

| Čtvrtletní zpráva |

Ekonomické výhledy

Slabá inflace vysokým mzdám navzdory



© Shutterstock

- **Česká ekonomika si zachová velmi dobrý růst díky domácí poptávce:** Ponecháváme odhad růstu domácího HDP beze změny na 3,8 %. Domácnosti udrží vysokou dynamiku spotřeby v důsledku strmého růstu mezd, zatímco investice porostou, aby se zvýšily produkční možnosti ekonomiky.
- **Inflace letos nepřekročí 2%:** Posilující koruna na začátku roku zbrzdila inflaci, zatímco mzdový růst se do spotřebitelských cen (ještě) plně nepropasal.
- **ČNB letos zvýší sazby pouze jednou:** Propad inflace a zhoršování důvěry v globální ekonomiku přimějí centrální banku k opatrnosti. Letos už čekáme pouze jedno zvýšení sazeb, a to v posledním čtvrtletí.
- **Pomalejší růst sazeb zpozdí posilování koruny:** Kurz české měny prolomí úroveň 25 CZK/EUR zřejmě až na přelomu třetího a čtvrtého kvartálu. Na konci roku nadále očekáváme hodnotu 24,70 CZK/EUR a poté další posilování v H1 19.
- **Nižší růst výnosů státních dluhopisů a silná poptávka snižují šance na eurobond:** Výnosy českých státních dluhopisů porostou, ale pomalejším tempem oproti minulé prognóze. Spolu se silnou poptávkou na domácím trhu to podle nás znamená, že klesá pravděpodobnost letošní emise eurobondu.



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



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



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



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



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



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



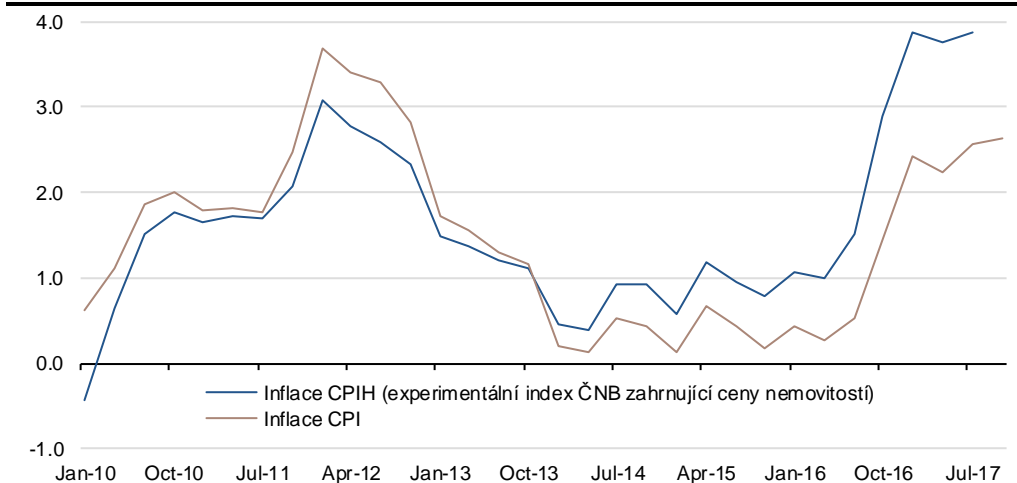
Jan Vejmelek
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

Kde ta inflace je?

Jestli je něco, co nás v posledních měsících překvapovalo, byl to mnohem pomalejší růst spotřebitelských cen, než jsme ve světle rychle se zvyšujících mezd předpokládali. Zatímco výkonnost reálné ekonomiky odpovídá prognóze, kterou jsme publikovali v předchozím vydání *Ekonomických výhledů*, skutečná inflace byla v průběhu prvního čtvrtletí výrazně nižší. Překvapivé to ale nebylo pouze pro nás. Samotná centrální banka očekávala, že březnová inflace se bude nacházet na hodnotě 2,3 %. Skutečnost ale činila 1,7 %. Nutno podotknout, že v obdobné situaci se nachází i eurozóna. Její ekonomika rostla vloni nejrychleji za poslední dekádu, k dosažení inflačního cíle měla přitom dost daleko.

Jedním z vysvětlení současného nízkoinflačního prostředí v tuzemsku je bezesporu kurzový vývoj. Začátkem letošního dubna jsme oslavili první výročí ukončení režimu kurzového závazku. Mimochodem, je to vhodná příležitost se nad použitím a efektivitou tohoto nestandardního nástroje měnové politiky s ročním odstupem pozastavit. A právě to je téma speciálních boxů tohoto vydání *Ekonomických výhledů*. Viktor Zeisel jasně dokumentuje, že bez takového uvolnění měnové politiky by současná dynamika české ekonomiky nebyla tam, kde je. Jak ale ukazuje Jana Steckerová na srovnání s Maďarskem, ne pro každou ekonomiku je tato terapie vhodná. Každopádně již více než rok koruna opět plave a výsledkem je její posílení. Proti euru o zhruba šest procent, o téměř 20 % je to proti dolaru. **Právě posílení koruny je jednou z možností, jak prostřednictvím levnějších dovozů zdůvodnit nízkou inflaci.**

Cenový index zahrnující ceny nemovitostí roste rychleji než spotřebitelská inflace



Zdroj: ČNB, Zpráva o inflaci, I/2018

Vysvětlení nižší inflace v posledních měsících pouze díky silnější koruně ale neobstojí. Růst mezd je totiž opravdu robustní. Dalším z důvodů může být to, že **domácnosti své vyšší důchody nejenom spotřebovávají, ale i investují.** Růst cen pak není vidět tolik na spotřebitelském koši, ale na **cenách investičních statků, tedy nemovitostí.** Samotná ČNB uvádí, že pokud do cenového indexu zahrne i starší nemovitosti, rázem se takto měřená inflace vyšplhá ke čtyřem procentům. Vyšší mzdové náklady také mohou vzít firmy na sebe, spokojit se s nižší ziskovou marží ale není udržitelná strategie. **Řešením jsou vyšší investice vedoucí k vyšší produktivitě. Na definitivní potvrzení tohoto vysvětlení nižších inflačních tlaků si ale budeme muset ještě pár měsíců počkat.**

Obsah

Kde ta inflace je?	2
Obsah	3
Vnější prostředí a předpoklady prognózy	4
Spojené státy i eurozóna si udrží kondici z loňského roku	4
USA: daňová reforma vylepšuje bilanci domácností	4
Eurozóna: HDP si udrží dynamiku z loňského roku	4
Německo: utážený trh práce nutí firmy zvyšovat mzdy i investovat	5
Středoevropský region: utahování měnových podmínek bude pozvolnější	6
Box 1: Kurzový závazek není pro každého aneb srovnání měnové politiky ČNB a Maďarské národní banky	7
Makroekonomická prognóza ČR	9
Růst díky zvyšování zaměstnanosti končí, potřeba jsou investice	9
Box 2: Kurzový závazek lehce zvedl HDP a pomohl před deflací	10
Průmysl se zaměří na růst produktivity	10
Box 3: Koruna ovlivňuje dynamiku vývozu méně než před intervencí	12
Fiskální politika: výrazný růst běžných výdajů	13
Nedostatek kapacit podpoří investice	12
Spotřeba si zachová svou dynamiku	16
Inflace se bude snažit dostat ke dvěma procentům	17
Rizika: Mechanismus přenosu růstu mezd do inflace představuje riziko na obě strany	18
Klíčové makroekonomické ukazatele	19
ČNB Focus	20
ČNB si dá pauzu se zvyšováním sazeb kvůli propadu inflace a zhoršování nálady ve světové ekonomice	20
Pomalé posilování koruny vyvážil nečekaný pokles inflace	20
Bankovní rada stále má své ještráby, ale většinu netvoří	21
Korunový devizový trh	22
Prolomení hranice 25 CZK/EUR se opozdí	22
Pozdější růst sazeb zbrzdí posilování koruny	22
Rizika: koruna se může ocitnout pod výprodejním tlakem	24
Box 4: Odhad korunové pozice zahraničních investorů	24
Technická analýza CZK/EUR (aktualizováno 27. dubna 2018 v 13:12)	26
Kurz může mířit dále vzhůru směrem ke 200dennímu klouzavému průměru na 25,60/65	26
Trh českých vládních dluhopisů a IRS	27
Pomalejší růst výnosů	27
Nabídka v roce 2018: naše očekávání beze změn	27
Výnosy CZGB v roce 2018: nižší nárůst kvůli politice ČNB i poptávce	28
Struktura držitelů CZGB: pokračující normalizace	29
Trh českých sazeb IRS: pomalejší růst	30
Bankovní sektor	31
Dynamika úvěrů letos mírně zpomalí	31
Upozornění	33

Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

Ekonomický růst v USA táhne spotřeba domácností.

Fed bude letos ve zvyšování sazeb pokračovat.

Růst HDP v eurozóně je široce rozprostřený.

Spojené státy i eurozóna si udrží kondici z loňského roku

Ve Spojených státech pokračuje fáze expanze. Vydržet by měla nejméně do poloviny příštího roku. Nahrává tomu spotřeba domácností, kterou podpořily daňové škrty, i vývoj investic. Dobře je na tom i eurozóna. Ta by si měla udržet stejnou dynamiku růstu HDP jako v loňském roce (2,5 %). V letech 2019-2020 pak tempo růstu zpomalí v důsledku recese ve Spojených státech. Podobný vývoj očekáváme i v Německu. Riziko představuje ochrannářská politika Donalda Trumpa a nejistá geopolitická situace. Ta by se mohla odrazit v poklesu důvěry a následně i spotřeby a investic, popřípadě v růstu cen na komoditních trzích.

USA: daňová reforma vylepšuje bilanci domácností

Za celý rok 2017 ekonomika Spojených států přidala 2,3 %. Podobnou dynamiku by si měla udržet i v letošním roce (2,4 %). Hlavním tahounem zůstane spotřeba domácností. Reálné spotřebitelské výdaje vzrostly v závěrečném čtvrtletí loňského roku o 4 % a podle našeho odhadu se od dlouhodobého trendu na úrovni 2,5-3,0 % neodchýlí ani v letošním roce. Výjimkou bude pravděpodobně první čtvrtletí letošního roku, kdy očekáváme růst výdajů spotřebitelů pouze na úrovni 1,0 %. Spotřebitelům hraje do karet klesající míra nezaměstnanosti, která se drží na nejnižší úrovni od roku 2000. Klesat by navíc měla i nadále, a to až na 3,5 % na konci letošního roku. Spotřebu v letošním roce výrazně podpoří i schválené daňové škrty. Ty se již projeví na rostoucí míře úspor domácností, která z prosincových 2,5 % vyskočila na 3,4 % v únoru. Růst by měly i firemní investice. Čisté exporty budou naopak hospodářský růst brzdit. Podíl na tom bude mít především růst importů z titulu vyšší spotřeby domácností. Současná fáze expanze se nicméně podle ekonomů SG nachází ve fázi zralosti. V roce 2019 dynamika HDP podle jejich názoru zpomalí na 1,1 %, čemuž nasvědčuje jak vývoj ziskových marží, tak i situace na trhu práce.

Americká centrální banka přistoupila v březnu k dalšímu zvýšení úrokových sazeb o 25 bb na úroveň 1,50 – 1,75 %. Podle mediánu úrokových sazeb (sestaveného na základě prognózy prezidentů jednotlivých Federálních rezervních bank) zvýší Fed sazby v letošním roce ještě dvakrát. To je i v souladu s naší prognózou, kdy očekáváme další utahování měnové politiky v červnu a v září. V rámci Fedu se však množí hlasy, že by úrokové sazby měly být v letošním roce zvýšeny ještě třikrát. Medián úrokových sazeb se sice nachází na úrovni 2,125 %, sedm odhadů se však nacházelo nad ním, zatímco osm pod ním. 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 a zpomalení inflace, a tak s žádným dalším zvyšováním sazeb nepočítáme. Naopak v roce 2020 předpokládáme uvolňování měnové politiky.

Eurozóna: HDP si udrží dynamiku z loňského roku

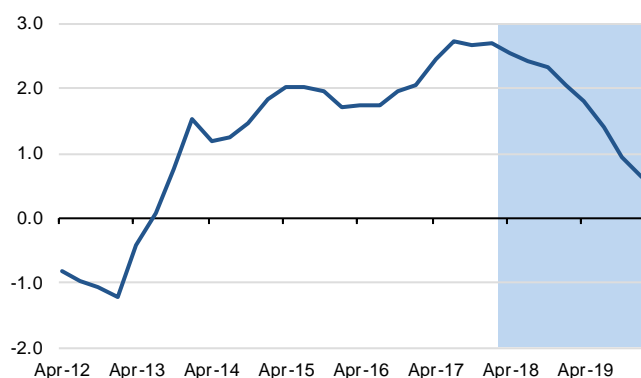
V loňském roce dosáhl růst HDP eurozóny 2,5 %. Růst byl široce rozprostřený, tažený především domácí poptávkou. Stejnou dynamiku by si HDP měl udržet i v letošním roce. V letech 2019-2020 pak tempo růstu zpomalí v důsledku recese ve Spojených státech (2019 1,5 %, 2020 0,6 %). V letošním roce by spotřeba domácností měla nahrát dobrou situaci na trhu práce. Nezaměstnanost pravděpodobně poklesne o dalších 0,8 pb na úroveň 8,4 %. Dynamika reálných mezd dosáhne v eurozóně podle našeho odhadu 2,0 %, přičemž růst reálného hrubého disponibilního příjmu se udrží na relativně silných úrovních z loňského roku.

(mírně pod 2 %). Díky rostoucí zaměstnanosti bude podle našeho očekávání růst i spotřebitelská důvěra, což by se mělo odrazit v poklesu míry úspor. Významným přispěvatelem k HDP zůstanou i investice (+0,5 pb v roce 2017 i 2018). Riziko pro naši prognózu představuje nejistota spojená s rozsahem a dopady ochranné politiky Donalda Trumpa i vyostřená geopolitická situace. Ta se již negativně promítla do předstihových indikátorů.

Prodlení programu QE ECB oznámí v červnu.

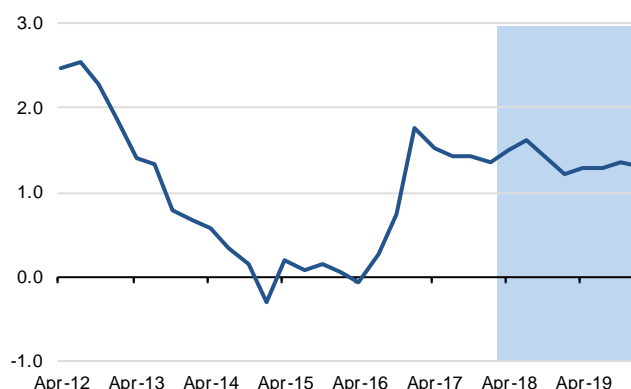
Podle stávajícího plánu by měl program kvantitativního uvolňování (QE) Evropské centrální banky skončit letos v září. Inflace však ECB příliš velkou radost nedělá. V únoru se propadla na úroveň 1,1 %, v březnu sice zkorigovala, za duben jí však zřejmě čeká další pokles. Nabrat na tempo by měla až v letních měsících, kdy by se podle naší prognózy měla vyšplhat k úrovním 1,5-1,6 %. Komunikovat ukončení programu QE za stávajících podmínek by podle našeho názoru bylo obtížné. Očekáváme proto, že ECB prodlouží program odkupu aktiv ještě jednou, a to minimálně o tři měsíce, tedy do konce letošního roku. Objem nakupovaných aktiv v posledním čtvrtletí letošního roku by měl však být již jen 15 mld. EUR. Toto rozhodnutí podle našeho názoru padne na červnovém zasedání, kdy bude mít ECB k dispozici novou prognózu. Zvýšení úrokových sazeb očekáváme v červnu a září příštího roku. Tím však utahování měnové politiky skončí. Společně s postupným opouštěním programu QE by měla společná evropská měna dále posilovat, aby se na konci letošního roku dostala až na úroveň 1,29 USD/EUR.

Eurozóna: dynamika HDP zpomalí (% , y/y)



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

Eurozóna: inflace se drží na nízkých úrovních (% , y/y)



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

Německou ekonomiku táhne domácí poptávka.

Německo: utažený trh práce nutí firmy zvyšovat mzdy i investovat

Německá ekonomika by si měla v letošním roce udržet dynamiku z loňského roku, kdy HDP dosáhl růstu 2,4 %. Hlavním tahounem růstu zůstane domácí poptávka. Spotřeba domácností roste díky utažené situaci na trhu práce. Míra nezaměstnanosti se nachází na nejnižších úrovních od dob sjednocení Německa (5,3 % v březnu) a bude podle ekonomů SG dále klesat. Na konci letošního roku by se měla nacházet na úrovni 5,2 %, na konci příštího roku na 4,9 %, tedy výrazně pod NAIRU (6,6 %). To se pak odráží ve mzdovém růstu, který by se v letošním roce měl pohybovat kolem 3-3,5 %. Slušně by měly růst i investice. Firmy naráží na kapacitní omezení, mzdový růst navíc ukrajuje z jejich marží, a tak tlak na růst produktivity a investic bude sílit.

V letech 2019 a 2020 čeká Německo zpomalení.

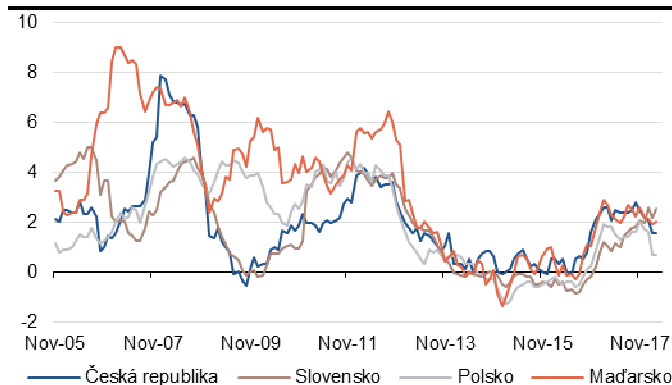
Stejně jako celou eurozónu, čeká i Německo v letech 2019 a 2020 zpomalení. Dynamika HDP by měla podle naší prognózy zmírnit na 1,5 % a 0,9 %. Riziko navíc představuje i ochranná politika Spojených států. Obavy z ní se již odrazily ve vývoji německých předstihových indikátorů. ZEW index se v březnu propadl na nejslabší hodnotu od roku 2012. V záporu se index nacházel naposledy v červenci 2016, kdy Velká Británie rozhodla o vystoupení z EU.

Středoevropský region: utahování měnových podmínek bude pozvolnější

Solidní růst HDP ve střední Evropě bude pokračovat.

V loňském roce se ekonomikám středoevropského regionu dařilo. Spotřebu domácností významně podporovala utážená situace na trhu práce a rostoucí mzdy, ke slovu se opět vrátily investice. Solidní dynamiku si středoevropské ekonomiky podle naší prognózy udrží i v letošním roce. Problémem v celém regionu je však nedostatek pracovní síly, který tlačí mzdy směrem nahoru. Ani to však často nestačí na to, aby firmy přilákaly potřebnou kvalifikovanou pracovní sílu. Problémem je i to, že růst mezd v regionu již předstihuje produktivitu práce. Bez investic do modernizace výroby se tedy region neobejde. Investice nabraly na tempu už v loňském roce. Tento trend bude podle našich očekávání pokračovat i v letošním roce, ačkoli v některých zemích pomalý náběh infrastrukturních projektů a neschopnost vlád čerpat přidělené prostředky z fondů EU stále brzdí rozmach investic. Investice jsou na druhou stranu importně náročné, což společně s apetitem domácností utrácet povede k tomu, že příspěvek čistých exportů k růstu HDP bude ve většině ekonomik regionu v letošním roce záporný nebo neutrální. Celkově očekáváme, že růst HDP v Česku dosáhne letos 3,8 %, na Slovensku 3,7 %, v Polsku 3,8 % a v Maďarsku 3,5 %.

Inflace v regionu klopýtla (% , y/y)

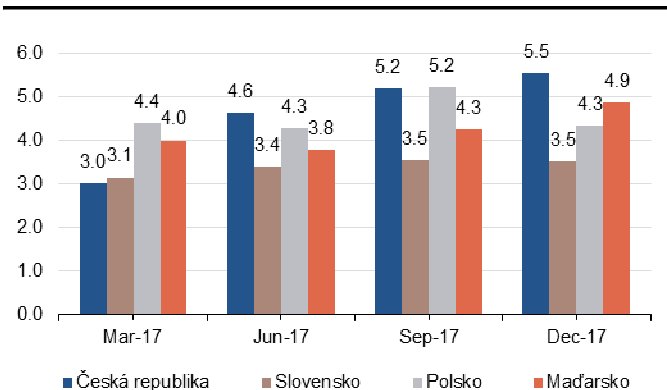


Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zvyšování úrokových sazeb v Polsku až v Q3 19.

Inflace v celém regionu v prvním čtvrtletí ubrala na tempo. Zaostávala jak za očekáváním finančních trhů, tak centrálních bank. To se odrazilo i v našem výhledu na měnovou politiku jednotlivých regionálních centrálních bank. Zatímco v Česku očekáváme do konce roku už pouze jedno zvýšení úrokových sazeb (více informací o politice ČNB naleznete v sekci *ČNB focus*), v Polsku jsme očekávané utahování měnové politiky posunuli z letošního listopadu až na Q3 19. Další zpřísnění měnových podmínek by mělo následovat v Q4 19. Důvodem je nízká inflace. Ta se v březnu propadla na nejnižší úroveň za poslední rok (1,3 % y/y). V letošním roce tak 2,5% inflačního cíle zřejmě nedosáhne. V průměru by se letos měla pohybovat kolem 2 %. Za inflačním cílem pokulhává i inflace v Maďarsku. Ta se v prvním čtvrtletí pohybovala kolem 2% úrovně, stále významně vzdálená od 3% inflačního cíle. Maďarská centrální banka tak

HDP v regionu (% , y/y)



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

bude pokračovat v uvolňování měnových podmínek pomocí nestandardních nástrojů měnové politiky, tak jak popisujeme v Boxu 1. Maďarský forint bude mít proto podle naší prognózy tendenci spíše oslabovat (314 HUF/EUR na konci roku). Polský zlotý by se naopak mohl v závěru roku dostat na silnější úroveň (4,1 PLN/EUR).

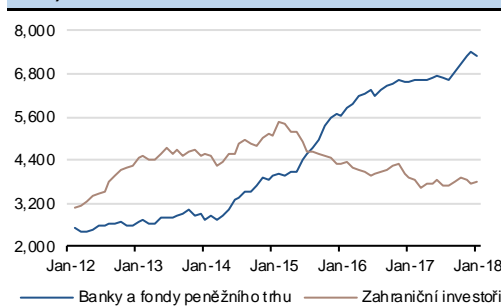
Box 1: Kurzový závazek není pro každého aneb srovnání měnové politiky ČNB a Maďarské národní banky

Maďarská centrální banka zahájila poslední cyklus snižování úrokových sazeb v srpnu 2012. V té době se klíčová dvoutýdenní depozitní sazba nacházela na úrovni 7,0 %, zatímco v České republice byla repo sazba už tehdy na hladině 0,5 %. Prostor pro snižování úrokových sazeb vyčerpala ČNB na konci roku 2012, kdy se klíčová repo sazba ocitla na technické nule. Vzhledem k tomu, že se ČNB obávala roztočení deflační spirály, přistoupila v listopadu 2013 k oslabení koruny a zavedení kurzového závazku. Propad inflace sužoval i Maďarsko. Na rozdíl od České republiky se zde dynamika spotřebitelských cen do záporného teritoria na nějaký čas skutečně dostala. Mix nástrojů, který Maďarská národní banka (MNB) zvolila, se od ČNB lišil. Jiné však bylo i prostředí, ve kterém obě centrální banky operovaly.

Zatímco ČNB trápila především nízká inflace, Maďarská národní banka měla velké potíže i s finanční stabilitou. Nebezpečí představovalo především zadlužení domácností a malých a středních podniků v cizích měnách. V roce 2011 zhruba polovina všech maďarských firem splácela úvěry v eurech či švýcarských francích, u domácností to byly dokonce téměř dvě třetiny. To začal být problém v době, kdy maďarský forint znehodnocoval a domácnosti i firmy přestávaly být schopny své závazky splácet.

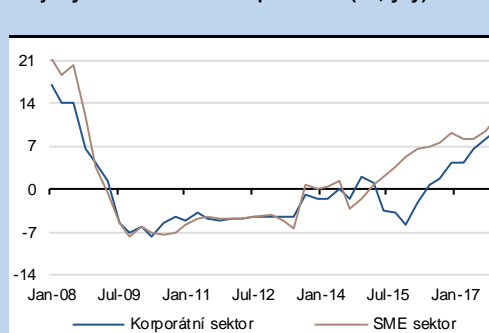
Měnovou politiku tamní centrální banky tak významně ovlivnila snaha snížit zadlužení země v cizích měnách. Cizoměnové úvěry, a to jak hypoteční tak spotřebitelské, byly postupně převáděny do domácí měny s tím, že centrální banka poskytovala finančním institucím zahraniční měny ze svých devizových rezerv, aby zabránila nežádoucím výkyvům na finančních trzích. Zároveň se snažila podpořit poskytování úvěrů malým a středním podnikům tím, že na ně komerčním bankám poskytovala bezúročné půjčky.

Maďarsko: držba vládních dluhopisů (mld. HUF)



Zdroj: AKK, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Půjčky nefinančním korporacím (% , y/y)



Zdroj: MNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Významnou roli v tomto procesu hrají i komerční banky. Centrální banka se je snažila, a stále snaží, přimět k nákupům domácích dluhopisů místo ukládání likvidity u centrální banky a snížit tak podíl zahraničních držitelů státního dluhu. Za tímto účelem nahradila v září 2015 svoji klíčovou dvoutýdenní depozitní sazbu sazbou tříměsíční. Zároveň postupně omezovala i četnost vyhlašování tendrů a množství peněz, které si komerční banky u ní mohly v rámci tohoto instrumentu ukládat. Komerčním bankám začala nabízet i swapy s tříletou, pětiletou a desetiletou splatností.

Od roku 2012 až do roku 2016 zároveň postupně snižovala úrokové sazby. Klíčová tříměsíční úroková sazba se v květnu 2016 dostala až na úroveň 0,9 %, kde se nachází doposud, jednodenní depozitní sazba byla snížena na záporných 0,15 %. Cílem bylo motivovat komerční banky, aby místo ukládání přebytečné likvidity u centrální banky, raději investovaly do státních dluhopisů a pokladničních poukázek. V letošním roce MNB spustila program nákupu hypotečních zástavních listů se splatností delší než tři roky a začala nabízet swapy s pěti a desetiletou splatností. Těmito kroky se snaží stlačit výnosy na delším konci výnosové křivky směrem dolů tak, aby se přiblížily úrovním západních zemí. Maďarské domácnosti a firmy díky tomu mají přístup k levnějšímu financování, zlevňuje se i financování vládního dluhu, forint se drží na slabších úrovních. To vše maďarskou ekonomiku podporuje.

Ve srovnání s Českou národní bankou musela jít MNB složitější cestou. ČNB mohla prostřednictvím kurzového závazku cílovat inflaci příměji, a tak efekty v tomto ohledu byly razantnější. Inflace v Maďarsku se nachází stále pod 3% inflačním cílem a nedosáhne ho zřejmě dříve než v roce 2019. Závislost na zahraničním financování státního dluhu se však výrazně snížila, přičemž objem dluhopisů v držbě domácích komerčních bank stále stoupá. Nižší výnosy zároveň významně zlevnily financování vládního dluhu. Výrazně poklesl i podíl vládního dluhu vydávaného v cizích měnách, což se odrazilo ve větší finanční stabilitě země. Díky podpůrným programům zároveň pokračuje i slušný růst úvěrů malých a středních podniků. To vše ocenily i ratingové agentury, které v roce 2016 vrátily rating Maďarska do investiční kategorie.

Makroekonomická prognóza ČR

Růst díky zvyšování zaměstnanosti končí, potřeba jsou investice

Česká ekonomika pokračuje v solidním růstu. Zejména na trhu práce však naráží na své limity. Růstový model se musí změnit ze zvyšování zaměstnanosti na rozvíjení produktivity. Tato změna bude provázána zesilováním investiční aktivity a dalším nárůstem platů, který se přelije to vyšší spotřeby. I přes současný pokles by se inflace v létě měla vrátit ke 2 % díky stabilně rostoucí jádrové složce.



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

Hlavní změny

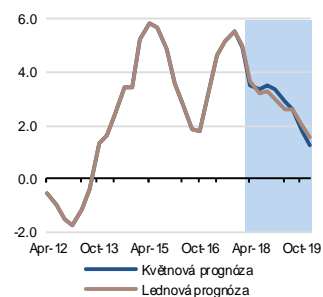
HDP:

Svou předpověď pro růst HDP v letošním i příštím roce jsme ponechali beze změny na 3,8 % a 2,7 %.

Inflace:

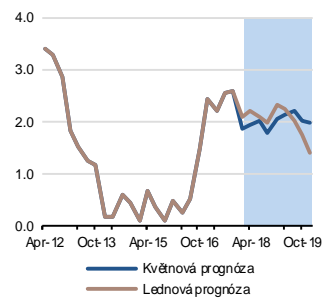
Snížili jsme odhad pro inflaci v letošním roce na 1,9 % kvůli silné korekci cen potravin, mírně nižší jádrové inflaci a slabšímu růstu regulovaných cen na začátku roku. Příští rok by inflace měla zrychlit na 2,1 % díky silnému růstu mezd.

Změna v prognóze HDP (% y/y)



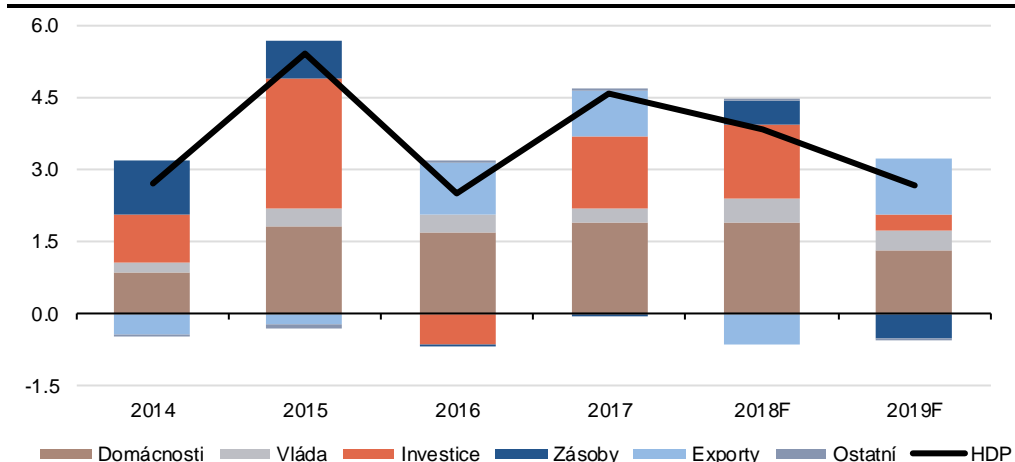
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Změna v prognóze inflace (% y/y)



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

Domácí poptávka zajistí letos silný růst (% y/y)

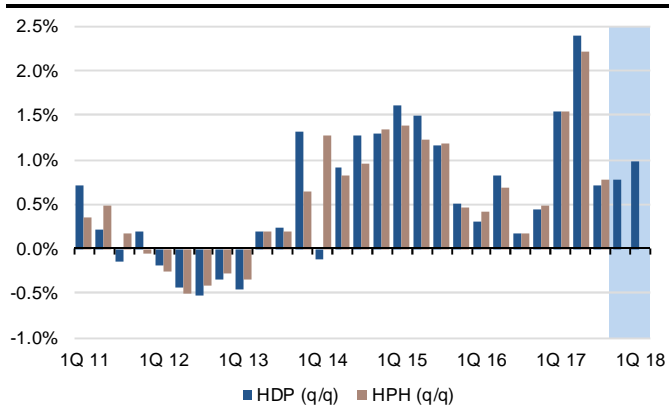


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Česká ekonomika na konci loňského roku znovu zrychlila, když vykázala růst o 0,8 % q/q a 5,5 % y/y. Navíc se domníváme, že až v červnu statistický úřad provede pravidelnou úpravu sezónních faktorů, růst ve druhé polovině loňského roku bude revidován nahoru, zatímco neuvěřitelná dynamika na jeho začátku bude upravena směrem dolů. Tato úprava by neměla mít vliv na velikost celoročního zvýšení HDP ve výši 4,6 %.

Česká ekonomika vstoupila do nového roku velmi dobře. I přes velmi silný růst maloobchodních tržeb nedošlo ve srovnání s loňským rokem k výraznému zhoršení bilance zahraničního obchodu. Růst průmyslové produkce zpomalil zčásti i proto, že průmysl naráží na své výrobní možnosti. Na druhé straně stavební sektor zaznamenal boom díky lednovému teplému počasí, které umožnilo začít některé stavby dříve než obvykle. Domníváme se, že růst HDP v prvním čtvrtletí roku dosáhl 1 % q/q, když byl podpořen

Růst HDP na začátku roku nepatrně zrychlil



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

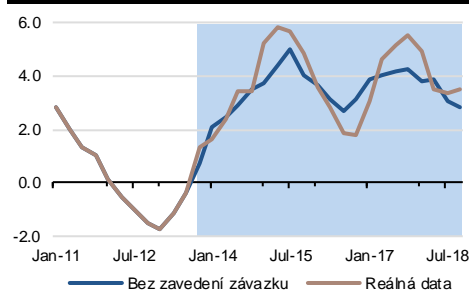
zejména spotřebou domácností, která se vyhoupla díky rapidnímu růstu mezd. Také vládní spotřeba výrazně přidala, když se na číslech ještě projeví zvýšení běžných výdajů z listopadu. Investice též přispěly kladně, zatímco od zahraničního obchodu očekáváme neutrální kontribuci.

Tuzemská ekonomika v letošním roce zpomalí tempo svého růstu. To by mělo v průměru dosáhnout 3,8 %. Hlavním tahounem bude soukromá spotřeba, zatímco zahraniční obchod bude dynamiku brzdit. Investiční aktivita by letos měla zůstat silná, když ji bude podporovat příliv prostředků z EU.

Box 2: Kurzový závazek lehce zvedl HDP a pomohl před deflací

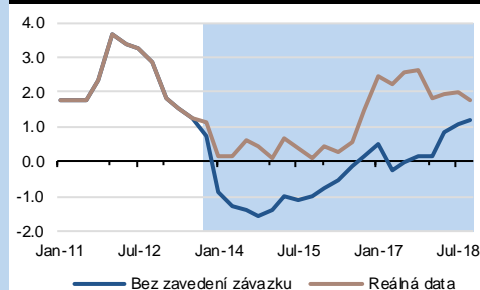
Když ČNB ke konci roku 2013 zavedla kurzový závazek, slibovala si od něj, že pomůže k oživení domácí ekonomiky a hlavně zabrání dalšímu propadu inflace do záporného teritoria. Ekonomika už tou dobou měla nakročeno k růstu, ale kurzový závazek jí k tomu ještě pomohl. Do deflace se domácí hospodářství na rozdíl od okolních zemí také nakonec nedostalo, ale k dosažení inflačního cíle byly potřeba ještě více než tři další roky. Domácí ekonomika mezitím zažila svůj nejlepší rok od Velké krize. Růst dosáhnul pěti procent. I když do velké míry za tímto boomem stálo dočerpávání evropských fondů, tak i kurzový závazek měl svou významnou roli. Po prvotním šoku z oslabení, kdy firmy sčítaly své účetní ztráty ze zajištění, opadla mezi podnikateli averze vůči tomuto nástroji. Pomohlo zejména prodloužení jeho minimální platnosti (zavedení tzv. tvrdého závazku). Firmy podle nás více profitovaly ze stability kurzového vývoje než ze samotného oslabení měny.

Kurzový závazek pomohl dynamice HDP a ...



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

... zabránil deflaci



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Kurzový závazek pomohl nepřímo i domácnostem. Dobrá kondice domácí exportně orientované ekonomiky se projevila v růstu platů, což se promítlo do růstu spotřeby. Vyšší cenový růst v porovnání se situací bez kurzového závazku pravděpodobně část tohoto efektu vymazal, celkově se ale domníváme, že i pro domácnosti měl kurzový závazek celkově příznivé dopady. Pokud by ČNB kurzový závazek nezavedla, tak by pravděpodobně musela držet sazby na extrémně nízkých úrovních po delší dobu. Možná by centrální banka přemýšlela i o jiných nestandardních nástrojích měnové politiky (jako záporné sazby po vzoru ECB či maďarské centrální banky). Nicméně kurzový závazek není pro každého, jak ukazujeme v Boxu 1. Navíc v ekonomice neexistuje nic zadarmo, tak i ke kurzovému závazku se váží náklady. Těm se věnujeme v Boxu 4.

Průmysl se zaměří na růst produktivity

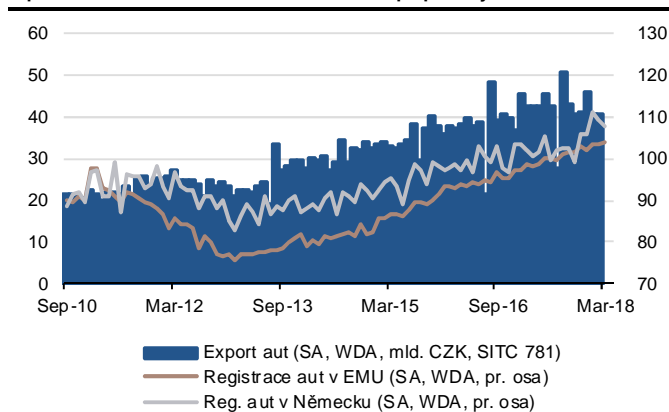
Po výrazném zrychlení v roce 2017 průmysl na začátku letošního roku zpomalil. Vývoj celého odvětví se dá dobře zdokumentovat na automobilovém sektoru. Registrace nových aut v eurozóně dále roste a poptávka je zejména po větších vozech v kategorii SUV. Škoda Auto,

Aby průmysl i nadále zvyšoval svůj výstup, bude potřeba zlepšit produktivitu, protože další růst zaměstnanosti v podstatě není možný.

kteřá tato vozidla vyrábí, jede na plné obrátky a snaží se zvýšit svou kapacitu. Například s odbory vyjednává o zvýšení počtu směn v Mladé Boleslavi. Nicméně dalším výrobcům aut se tolik nedaří. Propad poptávky po autech ve Velké Británii a nezájem o malá auta (kvůli cyklické pozici) některé české producenty automobilů poškodil.

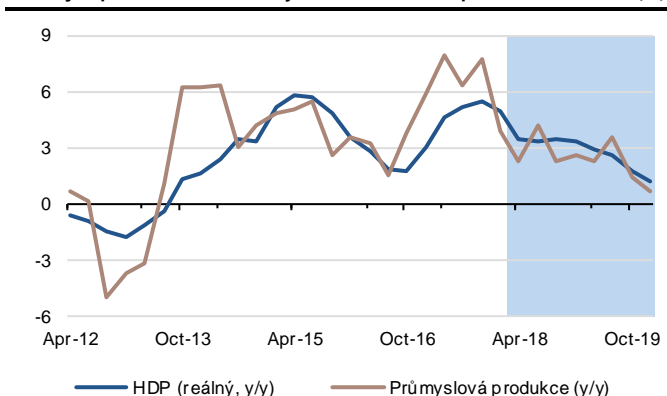
Český průmysl bude nucen hledat způsoby, jak zvýšit svou produktivitu a přesunout výrobu ke zboží s vyšší přidanou hodnotou. Extenzivní růst (pomocí vyšší zaměstnanosti) se již v podstatě vyčerpal. Pracovní síla možná ještě přijde ze zahraničí nebo z jiných odvětví v ekonomice, ale větší část dynamiky bude muset zajistit růst produktivity. Někteří výrobci, kteří nepřinášejí větší přidanou hodnotu a jejichž výroba je založena na levné pracovní síle, budou nuceni český trh opustit a uvolněná pracovní síla najde produktivnější uplatnění. Tuto změnu doprovodí nárůst investic, které jsou pro zvýšení produktivity zásadní. I přes nedostatek pracovní síly český průmysl letos vzroste o 2,7 %.

Spotřebitelé v eurozóně auta nadále poptávají



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

Průmysl produkce zeslabuje v souladu se zpomalením HDP (%)

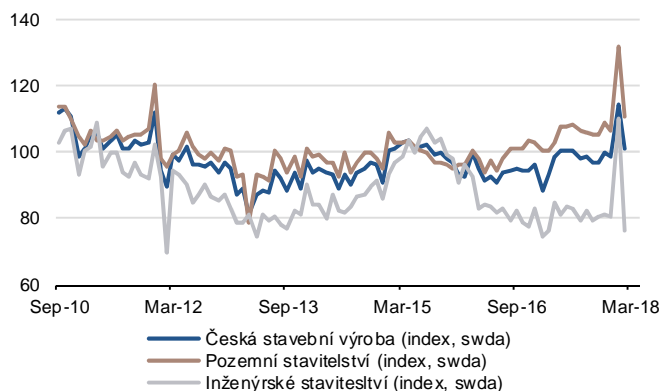


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Stavebnictví rozjelo letošní rok ve velkém stylu.

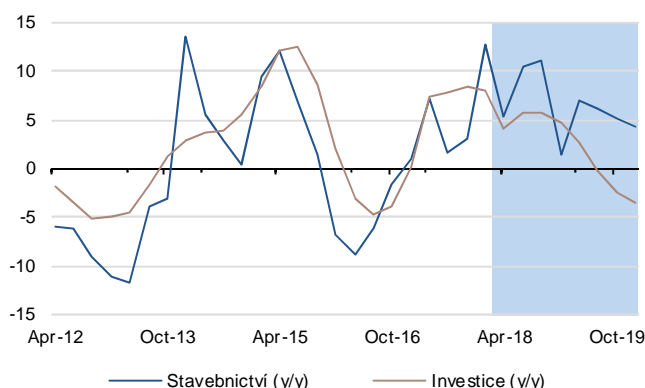
Stavební sektor na začátku roku vykázal masivní růst. Nicméně tato čísla musíme brát s rezervou. Stavební produkce je v zimních měsících většinou slabá, ale nezvykle teplé počasí v lednu umožnilo zahájit stavební práce dříve než v předchozích letech a dynamika tak vyskočila. V průběhu roku bude stavební výroba podpořena vyšší investiční aktivitou. Soukromý sektor začne ve větším budovat nové výrobní kapacity. Vyšší investiční výdaje očekáváme i od veřejného sektoru. Příprava velkých infrastrukturálních projektů zůstává slabá, ale rozpočty místních samospráv vykazují velké přebytky, které by letos částečně mohly rozpustit v investicích. Navíc bude Česko v letošním roce donuceno čerpat část evropských fondů nebo o ni definitivně přijde. Z výše uvedeného tedy vyplývá, že očekáváme zvýšení jak ve stavbě budov, tak v infrastruktuře. Celkově je tak náš výhled pro stavebnictví pozitivní. I přes zpoždění ve výstavbě by tento sektor měl letos růst o 9,8 %.

Pozemní stavitelství ožívá, zatímco výstavba infrastruktury zaostává



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

Stavebnictví přispěje k růstu investic (%)



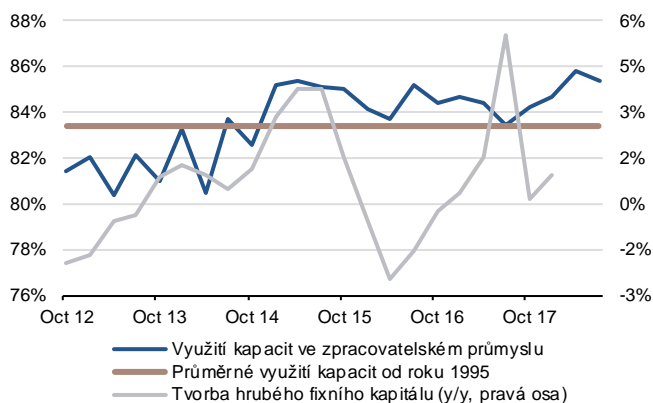
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Soukromé investice nadále porostou, zatímco ty veřejné jsou zatím nejisté.

Nedostatek kapacit podpoří investice

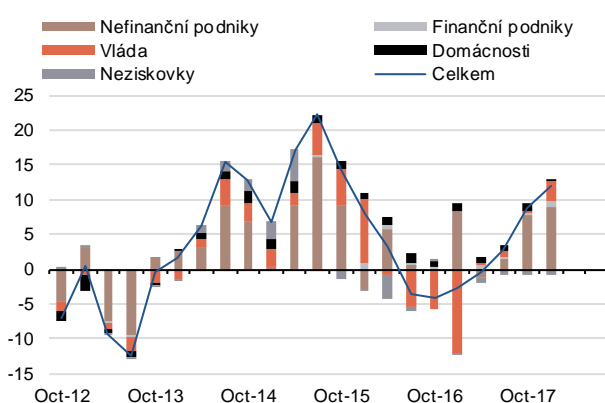
Nedostatek výrobní kapacity v průmyslu bude letos hlavním pohonem investiční aktivity. Jak jsme ukázali v odstavcích výše, růst skrze zvyšování zaměstnanosti již není možný. České společnosti budou nutně potřebovat zvýšit svou produktivitu. Tento proces bude doprovázet zvýšení investiční aktivity. Tvorbu fixního kapitálu bude také podporovat příliv prostředků z EU, protože nezanedbatelná částka z programů otevřených v roce 2015 musí být vyčerpána do konce letošního roku. To podpoří jak veřejné, tak ale i soukromé investice. Nicméně příprava výstavby veřejné infrastruktury pokulhává a veřejné investice se dále odkládají. Jejich realizace v letošním roce tak zůstává nejistá. **Tento rok by celková investiční aktivita měla zopakovat svou dynamiku z loňského roku, kdy vzrostla o 5,9 %.**

Vysoké využití kapacit ukazuje na další potřebu investic



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

Tvorbu kapitálu táhne sektor nefinanční podniků (% y/y)



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

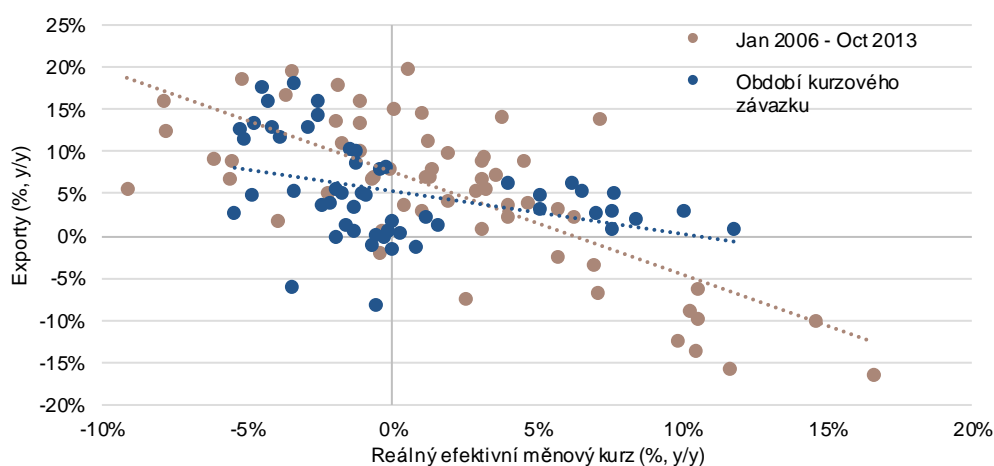
Box 3: Koruna ovlivňuje dynamiku vývozu méně než před intervencí

Jednou z nejvýznamnějších otázek při ukončení kurzového závazku zůstává, do jaké míry posilování koruny ovlivní výkonnost českých exportérů. Fakt, že ČNB aktivně komunikovala ukončení kurzového závazku v médiích, dostal problém posilující koruny do povědomí vývozců i veřejnosti. Exportéři tak měli dostatek času promyslet, jak koruna konvergující zpět ke své dlouhodobé hodnotě ovlivní jejich situaci. Podle Asociace exportérů byly před koncem

kurzového závazku zajištěny až dvě třetiny firem, přičemž nejběžnější je zajištění na 12 měsíců dopředu. Zajištění na delší dobu se pak stává nákladnější, přesto předpokládáme, že kdo mohl, zajistil se až na tři roky a další se stále proti silnější koruně zabezpečují.

Z historických časových řad vyplývá, že se citlivost exportů na reálný vývoj koruny během poslední dekády změnila. Během platnosti kurzového závazku byl vliv změny reálného kurzu na dynamiku exportů nejslabší. Naopak v růstu vývoz podporovaly jiné faktory, jako například rostoucí globální poptávka po českých výrobcích. Kurz koruny ovlivňoval vývozy především v první dekádě, ještě než se ČNB zavázala držet českou měnu nad hodnotou 27 CZK za euro. V období 2005 až 2013 reálné posílení koruny o jedno procento vedlo k poklesu exportů o půl procenta. Citlivost exportů na kurz koruny se během kurzového závazku snížila o tři pětiny.

Citlivost dynamiky exportů na vývoj koruny během kurzového závazku ztlačila



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

V současnosti citlivost exportů na vývoji reálného kurzu koruny zůstává nízká nejen díky velkému zabezpečení vývozců. Elasticitu tlačí dolů také stále rostoucí míra zařazení českých exportérů do globálního hodnotového řetězce, kdy jsou jednotlivé stupně výroby rozptýleny mezi rozdílné dodavatele v propojených ekonomikách. Jak ukazuje několik publikovaných studií, tento fakt hraje v míře citlivosti kurzu na vývozy stále větší roli nejen u nás, ale i ve světě. Citlivost českých vývozů na kurz koruny se také postupně snižuje tím, jak výroba přechází z produktů s nízkou přidanou hodnotou na vyšší. Jen tak bude poptávka po českých výrobcích v zahraničí podpořená touhou po vyšší kvalitě a ne motivovaná nízkou cenou.

Monika Junicke
+420 222 008 509
monika_junicke@kb.cz

Fiskální politika: výrazný růst běžných výdajů

Loňské hospodaření veřejných rozpočtů skončilo výrazným přebytkem. V letošním roce očekáváme opět kladnou bilanci, i když nižší. Nastavení letošního státního rozpočtu znamená, že se česká ekonomika dočká fiskálního stimulu v podobě vyšších platů ve veřejné sféře a dávek důchodového pojištění. Pokračující ekonomický růst však zároveň prospívá i příjmové straně rozpočtu, takže schodek hospodaření bude nižší, než s čím rozpočtový plán počítá. Veřejný dluh v relativním vyjádření letos opět poklesne.

Hospodaření státu loni skončilo v přebytku 1,6 % HDP.

Dubnová notifikace hospodaření vládního sektoru v roce 2017 nás příjemně překvapila. **Hospodaření státu totiž skončilo v přebytku 1,6 % HDP** (naš odhad přitom činil 0,7 %). Zatímco kladná bilance místních rozpočtů a fondů sociálního zabezpečení byla v souladu s našimi odhady, výrazně lépe dopadla centrální vláda: poprvé v historii vykázala dle metodiky ESA2010 přebytek (my jsme očekávali mírný schodek). Za tím zřejmě (alespoň částečně) stojí časový nesoulad mezi investičními výdaji a příslušnými příjmy, tj. převody z fondů EU. Celkové příjmy veřejných rozpočtů se loni podle ČSÚ zvýšily o 6,5 %, a to především díky vyššímu výběru daní. Růst výdajů za dynamikou příjmů zaostal (+4,2 %), přitom výdaje na platy státních zaměstnanců a investice výrazně vzrostly (dynamika kapitálových výdajů jde ale do velké míry na vrub velmi nízké srovnávací základně z roku 2016). Veřejný dluh se snížil jak v absolutním tak v relativním vyjádření. Jeho podíl na HDP dosáhl v loni 34,6 %, nejméně od roku 2009.

V souladu se schváleným plánem prozatím letošní rozpočet centrální vlády vykazuje výrazný růst výdajů. Platy ve veřejné sféře rostou v průměru o zhruba 13 % (už od listopadu 2017), což se promítlo i ve vyšších transferech místním rozpočtům (primárně na platy učitelů).

Výdaje na starobní důchody, které tvoří největší položku státního rozpočtu, letos rostou o 5 % y/y díky jejich výraznějšímu navýšení. Celkové běžné výdaje v Q1 18 vzrostly o 7 % a tento trend bude velmi pravděpodobně pokračovat. Důsledkem je podpora ekonomiky prostřednictvím vyšší vládní spotřeby a transferů.

Jen postupný růst kapitálových výdajů (mld. CZK)



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

V minulých *Ekonomických výhledech* jsme očekávali výrazný růst kapitálových výdajů státu v letošním roce. V rozpočtu centrální vlády sice vzrostly investice v Q1 18 o 87 %, ale důvodem byla hlavně velmi nízká srovnávací základna z Q1 17. **Vyšší dynamiku investic očekáváme i nadále, ale zprávy o zpoždění na příklad některých infrastrukturních projektů či výdajů na obranu naznačují, že zvyšování kapitálových výdajů bude pomalejší.** V důsledku se tím i snižuje pravděpodobnost, že schodek rozpočtu bude hlubší než plánovaný (způsobit by to mohlo výrazné čerpání nároků z nespoteřovaných výdajů).

Příjmy rozpočtu letos masivně rostou.

Na příjmové straně letošního rozpočtu nedošlo k výraznějším parametrickým změnám. Přesto příjmy rostou opravdu masivně. Výnosy z daní se v Q1 18 zvýšily o 8 % převážně díky DPH, daním z příjmu fyzických osob a sociálnímu pojištění. Důvodem je růst spotřeby v české ekonomice, extrémně utažený trh práce a zároveň nedávná opatření v boji s daňovými úniky.

Ponecháváme beze změny náš předchozí odhad, že letošní rozpočet centrální vlády skončí ve schodku 40 mld. CZK (v porovnání s plánovanými 50 mld. CZK), ale s velkou mírou nejistoty. Konečný výsledek může být výrazně ovlivněn výší investičních výdajů, případnými novými opatřeními vlády (ať už té současné v demisi, či nové, pokud bude zformována) a výkonností ekonomiky.

Dynamika veřejných financí

	2017	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f
Bilance veřejných financí (% HDP)	1,6	0,4	-0,1	-0,7	-0,2	0,2
Fiskální úsilí (% HDP)	0,0	-1,0	-	-	-	-
Veřejný dluh (mld. CZK)	1,749	1,754	1,769	1,814	1,824	1,814
Poměr dluhu k HDP (%)	34,6	32,5	31,3	31,2	30,0	28,5

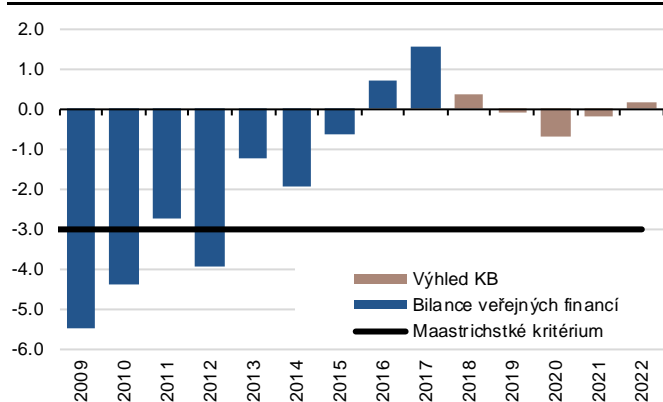
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ministerstvo financí, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Šest měsíců po volbách do Poslanecké sněmovny stále nemá Česko vládu oficiálně podporovanou většinou poslanců.

Šest měsíců po volbách do Poslanecké sněmovny stále nemá Česko vládu oficiálně podporovanou většinou poslanců. Menšinová vláda hnutí ANO sestavená na konci loňského roku prohrála lednové hlasování o důvěře, od té doby je v demisi. To však nezabránilo této administrativě provádět změny ve státních úřadech a přinášet nová fiskální opatření. Vláda schválila výrazný nárůst dávek důchodového pojištění od ledna 2019, zvýšení slev na jízdné pro seniory a studenty (které budou dopravcům kompenzovány ze státního rozpočtu), navrhla výrazné změny v daních z příjmu fyzických osob a slíbila desítky miliard výdajů v regionech. Konkrétních obrysů ale zatím nabylo prakticky jen zmíněné zvýšení důchodů a slevy na jízdném (odsunuto z června na září).

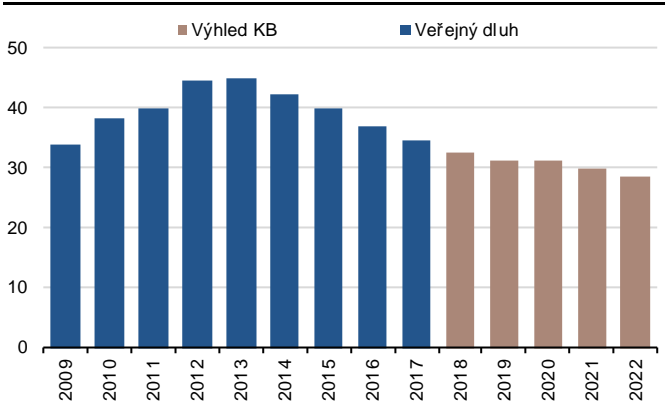
V minulých týdnech došlo k průlomů ve vyjednávání mezi ANO a sociálními demokraty ohledně sestavení nové menšinové vlády, která by hledala podporu pro hlasování o důvěře u KSČM. Pokud opravdu dojde ke zformování vlády, pravděpodobně by poklesly tlaky na mimořádný růst výdajů rozpočtu díky nižší pravděpodobnosti předčasných voleb.

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

Navzdory očekávanému hotovostnímu schodku státního rozpočtu, **celý veřejný sektor by měl i letos vykázat v metodice ESA2010 přebytek, a to 0,4 % HDP.** Nadále předpokládáme pozitivní bilanci místních rozpočtů (i když jejich výdaje letos zřejmě mimořádně vzrostou díky oživení investičních projektů a blížícím se volbám) a fondů sociálního zabezpečení.

Veřejný dluh by se měl v roce 2018 jenom marginálně zvýšit o 5 mld. CZK na 1 754 mld. CZK. Jeho podíl na HDP ale podle našich odhadů opět výrazně poklesne díky pokračujícímu růstu ekonomiky (z 34,6 % v roce 2017 na letošních 32,5 %).

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

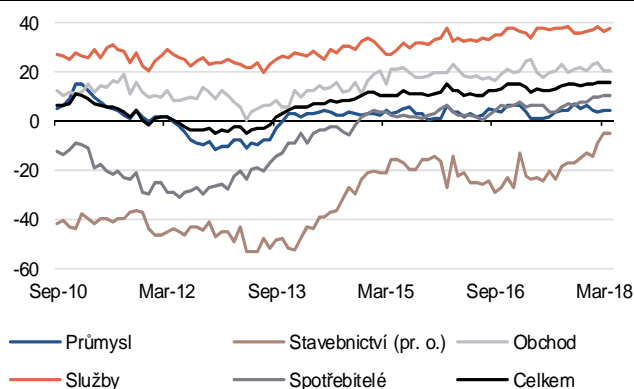
Spotřeba si zachová svou dynamiku

Rekordně nízká nezaměstnanost požene mzdy nahoru.

Domácí trh práce trhá další rekordy. Míra nezaměstnanosti si našla nové minimum, počet volných pracovních míst je nejvyšší v historii, zatímco míra participace a zaměstnanosti se vrátila tam, kde byla v devadesátých letech. Růst reálných mezd se zopakoval dynamiku roku 2007, kdy ekonomika rapidně rostla. Výhledy pro ekonomiku zůstávají velmi dobré. Není tedy divu, že spotřebitelská důvěra dosáhla nejvyšší hodnoty v historii. Dohody s odbory o růstu mezd v mnoha společnostech ukazují, že růst platů ještě není u konce. Škoda Auto a Lidl jsou jen vrcholy ledovce. Mzdy se zvyšují v podstatě v celé ekonomice.

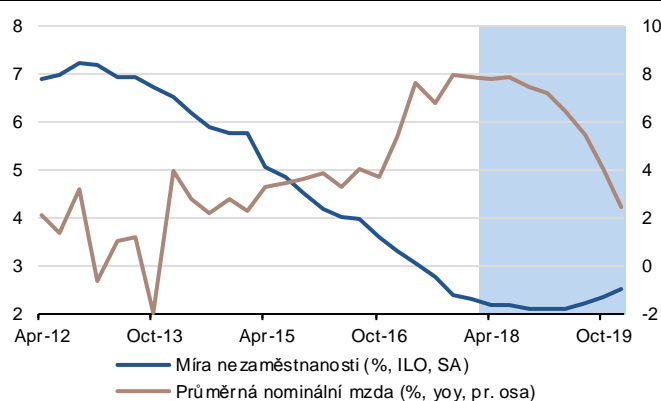
Utažené podmínky na trhu práce a rekordně vysoká spotřebitelská důvěra se odráží na dynamice soukromé spotřeby. Od roku 2015 je spotřeba jedním z pilířů ekonomického růstu. Pokračující příznivé podmínky dovolí i letos domácnostem útraty výrazně zvyšovat. **Očekáváme, že letos vzroste stejně jako vloni o 4 %.** Domácnosti stále více utrácí za zboží, které nutně nepotřebují. Vedle prodejů po internetu jsme zaznamenali výrazný růst prodeje elektroniky, zboží spojeného s kulturou a domácích potřeb. Poslední položka se pravděpodobně váže k nedávnému boomu prodejů na nemovitostním trhu. Současné zpomalení prodejů bytů by mohlo pomoci spotřebě. Domácnosti budou méně investovat do nemovitostí a více prostředků jim zbyde na spotřebu. Pro svůj výhled tak vidíme rizika spíše na straně vyššího růstu.

Spotřebitelská důvěra je nejvyšší v historii (v bodech)



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

Extremně nízká nezaměstnanost podporuje mzdový růst

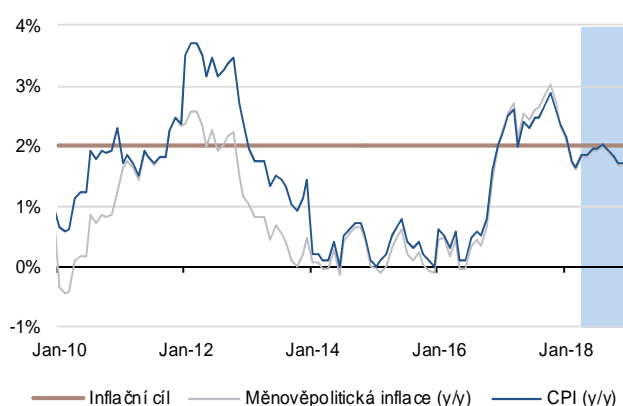


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Inflace se bude snažit dostat ke dvěma procentům

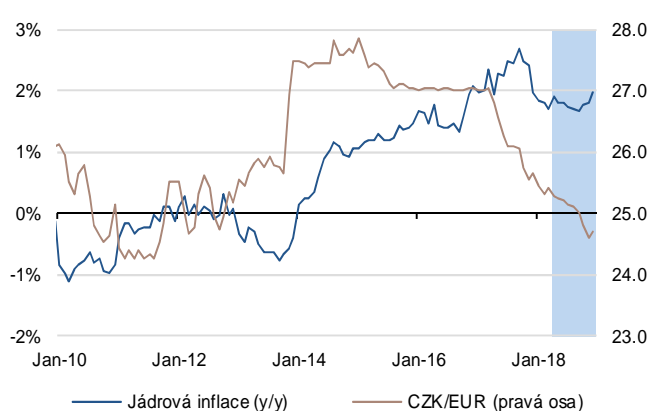
Inflace se v posledních měsících propadla i přes masivní růst mezd a zdražování elektřiny na začátku roku. Hlavním důvodem je korekce v cenách potravin, ale svým slabým růstem nás překvapily i další položky v jádrových a regulovaných cenách. Inflace se bude v dalším průběhu roku sápat směrem k dvouprocentní hodnotě. Jádrová inflace zůstane těsně pod dvěma procenty, zatímco inflace cen potravin se ke dvěma procentům bude přibližovat shora a růst regulovaných cen a cen pohonných hmot zůstanou výrazně pod touto hranicí. Rizika vidíme na obou stranách. Klíčovou otázkou je, kdy a jak moc se strmý růst mezd propíše do jádrových cen.

Inflace se bude pohybovat těsně pod dvěma procenty



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

Jádrovou inflaci zpomaluje posilování koruny



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

Jádrová inflace zpomalila, propadnout by se ale neměla.

I přes velmi silný mzdový růst jádrová inflace nezrychluje. Podle našich výpočtů v březnu zvolnila na 1,7 %. I když inflace neobchodovatelného zboží zpomalila, stále se drží na slušných hodnotách. Na druhé straně obchodovatelné zboží meziročně vůbec nezdražilo. Za tím vidíme výrazné posilování koruny. V prvním čtvrtletí byla meziročně o 6% silnější proti euru a o 18,5% silnější proti dolaru. To zapříčinilo propad v dovozních cenách, který zabrzdil růst cen obchodovatelného zboží. Nepředpokládáme, že by se takové posílení koruny opakovalo, a tak podle nás převáží vliv vyšších mezd a jádrová inflace přestane zpomalovat a stabilizuje se těsně pod úrovní 2 %. Mzdové tlaky ji potáhnou nahoru, zatímco další posilování koruny bude růst cen ještě brzdit.

Inflace cen potravin bude dále zvolňovat.

Po loňském roce, kdy **ceny potravin** zaznamenaly nebývalý růst, jsme se na začátku letošního roku dočkali rychlé korekce. Část této korekce jde na vrub posílení koruny, když dovozní ceny potravin v únoru meziročně klesly o 7,4 %. Nevidíme mnoho důvodů, proč by inflace cen potravin měla výrazněji zrychlit. Naopak očekáváme její další zpomalování v průběhu roku. Po loňských velmi silných 5,1 % by letos měla v průměru vykazat 2,3 %.

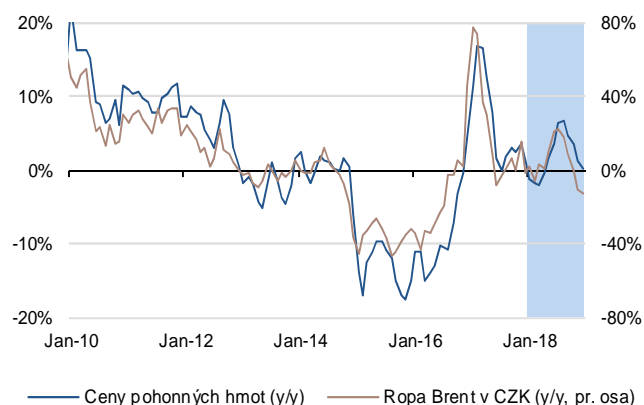
Vyšší ceny ropy budou mírně posilující korunou.

I přes výrazně vyšší ceny ropy na světových trzích, **inflace cen pohonných hmot v Česku vykazuje záporné hodnoty.** To je znovu dáno silnější korunou. Ve zbytku roku by se inflace cen pohonných hmot měla znovu zvednout. Pomůže ji k tomu efekt statistické základny, přestože očekáváme mírnou korekci cen ropy na globálním trhu. Navíc další posílení koruny proti dolaru bude zvyšování cen pohonných hmot brzdit.

Ceny elektřiny v červnu ještě jednou vzrostou, ale jejich růst bude kompenzován slevami v dopravě.

Přenos růstu mezd do inflace představuje největší riziko pro inflaci.

Vyšší ceny ropy vyrovná posilující koruna



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

Také růst **regulovaných cen** byl v prvním pololetí slabší, než jsme očekávali. Ne všichni distributoři elektřiny zvedli ceny na začátku roku. Ten největší (ČEZ) si změnu ceníku nechal až na červen. Chystá se zdrazit o 4 %. To zvedne inflaci regulovaných cen. Nicméně tento efekt nebude trvat dlouho, protože ho v září vyrovná zavedení slev pro studenty a seniory ve vlacích a autobusech. Regulované ceny se tak letos zvýší pouze o 1,6 % poté, co v loňském roce zůstaly v průměru v podstatě beze změny.

Rizika: Mechanismus přenosu růstu mezd do inflace představuje riziko na obě strany

Celkově vidíme rizika pro růst ekonomiky jako vyrovnaná a relativně malá, zatímco rizika pro inflaci jsou posunuta nepatrně ve směru nižšího růstu cen. Mezi hlavní rizika patří:

- **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 znamenalo nejenom oslabení konkurenceschopnosti ekonomiky, ale i zpomalení či zastavení zvyšování úrokových sazeb.
- **Přenos vysokého mzdového růstu do inflace je v tuto chvíli rizikem i malou záhadou.** Strmý růst mezd se zatím neprojevuje v inflaci tak, jak bychom očekávali. Rizika pro náš výhled vidíme na obou stranách. Jádřová inflace by mohla reagovat se zpožděním, ale také je možné, že se jedná o dlouhodobější strukturální jev a inflace na mzdy nebude tolik reagovat.
- **Nedostatek pracovní síly** představuje riziko pro investice, protože některé podniky mohou mít strach, že jejich nové zařízení nebude mít kdo ovládat.
- Existuje riziko, **že Česko nebude schopno vyčerpat EU fondy**, které musí být vyčerpány do konce letošního roku. V takovém případě by růst investic byl slabší, než v tuto chvíli očekáváme.

Klíčové makroekonomické ukazatele

	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	2017	2018	2019	2020	2021	2022
HDP a jeho struktura														
HDP (reálně, y/y, %)	5,0	3,5	3,3	3,5	3,4	2,9	2,6	1,8	4,6	3,8	2,7	1,5	2,5	2,6
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	4,5	3,8	3,8	4,0	3,6	3,1	2,6	2,0	4,0	4,0	2,8	0,8	1,4	2,3
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	2,7	2,9	3,4	2,3	2,5	2,2	2,2	2,4	1,5	2,8	2,3	2,9	2,0	1,7
Fixní investice (reálně, y/y, %)	7,9	4,1	5,8	5,8	4,6	2,7	-0,2	-2,4	5,9	5,9	1,2	-2,8	2,1	3,4
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	-0,8	-0,9	-0,6	-0,1	0,2	0,8	1,6	2,1	0,9	-0,6	1,2	2,4	0,9	0,8
Zásoby (příspěvek do y/y)	1,1	1,1	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,6	-1,0	-0,1	0,5	-0,5	-1,6	-0,3	-0,3
Měsíční data z reálné ekonomiky														
Zahraniční obchod (mld. CZK) (*) (***)	104	105	98	110	116	119	125	135	427	406	494	624	676	713
Vývozy (nominálně, y/y, %) (*)	-1,9	-0,1	2,1	2,3	7,1	3,0	5,0	3,9	5,9	0,6	4,7	2,3	5,4	5,9
Dovozy (nominálně, y/y, %) (*)	-0,1	0,3	1,8	2,6	5,7	2,0	2,6	1,9	8,2	1,2	3,0	-0,7	5,0	6,0
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	1,8	2,5	4,2	2,2	2,7	2,3	3,7	1,6	6,5	2,7	2,6	1,3	4,9	4,2
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	12,7	5,3	10,4	11,0	1,4	7,0	6,1	5,1	3,2	9,8	4,9	2,9	2,5	5,9
Maloobchod (reálně, y/y, %)	6,0	7,0	7,8	8,3	8,0	6,3	4,7	3,0	5,4	7,3	5,5	0,4	0,8	2,0
Trh práce														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	7,9	7,8	7,9	7,5	7,2	6,5	5,5	4,1	7,0	7,8	5,8	1,6	2,7	4,1
Mzdy (reálně, y/y, %)	5,9	5,7	5,8	5,6	5,0	4,2	3,2	2,0	4,4	5,8	3,6	0,0	1,0	2,0
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	3,5	3,0	3,0	3,1	3,1	2,8	3,0	3,4	4,1	3,1	3,1	3,6	3,7	3,7
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,4	2,1	2,2	2,1	2,2	2,0	2,2	2,3	2,9	2,2	2,2	2,7	2,8	2,8
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	1,2	1,5	0,7	0,9	0,6	0,1	-0,1	-0,4	1,7	1,1	0,1	-0,6	-0,1	0,1
Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu														
Inflace (y/y, %)	1,9	1,9	2,0	1,8	2,1	2,1	2,2	2,0	2,5	1,9	2,1	1,6	1,8	2,0
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	1,8	2,0
Jádrová inflace (y/y, %) (**)	1,8	1,8	1,7	1,9	2,2	2,1	2,0	1,6	2,3	1,8	2,0	1,3	2,0	2,2
Ceny potravin (y/y, %) (**)	2,9	2,4	2,4	1,4	2,3	2,6	2,8	2,0	5,1	2,3	2,4	1,4	0,9	1,3
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (**)	-1,6	1,3	5,6	1,4	-0,2	-0,3	0,7	2,4	6,6	1,7	0,6	-2,7	-1,9	-0,1
Regulované ceny (y/y, %) (**)	1,4	1,5	1,7	1,8	1,5	2,2	2,7	3,6	0,0	1,6	2,5	3,5	2,2	2,6
Ceny v průmyslu (y/y, %)	-0,1	0,4	-1,4	6,0	6,6	6,8	10,0	2,6	1,8	1,2	6,5	1,0	1,4	1,8
Finanční proměnné														
2W Repo (%, průměr)	0,66	0,75	0,75	1,00	1,25	1,50	1,50	1,50	0,17	0,79	1,44	1,72	2,5	2,4
3M PRIBOR (%, průměr)	0,86	0,90	0,90	1,15	1,40	1,65	1,65	1,65	0,41	0,95	1,59	1,85	2,6	2,5
CZK/EUR (průměr)	25,40	25,25	25,08	24,70	24,26	24,54	25,25	25,27	26,3	25,1	24,8	24,0	23,1	22,6
CZK/USD (průměr)	20,66	20,20	19,75	19,15	18,52	18,59	18,98	18,72	23,4	19,9	18,7	17,8	17,4	17,0
Vnější prostředí														
HDP v EMU (reálně, yoy, %)	2,7	2,6	2,4	2,3	2,1	1,8	1,4	0,9	2,5	2,5	1,6	0,6	1,3	1,5
HDP v Německu (reálně, yoy, %)	2,7	2,6	2,4	2,3	2,0	1,8	1,4	0,8	2,5	2,5	1,5	0,7	1,8	1,6
CPI v EMU (yoy, %)	1,4	1,5	1,6	1,4	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5	1,3	1,3	1,4	1,5
Ropa Brent (USD/bbl, průměr)	67,4	67,0	68,0	64,0	64,0	64,7	65,3	66,0	55,1	66,6	65,0	65,0	65,0	65,0
Euribor 1Y (%, průměr)	-0,19	-0,16	-0,11	-0,03	0,04	0,07	0,07	0,04	-0,15	-0,12	0,05	0,17	1,0	1,9
USD/EUR (průměr)	1,23	1,25	1,27	1,29	1,31	1,32	1,33	1,35	1,13	1,26	1,33	1,34	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

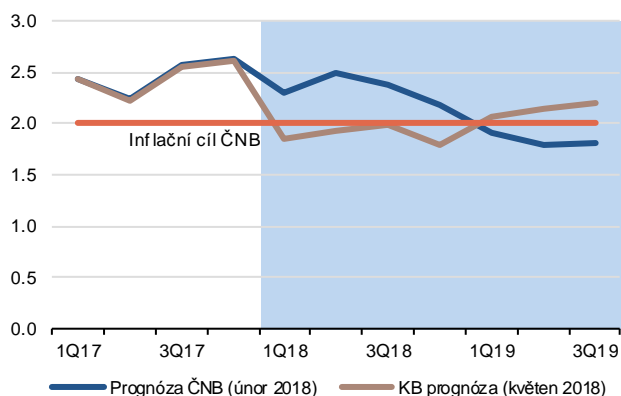
ČNB si dá pauzu se zvyšováním sazeb kvůli propadu inflace a zhoršování nálady ve světové ekonomice

Únorové zasedání přineslo změnu v tónu komunikace ČNB. To se velmi rychle projevilo i v tržních očekáváních. Centrální banka předpokládá pouze jedno zvýšení sazeb v letošním roce, a to na jeho samém konci. Současný propad domácí inflace a zhoršení důvěry v globální ekonomice podporují aktuální výhled centrální banky pro přestávku ve zvyšování sazeb navzdory velmi dobré výkonnosti domácí ekonomiky. V bankovní radě zůstává několik jestřábů, ale jsou v menšině a jejich hlas je stále méně slyšet. I proto jsme se rozhodli změnit svůj výhled pro růst úrokových sazeb v letošním roce a nyní předpokládáme již jenom jedno zvýšení na konci roku.

Pomalé posilování koruny vyvážil nečekaný pokles inflace

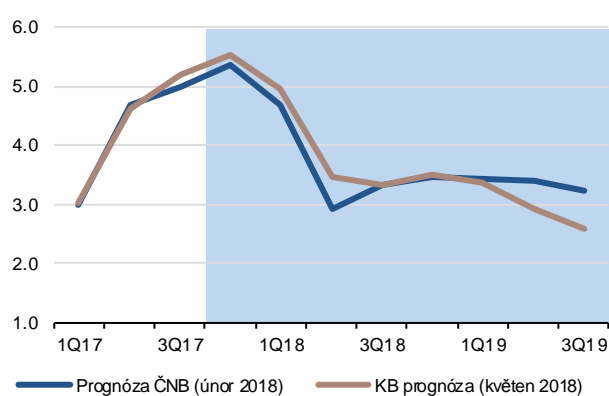
ČNB v únoru vydala optimistickou prognózu pro reálnou ekonomiku, kterou doprovodil výhled pozvolna oslabující inflace a velmi opatrná predikce růstu sazeb v letošním roce. Na druhé straně prognostici v ČNB počítali s výrazným posílením koruny. **Reálné ekonomice se nakonec v souladu s výhledem skutečně dařilo, ale inflace se propadla pod inflační cíl.** V březnu dosáhla pouze 1,7 % a uštedřila tak prognóze silný protiinflační úder. Ten byl částečně zmírněn vývojem kurzu, kterému se nedařilo posílit a je velmi nepravděpodobné, že by ve druhém čtvrtletí v průměru dosáhl na 24,9 CZK/EUR, jak předpokládá výhled ČNB. **Vývoj kurzu tak představuje proinflační riziko. Nicméně se jedná o jediné proinflační riziko, které domácí ekonomika v tuto chvíli dokáže nabídnout.**

Inflace se bude držet pod 2% (%)



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

Růst HDP zůstane silný (%)

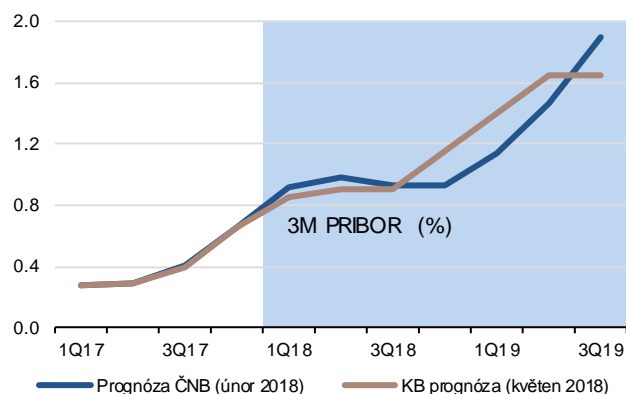


Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vnější prostředí také moc proinflačních zpráv nepřináší. Vývoj je podobný jako v domácí ekonomice. I přes solidní výkonnost reálné ekonomiky zůstává inflace slabá. Navíc na začátku roku jsme viděli šanci, že by ECB mohla skončit program odkupu aktiv dříve než na konci roku 2018. V současnosti se rizika posunula spíše ve směru prodloužení tohoto programu za konec tohoto roku. Důvěra v ekonomiku eurozóny v poslední době rychle klesá kvůli geopolitickému napětí, ale i kvůli hrozícímu nástupu obchodních válek, které by mohly zpomalit globální obchod a tím i celou světovou ekonomiku. **Vnější prostředí tak nyní nabízí více nejistot a rizik, než tomu bylo na začátku roku.** To povede bankovní radu při rozhodování o sazbách k větší opatrnosti.

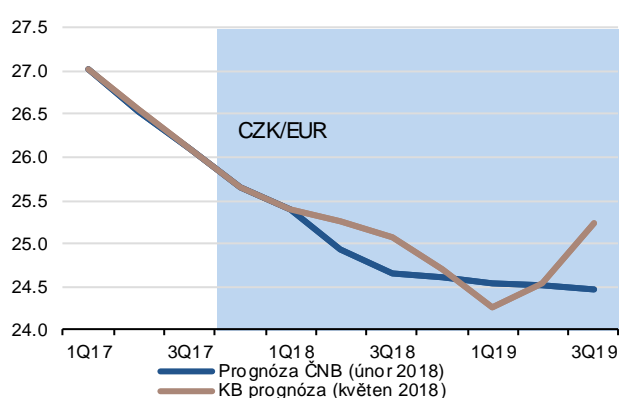
Vzhledem k tomu, že rizika jsou posunuta zřetelně v protiinflačním směru, nečekáme, že by predikce ČNB představila agresivnější předpověď pro růst úrokových sazeb v letošním roce nebo pro začátek příštího roku. Předpokládáme, že očekávané výrazné posílení koruny se posune do třetího čtvrtletí a výhled úrokových sazeb zůstane beze změny. Nedá se však vyloučit, že prognóza nakonec neukáže žádné zvýšení sazeb v letošním roce.

ČNB si dá od zvyšování sazeb dva kvartály pauzu, ...



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

... což zbrzdí posilování koruny



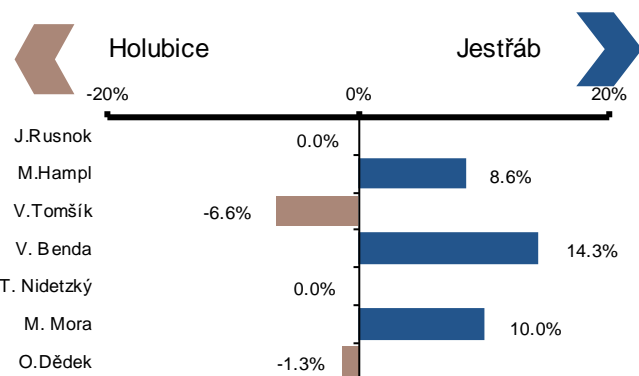
Zdroj: ČNB, Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Bankovní rada stále má své jestráby, ale většinu netvoří

Zápis z posledního zasedání bankovní rady potvrdil, že někteří její členové by si přáli rychlejší normalizaci měnové politiky. Na březnovém zasedání vyjádřili názor, že „...ve stávající situaci je oprávněné pokračovat, byť s přestávkami, v návratu úrokových sazeb k rovnovážným úrovním“. Předpokládáme, že těmito členy byli M. Hampl a V. Benda, kteří mají obavy z nerovnováh na některých

tržích, zejména na trhu práce a nemovitostním trhu. Ti by mohli hlasovat pro zvýšení sazeb i proti prognóze. Nepřekvapilo by nás, kdyby tak učinili již na srpnovém zasedání. **Nicméně se domníváme, že většina členů bankovní rady bude volit opatrný postup v souladu s prognózou, která předpokládá pouze jedno zvýšení sazeb na konci letošního roku. Z tohoto důvodu měníme svůj výhled. Vidíme letos pouze jedno zvýšení sazeb, a to na listopadovém zasedání. V příštím roce očekáváme dvojí zvýšení sazeb v první polovině roku, poté co i ECB upustí od svých nestandardních opatření a začne sazby zvyšovat. Vidíme malé riziko, že ke zvýšení sazeb dojde již na srpnovém zasedání, pokud inflace překvapí výrazným zrychlením.**

Hampl a Benda by mohli zvednout ruce pro zvýšení sazeb proti většinovému stanovisku¹



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

¹ 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



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

Prolomení hranice 25 CZK/EUR se opozdí

V souladu s naší minulou prognózou i nadále očekáváme, že koruna bude posilovat a že prorazí ve zbytku roku úroveň 25 CZK/EUR. Na tento okamžik si ale pravděpodobně počkáme až do podzimu kvůli pomalejšímu zvyšování úrokových sazeb ČNB. Na konci roku by měla koruna uzavřít na hodnotě 24,70 CZK/EUR.

Na začátku letošního roku pokračovala česká měna v připisování zisků. Měnový pár CZK/EUR se během celého ledna šplhal k silnějším korunovým hodnotám. Ještě 1. února dosáhla koruna 25,19 CZK/EUR, svého maxima od konce intervencí. Tento vývoj byl podpořen především tržním očekáváním ohledně utahování měnové politiky ČNB a silnými fundamenty domácí ekonomiky i eurozóny. **Holubičí vyznění únorového zasedání bankovní rady a prudké zhoršení nálady investorů na globálních trzích ale posilování koruny zastavily.** Zhruba od poloviny února se koruna pohybovala v relativně úzkém pásmu 25,30-25,50 CZK/EUR za poměrně nízké aktivity investorů.

Vývoj kurzu CZK/EUR



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vývoj kurzu CZK/USD



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prudký propad dolaru na světových trzích se promítl i do hodnoty zelených bankovek vůči koruně. Jen během ledna se kurz CZK/USD propadl o 5 % na nejnižší úroveň od poloviny roku 2014. I přes ztráty české měny během února a března byla koruna proti dolaru na konci Q1 18 silnější o 1,5 % vůči naší lednové prognóze.

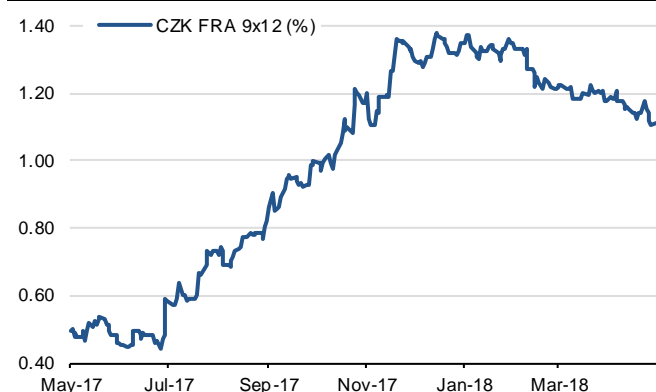
Pozdější růst sazeb zbrzdí posilování koruny

Od masivních intervencí ČNB na obranu kurzového závazku je na korunovém trhu extrémně zvýšená mezibankovní likvidita, která českou měnu vystavuje dopadům změn tržního sentimentu jak z globálních tak lokálních příčin. Vývoj kurzu je tak v krátkém období velmi závislý na obchodech zahraničních investorů. **Vnější prostředí by nicméně během zbytku roku 2018 koruně v posilování bránit nemělo** (oproti únoru či březnu). Očekáváme totiž, že riziko rozpoutání obchodních válek poklesne, geopolitická situace se uklidní (Sýrie, Severní Korea) a zároveň dojde k alespoň částečnému zotavení inflace. Přestože ECB pravděpodobně prodlouží program kvantitativního uvolňování až do konce roku, objem odkupů bude nižší a investoři se budou postupně připravovat na konec mimořádně uvolněné měnové politiky.

Zvýšená likvidita vystavuje českou měnu dopadům změn tržního sentimentu jak z globálních tak lokálních příčin.

Domácí prostředí podporuje posilování koruny výrazně méně, než jsme předpokládali v našem lednovém výhledu. Zklamání z nedávných inflačních čísel a především pravděpodobné odložení dalšího růstu úrokových sazeb ČNB nás přimělo revidovat očekávanou trajektorii kurzu. **Během Q2 a Q3 18 předpokládáme jen postupné přibližování koruny k úrovni 25,00 CZK/EUR, a to ještě s rizikem krátkodobého oslabení kvůli odlivu dividend.** Kurz by tak výrazně zaostal za agresivní prognózou centrální banky. Podle nás je však prudké posílení české měny na průměrných 24,90 CZK/EUR už během Q2 18, což model ČNB očekává, velmi nepravděpodobné. Prognóza centrální banky totiž počítá s výrazným efektem nekryté parity kupní síly na korunový trh (především existence úrokového diferenciálu vůči eurozóně v letošním roce a očekávaný prudký růst sazeb ČNB v roce 2019), což je v současných podmínkách podle nás nereálné.

Od února došlo k výraznému poklesu tržních očekávání ohledně růstu sazeb ČNB



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

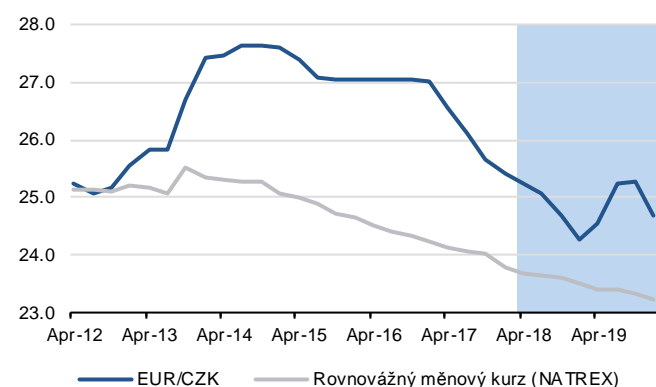
Nepříznivý efekt Fondu pro řešení krize je na trhu už patrný (8měsíční CZK/EUR forwardové body už zahrnují konec roku)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

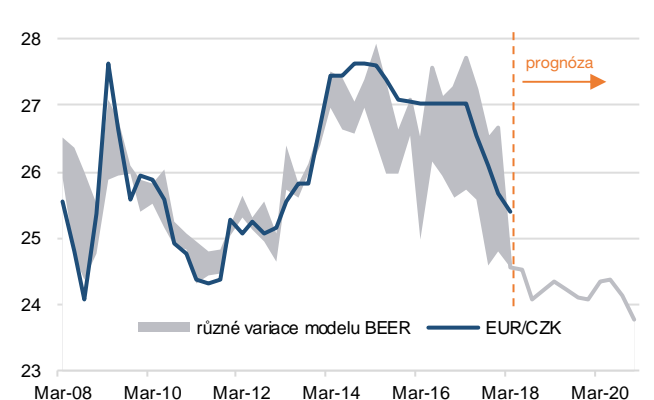
Kurz CZK/EUR tak podle našeho nového výhledu prorazí úroveň 25,00 až na přelomu Q3 a Q4 18 s tím, jak se budou investoři připravovat na námi očekávané listopadové zvýšení sazeb ČNB a další zpříšňování měnové politiky v H1 19. Letošního minima 24,60 by měl kurz dosáhnout v listopadu. V prosinci opět očekáváme negativní sezónnost pro korunu kvůli odvodům bank do Fondu pro řešení krize. Tento efekt je už vidět v korunových forwardech, které v cenách částečně předpokládají omezení bilance bank a dražší ukládání korun na přelomu roku. **Na konci prosince očekáváme kurz na úrovni 24,70 CZK/EUR,** což je stejná hodnota jako v naší lednové prognóze.

Dlouhodobý rovnovážný kurz CZK/EUR dle NATREX



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Střednědobý rovnovážný kurz CZK/EUR dle modelu BEER



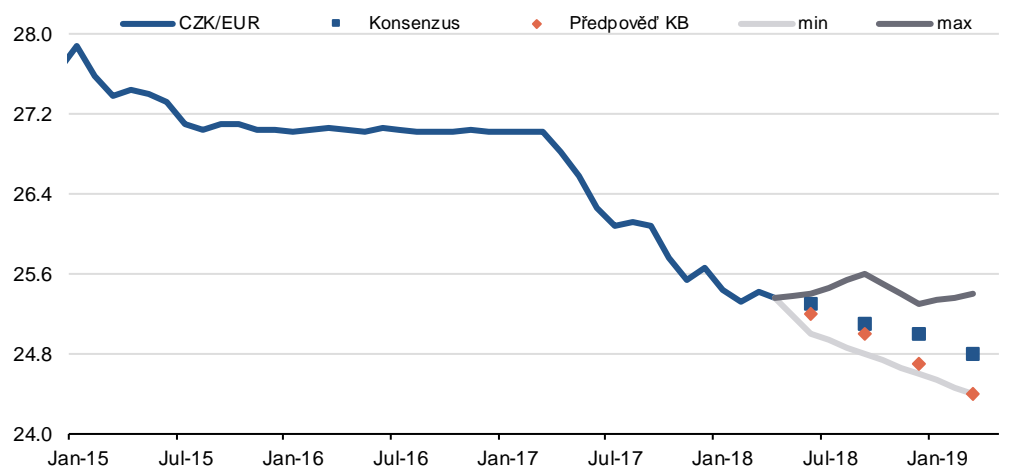
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Navzdory rychlejšímu posilování v závěru roku zůstane kurz CZK/EUR nad svou rovnovážnou úrovní. Střednědobý model BEER předpokládá neutrální hladinu na konci letošního roku 24,20 CZK/EUR. Podle dlouhodobého modelu NATREX je korunová rovnováha ještě níže, a to na 23,60 CZK/EUR v Q4 18.

Během H1 19 by měla koruna dále posilovat díky růstu sazeb ČNB a pokračujícím silným fundamentům.

Během H1 19 by měla koruna dále posilovat díky růstu sazeb ČNB a pokračujícím silným fundamentům (konvergence, přebytek běžného účtu). Příchod americké recese však poté situaci na trhu zřejmě zásadně změní. Domníváme se, že nervozita na trhu spojená s globálním ekonomickým zpomalením a přerušení růstu sazeb ČNB vyústí v odliv části investorů z korunového trhu a v oslabení české měny.

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 1.5.2018)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rizika: koruna se může ocitnout pod výprodejním tlakem

Ve směru silnější koruny oproti našemu výhledu by mohlo působit, pokud investoři vezmou vážněji kurzovou prognózu ČNB. Absence zvyšování sazeb v nejbližších kvartálech v té samé prognóze ale znamená, že tento scénář považujeme za nepravděpodobný.

Koruna se může ocitnout pod prudkým výprodejním tlakem, pokud světové trhy zasáhne nějaká extrémně nepříznivá událost.

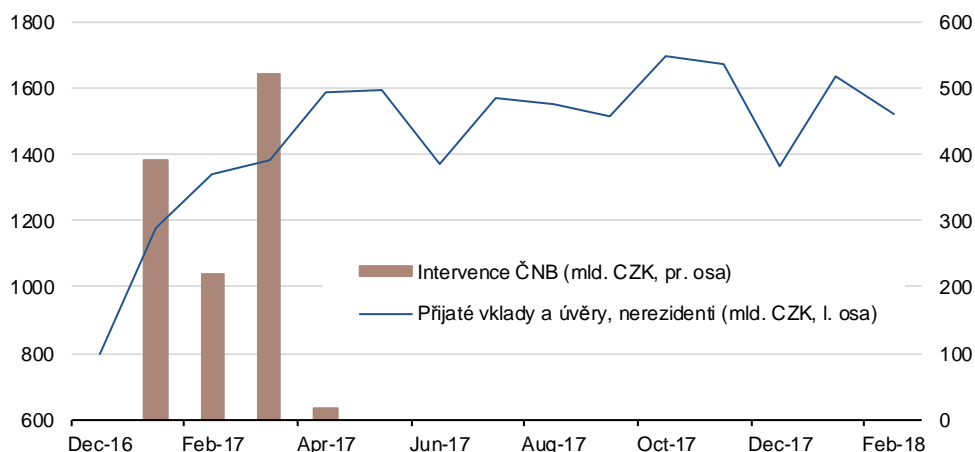
Na druhou stranu se může koruna ocitnout pod prudkým výprodejním tlakem, pokud světové trhy zasáhne nějaká extrémně nepříznivá událost. Jak uvádíme výše, zvýšená mezibankovní likvidita vystavuje korunu výrazným pohybům, pokud by zahraniční investoři museli zavřít své pozice. V tom případě by ani koruna velmi pravděpodobně nezůstala ušetřena. Pokud by kurz opravdu prudce oslabil a přiblížil by se úrovni 27 CZK/EUR, předpokládáme zásah ČNB, která by mohla prodat část svých eurových rezerv. Omezila by tak ztráty jak svoje, tak i kurzu koruny a zároveň by bojovala s proinflačními tlaky, které by propad koruny mohl způsobit skrze výrazně vyšší importní ceny. Zároveň by centrální banka mohla omezit i zvýšenou volatilitu měny.

Box 4: Odhad korunové pozice zahraničních investorů

Zjistit velikost pozic investorů na korunovém trhu v souvislosti s intervencemi ČNB je velmi obtížné kvůli absenci oficiálních údajů. Podívali jsme se tak především na vývoj závazků českých bank vůči nerezidentům (konkrétně položka Přijaté vklady a úvěry) a na zahraniční držitele korunových dluhopisů a poukázali jsme tyto údaje s objemem intervencí centrální banky.

Během prvních čtyř měsíců roku 2017 ČNB skoupila 42,5 mld. EUR v obraně svého kurzového závazku. Protože se kurz během prakticky celé doby pohyboval na intervenční úrovni, považujeme tento údaj za hrubý odhad celkové aktivity na trhu. Část obratu ale byla způsobena zajištěním českých podniků před posílením koruny, další část pravděpodobně způsobil příliv investorů kvůli zahrnutí českých bondů do indexu GBI-EM.

Intervence ČNB prudce zvýšily závazky českých bank vůči nerezidentům



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Naši pozornost si tak spíše zasluhuje nárůst depozit nerezidentů u českých bank. Ty se během ledna až dubna 2017 zvýšily o ekvivalent 30 mld. EUR, což tedy představuje náš odhad celkové „spekulativní“ pozice na koruně. Od konce dubna 2017 byl objem závazků domácích bank vůči zahraniční poměrně volatilní, a to zřejmě kvůli splatným dluhopisům či poukázkám a především kvůli omezení bilancí bank kvůli Fondu pro řešení krize. Na konci února 2018 byly nicméně vklady nerezidentů jen o 2,6 mld. EUR nižší než v dubnu 2017. To ukazuje, že pozice zahraničních investorů zůstaly vysoké – což je intuitivní závěr vzhledem k nadále obrovské bilanci ČNB a domácích bank.

Tyto prostředky, nebo minimálně jejich část, se velmi pravděpodobně můžou z Česka rychle stáhnout. V případě výrazného nárůstu nejistoty na trzích a rizikové averze by zřejmě mohlo dojít k nákupům miliard EUR v řádu dní, což by vyústilo v prudké oslabení české měny.

Technická analýza CZK/EUR (aktualizováno 27. dubna 2018 v 13:12)



Kurz může mířit dále vzhůru směrem ke 200dennímu klouzavému průměru na 25,60/65

Kurz CZK/EUR vykázal známky stabilizace po dosažení oblasti klíčových úrovní 25,10/25,00. Ty představují 76,4 % zpětného pohybu předchozího vzestupného trendu v letech 2011 až 2015 a zároveň se jedná o spodní hranu ročního sestupného kanálu. Jako klíčové hodnoty ukazuje úrovně 25,10/25,00 i týdenní ukazatel divergence či svíčková formace „bullish engulfing“ zaznamenané v minulých týdnech.

Z krátkodobějšího pohledu se měnový kurz dostal nad horní hranu sestupného kanálu patrného na denních datech a testuje měsíční maximum 25,50. Protože denní ukazatele nenaznačují nějakou větší překážku, má kurz otevřen prostor pro posun k oblasti 200denního klouzavého průměru 25,60/65. Tato oblast bude klíčová pro další případný pohyb směrem vzhůru. Kritickou úroveň odporu představuje mnohaletá trendová linie procházející oblastí 26,00/26,20.

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

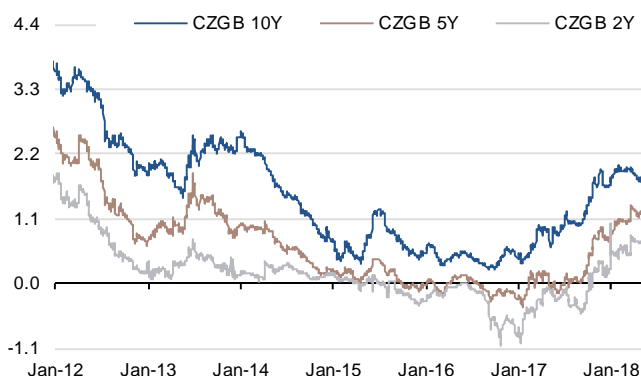


Marek Dřimal
(420) 222 008 598
marek_dřimal@kb.cz

Pomalejší růst výnosů

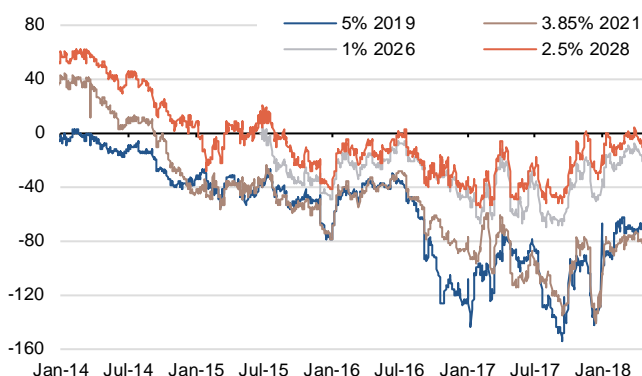
Zatímco výhled pro emisi českých státních dluhopisů ponecháváme pro letošní rok beze změny, revidovali jsme očekávanou trajektorii výnosů CZGB především kvůli pomalejšímu utahování měnové politiky ČNB. Podobně se snížila předpověď pro růst korunových úrokových swapů.

Výnosy CZGB v procentech (Bloomberg generic)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

ASW spready v bazických bodech



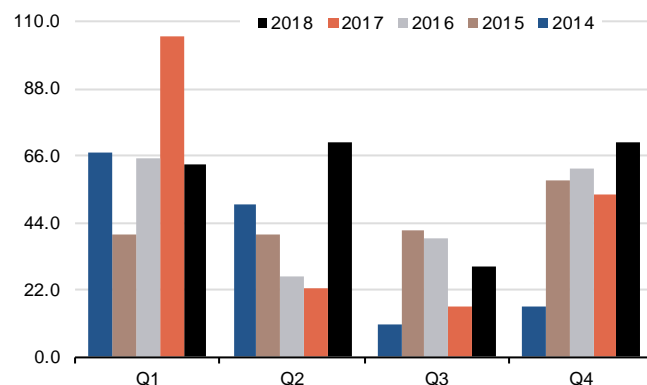
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Na samém začátku letošního roku začaly výnosy českých dluhopisů výrazně růst. Nahoru je táhl opadající efekt konce roku, očekávání ohledně zvyšování sazeb ČNB, solidní inflace, růst nabídky na dlouhém konci křivky a výprodej dluhopisů na globálních trzích. Na konci ledna dokonce desetiletý výnos dosáhl 2 %, a to poprvé od roku 2014. Poté však přišel výrazný obrát tržního sentimentu spolu s holubičím vyzněním únorového zasedání ČNB. **České dluhopisy tak zastavily své ztráty a naopak začaly výnosy klesat.** V dubnu se dokonce desetiletý výnos dostal na 1,70 % a od té doby jen mírně vzrostl. Poptávka investorů přitom byla v posledních aukcích překvapivě silná.

Nabídka v roce 2018: naše očekávání beze změn

Nadále očekáváme, že hrubé výpůjční potřeby letos dosáhnou 340,7 mld. CZK, tedy o 10 mld. CZK méně v porovnání s výhledem Ministerstva financí. Rozdíl je daný námi předpokládaným nižším schodkem státního rozpočtu. I struktura financování zůstala v našem novém výhledu beze změn. Domníváme se, že ministerstvo prodá 240 mld. CZK střednědobých a dlouhodobých dluhopisů, z čehož 230 mld. CZK bude v aukcích na primárním trhu. Čistá emise

Čtvrtletní emise CZGB na primárním trhu (mld. CZK)



Zdroj: Ministerstvo financí, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka * Q2-Q4 18 odhad Komerční banky

Domníváme se, že ministerstvo letos prodá 240 mld. CZK střednědobých a dlouhodobých dluhopisů.

pokladničních poukázek by měla dosáhnout 36 mld. CZK (hrubé prodeje by tak dosáhly 80 mld. CZK) a zároveň předpokládáme čerpání 21 mld. CZK z likviditní rezervy ministerstva.

Z časového pohledu očekáváme větší emisi v Q2 a Q4 (70 mld. CZK) a menší emisi 30 mld. CZK kvůli tradičně nižší prázdninové aktivitě v Q3 18.

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

	MF prosinec 2017	KB květen 2018
Výpůjční potřeby		
Schodek rozpočtu	50,0	40,0
Zpětné odkupy CZGB		0,0
Splátky CZGB	236,4	184,4
Splátky eurobondů		51,1
Splátky spořicí 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
Celkem	351,6	240,7
Financování		
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 spořicí dluhopisů		0,0
Využití likviditní rezervy		20,7
Čistý efekt výměn dluhopisů		0,0
Celkové financování		340,7
Čistá emise CZGB		45,6

Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Domníváme se, že klesá pravděpodobnost vydání nového eurobondu.

Díky relativně nízkým tržním výnosům, zvýšení poptávky po českých dluhopisech v aukcích a signalizované slušné nabídce na domácím trhu v Q2 18 (v dubnu bylo prodáno 35,8 mld. CZK, v květnu je v plánu 27 mld. CZK) **se domníváme, že letos klesá pravděpodobnost vydání nového eurobondu.** V našem lednovém výhledu jsme přitom uváděli 40% šanci, že ministerstvo letos s eurobondem přijde.

Ke konci dubna si ministerstvo zajistilo 41,3 % z námi očekávané letošní emise CZGB a 31,2 % z hrubých výpůjčních potřeb po očištění o předpokládané čerpání likviditní rezervy (320 mld. CZK).

Výnosy CZGB v roce 2018: nižší nárůst kvůli politice ČNB i poptávce

Na základě vývoje na globálních trzích od konce ledna a změně našeho výhledu pro politiku ČNB **jsme revidovali prognózu výnosů českých dluhopisů směrem dolů.** Nadále očekáváme, že české bondy zlevní, ale pomalejším tempem kvůli pouze jednomu zvýšení sazeb centrální banky ve zbytku roku 2018. I výhled výnosů desetiletých Bundů je mírně nižší, než byl v našich předchozích *Výhledech*.

Prognóza výnosů CZGB

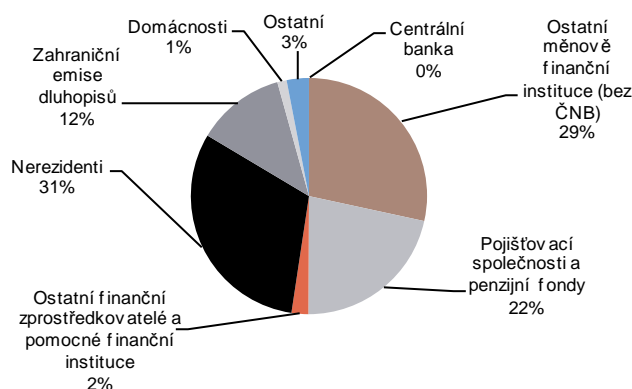
	Q2 18f	Q3 18f	Q4 18f	Q1 19f	Q2 19f
Výnos 2Y CZGB (%)	0,80	0,90	0,90	1,25	1,30
Výnos 10Y CZGB (%)	2,00	2,05	2,10	2,25	2,20
10Y CZGB ASW (bb)	10	5	-5	0	-5

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Revidovali jsme prognózu výnosů českých dluhopisů směrem dolů.

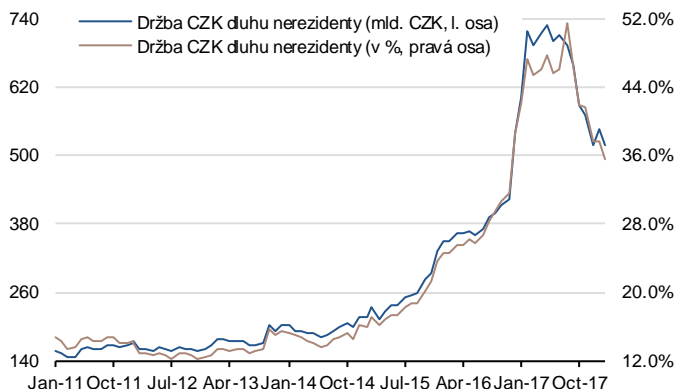
Utahování měnové politiky ČNB bude ale pokračovat (i když pomaleji), inflace by se měla vrátit ke svému dvouprocentnímu cíli a inflační tlaky se budou postupně stupňovat. Především tyto faktory potáhnou výnosy dluhopisů směrem nahoru. V příštích měsících zároveň očekáváme mírné zlevňování CZGB v relativním vyjádření (proti swapům) kvůli vyšší nabídce. V druhé polovině roku ale podle nás nastane korekce. **Nominální desetiletý výnos podle našeho výhledu dosáhne na konci roku 2,10 %, dvouletý výnos by měl vzrůst na 0,90 %.** Především na krátkém konci křivky opět očekáváme jednorázový nárůst poptávky na konci roku kvůli likviditním omezením spojeným s Rezolučním fondem.

Držba vládních dluhových cenných papírů, březen 2018



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podíl nerezidentů už letos výrazně padá

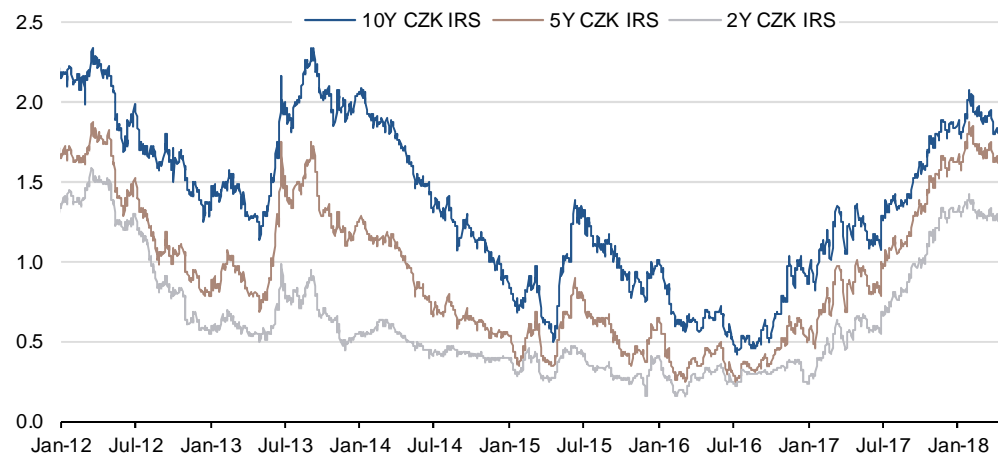


Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Struktura držitelů CZGB: pokračující normalizace

V souladu s naším očekáváním se podíl nerezidentů na držbě korunového dluhu na začátku letošního roku výrazně snížil díky vyprchání efektu Rezolučního fondu (efektu konce roku). Na konci března nerezidenti drželi 35,5 % státního dluhu denominovaného v korunách, což byla nejnižší hodnota od prosince 2016. Předpokládáme, že podíl zahraničních držitelů bude během roku dále klesat, protože arbitráž mezi korunou a cizími měnami už není pro zahraniční investory tak atraktivní a ministerstvo zároveň přesunulo emisní aktivitu k delším splatnostem.

Nedávný vývoj CZK IRS (v procentech)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Revize výhledu měnové politiky ČNB vyústil i ve změnu trajektorie korunových úrokových swapů.

Trh českých sazeb IRS: pomalejší růst

Revize výhledu měnové politiky ČNB vyústila i ve změnu trajektorie korunových úrokových swapů. V naší nové prognóze očekáváme, že desetiletý swap dosáhne na konci roku 2,15 %. Tento nárůst by měl být důsledkem silných fundamentů (návrat inflace směrem k 2 %, solidní inflační očekávání) a zvýšení eurových swapů (SG předpokládá 10Y EUR IRS na konci roku na 1,45 %). Krátký konec korunové swapové křivky poroste také, ale pomaleji v porovnání s naším předchozím výhledem.

Výhled pro CZK IRS (%)

	Q2 18f	Q3 18f	Q4 18f	Q1 19f	Q2 19f
2Y	1,30	1,40	1,60	1,80	1,90
5Y	1,70	1,75	1,95	2,10	2,10
10Y	1,90	2,00	2,15	2,25	2,25

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V letošním roce očekáváme paralelní růst dlouhého i krátkého konce křivky. Až v roce 2019 předpokládáme snížení jejího sklonu – zpomalení růstu kvůli americké recesi se promítne dříve na poklesu delšího konce, zatímco krátký konec zůstane ukotven stabilními sazbami ČNB.

Bankovní sektor

Dynamika úvěrů letos mírně zpomalí



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

Zpomalující dynamika úvěrů a depozit je hlavním scénářem naší prognózy českého bankovního sektoru pro letošní rok. **Hypotéční boom z loňského roku totiž zpomalí v důsledku pokračujícího růstu cen nemovitostí.** Ten ovšem bude nižší než v loňském roce. V Praze se průměrná cena nových bytů blíží k psychologické hranici 100 tis. CZK/m². Nicméně stále nízké úrokové sazby na úvěry na bydlení, utažené podmínky na trhu práce, ale hlavně pozitivní očekávání stimulují poptávku po dalších úvěrech na bydlení. Příznivé podmínky na trhu práce z pohledu zaměstnanců a důvěra domácností poblíž rekordních úrovní podporují dynamiku spotřebitelských úvěrů.

Dynamika úvěrů nefinančním podnikům v letošním roce o něco zpomalí. Loňský nárůst půjček denominovaných v eurech se nebude opakovat, protože souvisel s opuštěním kurzového závazku. Tahounem úvěrové aktivity se proto opět stanou půjčky v korunách. Ty porostou jednak kvůli dlouhodobým úvěrům podporovaným rostoucí investiční aktivitou stejně jako operativními úvěry, které pomohou firmám dostat rostoucí poptávce a budou kompenzovat stagnující ziskovost firem klesající kvůli růstu mezd.

Bankovní úvěry a depozita (y/y, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Bankovní úvěry															
Celkem	3,8	4,2	3,8	6,8	5,3	5,2	5,4	5,0	6,3	4,6	5,2	4,4	5,2	5,4	5,0
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	8,7	6,3	4,5	2,7	2,2	3,5	5,0	6,3	9,3	5,6	4,3	6,9	7,2	6,0	5,5
Spotřebitelské úvěry domácnostem	4,2	5,3	6,8	8,0	8,2	7,0	5,9	4,5	4,5	6,1	6,4	5,6	7,2	7,0	6,4
Úvěry nefinančním podnikům	2,5	3,3	4,4	6,9	6,6	5,4	4,8	3,0	4,9	4,3	4,9	2,1	4,2	5,2	4,8
Bankovní vklady															
Celkem	4,7	4,2	3,9	6,9	8,2	7,3	7,1	6,0	12,0	4,9	7,2	4,6	4,0	4,0	3,9
Obyvatelstvo	6,1	6,5	7,6	9,3	9,9	9,5	8,7	7,2	8,5	7,4	8,8	4,5	3,4	3,9	4,0
Nefinanční podniky	4,6	6,2	5,9	10,7	7,2	5,6	5,6	5,0	9,9	6,8	5,9	6,1	5,8	4,1	3,8
Ostatní	1,9	-1,9	-4,8	-2,4	5,9	4,2	5,0	4,3	22,1	-1,8	4,9	3,3	3,5	4,1	3,9
Podíly na HDP															
Podíl úvěrů na HDP	61,1	61,2	61,4	61,0	60,7	60,9	61,4	61,2	62,7	61,2	61,0	61,8	62,5	62,8	63,3
Podíl vkladů na HDP	84,0	83,2	83,3	82,5	85,7	84,5	84,7	83,6	85,0	83,2	84,6	85,8	85,7	85,0	84,7
Podíl úvěrů na vkladech	72,8	73,5	73,7	74,0	70,8	72,1	72,6	73,2	73,7	73,5	72,2	72,1	73,0	73,9	74,7
Úrokové sazby															
Úvěry pro bytové potřeby	2,5	2,6	2,6	2,7	2,9	3,0	3,0	3,1	2,3	2,6	3,0	3,2	3,5	3,5	3,6
Spotřebitelské úvěry	8,8	8,9	8,9	9,0	9,3	9,5	9,8	10,0	9,2	8,9	9,6	10,6	11,6	11,7	11,7
Úvěry nefinančním podnikům	2,5	2,5	2,5	2,8	3,1	3,3	3,3	3,3	2,0	2,6	3,2	3,6	4,4	4,3	4,1
Podíl úvěrů v selhání															
Úvěry pro bytové potřeby	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	1,8	1,9	1,9	2,1	2,4	2,6	2,8
Spotřebitelské úvěry	6,0	6,0	6,1	6,0	6,0	6,3	6,6	7,0	6,9	6,0	6,5	7,9	9,3	10,1	10,3
Úvěry nefinančním podnikům	3,9	3,8	3,7	3,7	3,8	3,9	4	4,2	4,6	3,8	4,0	5,0	5,8	6,0	6,1

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

Klesající míra úspor a stagnující ziskovost firem povede k nižšímu růstu depozit domácností a podnikatelů. Depozita finančních institucí poklesnou v důsledku vysoké základny z loňského roku, která byla zapříčiněna spekulacemi na odstranění kurzového závazku. Mírná korekce vývoje ostatních vkladů je důsledkem odlivu kapitálu z českého bankovního sektoru a realokace do jiných nástrojů finančního trhu.

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	2,7	1,5	2,5	2,6
Inflace	průměr období, %	0,3	0,7	2,5	1,9	2,1	1,6	1,8	2,0
Běžný účet platební bilance	% HDP	0,2	1,6	1,1	0,4	1,0	2,1	1,6	1,2
3M PRIBOR	průměr	0,3	0,3	0,4	1,0	1,6	1,9	2,6	2,5
CZK/EUR	průměr	27,3	27,0	26,3	25,1	24,8	24,0	23,1	22,6
CZK/USD	průměr	24,6	24,4	23,4	19,9	18,7	17,8	17,4	17,0

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

Měna a úrokové sazby - výhled

		30. 04. 2018	Červen 2018	Září 2018	Prosinec 2018	Březen 2019	Červen 2019
CZK/EUR	konec období	25,59	25,20	25,00	24,70	24,40	24,90
USD/EUR	konec období	1,21	1,25	1,27	1,29	1,31	1,32
CZK/USD	konec období	21,14	20,16	19,69	19,15	18,63	18,86
3M PRIBOR	konec období	0,90	0,90	0,98	1,15	1,90	1,90
10Y IRS	konec období	1,80	1,90	2,00	2,15	2,25	2,25

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

Měsíční makroekonomická data

		7-17	8-17	9-17	10-17	11-17	12-17	1-18	2-18	3-18
Inflace (CPI)	%, m/m	0,5	-0,1	-0,1	0,5	0,1	0,1	0,6	0,0	-0,1
Inflace (CPI)	%, y/y	2,5	2,5	2,7	2,9	2,6	2,4	2,1	1,8	1,7
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	-0,2	0,2	0,4	0,0	-0,1	0,3	0,5	-0,4	0,3
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	1,1	1,4	1,7	1,1	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,1
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	4,1	4,0	3,8	3,6	3,5	3,8	3,9	3,7	3,5
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	8,1	6,1	3,7	9,9	5,6	1,0	4,8	1,1	n.a.
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	4,8	6,5	5,2	11,4	8,5	3,3	5,6	2,7	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	3,1	3,3	-1,4	4,8	4,9	-1,1	33,6	9,4	n.a.
Maloobchodní tržby	%, y/y, stálé ceny	2,5	3,9	3,7	6,8	4,7	2,2	5,8	2,3	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (národní met.)	-3,8	3,9	17,9	8,6	10,6	-1,4	15,7	18,0	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	-25,0	-6,9	-2,6	12,2	-5,4	-7,5	28,9	31,0	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	-20,3	14,3	3,4	8,6	-28,7	12,3	2,8	24,5	n.a.
M2	%, y/y	9,9	10,1	9,8	8,6	7,6	8,6	7,0	6,6	n.a.
Státní rozpočet	mld. CZK (od zač. roku)	25,0	15,6	17,4	26,5	-11,6	-6,2	26,5	25,8	16,3
3M PRIBOR	%, průměr	0,30	0,43	0,46	0,51	0,71	0,75	0,77	0,90	0,90
CZK/EUR	průměr	26,09	26,11	26,08	25,77	25,55	25,66	25,44	25,33	25,42
CZK/USD	průměr	22,64	22,10	21,90	21,92	21,75	21,69	20,85	20,52	20,61

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



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



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



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
ciarano.hagan@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