

| Čtvrtletní zpráva |

Ekonomické výhledy

Investice vrací úder



© Thinkstock

- **Česká ekonomika zrychluje:** Česká ekonomika vstoupila do fáze pozdní expanze a její ekonomický růst zrychluje. Letos by měl dosáhnout druhé nejrychlejší dynamiky za posledních deset let. Příští rok sice mírně zpomalí, ale zejména investiční boom ho stále udrží na velmi slušných úrovních.
- **Mzdy porostou, to se projeví i v cenách:** Pracovní síla chybí čím dál víc, což se konečně projevuje v silném mzdovém růstu. Ten tlačí do inflace, která by se i v roce 2018 měla držet blízko dvouprocentního cíle.
- **ČNB co čtvrtletí zvedne sazby:** Věříme, že ČNB nebude slepě sledovat svou prognózu a využije současného oživení k návratu sazeb k neutrální úrovni. Do konce příštího roku očekáváme jedno zvýšení sazeb každé čtvrtletí.
- **Koruna bude pokračovat v dlouhodobě posilujícím trendu:** Do konce roku 2018 by se kurz měl dostat pod hladinu 25 CZK/EUR. Bude pokračovat normalizace na forwardovém trhu.
- **Růst spotřeby a investic vlády:** V příštím roce by měla česká ekonomika zažít další fiskální stimulus, když rozpočet centrální vlády počítá s deficitem 50 mld. CZK. Rizikem je dokonce ještě hlubší schodek. Výnosy dluhopisů a sazby IRS by měly v roce 2018 pokračovat v růstu.

**Jan Vejmelek**
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz**Viktor Zeisel**
(420) 222 008 523
viktor_zeisel@kb.cz**Marek Dřímál**
(420) 222 008 598
marek_drimal@kb.cz**David Kocourek**
(420) 222 008 569
david_kocourek@kb.cz**Jana Steckerová**
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz



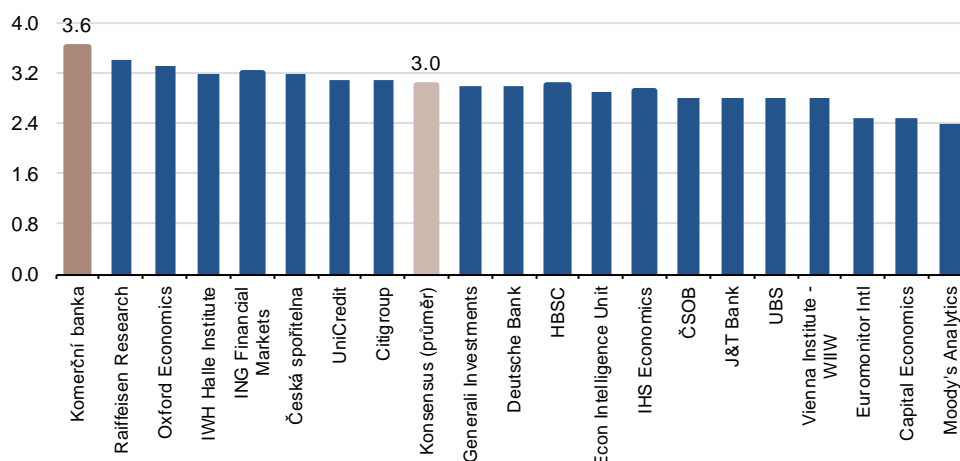
Jan Vejmelek
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

Párty se pomalu blíží ke svému vrcholu

S minulým vydáním *Ekonomických výhledů* jsme šli s kůží na trh. **Naše růstová prognóza pro letošní rok byla neoptimističtější na trhu.** Jako jedni z mála jsme očekávali letošní dvojí zvýšení úrokových sazeb a během podzimu jsme doufali v posílení koruny do oblasti 25,50/70 CZK/EUR.

Ano, byli jsme po čtvrt roce nuceni vyhlídky letošního růstu mírně revidovat. Ale směrem k lepšímu! Z finálních dat národních účtů za druhé čtvrtletí je patrné, že mezičtvrtletní vzestup české ekonomiky byl v tomto období vůbec nejvyšší v historii. A platí to, co jsme zdůrazňovali v předchozím vydání *Ekonomických výhledů*, totiž že růst je patrný všude kolem nás. Rekordní zaměstnanost a mzdy zvyšující se nejrychleji za poslední dekádu podporují spotřebitelské výdaje domácností. Inflace se nachází v blízkosti horní hrany tolerančního pásma ČNB. Zatímco po srpnovém zvýšení úrokových sazeb v jejich letošní další vzestup kromě nás věřil málokdo, nyní o listopadovém utažení měnových podmínek téměř nikdo nepochybuje.

Naše prognóza růstu české ekonomiky pro rok 2018 je neoptimističtější na trhu (HDP v %)



Zdroj: zářijové vydání publikace Consensus Forecast, prognóza KB je aktuální, Ekonomický a strategický výzkum, KB

Letošní rok bude bezesporu patřit z makroekonomického pohledu k těm velmi úspěšným. Pokud pomineme rok 2015, který byl specifický nutností dočerpat prostředky z předchozího programového období, poroste letos česká ekonomika nejrychleji za posledních deset let. Co ale čekat od roku 2018? Rostoucí mzdy ukrajující ze ziskových marží firem naznačují, že se česká ekonomika nachází ve zralé růstové fázi cyklu. Příští rok skutečně poroste o něco pomalejším tempem. Pravděpodobnost recese je ale minimální. Rok 2018 totiž bude takovým malým déjà-vu roku 2015. Jak ve své části tohoto vydání *Ekonomických výhledů* rozebírá Viktor Zeisel, lze díky pravidlu n+3 příští rok očekávat investiční boom díky spolufinancování projektů evropskými penězi.

Časy hojnosti ale nebudou trvat věčně, hospodářský cyklus je realitou. Jak ukazuje Jana Steckerová v hodnocení vnějšího prostředí, zejména Spojené státy se již nacházejí ve fázi pokročilé expanze. Máme celou řadu signálů, že se blíží konec této etapy – nezaměstnanost v USA je extrémně nízká, ziskové marže firem klesají, výrazně padá míra úspor amerických domácností. Jestliže Donald Trump nedodá slíbený fiskální stimul v podobě nižších daní, může přijít recese již v roce 2018. A pokud kýchnou Spojené státy, horečku chytne velmi rychle i Evropa.

Již dnes, v době expanze, je tedy na místě i v Česku přemýšlet, co se stane, až česká ekonomika zpomalí či dokonce upadne do recese. Speciální boxy tohoto vydání *Ekonomických výhledů* se snaží alespoň na část otázek související s příchodem recese odpovědět. David Kocourek, který se ve své agendě posunul k sektorovým analýzám, diskutuje stále větší roli automobilového průmyslu v české ekonomice. Bohužel se jedná o sektor, který je výrazně cyklický. Jak tedy budou s případnou recesí bojovat hospodářské politiky? Viktor Zeisel jasně dokumentuje, že ČNB prostředky na boj s recesí má a nebude se bát je použít. Během příštího roku očekáváme čtvero zvýšení úrokových sazeb. Ještě jedno pak na počátku roku 2019. Bude tedy z čeho snižovat. Zkušenosti z minulé recese pak ukazují, že ČNB nebude mít problém oslabit korunu. Je ale velmi pravděpodobné, že vystrašený trh s vysokým přebytkem korunové likvidity odvede práci za ČNB.

Obsah

Párty se pomalu blíží ke svému vrcholu	2
Vnější prostředí a předpoklady prognózy	5
Hospodářský cyklus vstupuje do fáze pokročilé expanze	5
Spojené státy americké: další zvýšení sazeb v prosinci	5
Box 1: Hospodářský cyklus v USA je již ve své pozdní fázi	5
Eurozóna: první zvýšení sazeb v březnu 2019	7
Německo: nejvyšší tempo růstu HDP od roku 2011	7
Středoevropský region: utažený trh práce tlačí mzdy nahoru	8
Makroekonomická prognóza ČR	10
Vrcholící konjunktura v plné parádě	10
Průmysl zůstane tahounem růstu; stavebnictví vystřelí	11
Box 2: Motor ekonomiky mění kubaturu	12
Fiskální politika: příští rok vzrostou výdaje na investice a platy	13
Pravidlo n+3 podpoří investice	15
Zrychlení mzdového růstu se projeví ve spotřebě	16
Inflace: silná jádrová inflace i přes posílení koruny	17
Rizika: pokles poptávky po autech představuje hrozbu	18
Klíčové makroekonomické ukazatele	19
ČNB Focus	20
ČNB letos zvýší sazby ještě jednou, v příštím roce čtyřikrát	20
ČNB překvapená silou tuzemské ekonomiky	20
Pomalejší posilování koruny dává větší šanci zvyšování sazeb	21
Box 3: ČNB má prostředky na boj s recesí a nebojí se je použít	21
Korunový devizový trh	23
Posilující koruna bude přispívat k utahování měnových podmínek	23
Kondice ekonomiky je taková, že další posilování české měny unese	24
Za rok vidíme korunu pod hladinou 25 CZK/EUR	25
Technická analýza CZK/EUR (aktualizováno 17. října 2017 v 13:03)	26
Pozor na stěžejní úroveň 25,70	26
Trh českých vládních dluhopisů a IRS	27
Výprodej českých dluhopisů by měl v roce 2018 pokračovat	27
Nabídková strana v Q4 17 a 2018: vyšší prodeje CZGB	27
Výnosy CZGB v Q4 17 a 2018: další nárůst	29
Struktura držitelů CZGB: podíl zahraničních vlastníků zůstal vysoko	29
Trh českých sazeb IRS: směrem nahoru	30
Box 4: Zpomalení ekonomiky v letech 2019-20 umaže z 10Y výnosu CZGB 100 bb	30
Bankovní sektor	32
Výhled pro úvěry bez výraznějších změn, predikce depozit směrem nahoru	32
Box 5: Reakce cen bytů na další krizi: pouze mírný pokles	33
Upozornění	36

Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

Ekonomický růst táhne spotřeba domácností.

Hospodářský cyklus vstupuje do fáze pokročilé expanze

Ekonomika Spojených států se nachází ve fázi pokročilé expanze. O délce této fáze rozhodne schválení či neschválení daňové reformy. Dobře se daří i ekonomice eurozóny. Díky tomu začne ECB postupně omezovat program kvantitativního uvolňování, což by mělo vést k posílení eura vůči dolaru. Růst se přelévá i do středoevropského regionu. Hlavním motorem expanze je spotřeba domácností, ke slovu se vrací i investice.

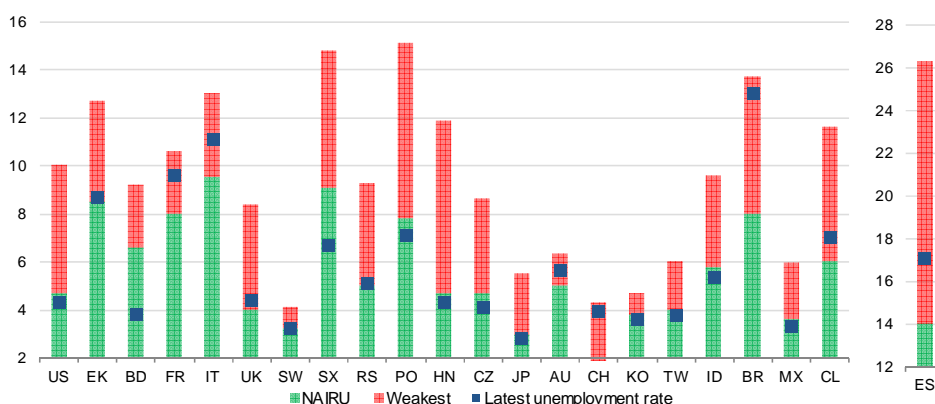
Spojené státy americké: další zvýšení sazeb v prosinci

Ve druhém čtvrtletí letošního roku ekonomika Spojených států přidala 3,1 % q/q anualizovaně. Přispěla k tomu především spotřeba domácností, která by měla být motorem ekonomiky USA i do budoucna. Nasvědčuje tomu dobrá situace na trhu práce, klesající míra úspor i relativně vysoký zájem o nehypoteční úvěry. Spotřebu by navíc měly podpořit i plánované daňové škrty. K hospodářskému růstu by letos měly více přispět i firemní investice především díky oživení investiční aktivity v oblasti energetického sektoru. Čisté exporty budou v letošním i příštím roce naopak hospodářský růst mírně brzdit. Po loňských 1,5 % stoupne letos podle ekonomů SG americký HDP o 2,1 %. Podobným tempem by měl růst i v roce 2018. O tom, v jaké fázi hospodářského cyklu se ekonomika USA nyní nachází a co od ní lze očekávat do budoucna, pojednává box 1.

Box 1: Hospodářský cyklus v USA je již ve své pozdní fázi

Současná expanze ve Spojených státech začala v červnu 2009 a nyní je už třetí nejdelší v historii Spojených států. V únoru 2018 zaujme, pokud jde o délku trvání, druhé místo a pokud vydrží až do května 2019, bude nejdelší v celé historii USA vůbec. Poté však ve Spojených státech podle ekonomů SG začne nastupovat recese. O tom, v jaké fázi se současná etapa globálního hospodářského růstu nachází, dobře vypovídá vývoj míry nezaměstnanosti. Míra nezaměstnanosti se již v mnoha vyspělých ekonomikách pohybuje pod NAIRU, jak ukazuje následující obrázek.

Míra nezaměstnanosti versus NAIRU



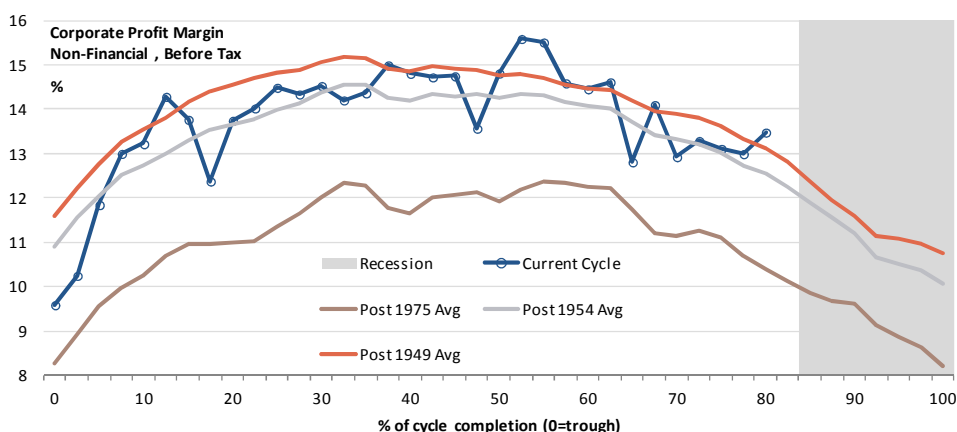
Zdroj: Datastream, SG Cross Asset Research/Economics

Míra nezaměstnanosti pod NAIRU naznačuje, že se ekonomiky nacházejí v pozdní fázi expanze, což platí i pro Spojené státy. Pokles nezaměstnanosti pod NAIRU je zpravidla spojen

s rychlým nárůstem mezd, akcelerující inflací a růstem úrokových sazeb, což pak vytváří tlak na pokles ziskových marží korporací, klesají investice a hospodářský růst zpomaluje.

Ziskové marže jsou tak dalším dobrým vodítkem jak posoudit, v jaké fázi cyklu se ekonomika nalézá. V Q2 17 ziskové marže ve Spojených státech překvapily růstem, což bylo dáno zvýšením produktivity. V následujících čtvrtletích však podle našeho odhadu jednotkové mzdové náklady opět porostou, což bude vytvářet další tlak na pokles ziskových marží.

Spojené státy: ziskové marže a hospodářský cyklus



Zdroj: Datastream, Haver analytics, SG Cross Asset Research/Economics

Známky toho, že expanze v USA se již nachází v pozdní fázi, jsou patrné i na míře úspor domácností, která výrazně poklesla.

Ekonomika Spojených států tedy vykazuje jasné známky pokročilé expanze a v H2 19 vstoupí podle našeho názoru do recese. Recese ve Spojených státech se bude postupně přelévat i do eurozóny. Následně se jí nevyhne ani Česká republika. Největším rizikem pro naši prognózu je, že se prezidentovi Donaldu Trumpovi nepodaří prosadit žádné daňové škrtky. Tomuto scénáři přikládáme váhu 30 %. Neschválení daňové reformy by znamenalo nástup recese ve Spojených státech již v H2 18 a tím pádem i dřívější zpomalení v eurozóně a Česku.

Další zvýšení sazeb ještě před koncem letošního roku.

Americká centrální banka (Fed) ponechala v září úrokové sazby beze změny (na úrovni 1,0-1,25 %). Oznámila však své plány ohledně snižování bilanční sumy. S platností od října začíná reinvestovat splatné dluhopisy, které drží ve svém portfoliu, ve stále menším objemu. Od října jsou objemy reinvestic nižší o 10 mld. USD. To by mělo úroky na delším konci výnosové křivky tlačit postupně směrem nahoru. Zároveň Fed zveřejnil i svoji novou prognózu. Odhad letošního růstu HDP byl centrálními bankéři zvýšen na 2,4 % z původních 2,2 %, a to i navzdory nedávným hurikánům. Pro rok 2018 byl ponechán odhad 2,1 %. Pozitivně vyzněl i inflační výhled. Odhad pro jádrový deflátor osobní spotřeby, preferovaný inflační indikátor Fedu, byl pro příští rok revidován pouze mírně dolů z 2,0 % na 1,9 %. Změny nedoznal ani medián úrokových sazeb, který v letošním roce počítá ještě s jedním zvýšením úrokových sazeb, příští rok pak s trojím. To je i v souladu s naší prognózou, kdy předpokládáme, že k dalšímu zvýšení sazeb dojde na konci letošního roku (12.-13. prosince) a k dalším třem v roce 2018.

Příští rok euro posílí až na 1,27 USD/EUR.

Jestřábí rétorika Fedu společně s nadějí, že se Donaldu Trumpovi podaří alespoň v nějaké formě prosadit daňové škrt, pomohla dolaru vrátit se pod úroveň 1,20 USD/EUR. Na konci letošního roku by se podle ekonomů SG měl kurz nacházet na hladině 1,18 USD/EUR. Příští rok se však díky omezování programu kvantitativního uvolňování v eurozóně ke slovu opět vrátí euro. Na konci roku 2018 by se hlavní světový měnový pár měl nacházet na úrovni 1,27 USD/EUR.

Eurozóna: první zvýšení sazeb v březnu 2019

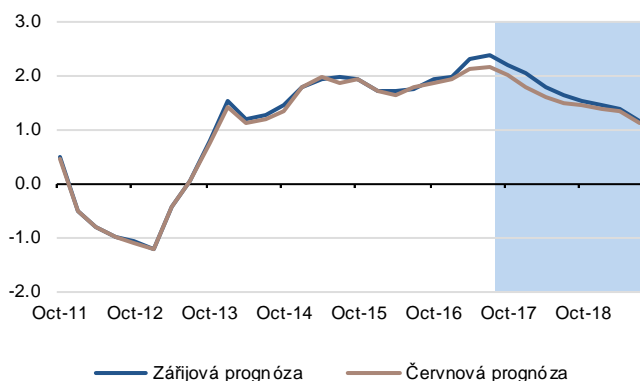
V letech 2018-2019 růst eurozóny zpomalí.

Růst HDP eurozóny by v letošním roce měl dosáhnout 2,2 %. I navzdory nedávnému posílení eura ekonomika těží z oživení světové poptávky. To by se mělo odrazit v pozitivním příspěvku čistých exportů k růstu HDP. Nejdůležitějším zdrojem růstu však zůstává spotřeba domácností. Významným přispěvatelem k HDP jsou i investice (+0,5 pb v roce 2017 i 2018). V letech 2018-2019 hospodářský růst mírně zpomalí s tím, jak bude ECB postupně opouštět program QE, projeví se důsledky Brexitu a v H2 19 začne podle našeho odhadu recese ve Spojených státech (viz box 1). Omezování nákupů aktiv bude také vytvářet na ekonomiky eurozóny větší tlak, aby pokračovaly ve strukturálních reformách.

První zvýšení sazeb v březnu 2019.

Ekonomové SG změnili výhled na politiku ECB. Původní odhad počítal s tím, že ECB s platností od ledna prodlouží program kvantitativního uvolňování o šest měsíců, zároveň ho však sníží na 40 mld. EUR měsíčně. Nyní předpokládáme, že ECB prodlouží program o devět měsíců a měsíční objem nakupovaných dluhopisů sníží na 25 mld. EUR. Poté by měl být celý program ukončen. Plány ohledně konce programu však ECB na svém říjnovém zasedání neoznámí. Naopak si bude chtít nechat dveře otevřené pro další případné prodloužení programu. To je i důvodem pro naši revizi. ECB si je vědoma toho, že pokud si nevykoupí všechny dostupné dluhopisy, bude moci na trhu zůstat déle. Změny v parametrech QE navíc umožňuje i současný slušný hospodářský růst eurozóny. První zvýšení sazeb stále očekáváme v březnu 2019. Další by mělo následovat v červnu 2019.

Výhled pro HDP v eurozóně byl revidován směrem nahoru (%)



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

Inflace v eurozóně bude slabší (%)



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

Předstihové indikátory slibují slušný růst HDP.

Německo: nejvyšší tempo růstu HDP od roku 2011

Výsledky německé průmyslové výroby i továrních objednávek v září předčily očekávání. Velmi dobře dopadly i PMI, přičemž ZEW index se vyšplhal na nejvyšší hodnotu od roku 2007. To vše potvrzuje, že německá ekonomika se stále těší velmi dobré kondici. Dosavadní vývoj předstihových indikátorů je podle ekonomů SG konzistentní s růstem HDP o 0,5 % q/q

v Q3 17 s tím, že v Q4 17 by mohl být růst ještě větší. Za celý letošní rok by růst HDP měl po kalendářním očištění dosáhnout 2,1 %, což je nejvyšší tempo od roku 2011.

Politická scéna bude více roztříštěná, hledání kompromisů nebude snadné.

V zářijových německých volbách získala CDU 33 %, SPD skončila jako druhá a zamířila s 20 % do opozice. Poprvé se do Spolkového sněmu dostala i pravicově populistická strana AfD. O případné koalici bude CDU vyjednávat s liberální FDP (10,4 %) a Zelenými (9,5 %). Hledání kompromisů však nebude snadné. Podle ekonomů SG by mezi priority nové vlády měla patřit snaha o přeorientování německé ekonomiky ze zahraničního obchodu na růst založený na domácí poptávce. K tomu by mělo pomoci posílení investic do infrastruktury a energetiky, podpoření rychlejšího růstu mezd a uvolnění regulace v sektoru služeb. Další prioritní oblastí bude evropská agenda, složité diskuze budou probíhat i kolem otázky migrace.

Středoevropský region: utažený trh práce tlačí mzdy nahoru

Solidní růst HDP bude pokračovat, ke slovu se vrátí investice.

Růst HDP v zemích středoevropského regionu předčil v Q2 17 očekávání. Společným jmenovatelem zůstala spotřeba domácností, která těží z mimořádně dobré situace na trhu práce. Nezaměstnanost se nalézá na historicky nejnižších úrovních, což tlačí mzdy směrem nahoru. K tomu se přidává i zvyšování minimálních mezd (v Maďarsku v letošním roce o 15 % pro nekvalifikovanou pracovní sílu a o 25 % pro kvalifikovanou, v České republice příští rok o 11 %, v Polsku o 5 %) a růst platů ve veřejném sektoru. To se následně přelévá i do mezd v privátní sféře. I tak je ale problém v regionu pracovní sílu sehnat. Částečně tento problém řeší najímání zahraničních pracovníků, což je patrné především v Polsku (v roce 2016 zde pracovalo více než 700 tisíc Ukrajinců). V ostatních zemích, především v České republice a Maďarsku, tlačí utažený trh práce mzdy nahoru. Růst mezd zatím pokulhává na Slovensku. Prostor pro další pokles nezaměstnanosti v regionu je podle našeho názoru limitovaný. Firmy by měly začít více investovat, pokud chtějí uspokojit rostoucí poptávku. Investiční aktivitu by mělo významně podpořit čerpání peněz z fondů Evropské unie. O stavu čerpání peněz z fondů EU vypovídá následující tabulka:

Čerpání peněz z fondů EU (říjen 2017)

mln. EUR	Česká republika	Polsko	Maďarsko	Slovensko
Plánovaný objem čerpání	32,4	104,9	29,7	20,1
Rozhodnuto	9,9	35,8	19,9	5,9
Vyčerpáno	1,4	6,8	2,1	1,1

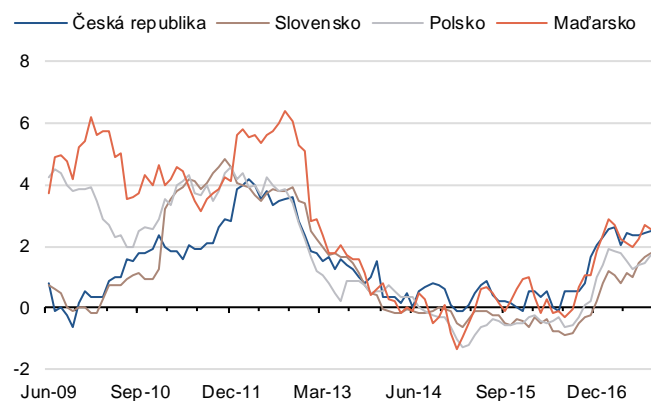
Zdroj: Evropská komise, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Inflace v Polsku by měla v příštím roce začít rychle akcelarovat.

Navzdory solidnímu růstu HDP a rostoucím mzdám zůstávají inflační tlaky v polské ekonomice stále utlumené. Nízká je především jádrová inflace, která se drží kolem úrovně 0,7 %. To by se ale mělo podle našeho odhadu v příštím roce změnit, když díky utažené situaci na trhu práce. Díky rostoucím cenám potravin a pohonných hmot začne akcelarovat i celková inflace. V H2 18 by se inflace mohla dokonce vyhoupnout ke 3 %. Centrální banka bude muset inflační tlaky začít krotit utažením měnových podmínek. To podle našeho názoru nastane v červenci 2018. Do té doby zůstanou sazby beze změny na úrovni 1,5 %. Lépe by se mělo začít dařit i polskému zlotému, který od května trpěl spory kolem ústavního zákona, holubičí rétorikou centrální banky i rostoucími výnosy na rozvinutých trzích. Dobrá kondice domácí ekonomiky, vyhlídky na zvyšování sazeb i to, jak si investoři postupně zvykají na spory

Polska s Evropskou unií, hovoří ve prospěch silnějšího zlatého vůči euru (ekonomové SG vydali doporučení na nákup zlatého, s cílovou hodnotou 4,119 PLN/EUR¹).

Inflace v regionu pomalu stoupá (% , y/y)



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

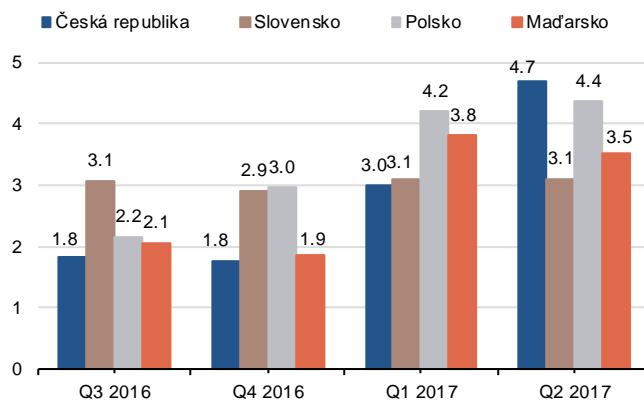
Maďarská centrální banka bude udržovat měnovou politiku i nadále uvolněnou.

Inflační cíl se zatím nedaří plnit ani maďarské centrální bance. Inflace se v současné době pohybuje kolem úrovně 2,5 %. V následujících měsících však podle prognózy centrální banky opět zpomalí ke 2 % a 3% cíle dosáhne až v Q2 19. Tomu odpovídá i měnová politika MNB, která bude i nadále velmi uvolněna. Na svém zářijovém zasedání centrální banka sice ponechala klíčovou úrokovou sazbu beze změny (na úrovni 0,9 %), jednodenní sazbu však snížila z -0,05 % na -0,15 %. Zároveň omezila limit pro vstup komerčních bank do tříměsíční depozitní facility, a to z původních 300 mld. HUF na 75 mld. HUF. Snaží se tak zvyšovat mezibankovní likviditu. Centrální banka také vyjádřila svůj záměr stlačit BUBOR a výnosy podél celé výnosové křivky (obzvláště pak na jejím dlouhém konci) ještě níže. Plánuje to provést skrze rozšíření nabídky FX swapů, skrze které mohou banky za výhodných podmínek převádět cizoměnové úvěry do domácí měny. Maďarský forint tak bude mít tendenci spíše oslabovat.

ČNB bude ve zvyšování úrokových sazeb pokračovat.

Z hlediska plnění inflačního cíle je na tom nejlépe Česká republika. Inflace se již bezpečně drží na 2% cílem a tak centrální banka začala měnové podmínky utahovat. Více se na toto téma dočtete v sekci ČNB Focus. Informace o slovenské ekonomice naleznete v našem posledním reportu <http://bit.ly/SEO3q17CZ>.

HDP v regionu příjemně překvapil (% , y/y)



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

¹ Z reportu Société Générale Poland: Short EUR-PLN as improving macro outlook outweighs political noise

Makroekonomická prognóza ČR



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

Hlavní změny

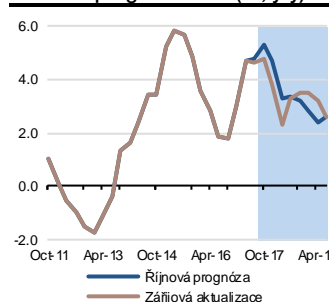
HDP:

Revidovali jsme svůj celoroční výhled pro růst HDP v roce 2017 na 4,4 % (po zářijové revizi jsme předpokládali 4,3 %) díky excelentní výkonnosti v první polovině roku. Pro rok 2018 očekáváme také silný růst, který by měl dosáhnout 3,6 % (pův. 3,2 %).

Inflace:

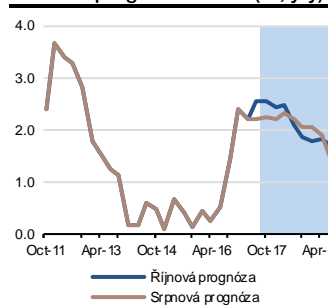
Svůj inflační výhled pro letošní rok jsme revidovali o desetinu procentního bodu na 2,4 %. Výhled pro rok 2018 jsme ponechali beze změny na 2,2 %.

Změna v prognóze HDP (% , y/y)



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

Změna v prognóze inflace (% , y/y)

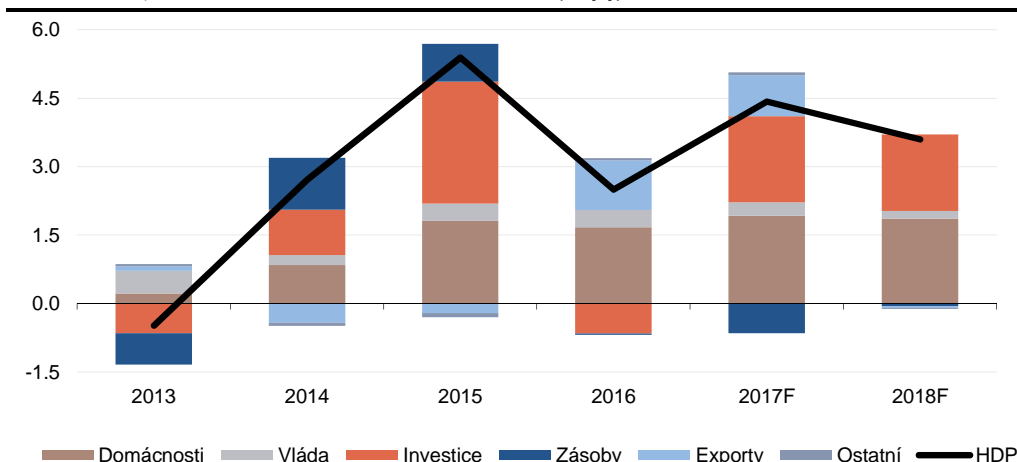


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vrcholící konjunktura v plné parádě

Domácí ekonomika ve třetím čtvrtletí výrazně zpomalila. Nicméně to je podle nás důsledek silícího efektu celozávodních dovolených a zpomalení bude mít pouze krátké trvání. Expanze se znovu rozjede v posledním čtvrtletí roku a pokračovat bude i v průběhu roku 2018. Vnější prostředí bude ekonomiku i nadále stimulovat, ale hlavní roli bude hrát domácí poptávka. Soukromé investice už předvedly svou sílu na začátku letošního roku. Veřejným investicím pomůžou evropské fondy. Část alokovaných prostředků musí totiž být vyčerpána do konce roku 2018 podle pravidla n+3. Mzdy by měly pokračovat ve zvyšování, a to pak bude podporovat cenový růst. Inflace by tak měla přetrvat silná i přes posilování koruny.

Jak rok 2017, tak rok 2018 ve znamení silného růstu (% , y/y)



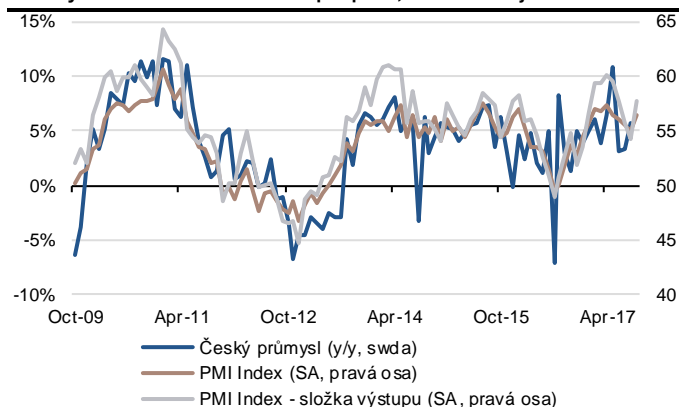
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Český ekonomický růst ve druhém čtvrtletí překonal všechna očekávání, když dosáhnul 2,5 % q/q. Růst byl tažen zejména soukromou investiční aktivitou, ale privátní spotřeba také vykázala nemalé zrychlení, když druhé čtvrtletí přineslo velmi rychlý růst mezd. Jak průmyslová výroba, tak stavební produkce vykázaly velmi dobré výsledky a silná domácí poptávka byla potvrzena i statistikou maloobchodních tržeb. Nicméně dosavadní čísla za třetí čtvrtletí přinesla zklamání. Průmyslová produkce se propadla více, než by naznačovala tradiční sezónnost, stavební sektor zpomalil a růstová dynamika maloobchodních tržeb také nebyla tak působivá jako ve druhém čtvrtletí. Domníváme se, že za to může silící fenomén celozávodních dovolených a máme pro to dva silné argumenty:

- **Automobilový průmysl se synchronizuje.** Výrobci automobilů již tradičně o prázdninách zavřeli své továrny na dva až tři týdny a připojil se i jejich dodavatelský řetězec. Před krizí si producenti aut drželi zásoby hotových aut. Nicméně v průběhu krize se proces prodeje aut trochu změnil a sklady producentů jsou téměř prázdné a to platí i pro sklady dílů, ze kterých se auta vyrábějí. Celý sektor se tak synchronizuje, protože i dodavatelé jsou nuceni vyhlásit dovolenou ve stejný čas jako finální výrobci. Na sklad se totiž dnes nevyrábí. Všechny celozávodní dovolené se tak koncentrují do třetího čtvrtletí.

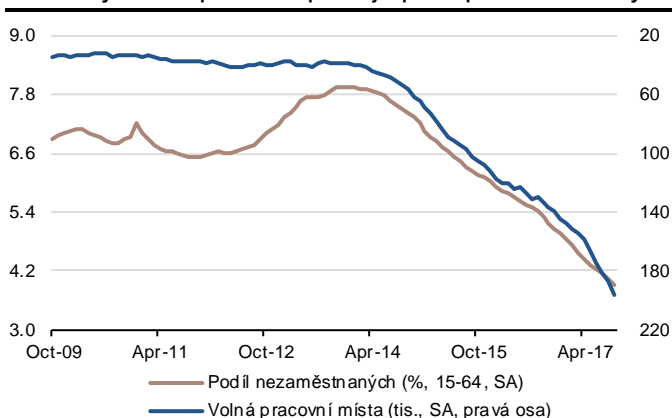
- **Podíl automobilového průmyslu roste.** Automobilový průmysl zvyšuje svůj podíl na průmyslové výrobě i celkové přidané hodnotě. Celozávodní dovolené jsou hlavně doménou automobilového průmyslu a zvyšování jeho podílu na celkovém výstupu prohlubuje i letní pokles souhrnné produkce.

Průmysl se ve třetím čtvrtletí propadl; PMI ukazuje na oživení



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

Podmínky na trhu práce se zpřisňují i přes zpomalení aktivity



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

Průmyslová produkce zpomalila ve třetím čtvrtletí pouze dočasně.

Sezónní faktory, které používá ČSÚ, nejsou schopny rostoucí sezónnost, kterou popisujeme v předchozích odstavcích, plně vyhladit. Třetí čtvrtletí tak přináší slabší čísla. Zpomalení jsme zaznamenali v loňském roce a bude se opakovat i v létě příštího roku. Vzhledem k tomu, že se jedná pouze o sezónnost, nevyvozujeme z toho žádné závěry. Ekonomika si zachovává slušné momentum. To je patrné třeba na vývoji nezaměstnanosti. Míra nezaměstnanosti podle metodologie ILO se v srpnu držela na rekordně nízkých 2,9 % a podíl nezaměstnaných měřený MPSV se v září i přes nepříznivou sezónnost dostal na 3,8 % ze 4 % v červnu. Vpředhledící indikátory také naznačují akceleraci ekonomiky v podzimních měsících. **Očekáváme tedy, že domácí ekonomika ve třetím čtvrtletí přidala 0,3 % q/q po neuvěřitelném růstu o 2,5 % v tom druhém.** Nicméně se domníváme, že toto zpomalení je pouze dočasné a že hospodářství v následujících čtvrtletích znovu zrychlí. To popisujeme v následujících odstavcích.

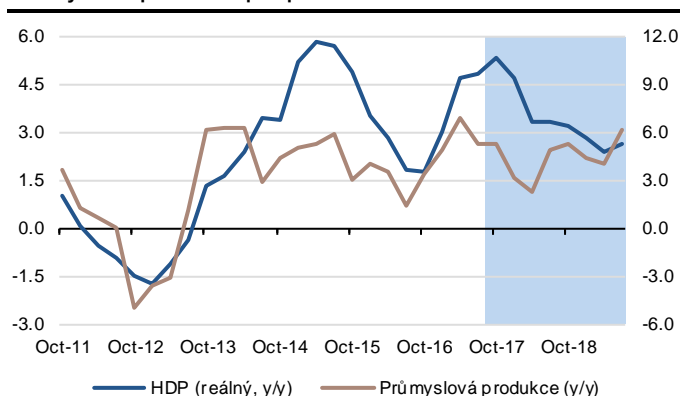
Průmysl bude podpořen jak zahraniční, tak domácí poptávkou.

Průmysl zůstane tahounem růstu; stavebnictví vystřelí

Jak jsme popsali v předcházejících odstavcích, průmyslová produkce se v letních měsících propadla kvůli čerpání celozávodních dovolených v automobilovém průmyslu. Vnější prostředí průmyslu nadále pomáhá, když jsme stále svědky zvyšování objemu světového zahraničního obchodu a růstová dynamika

v Německu a v eurozóně zůstává silná. Přebytek zahraničního obchodu v nominálním vyjádření by se ale letos měl snížit. Za tím stojí růst cen komodit. Přebytek očištěný o komoditní bilanci bude podle našeho odhadu v podstatě stejný jako v rekordním roce 2016.

Průmyslová produkce podpoří růst HDP



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

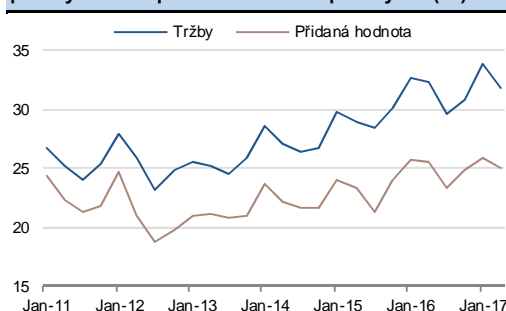
Příští rok by ceny komodit měly mírně korigovat, a tak by se měl zvýšit i přebytek zahraničního obchodu. Rekordního přebytku z roku 2016 však nedosáhne. Průmyslu bude pomáhat i domácí poptávka, protože očekáváme výrazný růst investic i spotřeby. Domácí předstihové indikátory potvrzují náš výhled, že průmysl v následujících měsících vykáže slušná růstová čísla. **Tento rok by průmyslová výroba měla vzrůst v průměru o 5,1 %. Její růst bude pokračovat i v příštím roce, kdy by měla přidat dalších 3,9 %.** Pro náš výhled vidíme rizika plynoucí zejména z automobilového průmyslu. Pokud by se propad globální poptávky po autech výrazně projevila i v Evropě, český automobilový průmysl bude mít problém. To popisujeme v boxu 2.

Box 2: Motor ekonomiky mění kubaturu

Automobilový průmysl se stává v českém hospodářství významnější a jeho vysoká cykličnost bude ovlivňovat celkový vývoj v české ekonomice.

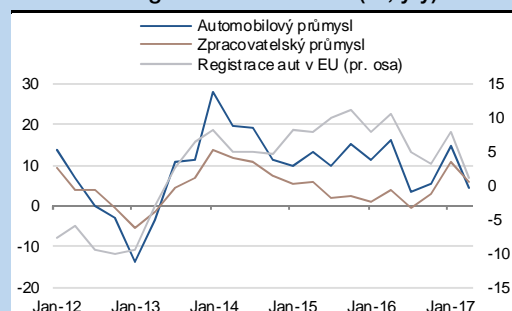
Fakt, že automobilový průmysl² je kvůli své důležitosti motorem hospodářského cyklu v České republice, je v celku známý. **Stále více se ovšem ukazuje, že tento motor zvyšuje svou kubaturu. Jeho podíl na tržbách či přidané hodnotě zpracovatelského průmyslu totiž za posledních šest let vzrostl o více jak pět procentních bodů.** Ve druhém čtvrtletí letošního roku se tedy podílel necelými 32 % na tržbách a 25 % na přidané hodnotě zpracovatelského průmyslu. Ten sám má třetinový podíl na tvorbě HDP.

Podíl tržeb a přidané hodnoty automobilového průmyslu na zpracovatelském průmyslu (%)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Cykličnost automobilového průmyslu ve srovnání s registracemi aut v EU (% y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vyšší váha automobilového průmyslu ve zpracovatelském průmyslu se promítá do vyšší volatility průmyslu jako celku. S ohledem na velikost a geografickou orientaci vývozu na trhy v EU to vystavuje českou ekonomiku ještě více případnému negativnímu šoku, které by tamní trhy mohl postihnout.

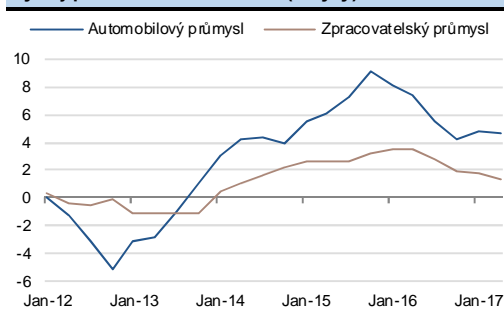
To představuje z pohledu ekonomické politiky výzvy především s ohledem na rychlost reakce fiskální či měnové autority na změnu průběhu hospodářského cyklu. Na druhou stranu z pohledu analýzy to má výhodu v tom, že je k dispozici jednoduše dostupný indikátor vývoje automobilového průmyslu – registrace aut v EU. Následující graf porovnává meziroční tempa tržeb českého automobilového průmyslu s meziročním tempem registrací automobilů v EU. Ten ilustruje korelaci registrací aut v EU s vývojem tržeb automobilového průmyslu a zároveň vývojem ve zpracovatelském průmyslu.

² Za automobilový průmysl v textu označujeme sektor 29 „Výroba motorových vozidel (kromě motocyklů), přívěsů a návěsů“ v klasifikaci NACE, protože svým významem a dynamikou vývoje je určující.

Vysoká cykličnost automobilového průmyslu se také výrazně projevuje na trhu práce, a to nejen ve výrazně vyšší amplitudě růstu počtu pracovníků, ale i ve vyšší dynamice mezd. Výrazně rychlejší dynamika růstu počtu zaměstnanců v automobilovém průmyslu vedla ke zvýšení podílu počtu zaměstnanců ze 12 % na zpracovatelském průmyslu na konci roku 2014 pouze na 13,3 % ve druhém čtvrtletí letošního roku, což nenaznačuje velký posun ve struktuře zaměstnanosti.

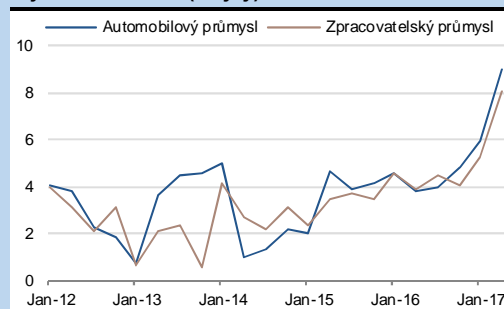
Dynamika mezd v automobilovém průmyslu je tahounem celého průmyslu nejen ve statistickém smyslu, že jedna složka ovlivňuje celek, ale také z pohledu konkurence jednotlivých průmyslových sektorů. Více informací najdete v Boxu 2 v minulých *Ekonomických výhledech* (<http://bit.ly/CZOutlQ317>). Příklad mzdového vývoje není jediný, jak automobilový průmysl ovlivňuje celý zpracovatelský průmysl. Dalším faktorem, který pravděpodobně přispívá k vyšší volatilitě zpracovatelského průmyslu z titulu vývoje v automobilové produkci je její subdodavatelský řetězec.

Vývoj počtu zaměstnanců (% y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Dynamika mezd (% y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

Inženýrské stavitelství čeká
oživení díky přílivu EU fondů.

Propad ekonomické aktivity v letních měsících se dotkl také stavebního sektoru. Jeho meziroční růst se podle našeho odhadu ve třetím čtvrtletí scvrkl na 1,6 % y/y. V následujících kvartálech by ale tento sektor měl být podpořen přílivem prostředků z evropských fondů. To bude zřetelné zejména v příštím roce, kdy se budou muset vyčerpat všechny prostředky z některých programů. Ty by měly zaměřit do výstavby veřejné infrastruktury. Toto téma do hloubky popisujeme v části o *Fiskální politice*. V tuto chvíli pozorujeme jisté oživení v pozemním stavitelství. Vidíme totiž silnou poptávku po bydlení ve větších městech (zejména v Praze), nicméně developeři stále naráží na administrativní překážky. 1. ledna 2018 vstoupí v platnost nový zákon, který by měl zjednodušit přípravu staveb. Nicméně stále ještě čekáme na nový metropolitní územní plán. Bez něj stavební boom v Praze nenastane. Celkově se domníváme, že stavební výroba v Česku letos přidá 3 % a příští rok zrychlí díky přílivu EU fondů na 6,9 %.

Fiskální politika: příští rok vzrostou výdaje na investice a platy

Navzdory nárůstu běžných výdajů, částečně souvisejícím s volbami, rozpočet centrální vlády s největší pravděpodobností skončí v nižším schodku oproti plánu (60 mld. CZK) i oproti našemu původnímu očekávání (45 mld. CZK). **Nyní předpokládáme deficit pouhých 25 mld. CZK s rizikem směrem k ještě menší záporné bilanci,** pokud během zbytku roku přiteče více peněz z EU (což naznačil ministr financí na začátku října). Vládním financím prospívá především zrychlující ekonomický růst, který se promítá do vyššího výběru daní a sociálního pojištění. Nová opatření pro boj s daňovými úniky zároveň pomohla zlepšit

především výběr DPH, větší dopad ale měl podle nás nárůst spotřeby a mezd. Na druhou stranu příliv evropských peněz letos výrazně klesl (v období leden-září o 85 mld. CZK meziročně), jelikož loňský rok byl z tohoto pohledu mimořádně příznivý díky dočerpávání fondů předchozího programového období.

Na výdajové straně dochází letos k výraznému růstu běžných výdajů (prozatím o 6 % y/y), což táhnou především vyšší platy ve veřejné sféře, navýšení důchodů a různé transfery. Naopak kapitálové (investiční) výdaje zaostávají za rozpočtovým plánem i za svojí loňskou úrovní.

Jsou to právě nižší investice, co drží celkové výdaje a bilanci rozpočtu pod kontrolou. Na konci září dosáhl rozpočet přebytku 17,4 mld. CZK. Pro poslední měsíce letošního roku očekáváme, že vyšší výdaje (na platy, transfery, investice) nakonec stáhnou hospodaření vlády do schodku 25 mld. CZK.

Celý veřejný sektor České republiky by měl podle našich očekávání skončit v přebytku 0,1 % HDP.

Celý veřejný sektor České republiky by měl podle našich očekávání skončit v přebytku 0,1 % HDP (v metodice ESA 2010). Deficit centrální vlády by měl převážit přebytek hospodaření územních rozpočtů, které letos opět zažívají výrazný nárůst příjmů při současném poklesu investičních výdajů. Fiskální úsilí by mělo letos dosáhnout -0,8 pb HDP a tento fiskální stimulus by se měl projevit především ve spotřebě domácností skrze běžné výdaje státu.

Veřejný dluh by měl letos podle naší prognózy poklesnout na 33,7 % HDP z loňských 36,8 %. Dluh centrální vlády bude zřejmě v absolutním vyjádření téměř beze změn, přičemž dluh municipalit zřejmě poklesne díky jejich výrazně příznivému hospodaření. Ještě důležitější je ale pro poměr dluhu k HDP výrazný růst ekonomiky – nominální produkt letos vzroste o 5,8 %.

Dynamika veřejných financí

	2017f	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f
Bilance veřejných financí (% HDP)	0,1	-0,6	-1,0	-0,9	-0,7	-0,5
Fiskální úsilí (pb HDP)	-0,8	-0,9	-	-	-	-
Veřejný dluh (mld. CZK)	1 700	1 730	1 785	1 835	1 875	1 905
Poměr dluhu k HDP (%)	33,7	32,3	32,0	32,2	32,2	31,3

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

V příštím roce by měla česká ekonomika zažít další fiskální stimulus, když rozpočet centrální vlády počítá s deficitem 50 mld. CZK.

V příštím roce by měla česká ekonomika zažít další fiskální stimulus, když rozpočet centrální vlády počítá s deficitem 50 mld. CZK. Před letošními volbami zakomponovala vládní koalice do návrhu rozpočtu 2018 několik opatření především na výdajové straně, která budou nadále podporovat spotřebu vlády a domácností. Mezi ta hlavní patří navýšení platů učitelů o 15 % a ostatních platů ve veřejné sféře o 10 %. **V důsledku by měl průměrný plat vzrůst o 13,2 %** (tento krok vstoupí v platnost už v listopadu 2017, ale naplno se projeví až v příštím roce). Starobní důchody by měly příští rok vzrůst o 4 %, když vláda změnila pravidla pro jejich indexaci.

Důležité je, že v příštím roce očekáváme i výrazný růst veřejných investic, a to ze dvou důvodů:

- **Za prvé, část evropských fondů v nových programech musí být podle pravidla n+3 vyčerpána do konce příštího roku, jinak o tyto peníze Česko přijde.** Na konci Q2 17 činil objem prostředků, které musí být do konce roku 2018 použity, přes 70 mld. CZK. Předpokládáme, že větší část z této sumy bude proinvestována právě až v příštím roce. V důsledku by tak měly veřejné investice v roce 2018 vzrůst

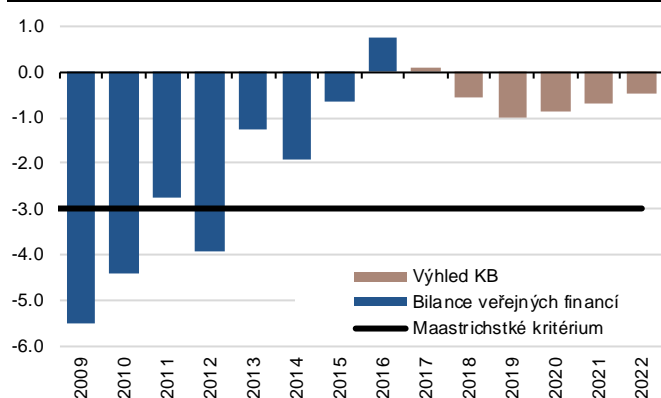
navzdory tomu, že návrh rozpočtu počítá s jejich poklesem oproti letošku. Rizikem pro celý rozpočet navíc je, že i další odkládané investice se konečně rozjedou ve větší míře a přivedou bilanci státního rozpočtu do ještě většího schodku, než je plánovaných 50 mld. CZK. Nároky z nespotřebovaných výdajů, které budou moci organizační složky státu případně čerpat, totiž nejsou pokryty rozpočtovanými příjmy.

- **Za druhé, vláda se ocitla pod tlakem navýšit výdaje na obranu v souladu s požadavky NATO.** V důsledku (a i díky dobré ekonomické situaci) se tak rozjely plány na masivní nárůst obranných výdajů a investic pro příští roky. Nákupy nových vrtulníků, protiletadlových systémů, či zbraní by měly dosáhnout desítek miliard korun. Předpokládáme, že v příštím roce budou investice na obranu činit 10-20 mld. CZK (což částečně popožene i importy). Například kontrakt na dodávku nových helikoptér by měl být finalizován právě v příštím roce, kdy by měl podle našich očekávání plně navýšit HDP – navzdory tomu, že fyzické dodávky budou rozloženy do let 2018-20.

Bilance veřejného sektoru by se měla podle našich odhadů dostat příští rok do schodku 0,6 % HDP.

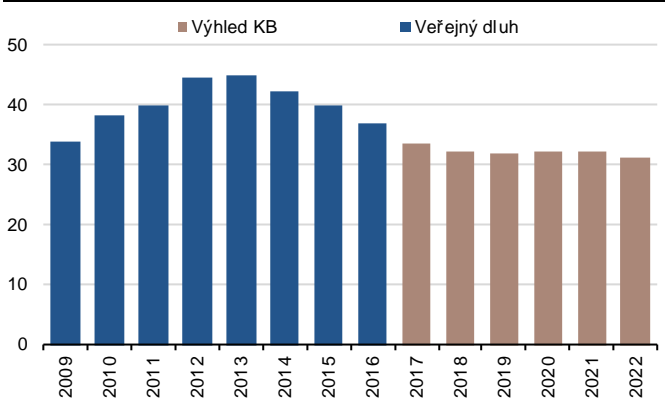
Bilance veřejného sektoru by se měla podle našich odhadů dostat příští rok do schodku 0,6 % HDP. Očekáváme, že schodek centrální vlády dosáhne dle plánu 50 mld. CZK, přičemž v rámci zjednodušení počítáme se stejnou sumou i v metodice ESA 2010. Hospodaření místních rozpočtů by mělo vykazovat další přebytek, ale menší kvůli vyšším investicím. Fiskální úsilí dosáhne podle našich očekávání -0,9 pb HDP a promítne se do spotřeby i investic.

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

Veřejný dluh by se měl v roce 2018 dále snížit na 32,3 % HDP díky pokračujícímu rychlému růstu nominálního HDP. Výše dluhu v absolutních číslech by však měla poprvé po třech letech vzrůst o 30 mld. CZK.

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

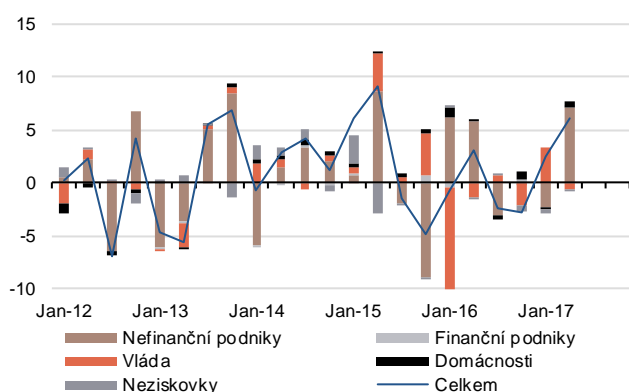
Pravidlo n+3 podpoří investice

EU fondy nakopnou investiční aktivitu v roce 2018.

Jak jsme ukázali v předchozích odstavcích, veřejné investice by měly v příštích měsících zrychlit. Nejedná se pouze o kriticky potřebné investice do infrastruktury, ale plány jsou i na nákup vojenské techniky. Prozatím ale dynamika veřejných investic zaostává za růstem soukromých investic. Ve druhém čtvrtletí jsme viděli rozmach investic od nefinančních podniků. Největší část těchto investic směřovala do strojů a zařízení. Podniky tak reagují na

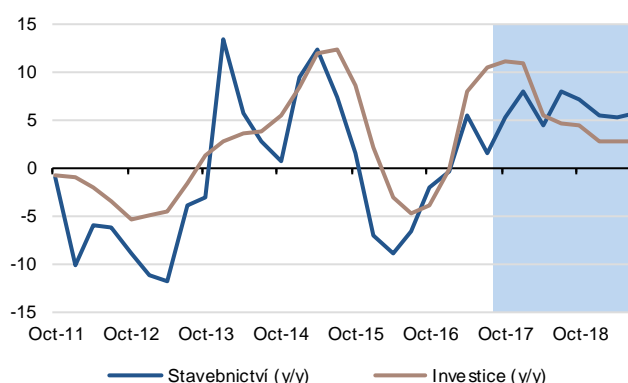
rostoucí poptávku a příznivý výhled, který se mísí s nedostatkem pracovní síly a rostoucími náklady na práci. Výrobní podniky tak musí investovat, aby zvýšily svou produktivitu. To je vzhledem k nedostatku pracovní síly jediná cesta, jak zvýšit svůj výstup. Vzhledem k našemu velmi příznivému výhledu pro ekonomiku v letošním a příštím roce očekáváme, že soukromé investice i nadále porostou. Navíc i podniky se mohou podílet na čerpání EU fondů, aby zvýšily svou produktivitu. Letos tedy očekáváme růst investic ve výši 7,4%, zatímco příští rok se kapitálové výdaje zvýší o dalších 6,4 %, když je podpoří EU fondy.

Současný růst investic táhnou nefinanční podniky (% , q/q)



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

Příviv EU fondů investice ještě více podpoří v roce 2018



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

Utažený trh práce se bude dál odrážet v růstu mezd.

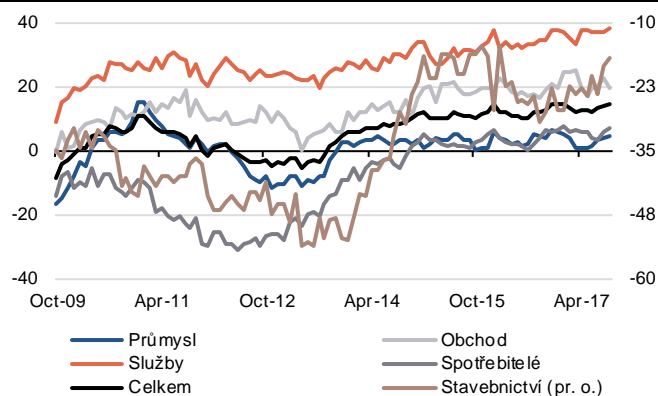
Zrychlení mzdového růstu se projeví ve spotřebě

Situace domácností zůstává i nadále velmi příznivá. Míra nezaměstnanosti (podle metodologie ILO) se v srpnu nacházela na svém historickém minimu ve výši 2,9 %. Příviv uchazečů na trh práce se zdá být u konce, což ještě dále umocňuje nedostatek pracovní síly. Počet volných pracovních míst roste a situace na trhu práce se tak dále utahuje. To je velmi dobře vidět v dynamice mezd. Nominální mzda ve druhém čtvrtletí vzrostla o silných 7,6 % y/y a i když současné údaje naznačují, že její růst ve třetím čtvrtletí zpomalil, poslední kvartál by měl přinést jeho opětovné zrychlení. Neočekáváme, že by se opakovalo masivní zvyšování zaměstnanosti z předchozích dvou let a míra nezaměstnanosti má už pouze malý prostor ke snižování, když se pomalu přibližuje 2,5 %. Situace na trhu práce tak zůstává velmi napjatá a to se projevuje ve mzdovém růstu. K velkému zvyšování platů navíc přistupuje i veřejný sektor (více v části o *Fiskální politice*) a v následujících dvou letech bude vyvíjet velký tlak na odměňování i v soukromém sektoru. V průměru by mzdy měly vzrůst o 6,7 % v nominálním vyjádření, což odpovídá zvýšení o 4,2 % v reálných hodnotách. Podobné zvyšování mezd očekáváme i v příštím roce (+6,5 % v nominálním vyjádření a 4,2 % v reálném).

Situace domácností zůstává velmi příznivá, což bude zřetelné v růstu spotřeby.

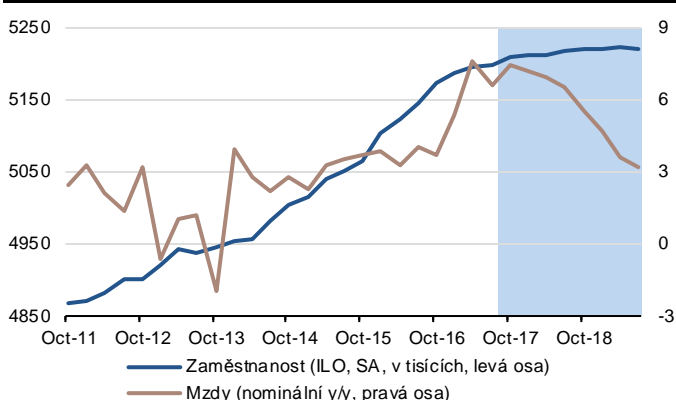
Spotřebitelská důvěra zůstává vysoko. Podporuje ji slušný ekonomický výhled, nízká nezaměstnanost a rostoucí mzdy. I když míra úspor zaznamenala ve druhém čtvrtletí mírné zvýšení, očekáváme, že se vrátí na svou sestupnou trajektorii. **Soukromá spotřeba by tak měla letos vzrůst o 4,1 %. Dynamika výdajů by se měla udržet i v příštím roce, kdy podle nás dosáhne na 4 %.**

Spotřebitelská důvěra naznačuje další růst výdajů (v bodech)



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

Zaměstnanost již tolik neporoste; platy půjdou dále nahoru



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

Inflace: silná jádrová inflace i přes posílení koruny

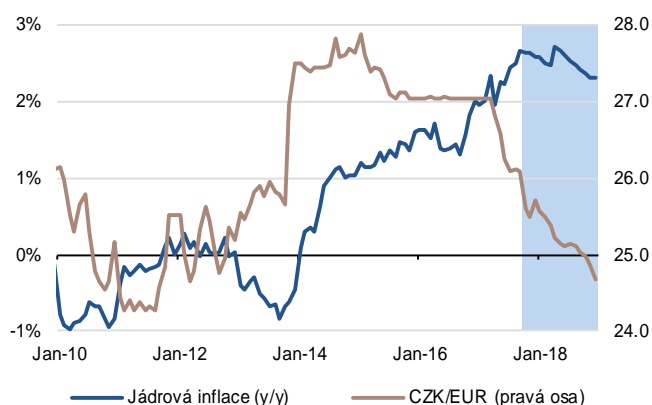
I přes zpomalení ekonomické aktivity celková inflace v průběhu letních měsíců zrychlila. V září meziroční cenový růst vykázal 2,7 % a domníváme se, že už je na svém vrcholu. Inflace by měla mírně zvolnit, ale i tak se udrží poblíž úrovně 2,5 %. V průměru by měla v letošním roce dosáhnout 2,4 %. Příští rok by inflace měla dále mírně klesat a na konci roku 2018 se podle našeho odhadu bude nacházet kolem 2% hladiny. Její celoroční průměr by měl dosáhnout 2,2 %.

Inflace zůstane blízko dvouprocentního cíle



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

Jádrová inflace zůstává vysoko díky silnému růstu mezd.

Jádrová inflace se drží dlouhodobě silná, když v lednu podle našeho výpočtu dosáhla 2,7 %. Domníváme se, že mzdové tlaky podpoří růstovou dynamiku jádrových cen. Ta sice bude bržděna posilováním koruny, ale za současné situace se část snížení dovozních cen promítne do zvýšení marží obchodníků a průsak z kurzu do inflace je tak slabší. V průměru by jádrová inflace měla dosáhnout letos 2,4 %, zatímco v příštím roce očekáváme její zrychlení na 2,5 %.

Korekce cen potravin se v brzké době čekat nedá.

Ceny potravin od začátku roku překvapují svou velmi silnou dynamikou. Rostoucí trend je zjevný zejména u mléčných výrobků a živočišných produktů. Máslo se stalo symbolem zdražování. V současné době nic nenasvědčuje tomu, že by ceny mléčných výrobků měly jít dolů. Ještě nějakou chvíli potrvá, než nabídka mléčných výrobků dostihne skok v poptávce,

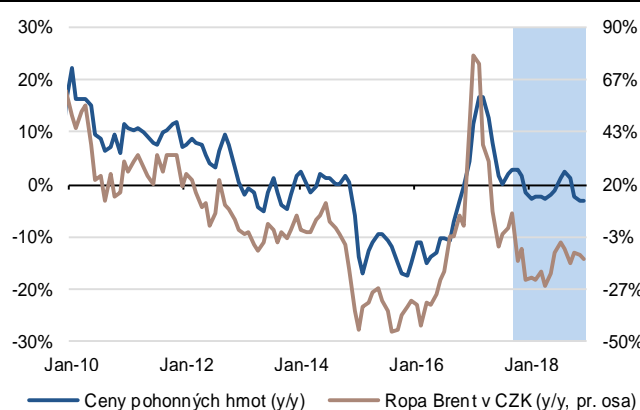
tento trh najde rovnováhu a ceny se začnou snižovat. Ceny potravin bude letos navíc zvyšovat relativně špatná úroda, která se do potravin přelije z cen zemědělských výrobců. **Ceny potravin letos podle našeho odhadu v průměru vzrostou o 4,8 %, zatímco příští rok se zvýší o 2 %.**

Ceny pohonných hmot už inflaci nahoru nepoženou.

Ceny pohonných hmot se od svého dna odrazily v červenci. Od té doby sledují ceny ropy na světových trzích na cestě nahoru. Jejich zvyšování do jisté míry brzdí posilování koruny proti americkému dolaru. **Očekáváme, že ceny ropy se stabilizují kolem 50 dolarů za barel a blízko této hodnoty vydrží i v příštím roce.** Od začátku roku 2019 by pak měly vykazovat pouze pozvolný růst.

Vzhledem k vysokému meziročnímu růstu cen pohonných hmot na začátku roku odhadujeme, že průměrný růst cen paliv letos dosáhne 6,2 %. V roce 2018 by tyto ceny měly tento pohyb mírně korigovat, když se sníží o 1,4 %.

Ceny pohonných hmot už celkovou inflaci nahoru nepoženou



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

Regulované ceny na začátku příštího roku stoupnou.

Regulované ceny se v roce 2017 v podstatě nezměnily a do konce roku nelze jejich pohyb očekávat. Do prosince tedy budou brzdou celkové inflace. V lednu očekáváme drobný růst cen elektřiny a mírné zdražení čeká i další položky v rámci regulovaných cen. Celkově by tento růst měl za rok 2018 dosáhnout 1,8 %.

Rizika: pokles poptávky po autech představuje hrozbu

Největší rizika představuje devizový trh a zvyšující se závislost na automobilovém průmyslu.

Jak ukazujeme v boxu 2, význam automobilového průmyslu v rámci české ekonomiky roste. V tomto boxu také ukazujeme, jakým šokem by pro ekonomiku byl pokles poptávky po autech v Evropě.

V domácím finančním sektoru zůstává přebytek likvidity. Z tohoto důvodu hrozí volatilita kurzu koruny. Zavírání pozic ze strany zahraničních investorů může spustit její masivní oslabování. To by mělo za následek prudké zvýšení inflace. Na druhé straně vidíme i možnost prudkého posílení koruny, pokud se příliš zvýší úrokový diferenciál mezi eurozónou a Českem. To by mělo za následek oslabení konkurenceschopnosti ekonomiky a zpomalení či zastavení zvyšování úrokových sazeb.

Vidíme riziko, že vláda nebude schopná vyčerpat prostředky z evropských fondů ve stanoveném termínu. V takovém případě by růst investic byl mnohem slabší, než očekáváme v našem výhledu.

Klíčové makroekonomické ukazatele

	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	2016	2017	2018	2019	2020	2021
HDP a jeho struktura														
HDP (reálně, y/y, %)	4,8	5,3	4,6	3,3	3,3	3,2	2,8	2,4	2,5	4,4	3,6	2,6	1,9	2,1
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	4,4	4,5	4,6	3,8	3,9	3,7	2,9	2,3	3,6	4,1	4,0	2,0	0,7	1,5
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	1,5	0,6	1,1	0,7	1,0	0,9	1,0	1,5	2,0	1,5	0,9	1,4	1,6	2,4
Fixní investice (reálně, y/y, %)	10,6	11,1	11,0	5,5	4,7	4,5	2,8	2,7	-2,4	7,4	6,4	3,0	4,6	3,9
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	0,1	0,2	-0,6	0,0	0,0	0,4	0,7	0,2	1,1	0,9	0,0	0,8	1,2	0,4
Zásoby (příspěvek do y/y)	-0,4	-0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,0	-0,6	-0,1	0,0	-0,4	-0,4
Měsíční data z reálné ekonomiky														
Zahraniční obchod (mld. CZK) (*) (***)	91,1	110,4	112,5	115,1	97,9	116,0	123,4	121,1	479,4	434,6	442,0	487,2	530,4	541,3
Vývozy (nominálně, y/y, %) (*)	6,5	7,3	5,2	3,9	5,5	5,9	5,4	4,2	2,4	6,4	5,1	5,0	4,4	5,6
Dovozy (nominálně, y/y, %) (*)	8,4	8,8	6,2	4,6	5,3	5,9	5,0	4,1	0,5	8,6	5,5	4,5	3,9	6,0
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	4,5	5,2	3,2	2,5	4,9	5,1	4,4	4,0	3,4	5,1	3,9	4,2	3,4	5,8
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	1,6	5,2	8,0	4,5	7,9	7,1	5,5	5,2	-6,1	3,0	6,9	4,8	2,3	2,3
Maloobchod (reálně, y/y, %)	5,0	6,1	5,8	6,1	7,2	6,5	5,2	3,9	5,7	5,5	6,4	3,3	0,3	0,3
Trh práce														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	6,6	7,4	7,2	6,9	6,5	5,5	4,7	3,6	3,7	6,7	6,5	3,5	1,1	1,6
Mzdy (reálně, y/y, %)	4,0	4,7	4,7	4,3	4,4	3,6	2,9	1,8	3,0	4,2	4,2	1,8	0,5	1,0
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	3,8	4,0	3,9	3,4	3,5	3,8	3,9	3,4	5,4	4,1	3,7	3,7	3,8	4,2
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,9	2,7	2,8	2,6	2,6	2,5	2,6	2,3	4,0	3,0	2,6	2,5	2,6	2,9
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	1,0	0,7	0,5	0,3	0,4	0,2	0,1	0,2	1,9	1,2	0,4	0,1	-0,2	-0,4
Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu														
Inflace (y/y, %)	2,5	2,5	2,4	2,5	2,1	1,9	1,8	1,8	0,7	2,4	2,2	1,7	0,7	0,6
Daně (příspěvek do y/y CPI)	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,7	0,6
Jádrová inflace (y/y, %) (**)	2,5	2,6	2,6	2,7	2,5	2,3	2,1	1,8	1,6	2,4	2,5	1,5	0,2	0,1
Ceny potravin (y/y, %) (**)	5,6	5,0	3,1	2,8	0,8	0,9	1,0	1,6	-0,9	4,8	1,9	1,9	1,5	0,9
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (**)	1,7	1,0	-2,5	-1,9	1,4	-3,0	-4,5	-1,9	-8,5	6,2	-1,5	-0,1	-2,2	0,1
Regulované ceny (y/y, %) (**)	0,3	0,4	1,7	1,8	2,0	2,1	2,5	2,8	0,2	0,0	1,9	2,8	2,1	2,4
Ceny v průmyslu (y/y, %)	1,4	0,4	-0,3	0,0	0,9	1,1	0,9	1,5	-3,2	1,7	0,4	1,8	0,6	0,6
Finanční proměnné														
2W Repo (%, průměr)	0,17	0,50	0,75	1,00	1,25	1,50	1,75	1,75	0,05	0,19	1,13	1,42	0,5	1,5
3M PRIBOR (%, průměr)	0,40	0,72	0,97	1,22	1,40	1,65	1,90	1,90	0,29	0,42	1,31	1,54	0,6	1,6
CZK/EUR (průměr)	26,09	25,70	25,46	25,14	25,06	24,81	24,17	24,41	27,0	26,3	25,1	24,8	23,7	22,4
CZK/USD (průměr)	22,21	21,78	21,04	20,44	20,05	19,54	18,88	18,78	24,4	23,4	20,3	18,8	17,6	16,9
Vnější prostředí														
HDP v EMU (reálně, yoy, %)	2,4	2,2	2,0	1,8	1,6	1,5	1,5	1,4	1,8	2,2	1,7	1,2	0,6	1,2
HDP v Německu (reálně, yoy, %)	2,2	2,3	2,0	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	1,9	2,1	1,7	1,2	0,7	1,5
CPI v EMU (yoy, %)	1,4	1,3	1,0	1,2	1,3	1,3	1,3	1,4	0,3	1,5	1,2	1,4	1,4	1,4
Ropa Brent (USD/bbl, průměr)	50,9	50,0	51,5	48,5	51,5	48,5	51,1	53,7	45,0	52,0	50,0	55,0	55,0	60,0
Euribor 1Y (%, průměr)	-0,16	-0,15	-0,14	-0,11	-0,04	0,03	0,07	0,07	-0,03	-0,14	-0,07	0,05	0,1	0,3
USD/EUR (průměr)	1,18	1,18	1,21	1,23	1,25	1,27	1,28	1,30	1,11	1,13	1,24	1,31	1,3	1,3

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

ČNB letos zvýší sazby ještě jednou, v příštím roce čtyřikrát

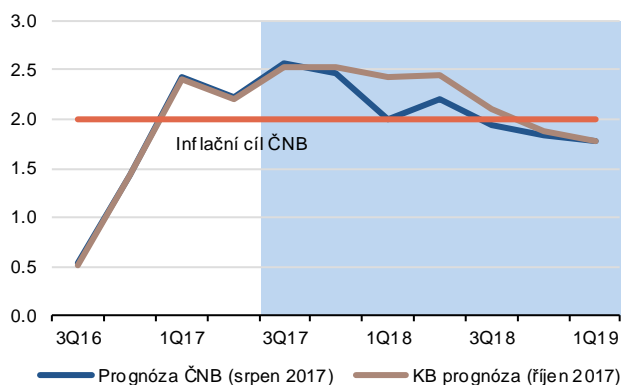
Záříjové zasedání bankovní rady přineslo nečekané drama, když tři ze sedmi členů nejvyššího orgánu ČNB zvedli ruku pro zvýšení sazeb, zatímco pouze těsná většina čtyř hlasovala pro zachování stávajících sazeb. Listopadové zvýšení sazeb se dnes zdá už jako jasná věc. Očekává ho drtivá většina analytiků a je z velké části započítáno v tržních cenách. Riziko dokonce je, že ČNB zvedne sazby o 0,5 pb namísto obvyklého zvýšení o 0,25 pb. Domníváme se ale, že ČNB zvolí cestu pozvolnějšího utahování měnové politiky a i v roce 2018 bude sazby zvyšovat jednou v každém čtvrtletí o 0,25 pb. Největším rizikem pro utahování měnové politiky je devizový trh. Pokud koruna výrazně posílí, sazby se budou zvyšovat pomaleji.

ČNB překvapená silou tuzemské ekonomiky

V srpnu centrální banka představila optimistickou prognózu pro reálnou ekonomiku, ale inflační prognóza ukazovala na pokles cenového růstu pod 2 % v roce 2018. Model ČNB dokonce nepředpokládal žádné zvýšení úrokových sazeb až do druhé poloviny roku 2018. Proč tomu tak bylo? Vše nasvědčuje tomu, že ČNB na horizontu prognózy předpokládá masivní posílení koruny. Vidíme dva hlavní důvody, které ženou kurz CZK/EUR v prognóze ČNB strmě dolů:

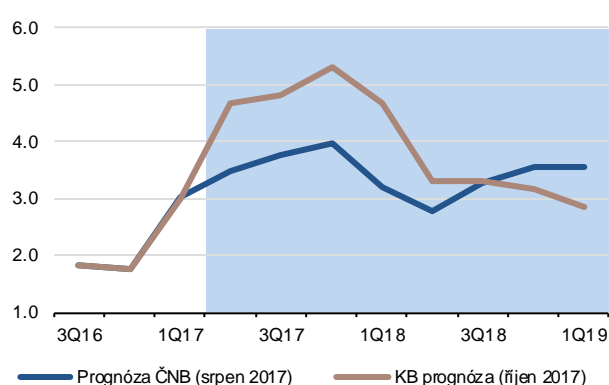
- **Stínové úrokové míry.** Jedním ze zásadních vstupů do modelu ČNB, který ovlivňuje kurz, je sazba EURIBOR. Nicméně ČNB nepoužívá sazbu tak, jak ji vidí trh, ale upravuje ji směrem dolů, aby zachytila vliv programu odkupu aktiv. My úplně nechápeme smysl této úpravy, protože EURIBOR je tržní sazba, za kterou se provádějí reálné obchody a zvýšená likvidita v ní je již započítaná. Na druhé straně ČNB neupravuje sazbu PRIBOR, i když ta by možná zasluhovala větší pozornost, protože je tvořena odhady bank a skutečných obchodů za ni proběhne pouze velmi málo. Domníváme se, že investoři nemají šanci své peníze za tuto sazbu ukládat, a tak by potřebovala úpravu směrem dolů. Úrokový diferenciál mezi Českem a eurozónou je podle nás tedy nadhodnocený, což v modelu ČNB přináší nadměrné apreciační tlaky do koruny.

Inflace se bude držet blízko 2% cíle (%)



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

ČNB přehodnotí svůj výhled pro HDP výrazně nahoru (%)



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

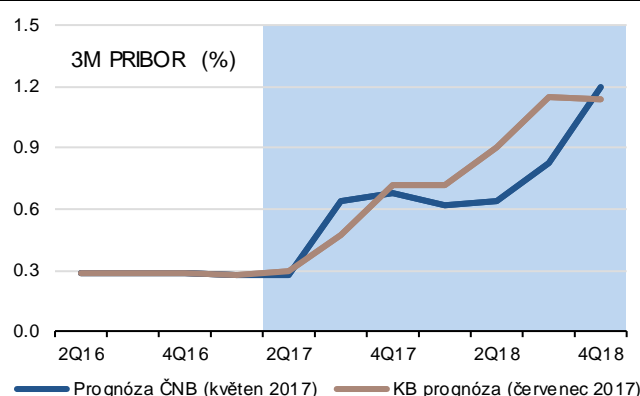
- **Velké korunové pozice.** ČNB ve svém modelu nezohledňuje nadměrnou korunovou likviditu. Centrální bankéři jsou si vědomi, že v průběhu režimu kurzového závazku si investoři vytvořili velké korunové pozice, jejichž zavírání bude bránit koruně ve strměm posilování. ČNB tento vliv předpokládá pouze ve své krátkodobé prognóze. V dlouhodobém uvažování vidí korunové pozice pouze jako riziko slabší koruny. My se domníváme, že jde o více než o riziko, pomalejší posilování koruny by se mělo dostat do hlavního scénáře.

I když ekonomické podmínky jsou již zralé na zvyšování sazeb, prognóza ČNB jich v kratším období tolik nenabídne. Potřebné utahování měnových podmínek probíhá v modelu ČNB skrze posilování kurzu. Nečekáme tedy, že nová prognóza bude ukazovat na velké zvyšování sazeb v krátké době, nicméně se nedomníváme, že bankovní rada se bude chovat v souladu s touto prognózou.

Pomalejší posilování koruny dává větší šanci zvyšování sazeb

Poslední prognóza z dílny ČNB neukazovala zvyšování sazeb až do poloviny roku 2018. To ale nezabránilo třem ze sedmi členů bankovní rady hlasovat pro zvýšení sazeb již šest týdnů po zveřejnění této prognózy. Navíc listopadové zvýšení sazeb se zdá jako hotová věc, když podle všeho má podporu napříč celou bankovní radou. I když současný výhled neukazuje

Prognóza ČNB pro PRIBOR půjde nahoru, ale ne dost (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

na růst sazeb v blízké budoucnosti, na přelomu let 2018 a 2019 vidí ČNB jejich strmé zvyšování. I z toho je jasné, že **prognózu centrální banky musíme brát s rezervou**. Na jedné straně věříme, že ČNB chce mít na začátku roku 2019 sazby mnohem výše než nyní, ale čekáme mnohem rovnoměrnější trajektorii než centrální banka. **Předpokládáme, že bankovní rada bude zvedat sazby po 0,25 pb každé čtvrtletí a repo sazba tak bude podle našeho názoru na začátku roku 2019 na úrovni 1,75 %**

V září tři členové bankovní rady hlasovali pro zvýšení repo sazby o 0,25 pb, ale také chtěli zvýšit lombardní sazbu na 1 %. Předpokládáme, že o tomto návrhu se bude jednat i na nadcházejícím listopadovém zasedání a bude také schválen. Domníváme se, že někteří členové bankovní rady budou dokonce chtít zvýšit repo sazbu o 0,5 pb, ale většina se rozhodne pro pozvolné zvyšování sazeb. Nicméně existuje riziko, že tento návrh získá většinu a bankovní rada zvedne sazby o půl procentního bodu.

Box 3: ČNB má prostředky na boj s recesí a nebojí se je použít

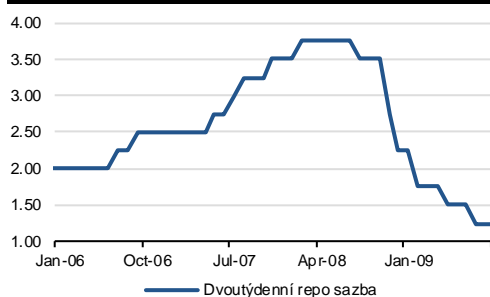
ČNB byla jednou z prvních centrálních bank v Evropě, která zvedla sazby na začátku poslední ekonomické krize. Bankéři v Praze jsou hrdí na to, že na zhoršující se podmínky v průběhu roku 2008 reagovali dříve než jejich kolegové ve Frankfurtu a dokázali tak, že ČNB pouze slepě nenásleduje kroky ECB. Fáze snižování sazeb je obvykle mnohem rychlejší než fáze jejich zvyšování. V průběhu poslední krize ČNB dokonce v jeden den srazila svou klíčovou sazbu o 0,75 pb, snižování o půl procentního bodu nebylo výjimkou. Navíc ČNB ukázala, že se

nebojí použít i nestandardní nástroje měnové politiky, když zavedla kurzový závazek a pak ho tři a půl roku udržovala.

ČNB by mohla kurzový závazek znovu použít, pokud by ekonomické zpomalení bylo výraznější, než v tuto chvíli předpokládáme. Nicméně i hrozba tímto krokem by mohla stačit k dostatečnému uvolnění měnových podmínek. Předtím, než ČNB ukončila svou politiku kurzového závazku, pustila do finančního sektoru velké množství korunové likvidity, kterou nyní drží zahraniční investoři. Původně horké spekulativní peníze se postupně přeměňují v dlouhodobější investici, která těží z úrokového diferenciálu mezi Českem a eurozónou. Nicméně i tyto pozice mohou být velmi rychle uzavřeny, pokud dojde ke zhoršení ekonomických podmínek a tím pádem i snižování klíčové sazby ČNB. Centrální banka by mohla zavírání pozic ještě uspíšit, pokud pohrozí znovuzavedením kurzového závazku. Vzhledem k tomu, že ČNB tento krok už jednou provedla, byla by tato hrozba hodnověrná.

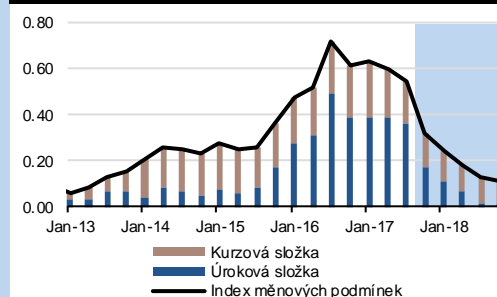
Domníváme se, že případné výraznější zpomalení ekonomiky (ať už nastane dříve nebo později) bude provázeno včasným snižováním sazeb a prudkým oslabením koruny.

Snižování sazeb bývá velmi rychlé



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pohyb kurzu výrazně mění měnové podmínky



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

Korunový devizový trh



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

Od konce kurzového závazku koruna posílila o téměř pět procent.

Posilující koruna bude přispívat k utahování měnových podmínek

Česká koruna se letos stala měnou s největšími zisky vůči euru či dolaru na světě. Vůči euru během roku zhodnotila o 5,1 % (do 18. října). Překonala tak zisk polského zlotého (+4,3 %), naopak maďarský forint posílil pouze o nepatrných 0,4 %. Vzhledem k dosavadním letošním ztrátám dolaru na světovém trhu byla vůči zeleným bankovkám koruna ještě úspěšnější a připsala si přes 18 %.

Letošní vývoj kurzu CZK/EUR



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Koruna profituje především ze silících očekávání na další růst korunových úrokových sazeb.

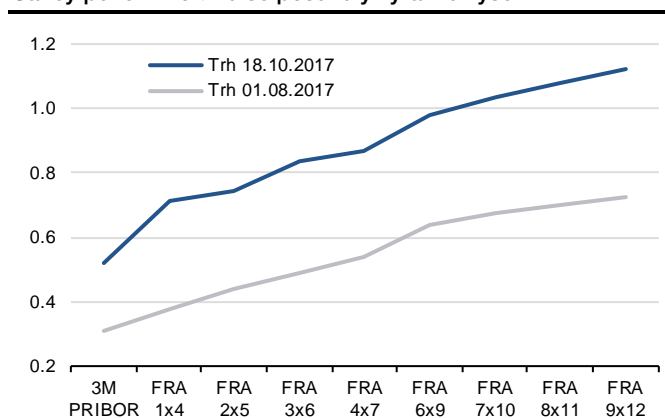
Za dosavadními letošními zisky české měny stojí uvolnění režimu kurzového závazku v prostředí expandující ekonomiky a zvyšování sazeb ČNB. Hospodářská dynamika překonává veškerá očekávání, česká ekonomika letos poroste ve srovnání s evropskou více než dvakrát rychleji. Růst je tažen domácí poptávkou, primárně spotřebou domácností. Napjatý trh práce generuje silnou mzdovou dynamiku projevující se v jadrové i celkové inflaci. Právě tato konstelace vedla ČNB k tomu, že na počátku srpna poprvé po téměř deseti letech zvýšila svou klíčovou měnově politickou sazbu a nastartovala cyklus normalizace úrokové složky měnových podmínek. A zatímco ještě na počátku srpna trh ve zvyšování úrokových sazeb příliš nevěřil a vůbec nepočítal s tím, že by ještě do konce roku přišla ČNB s dalším zvýšením sazeb, zejména v průběhu září se situace dramaticky změnila. Listopadové zvýšení sazeb je v tržních cenách v podstatě plně zakalkulováno.

Letošní relativní vývoj středoevropských měn (1.1.2017=100)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Sazby peněžního trhu se posunuly výrazně výše



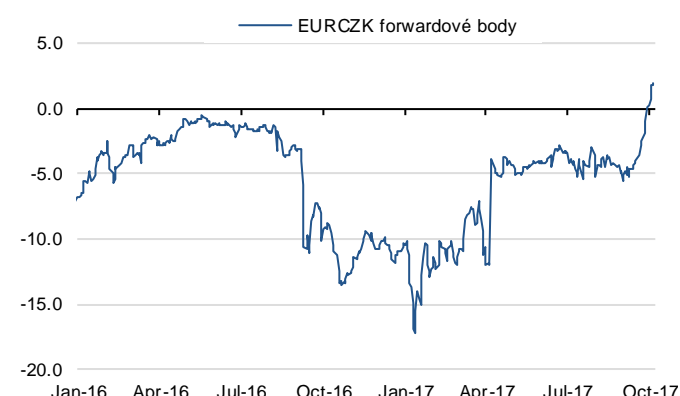
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vývoj 1Y EURCZK Basis Swapu od počátku roku 2016



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vývoj forwardové prémie EURCZK od počátku roku 2016



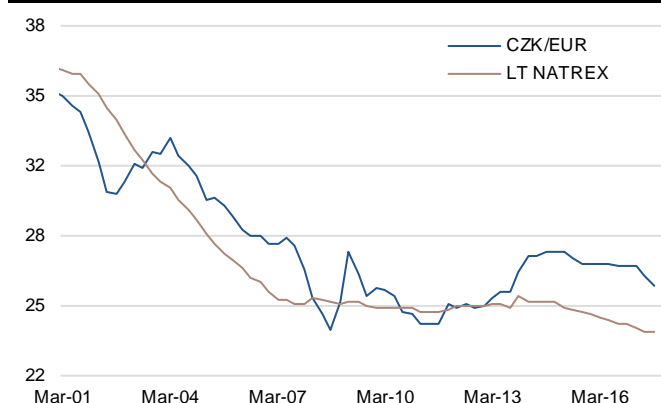
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Narovnávat se začíná i situace na forwardovém trhu.

Třetí čtvrtletí znamenalo zásadní změnu i na forwardovém trhu. Výrazně záporné basis swapy a implikované výnosy z forwardů prodražovaly spekulace na další posilování koruny a zvýrazňovaly efekt chybějící protistrany. Snahy o posílení koruny pod hladinu 26 CZK/EUR tak trvaly téměř dva měsíce, než se to na konci září podařilo. Nedostatek eurové likvidity na trhu související se spekulacemi na posílení koruny a projevující se právě ve významném pokřivení forwardového trhu začal po prázdninách ustupovat do pozadí. Pozitivně k narovnávání situace na trhu přispěl i fakt, že trh začal věřit dalšímu zvyšování úrokových sazeb ze strany ČNB. Roční forwardová premie se tak na trhu CZK/EUR dostala v průběhu října dokonce do kladných hodnot.

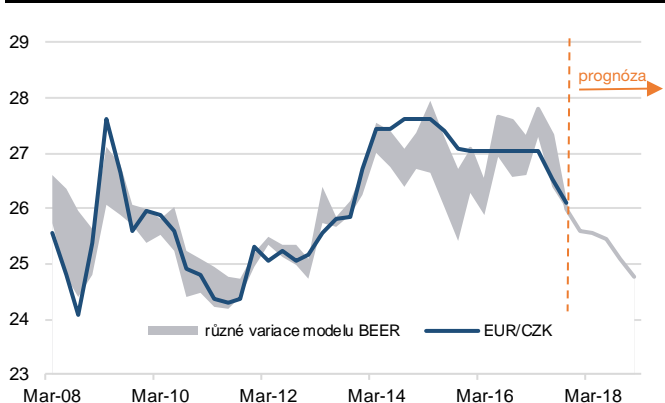
Kondice ekonomiky je taková, že další posilování české měny unese

Dlouhodobý rovnovážný kurz CZK/EUR dle NATREX



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Střednědobý rovnovážný kurz CZK/EUR dle modelu BEER

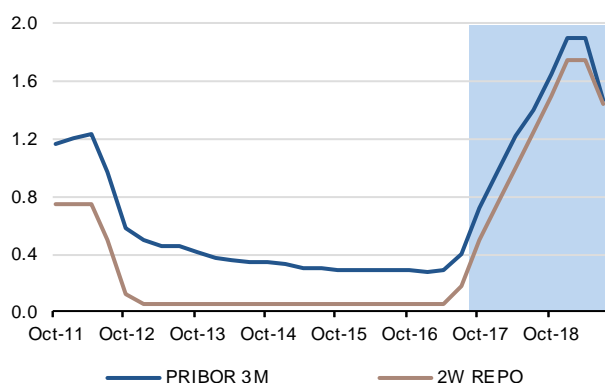


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rychlý růst české ekonomiky posouvá dlouhodobý rovnovážný kurz k 24 CZK/EUR.

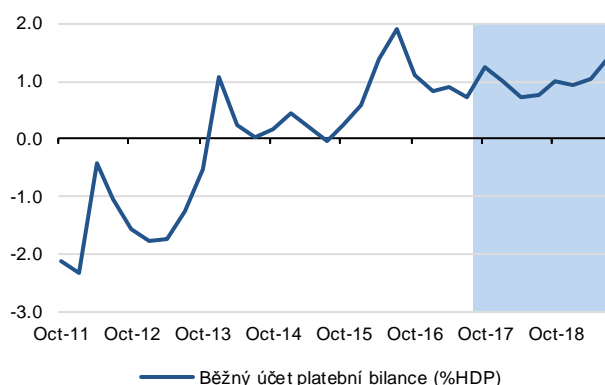
Zavírání nůžek mezi dlouhodobým rovnovážným a skutečným kurzem bude dále pokračovat. Pro konec letošního roku odhadujeme dlouhodobý rovnovážný kurz (dle přístupu NATREX) na hodnotě kolem 24 CZK/EUR. K této hodnotě bude kurz v horizontu nadcházejících dvou let tlačit pokračující přebytek běžného účtu platební bilance. Za tím bude stát primárně přebytek v bilanci se zahraničním obchodem. Pomáhat bude i příliv finančních aktiv díky očekávanému atraktivnějšímu úrokovému diferenciálu. Ze střednědobého pohledu (podle modelu BEER) se fundamentálně ospravedlnitelný kurz nachází pro letošní závěrečné čtvrtletí na 25,60 CZK/EUR. Pro konec roku 2018 pak tato modelová hodnota vychází na 24,80 CZK/EUR.

Očekávaný vývoj českých sazeb peněžního trhu (v %)



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

Očekávaný vývoj běžného účtu platební bilance



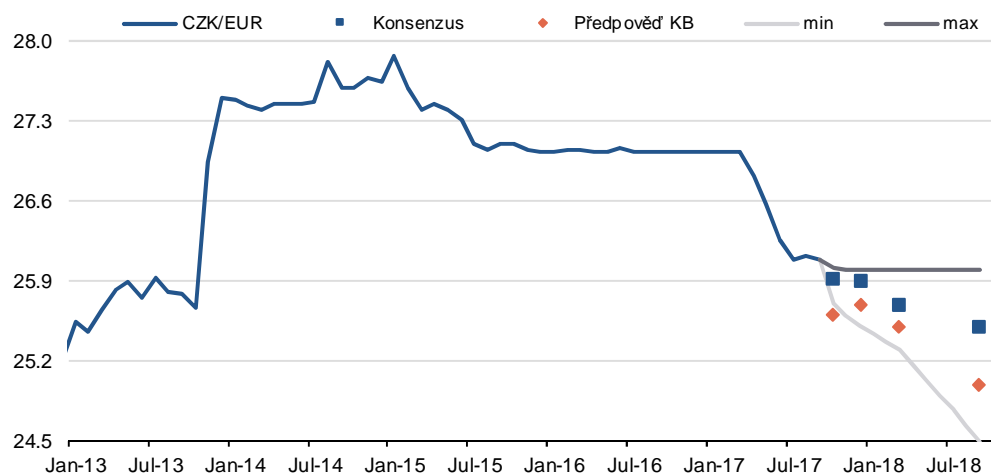
Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Na horizontu prognózy bude koruna posilovat.

Za rok vidíme korunu pod hladinou 25 CZK/EUR

Stejně jako trh věříme, že koruna bude v horizontu do konce roku 2018 posilovat. Ve srovnání s tržním konsensem jsme ale o něco optimističtější. Oproti průměrnému tržnímu očekávání totiž vidíme celkový hospodářský růst v letošním i příštím roce výše, zrovna tak pokud jde o tempo zvyšování českých úrokových sazeb. Námi předpokládané tempo zhodnocování koruny odpovídá trajektorii implikované BEER modelem. U korunových basis swapů očekáváme pokračující trend normalizace situace.

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR – tržní konsensus, říjen 2017

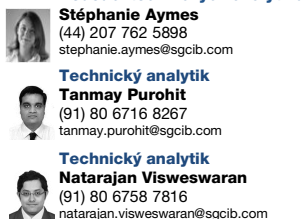


Zdroj: Reuters, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Spekulativní pozice představuje do budoucna riziko.

Efekt „konce roku“ zřejmě nebude tak významný. Narovnání forwardového trhu a přetrvávající příznivý makroekonomický obrazek a zejména vyšší úrokové sazby ČNB podle nás limitují riziko efektu „konce roku“ související s Rezolučním fondem, před kterým jsme varovali v předchozím vydání *Ekonomických výhledů*. I když stále vnímáme možnost zvýšené volatility a riziko oslabení koruny s blížícím se závěrem roku, noví investoři by měli být do značné míry schopni ty odcházející nahradit. Platí ale, že překoupenost koruny na devizovém trhu zůstává vysoká a činí tuzemskou měnu zranitelnou v případě nějakého šoku či v situaci, kdy ekonomika upadne do recese. Více k riziku oslabení koruny v boxu 3, kde jsou diskutovány nástroje ČNB pro případ nutnosti uvolnit měnové podmínky v situaci recese.

Technická analýza CZK/EUR (aktualizováno 17. října 2017 v 13:03)



Pozor na stěžejní úroveň 25,70

Na své sestupné trajektorii narazil kurz CZK/EUR na dočasnou úroveň podpory 25,70. Jedná se o hladinu ve výši 61,8 % předchozího pohybu z minima roku 2011. Kurz je dočasně připoután k dolní hraně dlouhodobého vzestupného kanálu. Nicméně dlouhodobé indikátory se nacházejí v blízkosti mnohaletých minim, vzestupná korekce se tudíž jeví jako ne příliš silná. Pouze jednoznačné zavření pod hladinou 25,70 CZK/EUR bude signálem pro aktuální pokračování sestupného trendu.

Z krátkodobějšího pohledu by se kurz měl nad hladinou 25,70 CZK/EUR udržet a koruna své zisky částečně zkorigovat. Pohyb vzhůru ale bude na hladině 26,00 CZK/EUR limitován horní hranou ostře klesajícího kanálu. Rozhodující v případě výraznější korekce bude hladina 26,22 CZK/EUR. Její zdolání by otevřelo kurz prostor pro další pohyb směrem vzhůru. Pokud by naopak kurz spadl pod hladinu 25,70 CZK/EUR, má prostor pro posun až k oblasti mnohaleté trendové úrovně podpory na 25,30 CZK/EUR.

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

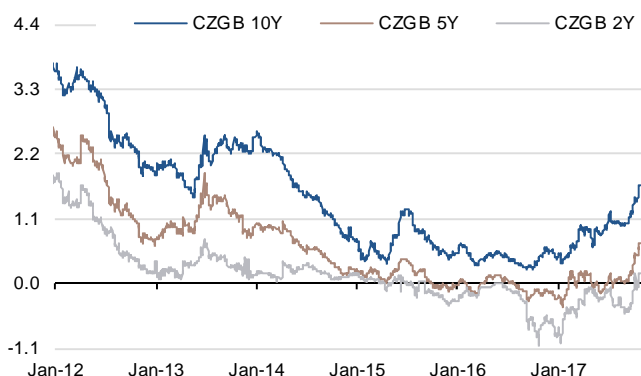


Marek Dřimal
(420) 222 008 598
marek_drima@kb.cz

Výprodej českých dluhopisů by měl v roce 2018 pokračovat

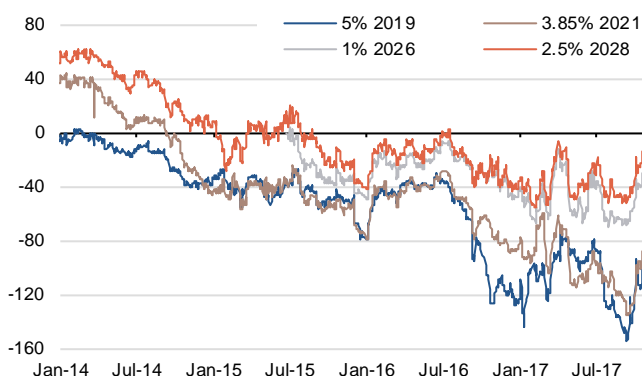
Na základě velmi silného ekonomického růstu, utahování měnové politiky ČNB a nedávného prudkého nárůstu výnosů a sazeb jsme revidovali svůj výhled pro výnosy českých státních dluhopisů (CZGB) a korunové IRS směrem nahoru. Nadále očekáváme, že Ministerstvo financí v příštím roce výrazně zvýší nabídku CZGB.

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

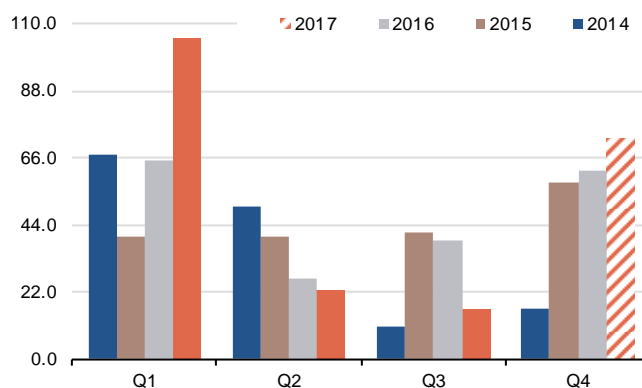
České státní dluhopisy od vydání našich posledních *Ekonomických výhledů* zažily prudký výprodej. Během září a října se výnosy masivně zvýšily, a to kvůli utahování měnové politiky ČNB, zprávám o výrazném zrychlení ekonomického růstu v Q2 17, očekávání vyšší nabídky dluhopisů a normalizaci implikovaných výnosů na forwardovém trhu koruny s eurem a dolarem.

V posledních dnech se dokonce i velmi krátký konec dluhopisové výnosové křivky dostal do kladných hodnot po více než roce v hluboce záporném teritoriu. Desetiletý výnos překonal metu 1,50 % poprvé od června 2014.

Nabídková strana v Q4 17 a 2018: vyšší prodeje CZGB

V souladu s naším očekáváním Ministerstvo financí v Q3 17 srazilo nabídku dluhopisů a nerefinovalo maturující pokladniční poukázky. Státní dluh tak na konci září mezičtvrtletně prudce poklesl. **V Q4 17 však nabídka opět roste díky blížící se splátce starého dluhopisu 0% 2017 v objemu 70 mld. CZK.** Předpokládáme, že ministerstvo prodá nové dluhopisy v primárních aukcích

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



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

v tom samém objemu (70 mld. CZK) a dále pokladniční poukázky se splatností v roce 2018 v malém objemu 5 mld. CZK (jak bylo naznačeno ve strategii ministerstva z poloviny roku). Emise 70 mld. CZK nových dluhopisů by představovala výrazný nárůst nabídky v porovnání s Q2 17 a Q3 17, kdy ministerstvo prodalo bondy jen za 23 mld. CZK, respektive 17 mld. CZK. **Očekávaný schodek rozpočtu 25 mld. CZK by mělo pokrýt čerpání likviditní rezervy státu.** Tato strategie by vyústila v mírný meziroční pokles státního dluhu díky přecenění dluhopisů vydaných v cizích měnách.

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

	MF červen 2017	KB říjen 2017
Výpůjční potřeby		
Schodek rozpočtu	60,0	25,0
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
Celkem	290,9	255,9
Financování		
Hrubá emise pokladničních poukázek (splatnost v roce 2018)		5,0
Ostatní instrumenty peněžního trhu		0,0
Hrubá emise CZGB (v aukcích)	min 150,0	(-5,0) 215,0
Přímé prodeje CZGB		11,9
Hrubá emise eurobondů		0,0
Hrubá emise spořicí dluhopisů		0,0
Využití likviditní rezervy		(-15,0) 25,0
Čistý efekt výměn dluhopisů		-1,0
Celkové financování		255,9
Čistá emise CZGB		(-4,0) 18,8

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

Na straně financování nadále předpokládáme v roce 2018 výrazný nárůst prodejů CZGB.

Pro rok 2018 ponecháváme naše očekávání ohledně výpůjčních potřeb a financování téměř beze změn. Na straně výpůjčních potřeb jsou pouze kosmetické změny u splátek dluhu kvůli výměnám dluhopisů v letošním roce. **Na straně financování nadále předpokládáme výrazný nárůst prodejů CZGB** (čistá emise by měla dosáhnout v roce 2018 objemu 65,6 mld. CZK oproti 18,8 mld. CZK odhadovaným pro letošní rok). Zároveň jsme mírně zvýšili očekávanou emisi pokladničních poukázek o mírných 5 mld. CZK. **Část očekávaného schodku rozpočtu zřejmě opět pokryje čerpání likviditní rezervy** (v objemu 32 mld. CZK) a zároveň nepředpokládáme žádné prodeje eurobondů.

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

	MF červen 2017	KB říjen 2017
Výpůjční potřeby		
Schodek rozpočtu	50,0	50,0
Zpětné odkupy CZGB		0,0
Splátky CZGB	*238,8	(-1,0) 185,0
Splátky eurobondů		(-0,6) 52,0
Splátky spořicí dluhopisů	16,4	16,4
Splátky pokladničních poukázek	5,0	5,0
Splátky ostatních instrumentů peněžního trhu	0,0	0,0
Splátky půjček od EIB	4,8	4,8
Celkem	315,0	312,0

Financování

Hrubá emise pokladničních poukázek (splatnost v roce 2018)	(+5,0) 30,0
Ostatní instrumenty peněžního trhu	0,0
Hrubá emise CZGB (v aukcích)	(-10,0) 240,0
Přímé prodeje CZGB	10,0
Hrubá emise eurobondů	0,0
Hrubá emise spořicí dluhopisů	0,0
Využití likviditní rezervy	(+19,8) 32,0
Čistý efekt výměn dluhopisů	0,0
Celkové financování	312,0
Čistá emise CZGB	(-9,4) 65,6

Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka * rozdíl je daný odlišným kurzem CZK/EUR, (čísla v závorkách označují změnu vůči poslednímu výhledu)

Svůj výhled pro výnosy CZGB revidujeme výrazně směrem nahoru.

Výnosy CZGB v Q4 17 a 2018: další nárůst

Svůj výhled pro výnosy CZGB revidujeme výrazně směrem nahoru. Důvodem je další zlepšení fundamentů české ekonomiky, rychlejší utahování měnových podmínek ČNB a normalizace implikovaných výnosů, která vyústila v nedávný prudký výprodej CZGB. Pro konec letošního roku však nadále předpokládáme efekt Rezolučního fondu, který zřejmě přinese mírnou a krátkodobou korekci výnosů. V roce 2018 by výnosy CZGB měly pokračovat v růstu a výnosová křivka by měla zároveň snížit svůj sklon. Tento výhled stojí na očekávaném zvýšení nabídky CZGB (viz tabulka výše), na setrvání implikovaných výnosů kolem současných normalizovaných úrovní, na čtyřech zvýšení sazeb ČNB v roce 2018 a pokračování expanze ekonomiky. Desetiletý výnos by měl dosáhnout na konci příštího roku 2 %.

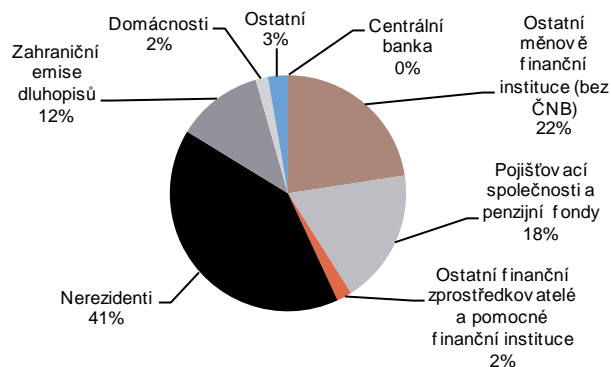
Prognóza výnosů CZGB

	4Q17f	1Q18f	2Q18f	3Q18f	4Q18f
Výnos 2Y CZGB (%)	0,05	0,60	0,85	1,10	1,20
Výnos 10Y CZGB (%)	1,55	1,70	1,80	1,90	2,00
10Y CZGB ASW (bb)	-30	-25	-25	-25	-30

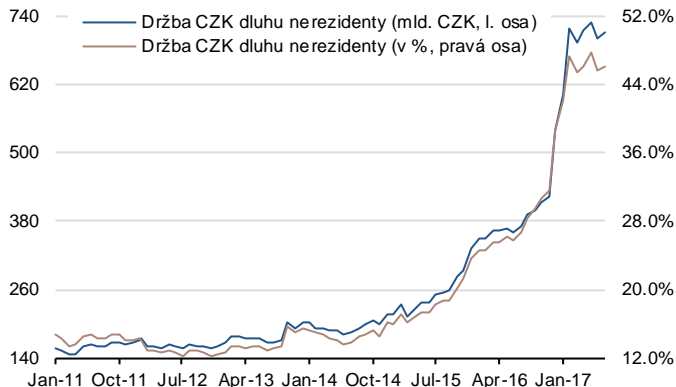
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Struktura držitelů CZGB: podíl zahraničních vlastníků zůstal vysoko

Nerezidenti zůstali na konci srpna nejdůležitější skupinou držitelů vládního dluhu denominovaného v korunách. Jejich podíl nezaznamenal v předchozích měsících žádný výraznější pokles, když implikované výnosy zůstaly pro tyto investory příznivé v hlubokém záporu a Ministerstvo financí v srpnu pokračovalo s prodejem poukázek.

Držba vládních dluhových cenných papírů, srpen 2017

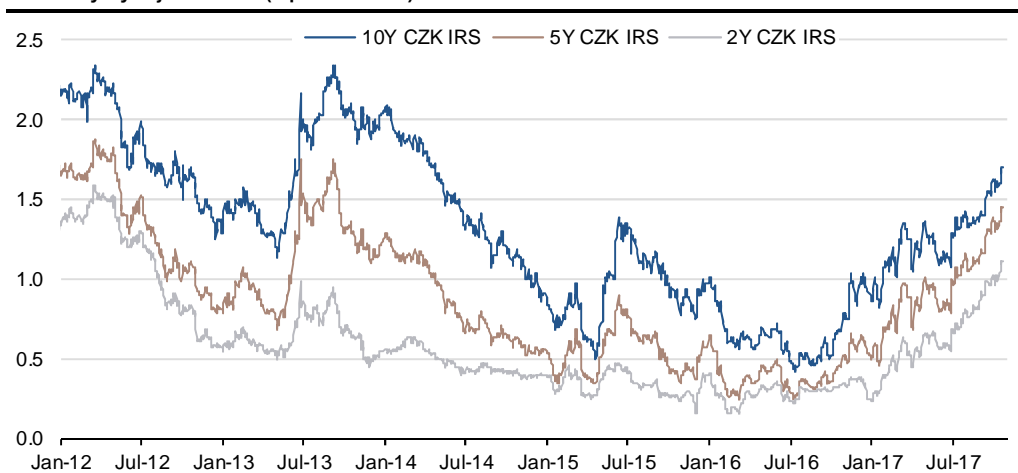
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podíl nerezidentů zatím neklesl

Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V dalších měsících ale může dojít k poklesu podílu nerezidentů – poukázky byly splatné do konce září (a jejich emise v říjnu byla spíše malá) a došlo k normalizaci implikovaných výnosů. Nadále považujeme vysoký podíl nerezidentů za riziko pro CZGB v případě, že z globálních trhů přijde nějaký masivní stresový faktor. **Poptávka ze strany domácích investorů by však v našem základním scénáři měla držet CZGB nad hladinou** (viz box 4).

Nedávný vývoj CZK IRS (v procentech)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Společně s revizí výnosové křivky CZGB jsme posunuli i očekávanou trajektorii korunových úrokových swapů směrem nahoru pro zbytek roku 2017 a pro rok 2018.

Trh českých sazeb IRS: směrem nahoru

Společně s revizí výnosové křivky CZGB jsme posunuli i očekávanou trajektorii korunových úrokových swapů směrem nahoru pro zbytek roku 2017 a pro rok 2018. To odráží předpokládané prudké zvyšování sazeb ČNB, masivní ekonomickou expanzi (a větší mezeru výstupu), výhled inflace nadále blízko cíle navzdory utahování měnové politiky a silnější koruně a také revizi odhadu SG pro eurové IRS. Zatímco prognóza SG pro 10Y EUR IRS se pro konec letošního roku posunula o 20 bb níže, pro konec roku 2018 je naopak o 20 bb vyšší, a to na 1,60 %.

Výhled pro CZK IRS (%)

	4Q17f	1Q18f	2Q18f	3Q18f	4Q18f
2Y	1,25	1,40	1,55	1,70	1,90
10Y	1,85	1,95	2,05	2,15	2,30

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

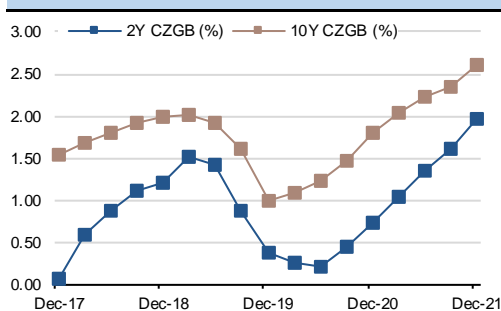
Předpokládáme, že krátký konec korunové IRS křivky poroste rychleji než dlouhý konec, křivka by tak měla snížit svůj sklon. Krátký konec totiž rychle započítá nárůst sazeb PRIBOR implikovaný politikou ČNB. Na dlouhém konci křivky očekáváme, že 10Y swap dosáhne na konci roku 2018 úrovně 2,30 %.

Box 4: Zpomalení ekonomiky v letech 2019-20 umaže z 10Y výnosu CZGB 100 bb

Očekávané ekonomické zpomalení, které přinese rok 2019, pravděpodobně vyústí v pokles výnosů dluhopisů na hlavních trzích (pro český trh je nejdůležitější trh německých Bundů), snížení měnově-politických sazeb ČNB, růst rizikové averze a trend útěku do bezpečných aktiv. Všechny tyto faktory by měly podporovat ceny českých státních dluhopisů, jelikož jsou považovány za (regionální) bezpečný přístav.

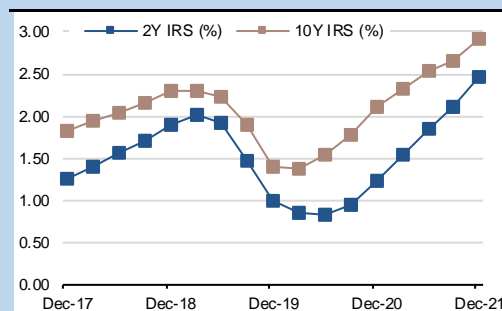
Očekáváme, že krátký konec dluhopisové křivky zaznamená prudší pokles, a to v reakci na snižování sazeb ČNB. Ze svého maxima před zpomalením ekonomiky 1,50 % by se měl dvouletý výnos dostat na začátku roku 2020 až na 0,25 %. Na dlouhém konci křivky náš výhled předpokládá o něco mírnější propad, a to z 2 % na 1 % během roku 2010 u desetiletého výnosu. Vývoj na dlouhém konci je důsledkem především výhledu SG pro výnosy německých dluhopisů, které by měly během H2 19 zaznamenat pokles jen o 35 bb.

Očekávaný vývoj výnosů dluhopisů včetně období recese



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj CZK IRS včetně období recese



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Korunové úrokové swapy by měly přerušit svůj růstový trend. Na dlouhém konci křivky by 10Y swap měl v roce 2019 odepsat 90 bb, ale v roce následujícím by se měl rychle zotavit. Na krátkém konci by měl být pokles výraznější kvůli snižování sazeb ČNB v roce 2019 a na začátku roku 2020, ale také opětovný nárůst ve zbytku roku 2020 a později by měl být rychlejší.

Bankovní sektor



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

Výhled pro úvěry bez výraznějších změn, predikce depozit směrem nahoru

Ponecháváme v platnosti své očekávání, že růst celkového objemu úvěrů v příštím roce **oproti letošku zpomalí**. Především dynamika hypoték zřejmě výrazně poklesne, a to kvůli zvýšení srovnávací základny z roku 2017 (letos podle všeho dochází k akumulaci čerpání hypotečních úvěrů díky extrémně nízkým sazbám), nárůstu jejich cen v roce 2018 (i když výraznější zvyšování sazeb neočekáváme) a přísnějším doporučením regulátora směrem k bankám.

Bankovní úvěry a depozita (y/y, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Bankovní úvěry															
Celkem	7,3	6,7	7,2	7,8	5,5	5,0	3,6	3,3	6,5	7,2	4,4	4,1	4,4	5,3	4,9
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	9,4	9,6	9,5	8,2	6,4	3,4	0,9	0,6	8,1	9,2	2,8	2,8	5,7	8,3	6,5
Spotřebitelské úvěry domácnostem	5,0	4,7	5,3	5,2	5,9	5,4	4,9	5,6	4,7	5,0	5,5	5,6	6,1	7,6	6,4
Úvěry nefinančním podnikům	4,7	5,8	5,1	6,6	5,2	4,9	4,5	3,7	6,8	5,5	4,6	4,1	3,4	3,2	4,1
Bankovní vklady															
Celkem	10,1	13,3	13,5	8,5	4,7	3,1	1,7	5,6	6,4	11,3	3,8	3,7	2,3	2,5	3,4
Obyvatelstvo	9,2	9,1	8,8	8,3	7,4	6,7	6,3	6,2	7,4	8,9	6,7	5,5	2,6	2,5	3,3
Nefinanční podniky	11,6	10,4	9,1	13,4	2,2	5,0	2,8	7,6	4,6	11,1	4,4	5,2	1,3	2,0	3,4
Ostatní	10,5	25,6	28,4	3,4	1,6	-5,4	-8,0	1,8	6,5	17,0	-2,5	-1,3	2,7	2,9	3,4
Podíly na HDP															
Podíl úvěrů na HDP	63,2	63,1	63,8	63,0	62,5	62,1	62,0	61,4	61,6	63,3	62,0	61,5	62,5	64,5	65,3
Podíl vkladů na HDP	86,0	85,8	85,9	81,0	84,5	83,0	81,9	80,6	79,4	84,7	82,5	81,6	81,2	81,6	81,4
Podíl úvěrů a vkladů	73,4	73,5	74,3	77,8	74,0	74,9	75,7	76,1	77,6	74,8	75,2	75,4	77,0	79,1	80,3
Úrokové sazby															
Úvěry pro bytové potřeby	2,3	2,3	2,3	2,4	2,5	2,7	2,8	2,9	2,3	2,3	2,7	3,1	3,2	3,8	4,4
Spotřebitelské úvěry	9,4	9,3	9,6	9,3	9,6	9,7	9,9	9,9	10,6	9,4	9,8	10,3	9,9	10,6	11,9
Úvěry nefinančním podnikům	1,8	2,1	2,1	2,3	2,6	2,8	3,0	3,2	2,0	2,1	2,9	3,1	2,2	3,2	4,6
Podíl úvěrů v selhání															
Úvěry pro bytové potřeby	1,9	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	2,2	1,8	1,6	1,7	1,8	2,0	2,3
Spotřebitelské úvěry	7,8	7,4	7,3	7,5	7,1	7,0	7,0	7,1	9,4	7,5	7,1	7,6	8,4	9,0	10,0
Úvěry nefinančním podnikům	5,0	4,6	4,5	4,3	4,3	4,2	4,1	4,0	5,2	4,6	4,1	4,1	4,5	5,1	5,8

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

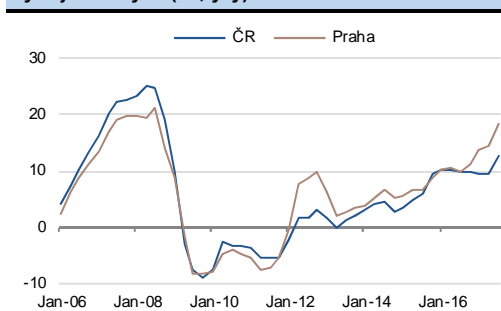
Růst úvěrů nefinančním podnikům je letos tažen výlučně úvěry v cizích měnách, přičemž **korunové úvěry meziročně dokonce klesají**. Důvodem je podle nás celková euroizace české ekonomiky a ukončení kurzového závazku ČNB (proto nárůst úvěru v cizích měnách). Zároveň pokračuje příznivá finanční situace domácích podniků, jak o tom svědčí stále slušné ziskové marže (proto pokles korunových úvěrů). **V příštím roce očekáváme mírné oživení korunových půjček** díky vyšším investicím a zřejmě i poklesu ziskových marží kvůli nárůstu mzdových nákladů.

Výhled pro dynamiku vkladů jsme revidovali směrem nahoru díky rychlejší trajektorii mezd v letošním a příštím roce a zároveň díky stabilitě depozit v kategorii Ostatní, která zahrnuje vklady vlády a finančních institucí. Právě depozita finančních institucí měla podle našeho minulého odhadu klesat po skončení kurzového závazku a díky posilování koruny, ale k tomu v uplynulých měsících nedošlo. Předpokládáme, že k částečnému odlivu likvidity by mohlo dojít v roce 2018.

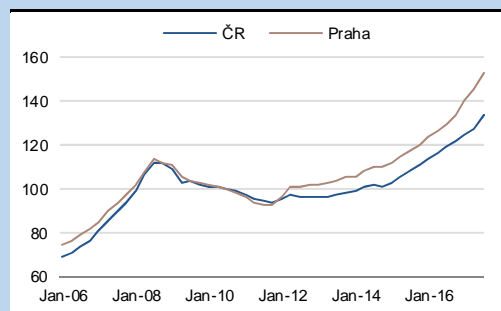
Box 5: Reakce cen bytů na další krizi: pouze mírný pokles

Růst cen nemovitostí, který je nejvíce vnímán prostřednictvím cen rezidenčního bydlení, bude dále pokračovat s tím, jak se budou utahovat podmínky na trhu práce. Tento poptávkový efekt bude pouze tlumen růstem úrokových sazeb. Nabídka nebude schopna tyto poptávkové jevy absorbovat, protože dostupná data ukazují, že rezidenční bydlení nepředstavuje pro developery prioritní oblast. V tomto boxu se dále zaměříme na identifikaci poptávkových a nabídkových faktorů ovlivňující cenu na trhu s byty a také dopadů ekonomické recese na tento trh.

Meziroční růst cen bytů v České republice, ani v Praze nedosahuje takové výše, jaká byla zaznamenána před krizí na přelomu let 2008-2009. Nicméně i tak už jsou ceny na vyšší úrovni než v předkrizových letech. Výrazně vyšší tempo růstu cen v Praze pozorujeme už od roku 2012 a v poslední době dále akcelerovalo.

Vývoj cen bytů (% , y/y)³

Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Cenová úroveň bytů (index 2010 = 100)

Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Poptávkové faktory ovlivňující ceny bytů přirozeně vyplývají z růstu životní úrovně a utahených podmínek na trhu práce. Detailnější popis poptávkových faktorů vyplývajících z trhu práce je v relevantní části tohoto reportu.

Nedostatečná nabídka bytů přispívá k růstu cen. Počty zahájených a dokončených bytů sice od roku 2014 rostou ale velmi pozvolně. Jejich šestiměsíční klouzavý průměr se nachází na 60 % předkrizových hodnot. Oživující se nabídka bytů je patrná také z údajů o ploše obytných budov, kterým bylo vydáno stavební povolení. Nicméně toto oživení je nepatrné a navíc plocha určena přímo k bydlení v posledních letech stagnuje mezi 200–300 tis. m² ročně, což je o něco více než polovina plochy staveb se stavebním povolením vydaným v roce 2005⁴. Na druhou stranu z těchto dat je patrný jistý odklon developerů od rezidenčního bydlení, protože celková plocha staveb, na které bylo vydáno loni stavební povolení, dosáhla už 81 % velikosti z roku 2005.

Jak je patrné z předchozí analýzy, **růst cen bytů bude s největší pravděpodobností dále pokračovat.** Hnacím faktorem, který bude do největší míry determinovat vývoj cen bytů, zůstane slabá nabídka. Z tohoto důvodu **se domníváme, že i větší zpomalení ekonomiky, než které na horizontu prognózy vidíme, bude v důsledku znamenat velmi marginální pokles cen.** Předpokládáme totiž, že investiční nákupy nemovitostí jsou soustředěny pouze

³ Oba grafy zobrazují nabídkové ceny bytů, jak je sleduje Český statistický úřad. Jiné ukazatelé vývoj cen ovšem tento trend kvalitativně potvrzují, proto nebyly v grafech kvůli přehlednosti použity.

⁴ Tento rok je zvolen jako referenční, protože v něm bylo vydáno stavební povolení na největší plochu nových bytů ve sledovaném období 2005-2016.

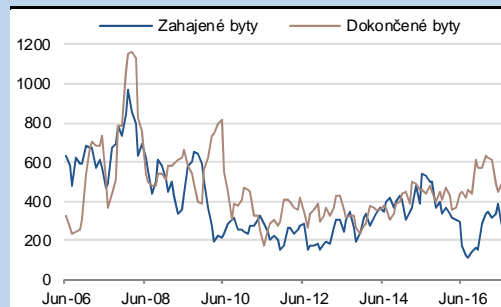
do omezených lokalit v Praze, kde by pak byl pokles cen větší. Takový vývoj by ale ani tak neměl **žádný zásadní dopad do bankovního sektoru**.

Počet zahájených a dokončených bytů – ČR
(6měsíční klouzavý průměr)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Počet zahájených a dokončených bytů – Praha
(6měsíční klouzavý průměr)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Velikost a očekávání zpomalení ekonomiky hraje zásadní roli při vývoji cen nemovitostí. **Neočekávaná či hlubší recese by citelněji zasáhla i poptávkovou stranu tak, že by mohlo následně vést k výraznějšímu poklesu cen nemovitostí. Nicméně tomuto riziku v současné době připisujeme nízkou pravděpodobnost.**

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

Klíčové ekonomické ukazatele

Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
HDP	reálný, %	5,4	2,5	4,4	3,6	2,6	1,9	2,1	2,5
Inflace	průměr období, %	0,3	0,7	2,4	2,2	1,7	0,7	0,6	1,4
Běžný účet platební bilance	% HDP	0,2	1,1	1,2	1,0	1,4	1,8	1,6	1,3
3M PRIBOR	průměr	0,3	0,3	0,4	1,3	1,5	0,6	1,6	2,9
CZK/EUR	průměr	27,3	27,0	26,3	25,1	24,8	23,7	22,4	21,6
CZK/USD	průměr	24,6	24,4	23,4	20,3	18,8	17,6	16,9	16,2

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

Měna a úrokové sazby - výhled

		23. 10. 2017	Prosinec 2017	Březen 2018	Červen 2018	Září 2018	Prosinec 2018
CZK/EUR	konec období	25,64	25,7	25,4	25,1	25,0	24,7
USD/EUR	konec období	1,176	1,18	1,21	1,23	1,25	1,27
CZK/USD	konec období	21,80	22,0	21,0	20,4	20,0	19,4
3M PRIBOR	konec období	0,53	0,70	0,95	1,20	1,45	1,65
10Y IRS	konec období	1,69	1,85	1,95	2,05	2,15	2,30

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

Měsíční makroekonomická data

		1-17	2-17	3-17	4-17	5-17	6-17	7-17	8-17	9-17
Inflace (CPI)	%, m/m	0,8	0,4	0,0	0,0	0,2	0,0	0,5	-0,1	-0,1
Inflace (CPI)	%, y/y	2,2	2,5	2,6	2,0	2,4	2,3	2,4	2,5	2,7
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	0,7	0,4	-0,1	0,3	-0,5	-0,7	-0,2	0,2	0,4
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	2,1	3,1	3,0	3,2	2,3	1,3	1,1	1,4	1,7
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	5,3	5,1	4,8	4,4	4,1	4,0	4,1	4,0	3,8
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	12,6	4,5	14,2	0,3	11,8	5,0	7,0	5,5	n.a.
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	10,1	2,0	10,2	-1,8	8,3	3,1	3,2	5,8	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	-2,2	-8,2	7,1	4,1	3,9	8,0	1,8	1,9	n.a.
Maloobchodní tržby	%, y/y, stálé ceny	8,3	1,0	10,7	0,5	5,6	4,7	2,5	3,7	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (národní met.)	21,5	22,2	25,4	13,0	14,3	20,1	-2,5	5,9	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	30,2	34,0	33,4	10,5	-6,5	-11,6	-27,4	-8,1	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	40,2	35,1	21,0	29,0	-5,7	4,0	-22,5	10,4	n.a.
M2	%, y/y	8,1	8,9	10,6	11,5	10,6	10,0	9,9	10,1	n.a.
Státní rozpočet	mld. CZK (od zač. roku)	9,1	3,7	4,7	6,3	-18,7	4,6	25,0	15,6	17,4
3M PRIBOR	%, průměr	0,28	0,28	0,28	0,29	0,30	0,30	0,30	0,43	0,46
CZK/EUR	průměr	27,02	27,02	27,03	26,82	26,57	26,26	26,09	26,11	26,08
CZK/USD	průměr	25,42	25,40	25,29	25,03	24,04	23,37	22,63	22,10	21,90

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

Akcioví analytici



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



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



Jiří Kostka
(420) 222 008 560
jiri_kostka@kb.cz



Monika Junické
(420) 222 008 509
monika_junické@kb.cz



David Kocourek
(420) 222 008 569
david_kocourek@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

Akcioví analytici



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

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky



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

Eurozóna



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

Severní Amerika



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

Čína



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

Korea



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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

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



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