deficit dosáhne na konci roku 45 mld. CZK oproti oficiálnímu plánu 60 mld. CZK. Lepší číslo než je plán by mělo jít na vrub rychlejšímu růstu HDP a spotřebě domácností a dalšímu utahování trhu práce, což v důsledku bude stát za vyššími daňovými příjmy. **V metodice ESA2010 by měl veřejný sektor České republiky letos vykazat schodek 0,2 % HDP.** Deficit centrální vlády by měl zmírnit přebytek hospodaření místních rozpočtů, kterým se letos daří díky nárůstu příjmů a nízkým výdajům, především na investice.

### Veřejné investice příští rok vzrostou, stejně jako spotřeba vlády

**I v roce 2018 by měla fiskální politika ekonomiku podporovat, a to díky plánovanému růstu výdajů.** Spotřeba vlády vzroste především kvůli výraznému zvýšení platů ve veřejném

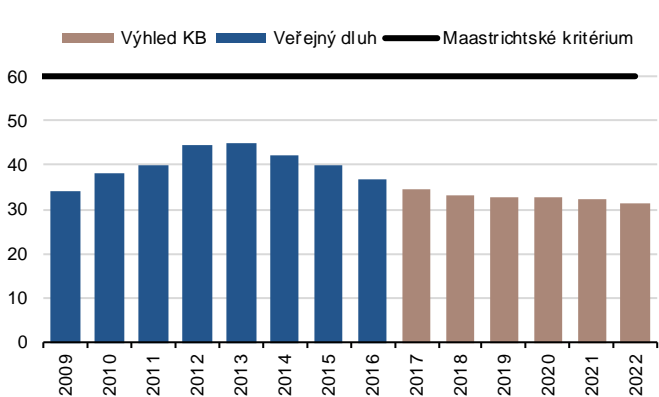
sektoru (viz Box 3), navýšení dávek důchodového pojištění (v průměru +4,2 %) či příspěvků do systému zdravotní péče. Celkové vládní výdaje by měly vzrůst o 2,5 % vůči rozpočtované letošní úrovni, přičemž příjmy jsou očekávány o 3,4 % vyšší. V důsledku by tak schodek rozpočtu měl v příštím roce dosáhnout 50 mld. CZK oproti cíli pro letošní rok ve výši 60 mld. CZK. Tento předběžný návrh rozpočtu byl však založen na staré (dubnové) prognóze Ministerstva financí. Finální návrh rozpočtu bude postaven na aktuální červencové prognóze MF, která přinesla podstatnou revizi směrem nahoru (například růst nominálního HDP v roce 2018 očekává +4,6 % oproti 3,6 % v minulém výhledu). V důsledku by se tak rozpočtové příjmy, stejně jako výdaje (především ty běžné) měly ještě měnit k vyšším hodnotám. K návrhu rozpočtu pro příští rok se tak vrátíme v našich dalších analýzách.

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

Domníváme se, že Českou republiku čeká opětovný nárůst čerpání evropských fondů, a tak i souvisejících výdajů a investic.

**Domníváme se, že Českou republiku čeká opětovný nárůst čerpání evropských fondů, a tak i souvisejících výdajů a investic.** Velká část individuálních operačních programů v programovém období 2014-2020 (např. podpora dopravních staveb, konkurenceschopnosti, životní prostředí) byla schválena v roce 2015, přičemž čerpání z nich začalo ve větší míře až v letošním roce. Důležité je, že část alokovaných prostředků se musí vyčerpat do konce roku 2018 (podle pravidla n+3), jinak tyto peníze mohou propadnout.

Programy schválené v roce 2015 mají celkovou alokaci 3,8 mld. EUR, tedy zhruba 99 mld. CZK. V březnu 2017 zbývalo vyčerpat podle pravidla n+3 celkem 3,2 mld. EUR (84 mld. CZK) do konce roku 2018, jinak by alokace peněz propadla. Veřejné investice spolufinancované z nového programového období začaly mírně růst už v průběhu letoška, ale největší oživení investic díky těmto podmínkám očekáváme až v příštím roce. **Podle našich odhadů by měly veřejné investice vzrůst v příštím roce o podstatných 30 mld. CZK (nad rámec autonomního růstu), když bude Česko spěchat s využitím co největšího množství přidělených evropských peněz.** Vyšší investice zároveň představují riziko ve směru hlubšího deficitu státního rozpočtu v příštím roce (a zvýšení výpůjčních potřeb), pokud platby z EU budou mít zpoždění.

Dynamika veřejných financí

	2017f	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f
Bilance veřejných financí (% HDP)	-0,2	-0,6	-1,0	-0,9	-0,7	-0,5
Fiskální úsilí (pb HDP)	-0,9	-0,6	-	-	-	-
Veřejný dluh (mld. CZK)	1,735	1,765	1,820	1,870	1,910	1,940
Poměr dluhu k HDP (%)	34,5	33,2	32,7	33,0	32,4	31,4

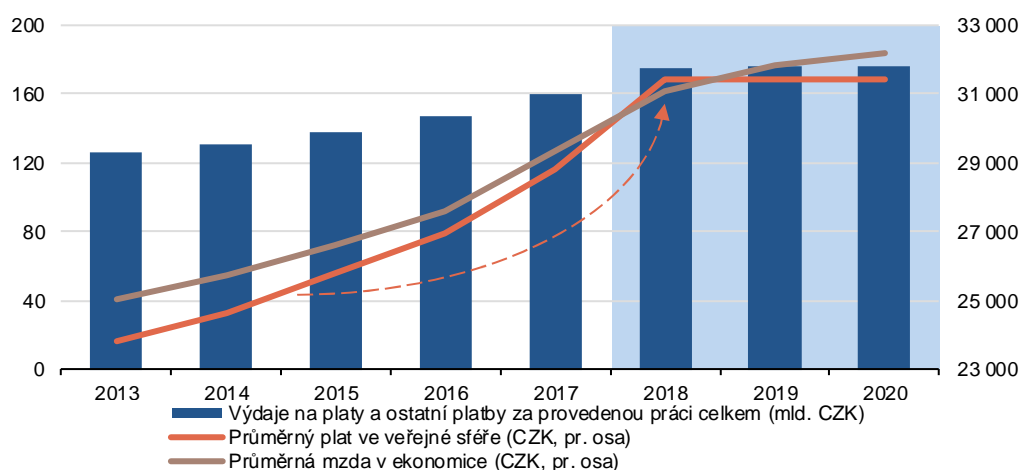
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ministerstvo financí, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Box 3: Politický cyklus zrychluje zvyšování platů ve veřejném sektoru

Jednou z priorit současné středolevé vlády je zvyšování platů ve veřejném sektoru a ani návrh rozpočtu pro příští rok není z tohoto pohledu výjimkou. Plány pro rok 2018 navíc ovlivňuje typický politický cyklus před blížícími se říjnovými volbami. Podle návrhu rozpočtu by měl celkový objem výdajů na platy (a ostatní související výdaje) vzrůst v příštím roce na 175,5 mld. CZK, což by znamenalo meziroční zvýšení o podstatných 16 mld. CZK (10 %; v roce 2013 byly tyto výdaje rozpočtovány na 126,7 mld. CZK). Počet pozic ve veřejné sféře by se měl podle návrhu zvýšit o téměř 5 tis. na 444,6 tis. Průměrný měsíční plat ve veřejné sféře by měl v důsledku vzrůst o 9 % na 31 411 CZK a výrazně překročit průměrnou mzdu v celé ekonomice. Podle předběžných plánů by si měli v příštím roce nejvíce polepšit úředníci a učitelé (růst tarifů o 10 %).

Tato čísla mohou být v realitě mírně odlišná. Návrh rozpočtu obsahuje pouze celkové množství pozic ve veřejném sektoru, ne skutečný počet zaměstnanců. Naopak výdaje pravděpodobně zahrnují i některé platby za dohodu o práci, což není zahrnuto v celkovém počtu pozic – tento faktor ale zřejmě hraje vedlejší roli. V důsledku tak bude efektivní průměrný plat ve veřejné sféře ještě mírně vyšší, než jak ukazuje rozpočtový plán výše.

**Veřejné výdaje na platy v příštím roce masivně vzrostou (výhled v modrém poli grafu)**



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

Navrhovaná dynamika výdajů za odvedenou práci by se projevila v celkovém zvýšení platů ve veřejné sféře mezi roky 2013 (poslední rok recese) a rokem 2018 o masivních 32 %. Takový růst byl možný především díky ekonomické expanzi, a tak i vyššímu inkasu daní (DPH, daní z příjmů). Průměrná mzda v celé české ekonomice (soukromá i veřejná sféra dohromady) přitom mezi lety 2013 a 2018 poroste podle našich odhadů pouze o 24 %.

Zajímavostí je, že výhled pro státní rozpočty let 2019 a 2020 nepředpokládá žádný růst výdajů na odvedenou práci, a tak ani průměrných platů. Kvůli extrémně napjaté situaci na trhu práce, která vyústí podle našich odhadů v pokračující růst průměrných mezd v celé ekonomice (viz Box 5), se tento vládní návrh zdá nereálný. Stát tedy pravděpodobně bude muset výdaje na platy dále zvyšovat. Zdroje může najít díky pokračující ekonomické expanzi, či v případě nedostatečných autonomních příjmů najít příjmy nové, případně změnit strukturu výdajové strany rozpočtu.

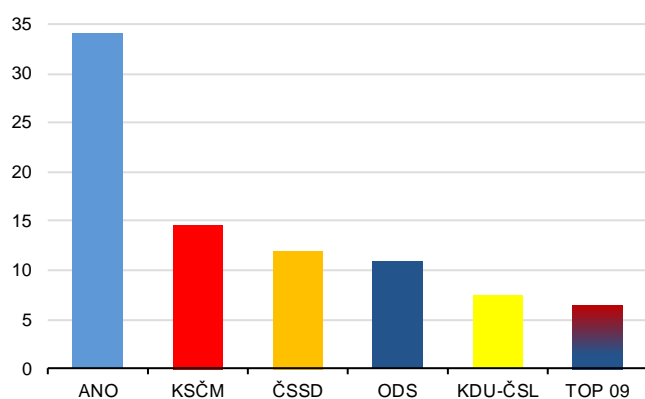
## Říjnové volby zřejmě hospodářskou politiku výrazně nezmění

**Volby do Poslanecké sněmovny konané 20. a 21. října se blíží. V průzkumech nadále vede hnutí ANO, přičemž ČSSD je podle nich až na třetím místě. Hnutí ANO by za takového výsledku mohlo sestavit vládu pouze s jedním koaličním partnerem.**

Hnutí ANO na svém webu zatím nezveřejnilo plnohodnotný volební program. Předseda hnutí Andrej Babiš nicméně představil některé základní priority ANO na červnové tiskové konferenci. Hnutí by například chtělo přesunout potraviny do druhé snížené sazby DPH, mírně snížit efektivní daňovou sazbu většině zaměstnanců (s nízkými a středními příjmy), ponechat beze změn korporátní daně a nezavést sektorovou daň na banky.

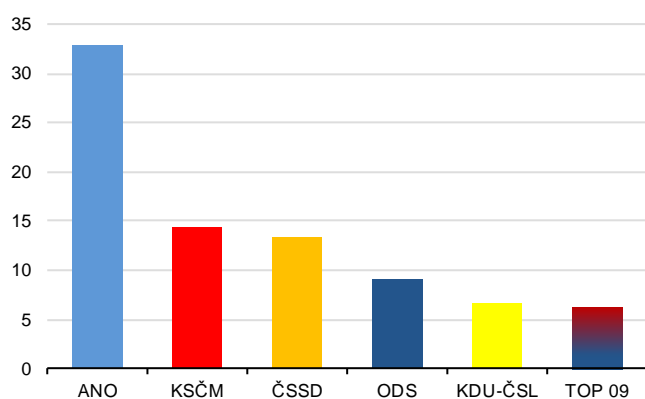
Předpokládáme, že pokud ANO zformuje po říjnových volbách vládu pod svým vedením, hospodářská politika státu se výrazněji nezmění.

Volební model, 26. června 2017 – CVVM (%)



Zdroj: CVVM, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Volební model, 10. července 2017 – STEM (%)



Zdroj: STEM, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Veřejný dluh: očekáváme pokles

Přestože náš výhled předpokládá pro letošek schodek státního rozpočtu ve výši 45 mld. CZK, dluh veřejného sektoru by měl v roce 2017 poklesnout v absolutním i relativním vyjádření. Deficit rozpočtu centrální vlády totiž podle našeho očekávání téměř plně pokryje čerpání likviditní rezervy a pozitivně se promítne i přecenění cizoměnového dluhu díky silnější koruně.

**Dluh centrální vlády tak zůstane letos oproti loňskému roku zřejmě bez změn**, jak ostatně v květnu naznačilo Ministerstvo financí. Přebytek hospodaření místních rozpočtů by se pak měl promítnout do poklesu zadlužení tohoto subsektoru. Celkově by se měl veřejný dluh snížit podle našich odhadů o 20 mld. CZK a jeho podíl na HDP by měl klesnout o 2,3 pb na 34,5 %.

V příštích dvou letech by se měl veřejný dluh k HDP dále zmenšovat díky silnému růstu ekonomiky.

V příštích dvou letech by se měl veřejný dluh k HDP dále zmenšovat díky silnému růstu ekonomiky a zároveň jen mírnému zvyšování absolutní výše dluhu. **Na konci roku 2018 očekáváme ukazatel dluhu k HDP na hodnotě 33,2 % a v roce 2019 na 32,7 %.** Na konci našeho výhledu v roce 2022 by mělo zadlužení veřejného sektoru dosáhnout 31,4 %.

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

Investice a stavebnictví zrychlí  
příští rok.

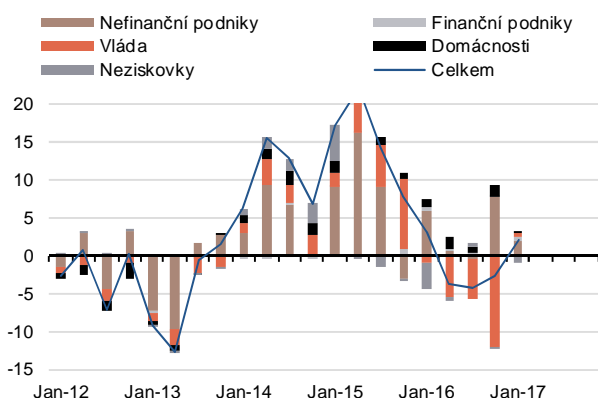
## Investice příští rok vyskočí díky přílivu EU fondů

**Dynamika investic bude znovu výrazně ovlivněna tempem čerpání evropských fondů.**

Nedávná revize národních účtů ukázala, že v roce 2015, kdy Česká republika vyvinula obrovské úsilí, aby dočerpala zbývající peníze z programového období 2007-2013, se tvorba fixního kapitálu zvýšila o 10,4 % a vytvořila polovinu z 5,4% růstu HDP. Stavební produkce se v roce 2015 zvedla o 7,7 %. Tato situace se bude v roce 2018 v menším znovu opakovat. Jak popisujeme v odstavcích věnovaných fiskální politice, část prostředků z programového období 2014-2020 bude muset být vyčerpána již příští rok. Neočekáváme pouze zvýšení veřejných investic, ale přidat by se podle nás měl i privátní sektor, který by měl z některých programů aktivně čerpat.

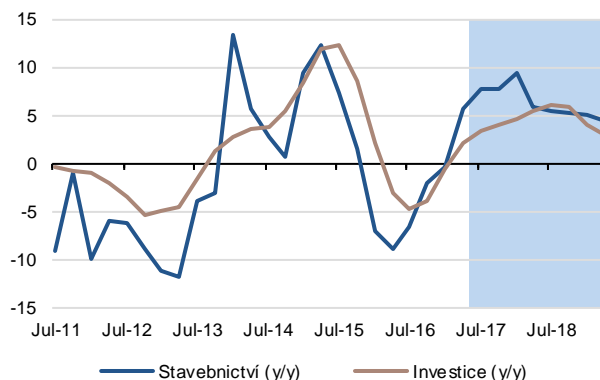
Jak jsme naznačili na začátku této sekce, očekáváme, že růst zaměstnanosti zpomalí. Aby firmy mohly zvýšit svou produkci, budou muset začít zvyšovat svou produktivitu. Očekáváme tedy, že **zesílí investice privátního sektoru do modernizace výroby. Podmínky pro investice zůstávají příznivé.** Úrokové sazby jsou velmi nízké, ale důležitější je, že se ještě zlepšil výhled pro růst poptávky. Expanze v eurozóně je totiž rychlejší, než jsme očekávali. Současná akcelerace mezd by mohla podnikům sloužit jako budíček, že nemohou donekonečna spoléhat na levnou pracovní sílu. I když mzdy ukrojí část prostředků firem, ze kterých by mohly financovat své investice, spolu s akutním nedostatkem pracovní síly by mohly urychlit investiční aktivitu. **Vzhledem k meziročnímu poklesu investic v prvním čtvrtletí očekáváme pouze relativně nízký růstu investic o 2,3 % v letošním roce. Příští rok však již očekáváme akceleraci na 5,5 %.**

Vládní investice se vrací k růstu



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

Stavebnictví bude podpořeno zvýšením investic



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

**Stavební sektor bude těžit z přílivu EU fondů,** protože velká část těchto prostředků bude směřovat do budování infrastruktury. Domníváme se, že přípravy infrastrukturních staveb se nyní urychlí a některé z nich se začnou realizovat ještě tento rok (několik projektů již začalo). Zvýšená poptávka po bydlení bude i nadále podporovat stavební sektor. Výstavba rezidenčního bydlení je ale do velké míry bržděna komplikovanými a neflexibilními pravidly, které developerům nedovolují rychle reagovat na rostoucí poptávku. Infrastrukturní výstavba tak bude zásadní. Po dvou letech slabého růstu by se veřejný sektor měl konečně rozhoupat k investicím. Domníváme se, že **stavebnictví letos přidá 5,2 % a příští rok zrychlí na 6,6 %.**

Mzdy by měly rapidně zrychlit a poskytnout tak výraznou podporu domácí spotřebě.

## Růst mezd udrží dynamiku spotřeby vysoko

Míra nezaměstnanosti se v druhém čtvrtletí podle našeho odhadu znovu trochu snížila, zatímco růst zaměstnanosti zvolňuje. Očekáváme, že **dynamika zaměstnanosti se bude i nadále snižovat s tím, jak se bude ztenčovat nabídka pracovní síly**. Domníváme se, že se vyčerpává potenciál imigrace a i počet důchodců, kteří se vrací do pracovního procesu, se bude dále snižovat. **Míra nezaměstnanosti by se měla letos v průměru dostat na 3,1 % a příští rok klesnout na 2,9 %** (pole metodologie ILO). Růst zaměstnanosti zpomalí na 1,4 % letos a 0,4 % příští rok.

### Box 4: Kam mizí uchazeči z trhu práce?

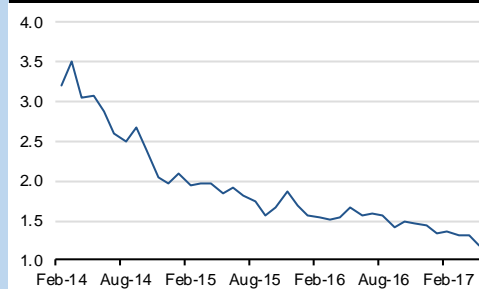
**Počet neumístěných uchazečů na trhu práce** (ti, kteří požádali Úřad práce o zprostředkování vhodného zaměstnání) **od konce roku 2013 nepřetržitě klesá**. Zatímco na počátku roku 2015 jich Úřad práce evidoval více než 500 tisíc, v červnu letošního roku to bylo méně než 300 tisíc. **Důvodů, proč mizí uchazeči z trhu práce, je několik**. Prvním z nich je nalezení nového zaměstnání. Nalézt práci se v letošním roce podařilo každý měsíc v průměru 32 tisícům nezaměstnaných. Podíl uchazečů, kterým se podařilo vrátit do zaměstnání, na celkovém počtu registrovaných nezaměstnaných od roku 2013 roste. V současné době se pohybuje kolem 9 %. To se děje díky tomu, že i navzdory klesajícímu počtu žadatelů o práci se daří do pracovního procesu vracet přibližně stále stejný počet uchazečů. Naopak výrazně klesá počet nových žadatelů o práci připadající na jedno nově ohlášené pracovní místo. Jejich poměr se blíží k 1:1. To vysvětluje rychle klesající podíl nezaměstnaných osob, kdy v zásadě na každého nově zaregistrovaného nezaměstnaného připadá jedno nově nahlášené volné pracovní místo.

Podíl umístěných uchazečů na celkovém počtu uchazečů o zaměstnání (% , SA)



Zdroj: MPSV, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Počet nově ohlášených žadatelů na jedno nově ohlášené volné pracovní místo (% , SA)



Zdroj: MPSV, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

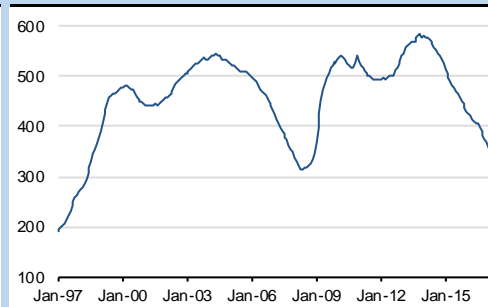
Na dobrou situaci na trhu práce, potažmo v celé ekonomice však lidé hřeší. Vyplývá to z rostoucího podílu uchazečů, kteří byli z evidence Úřadu práce vyřazeni pro nedostatečnou součinnost či porušení podmínek pro vedení v evidenci. Úřady práce mají nyní k dispozici mnohem více pracovních míst, která mohou uchazečům nabízet. Pokud však uchazeč vhodné zaměstnání odmítne, je z evidence vyřazen. I to se pak promítá do klesajícího podílu nezaměstnaných. **Počet uchazečů o práci bude podle našeho odhadu klesat i v letošním roce, avšak výrazně pomalejším tempem, než v minulých letech. Nalézt vhodnou pracovní sílu tak bude pro firmy stále větší oříšek.**

Podíl uchazečů vyřazených z evidence podle § 30 na celkovém počtu uchazečů (% , SA)



Zdroj: MPSV, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Neumístění uchazeči na konci sledovaného měsíce (tis.)



Zdroj: MPSV, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

Jak jsme uvedli výše v tomto textu, pozornost podniků se musí upřít na zvyšování produktivity. Boxy v tomto vydání *Ekonomických výhledů* se zabývají situací na trhu práce. Jejich společným výsledkem je **očekávání rychlého růstu mezd**. Výdaje na platy státních zaměstnanců ve druhém čtvrtletí vzrostly o 2,6 % q/q (SA) a předběžná data z průmyslu ukazují podle našich výpočtů na růst platů v tomto sektoru o 5,6 % q/q. Vidíme tedy mnoho znamení, že odměna za práci se ve druhém čtvrtletí výrazně zvýšila. Naše odhady ukazují na masivní růst o 2,4 % v průměru za celou ekonomiku. To by odpovídalo meziroční dynamice ve výši 6,5 %. I když mezičtvrtletní dynamika pravděpodobně zpomalí ve zbytku letošního roku, **průměrný růst mezd by se měl vyšplhat na 6,4 %**. Jak jsme ukázali v Boxu 3, ve státním sektoru se bude příští rok výrazně přidávat. Soukromý sektor se tomu bude muset přizpůsobit a alespoň části tento růst dorovnat. **Příští rok tak očekáváme růst průměrné mzdy o 5,9 %**.

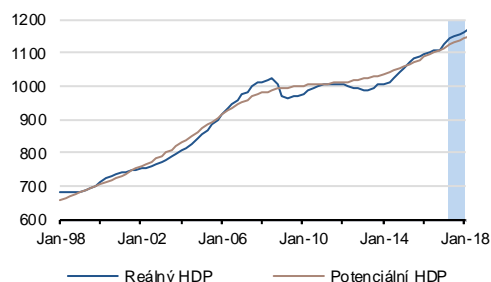
#### Box 5: NAIRU klesá díky zvyšující se produktivitě

NAIRU (z anglického *non-accelerating inflation rate of unemployment*) je zkratka pro míru nezaměstnanosti, která odpovídá stabilní míře inflace. NAIRU je užitečný pomocník při analýze hospodářského cyklu a je tak důležitou proměnnou pro provádění měnové politiky. To je důvod, proč je odhad NAIRU v centru zájmu ekonomů po celém světě. NAIRU je nepozorovaná veličina, která se dá odhadnout pomocí filtru nebo může být odhadnuta pomocí ekonomického modelu. My používáme model, který bere do úvahy dlouhodobé vztahy mezi cenami, mezerou výstupu a mírou nezaměstnanosti. Výsledky z našeho modelu ukazují, že **NAIRU postupně klesá a v současnosti se nachází v těsné blízkosti 4 %**. Zkušenosti z dalších ekonomik ukazují, že klesající NAIRU není výjimkou. Ball a Mankiw (2002) vytvořili přehled literatury, která se vývojem NAIRU zabývá.

Závěry analýzy Ball a Mankiw (2002) ukazují, že **za poklesem NAIRU je pravděpodobně mix několika faktorů**. Některé jsou podle nás relevantní i pro českou ekonomiku. Prvním důvodem může vývoj trhu, na kterém se potkává nabídka práce a poptávka po ní. Zaměstnanci se v éře webových portálů hledajících pracovní sílu a sofistikovaných vyhledávacích algoritmů stali mnohem snadněji zaměnitelní. Nicméně pravděpodobně ještě významnější roli hraje **růst produktivity**. Česká ekonomika postupně konverguje ke standardu eurozóny, což provází zvyšování produktivity. NAIRU si mezitím hledá svou cestu k nižším

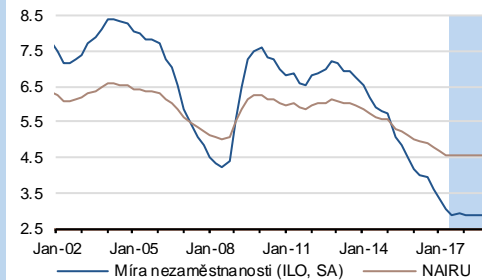
hodnotám. Ball a Mankiw (2002)<sup>3</sup> se domnívají, že tlak na mzdy časově zaostává za růstem produktivity. To je podle nás výrazné zejména po dlouhých recesích, protože lidé mají špatné časy dobře uložené v paměti. Na druhou stranu nějaký čas poté, co produktivita začne klesat, tak zaměstnanci stále žádají zvyšování mezd. Psychologie tedy vyhlazuje skoky v dynamice mezd. Celkově tedy NAIRU rychle klesá na začátku cyklů, kdy lidé ještě nežádají prudké zvyšování mezd a její pokles se zastavuje v průběhu cyklu, kdy se mzdy začínají zvyšovat.

#### Česko prošlo dlouhou recesí



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

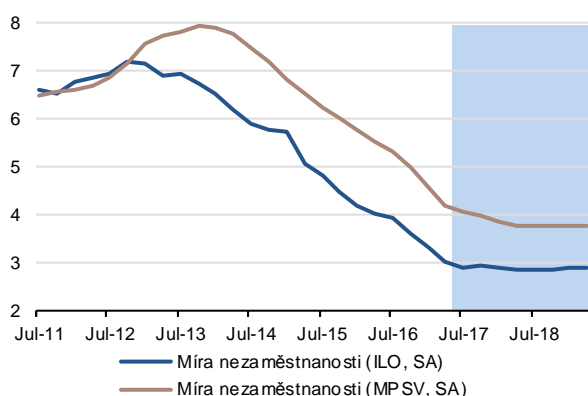
#### NAIRU klesá



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

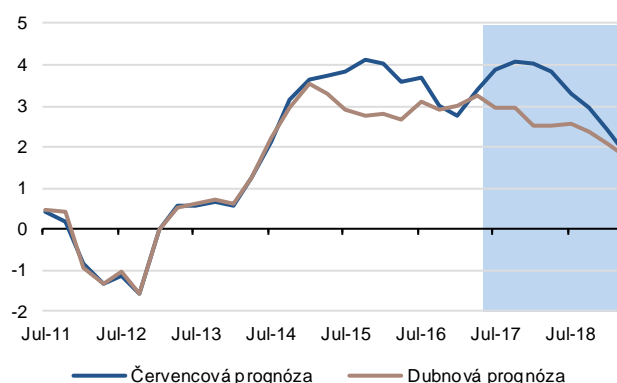
Od roku 2009 do roku 2013 česká ekonomika procházela dlouhou recesí se dvěma dny. V jejím průběhu se růst reálných mezd v podstatě zastavil. Ani první dva roky, kdy ekonomika rostla rychleji, než je její potenciální růst, jsme nezaznamenali výrazný mzdový nárůst. To odpovídá tomu, že se NAIRU snižovala. V minulém roce se však mzdy již začaly hýbat. Vše tedy ukazuje na to, že **Česko v rámci cyklu vstupuje do fáze vysokého mzdového růstu a NAIRU by se měla zploštit. To potvrzuje naši domněnku, že mzdy získávají momentum a můžeme očekávat jejich další akceleraci.**

#### Nezaměstnanost již nemá prostor k poklesu (%)



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

#### Revize časové řady soukromé spotřeby a revize naší prognózy (%)



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

<sup>3</sup> Ball, Laurence, and N. Gregory Mankiw. "The NAIRU in theory and practice." *The Journal of Economic Perspectives* 16.4 (2002): 115-136.

Před nedávnou revizí národních účtů jsme nerozuměli tomu, proč soukromá spotřeba vykazuje tak slabou dynamiku, když nezaměstnanost klesala a mzdy se zvyšovaly. Soukromá spotřeba také zaostávala za maloobchodními tržbami. Revize zveřejněná v červnu ukázala, že soukromá spotřeba byla vyšší, než jak ji statistici původně odhadovali. Současná čísla mnohem více odpovídají ekonomickým podmínkám, a i když současná časová řada stále zaostává za maloobchodními tržbami, už se jim výrazně přiblížila.

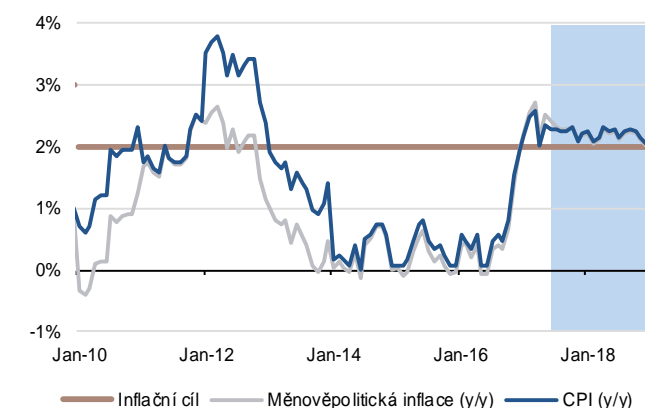
Spotřeba si udrží solidní růstovou dynamiku.

**Spotřebitelská důvěra zůstává relativně vysoká**, přestože v předchozích měsících klesla ze svých historických maxim ze začátku roku. Stále ukazuje, že domácnosti se nebojí utrácet. Domníváme se tedy, že **spotřeba tento rok poroste o 3,5 % a stejnou dynamiku vykáže i příští rok.**

## Inflace: souboj mezi domácími a zahraničními vlivy

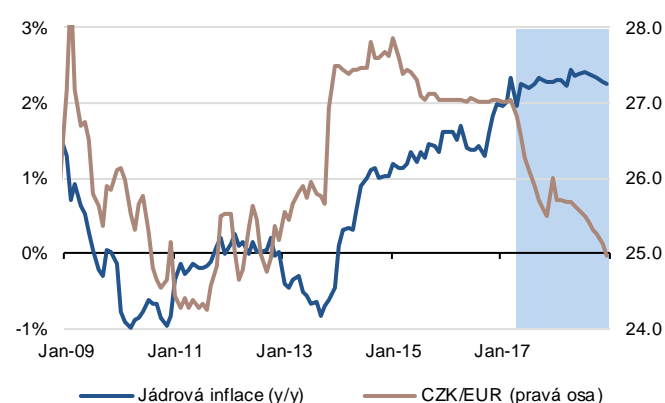
**Domácí inflační tlaky zesilují, když vidíme vyšší růst mezd a silnější domácí spotřebu. Naproti tomu očekáváme slabší inflační tlaky ze zahraničí, když ekonomové SG revidovali směrem dolů svůj výhled pro inflaci v Německu i pro celou eurozónu. I ceny ropy by měly růst pomaleji a očekáváme také rychlejší posilování koruny. Ve výsledku náš výhled pro průměrnou inflaci v letošním roce zůstává beze změny na 2,3 %. V příštím roce cenový růst zvolní a dosáhne 2,2 %.**

Inflace zůstane letos i celý příští rok těsně nad 2% cílem



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

Posilující koruna jádrovou inflaci nezastaví



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

Posilující koruna bude vyvážena domácími inflačními tlaky.

**Od začátku roku jádrová inflace trvale přestřeluje 2% hladinu.** Byla totiž podporována slušným mzdovým růstem a dalším zvýšením zaměstnanosti. Oboje se přeneslo do zvýšení soukromé spotřeby. Zatím se zdá, že apreciacie koruny neměla na jádrové ceny větší vliv. To ale může přijít se zpožděním. **Mzdový růst by měl ve zbytku letošního roku a v roce 2018 zesílit, což vytvoří velké inflační tlaky. I když koruna bude i nadále posilovat, nebude to stačit na snížení jádrové inflace. Ta by v průměru v letošním roce měla dosáhnout 2,3 %. V příštím roce ještě o něco zrychlí, když se vyšplhá na 2,4 %.**

Inflace cen potravin zůstane letos vysoko.

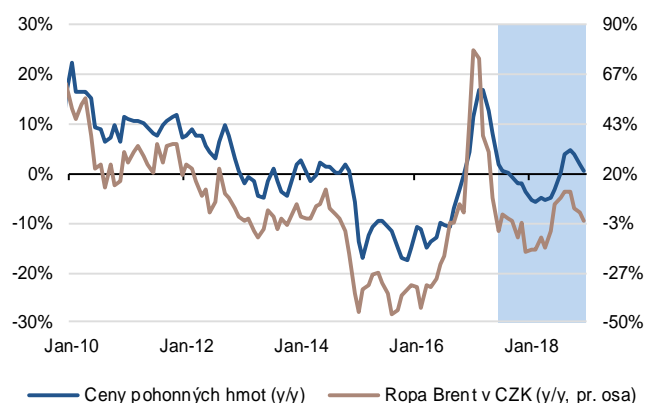
Poté, co **ceny potravin** na začátku roku vyskočily, jsme čekali jejich postupné snižování, když důvody pro jejich růst postupně odezněly. To se ale nestalo a ceny potravin zůstaly nečekaně vysoké. Navíc se zdá, že zvýšení cen mléčných výrobků není pouze dočasné. To je vidět v cenách zemědělských výrobců, které vykazují dvouciferné meziroční růsty. Předběžné odhady ukazují na mnohem horší sklizeň než v loňském roce a ceny potravin tak pravděpodobně zůstanou vysoké i pro zbytek příštího roku. **V průměru by měly letos**

**vykázat zvýšení o 4 %. Příští rok by jejich růst mohl zpomalit na 1,5 %.** Nicméně tato čísla jsou závislá na počasí a skutečném stavu sklizně.

Ceny pohonných hmot vzrostou ve zbytku roku pouze nepatrně.

Současný pokles cen ropy na světových trzích se projevil zlevňováním na domácích benzínových pumpách. Analytici SG se domnívají, že ceny ropy již dosáhly svého dna a měly by začít pomalu růst. Nicméně domácí **ceny pohonných hmot** budou tlumeny posílením koruny proti americkému dolaru, které bude zlevňovat jejich dovoz. Očekáváme tak pouze nepatrný nárůst jejich ceny ve zbytku letošního roku. **V průměru pohonné hmoty přidají 7,5 % y/y zejména kvůli jejich nízkým cenám na začátku roku 2016. V příštím roce očekáváme růst cen pohonných hmot o 2,6 %.**

**Ceny pohonných hmot zaznamenají dokonce meziroční pokles**



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

Regulované ceny na začátku příštího roku stoupnou.

**Index regulovaných cen se v průměru v posledních třech letech v podstatě nezměnil.** Letos by ještě do celkové inflace výrazně přispět neměly, ale na začátku příštího roku očekáváme jejich mírný růst. Naše velmi předběžné odhady ukazují na vyšší ceny elektřiny na evropských trzích. Navíc by se mohla zvýšit i regulovaná složka. Vzhledem k nárůstu cen pohonných hmot by se mohly zvýšit i náklady za dopravu. Další regulované ceny by měly zamlžit pouze nepatrně nahoru. **V průměru by se tyto ceny měly v roce 2018 zvýšit o 1,8 %.**

## Rizika: náhlé posílení koruny může ohrozit konkurenceschopnost

Náhlé posílení koruny může ohrozit konkurenceschopnost exportérů.

Od chvíle, kdy byl odstraněn kurzový závazek, se kurz koruny pohyboval očekávaným směrem a volatilita kurzu zůstala nízká. ČNB podle nás bude první centrální bankou v EU, která zvýší sazby. Rozšíří se tak úrokový diferenciál, což by mohlo přilákat čerstvý spekulativní kapitál. Vzhledem k tomu, že mnoho analytiků (včetně nás) vidí rovnovážný kurz koruny pod současnými hodnotami, pohyb koruny by mohl být výrazný. **Velké posílení by potom mohlo ohrozit cenovou konkurenceschopnost domácích výrobců,** protože ne všichni se proti posilující koruně zajistili.

**Vidíme také riziko výrazného oslabení koruny.** V případě šoku do globální ekonomiky nebo do světového finančního systému by investoři mohli začít uzavírat své korunové pozice a domácí měna by mohla výrazně oslabit. To by s sebou přineslo zvýšení inflace, na což by centrální banka musela reagovat buď rychlejším zvyšováním sazeb, nebo přímými intervencemi.

Investice by mohly příjemně překvapit.

Vzhledem k pravidlu n+3 pro EU fondy (více v části o *Fiskální politice*) vidíme **riziko, že investice překonají naše projekce** a zpomalení ekonomického růstu bude mnohem méně výrazné.

## Klíčové makroekonomické ukazatele

	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18	Q1 19	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>HDP a jeho struktura</b>														
<b>HDP (reálně, y/y, %)</b>	3,5	4,1	4,3	3,3	2,9	3,0	3,2	3,2	2,5	3,7	3,1	2,7	1,6	2,1
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	3,4	3,9	4,1	4,0	3,8	3,3	3,0	2,4	3,6	3,5	3,5	1,6	0,9	1,7
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	2,2	1,6	0,9	1,3	1,2	1,4	1,7	1,5	2,0	1,8	1,4	1,7	2,0	1,9
Fixní investice (reálně, y/y, %)	2,2	3,5	4,0	4,7	5,5	6,2	5,9	4,0	-2,4	2,3	5,6	2,7	1,5	3,2
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	0,6	1,1	0,4	0,3	0,3	0,0	0,4	0,8	1,1	0,9	0,3	1,1	1,0	0,6
Zásoby (příspěvek do y/y)	0,4	0,2	0,8	0,1	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	0,0	0,3	-0,2	-0,4	-0,6	-0,2
<b>Měsíční data z reálné ekonomiky</b>														
<b>Zahraniční obchod (mld. CZK) (*) (***)</b>	112	118	120	118	116	114	117	123	487	456	475	514	556	590
Vývozy (nominálně, y/y, %) (*)	5,3	11,8	10,4	8,4	11,2	6,7	7,4	7,2	2,4	8,6	8,5	4,5	0,6	4,6
Dovozy (nominálně, y/y, %) (*)	9,3	12,4	11,1	8,5	11,0	7,9	8,4	7,6	0,4	10,6	9,0	4,1	-0,3	4,5
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	4,6	11,8	10,3	7,8	6,4	5,8	5,6	5,5	3,4	8,5	6,4	4,3	1,4	3,9
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	5,8	7,7	7,7	9,5	6,0	5,5	5,3	5,0	-6,1	5,2	6,6	4,3	2,0	2,5
Maloobchod (reálně, y/y, %)	5,2	7,5	7,3	6,6	7,5	5,7	5,0	3,7	5,7	6,4	6,2	1,9	0,0	1,1
<b>Trh práce</b>														
<b>Mzdy (nominálně, y/y, %)</b>	6,5	6,8	7,1	7,2	6,2	5,6	4,6	3,6	3,7	6,4	5,9	2,4	1,2	3,4
Mzdy (reálně, y/y, %)	4,2	4,5	4,8	4,9	3,8	3,3	2,5	1,6	3,0	4,1	3,6	0,7	0,7	1,8
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	4,0	3,9	4,2	4,1	3,5	3,6	4,0	4,0	5,4	4,2	3,8	3,8	4,3	4,6
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	3,0	2,9	2,9	3,0	2,8	2,9	2,8	3,0	4,0	3,1	2,9	3,0	3,4	3,8
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	1,5	1,5	0,9	0,6	0,5	0,2	0,2	0,2	1,9	1,4	0,4	0,0	-0,6	-0,4
<b>Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu</b>														
<b>Inflace (y/y, %)</b>	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,2	2,0	2,0	0,7	2,3	2,2	1,7	0,5	1,6
Daně (příspěvek do y/y CPI)	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,5	1,6
Jádrová inflace (y/y, %) (**)	2,1	2,3	2,4	2,4	2,5	2,4	2,2	2,2	1,6	2,3	2,4	2,0	0,6	1,7
Ceny potravin (y/y, %) (**)	4,4	3,9	3,3	1,8	1,7	1,2	1,3	1,3	-0,9	4,0	1,5	1,3	0,9	1,4
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (**)	7,3	4,2	3,6	0,5	3,1	4,8	1,9	-0,8	-8,5	7,5	2,6	-2,8	-2,3	0,4
Regulované ceny (y/y, %) (**)	-0,1	0,3	0,5	1,9	2,0	2,2	2,2	2,7	0,2	0,1	2,1	1,8	0,1	1,6
Ceny v průmyslu (y/y, %)	2,3	1,2	0,8	0,7	1,4	2,9	2,8	1,9	-3,2	1,8	1,9	1,3	0,8	1,6
<b>Finanční proměnné</b>														
<b>2W Repo (průměr)</b>	0,05	0,25	0,50	0,50	0,57	0,93	1,10	1,14	0,05	0,21	0,78	1,03	1,0	1,9
<b>3M PRIBOR (průměr)</b>	0,30	0,47	0,72	0,72	0,90	1,15	1,14	1,35	0,29	0,44	0,98	1,14	1,1	2,0
<b>CZK/EUR (průměr)</b>	26,55	25,83	25,70	25,70	25,63	25,41	25,12	24,59	27,0	26,3	25,5	24,1	23,0	22,3
<b>CZK/USD (průměr)</b>	24,12	22,27	21,78	22,15	22,49	21,90	21,47	20,84	24,4	23,4	22,0	19,9	18,4	17,8
<b>Vnější prostředí</b>														
<b>HDP v EMU (reálně, yoy, %)</b>	2,1	2,1	2,0	1,8	1,6	1,5	1,4	1,4	1,7	2,1	1,6	1,2	0,6	1,2
<b>HDP v Německu (reálně, yoy, %)</b>	1,9	2,2	2,2	1,9	1,7	1,6	1,5	1,5	1,8	2,0	1,7	1,2	0,7	1,5
<b>CPI v EMU (yoy, %)</b>	1,5	1,3	1,2	1,0	1,2	1,5	1,4	1,3	0,2	1,4	1,3	1,4	1,4	1,4
<b>Ropa Brent (USD/bbl, průměr)</b>	51,6	50,0	52,5	54,0	51,5	56,5	54,0	55,0	45,0	52,4	54,0	56,5	61,5	61,6
<b>Euribor 1Y (průměr)</b>	-0,13	-0,11	-0,07	-0,03	0,02	0,09	0,15	0,18	-0,03	-0,10	0,06	0,14	0,1	0,3
<b>USD/EUR (průměr)</b>	1,10	1,16	1,18	1,16	1,14	1,16	1,17	1,18	1,11	1,13	1,16	1,21	1,25	1,25

Zdroj: ČSÚ, MPSV, Bloomberg, Macrobond, 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

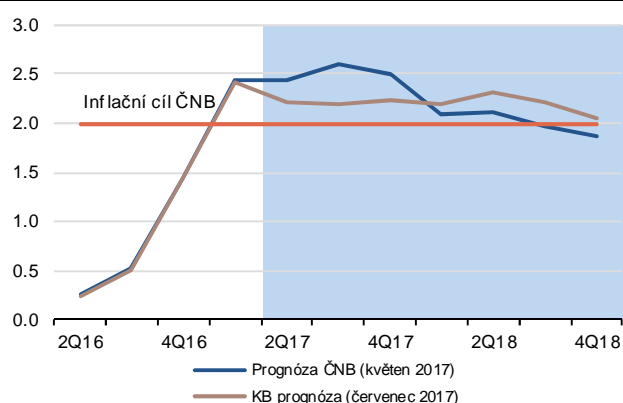
### Červnový jestřábí obrat přinese první zvýšení sazeb v srpnu

Česká ekonomika zrychluje a inflace dlouhodobě přestřeluje cíl ČNB. Mzdy strmě rostou a zajišťují tak střednědobé inflační tlaky. Takové prostředí vyhovuje těm členům bankovní rady, kteří budou chtít zvýšit úrokové sazby, aby je dostali dále od hladiny technické nuly. Domníváme se, že bankovní rada je rozdělená na nové a staré členy. Staří členové (viceguvernéri Tomšík a Hampl) zaujmají spíše rezervované postoje ke zvyšování sazeb a jsou za oddálení prvního zvýšení úroků. Noví členové, kteří byli jmenováni až po příchodu guvernéra Rusnoka, ale oba viceguvernéry podle našeho názoru přehlasují a ČNB se tak stane první centrální bankou v EU, která bude sazby zvyšovat.

### Prognóza bude i nadále ukazovat na utahování měnové politiky

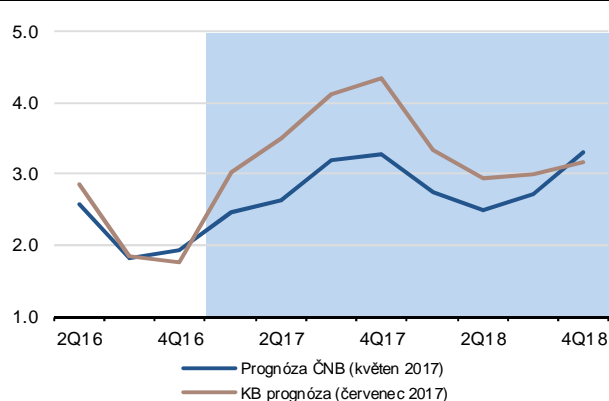
Květnová prognóza z dílny analytiků ČNB naznačovala skoro dvojí zvýšení sazeb ve třetím čtvrtletí. Předpokládáme, že svou prognózu dolů revidovat nebudou, protože proinflační tlaky zůstanou silné. Domácí faktory budou působit na zvyšování cen, zatímco zahraniční vývoj se posouvá mírně protiinflačním směrem. Prognóza podle nás bude brát v potaz ještě jeden faktor, který by měl tlačit na rychlejší zpříšňování měnové politiky. Tím je nedávna revize národních účtů. Ačkoliv revize většinou nehrají velkou roli v rozhodování o měnové politice, červnová revize byla výrazná a hlavně jednosměrná. Pokud analytici ČNB stejně nezvýšili i rovnovážný růst ekonomiky, odhad mezery výstupu se nutně musel výrazně zvýšit. V modelu, který využívá Taylorovo pravidlo, by to mělo působit ve směru utaženějších měnových podmínek. **Nová prognóza by tedy podle nás měla jednoznačně potvrdit zvyšování úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí.**

**Inflace bude i nadále mírně přestřelovat 2% cíl ČNB**



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

**ČNB by měla přehodnotit svůj výhled pro HDP nahoru (%)**



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

### Prognóza získává relevanci

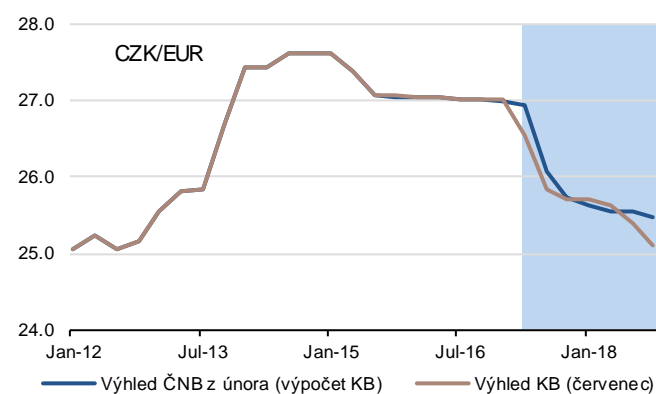
Před červnovým zasedáním guvernéra Rusnoka, viceguvernéra Tomšíka a člen bankovní rady Mora vyjádřili názor, že je lepší odložit zvýšení sazeb než ho provést předčasně. Kurz koruny pro ně byl zásadní indikátor pro načasování. Guvernéra Rusnoka dokonce prohlásil, že zvýšení sazeb ve třetím čtvrtletí je „modelový výpočet, ale měnověpoliticky to na to nevypadá“<sup>4</sup>. Červnové zasedání ale vše změnilo. Na tiskové konferenci totiž z guvernérových úst zaznělo, že „je

<sup>4</sup> [https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/clanky\\_rozhovory/media\\_2017/cl\\_17\\_170621\\_rusnok\\_ctk.html](https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2017/cl_17_170621_rusnok_ctk.html)

pravděpodobné, že ke zvýšení úrokových sazeb Česká národní banka přistoupí v souladu s předpovědí. Zdá se, že na zasedání guvernér zjistil, že v bankovní radě existuje většinová shoda o zvýšení sazeb ve třetím čtvrtletí. Od červnového zasedání koruna výrazněji neposílila a data z domácí ekonomiky byla velmi silná. ČNB ve své květnové prognóze neposkytla výhled pro kurz CZK/EUR a ani nezveřejnila údaje, ze kterých by se tento kurz dal spočítat. Nicméně předpokládaný kurz koruny jsme byli schopni odvodit z dat únorové prognózy. Hlavní ekonom ČNB T. Holub navíc na setkání s analytiky prohlásil, že v očekávané dynamice kurzu nedošlo k výrazné změně, a tak se domníváme, že náš únorový výpočet je stále relevantní. ČNB tehdy předpokládala, že kurz ve třetím čtvrtletí dosáhne 26,07 CZK/EUR, i když se tehdy ještě domnívala, že kurzový závazek bude odstraněn až na začátku třetího čtvrtletí. Takže současný kurz (26,10 v době, kdy se tvořil tento report) by pro bankovní radu neměl být velkou překážkou. Obavy by ČNB mohla mít z budoucí politiky ECB a strach má určitě z náhlého posílení koruny. Nicméně prezident ECB Draghi ohlásil, že ECB bude diskutovat ukončování programu odkupu aktiv na podzim, a tak zmínil jednu z nejistot. Celkově se domníváme, že by **ČNB měla k prvním zvýšení sazeb přistoupit již ve třetím čtvrtletí**.

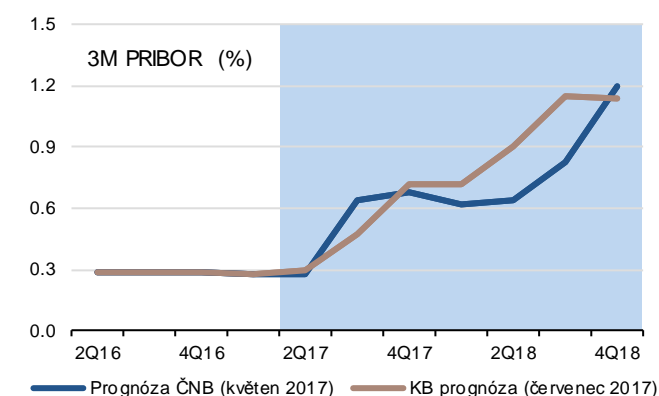
Vzhledem k tomu, že na srpnovém zasedání bude mít bankovní rada k dispozici prognózu, která bude ukazovat na minimálně jedno zvýšení sazeb, domníváme se, že není důvod, proč by bankovní rada měla otálet do září. **ČNB bude podle nás jednat již na svém nadcházejícím zasedání 3. srpna.**

ČNB v únoru očekávala prudké posílení koruny



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

Předpokládaná trajektorie vývoje sazeb má důvod zvětšit sklon



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

Vzhledem k velmi dobrému vývoji domácí ekonomiky předpokládáme, že **ČNB bude pokračovat ve zvyšování sazeb ještě letos**. Domníváme se, že bankovní rada odhlasuje další zvýšení sazeb v posledním čtvrtletí roku. V prvním čtvrtletí si podle nás dá ČNB pauzu, ale poté bude pokračovat v cyklu zvyšování sazeb jednou v každém čtvrtletí. Celkově tedy očekáváme **troje zvýšení sazeb v příštím roce**. Květnová prognóza z dílny centrální banky předpokládá velmi podobnou trajektorii, nicméně spatřujeme velká rizika vycházející z devizového trhu. Rychlé posílení koruny by mohlo zbrzdit očekávané zvyšování sazeb.

### Zvyšování sazeb má příznivé vedlejší účinky

Vedle silného ekonomického fundamentu jsou i další důvody, které by mohly bankovní radu vést ke zvýšení sazeb. Krátce poté, co byl ukončen kurzový závazek, několik členů bankovní rady vyjádřilo své přání posunout sazby dále od hranice technické nuly. Nízké sazby jsou totiž

břemenem pro finanční sektor. Bankovní rada by si také vytvořila prostor pro snížení sazeb v případě zhoršení ekonomických podmínek.

**Mírně přehřátý nemovitostní trh dává další důvod zvýšit sazby.** I když dlouhou dobu ČNB nechtěla spojovat svá měnově politická opatření s finanční stabilitou, nedávno připustila, že zvýšení úrokových sazeb by mohl zbrzdit růst cen rezidenčního bydlení, což by pro ni byl vítaný vedlejší efekt.

## Korunový devizový trh



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

V průměru koruna vůči euru posílila během Q2 17 o 1,8 %.

### Posilující trend bude s přestávkami pokračovat

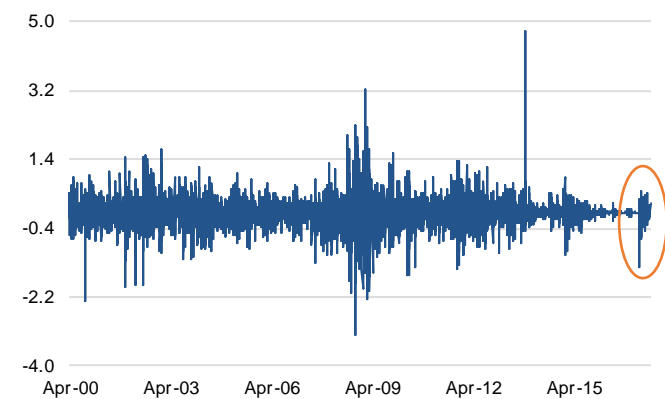
**Ukončení režimu kurzového závazku na počátku dubna odstartovalo trend zhodnocování české měny.** V bezprostřední reakci na uvolnění kurzového režimu koruna posílila k 26,50 CZK/EUR, kde byla patrná vlna vybírání zisků z některých spekulativních pozic. K jejich částečnému uzavření přispěla i nejistota související s francouzskými prezidentskými volbami. Od počátku května je zřejmý téměř nepřetržitý sestupný trend kurzu CZK/EUR; v průběhu července kurz dokonce testoval úroveň 26 CZK/EUR. Od počátku dubna do poloviny července si tak koruna vůči euru polepšila o zhruba 3,5 %.

Letošní vývoj kurzu CZK/EUR



Zdroj: Datastream, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Denní změna kurzu CZK/EUR



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

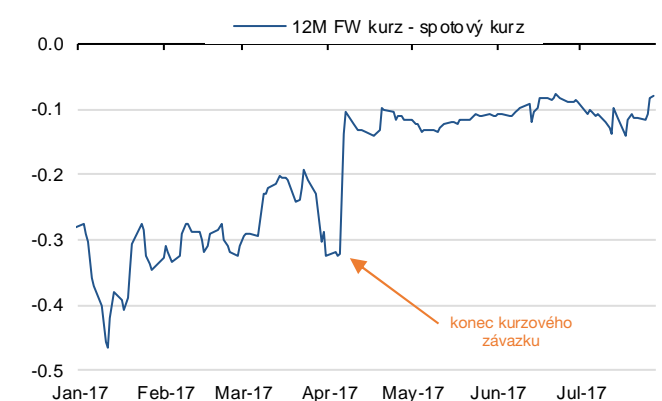
Volatilita zatím zůstává za očekáváním.

**Zatímco zhodnocení koruny odpovídalo víceméně našim předpokladům, volatilita zůstává překvapivě nízká.** Ve srovnání s naší očekávanou průměrnou hodnotou kurzu CZK/EUR během Q2 17 ve výši 26,60 činil skutečný průměrný kurz 26,53 CZK/EUR. Jeho hodnotu ke konci prvního pololetí jsme odhadovali na 26,20, skutečnost byla 26,15 CZK/EUR. Zatímco koruna posilovala pouze o něco málo rychleji, než jsme čekali, volatilita za naším očekáváním zaostala. Denní změny měnového kurzu zdaleka nedosahují úrovně před zavedením režimu kurzového závazku.

Spekulanti se zatím z korunového trhu zdaleka nestahují.

**Investoři věří v potenciál dalšího zhodnocení české měny.** První tři měsíce letošního roku, kdy vrcholil příliv spekulativních peněz, byly ve znamení značného pokřivení forwardového trhu a razantního nárůstu forwardové premie. Výrazně nižší kurz CZK/EUR na forwardovém trhu ve srovnání se spotovým spekulace na posílení

Letošní vývoj roční forwardové premie (CZK/EUR)



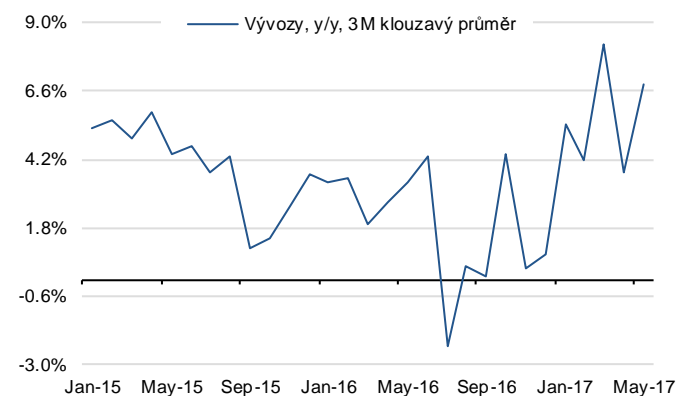
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

koruny prodražoval. Po opuštění režimu kurzového závazku došlo na forwardovém trhu k výraznému zlepšení podmínek. V kombinaci se silícím očekáváním, že ČNB přijde se zvýšením úrokových sazeb, to vedlo k dalšímu zájmu zahraničních spekulantů o českou měnu.

Kromě nových spekulantů pomáhají i úspěšní vývozci.

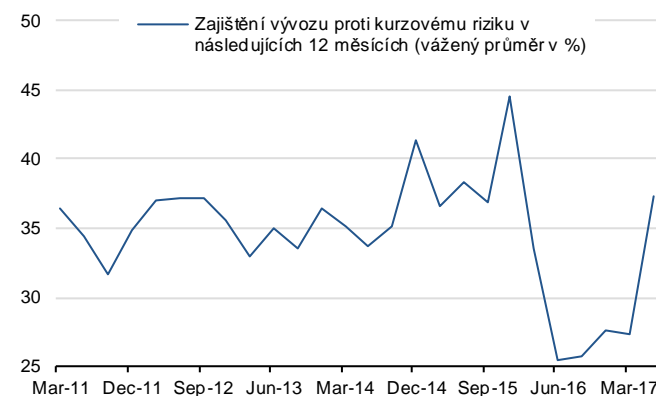
**Po koruně je stále poptávka. A to nikoliv pouze ze strany nových spekulantů, ale i úspěšných českých vývozců.** Je pravda, že úroveň měnového zajištění výrazně vzrostla a v červnu přesahovala hodnoty před zavedením kurzového závazku, tempo růstu exportů ale během první poloviny roku příjemně překvapovalo. Navíc první známky zvýšené investiční aktivity privátního sektoru odráží tendenci k nižší míře zisk repatriovat. Kladná bilance běžného účtu tak v prvních měsících letošního roku v meziročním vyjádření dále vzrostla.

#### Exporty letos nabraly na síle



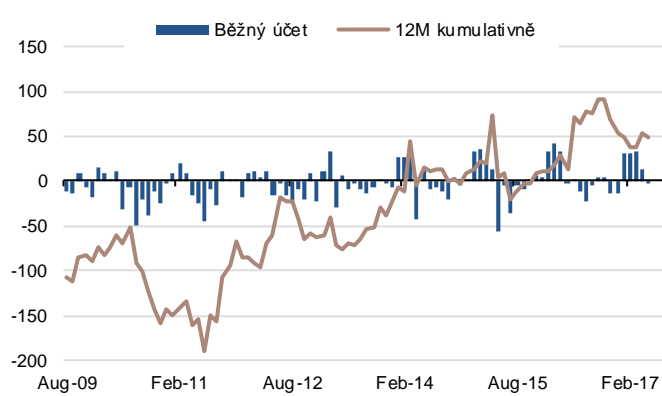
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Úroveň zajištění exportérů na nadcházejících 12 měsících



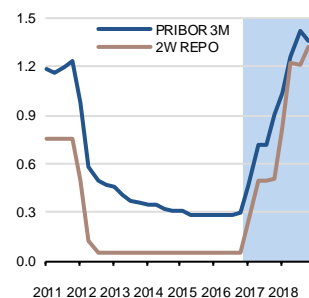
Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Vývoj běžného účtu platební bilance, v mld. Kč



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

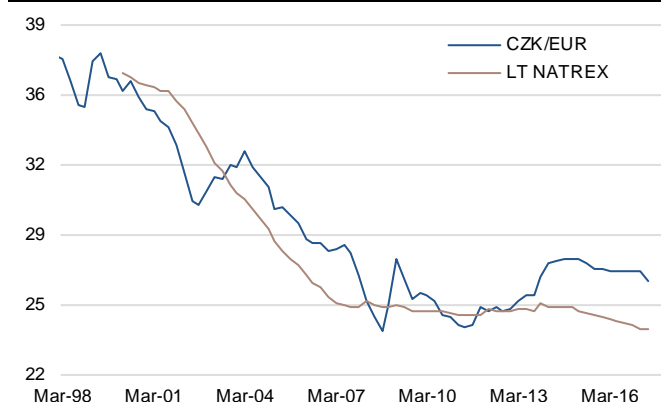
#### Očekávaný vývoj českých úrokových sazeb peněžního trhu



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

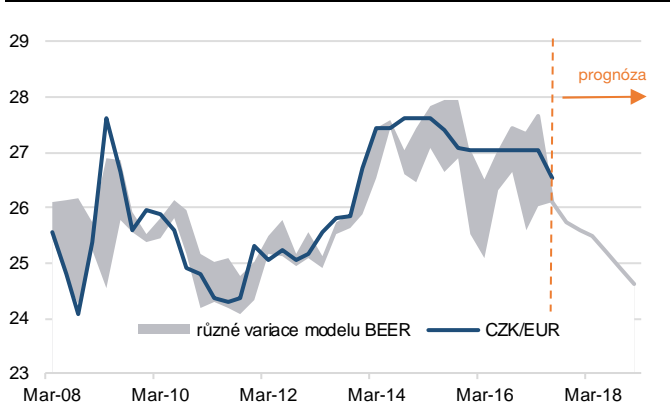
Podle modelů rovnovážných kurzů má koruna prostor pro další zhodnocování. Předstih růstu české ekonomiky a produktivity před eurozónou vede k tomu, že dlouhodobá rovnovážná úroveň kurzu CZK/EUR se posunuje k silnějším korunovým hodnotám. Dlouhodobý rovnovážný kurz dle přístupu NATREX je dle našeho modelu pro Q3 17 na 24,20 CZK/EUR. K této hodnotě by měl kurz ve zhruba dvouletém horizontu postupně konvergovat. K silnějším hodnotám budou korunu tlačit jak reálné toky ve světle pokračujícího přebytku běžného účtu platební bilance, tak finanční toky díky očekávanému atraktivnějšímu úrokovému diferenciálu. Ze střednědobého pohledu (dle modelu BEER) se aktuální fundamentálně ospravedlnitelný kurz nachází na 26,10 CZK/EUR, ke konci roku ho pak BEER model vidí na 25,60 CZK/EUR.

Dlouhodobý rovnovážný kurz CZK/EUR dle NATREX



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Střednědobý rovnovážný kurz CZK/EUR dle BEER



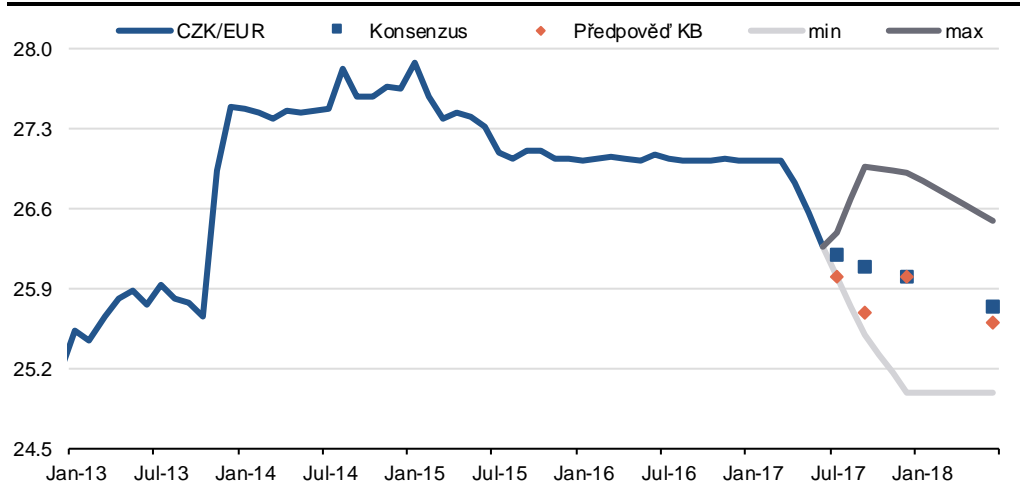
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Do konce příštího roku koruna pod 25 CZK/EUR.

**Na horizontu prognózy by koruna měla dále posilovat, pozor ale na konec roku!**

**Výkonnost české ekonomiky hovoří ve prospěch dalšího posilování měny.** Část *Makroekonomická prognóza ČR* jednoznačně dokumentuje, že se česká ekonomika nachází ve fázi silné expanze znamenající pokračování reálné, ale i nominální konvergence. Rychleji než eurozóna roste reálný HDP. Jak ukazují četné boxy tohoto vydání *Ekonomických výhledů*, konvergenci vidíme i v nominálním vyjádření při pohledu na mzdový vývoj. A koneckonců i česká inflace se nachází nad dynamikou spotřebitelských cen v eurozóně. To prostor pro posilování koruny do určité míry limituje.

Očekávaný vývoj kurzu CZK/EUR – tržní konsensus, červenec 2017



Zdroj: Reuters, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozor na „efekt konce roku“!

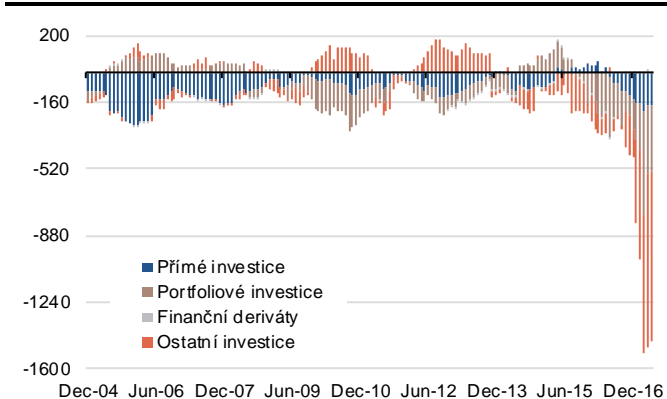
**Ve srovnání s tržním konsensem jsme mnohem optimističtější.** Pro druhou polovinu roku předpokládáme atakování hladiny 25,50 CZK/EUR. Trend by měl pokračovat i v průběhu roku 2018. V jeho druhé polovině se kurz může podívat pod úroveň 25 CZK/EUR. Pozor ale na „efekt konce roku“, který může i kvůli Rezolučnímu fondu a částečnému uzavírání spekulativních pozic znamenat dočasné oslabení české měny. Proti euru vidíme kurz ke konci letošního roku kolem hladiny 26 CZK/EUR, o rok později by měl být o cca korunu níže.

Riziko je vychýlené směrem ke slabší korunové úrovni.

**Velká spekulativní pozice, která se nakumulovala především v prvních třech měsících letošního roku před ukončením režimu kurzového závazku, představuje riziko zvýšené volatility na horizontu prognózy. Toto riziko vnímáme jako asymetrické, vychýlené směrem k sice dočasněmu, ale výraznějšímu oslabení**

**české měny.** Spouštěčem výprodeje může být zejména nějaká nepříznivá událost přicházející z vnějšku. Riziko nějakého domácího šoku vnímáme, kromě efektu „konce roku“, jako spíše nízké. A platí to i pro politiku. Koruna je historicky na domácí politické události necitlivá.

Spekulativní pozice počátkem roku výrazně vzrostla, v mld. Kč



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Technická analýza CZK/EUR

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

### Sestupný trend si dá zřejmě pauzu

Měnový pár CZK/EUR dosáhl svého maxima odražením se od horní úrovně mnohaletého vzestupného kanálu v blízkosti oblasti 28,50/28,80. Následně došlo k rychlé korekci a dlouhodobější cenové stabilizaci u hladiny 27,00. Po jejím prolomení se kurz rychle vydal směrem dolů, když se mu podařilo prolomit spodní hranu dlouhodobého vzestupného kanálu započatého v roce 2008. Z krátkodobého pohledu nemůžeme vyloučit pohyb směrem k 25,90 (spodní hrana týdenního klesajícího kanálu) a další úrovni podpory na 25,70 (61,8 % pohybu z předchozího dna roku 2011). Protože se měsíční indikátor RSI nachází na mnohaleté hladině podpory, prostor pro další pohyb dolů po dosažení výše uvedených úrovní je omezený a před dalším sestupným pohybem si trh vezme „oddechový čas“.

Horní hrana týdenního sestupného kanálu nacházející se na 26,48, což je zároveň 38,2 % pohybu z březnových maxim představuje limit pro vzestupné oscilace. Teprve zdolání této hladiny by znamenalo možnost budoucího vzestupného trendu.

CZK/EUR, měsíční graf



CZK/EUR, týdenní graf



Zdroj: SG Cross Asset Research/ Technická analýza

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

## Trh českých vládních dluhopisů a IRS

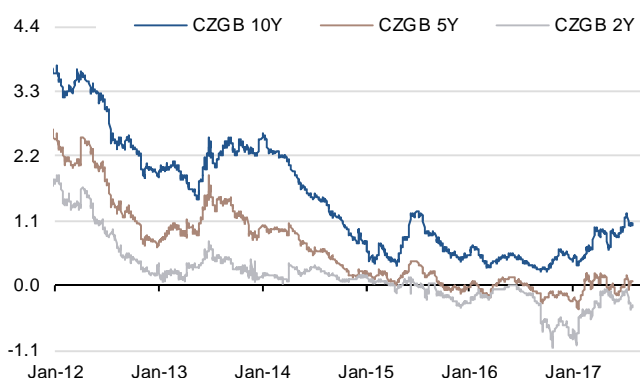


Marek Dřimal  
(420) 222 008 598  
marek\_drima@kb.cz

### Poptávka po českých dluhopisech zůstane vysoká

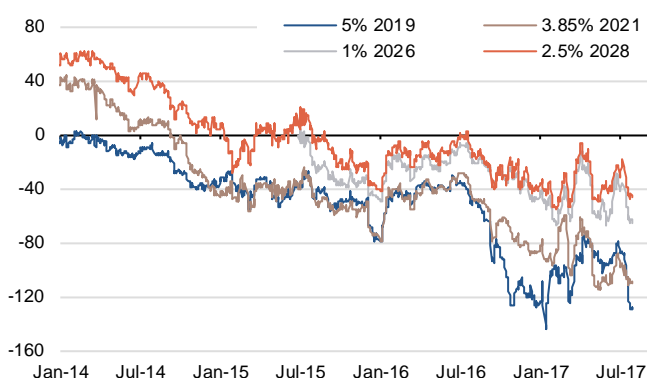
Silná poptávka po českých státních dluhopisech zabránila tomu, aby se jejich výnosy vrátily do kladného teritoria. Očekávání dalšího posilování české měny a levné financování v korunách by mělo držet krátký konec dluhopisové výnosové křivky pod nulou nebo kolem ní po zbytek letošního roku. V roce 2018 se ale začnou výnosy konečně zvyšovat díky utahování měnové politiky ČNB. Dlouhý konec křivky by měl podle našeho výhledu ve zbytku letošního roku a v příštím roce mírně vzrůst, ale dluhopisy nadále zůstanou velmi drahé. Křivka CZK IRS by měla snížit svůj sklon díky rychlému růstu krátkého konce, kde se výrazně projeví zvyšování sazeb centrální banky.

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

Výnosová křivka českých státních dluhopisů (CZGB) od zveřejnění našich posledních *Ekonomických výhledů* zvýšila svůj sklon. Domníváme se, že růst dlouhého konce křivky táhla inflace, očekávání vyšších sazeb ČNB a nedávno také vzestup výnosů německých státních dluhopisů po projevu Maria Draghiho v portugalské Sintře na konci června. Na krátkém konci křivky zůstaly výnosy pod nulou, když přebytek likvidity, sázky na posílení koruny a velmi levné financování v korunách pro eurové či dolarové investory nadále udržovaly silnou poptávku.

České trhy se ještě plně nevzpamatovaly z politiky kurzového závazku a intervencí centrální banky. Společně se sázkami na posílení koruny se to promítá v setrvání implikovaných korunových výnosů v záporu, což pro zahraniční investory (kteří si díky tomu půjčují koruny velmi levně) činí investice do CZGB nadále velmi zajímavé.

### Nabídková strana v H2 17: růst emise dluhu v Q4 17

V souladu s naším očekáváním oznámilo Ministerstvo financí (MF), že nabídka dluhopisů bude v Q3 17 nízká. Maximální indikativní objem CZGB v aukcích je pro třetí čtvrtletí 30 mld. CZK, my navíc očekáváme, že MF prodá nakonec jen 20 mld. CZK. Pokladniční poukázky prodá ministerstvo podle našich odhadů jen s extrémně krátkými splatnostmi do 30. září (a srpnový kalendář aukcí poukázek tomu odpovídá). Jak jsme uvedli v našich předchozích analýzách, předpokládáme, že strategie ministerstva směřuje ke snížení státního dluhu na nebo pod úroveň roku 2016, a to ke konci září (Q3 17), což umožní splacení především všech pokladničních poukázek.

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

	MF červen 2017	KB červenec 2017
<b>Výpůjční potřeby</b>		
Schodek rozpočtu	60,0	45,0
Zpětné odkupy CZGB		0,0
Splátky CZGB	208,1	208,1
Splátky eurobondů		0,0
Splátky spořicí dluhopisů	16,9	16,9
Splátky pokladničních poukázek	4,2	4,2
Splátky ostatních instrumentů peněžního trhu	0,0	0,0
Splátky půjček od EIB	1,7	1,7
<b>Celkem</b>	<b>290,9</b>	<b>275,9</b>
<b>Financování</b>		
Hrubá emise pokladničních poukázek (splatnost v roce 2018)		(-25,0) 5,0
Ostatní instrumenty peněžního trhu		0,0
Hrubá emise CZGB (v aukcích)	min 150,0	220,0
Přímé prodeje CZGB		(+0,7) 11,9
Hrubá emise eurobondů		0,0
Hrubá emise spořicí dluhopisů		0,0
Využití likviditní rezervy		(+25,0) 15,0
Čistý efekt výměn dluhopisů		(-1,0) -1,0
<b>Celkové financování</b>		<b>275,9</b>
<b>Čistá emise CZGB</b>		<b>(-0,1) 22,8</b>

Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, (čísla v závorkách označují změnu vůči poslednímu výhledu)

V Q4 17 by měla nabídka CZGB opět výrazně vzrůst.

### V Q4 17 by měla nabídka opět výrazně vzrůst.

Předpokládáme, že MF prodá v závěrečných třech měsících roku 72 mld. CZK státních dluhopisů, protože bude muset pokrýt listopadovou splátku starého dluhopisu. Většina schodku státního rozpočtu bude zřejmě financována čerpáním státní likviditní rezervy. Spolu s přeceněním zahraničních dluhopisů (obligací denominovaných

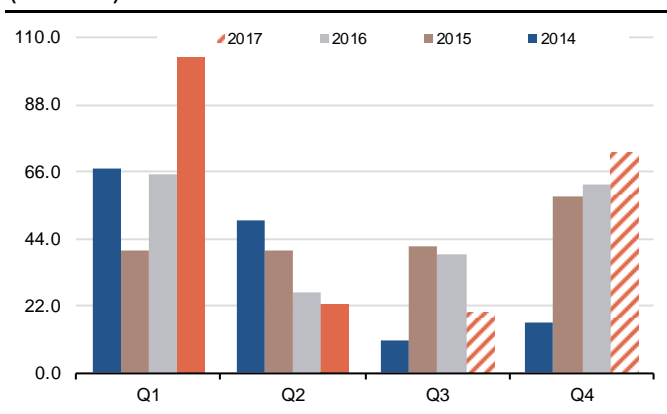
v cizích měnách) díky silnější koruně by to mělo znamenat, že celkový dluh centrální vlády setrvá na své úrovni z konce roku 2016 – vycházíme z cíle MF uvedeného v květnové prezentaci. V aktualizaci své Strategie pro H2 17 zároveň ministerstvo naznačilo, že plánuje prodat pouze 5 mld. CZK pokladničních poukázek se splatností v roce 2018.

Celkový objem likviditní rezervy dosáhl na konci loňského roku 165 mld. CZK, přičemž ministerstvo podle našich odhadů vyčerpá letos cca 40 mld. CZK.

### Nabídková strana v roce 2018: vyšší emise kvůli růstu splatného dluhu

Hrubé výpůjční potřeby podle našich očekávání v příštím roce vzrostou o 37 mld. CZK (14 %), a to především kvůli maturujícím 2 mld. EUR eurobondů (zahraničních dluhopisů). Výpůjční potřeby by tak měly dosáhnout 313 mld. CZK, i když konečné číslo bude záležet na případných letošních zpětných odkupech a výměnách a na hodnotě kurzu CZK/EUR. Náš

### Kvartální emise CZGB v aukcích, pruhovaně očekávání KB (mld. CZK)



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

Hrubé výpůjční potřeby podle našich očekávání v příštím roce vzrostou o 37 mld. CZK (14 %), a to především kvůli maturujícím 2 mld. EUR eurobondů.

výhled je v souladu s předpoklady MF, které byly publikovány v červnové aktualizaci Strategie (jediným rozdílem je očekávaný objem splatných eurobondů, my jsme předpokládali kurz koruny 26 CZK/EUR).

Odhadujeme, že ministerstvo pokryje největší část výpůjčních potřeb emisí CZGB.

Odhadujeme, že ministerstvo pokryje největší část výpůjčních potřeb emisí CZGB. Očekáváme zároveň navýšení objemu pokladničních poukázek v oběhu a opětovné čerpání likviditní rezervy pro omezení nárůstu zadlužení (viz tabulka níže).

#### Hrubé výpůjční potřeby a financování v roce 2018, mld. CZK

	MF červen 2017	KB červenec 2017
<b>Výpůjční potřeby</b>		
Schodek rozpočtu	50,0	50,0
Zpětné odkupy CZGB		0,0
Splátky CZGB	*238,8	185,0
Splátky eurobondů		52,0
Splátky spořicí dluhopisů	16,4	16,4
Splátky pokladničních poukázek	5,0	4,2
Splátky ostatních instrumentů peněžního trhu	0,0	0,0
Splátky půjček od EIB	4,8	1,7
<b>Celkem</b>	<b>315,0</b>	<b>313,2</b>
<b>Financování</b>		
Hrubá emise pokladničních poukázek (splatnost v roce 2018)		35,0
Ostatní instrumenty peněžního trhu		0,0
Hrubá emise CZGB (v aukcích)		250,0
Přímé prodeje CZGB		10,0
Hrubá emise eurobondů		0,0
Hrubá emise spořicí dluhopisů		0,0
Využití likviditní rezervy		18,2
Čistý efekt výměn dluhopisů		0,0
<b>Celkové financování</b>		<b>313,2</b>
<b>Čistá emise CZGB</b>		<b>75,0</b>

Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka \* rozdíl je daný odlišným kurzem CZK/EUR

**Tato strategie by vyústila v poměrně velkou čistou emisí CZGB.** My nicméně předpokládáme, že investoři budou schopni takovou nabídku bez problémů absorbovat po letech výrazně utaženého trhu českých bondů.

Riziko pro náš výhled spatřujeme v možné záměně části emise CZGB za prodeje dluhopisů na zahraničních trzích, konkrétně za nabídku nového eurového benchmarku, zřejmě v objemu 2 mld. EUR. V takovém případě by čistá emise CZGB byla jen mírných cca 25 mld. CZK.

#### Výnosy CZGB v H2 17 a 2018: jen mírný nárůst, poptávka zůstane solidní

Na základě pokračující silné poptávky jsme revidovali svůj výhled pro výnosy CZGB. Na krátkém konci zůstala situace i po konci kurzového závazku volatilní, dvouletý výnos ale nadále zůstal pod nulovou hranicí. Financování v českých korunách je totiž nadále pro eurové či dolarové investory velmi levné, když očekávané zvyšování sazeb ČNB a posilování koruny udrželo FX swapy a cross-currency basis swapy výrazně vlevo (tedy hluboko v záporu). Velké výkyvy v držbě korunového státního dluhu nerezidenty (viz dále) naznačují velkou aktivitu investorů v měnových swapech, což stimuluje poptávku především na krátkém konci dluhopisové křivky, a to i při pokračujících záporných výnosech. Předpokládáme, že většinu nedávné emise pokladničních poukázek absorbovali investoři právě díky takto levnému financování v korunách skrze měnové swapy. To má implikace i pro budoucí vývoj koruny:

## 1Y CZK/EUR basis swap (bb)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Na dlouhém konci křivky jsme revidovali náš výhled pro 10Y výnos mírně nahoru.

nepředpokládáme, že by splatnost těchto pokladničních poukázek měla mít výrazný vliv na spotový kurz koruny.

Sázky na posilování koruny by měly podle našich předpokladů udržovat implikované korunové výnosy v záporu po zbytek roku 2017. Růst emise poukázek a dluhopisů v Q4 17 by však měl posunout cross-currency basis a měnové swapy postupně směrem doprava (k méně záporným úrovním). Spolu s utahováním měnové politiky ČNB by tyto faktory měly stát za růstem krátkého konce křivky směrem k nule ve zbytku letošního roku, i když krátkodobé dluhopisy zůstanou velmi drahé vůči IRS.

**Na dlouhém konci křivky jsme revidovali svůj výhled pro 10Y výnos mírně nahoru** (5 bb ve zbytku letošního roku), tj. o polovinu revize pro dlouhý konec IRS křivky. Očekáváme, že poptávka po státních dluhopisech díky přebytku likvidity, stále poměrně nízkým výnosům německých Bundů (SG očekává výnos 10Y Bundu na 0,75 % v Q4 17) a zahraničnímu zájmu díky zařazení do indexu GBI-EM zůstane solidní a zabrání výraznějšímu růstu výnosů.

Na konci roku 2017 by navíc měla poptávka po CZGB vzrůst i díky efektu příspěvků bank do Rezolučního fondu. Příspěvky do fondu se počítají podle velikosti bilance jednotlivých bank na konci roku. Každá banka je tak motivována svoji bilancí na konci roku snížit. Fond se vytváří pro případ bankovní krize, která by jinak znamenala nutnost pokrýt ztráty čerpáním prostředků ze státního rozpočtu.

## Prognóza výnosů CZGB

	3Q17f	4Q17f	1Q18f	2Q18f	3Q18f	4Q18f
Výnos 2Y CZGB (%)	0,00	-0,05	0,35	0,55	0,95	0,85
Výnos 10Y CZGB (%)	1,15	1,15	1,35	1,50	1,55	1,50
10Y CZGB ASW (bb)	-30	-50	-45	-45	-45	-55

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Na dlouhém konci křivky předpokládám, že 10Y CZGB výnos dosáhne v H2 18 maxima 1,55 %.

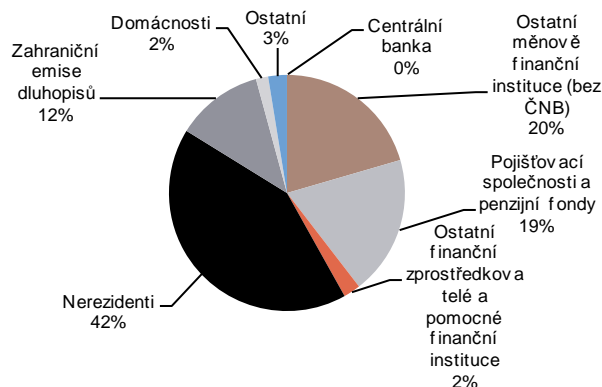
**V roce 2018 očekáváme snížení sklonu výnosové křivky CZGB, když krátký konec podle našich odhadů vzroste rychleji kvůli dalšímu utahování měnové politiky ČNB.** Na dlouhém konci křivky předpokládám, že 10Y výnos dosáhne v H2 18 maxima 1,55 %.

Výnosy na dlouhém konci by měly růst díky vyšším sazbám IRS i výnosům německých Bundů (očekávání SG pro 10Y německý výnos na konci roku 2018 je 1,00 %), přičemž poptávka zůstane solidní na základě pokračujícího přebytku likvidity v domácím bankovním sektoru.

## Struktura držitelů CZGB: Podíl nerezidentů vyvrcholil v červnu

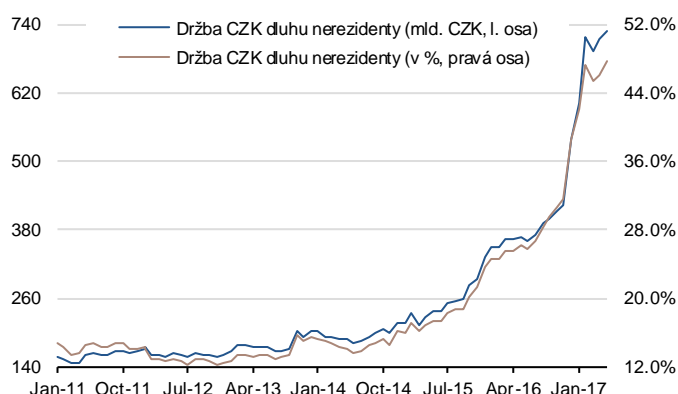
**Příliv zahraničních investic vyvrcholil v červnu, na jehož konci drželi nerezidenti 47,6 % vládního dluhu denominovaného v korunách.** Vývoj této statistiky byl v posledních měsících poměrně volatilní: v dubnu klesl podíl nerezidentů o 2 pb meziměsíčně, a to zřejmě kvůli konci swapů a repo operací původně otevřených díky extrémně levnému financování v českých korunách (podíl domácích bank na držbě českých dluhopisů naopak v dubnu výrazně vzrostl). Podíl nerezidentů se následně během května částečně zotavil na 46,1 % a dále se zvýšil v červnu, zřejmě kvůli růstu sázek na posilování koruny (a opětovné výhodnosti korunového financování).

## Držba vládních dluhových cenných papírů, červen 2017



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

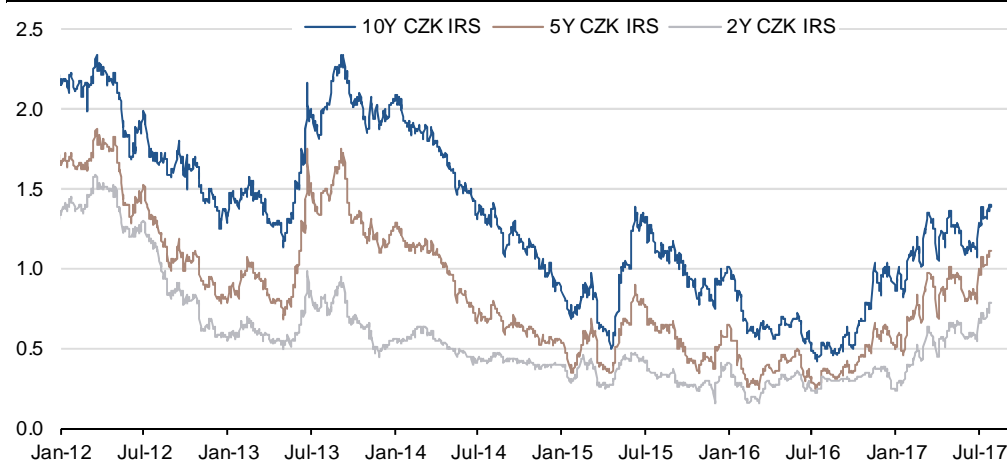
## Podíl nerezidentů v červnu na maximu



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zatímco vysoký zájem zahraničních investorů je příznivou zprávou pro Ministerstvo financí (které díky tomu může vydávat velké objemy dluhu se záporným výnosem), představuje ale zároveň i riziko. Pokud by trh přehodnotil svá očekávání ohledně posilování koruny, mohli by zahraniční investoři zásadním způsobem omezit poptávku i po korunových dluhopisech a poukázkách kvůli poklesu atraktivity korunového financování.

## Nedávný vývoj CZK IRS (v procentech)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Trh českých sazeb IRS: prudký růst na krátkém konci

Korunové swapy už začaly růst díky zvýšené inflaci, vzestupu eurových IRS po projevu Maria Draghiho v Sintře a částečně očekávání utahování měnové politiky ČNB.

Náš výhled pro rychlý vzestup sazeb ČNB se promítá i v očekávaném prudkém růstu krátkého konce české křivky IRS.

**Náš výhled pro rychlý vzestup sazeb ČNB se promítá i v očekávaném prudkém růstu krátkého konce české křivky IRS.** V Q4 17 by měl dvouletý swap překonat 1% hranici, a to poprvé od roku 2012. I dlouhý konec křivky by měl růst díky utahování měnových podmínek, inflaci setrvávající nad 2% cílem centrální banky a efektem silného ekonomického růstu. Sklon křivky by se měl snížit na základě rychlejšího vzestupu kratšího konce.

V roce 2018 by měl růst úrokových swapů pokračovat, stejně tak jako pokles sklonu výnosové křivky. Krátký konec by měl odrážet další zvyšování sazeb ČNB (celkem tři v příštím roce)

a dosáhnout vrcholu na úrovni 1,55 % u 2Y swapu. Na dlouhém konci očekáváme zachování trendu z letošního roku, přičemž 10Y úrokový swap by se měl dostat v Q4 18 na 2,05 %, nejvyšší úroveň od ledna 2014.

**Výhled pro CZK IRS (%)**

	3Q17f	4Q17f	1Q18f	2Q18f	3Q18f	4Q18f
2Y	0,90	1,15	1,15	1,25	1,55	1,55
10Y	1,45	1,65	1,80	1,95	2,00	2,05

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Rizika pro výhled výnosů CZGB: vyvážená na obou stranách**

Výnosy CZGB by mohly vzrůst rychleji v porovnání s naším výhledem, pokud omezování odkupů aktiv ECB způsobí výraznější výprodej německých Bundů (a tak prudší nárůst jejich výnosů). Na kratším konci by se výnosy mohly výrazněji zvednout, pokud by poklesly šance na posilování koruny (například v případě nějaké velmi nepříznivé situace na globálních trzích), což by se promítlo do poklesu poptávky zahraničních investorů. Na druhou stranu pomalejší růst výnosů může způsobit neočekávaně masivní prodloužení programu kvantitativního uvolňování ECB (takže výnosy německých dluhopisů by setrvaly nízko), případně omezení nabídky ze strany Ministerstva financí (pokud by se například rozhodlo vydat dluhopisy na zahraničních trzích v příštím roce).

## Bankovní sektor



Marek Dřímál  
(420) 222 008 598  
marek\_drimal@kb.cz

### Růst úvěrů v příštím roce zpomalí

Na základě následujících důvodů očekáváme pro příští rok zpomalení růstu úvěrů. Za prvé, přísnější regulace hypoték, pokračující zdražování nemovitostí a vysoká srovnávací základna z letoška by měla stát za prudkým poklesem dynamiky hypotečních úvěrů. Za druhé, podobně nepříznivá statistická báze způsobí nižší tempo růstu úvěrů nefinančním podnikům. Před koncem kurzového závazku ČNB se totiž prudce zvýšila tvorba úvěrů v eurech, což se velmi pravděpodobně ve zbytku roku 2017 a v příštím roce nebude opakovat. Poptávka ze strany firem by podle našich odhadů růst příliš neměla díky jejich příznivé hotovostní pozici, která by jim měla zajistit pokrytí alespoň části zvýšené investiční aktivity v příštím roce.

V příštím roce čekáme i pokles tempa růstu celkových depozit. Vklady domácností by sice měly růst nadále díky vyššímu objemu mezd, dynamika vkladů nefinančních podniků zpomalí kvůli vyšším investicím a nižší ziskovosti (kde růst mezd bude hrát svoji roli). U ostatních depozit očekáváme pokles kvůli předpokládanému uzavírání části pozic finančních investorů, a tedy odlivu likvidity z českého trhu.

Bankovní úvěry a depozita (y/y, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Bankovní úvěry</b>															
<b>Celkem</b>	7,3	8,2	7,0	7,4	5,0	3,8	4,3	4,2	6,5	7,5	4,3	4,1	4,2	5,3	5,5
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	9,4	9,6	8,3	7,2	5,1	2,8	2,0	1,5	8,1	8,6	2,8	3,4	5,9	7,0	6,0
Spotřebitelské úvěry domácnostem	5,0	5,0	5,4	5,3	5,4	5,5	5,4	5,7	4,7	5,2	5,5	5,6	5,6	6,6	6,6
Úvěry nefinančním podnikům	4,7	7,9	4,2	4,3	3,1	1,5	4,3	4,5	6,8	5,3	3,3	3,1	2,7	4,2	5,5
<b>Bankovní vklady</b>															
<b>Celkem</b>	10,1	14,0	10,6	7,2	2,9	0,9	3,3	5,9	6,4	10,5	3,3	3,6	2,5	3,6	4,0
Obyvatelstvo	9,2	9,4	9,8	10,0	9,4	8,6	7,7	6,9	7,4	9,6	8,2	5,2	2,4	3,5	4,2
Nefinanční podniky	11,6	13,0	7,3	11,6	0,4	0,6	2,9	6,3	4,7	10,8	2,6	4,6	2,6	3,8	3,5
Ostatní	10,5	25,4	15,9	-5,0	-7,3	-13,8	-5,7	2,4	6,3	11,7	-6,1	-1,2	2,6	3,8	4,2
<b>Podíly na HDP</b>															
Podíl úvěrů na HDP	63,2	64,1	63,9	63,0	62,6	62,7	62,8	62,2	61,6	63,6	62,6	61,9	62,7	64,1	64,5
Podíl vkladů na HDP	86,0	86,5	83,9	80,3	83,5	82,3	81,7	80,5	79,4	84,2	82,0	80,8	80,4	81,0	80,4
Podíl úvěrů a vkladů	73,4	74,1	76,1	78,5	74,9	76,2	76,9	77,2	77,6	75,5	76,3	76,7	77,9	79,2	80,3
<b>Úrokové sazby</b>															
Úvěry pro bytové potřeby	2,3	2,3	2,4	2,5	2,5	2,6	2,8	2,8	2,3	2,4	2,7	3,0	3,3	3,7	4,1
Spotřebitelské úvěry	9,4	9,4	9,1	9,1	9,2	9,2	9,3	9,6	10,6	9,3	9,3	9,8	10,1	11,1	11,6
Úvěry nefinančním podnikům	1,8	1,9	2,0	2,2	2,2	2,1	2,6	2,6	2,0	2,0	2,4	2,6	2,7	3,7	4,1
<b>Podíl úvěrů v selhání</b>															
Úvěry pro bytové potřeby	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	2,2	1,8	1,7	1,8	2,0	2,2	2,5
Spotřebitelské úvěry	7,8	7,6	7,5	7,6	7,2	7,2	7,1	7,2	9,4	7,6	7,2	7,8	8,9	9,8	10,7
Úvěry nefinančním podnikům	5	4,6	4,3	4	3,9	3,8	3,8	3,8	5,2	4,5	3,8	4,0	4,7	5,5	5,9

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

## Klíčové ekonomické ukazatele

### Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
HDP	reálný, %	5,4	2,5	3,7	3,1	2,7	1,6	2,1	2,4
Inflace	průměr období, %	0,3	0,7	2,3	2,2	1,7	0,5	1,6	2,2
Běžný účet platební bilance	% HDP	0,2	1,1	0,9	0,3	0,6	1,1	0,7	0,4
3M PRIBOR	průměr	0,3	0,3	0,4	1,0	1,1	1,1	2,0	2,3
CZK/EUR	průměr	27,3	27,0	26,3	25,5	24,1	23,0	22,3	21,9
CZK/USD	průměr	24,6	24,4	23,4	22,0	19,8	18,4	17,8	17,2

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

### Měna a úrokové sazby - výhled

		1. 8. 2017	Září 2017	Prosinec 2017	Březen 2018	Červen 2018	Září 2018
CZK/EUR	konec období	26,11	25,70	26,00	25,70	25,60	25,30
USD/EUR	konec období	1,181	1,16	1,18	1,16	1,14	1,16
CZK/USD	konec období	22,10	22,2	22,0	22,1	22,4	21,8
3M PRIBOR	konec období	0,31	0,37	0,99	1,03	0,88	0,85
10Y IRS	konec období	1,41	1,45	1,65	1,80	1,95	2,00

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

### Měsíční makroekonomická data

		X-16	XI-16	XII-16	I-17	II-17	III-17	IV-17	V-17	VI-17
Inflace (CPI)	%, m/m	0,3	0,3	0,3	0,8	0,4	0,0	0,0	0,2	0,0
Inflace (CPI)	%, y/y	0,8	1,5	2,0	2,2	2,5	2,6	2,0	2,4	2,3
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	0,5	0,1	0,5	0,7	0,4	-0,1	0,3	-0,5	-0,7
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	-1,7	-1,3	-0,3	2,1	3,1	3,0	3,2	2,3	1,3
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	5,0	4,9	5,2	5,3	5,1	4,8	4,4	4,1	4,0
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	-2,3	7,7	5,3	12,6	4,5	14,2	0,3	12,0	n,a
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	-1,1	7,5	3,6	10,1	2,0	10,2	-2,5	8,1	n,a
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	-6,4	-1,4	2,6	-2,2	-8,2	7,1	4,0	4,7	n,a
Maloobchodní tržby	%, y/y, stálé ceny	0,8	9,2	3,9	8,3	1,0	10,7	-0,3	5,3	n,a
Zahraniční obchod	mld. CZK (národní met.)	15,1	8,6	-7,8	20,5	18,4	23,0	11,5	14,3	n,a
Běžný účet PB	mld. CZK	3,9	-13,9	-12,8	30,6	31,1	32,8	14,3	-2,9	n,a
Finanční účet PB	mld. CZK	23,1	-20,3	8,7	7,9	37,4	-5,5	76,0	-2,6	n,a
M2	%, y/y	8,0	8,2	6,6	8,1	8,9	10,6	11,5	10,6	n,a
Státní rozpočet	mld. CZK (od zač. roku)	98,3	55,5	61,8	9,1	3,7	4,7	6,3	-18,7	4,6
3M PRIBOR	%, průměr	0,29	0,29	0,29	0,28	0,28	0,28	0,29	0,30	0,30
CZK/EUR	průměr	27,02	27,03	27,03	27,02	27,02	27,03	26,82	26,57	26,26
CZK/USD	průměr	24,51	25,07	25,65	25,42	25,40	25,29	25,03	24,04	23,37

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

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

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, včetně autorů tohoto dokumentu, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícimu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů investičních doporučení ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. obvykle nezasílá investiční doporučení jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

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.

Tento dokument není investičním doporučením dle nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, o zneužívání trhu, ani nepředstavuje investiční poradenství dle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, 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 Vejmelek, Ph.D., CFA**  
(420) 222 008 568  
jan\_vejmelek@kb.cz

### Ekonomové



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

### Akciovní analytici



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



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



**Richard Miřátský**  
(420) 222 008 560  
richard\_miřatsky@kb.cz



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

### Sektory



**David Smutný**  
(420) 222 008 509  
david\_smutny@kb.cz



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

## SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE

Hlavní ekonom SG Poland



**Jaroslaw Janecki**  
(48) 225 284 162  
jaroslaw.janecki@sgcib.com

Hlavní ekonom Rosbank



**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

Akciovní 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

### Severní Amerika



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

### Asie a Pacifik



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

### Čína



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



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



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



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



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



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

### Latinská Amerika



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



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



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



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



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



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



**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



**Guy Stear**  
(33) 1 41 13 63 99  
guy.stear@sgcib.com

### Fixed Income



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

### Vedoucí strategie sazeb pro Evropu



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

### Vedoucí strategie sazeb pro USA



**Subadra Rajappa**  
(1) 212 278 5241  
subadra.rajappa@sgcib.com



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



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



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



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

### Úrokové deriváty



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



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



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

### Měnové kurzy



**Kit Juckes**  
(44) 20 7676 7972  
kit.juckes@sgcib.com

### Měnové deriváty



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



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

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



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



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



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



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