

| Čtvrtletní zpráva |

# Ekonomické výhledy

## 2018: bohatší Česko, silnější koruna



© Shutterstock

- **Česká ekonomika se drží ve vysokých obrátkách:** Znovu jsme revidovali výhled pro růst domácího hospodářství. Ekonomika využívá silné oživení svých hlavních obchodních partnerů a rozjíždějí se investice. Ty letos podpoří příliv EU fondů.
- **Situace na trhu práce bude vytvářet inflační tlaky:** Trh práce se dostává na své meze. Nezaměstnanost už nemá kam klesat a zvyšuje se tak tlak na růst mezd. Ten se projeví v i cenách. Inflace by se v průměru měla udržet nad 2 %.
- **ČNB bude zvedat sazby i přes silnější korunu:** Centrální banka sice zatím počítá pouze se dvojnásobným zvýšením sazeb, ale rostoucí domácí ekonomika a mzdové tlaky ji pravděpodobně dovolí jít letos se sazbami ještě dále.
- **Česká měna bude pokračovat v dlouhodobě posilujícím trendu:** Již v průběhu letošního roku se dostane pod 25 korun za euro a 20 korun za dolar.
- **Letošní rozpočet podpoří spotřebu a investice:** Zatímco rozpočtový plán pro letošní rok přináší především výrazný růst běžných výdajů, domníváme se, že vzrostou i veřejné investice. Nadcházející rok by měl být nepříznivý pro ceny českých státních dluhopisů kvůli politice ČNB, solidním fundamentům a růstu výnosů v eurozóně.

**Jan Vejmelek**  
(420) 222 008 568  
jan\_vejmelek@kb.cz**Viktor Zeisel**  
(420) 222 008 523  
viktor\_zeisel@kb.cz**Marek Dřimal**  
(420) 222 008 598  
marek\_drimal@kb.cz**Monika Junicke**  
(420) 222 008 509  
monika\_junicke@kb.cz**Jana Steckerová**  
(420) 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.czSOCIETE  
GENERALE  
GROUP



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

## Rok 2018 bude z pohledu českých domácností úspěšný

**Do roku 2018 vstupuje česká ekonomika jednoznačně pravou nohou.** Hospodářský růst v průběhu celého loňského roku zrychloval a vysoká dynamika z posledních měsíců je základem úspěchu i pro letošní rok. Není tedy náhodou, že se toto vydání *Ekonomických výhledů* nese v optimistickém duchu. České domácnosti budou dále bohatnout díky rostoucím mzdám a stabilní inflaci v blízkosti cíle ČNB. Centrální banka bude nadále zvyšovat úrokové sazby tempem co čtvrtletí, to jedno zvýšení. I kvůli tomu posílí koruna, což povede k tomu, že bohatství českých domácností vyjádřených v eurech poroste ještě rychleji.

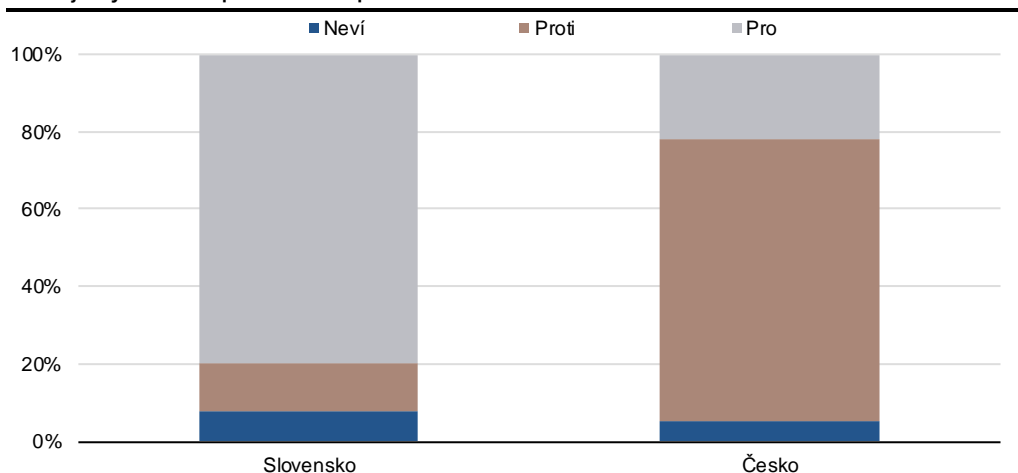
Nic se ale nemění na vyznění předchozího vydání *Ekonomických výhledů*, kde jsme se detailněji věnovali scénáři recese ekonomiky Spojených států v roce 2019. A zatímco tehdy jsme patřili s tímto názorem k jednomu z mála, nyní v tom již rozhodně nejsme sami. Podle konsensu agentury Bloomberg již trh jako celek očekává zpomalení růstu americké ekonomiky z letošních 2,6 % na 2,2 % v roce 2019. Na dynamice tak ztratí i Česko. **Pro přelom let 2019 a 2020 zůstává naším hlavním scénářem ekonomické zpomalení.**

I přes nespornou sílu domácí poptávky, kdy se ke spotřebě domácností konečně přidala i vyšší investiční aktivita, stále platí, že Česko jako malá otevřená a exportní ekonomika kriticky závisí na výkonnosti svého největšího obchodního partnera – eurozóny a na měnovém kurzu. Nedávné parlamentní i prezidentské volby přinesly v této souvislosti téma možného přistoupení Česka k projektu společné evropské měny.

### Bez ohledu na politické proklamace se euro v Česku prosazuje

**Podle posledního šetření Evropské komise vévodí Česká republika žebříčku zemí, které se nejvíce staví proti euru.** Například slovenská zkušenost je přitom naprosto odlišná, když 80 % Slováků je s eurem spokojeno. **Jedním z důvodů českého pesimismu je podle nás často i neznalost a šíření zavádějících informací v politickém boji.** Proto jsme se rozhodli v tomto vydání *Ekonomických výhledů* ve speciálních boxech alespoň některé zavádějící informace uvést na pravou míru a přispět k věcné diskusi týkající se společné evropské měny.

#### Postoj obyvatel ke společné evropské měně



Zdroj: Eurobarometr, listopad 2017, Evropská komise, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Rozhodně je zavádějící tvrzení, že euro je krachující projekt.** Počet zemí platících eurem se postupně rozšířil z původních 11 zemí na současných 19. Na devizovém trhu se s eurem čile obchoduje, po dolaru se jedná o druhou nejobchodovanější měnu na světě. Euro má

postavení rezervní měny. Jak ukazuje Jana Steckerová, většina zemí platících eurem je s ním spokojená. Naopak nespokojené s eurem jsou nejvíce ty země, které ho nemají. **Eurozóna sice není optimální měnovou oblastí, podle Moniky Junické se ale k těmto podmínkám postupně přibližuje.** Naše provázanost s Německem a eurozónou jako celkem pak vede k tomu, že **bez ohledu na politické rozhodnutí se euroizace v Česku jednoznačně prosazuje.** Jak ukazuje Viktor Zeisel, jsou sektory, kde se euro nepoužívá pouze jako účetní jednotka, ale opravdu jako jednotka transakční. V neposlední řadě je třeba uvést na pravou míru to, že po přijetí eura budeme muset doplácet na dluhy jiných zemí. Platí, že již **Maastrichtská smlouva ručení za dluhy jiných zemí vysloveně zakazuje a na tom se nic nemění.** Pravdou ale je, že členská země musí přispívat do Evropského stabilizačního mechanismu. Tyto prostředky by pak byly potřebným zemím poskytovány za přísných podmínek jako půjčka, která by měla být postupně splácena.

Věříme, že námi prezentované argumenty přispějí k věcnosti diskuse nad tak závažnou problematikou, jakou přijetí společné evropské měny bezesporu je.

## Obsah

Rok 2018 bude z pohledu českých domácností úspěšný .....	2
Bez ohledu na politické proklamace se euro v Česku prosazuje .....	2
Vnější prostředí a předpoklady prognózy .....	5
Vyhledky pro rok 2018 zůstávají příznivé .....	5
USA: daňová reforma prodlužuje expanzi o další rok .....	5
Eurozóna: hospodářský růst bude široce rozprostřený .....	6
Box 1: Přijetí eura oprádná řada mýtů – jsou však pravdivé? .....	7
Německo: utážený trh práce tlačí mzdy nahoru .....	8
Box 2: Podmínky k dobrému fungování eurozóny .....	9
Středoevropský region: k utahování měnových podmínek se přidá polská centrální banka .....	10
Makroekonomická prognóza ČR .....	12
Ekonomika v roce 2018 pod vlivem pnutí na trhu práce .....	12
Průmysl a stavebnictví se svezou na investiční vlně .....	13
Fiskální politika: rok 2018 přináší růst běžných i kapitálových výdajů .....	14
Soukromé investice letí, veřejný sektor se přidá .....	16
Box 3: Česká ekonomika už euro zavádí .....	17
Extrémní napětí na trhu práce vyvolá další mzdové tlaky .....	18
Inflace bude oscilovat kolem cíle .....	18
Rizika: Vztah nezaměstnanosti a cen přestane fungovat .....	20
Klíčové makroekonomické ukazatele .....	21
ČNB Focus .....	22
ČNB bude i přes posilování koruny dál zvedat sazby .....	22
Holubičí zvýšení sazeb následované jestřábi nečinností .....	22
V bankovní radě se odhalují jestřábi .....	23
Finanční stabilita zůstává tichou obavou, alespoň pro některé .....	24
Korunový devizový trh .....	25
Česká měna se letos podívá pod metu 25 korun za euro .....	25
Koruna se letos dostane pod 25 CZK/EUR .....	26
Z pohledu ekonomických fundamentů může koruna letos dále posilovat .....	26
Technická analýza CZK/EUR (aktualizováno 24 .ledna 2018 v 14:00) .....	28
Šance na další posílení koruny, pokud 25,30 dovolí .....	28
Trh českých vládních dluhopisů a IRS .....	29
2018: Rok ztrát pro české státní dluhopisy .....	29
Nabídka v roce 2018: Základním scénářem je růst prodeje CZGB .....	29
Výnosy CZGB v roce 2018: Zlevnění v Q1 18 .....	31
Struktura držitelů CZGB: podíl zahraničních vlastníků by měl letos poklesnout .....	32
Trh českých sazeb IRS: mírná revize směrem nahoru .....	32
Bankovní sektor .....	33
Růst úvěrů letos zpomalí navzdory ekonomické expanzi .....	33
Upozornění .....	35



## Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

### Vyhledky pro rok 2018 zůstávají příznivé

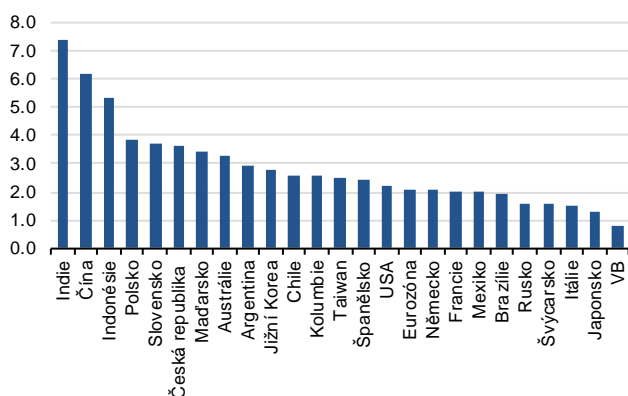
**Hospodářský růst ve Spojených státech, v eurozóně i ve středoevropském regionu by si měl v letošním roce udržet solidní dynamiku. Společným jmenovatelem zůstane spotřeba domácností, která těží z utažené situace na trhu práce a rostoucích mezd. Významným přispěvatelem k růstu zůstanou i investice. Centrální banky budou pokračovat v normalizaci měnové politiky. Fed letos podle naší prognózy zvýší úrokové sazby celkem třikrát, zatímco ECB definitivně opustí program QE. To by mělo umožnit euru vůči dolaru posílit na úroveň 1,27 USD/EUR. V regionu se vedle České národní banky přidá k utahování měnových podmínek Polská národní banka.**

### USA: daňová reforma prodlužuje expanzi o další rok

**Ve třetím čtvrtletí roku 2017 ekonomika Spojených států přidala 3,3 % q/q anualizovaně a rostla tak nejrychlejším tempem za poslední tři roky.** K tomuto výsledku však s +0,8 pb přispěla tvorba zásob, což je výrazně nad dlouhodobým průměrem. V Q4 17 růst HDP dosáhl „pouze“ 2,6 %. Struktura růstu však byla zdravá, tažená především domácí poptávkou. Za celý rok 2017 ekonomika Spojených států přidala 2,3 %. V letošním roce by růst měla táhnout především spotřeba domácností. Tomu nasvědčuje vysoká spotřebitelská důvěra, klesající míra nezaměstnanosti (nejnižší od roku 2000) i rostoucí bohatství domácností. Spotřebu navíc podpoří i schválená daňová reforma. Ta by měla současnou fázi expanze prodloužit o jeden rok, a to až do H2 19. V letošním roce by měl růst HDP podle našich odhadů dosáhnout 2,4 %. Rizika se však koncentrují spíše ve směru rychlejšího růstu. V roce 2019 pak dynamika HDP zpomalí na 1,1 %.

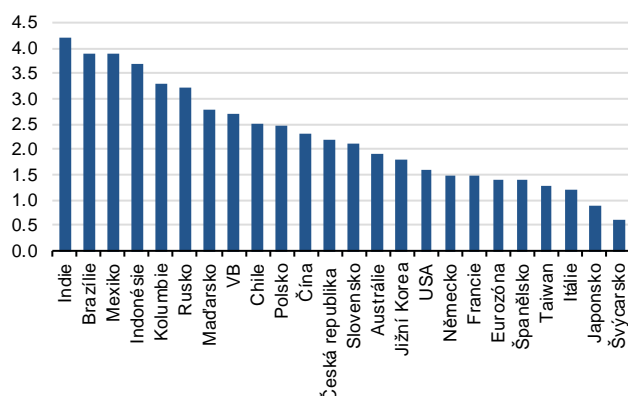
Ekonomický růst v USA táhne spotřeba domácností.

Odhad růstu HDP v roce 2018 (% , y/y)



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

Očekávaná inflace v roce 2018 (% , y/y, roční průměr)



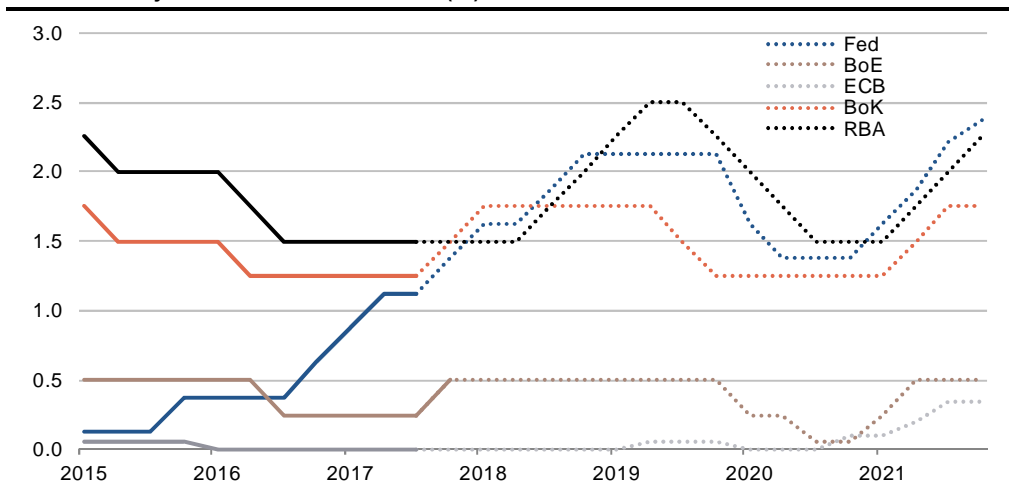
Zdroj: SG Cross Asset Research/ Economics Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Letos Fed zvýší sazby celkem třikrát.

**Na konci loňského roku americká centrální banka (Fed) přistoupila k dalšímu zvýšení úrokových sazeb o 25 bb na úroveň 1,25-1,50 %.** V letošním roce by podle mediánu úrokových sazeb (sestaveného na základě prognózy prezidentů jednotlivých regionálních rezervních bank) měl Fed zvýšit sazby celkem třikrát. To je i v souladu s naší prognózou, když očekáváme zvýšení sazeb v březnu, v září a v prosinci. Zvyšování úrokových sazeb by mělo podle Fedu pokračovat i v letech 2019 a 2020, a to tempem 50 bb za rok. V tomto ohledu je naše prognóza skeptičtější. V roce 2019 očekáváme recesi (více k tomuto tématu v našich minulých *Ekonomických výhledech* na <http://bit.ly/ceo4Q17>), a tak s žádným dalším zvyšováním sazeb už nepočítáme. Ke zpřísnování měnové politiky bude přispívat i normalizace

bilanční sumy Fedu, která byla zahájena v říjnu. Letos také FOMC čekají významné změny. Na základě principu roční rotace prezidentů regionálních rezervních bank letošní rok radu guvernérů opustí holubičí Charles Evans a Neel Kashkari. Prezident Trump může navíc jmenovat až tři nové členy FOMC, včetně viceguvernéra. Kontinuitu dosavadního fungování zajistí jmenování současného viceprezidenta Jerome Powella do čela instituce, který od stávající prezidentky Janet Yellenové převezme kormidlo v únoru.

Úrokové sazby hlavních centrálních bank (%)



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

## Eurozóna: hospodářský růst bude široce rozprostřený

V letech 2018-2019 růst eurozóny zpomalí.

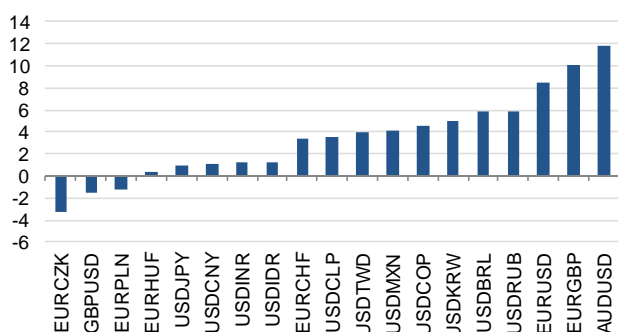
**Růst HDP eurozóny dosáhl v Q3 17 solidních 0,6 % q/q.** V meziročním srovnání ekonomika přidala 2,6 %, což je nejrychlejší tempo od roku 2011. K růstu přispěla zejména spotřeba domácností, investice a čisté exporty. Spotřeba domácností je podporována dobrou situací na trhu práce. Listopadová míra nezaměstnanosti poklesla na úroveň 8,7 %, nejnižší hodnotu od roku 2009 a snižovat by se měla i nadále. To se pak odráží i ve vývoji spotřebitelské důvěry, která se na konci loňského roku poprvé po šestnácti letech dostala do kladného teritoria (záporné hodnoty znamenají nedostatek důvěry spotřebitelů). Ekonomika eurozóny těží i z oživení světové poptávky. Zatímco ještě ve druhém čtvrtletí čisté exporty hospodářský růst brzdily, ve třetím čtvrtletí byl již jejich příspěvek kladný. Významným přispěvatelem zůstávají i investice. Za celý loňský rok si ekonomika eurozóny zřejmě polepšila o 2,3 y/y, rizika se však koncentrují ve směru nahoru. 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. V letošním roce by růst HDP eurozóny měl dosáhnout 2,1 %, v příštím roce pak 1,4 %.

První a zároveň poslední zvýšení sazeb čekáme v červnu 2019.

**ECB v říjnu oznámila, že svůj program kvantitativního uvolňování prodlouží o devět měsíců, tedy do konce září 2018.** Zároveň však s platností od letošního ledna snížila objem nakupovaných aktiv z 60 mld. EUR na 30 mld. EUR. To, zda program v září definitivně skončí, bude záviset především na vývoji mezd, investic a inflace. Inflace bude na začátku letošního roku ovlivněna efektem vyšší statistické základny (u cen energií i potravin), a dostane se tak pod úroveň 1 %. V závěru roku by se ale měla vyšplhat na 1,4 % a v průměru za celý letošní rok dosáhnout 1,2 %. Za nedostatkem inflačních tlaků v eurozóně stojí mimo jiné nízké jednotkové mzdové náklady. Výraznější růst mezd by mohla přinést nová ujednání s odbory v oblasti průmyslu a ve veřejné sféře v Německu. I tak ale jádrová inflace v období let 2018-2021 zřejmě nepřesáhne v průměru 1,4 % y/y. Inflační vývoj bude podle ekonomů SG

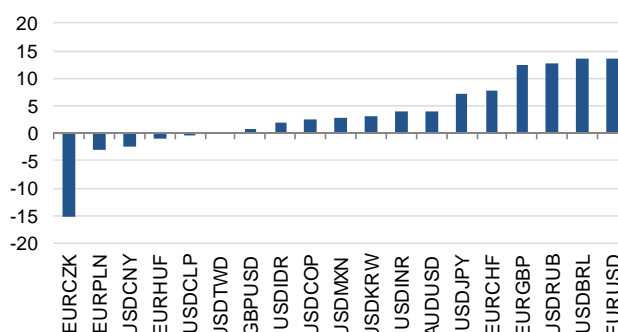
důvodem, proč ECB prodlouží program QE ještě jednou, a to do konce letošního roku. Objem nakupovaných aktiv v posledním čtvrtletí letošního roku by měl však být již jen 15 mld. EUR. První a zároveň poslední zvýšení úrokových sazeb nastane podle ekonomů SG v červnu 2019. Depozitní sazba by měla stoupnout o 20 bb na -0,2 %, repo sazba o 5 bb na 0,05 %. Dosavadní politika ECB držela euro vůči dolaru podhodnocené. Společně s postupným opouštěním programu QE by měla společná evropská měna postupně posilovat, aby se na konci letošního roku dostala až na úroveň 1,27 USD/EUR.

Změna spotové sazby do konce roku 2018 (%)



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

Změna spotové sazby do konce roku 2022 (%)



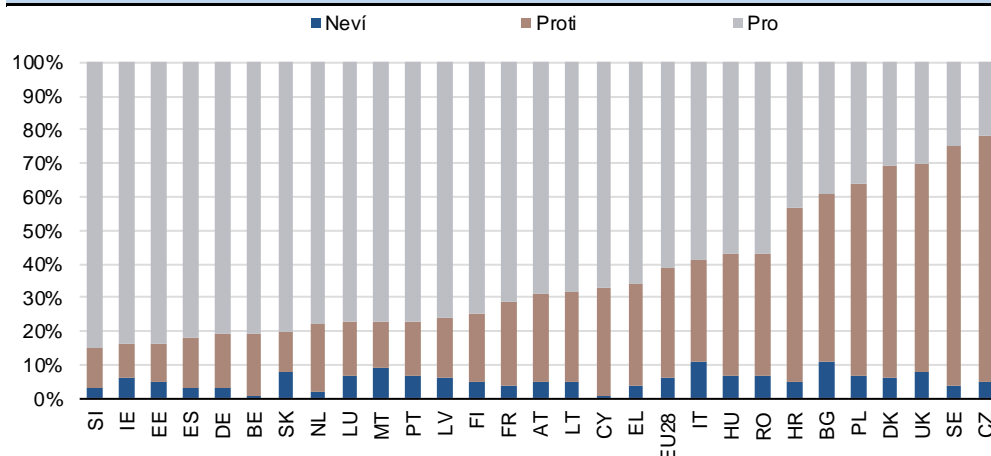
Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Box 1: Přijetí eura opřádá řada mýtů – jsou však pravdivé?

#### 1. Euro je krachující projekt, do kterého bychom již neměli vstupovat

Otázkou je, jak projekt jménem euro hodnotit. V každém případě z 11 zakladatelských zemí se počet zemí platících eurem rozrostl na současných 19. Euro přežilo hospodářskou krizi a v letošním roce se dožije 19 let. Z dotazníkového šetření, které provádí Evropská komise, vyplývá, že většina zemí platících eurem je s ním spokojená. Proti euru se nejvíce staví země, které ho ještě nepřijaly, přičemž Česká republika jim vévodí. V Česku se proti zavedení eura v listopadu loňského roku vyslovilo 73 % dotázaných. Naopak na Slovensku, které euro přijalo v roce 2009, je s eurem spokojeno 80 % respondentů. Tomu, že euro není krachující projekt, nasvědčuje i rychle rostoucí objem úvěrů, které české firmy čerpají v eurech i objem eurových plateb. Tomuto tématu se více věnujeme v Boxu č. 3

#### Postoj občanů zemí EU ke společné evropské měně, šetření Evropské komise, listopad 2017

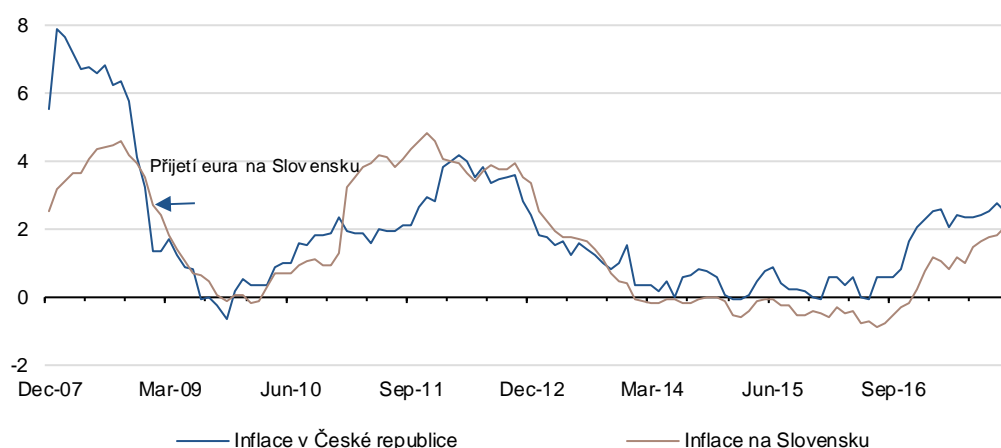


Zdroj: Eurobarometr, Evropská komise, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## 2. Po přijetí eura výrazně zrychlí inflace

Další argumentem proti přijetí eura je to, že po jeho zavedení výrazně stoupne cenová hladina. Z vývoje inflace například na Slovensku je patrné, že k žádnému takovému dramatickému skoku po přijetí jednotné měny nedošlo. Nepřiměřenému růstu cenové hladiny by zřejmě bránila řada kontrolních mechanismů. Mohla by mezi ně patřit povinnost uvádět ceny současně v korunách i eurech, časté monitorování cen, černá listina obchodníků, kteří by zavedení eura zneužili k neadekvátnímu zdražování a podobně. K růstu cenové hladiny by pravděpodobně docházelo, ale spíše v dlouhodobém horizontu, a to z titulu konvergence k vyspělým ekonomikám.

Vývoj inflace po přijetí eura na Slovensku (HICP, %, y/y)



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

## 3. Po přijetí eura budeme doplácet na dluhy jiných zemí

Pravdou je, že po přijetí eura bude muset Česká republika začít přispívat do Evropského stabilizačního mechanismu (ESM), který slouží k zajištění finanční stability zemí platících eurem. Během dvanácti let od vstupu do EMU by měla Česká republika do ESM vložit zhruba 350 mld. CZK. **Za dluhy jiných zemí však ručit nebude a ani nemůže.** Na tento problém pamatuje už Maastrichtská smlouva o fungování Evropské unie, která ručení za dluhy jiných zemí vysloveně zakazuje. V případě pomoci členským zemím se tedy nejedná o nevratný dluh ale o půjčku, která je poskytována za velmi přísných podmínek a musí být také postupně splacena.

Česká republika, jakožto malá otevřená ekonomika, je šokům přicházejícím z eurozóny vystavena ať už eurem platí či nikoliv. Otázkou tedy je, zda je pro ni výhodnější stát stranou nebo se na rozhodovacím procesu týkajícím se finanční stability EMU podílet.

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

## Německo: utažený trh práce tlačí mzdy nahoru

Německé ekonomice by se mělo dobře dařit politické nejistotě navzdory.

**Německá ekonomika v Q3 17 překvapila růstem o 0,8 % q/q.** Meziroční dynamika vyšplhala dokonce na 2,8 %, což je nejrychlejší tempo od roku 2011. Vyhledky navíc zůstávají příznivé i pro tento rok. Růst HDP by měl dosáhnout 2,1 % po loňských 2,5 %. Hlavním motorem ekonomiky zůstane domácí poptávka. Ta těží z utažené situace na trhu práce. Míra



nezaměstnanosti by měla v letošním roce dále poklesnout, a to až na úroveň 5,3 %, což je výrazně pod úrovní NAIRU (6,6 %). To by se mělo odrazit v dynamice mezd, které by podle našeho odhadu měly v letošním roce přidat 3,0-3,5 %. Vzhledem k tomu, že největší odborová organizace v oblasti průmyslu IG Metall požaduje zvýšení mezd o 6 %, může být tempo nakonec ještě vyšší. Významným přispěvatelem k růstu HDP by měly být v roce 2018 i investice. Inflation podle ekonomů SG dosáhne letos v průměru 1,3 %. Směrem dolů ji bude tlačit především silné euro.

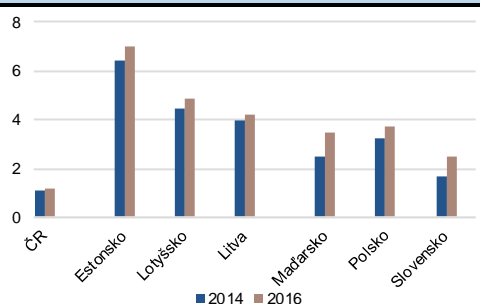
### Box 2: Podmínky k dobrému fungování eurozóny

Měnová politika ECB není přizpůsobená na míru každé členské země, ale je jednotná a platná pro všechny státy, a proto je zapotřebí k fungování eurozóny splnit několik podmínek. V literatuře<sup>1</sup> najdeme nejčastěji **šest hlavních kritérií, které identifikují optimální měnovou unii**, z čehož tři jsou ekonomického a tři politického rázu.

Nejdůležitější podmínkou je **volný pohyb pracovní síly, kapitálu a statků**, tedy základní svobody Evropské Unie. Zatímco ve skutečnosti kapitál vykazuje velkou míru flexibility, mobilita práce zůstává spíše omezená. Problém nastává v případě, když nesouměrný (negativní) šok zasáhne jen některé členy unie a jejich ekonomika zpomalí. Pracovní síla by se měla volným pohybem přemístit do jiného regionu (sektoru), ale pokud je pracovní mobilita limitována, může si ekonomika pomoci snižováním nákladů práce (mezd). Bez možnosti devalvace měny je tento proces zdlouhavý a méně efektivní.

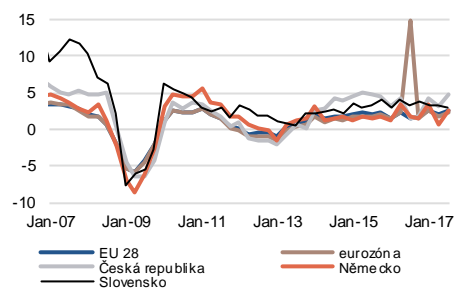
Mobilita pracujících v EU však stále spíše pokulhává, především v důsledku kulturních rozdílů mezi jednotlivými zeměmi. Obzvláště starší generace není ochotna stěhovat se do zahraničí za prací, překážkou je jak neznalost cizích jazyků, tak i rozdíl v jednotlivých systémech důchodového a sociálního zabezpečení. Výroční zpráva EK 2016 ale ukazuje, že se mobilita pracovní síly v rámci EU postupně zlepšuje. Mezi lety 2014 a 2015 vzrostla meziročně o 4 %, přičemž největší pohyby jdou směrem k EU 15. Také česká pracovní síla se postupem času stává flexibilnější i přesto, že odliv pracujících z ČR do eurozóny je stále nízký. Ve statistice však nejsou zahrnuti ti, kteří do eurozóny pouze za prací dojíždí. Přesto je patrné, že ostatní země mobility na pracovním trhu využívají více.

Podíl ekonomicky aktivní obyvatel (20-64 let) pracujících v jiné zemi eurozóny na celkovém počtu ekonomicky aktivních (%)



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Růst české ekonomiky silně koreluje s ostatními zeměmi eurozóny (%)



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Kde selže mobilita, mělo by **pomoci sladění ekonomických cyklů**. V případě, že je struktura ekonomiky jednotlivých zemí podobná a zároveň výroba je dostatečně diversifikovaná, dopad

<sup>1</sup>Více informací v Baldwin, R. E., Wyplosz, C. (2006). The economics of European integration (Vol. 2). London: McGraw-Hill.

nesouměrného šoku se snižuje. Z analýzy ČNB vyplývá, že strukturálně si jsou nejbližší země původní eurozóny. Česká republika podobně jako Slovensko převyšuje ostatní země vysokým podílem průmyslu na celkové ekonomice, zatímco podíl služeb je spíše nízký. Čelíme tak nebezpečí, že případný negativní šok, např. v podobě nižší poptávky po autech, dopadne na českou stejně jako slovenskou ekonomiku výrazněji než na ostatní země.

Přesto česká ekonomika od roku 2006 rostla v souladu s německou z 81 %, zatímco v letech 1997 – 2006 to bylo mírně přes 3 %. V případě eurozóny dosahuje korelace za posledních deset let dokonce 92 %. **Ekonomický vývoj ČR je úzce spjat s tím co se děje v eurozóně,** což je především způsobeno její závislostí na vývozech, z kterých téměř 70 % míří právě do zemí eurozóny. Česká ekonomika tak jistě splňuje třetí kritérium – otevřenost a **bez pochyby by z eliminace kurzového rizika a snížení transakčních nákladů profitovala.**

Mezi kritéria politického rázu patří fiskální sounáležitost mezi jednotlivými státy. **Je důležité, aby v případě nesouměrných šoků byly jednotlivé vlády ochotné přerozdělovat své bohatství, tak jak to známe z konceptu federace.** Solidarita mezi jednotlivými regiony dokáže vyvážit případnou nedokonalost v mobilitě pracovní síly. Za druhé, zájmy jednotlivých států by měly být podobné, tak aby jednotná politika byla co nejbližší co nejvíce členským zemím. S tím souvisí i poslední kritérium, podle kterého by země měly sdílet společný osud. Čím více si jsou země kulturně blízké, tím ochotněji akceptují náklady na řízení unie a prokazují svou solidárnost.

Současná eurozóna sice všechny podmínky optimální měnové unie nesplňuje, nicméně postupně se k nim přibližuje a je nejenom v ekonomickém zájmu všech členských států - jak současných, tak i budoucích - aby jednotlivé země k sobě konvergovaly a projevovaly mezi sebou solidárnost. Samotná Česká republika by pak z přijetí eura jasně profitovala a to jak na ekonomické, tak i politické bázi.

**Monika Junicke**  
+420 222 008 509  
monika\_junicke@kb.cz

## Středoevropský region: k utahování měnových podmínek se přidá polská centrální banka

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

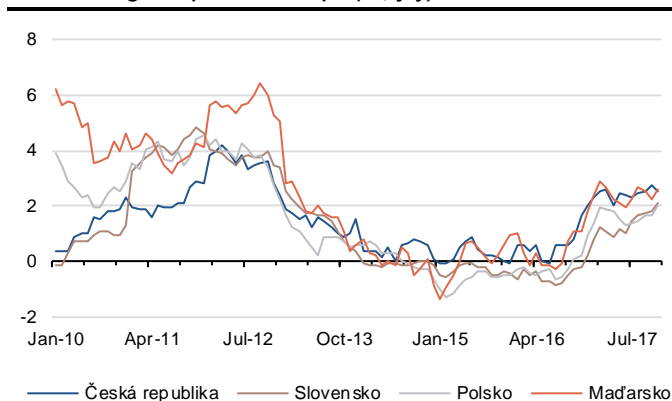
**Po velmi silném hospodářském růstu v roce 2017 slibuje i letošní rok regionu solidní vyhlídky.** Dynamiky z loňského roku však nedosáhne (kromě Slovenska, kde čekáme ještě výraznější růst než loni). Na struktuře HDP se toho zřejmě příliš nezmění. Hlavním tahounem zůstane spotřeba domácností, které hraje do karet rekordně nízká nezaměstnanost a rostoucí mzdy. Ty v Maďarsku rostou více než 10% tempem, zatímco v Polsku se jejich dynamika pohybuje kolem 7 %. Růst mezd tak převyšuje zvyšování produktivity, která se v obou zemích dosahuje zhruba 3%. To by se mělo dříve či později odrazit v růstu spotřebitelských cen. Doposud vyšší mzdy ukrájaly z marží podniků.

Růst by ve středoevropském regionu měly letos i investice a to jak v privátním sektoru, kde firmy nutí ke zvyšování produktivity nedostatek pracovní síly, tak ve státním sektoru, kde se rozjíždí čerpání z fondů EU. Vzhledem k vysoké dovozní náročnosti investic i apetitu domácností po dováženém zboží budou čisté exporty v regionu hospodářský růst spíše brzdít, popřípadě bude jejich příspěvek velmi nízký. Za celý letošní rok očekáváme, že růst HDP v Česku dosáhne 3,8 %, na Slovensku 3,7 %, v Polsku 3,8 % a v Maďarsku 3,5 %.

K utahování měnových podmínek přistoupí letos i polská centrální banka.

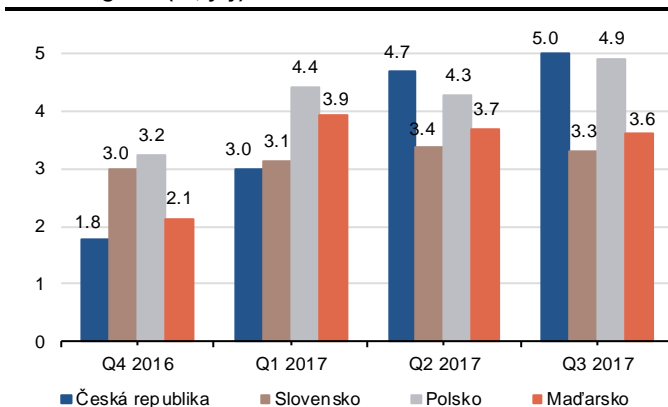
**V loňském roce Česká národní banka jako první z regionu zahájila utahování měnových podmínek** (více informací o politice ČNB naleznete v sekci *ČNB focus*). V letošním roce ji pravděpodobně bude následovat Polská národní banka. Polská inflace v listopadu dosáhla 2,5% inflačního cíle. V prosinci se však vlivem statistické základny vrátila zpět na úroveň 2 %. Inflačního cíle podle naší prognózy dosáhne opět v Q2 18, přičemž v H2 18 by se mohla vyšplhat až ke 3 %. Z tohoto důvodu očekáváme, že Polská národní banka začne v letošním roce měnové podmínky utahovat. První zvýšení sazeb ze současných 1,5 % očekáváme v červenci, další by mělo následovat ve zbytku H2 18. **Naopak maďarská centrální banka (MNB) plánuje udržovat měnovou politiku i nadále uvolněnou.** Letos spustí program nákupu hypotečních zástavních listů se splatností delší než tři roky a začala nabízet swapy s pěti a desetiletou splatností. Těmito kroky se bude snažit stlačit výnosy na delším konci výnosové křivky směrem dolů. Maďarská inflace se totiž stále drží pod 3% cílem a nejinak tomu bude i v letošním roce. Maďarský forint bude tedy podle naší prognózy mít během letošního roku spíše tendenci mírně oslabovat (na 314 HUF/EUR).

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



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

HDP v regionu (% , y/y)



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

# Makroekonomická prognóza ČR



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

## Hlavní změny

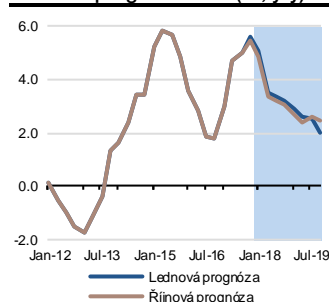
### HDP:

Zvýšili jsme odhad růstu ekonomiky v roce 2017 na 4,6 % (4,5 % po prosincové aktualizaci) hlavně díky silnému výkonu globální ekonomiky na konci roku. Očekáváme, že v roce 2018 bude ekonomická expanze pokračovat tempem 3,8 % (dříve 3,6 %) zejména díky vyšším veřejným investicím a silné spotřebě.

### Inflace:

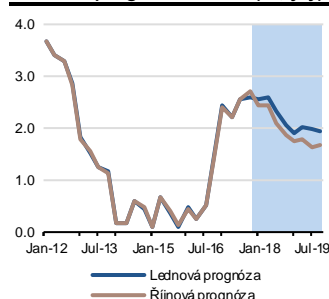
Snížili jsme svůj odhad pro inflaci v roce 2018 na 2,1 % kvůli slabší jádrové inflaci.

## Změna v prognóze HDP (% , y/y)



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

## Změna v prognóze inflace (% , y/y)

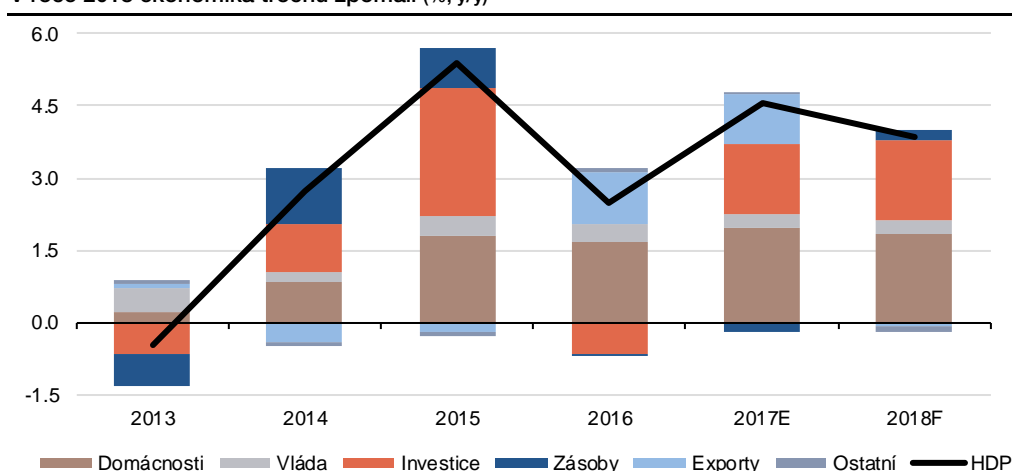


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Ekonomika v roce 2018 pod vlivem pnutí na trhu práce

Pnutí na trhu práce je v současné době hlavním hybatelem vývoje české ekonomiky. Historicky nejnižší nezaměstnanost vytváří silné mzdové tlaky. Zvyšující se mzdy a nedostatek pracovní síly nutí podniky investovat do produktivity, ale představují také riziko pro další růst produkce a konkurenceschopnosti. V neposlední řadě také vyšší náklady na výrobu a zvětšující se kupní síla domácností přináší do ekonomiky inflační tlaky.

## V roce 2018 ekonomika trochu zpomalí (% , y/y)



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

**Česká ekonomika i nadále překonává naše očekávání.** Zpomalení, které jsme předpovídali pro třetí čtvrtletí loňského roku, nebylo nakonec tak výrazné a dynamika HDP vykázala růst o 0,5 % q/q. Domácí poptávka zůstala silná, ale zahraniční obchod měl výrazně negativní vliv. Naše odhady ukazují, že v posledním čtvrtletí loňského roku česká ekonomika znovu výrazně těžila z oživení světové ekonomiky. Jenom za říjen a listopad vzrostla domácí průmyslová produkce o více než 2 % a vpředhledící ukazatele naznačují, že i prosinec byl poměrně úspěšný. I soukromá spotřeba zůstala silná. To potvrzují velmi dobrá čísla z maloobchodu. Celkově se tak domníváme, že za poslední čtvrtletí loňského roku by dynamika HDP měla vykázat kladných 1,1 % q/q. **Celkově by tedy domácí ekonomika měla zaznamenat v roce 2017 expanzi o 4,6 %, druhý nejsilnější růst za posledních deset let.** Byli jsme svědky solidní investiční aktivity soukromého sektoru a i domácí spotřeba si zachovala velmi dobrou dynamiku. I přes rostoucí dovozy, jsme zaznamenali i pozitivní příspěvek zahraničního obchodu.

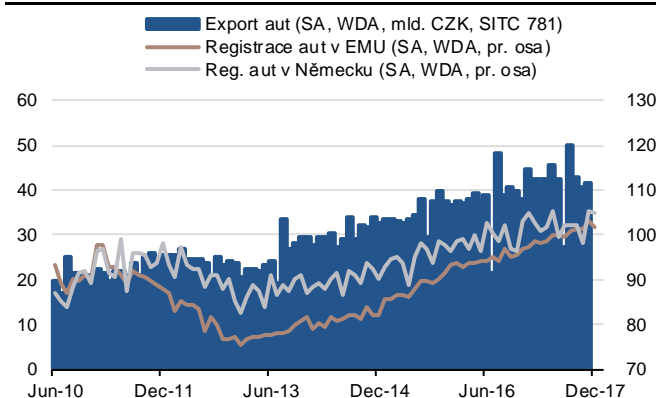
**Příznivé trendy podle všeho pokračují i letošním roce.** Předchozí části ukazují, že hlavní obchodní partneři Česka zaručí, že poptávka po domácí produkci zůstane v zahraničí silná. Investice nepřetržitě porostou, ale hlavním tahounem zůstane domácí spotřeba. **Růst HDP by letos měl vykázat 3,8 %.**

## Průmysl a stavebnictví se svezou na investiční vlně

Průmysl zůstane motorem růstu.

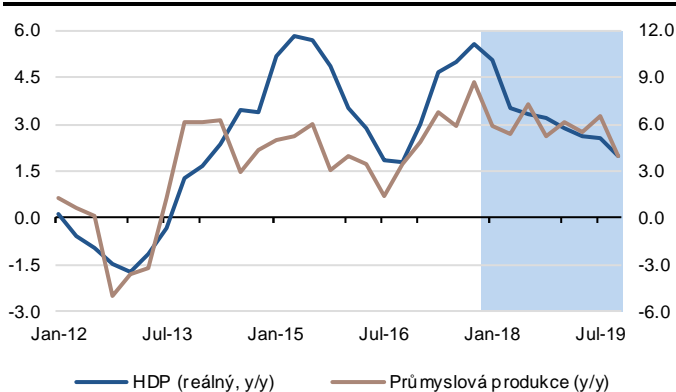
Průmyslová produkce v loňském roce výrazně zrychlila. Očekáváme, že i letos si udrží své růstové tempo. **Vnější prostředí bude i nadále působit povzbudivě.** Domácí průmysl již ukázal, že je schopný využít oživení globální ekonomiky. Nicméně předpokládáme, že poptávka po autech v eurozóně již neporoste tak rychle, ale měla by si i tak zachovat pozitivní dynamiku. Český automobilový průmysl by navíc na evropském trhu měl i nadále zvyšovat svůj tržní podíl. I další odvětví budou těžit z vyšší spotřeby a investiční aktivity hlavních českých obchodních partnerů. Svou důležitou roli si udrží i domácí faktory. Česká ekonomika potřebuje investice. Nedostatek pracovní síly, silné mzdové tlaky a posilující koruna snižují konkurenceschopnost. Podnikatelé stále využívají polštář, který si vytvořili v průběhu kurzového závazku, ale zvyšování produktivity je nutností a čísla z loňského roku naznačují, že podnikatelé si to uvědomují. Modernizace zůstane hlavním tématem ekonomického vývoje. Některé části automobilového průmyslu ukazují cestu. I soukromé investice budou letos podpořeny prostředky z evropských fondů. **Celkově očekáváme, že průmyslová produkce podpořená investiční aktivitou doma a v zahraničí letos poroste o 5,9 % po odhadovaných 6,5 % v loňském roce.**

Průmyslová produkce podpořena poptávkou po autech



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

Průmysl zůstane motorem růstu



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

Stavebnictví by se letos mělo rozjet.

Stavění sektor zatím neprospívá tak, jak jsme očekávali. Za to může zejména inženýrské stavitelství, zatímco pozemnímu stavitelství se alespoň v některých regionech daří bojovat s byrokracií. V těchto regionech je pak schopno reagovat na rostoucí poptávku po bydlení. Nový stavební zákon, který vešel v platnost 1. ledna, by měl zjednodušit přípravu staveb.

Inženýrské stavitelství je zatím slabé, ale svůj růst by mělo letos nastartovat i za pomoci EU fondů



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

**Nicméně i nadále přetrvávají některé překážky, které brání výstavbě ve velkých městech.** Největším je pravděpodobně metropolitní plán pro Prahu. Ten by měl být hotov až v letech 2022-2023. Bez něj zůstává stavební boom Praze velmi nepravděpodobný. Větší zklamání pro



nás však představuje inženýrské stavitelství. Hlavní infrastrukturní projekty stále zůstávají ve stádiu přípravy a jejich realizace se zatím nekoná. Naději, že se alespoň některé rozjedou, představuje nový stavební zákon. Financování těchto projektů nepředstavuje zásadní problém. Naopak. Česko bude muset vyčerpat část evropských fondů do konce roku, jinak o tyto prostředky přijde. I z toho usuzujeme, že inženýrské stavitelství by se letos mělo rozjet. O veřejných investicích se více dočtete v následujících odstavcích o fiskální politice. **Celkově předpokládáme, že se stavebnímu sektoru letos bude dařit. Měl by totiž přidat 7,1 %, poté co loni zklamal slabým růstem pouze o 1,9 %.** Rizika však zůstávají v nižším růstu i proto, že tento výhled je založen na schopnosti vlády investovat.

## Fiskální politika: rok 2018 přináší růst běžných i kapitálových výdajů

**Letošní státní rozpočet přináší výrazný nárůst výdajů na platy ve veřejné sféře a na sociální dávky, což bude dále podporovat spotřebu domácností. Zatímco kapitálové výdaje jsou naplánovány na relativně nízké úrovni, náš výhled předpokládá jejich nárůst s tím, jak se (snad) začnou realizovat odkládané projekty. Veřejný sektor ale i tak letos vykáže přebytek hospodaření díky růstu daňových příjmů plynoucímu ze silné ekonomiky a výraznému přebytku místních rozpočtů.**

**Rozpočet centrální vlády v hotovostním vyjádření uzavřel loňský rok v mírném schodku 6 mld. CZK,** tedy podstatně méně v porovnání s původním plánem (60 mld. CZK) a pod naším odhadem (25 mld. CZK). Daňové příjmy výrazně překonaly očekávání díky růstu ekonomiky, zatímco nedaňové příjmy za svojí rozpočtovanou výši mírně zaostaly kvůli pokračujícímu

pomalému rozjezdu investiční aktivity (a tak i převodů z fondů EU). Na straně výdajů dosáhl běžné výdaje zhruba rozpočtované výše. Naopak investiční výdaje – jak už bylo nastíněno výše – skončily pod plánovanou úrovní, protože především projekty spolufinancované z EU se minimálně v první polovině roku opět nedařilo pořádně nastartovat (kapitálové výdaje se nicméně v posledních měsících loňského roku začaly zvyšovat). Dohromady tyto faktory vysvětlují velkou část odchylky mezi rozpočtovým plánem a skutečným výsledkem.

**Zatímco státní rozpočet vykázal mírný deficit, celý veřejný sektor podle našeho odhadu dosáhl v loňském roce přebytku 0,7 % HDP (ESA2010).** Opět se totiž dařilo místním rozpočtům (ke konci listopadu 2017 jejich celkový přebytek činil 41 mld. CZK). Domníváme se, že důvodem byly lepší daňové příjmy (na základě rychlejšího růstu ekonomiky a většího podílu z vybrané DPH), vyšší dotace ze státního rozpočtu při nižších investicích na straně výdajů. Přebytek místních rozpočtů tak zřejmě více než vykompenzoval deficit centrální vlády.

Veřejný dluh se podle našich odhadů v loňském roce snížil, a to v absolutním i relativním vyjádření. Nárůst státního dluhu, tedy závazků centrální vlády, o 10 mld. CZK (nově prodané

Kapitálové výdaje na konci r. 2017 konečně zrychlily (mld. CZK)



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

Zatímco státní rozpočet vykázal mírný deficit, celý veřejný sektor podle našeho odhadu dosáhl v loňském roce přebytku 0,7 % HDP.

státní obligace oproti splátkám starých a přecenění cizoměnového dluhu) byl pravděpodobně vykompenzován poklesem závazků místních rozpočtů díky jejich příznivému hospodaření. Dluh vládních institucí tak zřejmě v roce 2017 poklesl z 1 755 mld. CZK na 1 735 mld. CZK. **Jeho podíl na HDP by se tak snížil z 36,8 % v roce 2016 na 34,3 %** i díky rychlému ekonomickému růstu a oživení inflace.

Rozpočet pro rok 2018, který byl připraven minulou levicově-středovou vládou před říjnovými volbami, přináší výrazný nárůst běžných neinvestičních výdajů.

Státní rozpočet pro letošní rok byl Poslaneckou sněmovnou schválen v polovině prosince navzdory povolebnímu roztržštění politické scény. **Rozpočet, který byl připraven minulou levicově-středovou vládou před říjnovými volbami, přináší výrazný nárůst běžných neinvestičních výdajů**, a to o 76 mld. CZK oproti skutečné úrovni roku 2017. K nejvýraznějším položkám patří zvýšení platů ve veřejné sféře o 15 % pro učitele a 10 % pro ostatní zaměstnance. Rozpočtová dokumentace předpokládá, že průměrný plat ve veřejném sektoru vzroste letos o 13,2 %. Výdaje na důchody (které představují třetinu celého rozpočtu) se zvyšují o 4 %, což se promítne ve vyšší kupní síle penzistů. A rostou i další výdaje na sociální dávky (za zmínku stojí příspěvky na sociální služby a odvody do systému zdravotní péče).

My se navzdory rozpočtovému plánu domníváme, že investice letos vzrostou.

Politická opozice kritizuje letošní rozpočet za údajně nízké ambice u veřejných investic. Kapitálové výdaje jsou rozpočtovány na úrovni 90 mld. CZK (6,5 % celkových výdajů), což je skutečně nižší než plánovaný objem pro rok 2017 (107 mld. CZK, ze kterých bylo utraceno 82 mld. CZK). **My se však domníváme, že investice letos naopak vzrostou.** Klíčem jsou nižší investiční výdaje v minulých letech oproti jejich rozpočtované výši a zároveň sezónnost v čerpání evropských fondů. Nerealizované výdaje z posledních let v podobě tzv. nároků z nespotebovaných výdajů může stát čerpat, jakmile dojde ke schválení a realizaci dotčených projektů. Podle Ministerstva financí dosáhly nároky z nespotebovaných výdajů na začátku roku hodnoty 100 mld. CZK – nad rámec oněch 90 mld. CZK rozpočtovaných pro letošní rok. Je tu ovšem i stinná stránka. Část ze stomiliardových nároků jsou „domácí investice“, tedy ty bez evropského financování. Pokud je vláda začne utrácet, vzroste schodek státního rozpočtu, protože související příjmy už byly realizovány v minulých letech (kdy vylepšily hospodaření). Také čerpání odložených prostředků na evropské projekty může dočasně deficit zvýšit, dokud EU výdaje neschválí a peníze neproplatí. Tyto operace vnímáme jako největší riziko směrem k hlubšímu než očekávanému schodku letošního rozpočtu.

Část evropských peněz alokovaných České republice v novém programovém období musí být navíc vyčerpána na konci roku 2018, jinak je Česko ztratí. Na konci Q3 17 dosahoval jejich objem 55,5 mld. CZK (samozřejmě stát může čerpat i více peněz). Na konci loňského roku začal objem kapitálových výdajů růst, což očekáváme i pro letošní rok.

V předchozích *Ekonomických výhledech* jsme uvedli, že i výdaje na obranu (z nichž některé se kvalifikují jako investice) v letošním roce vzrostou. Přestože rozpočet Ministerstva obrany předpokládá růst jeho výdajů, nedávné zprávy v médiích naznačují zpoždění v obranných zakázkách. Naše předchozí očekávání, že v letošním roce vzrostou investice na obranu o 10-20 mld. CZK, se tak nemusí naplnit.

#### Dynamika veřejných financí

	2017f	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f
Bilance veřejných financí (% HDP)	0,7	0,5	-0,1	-0,7	-0,5	-0,3
Fiskální úsilí (% HDP)	-0,8	-0,7	-	-	-	-
Veřejný dluh (mld. CZK)	1,735	1,740	1,755	1,805	1,835	1,855
Poměr dluhu k HDP (%)	34,3	32,4	31,4	31,4	30,6	29,5

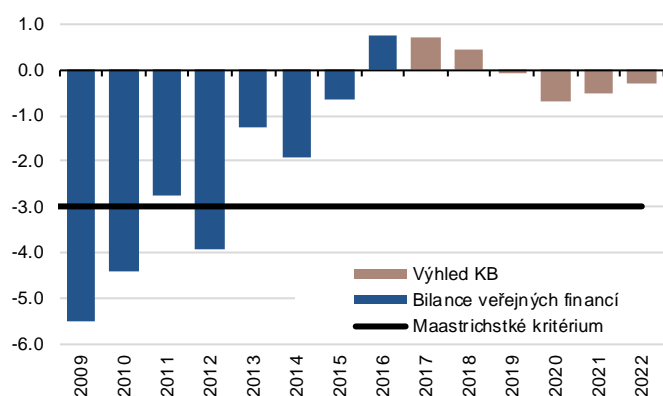
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ministerstvo financí, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Na straně příjmů jsou více méně zanedbatelné změny v daňových sazbách a různých výjimkách. Rozpočet byl postaven na předpokládaném nominálním růstu ekonomiky o 5,4 %, přičemž naše předpověď činí 6,0 %. Daňové příjmy by měly vzrůst o 5,6 %, přičemž podle nás bude toto tempo vyšší právě díky lepšímu ekonomickému výhledu.

Očekáváme, že letošní rozpočet skončí ve schodku 40 mld. CZK, tedy o 10 mld. CZK méně v porovnání s oficiálním plánem 50 mld. CZK.

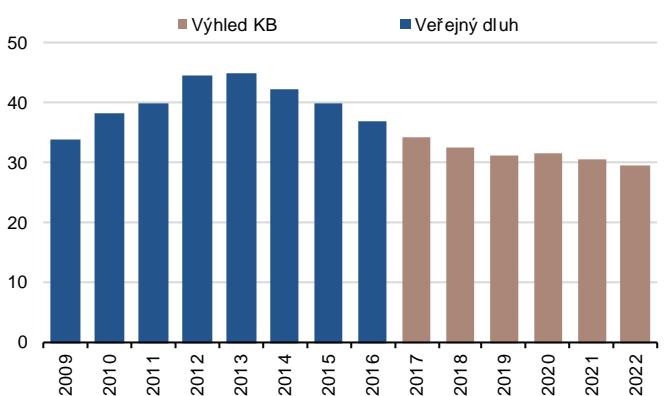
**V důsledku očekáváme, že letošní rozpočet skončí ve schodku 40 mld. CZK, tedy o 10 mld. CZK méně v porovnání s oficiálním plánem 50 mld. CZK.** Kapitálové výdaje mohou nakonec tento výsledek zlepšit i zhoršit. Pokud dojde k výraznému zrychlení investičních výdajů, deficit se může prohloubit i klidně pod hranici 50 mld. CZK. Naopak pokud investice zaostanou za očekáváním, může státní rozpočet vykázat opticky lepší hospodaření. Teoretičtějším rizikem je příchod nějaké finanční nebo ekonomické krize, která by způsobila propad daňových příjmů a způsobila hlubší deficit.

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

**Celý veřejný sektor dosáhne letos v metodice ESA2010 podle našeho výhledu přebytku 0,5 % HDP.** Schodek centrální vlády bude zřejmě v aktuálním vyjádření nižší než v hotovostním díky časovému nesouladu mezi příjmy a výdaji na investice. Očekáváme zároveň další slušný přebytek hospodaření místních rozpočtů. Jejich investice sice podle nás letos vzrostou (kvůli nutnosti vyčerpat část evropských peněz a podzimním volbám – politický cyklus typicky přináší růst výdajů před volbami), zároveň se ale zvýší i jejich příjmy (kromě autonomního růstu dostanou místní rozpočty ještě větší podíl na DPH).

Veřejný dluh by měl letos podle našeho odhadu mírně vzrůst na zhruba 1 740 mld. CZK. Jeho podíl na HDP ale opět poklesne, a to díky silnému ekonomické dynamice. Očekáváme, že poměr dluhu k HDP dosáhne na konci letošního roku 32,4 %.

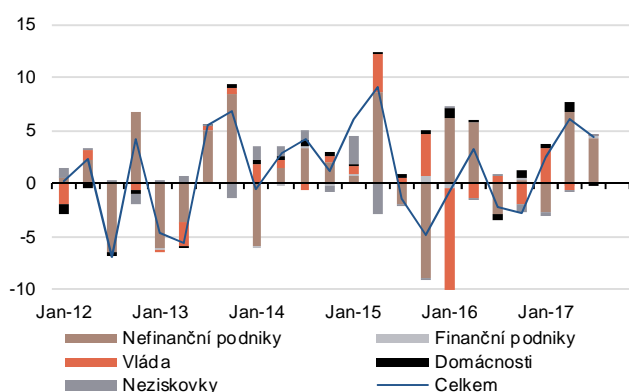
**Marek Dřímál**  
+420 222 008 598  
marek\_drimal@kb.cz

Investice podpoří produktivitu české ekonomiky.

## Soukromé investice letí, veřejný sektor se přidá

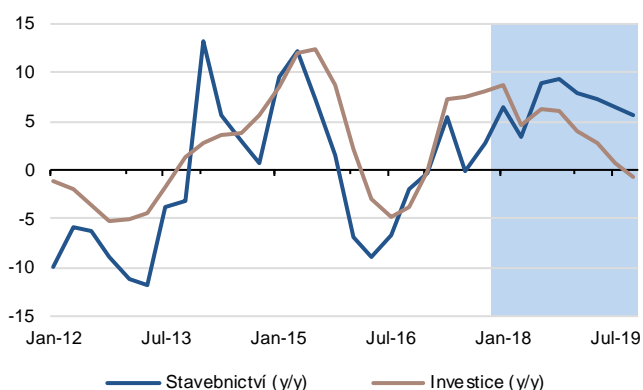
Předchozí odstavce ukázaly, že investice letos vystřelí. Zatímco soukromým investicím se dařilo i v loňském roce, veřejné investice zaostávaly. Kapitálové výdaje by měly přinést růst produktivity a podpořit konkurenceschopnost i přes současnou napjatou situaci na trhu práce a posilující korunu. **Očekáváme, že investice přidají 6,4 %, poté co podle nás vloni vzrostly o 5,7 %.**

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



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

**EU fondy letos podpoří investice (% y/y)**

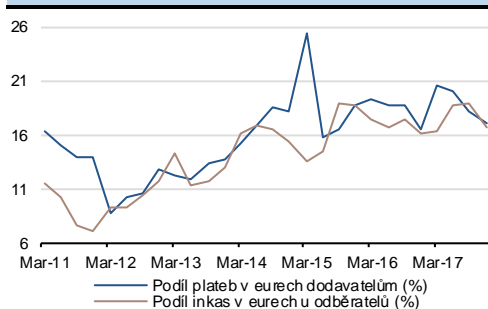


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Box 3: Česká ekonomika už euro zavádí

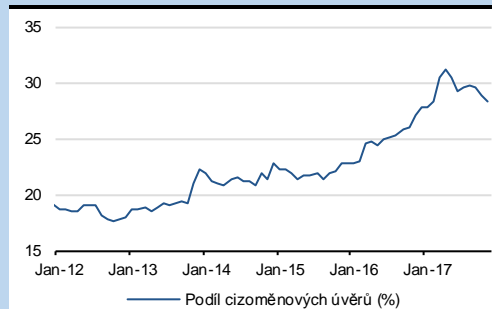
Ačkoliv politická reprezentace se zatím na datum pro zavedení eura neshoduje, část ekonomiky už se rozhodla euro přijmout. Některé sektory jako například realitní trh komerčních nemovitostí jsou v podstatě plně euroizovány. V automobilovém sektoru jsou platby mezi dodavateli také do velké míry prováděny v eurech (a to i mezi dvěma českými subjekty). Podnikatelé se tak vyhýbají kurzovému riziku ve svých investicích. To, že tyto části ekonomiky operují do velké míry v eurech, je činí atraktivnější z pohledu zahraničních investorů. Dlouhodobě také pozorujeme, že si podniky berou mnohem větší část svých úvěrů v cizí měně. Z těchto úvěrů je pak drtivá většina v eurech. Do velké míry jde o přirozené zajištění kurzu. Podíl exportů směřujících do zemí eurozóny dlouhodobě roste i s tím, jak do eurozóny vstupují nové země, a tak není překvapivé, že se podnikatelé stále více snaží vyhnout kurzovému riziku a drží své podnikání v měně, ve které probíhá jejich obchod. To, že podnikatelé čím dál tím více používají ve svém podnikání euro místo koruny, oslabuje domácí měnovou politiku. Centrální bankéři z ČNB tak ovlivňují domácí ekonomiku méně, než tomu bylo dříve.

**Podíl transakcí v eurech v rámci domácí ekonomiky**



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Podíl půjček v eurech českých nefinančních korporací**



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Významnou roli kurzové stability pro domácí ekonomický růst a investice potvrdilo období kurzového závazku. Naše anekdotická evidence (rozumějte rozhovory s našimi klienty) ukazuje, že oslabení koruny hrálo pouze menší roli. Hlavním pozitivním faktorem byla dlouhodobá a očekávatelná kurzová stabilita. Jiný důkaz než naši anekdotickou evidenci přinést nedokážeme. Ta ale ukazuje, že zavedení eura by růst domácí ekonomiky podpořilo.

## Extrémní napětí na trhu práce vyvolá další mzdové tlaky

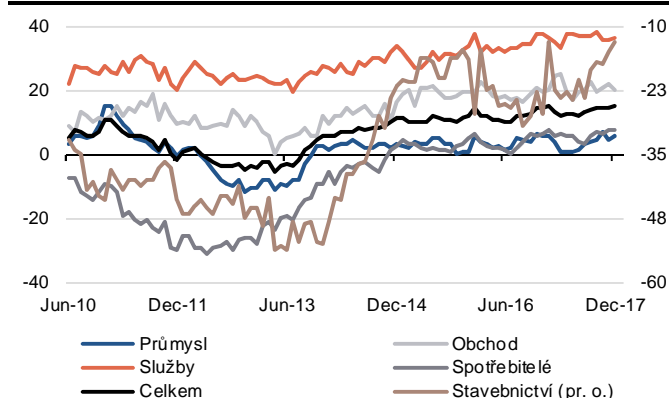
Rekordně nízká nezaměstnanost požene mzdy nahoru.

Český trh práce již naráží na své limity. Už neočekáváme žádný velký růst zaměstnanosti, ani pokles nezaměstnanosti. V listopadu se míra nezaměstnanosti (měřená ČSÚ podle metodologie ILO) propadla na 2,5 %. Počet volných pracovních míst měřený Úřady práce se dostal na svou historicky nejvyšší hodnotu. Nedomníváme se však, že moc těchto míst bude nakonec naplněno, protože uchazeči o práci nemají požadované dovednosti nebo se nechtějí za prací stěhovat. Současná mzdová vyjednávání ve velkých firmách (Česká pošta, Hyundai Motors) ukazují vysoké sebevědomí zaměstnanců a odborů. Jak jsme ukázali v odstavcích o fiskální politice, i veřejný sektor se chystá výrazně zvyšovat platy. **Celkově se tak domníváme, že růst nominální průměrné mzdy letos dosáhne 6,2 %, poté co se loni vyšplhal odhadem na 6,6 %. Díky nižší inflaci v letošním roce by dynamika reálné mzdy měla dokonce o něco zrychlit. Z loňských 4,0 % na 4,1 % letos.**

Rekordní spotřebitelská důvěra naznačuje pro letošek silný růst spotřeby.

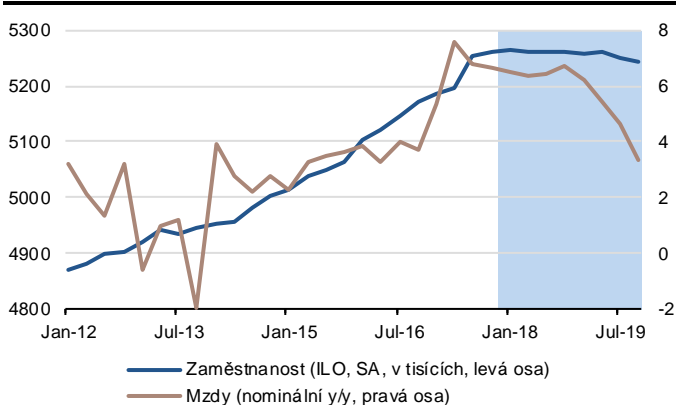
Důvěra spotřebitelů odráží vývoj na trhu práce. Domácnosti se méně bojí o budoucí ekonomický vývoj v České republice. Jejich finanční situace se zlepšuje, a tak i indikátor spotřebitelské důvěry dosáhl historického rekordu. **I když jsou české domácnosti dost konzervativní, věříme, že zvýší své výdaje a spotřeba tak letos vzroste o 3,9 % a vytvoří tak v podstatě půlku růstu HDP.**

Spotřebitelská důvěra naznačuje růst spotřeby (v bodech)



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

Růst zaměstnanosti se vyčerpává



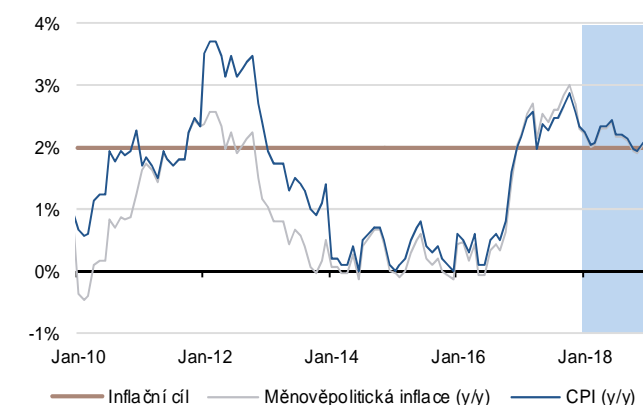
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Inflace bude oscilovat kolem cíle

Celková inflace na konci loňského roku zvolnila. Překvapil nás zejména pokles růstového tempa jadrových cen. Na začátku letošního roku cenová hladina dostala impulz od regulovaných cen, když podle nás nahoru šly zejména ceny energií. Ty vynahradí zvolňující inflaci cen potravin a celkový cenový růst tak zůstane v průběhu letošního roku stabilní okolo 2 %.



## Inflace zůstane v blízkosti cíle ČNB



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

Jádrová inflace zpomalila, propadnout by se ale neměla.

Jádrové ceny zpomalily svůj růst na konci loňského roku. Takto silný pokles jsme nečekali. **Nicméně vzhledem k výrazným mzdovým tlakům se domníváme, že by jádrová inflace dále klesat neměla.** Očekáváme, že koruna bude pokračovat v posilování, což způsobí desinflační tlaky. Nicméně vzhledem k poptávkovým tlakům nebudou maloobchodníci spěchat s promítáním nižších dovozních cen do finálních cen pro spotřebitele. **Vliv kurzu na ceny tak bude slabší. Silnější bude zejména vliv napjatého trhu práce. Celkově očekáváme, že se jádrová inflace udrží na slušných 1,9 %.**

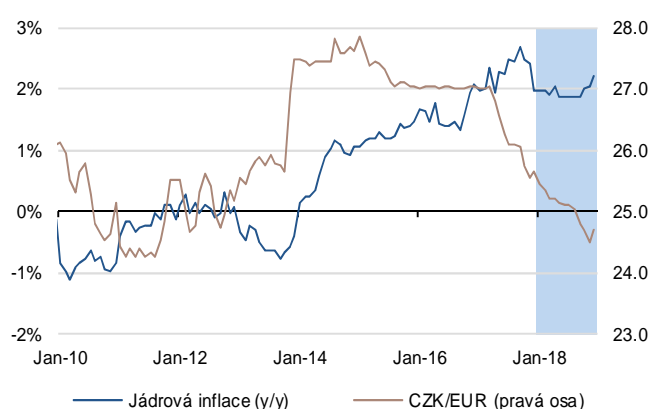
Inflace cen potravin bude postupně zvolňovat.

Na začátku roku 2017 zaznamenaly ceny potravin strmý růst. Stály za ním ceny ovoce, které vylétly kvůli mrazům. Později na ně navázaly ceny másla, které se stalo symbolem inflace. Ve chvíli, kdy se začaly ceny másla normalizovat, výrazně zdražila vejčička. Navíc úroda v loňském roce byla po dvou letech velmi dobrých sklizní průměrná. To by mělo udržet ceny některých produktů (např. pečiva) vysoké i na začátku letošního roku. Nicméně letos nečekáme tak prudký růst cen potravin jako vloni. **Inflace cen potravin se bude postupně snižovat. V průměru by měla vykazat 2,8 % po loňských 5,1 %.**

Vyšší ceny ropy budou mírně posilující korunou.

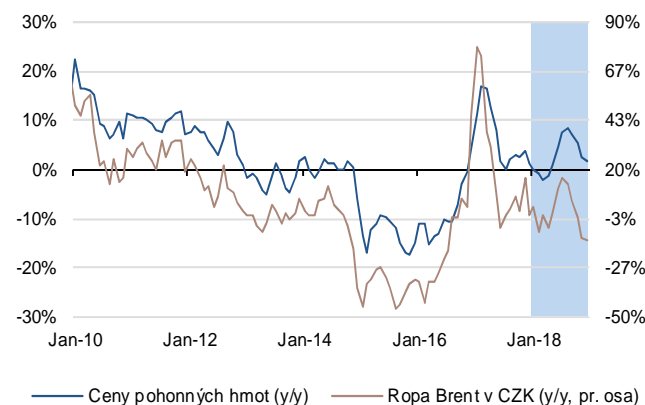
Ceny ropy vyskočily na přelomu roku, když hodnota severomořské ropy Brent překročila 70 dolarů za barel. Tento nárůst se plně neprojevil v domácích cenách pohonných hmot díky výraznému posílení koruny proti dolaru. **Ceny pohonných hmot by letos neměly hrát tak výraznou roli jako v minulých letech.** Analytici SG očekávají, že se ceny ropy stabilizují kolem 60 dolarů za barel. Spolu s posilováním koruny se očekávaná cena ropy projeví pouze ve slabém růstu cen pohonných hmot. **Jejich dopad do inflace tak bude záporný, protože jejich dynamika zpomalí z loňských 6,6 % na 2,9 % letos.**

## Posilující koruna pravděpodobně jádrovou inflaci nezastaví



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

## Ceny pohonných hmot už celkovou inflaci nahoru nepoženu



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

Ceny energií postrčily na začátku roku inflaci nahoru.

Možné oslabení vztahu mezi nezaměstnaností a inflací představuje riziko nižší inflace.

**Ceny energií podle nás na začátku roky vyskočily.** Distribuční poplatky se po několika letech zvedly. Tento nárůst byl doprovázen také cenou energetických komodit. Očekáváme, že v lednu vzrostly regulované ceny o 1,7 %. Celkově letos vzrostou podle našeho odhadu o 2,2 %.

## Rizika: Vztah nezaměstnanosti a cen přestane fungovat

- Pokles poptávky po autech v Evropě by představoval výraznou ránu pro domácí producenty. Ti se výrazně podílejí na současném ekonomickém boomu.
- **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.
- Současný pokles jádrové inflace může být varování, že vztah mezi nezaměstnaností a růstem cen je slabší, než se domníváme. To vidíme i v řadě evropských zemí. Cenový růst by tak byl pomalejší, než očekáváme.
- Nedostatek pracovní síly může způsobit zpomalení ekonomiky, pokud podnikatelé nebudou investovat do produktivity.
- Možný vstup extremistů do vlády nebo jejich výrazný vliv na vládu by mohl vést k zavádění bariér obchodu, konfliktům s Evropskou unií nebo k referendu o setrvání Česka v EU. Takové referendum by mohlo snadno vést k Czexitu (vystoupení Česka z EU), což by byla pro českou ekonomiku katastrofa.
- 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 ve svém výhledu.

## Klíčové makroekonomické ukazatele

	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>HDP a jeho struktura</b>														
<b>HDP (reálně, y/y, %)</b>	5,6	5,1	3,5	3,3	3,2	2,9	2,6	2,6	2,5	4,6	3,8	2,5	1,7	2,7
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	4,8	4,5	3,7	3,8	3,6	3,6	3,3	2,7	3,6	4,2	3,9	2,9	1,1	1,9
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	1,0	1,2	1,9	1,8	1,8	2,3	1,9	2,2	2,0	1,6	1,7	2,2	2,7	1,8
Fixní investice (reálně, y/y, %)	8,2	8,7	4,5	6,3	6,1	4,2	2,9	0,7	-2,4	5,7	6,4	1,8	-0,4	3,4
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	0,3	-0,6	-0,1	0,1	0,3	0,5	0,5	1,6	1,1	1,0	-0,1	1,1	2,3	0,9
Zásoby (příspěvek do y/y)	0,7	1,1	0,6	-0,3	-0,5	-0,7	-0,5	-1,0	0,0	-0,2	0,2	-0,8	-1,6	-0,3
<b>Měsíční data z reálné ekonomiky</b>														
<b>Zahraniční obchod (mld. CZK) (*) (***)</b>	105	106	107	99	110	115	118	125	479	425	421	493	617	658
Vývozy (nominálně, y/y, %) (*)	6,0	2,8	1,8	4,2	5,7	7,1	6,4	8,1	2,4	5,7	3,6	7,1	4,8	8,2
Dovozy (nominálně, y/y, %) (*)	7,8	3,6	2,7	4,2	5,8	7,1	6,0	6,3	0,5	8,1	4,1	6,1	2,4	8,5
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	8,7	5,8	5,4	7,3	5,3	6,4	5,8	6,7	3,4	6,1	5,9	5,8	3,1	7,4
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	2,7	6,4	3,3	9,0	9,6	8,1	7,6	6,4	-6,1	1,9	7,1	6,9	2,6	3,3
Maloobchod (reálně, y/y, %)	7,0	6,7	6,6	7,3	6,7	6,0	5,2	3,7	5,7	5,8	6,8	4,3	0,4	2,0
<b>Trh práce</b>														
<b>Mzdy (nominálně, y/y, %)</b>	6,7	6,2	6,1	6,1	6,5	6,4	5,7	4,8	3,7	6,6	6,2	5,1	1,6	3,7
Mzdy (reálně, y/y, %)	4,0	4,1	3,8	3,9	4,4	4,0	3,3	2,7	3,0	4,0	4,1	2,9	0,3	1,8
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	3,8	3,8	3,4	3,4	3,7	3,7	3,3	3,6	5,4	4,1	3,5	3,7	4,1	4,2
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,6	2,7	2,5	2,6	2,5	2,7	2,5	2,7	4,0	2,9	2,6	2,7	3,1	3,1
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	1,7	1,5	1,2	0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,2	1,9	1,7	0,7	-0,2	-0,5	-0,1
<b>Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu</b>														
<b>Inflace (y/y, %)</b>	2,6	2,1	2,2	2,1	2,0	2,3	2,3	2,0	0,7	2,5	2,1	2,1	1,4	1,9
Daně (příspěvek do y/y CPI)	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	1,4	1,9
Jádrová inflace (y/y, %) (**)	2,3	2,0	1,9	1,8	2,0	2,2	2,2	1,7	1,6	2,3	1,9	1,8	0,9	1,8
Ceny potravin (y/y, %) (**)	6,3	4,1	4,1	2,1	1,0	1,6	2,1	2,9	-0,9	5,1	2,8	2,5	2,1	1,7
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (**)	2,5	-1,0	1,9	7,8	2,8	0,1	-1,4	-3,7	-8,5	6,6	2,9	-1,9	-2,8	1,0
Regulované ceny (y/y, %) (**)	0,4	2,0	2,2	2,3	2,4	2,5	2,7	2,8	0,2	0,0	2,2	2,9	3,4	2,6
Ceny v průmyslu (y/y, %)	0,9	0,7	1,0	1,9	1,8	1,0	1,3	1,4	-3,2	1,8	1,3	1,3	0,9	1,7
<b>Finanční proměnné</b>														
<b>2W Repo (%, průměr)</b>	0,41	0,75	1,00	1,25	1,50	1,75	1,75	1,36	0,05	0,17	1,13	1,46	1,0	1,5
<b>3M PRIBOR (%, průměr)</b>	0,66	0,97	1,22	1,40	1,65	1,90	1,90	1,39	0,29	0,41	1,31	1,58	1,1	1,6
<b>CZK/EUR (průměr)</b>	25,66	25,31	25,15	24,98	24,63	24,26	24,63	25,41	27,0	26,3	25,0	25,0	24,3	23,6
<b>CZK/USD (průměr)</b>	21,79	20,92	20,45	19,99	19,40	18,96	18,94	19,10	24,4	23,4	20,2	19,0	18,1	17,7
<b>Vnější prostředí</b>														
<b>HDP v EMU (reálně, yoy, %)</b>	2,4	2,3	2,2	2,0	1,9	1,7	1,5	1,2	1,8	2,3	2,1	1,4	0,6	1,2
<b>HDP v Německu (reálně, yoy, %)</b>	2,9	2,4	2,2	1,8	1,8	1,6	1,5	1,2	1,9	2,5	2,1	1,3	0,7	1,5
<b>CPI v EMU (yoy, %)</b>	1,3	0,9	1,1	1,2	1,2	1,2	1,4	1,4	0,3	1,5	1,1	1,4	1,3	1,3
<b>Ropa Brent (USD/bbl, průměr)</b>	56,3	62,0	60,0	64,0	62,0	61,2	60,4	59,6	45,0	53,6	62,0	60,0	60,0	62,5
<b>Euribor 1Y (%, průměr)</b>	-0,15	-0,14	-0,11	-0,04	0,03	0,08	0,08	0,05	-0,03	-0,14	-0,06	0,06	0,1	0,3
<b>USD/EUR (průměr)</b>	1,18	1,21	1,23	1,25	1,27	1,28	1,30	1,33	1,11	1,13	1,24	1,32	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

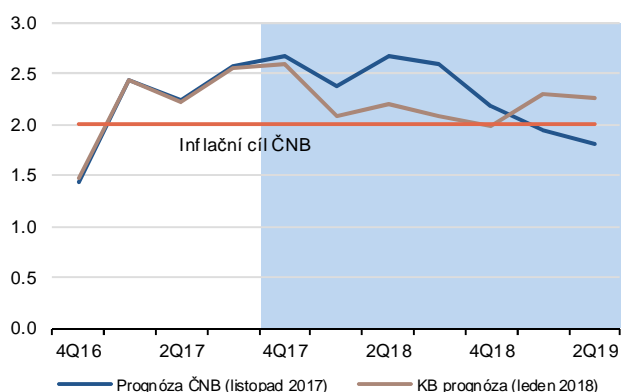
### ČNB bude i přes posilování koruny dál zvedat sazby

ČNB bude pokračovat v postupném utahování měnové politiky. Zvýšení sazeb 1. února se všeobecně očekává, ale znovu bude okořeněno holubičí příchutí. Po více než čtyřech letech ČNB znovu představí svou prognózu devizového kurzu. Ta by spíše mohla zklamat. Nicméně silný ekonomický růst a přetrvávající inflační tlaky letos ČNB dovolí zvýšit sazby více než dvakrát, jak předpokládá její listopadová prognóza. My očekáváme zvýšení sazeb v každém čtvrtletí s repo sazbou 1,5 % na konci letošního roku.

### Holubičí zvýšení sazeb následované jestřábí nečinností

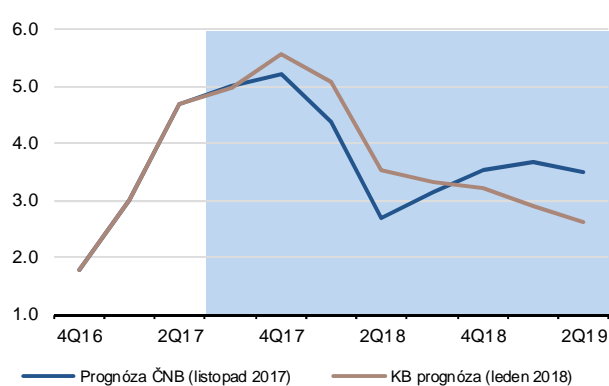
Listopadová prognóza ČNB ukazuje na zvýšení tříměsíční sazby PRIBOR o 30 bb v průběhu letošního roku. Centrální bankéři mluví o minimálně dvojím zvýšení sazeb. I se dvěma zvýšeními však zaostávají za tržním očekáváním (sazby FRA předpokládají růst sazeb o 70 bb). Mezera výstupu je výrazně kladná a stále se rozšiřuje, nezaměstnanost vykazuje rekordně nízké hodnoty a přetrvávají silné mzdové tlaky. Domácí podmínky tedy volají po rychlé normalizaci měnové politiky. Na druhé straně vnější nízkourokové prostředí dělá některým centrálním bankéřům vrásky na čele, protože se obávají, že rozšiřující se úrokový diferenciál naláká více spekulativního kapitálu a tím způsobí prudké posílení koruny doprovázené desinflačními tlaky. **ČNB tak bude i nadále postupně zvedat sazby směrem k dlouhodobému normálu tempem jedno zvýšení za čtvrtletí, aby zchladila přehřívající se domácí reálnou ekonomiku.** Tato zvyšování budou doprovázena holubičími komentáři, aby ČNB nevyvolávala velké apreciační tlaky do koruny.

Inflace se bude držet velmi blízko 2% cíle (%)



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

HDP bude i nadále připravovat pozitivní překvapení (%)



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

V souladu s tím, jak probíhala zasedání ve druhé polovině loňského roku, očekáváme zvyšování sazeb s holubičí rétorikou i prognózou na hlavních měnových zasedáních, které bude následováno jestřábím vyzněním vedlejších zasedání. To odpovídá i tomu, jak ČNB předpovídá kurz koruny. Centrální bankéři jsou si vědomi, že nadměrná likvidita omezuje prostor pro posilování koruny, ale nezahrnují tento předpoklad do své modelové předpovědi. Analytici v souladu s touto tržní situací upravují pouze svou krátkodobou předpověď, takže pro první čtvrtletí vidí pouze mírnější posilování koruny. Dlouhodobá předpověď poté ukazuje na

větší posilování tuzemské měny kvůli širokému úrokovému diferenciálu<sup>2</sup>. ČNB tak nepředpokládá velké utahování měnových podmínek pomocí kurzu v prvních čtvrtletích roku, a proto má prostor pro utahování měnových podmínek pomocí úrokových sazeb. Ve střednědobém horizontu už ale znovu nastupuje posilování koruny a dalšímu zvyšování sazeb nedává prostor.

**Únorové zasedání nebude výjimkou. ČNB sazby zvedne, ale celkové vyznění bude spíše holubičí, protože prognóza zřejmě ukáže pouze na jedno další zvýšení v letošním roce.** Bankovní rada zvedne repo sazbu a marginální zápůjční sazbu, zatímco depozitní sazba by měla zůstat beze změny. Centrální banka také zveřejní odhadovaný kurz koruny. Bude to poprvé od října 2013, kdy tuto praxi dočasně pozastavila. Očekáváme, že výhled ukáže těsně pod hranici 25 korun za euro na konci roku. To může být pro trhy zklamání, protože se jedná pouze o mírné zhodnocení domácí měny. Více o rizicích spojených s devizovým kurzem píšeme v části *Korunový devizový trh*.

### V bankovní radě se odhalují jestřábi

Bankovní rada je rozdělená v pohledu na tempo normalizace měnové politiky. Vidíme skupinu jestřábů, která hlasovala pro zvýšení sazeb už na vedlejších zasedáních. Jejich hlasy podpořily celkově jestřábí vyznění těchto zasedání. V září pro zvýšení sazeb hlasovali V. Benda, M. Hampl, a M. Mora. V. Benda s M. Hamplem si to zopakovali ještě v prosinci. Jestřábi v bankovní radě jsou také velmi aktivní v komunikaci a jejich názor je tak velmi dobře slyšet. Níže uvádíme reprezentativní výroky jednotlivých členů bankovní rady:

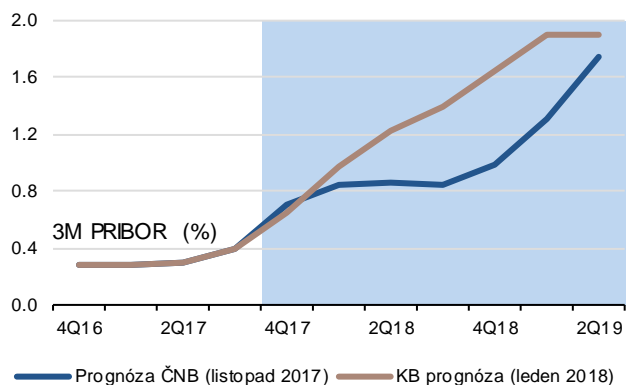
- **Jiří Rusnok** (neutrální): „*Letos ale budeme zvyšovat sazby minimálně dvakrát. Můžeme samozřejmě zvýšit sazby i vícekrát. Zvýšit je o 0,5 procentního bodu v jednom kroku však nevidím jako příliš reálné.*“ Lidové noviny, 22. ledna 2018
- **Mojmír Hampl** (jestřáb): „... kloním se spíše k pohledu, že další inflační tlaky se teprve plně rozvinou“ a „... omezené posilování koruny nám dává více prostoru, abychom použili úrokové sazby.“ Bloomberg, 13. prosince 2017
- **Vladimír Tomšík** (holubice): „Větší část utahování měnových podmínek může zajistit devizový kurz spíše než úrokové míry, ...“ a „Vidím jako menší zlo zvýšit sazby později, než to udělat předčasně a být donucen se vracet zpět směrem k nulové hladině.“ Bloomberg, 19. června 2017
- **Vojtěch Benda** (jestřáb): „Byl jsem jeden ze dvou, kteří si myslí, že inflační rizika jsou trochu vyšší. To by nám dávalo možnost zvyšovat úrokové sazby o něco rychleji, než naznačuje trajektorie, kterou máme v prognóze.“ Info.cz, 16. ledna 2018
- **Oldřich Dědek** (holubice): „Budeme vyhodnocovat všechny signály z ekonomiky a podle toho se rozhodneme o rychlejším nebo pomalejším tempu utahování měnové politiky.“ Bloomberg, 15. srpna 2017
- **Marek Mora** (neutrální): „Rád bych viděl utahování měnové politiky rovnoměrně rozdělené mezi úrokovou míru a devizový kurz.“ Bloomberg, 24. října 2017
- **Tomas Nidetzky** (holubice): „Česká ekonomika tento rok možná nepotřebuje více než dvoje zvýšení sazeb, jestliže se bude vyvíjet v souladu s naším očekáváním“ Bloomberg, 19. ledna 2018

<sup>2</sup> To, že je úrokový diferenciál příliš široký, jsme ukázali v posledním *Ekonomických výhledů*.



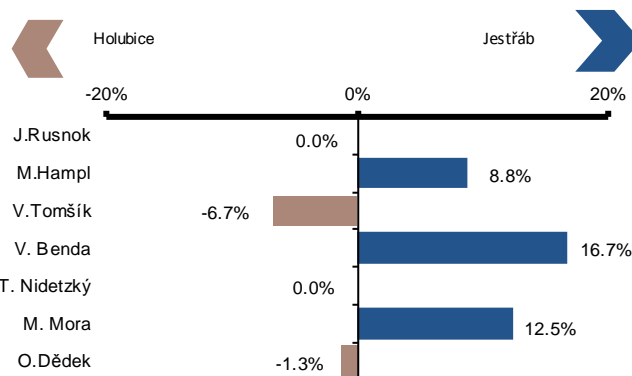
Bankovní rada ke konci roku přijme dva nové členy, protože viceguvernérům Hamplovi a Tomšíkovi končí na konci listopadu jejich druhý mandát. Budou jmenováni staronovým prezidentem, nicméně neočekáváme, že by se charakter bankovní rady měl měnit.

#### ČNB letos zvedne sazby jednou za čtvrtletí



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Bankovní rada má mírně jestřábí nádech<sup>3</sup>



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Finanční stabilita zůstává tichou obavou, alespoň pro některé

Extrémně nízké úrokové sazby přispěly k divokému růstu cen rezidenčních nemovitostí. I když ČNB zavedla přísná makro-prudenní opatření, někteří členové rady podle nás berou finanční stabilitu do úvahy, i když hlasují o měnové politice. Rozehřátý nemovitostní trh podporuje náš výhled, že ČNB bude utahovat měnové podmínky více, než ukazuje její listopadová prognóza. S tímto důvodem se ale centrální bankéři chlubit nebudou. Mantrou zůstává, že makro-prudenní a měnové politické instrumenty se nemíchají.

<sup>3</sup> Jestřábí či holubičí postoj je spočítán na základě hlasování jednotlivých členů bankovní rady ve srovnání s finálním rozhodnutím. Údaje jsou očištěny o počet zasedání, kterých se každý člen účastnil.

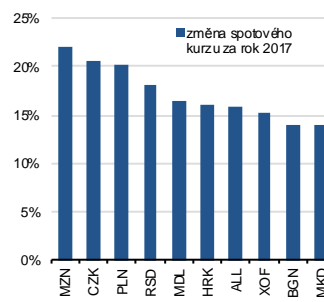
## Korunový devizový trh



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

Koruna byla vloni druhou nejvýkonnější měnou světa.

**Top ten měn roku 2017 (proti USD)**



Zdroj: Bloomberg

### Česká měna se letos podívá pod metu 25 korun za euro

**Loňský rok byl z pohledu české měny jeden z neúspěšnějších.** Uvolnění režimu kurzového závazku koruně otevřelo prostor pro zhodnocení, které za celý rok dosáhlo vůči euru téměř šest procent. Úspěšnější již byl v celosvětovém měřítku pouze mosambický metikal. Ještě výraznější zisk dosáhla tuzemská měna vůči dolaru, kde si za loňský rok připsala 20,6 %. Dolaru se totiž v loňském roce na globálním trhu nedařilo, vůči euru ztratily zelené bankovky téměř 14 %. Jen v těsném závěru za českou korunu skončil v hodnocení neúspěšnějších měn polský zlotý. Naopak neúspěchem byl loňský rok pro maďarský forint, který vůči euru dokonce lehce oslabil.

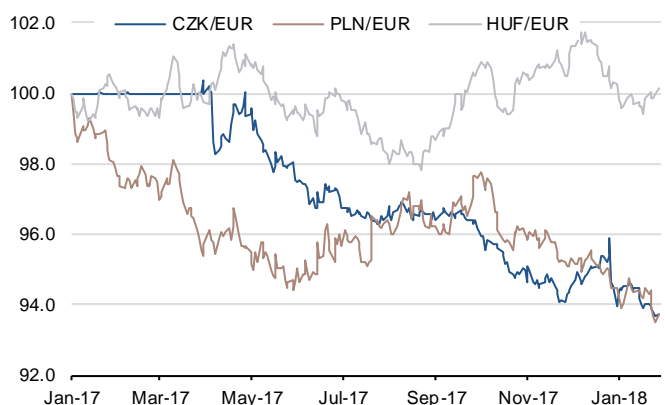
**Na příznivém trendu se nic nezměnilo ani se vstupem do roku 2018.** Během prvních lednových týdnů se kurz dostal výrazně pod hladinu 25,50 CZK/EUR. Česká měna tak dosáhla vůči euru své nejsilnější úrovně za posledních pět let.

**Vývoj kurzu CZK/EUR od počátku roku 2017**



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Relativní vývoj středoevropských měn (1.1.2017=100)**



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

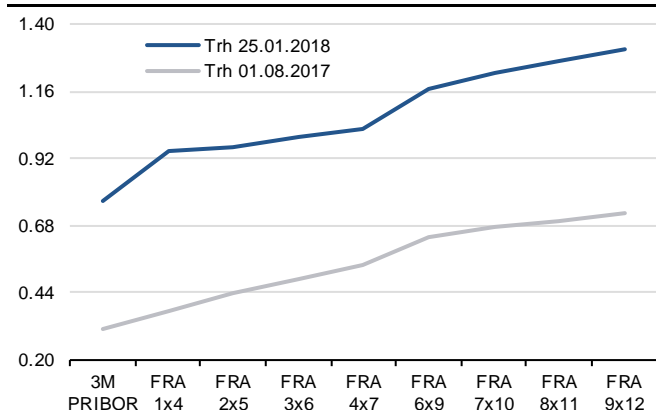
Koruna mimo jiné profituje z očekávaného atraktivnějšího úrokového diferenciálu.

Silící očekávání na pokračující zvyšování úrokových sazeb koruně významně pomáhá.

**Za loňskými korunovými zisky stálo uvolnění režimu kurzového závazku v prostředí expandující tuzemské ekonomiky a zahájení cyklu zvyšování úrokových sazeb.** Rok 2017 znamenal výrazný skok v reálné konvergenci, když česká ekonomika rostla více než dvakrát rychleji ve srovnání s eurozónou. Z hlediska růstu je hlavním tahounem domácí poptávka, primárně spotřeba domácností. Apetit domácností utrácet je výsledkem utaženého trhu práce a rostoucích mezd. Díky tomu jsou inflační tlaky robustní. Inflace se usadila bezpečně nad cílem ČNB, v horní polovině tolerančního pásma. Centrální banka zareagovala na danou konstelaci odstartováním cyklu utahování měnových podmínek. V srpnu poprvé po téměř deseti letech přistoupila ke zvýšení úrokových sazeb, v listopadu tento krok zopakovala.

**Investoři byli vůči rychlému zvyšování úrokových sazeb ještě na podzim loňského roku skeptičtí. Přehodnocení těchto očekávání ale vytvořilo české koruně významnou podporu.** Atraktivita úrokového diferenciálu nahrálo i narovnání situace na forwardovém trhu. Od konce září se již forwardové body nacházejí s výjimkou konce loňského roku v kladných hodnotách.

## Sazby peněžního trhu se posunuly výrazně výše



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Vývoj 1Y forwardové premie EURCZK od počátku roku 2016



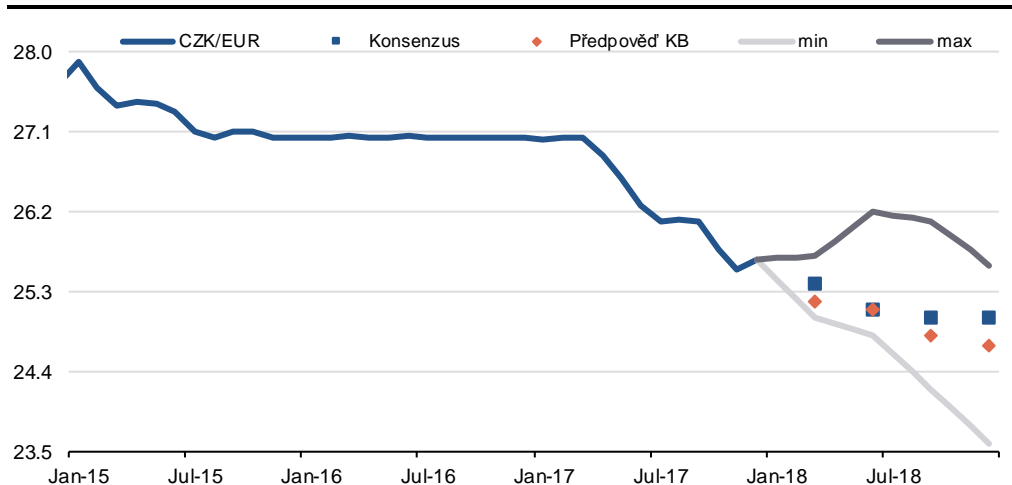
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V ročním horizontu bude koruna posilovat.

## Koruna se letos dostane pod 25 CZK/EUR

**Ve své makroekonomické prognóze předpokládáme, že koruna bude v letošním roce posilovat** směrem ke 24,50 CZK/EUR. Kvůli negativní sezónnosti ke konci roku činí naše prognóza pro konec roku 24,70 CZK/EUR. Motorem zhodnocování koruny bude reálná konvergence české ekonomiky k evropské a zlepšující se úrokový diferenciál. ČNB ve své prognóze počítá s letošním zvýšením sazeb o 30 bazických bodů. Podle nás jich nakonec bude více, když my očekáváme čtvero zvýšení sazeb. Námi očekávané tempo zhodnocování koruny víceméně odpovídá trajektorii implikované BEER modelem. Ve prospěch silnější měny by pak měla hrát pokračující normalizace situace na korunových basis swapech, kde očekáváme vzestupný trend.

## Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 22.1.2018)



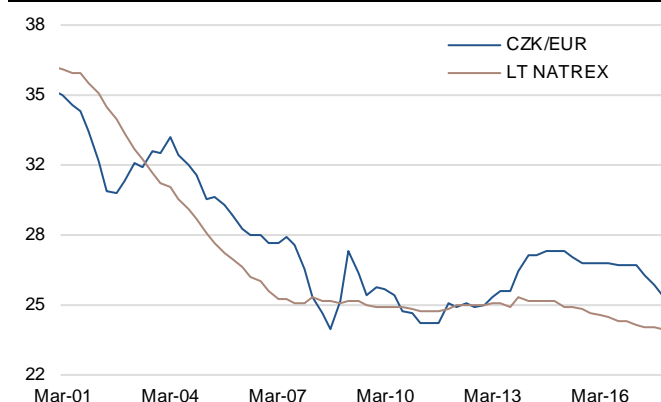
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Obnovená konvergence nahrává dalšímu posilování koruny.

## Z pohledu ekonomických fundamentů může koruna letos dále posilovat

**Předstih růstu české ekonomiky před ekonomikou eurozóny znamená, že dlouhodobý rovnovážný kurz koruny má tendenci zhodnocovat.** Podle přístupu NATREX odhadujeme, že dlouhodobý rovnovážný kurz činil ke konci loňského roku 24,1 CZK/EUR. Tržní kurz bude směrem k silnější hodnotě dále tlačit jak pokračující přebytek na běžném účtu platební bilance, tak atraktivnější úrokový diferenciál. Ze střednědobého pohledu ukazuje náš BEER model, že se fundamentálně ospravedlnitelný kurz nachází pro konec letošního roku na 24,4 CZK/EUR.

Dlouhodobý rovnovážný kurz CZK/EUR dle NATREX



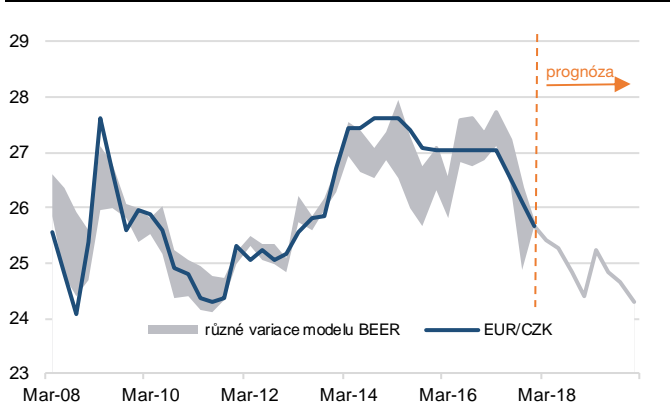
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Krátkodobé riziko vidíme na straně silnější koruny, s prodlužujícím se horizontem roste riziko slabší měny.

Na zasedání 1. února se ČNB vrátí k praxi před zavedením režimu kurzového závazku a začne opět publikovat svou prognózu vývoje měnového kurzu. Je téměř jisté, že vzhledem ke konstrukci modelu, kde je kurz funkcí reálné konvergence a úrokového diferenciálu, **bude ČNB na horizontu prognózy předpokládat zhodnocování koruny. Trh může na tuto informaci reagovat i razantnějším posílením koruny.** Nicméně platí, že kurzová prognóza ČNB není jejím závazkem.

**Pro horizont konce letošního roku vnímáme riziko asymetrické směrem k tomu, že posílení nemusí nakonec být tak výrazné.** A to v případě, že by se nenaplnil náš optimistický scénář a ČNB letos čtvero zvýšení sazeb nedodala. Stále existující překoupená pozice na koruně zvyšuje riziko jejího prudkého oslabení v případě jakéhokoliv většího negativního šoku.

Střednědobý rovnovážný kurz CZK/EUR dle modelu BEER



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Technická analýza CZK/EUR (aktualizováno 24. ledna 2018 v 14:00)



### Šance na další posílení koruny, pokud 25,30 dovolí

Měnový pár CZK/EUR se zatím provizorně drží spodní hrany klesajícího kanálu, který je na týdenním grafu patrný od roku 2015. Tato hrana aktuálně prochází hodnotou 25,30, což představuje minimum z roku 2013. Týdenní indikátor stochastický zaznamenává pozitivní odklon, což indikuje slábnutí klesajícího trendu kurzu CZK/EUR. Signály pro otočení trendu ale chybí. Přesto pokud by hladina podpory 25,30 vydržela, nelze vyloučit vzestup do oblasti odporu 25,57/25,65. Klíčovou překážkou pro kurz v cestě vzhůru představuje 200denní klouzavý průměr na 26,00/26,07.

V případě dlouhodobějšího prolomení hladiny 25,30 se kurzu CZK/EUR otevírá prostor pro posun až do oblasti 25,00/24,80. Jedná se o 76,4% zpětného pohybu ze dna roku 2011.

CZK/EUR, týdenní graf



CZK/EUR, denní graf



Zdroj: SG Cross Asset Research

**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

### 2018: Rok ztrát pro české státní dluhopisy

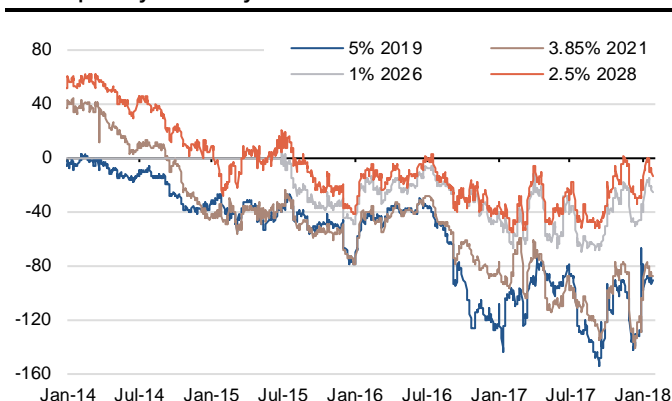
V letošním roce očekáváme nárůst výnosů českých státních dluhopisů kvůli zvýšené nabídce v Q1 18, utahování měnové politiky ČNB prostřednictvím úrokových sazeb, silným ekonomickým fundamentům a nižší poptávkou ze strany zahraničních investorů po normalizaci implikovaných výnosů. Vidíme 40% pravděpodobnost, že Ministerstvo financí letos prodá eurobond.

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 vládní dluhopisy jsou od Q3 17 pod prodejním tlakem. Mezi hlavní důvody patří zvyšování sazeb ČNB, silná ekonomická dynamika a normalizace v implikovaných výnosech. Prosinec tento trend krátkodobě přerušil, když omezení na bilancích bank spojené s povinnými odvody do Fondu pro řešení krize a propad implikovaných výnosů vyústil v růst poptávky po dluhopisech a jejich cen. Jakmile ale efekt konce roku a Fondu pro řešení krize pominul, výnosy dluhopisů začaly opět růst. Odráží tak dobré fundamenty českého hospodářství, výhled pro utahování měnové politiky ČNB a podle našich odhadů i vyšší nabídku.

### Nabídka v roce 2018: Základním scénářem je růst prodeje CZGB

Výpůjční potřeby dosáhnou letos podle našich odhadů 340,7 mld. CZK.

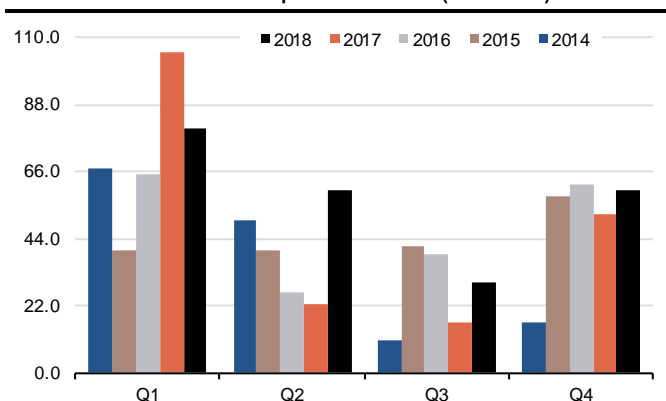
Výpůjční potřeby dosáhnou letos podle našich odhadů 340,7 mld. CZK, což je o 10 mld. CZK méně v porovnání s naším prosincovým odhadem a výhledem ministerstva. Tento rozdíl je dán nižším očekávaným schodkem státního rozpočtu v souladu s novým Fiskálním výhledem. Ostatní položky zůstávají stejné jako v naší prosincové analýze (<http://bit.ly/1712CZGBf>). Výpůjční potřeby jsou letos nejvyšší od roku 2014 a činí 6,4 % HDP.

Na straně financování očekáváme, že ministerstvo prodá 230 mld. CZK dluhopisů v primárních aukcích na domácím trhu. Předpokládáme, že dalších 10 mld. CZK dluhopisů ministerstvo umístí prostřednictvím sekundárního trhu, 80 mld. CZK z výpůjčních potřeb pokryje emisí pokladničních poukázek se splatností v roce 2019 a použije 21 mld. CZK ze své likviditní rezervy (její velikost k začátku roku 2018 se dozvíme až v polovině února, ale předpokládáme, že volné likvidity jsou desítky miliard korun). Čistá emise CZGB by tak dosáhla 46 mld. CZK. Toto množství by trh podle našich odhadů bez problémů absorboval. Loni byla čistá emise mírně záporná, podstatnou část z vydaných dluhopisů navíc odkoupili

zahraniční investoři díky zařazení CZGB do indexu GBI-EM a konci kurzového závazku. Domácí investoři jsou tak podle našich předpokladů po českých státních dluhopisech hladoví. Zároveň ale budou chtít nakupovat za nižší ceny, vzhledem k výhledu na růst sazeb ČNB. To bylo patrné na nepříliš příznivé poptávce v lednových aukcích. Domníváme se, že ministerstvo se pokusí

prodloužit průměrnou dobu do splatnosti dluhového portfolia prodejem většího objemu dlouhodobých dluhopisů. **Zároveň odhadujeme, že ministerstvo prodá v Q1 18 více dluhopisů, než by odpovídalo rovnoměrnému rozložení během roku, a to 80 mld. CZK.** Oficiální cíl je přitom prozatím 60 mld. CZK. Tomuto „domácímu“ scénáři financování přisuzujeme pravděpodobnost 60 %.

Čtvrtletní emise CZGB na primárním trhu (mld. CZK)



Zdroj: Ministerstvo financí, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka \* 2018 odhad KB

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

	MF prosinec 2017	KB leden 2018
<b>Výpůjční potřeby</b>		
Schodek rozpočtu	50,0	40,0
Zpětné odkupy CZGB		0,0
Splátky CZGB	236,4	184,4
Splátky eurobondů		51,1
Splátky spořicíh dluhopisů	16,4	16,4
Splátky pokladničních poukázek	44,0	44,0
Splátky ostatních instrumentů peněžního trhu	0,0	0,0
Splátky půjček od EIB	4,8	4,8
<b>Celkem</b>	<b>351,6</b>	<b>240,7</b>
<b>Financování</b>		
Hrubá emise pokladničních poukázek (splatnost v roce 2018)		80,0
Hrubá emise CZGB (v aukcích)	min 150,0	230,0
Přímé prodeje CZGB		10,0
Hrubá emise eurobondů		0,0
Hrubá emise spořicíh dluhopisů		0,0
Využití likviditní rezervy		20,7
Čistý efekt výměn dluhopisů		0,0
<b>Celkové financování</b>		<b>340,7</b>
<b>Čistá emise CZGB</b>		<b>45,6</b>

Zdroj: MFCR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Stát podle nás s 40% pravděpodobností letos vydá eurobond.

**Podle nás existuje 40% pravděpodobnost, že se Ministerstvo financí rozhodne letos vydat eurobond, aby refinancovalo v červnu maturující papír denominovaný v eurech.** Zatímco výnosy na českém a eurovém trhu se v posledních měsících výrazně liší kvůli rozdílu v měnové politice centrálních bank a ekonomickým podmínkám, nejsou podle nás výhody eurobondů pro ministerstvo tak jednoznačné, a to kvůli nákladům na měnové zajištění. Ministerstvo sice samozřejmě může vydat eurobond bez zajištění, což by ale bylo rizikové kvůli (podle nás) křehkému kurzu koruny vůči euru při případných otřesech na trzích. Zatímco v následujících čtvrtletích očekáváme postupné posilování koruny díky konvergenci české

ekonomiky k eurozóně, v případě významného tržního či ekonomického šoku by však mohl nastat výprodej korun ze strany zahraničních investorů a prudké oslabení české měny klidně k bývalé intervenční úrovni 27 CZK/EUR. Zároveň ale v posledních měsících zajištění zdražuje kvůli růstu sazeb ČNB i tržních výnosů a normalizaci cross-currency basis swapů. Emise zajištěného eurobondu tak vypadá méně zajímavě. A navíc by se basis swapy po zprávách o vydání eurobondu a při procesu zajišťování pravděpodobně posunuly dále směrem nahoru. Odhadujeme, že by nyní měl potenciální eurobond s desetiletou splatností výnos o 10-30 bb nižší než desetiletý CZGB po započítání nákladů na hedging. Pokud se ministerstvo nakonec rozhodne eurobond vydat, snížila by se podle nás mechanicky emise CZGB o 50 mld. CZK.

### Výnosy CZGB v roce 2018: Zlevnění v Q1 18

Výnosy CZGB by měly v roce 2018 podle našeho výhledu růst. Předpokládáme, že vyšší emise v Q1 18 české dluhopisy zlevní jak v absolutním, tak relativním vyjádření.

**Výnosy CZGB by měly v roce 2018 podle našeho výhledu růst. Předpokládáme, že vyšší emise v Q1 18 české dluhopisy zlevní jak v absolutním, tak relativním vyjádření.** Zatímco čistá emise bude zřejmě v prvním čtvrtletí záporná kvůli vysokým splátkám, domníváme se, že (především zahraniční) investoři držící nyní splatné dluhopisy s nulovým kuponem budou mít jenom omezený zájem kupovat nově vydávané CZGB. Postupné utahování měnové politiky prostřednictvím úrokových sazeb ČNB, ekonomický růst a očekávané vyšší výnosy německých Bundů by měly dále zvyšovat nominální výnosy CZGB ve zbytku roku 2018. V relativním vyjádření ale čekáme vyprchání efektu větší nabídky z Q1 v dalších kvartálech, a tak zdražení CZGB oproti swapům kvůli většímu zájmu investorů při vyšších nominálních výnosech. **Náš výhled počítá, že desetiletý výnos dosáhne na konci letošního roku 2,30 %. Výnosová křivka by měla snížit svůj sklon,** když výnosy dluhopisů s kratší dobou splatnosti budou růst rychleji kvůli zvyšování sazeb ČNB.

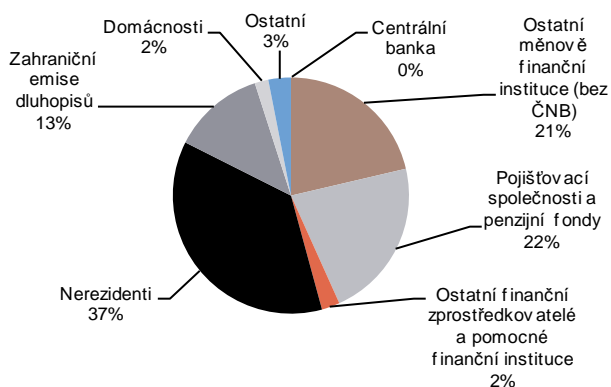
### Prognóza výnosů CZGB

	Q1 18f	Q2 18f	Q3 18f	Q4 18f	Q1 19f
Výnos 2Y CZGB (%)	0,85	1,00	1,22	1,30	1,55
Výnos 10Y CZGB (%)	2,20	2,25	2,25	2,30	2,40
10Y CZGB ASW (bb)	20	10	0	-10	0

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

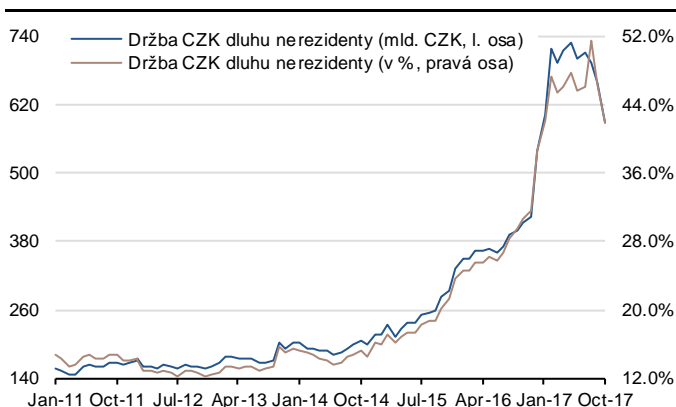
Pokud by se ministerstvo rozhodlo vydat eurobond (předpokládáme, že by se tak stalo v Q2 18 v objemu 2 mld. EUR), **očekáváme výnos 10Y CZGB o 5-10 bb níže oproti našemu základnímu scénáři** kvůli nižší nabídce korunového dluhu.

### Držba vládních dluhových cenných papírů, listopad 2017



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Podíl nerezidentů začal klesat

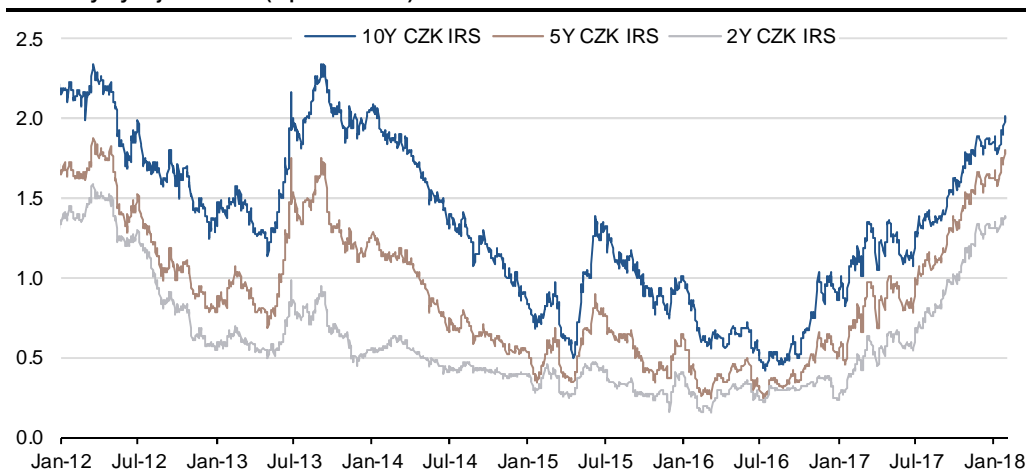


Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Struktura držitelů CZGB: podíl zahraničních vlastníků by měl letos poklesnout

Podíl zahraničních držitelů vládního dluhu denominovaného v korunách dosáhl vrcholu v září 2017 a poté začal klesat. Zatímco efekty odvodů do Fondu pro řešení krize pravděpodobně v prosinci dočasně poptávku nerezidentů po domácím dluhu zvýšily, domníváme se, že podíl zahraničních vlastníků bude v roce 2018 dále klesat. Vyšší nominální výnosy přilákají domácí investory, zatímco zájem nerezidentů pravděpodobně omezí normalizace implikovaných výnosů a basis swapů.

#### Nedávný vývoj CZK IRS (v procentech)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Naši prognózu pro korunové úrokové swapy jsme revidovali mírně nahoru.

### Trh českých sazeb IRS: mírná revize směrem nahoru

**Naši prognózu pro korunové úrokové swapy jsme revidovali mírně nahoru.**

Nejdůležitějším faktorem, který potáhne růst korunových swapů, je očekávané utahování měnové politiky ČNB. Dalšími důvody jsou nadále zvýšená inflace, silné makroekonomické fundamenty a očekávaný růst eurových swapů během letošního roku. Na konci roku 2018 očekáváme 10Y korunový IRS na úrovni 2,40 %.

#### Výhled pro CZK IRS (%)

	Q1 18f	Q2 18f	Q3 18f	Q4 18f	Q1 19f
2Y	1,55	1,70	1,80	2,00	2,10
5Y	1,85	2,00	2,10	2,25	2,25
10Y	2,00	2,15	2,25	2,40	2,40

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Krátký konec swapové křivky poroste rychleji, protože očekávané vyšší sazby ČNB se do kratších splatností projeví intenzivněji. Dvouletý swap by měl na konci roku dosáhnout 2,00 %.

## Bankovní sektor



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

### Růst úvěrů letos zpomalí navzdory ekonomické expanzi

V naší prognóze pro dynamiku úvěrů a depozit v českém bankovním sektoru jsme provedli jen malé změny. **Na úvěrovém trhu očekáváme zpomalení dynamiky půjček.** Po hypotečním boomu v roce 2017 (který mimo jiné vytvořil vysokou srovnávací základnu) předpokládáme, že tempo růstu úvěrů na bydlení letos výrazně zvolní. Loni totiž podle nás došlo k „předzásobením“ hypotékami v obavě před utahováním úvěrových podmínek kvůli regulaci ČNB a zvyšování úrokových sazeb. Hypoteční sazby jsou nicméně stále nízké, zřejmě díky konkurenci mezi bankami. Nadále zároveň panuje problém nedostatku jiných alternativ k investování mimo nemovitosti, což by mělo tlačit ceny bytů dále vzhůru. Spolu s rostoucí kupní silou domácností, na což ukazuje naše makroekonomická prognóza, by tyto faktory měly stát za pokračujícím růstem trhu hypoték, i když nižším tempem.

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

	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Bankovní úvěry</b>															
<b>Celkem</b>	3,9	3,8	3,3	4,8	5,8	5,9	5,7	5,8	6,8	5,9	4,4	5,7	4,7	5,6	6,1
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	9,2	7,5	6,1	4,4	2,7	3,3	3,5	4,1	8,1	9,4	5,2	4,0	6,6	7,3	7,0
Spotřebitelské úvěry domácnostem	4,3	5,3	6,2	6,7	7,2	6,9	6,3	6,2	4,7	4,5	6,3	6,3	6,4	7,5	8,0
Úvěry nefinančním podnikům	3,2	1,7	2,6	3,8	8,0	7,7	7,6	7,7	6,8	4,5	4,0	7,5	3,6	4,6	5,5
<b>Bankovní vklady</b>															
<b>Celkem</b>	10,9	5,0	3,9	2,9	7,2	7,3	7,3	6,9	6,4	12,0	4,8	6,9	4,2	4,0	4,4
Obyvatelstvo	7,2	6,1	6,1	6,8	8,6	9,6	9,4	8,4	7,4	8,6	6,9	8,6	4,4	3,7	4,5
Nefinanční podniky	16,8	4,4	7,1	5,7	8,2	7,3	6,2	6,1	4,6	11,9	6,4	6,2	4,7	4,8	4,1
Ostatní	13,5	3,7	-3,0	-6,8	3,0	2,7	3,8	4,6	6,5	20,0	-0,8	3,9	3,1	3,9	4,6
<b>Podíly na HDP</b>															
Podíl úvěrů na HDP	61,4	61,1	61,4	61,6	61,3	61,3	61,7	62,2	61,9	62,7	61,4	61,8	62,9	64,0	64,7
Podíl vkladů na HDP	82,6	84,5	83,3	83,0	83,5	85,9	85,0	84,6	79,4	85,1	83,6	85,1	86,2	86,3	86,0
Podíl úvěrů a vkladů	74,4	72,3	73,6	74,3	73,4	71,4	72,6	73,5	78,0	73,7	73,4	72,6	73,0	74,1	75,3
<b>Úrokové sazby</b>															
Úvěry pro bytové potřeby	2,4	2,5	2,6	2,7	2,9	3,0	3,1	3,0	2,3	2,3	2,7	3,0	3,1	3,3	3,5
Spotřebitelské úvěry	8,6	8,9	9,0	9,2	9,4	9,8	10,1	10,3	10,6	9,2	9,1	10,1	10,4	11,0	11,2
Úvěry nefinančním podnikům	2,2	2,6	2,8	3,0	3,3	3,6	3,6	3,1	2,0	2,0	2,9	3,3	3,0	3,5	3,7
<b>Podíl úvěrů v selhání</b>															
Úvěry pro bytové potřeby	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	2,2	1,7	1,5	1,6	1,8	2,1	2,2
Spotřebitelské úvěry	6,0	5,8	5,8	5,9	5,9	6,2	6,5	6,9	9,4	6,9	5,9	6,7	8,2	9,3	10,0
Úvěry nefinančním podnikům	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,5	4,7	4,8	5,2	4,6	4,4	4,7	5,6	6,1	6,1

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

Růst úvěrů nefinančním podnikům byl loni tažen čistě eurovými půjčkami. Ty pro české firmy slouží jako přirozený hedging. Loni jejich dynamika mimořádně rostla díky opuštění kurzového závazku centrální banky, a tak potřebě většího zajištění, či případně spekulací na posílení české měny. Letos už úvěrování v cizích měnách podle našich odhadů tolik neporoste. **Na druhou stranu předpokládáme oživení poptávky po tradičnějších korunových půjčkách** díky zrychlení investiční aktivity a nižším ziskovým maržím českých podniků kvůli rostoucím mzdovým nákladům.

**Růst vkladů letos podle našeho výhledu zpomalí kvůli absenci intervencí,** a tak stagnaci (v našem modelu dokonce mírného poklesu) depozit finančních institucí. Vklady fyzických osob a firem ale budou pokračovat v růstu, i když mezitím pomalejším tempem kvůli klesající míře úspor a ziskových marží.

## Klíčové ekonomické ukazatele

## Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
HDP	reálný, %	5,4	2,5	4,6	3,8	2,5	1,7	2,7	2,8
Inflace	průměr období, %	0,3	0,7	2,5	2,1	2,1	1,4	1,9	2,1
Běžný účet platební bilance	% HDP	0,2	1,1	1,1	1,1	1,7	2,7	2,2	1,8
3M PRIBOR	průměr	0,3	0,3	0,4	1,3	1,6	1,1	1,6	1,7
CZK/EUR	průměr	27,3	27,0	26,3	25,0	25,0	24,3	23,6	22,9
CZK/USD	průměr	24,6	24,4	23,4	20,2	19,0	18,1	17,7	17,2

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

## Měna a úrokové sazby - výhled

		29. 01. 2018	Březen 2018	Červen 2018	Září 2018	Prosinec 2018	Březen 2019
CZK/EUR	konec období	25,33	25,20	25,10	24,80	24,70	24,40
USD/EUR	konec období	1,243	1,21	1,23	1,25	1,27	1,29
CZK/USD	konec období	20,38	20,83	20,41	19,84	19,45	18,90
3M PRIBOR	konec období	0,79	0,92	1,17	1,42	1,59	1,90
10Y IRS	konec období	2,07	2,00	2,15	2,25	2,40	2,40

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

## Měsíční makroekonomická data

		4-17	5-17	6-17	7-17	8-17	9-17	10-17	11-17	12-17
Inflace (CPI)	%, m/m	0,0	0,2	0,0	0,5	-0,1	-0,1	0,5	0,1	0,1
Inflace (CPI)	%, y/y	2,0	2,4	2,3	2,5	2,5	2,7	2,9	2,6	2,4
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	0,3	-0,5	-0,7	-0,2	0,2	0,4	0,0	-0,1	0,3
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	3,2	2,3	1,3	1,1	1,4	1,7	1,1	0,9	0,7
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	4,4	4,1	4,0	4,1	4,0	3,8	3,6	3,5	3,8
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	0,3	11,8	5,0	7,1	5,2	3,5	8,7	5,7	n.a.
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	-1,8	8,3	3,1	4,0	5,8	4,9	10,4	8,5	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	4,1	3,9	8,0	1,8	1,1	-3,2	5,9	1,9	n.a.
Maloobchodní tržby	%, y/y, stálé ceny	0,5	5,6	4,7	2,4	3,9	3,7	7,0	4,9	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (národní met.)	13,0	14,3	20,1	-3,4	4,2	18,2	9,7	11,7	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	10,3	-8,0	-10,9	-26,0	-8,1	-3,6	15,0	0,0	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	29,3	-5,2	6,7	-20,2	14,4	3,7	21,0	-19,4	n.a.
M2	%, y/y	11,5	10,6	10,0	9,9	10,1	9,8	8,6	7,6	n.a.
Státní rozpočet	mld. CZK (od zač. roku)	6,3	-18,7	4,6	25,0	15,6	17,4	26,5	-11,6	-6,2
3M PRIBOR	%, průměr	0,29	0,30	0,30	0,30	0,43	0,46	0,51	0,71	0,75
CZK/EUR	průměr	26,82	26,57	26,26	26,09	26,11	26,08	25,77	25,55	25,66
CZK/USD	průměr	25,03	24,04	23,37	22,63	22,10	21,90	21,93	21,75	21,68

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



**Sektory**  
**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



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



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



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



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



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



**Velká Británie**  
**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



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



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



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

### Měnové kurzy



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

### Měnové deriváty



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



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

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



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



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



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



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