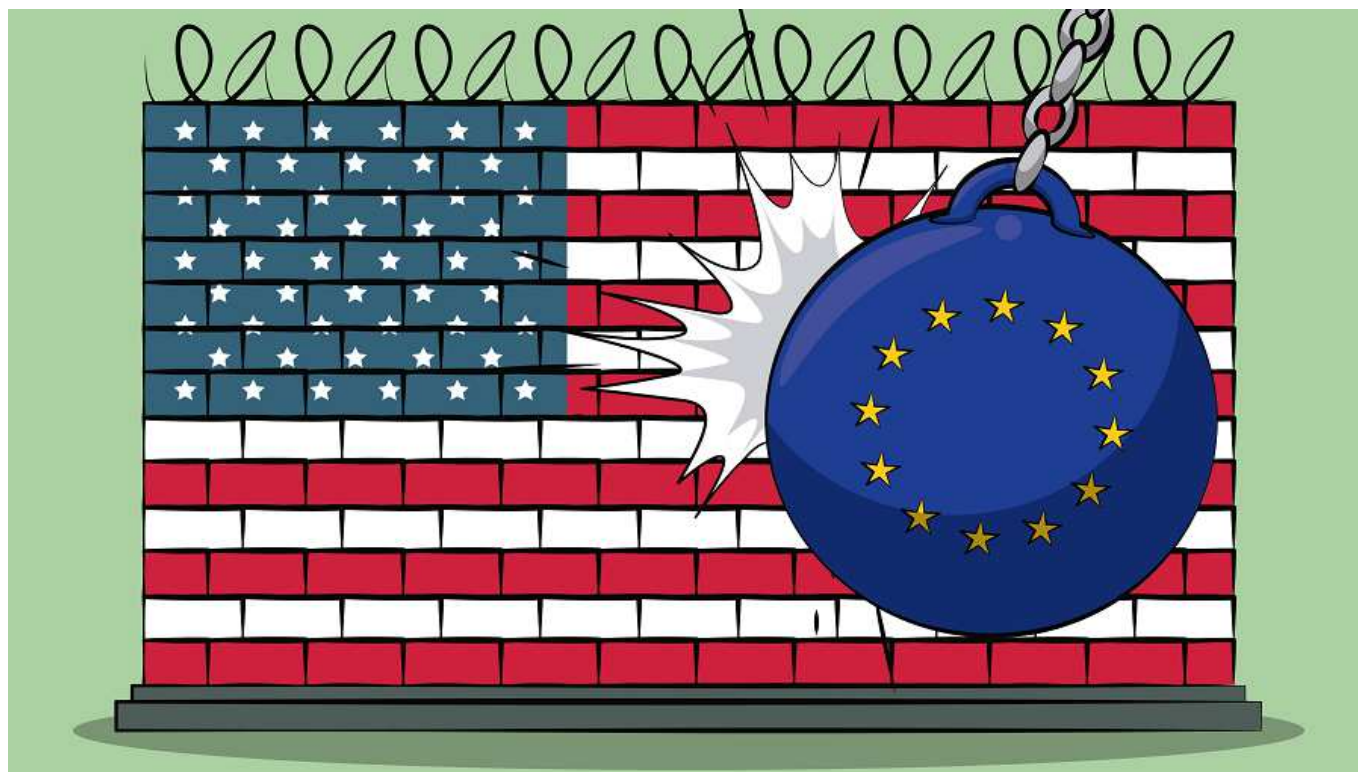


| Čtvrtletní zpráva |

Ekonomické výhledy

Obchodní válka je vůl



© iStock

- **Česká ekonomika zpomaluje, ale na trhu práce to vidět není:** Revidovali jsme svůj výhled pro růst HDP v letošním roce z 3,8 % na 3,0 %. Ekonomika naráží na své kapacitní možnosti a produktivita roste pomaleji, než jsme původně předpokládali. Zpomalení se neprojevuje na trhu práce. Ten zůstává utažený a bude i nadále podporovat mzdový růst.
- **Inflace zůstane nad 2 %:** Inflace ve druhém čtvrtletí vystřelila. Její jádrová složka se usadila nad dvěma procenty a nad touto hodnotou podrží i celkový cenový růst.
- **Slabá koruna způsobila v ČNB jestřábí otočku:** Slabá koruna a vysoká inflace rozcupovaly květnovou prognózu ČNB. Po překvapivém červnovém zvýšení sazeb očekáváme letos ještě další dvě. I prognóza ČNB prošla zásadní revizí. Očekávaná trajektorie sazeb se podle nás posunula výrazně nahoru.
- **Koruna na horizontu prognózy posílí:** Dosažení hladiny 25 CZK/EUR se ale posouvá do poloviny příštího roku navzdory rozšiřujícímu se úrokovému diferenciálu. Koruna doplácí na vnější rizika a silný americký dolar.
- **Silná emise a zvyšující se sazby povedou k růstu výnosů státních dluhopisů:** Výnosy CZGB půjdou nahoru rychleji, než jsme dříve očekávali. Vedle silné nabídky za tím stojí výraznější růst výnosů Bundů i sazeb ČNB. Utahování měnové politiky zároveň povede ke zplošťování výnosové křivky.

**Jan Vejmelek**
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz**Viktor Zeisel**
(420) 222 008 523
viktor_zeisel@kb.cz**Jakub Matějů**
(420) 222 008 598
j_mateju@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

Rizika se zvedají, česká ekonomika letos poroste pomaleji

Tématem posledních týdnů na globální scéně jsou dvě události, které bohužel mohou dopadnout i na českou ekonomiku. Již od listopadu 2016, kdy byl americkým prezidentem zvolen Donald Trump, jsme začali upozorňovat na **riziko protekcionismu a obchodních válek** s možným významným dopadem do globální ekonomiky. Tenkrát jsme tomuto riziku přisuzovali pravděpodobnost 15 %. Před třemi měsíci jsme již hodnotili aktivity amerického prezidenta jako největší hrozbu pro globální ekonomiku. A od té doby situace dále eskaluje. Rozhodli jsme se tedy tomu tématu věnovat více ve speciálních boxech těchto *Ekonomických výhledů*. Vše, co je hrozbou pro mezinárodní obchod, totiž může negativně ovlivnit i velmi exportně zaměřenou českou ekonomiku.

K čemu jsme došli? Monika Junicke konstatuje, že **na řinčení zbraní v podobě dovozních cel doplácí měny rozvíjejících se ekonomik včetně těch střeoevropských.** Nečekané oslabení koruny odstartované s druhým čtvrtletím je primárně důsledkem právě hrozby narůstajícího protekcionismu. Jana Steckerová se zaměřila na dopady zaváděných cel na světovou ekonomiku. I když na globální úrovni by negativní vliv byl spíše zanedbatelný, dopady na konkrétní regiony (Čína a její asijské subdodavatele) a odvětví (ocelářský průmysl) mohou být významné. Z pohledu české ekonomiky je nejzajímavějším tématem možné uvalení cla na dovoz automobilů z EU do USA. Naše přímé vývozy finální produkce do USA jsou ale zanedbatelné. Rizikem je, že budou ohroženy české subdodávky finálním výrobcům automobilů v EU, které se pak následně vyvážejí do USA. David Kocourek odhaduje, že **potenciální zvýšení cel na dovoz aut do USA na 25 % ohrožuje až 0,4 % českého HDP.**

Druhou událostí, kterou je třeba sledovat, je vývoj situace kolem brexitu. Premiérce Mayové se takřka pod rukama drolí její vláda, která má vyjednat budoucí uspořádání vztahů mezi UK a EU. Situace je tak vážná, že se vyjednávání s Bruslem ujímá samotná premiérka. **Riziko tvrdého brexitu, tedy odluky bez vyjednané dohody, narůstá.** Vzájemný obchod by se řídil pravidly WTO, což by znamenalo například v případě automobilů uvalení cel ve výši 10 % na obou stranách.

Vnější hrozby ale nejsou tím jediným, co českou ekonomiku trápí. **Z domova je přetrvávajícím tématem extrémně napjatá situace na trhu práce a s tím související růst mezd.** V kombinaci s vyššími cenami dalších vstupů se tak zvyšují tlaky na ziskové marže podniků. Zklamání, které přinesla čísla národních účtů za první čtvrtletí letošního roku v kombinaci s revizí časové řady za loňský rok směrem dolů, znamenají i významnou změnu v naší letošní prognóze celkové dynamiky. **Česká ekonomika letos poroste tempem 3 %, tedy o téměř procentní bod pomaleji, než jsme ještě před třemi měsíci předpokládali.** Vzhledem k nedávnému oslabení koruny jsme odložili dosažení hladiny 25 CZK/EUR až na polovinu příštího roku. **Slabší koruna a rychle se zvyšující mzdy pak znamenají, že ČNB bude zvyšovat sazby každé čtvrtletí.** A na srpnovém zasedání nevylučujeme ani to, že bude na stole návrh zvýšit klíčovou sazbu o 50 bb.

Obsah

Rizika se zvedají, česká ekonomika letos poroste pomaleji	2
Obsah	3
Vnější prostředí a předpoklady prognózy	4
Solidní růst obchodním válkám navzdory	4
USA: současná fáze expanze aspiruje na nejdelší v historii	4
Eurozóna: druhé pololetí bude úspěšnější	5
Německo: externí nejistoty vyrovná prorůstová politika	6
Středoevropský region: investice v plném proudu	6
Box 1: Obchodní války – hrátky s ohněm	7
Makroekonomická	9
Ekonomika zpomaluje, ale trh práce zůstává utažený	9
Průmyslová produkce zpomaluje	10
Box 2: Zvýšení cel na dovoz aut do USA ohrozí až 0,4% českého HDP	11
Investice zajistí polovinu dynamiky HDP	12
Fiskální politika: příjmy zaostávají za růstem výdajů	13
Státní rozpočet si vede hůř než vloni	13
... municipality však jeho deficit vyrovnávají	13
Příjmy zpomalí ruku v ruce s ekonomickou dynamikou	14
I přes ekonomické zpomalování zůstává situace na trhu práce utažená	15
Inflace zůstane vysoko	16
Rizika: volatilita na devizovém trhu je nejakutnějším rizikem	17
Klíčové makroekonomické ukazatele	19
ČNB Focus	20
Slabá koruna spustila v ČNB jestřábí otočku	20
Nový výhled posune zvyšování sazeb z konce prognózy na začátek	20
Bankovní rada bude pokračovat v pozvolné normalizaci sazeb	21
Korunový devizový trh	23
25 korun za euro až za rok	23
Koruna se svezla na výprodejní vlně rozvíjejících se měn	23
Vyšší úrokové sazby nakonec koruně pomohou	24
Rizika: výprodejní tlak na koruně může ještě zesílit	24
Box 3: Měny otevřených ekonomik jsou ve vleku světových událostí	25
Technická analýza CZK/EUR (aktualizováno 27. července 2018 v 16:17)	27
Prolomení vzestupné trendové hladiny podpory	27
Trh českých vládních dluhopisů a IRS	28
Výnosy porostou hlavně na krátkém konci křivky	28
Nabídka v H2 2018: vyšší objem ve Q3 i celoročně	28
Nabídka v roce 2019: růst objemu kvůli vysokým splátkám	29
Výnosy CZGB v H2 2018 a 2019: vyšší výnos kvůli ČNB i silné nabídce	29
Struktura držitelů CZGB: stabilizace	30
Trh českých sazeb IRS: pokračuje zplošťování výnosové křivky	31
Bankovní sektor	32
Úrokové sazby jsou na vzestupu	32
Upozornění	35

Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

Solidní růst obchodním válkám navzdory

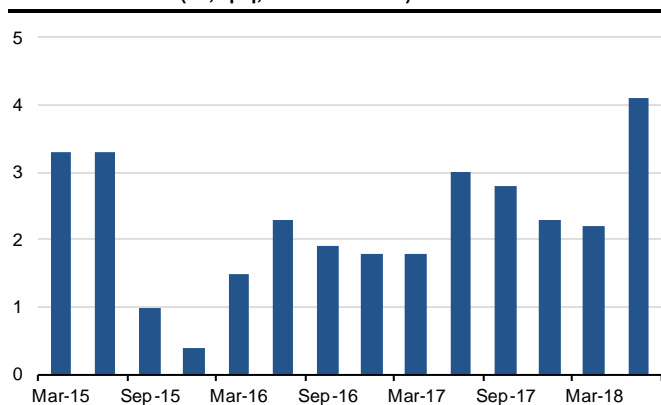
Ekonomika Spojených států si stále užívá fázi expanze. Ta by jí měla vydržet až do přelomu let 2019/2020, kdy očekáváme, že se zdroje současného růstu vyčerpají. Dynamika HDP eurozóny v prvním kvartále zvolnila. Příčinou však byla souhra několika nepříznivých faktorů, nikoliv změna trendu. Vyhlídky pro druhé pololetí a první polovinu roku 2019 jsou příznivé. Riziko pro naši prognózu představují obchodní války. Ty se zatím promítly do zhoršení indikátorů důvěry, na zpomalení hospodářského růstu v USA, eurozóně ani středoevropském regionu zatím nestačily.

USA: současná fáze expanze aspiruje na nejdelší v historii

Reálná spotřeba domácností nabere na tempu.

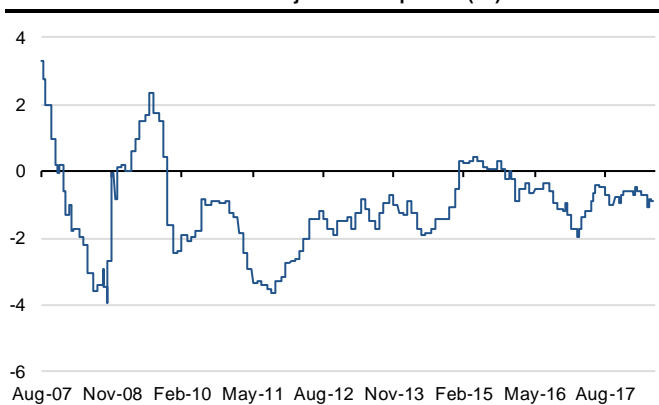
Hospodářský růst ve Spojených státech dosáhl ve druhém čtvrtletí úrovně 4,1 % q/q anualizovaně. K růstu výrazně přispěly čisté exporty (příspěvek 1,1 pb), což se však podle našeho názoru nebude opakovat. Reálná spotřeba vyskočila o 4,0 %. V následujících čtvrtletích se však podle našeho odhadu vrátí k průměrným úrovním z posledních dvou let (2,7 %). Daňové změny totiž podle naší prognózy povedou spíše ke zvýšení míry úspor domácností a k udržení reálné spotřeby na rozumných úrovních, než k jejímu výraznému růstu. Kromě daňových změn nahrává spotřebitelům i klesající nezaměstnanost, kterou na konci roku očekáváme na úrovni 3,5 %. Dobře by se mělo dařit i investicím. Za celý letošní rok by dynamika HDP podle naší prognózy měla dosáhnout 2,8 %. V roce 2019 však růst HDP zpomalí na 1,6 %. K tomuto závěru nás vede několik faktorů. Nezaměstnanost se nachází pod NAIRU, což tlačí mzdy směrem nahoru. To bude společně s růstem úrokových sazeb vytvářet tlak na pokles ziskových marží korporací, přičemž následně očekáváme pokles investic a celkového hospodářského růstu.

USA: Růst HDP (% q/q, anualizovaně)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Reálná klíčová sazba Fedu je stále záporná (%)



Zdroj: BEA, Datastream, Bloomberg, SG Cross Asset Research/Economics

Fed bude pokračovat ve zvyšování sazeb.

Americká centrální banka přistoupila v červnu ke zvýšení úrokových sazeb o 25 bb na 1,75–2,00 %, tak jak se očekávalo. K mírnému posunu došlo v mediánu výhledu pro úrokové sazby pro konec letošního roku. Ten se přehoupnul z 2,1 % na 2,4 %. Výsledek byl však poměrně těsný a zdá se, že v této otázce v rámci Fedu nepanuje úplná shoda. Zatímco sedm prezidentů regionálních rezervních bank předpokládá, že sazby půjdou letos nahoru ještě dvakrát, pět z nich očekává pouze jedno zvýšení. Náš odhad zatím počítá pouze s jedním zvýšením úroků, a to v září letošního roku. Ve zvyšování úrokových sazeb hodlá Fed

pokračovat i v roce 2019 a 2020. V roce 2019 by to podle mediánu sazeb mělo být třikrát, v roce 2020 už jenom jednou. Takto optimistická ale naše prognóza není. Vzhledem k tomu, že na přelomu let 2019/2020 očekáváme nástup recese žádné další utahování měnových podmínek v letech 2019 a 2020 nepředpokládáme.

Eurozóna: druhé pololetí bude úspěšnější

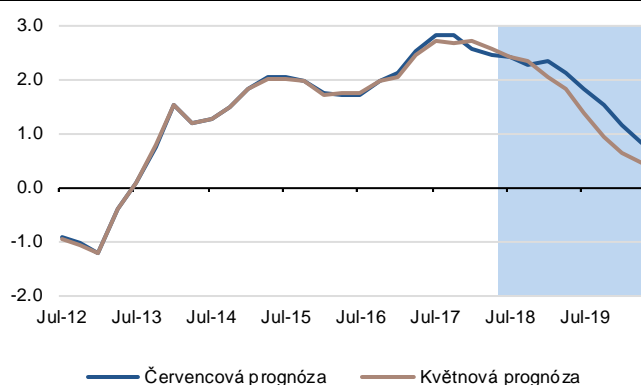
Slabší výkon ekonomiky eurozóny v Q1 18 byl ovlivněn mimořádnými faktory.

V prvním čtvrtletí letošního roku si ekonomika eurozóny připsala 0,4 % q/q. Ve srovnání s předchozími kvartály, kdy růst dosáhl čtyřikrát po sobě úrovně 0,7 % q/q, se jedná o citelné zpomalení. Ekonomika eurozóny však byla zasažena několika mimořádnými faktory. Sužovala ji chřipková epidemie, nepříznivé počasí, stávky spojené se mzdovým vyjednáváním, svůj vliv sehrálo i dřívější načasování Velikonoc. Druhé čtvrtletí bylo pro změnu poznamenáno obavami z obchodních válek, které se negativně promítly do indikátorů důvěry.

Vyhlídky ekonomiky eurozóny zůstávají příznivé.

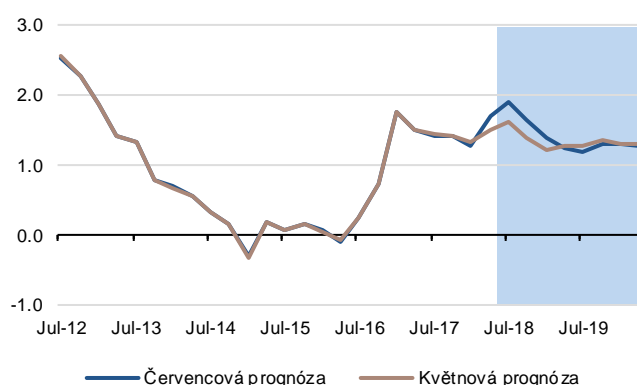
Vyhlídky eurozóny pro zbytek letošního roku však zůstávají příznivé. Spotřeba domácností je podporována klesající nezaměstnaností (na konci letošního roku ji očekáváme na úrovni 8,2 %) a vyššími mzdami, zatímco investice rostou kvůli nedostatečným výrobním kapacitám. Dobré zprávy přicházejí i ze stavebního sektoru, který v loňském roce po osmi letech propadů konečně narazil na své dno a nyní již vykazuje silné známky oživení. Dynamika ekonomiky eurozóny tak podle naší prognózy v letošním roce dosáhne 2,2 % (po 2,5 % v roce 2017). Ekonomické dopady ochranné politiky Donalda Trumpa na eurozónu byly zatím minimální. Výraznější zpomalení hospodářského růstu by podle našeho názoru muselo být vyvoláno zásadnějším externím šokem, který v tuto chvíli nepředpokládáme. V letech 2019-2020 však růst ekonomiky eurozóny zpomalí v důsledku námi předpokládané recese v USA a negativních dopadů Brexitu (v roce 2019 na 1,9 %, v 2020 na 0,6 %). Achillovou patou eurozóny zůstává inflace, která se v příštích pěti letech v průměru nedostane přes 1,5 %.

Eurozóna: solidní růst HDP bude pokračovat



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

Inflace v Eurozóně



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

Program QE se chýlí ke konci.

Evropská centrální banka v červnu ohlásila konec programu kvantitativního uvolňování. Ten by měl skončit letos v prosinci s tím, že v posledním čtvrtletí bude objem nakupovaných aktiv již jen poloviční (15 mld. EUR). I po skončení programu QE však bude ECB maturující dluhopisy reinvestovat. Jako obvykle se však prezidentu Draghimu povedl husarský kousek, když navzdory konci programu QE červnové zasedání vyznělo v holubičím tónu. Podařilo se to především díky výroku, že úrokové sazby zůstanou beze změny nejméně po celé léto příštího roku. Náš odhad počítá s tím, že úrokové sazby vzrostou již v červnu a podruhé v září 2019 a ECB se tak zbaví negativní depozitní sazby.

Od závěrečného čtvrtletí letošního roku by euro mělo posilovat.

Konec programu QE tedy nepřinesl posílení eura, tak jak se obecně očekávalo. Na to si společná evropská měna bude muset podle naší prognózy počkat až do závěrečného čtvrtletí letošního roku. Kromě roztahujících se nůžek mezi politikou evropské a americké centrální banky budou euro držet na slabších úrovních geopolitická rizika, politická situace v Itálii i strach z obchodních válek. Vládní koalice italské populistické strany Liga Severu a Hnutí pěti hvězd bude finanční trhy strašit snahou prosadit svůj vládní program, který zahrnuje výrazný, avšak nerealistický fiskální stimul (prohloubení deficitu veřejných financí na 5 % HDP). Vzhledem k tomu, že majorita nové vlády je slabá a rozpory panují i uvnitř koalice, většina předvolebních slibů nakonec pravděpodobně prosazena nebude. I tak ale očekáváme prohloubení deficitu italských veřejných financí na 3 % v roce 2019 z letos očekávaných 1,7 %. Po schválení rozpočtu by se situace měla zklidnit. V závěrečném čtvrtletí letošního roku by tedy euru v posilování již nic bránit nemělo. Na konci letošního roku ho vidíme na úrovni 1,22 USD/EUR. Příští rok by společná evropská měna měla díky předpokládanému utahování měnové politiky v eurozóně vyšplhat až na 1,36 USD/EUR.

Druhé pololetí slibuje německé ekonomice slibné vyhlídky.

Německo: externí nejistoty vyrovná prorůstová politika

V Q1 18 růst německé ekonomiky ve srovnání s předchozími čtvrtletími citelně zpomalil. Dynamika HDP dosáhla pouze 0,3 % po 0,6 % v Q4 17. Nejvíce přispěly investice, dále pak spotřeba domácností, přičemž vládní spotřeba a čisté exporty byly brzdou. Zatímco v prvním čtvrtletí na německou ekonomiku dopadala nejistota spojená se mzdovým vyjednáváním, ve druhém čtvrtletí přišly na scénu obavy z obchodních válek a geopolitické situace. To vedlo k výrazným propadům německých indikátorů důvěry - červnový německý ZEW index poklesl na nejslabší hodnotu od roku 2012. Korekce ale postihla i indikátory důvěry spotřebitelů a Ifo index. Přesto se nedomníváme, že by nedávné zpomalení německé ekonomiky mělo být novým trendem. Negativní dopady obchodních válek by měly být vykompenzovány plánovanými daňovými škrti, růstem mezd i uvolněnou měnovou a fiskální politikou. Za celý letošní rok proto očekáváme dynamiku německého HDP na úrovni 2,2 %. V letech 2019 a 2020 čeká Německo, stejně jakou celou eurozónu, zpomalení. Růst HDP by měl podle naší prognózy dosáhnout pouze 1,9 % a 0,8 %.

Německo: očekávaný vývoj HDP



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

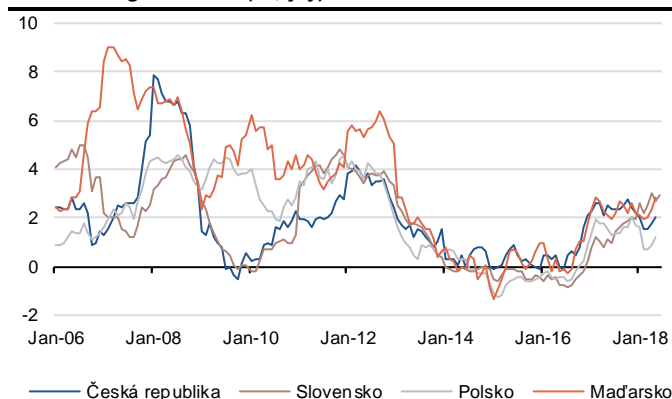
Solidní růst HDP ve střední Evropě bude pokračovat.

Středoevropský region: investice v plném proudu

Zemím středoevropského regionu se daří. V prvním čtvrtletí zabodovalo především Polsko, kde dynamika HDP dosáhla v mezičtvrtletním srovnání 1,6 %. Druhou příčku s 1,2 % q/q

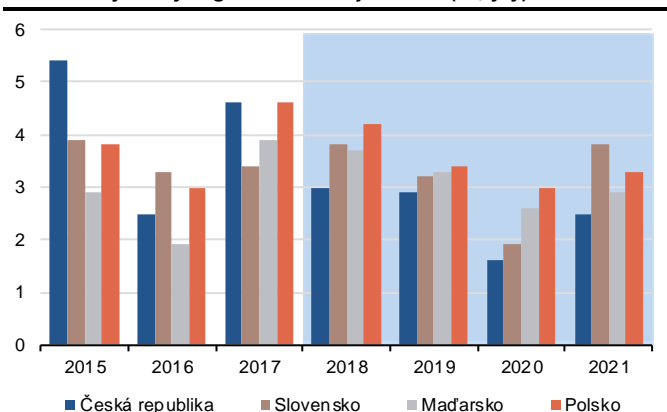
obsadilo Maďarsko, třetí s 0,9 % Slovensko a na čtvrtém místě se s 0,5 % se umístila Česká republika. Růst táhly především investice, na Slovensku a Polsku k němu výrazně přispěla i tvorba zásob. Tradičním držákem hospodářského růstu zůstává spotřeba domácností. Naopak čisté exporty byly v Q1 18 brzdou. Nedostatek pracovní síly bude i nadále podporovat investiční aktivitu v regionu. Naplno již běží i čerpání fondů EU. Silným motorem středoevropského růstu zůstane i spotřeba domácností, která těží z rychle rostoucích mezd (Maďarsko v dubnu 12,6 %, Polsko v květnu 7,0 %). Rizikem je, že růst mezd bude i nadále předstihovat produktivitu práce. To ještě více stlačí ziskové marže korporací a donutí je přelít stoupající náklady práce do konečných cen výrobků. V takovém případě by utahování měnových podmínek mohlo přijít dříve (případ Polska a Maďarska). Více se tématu produktivity práce věnujeme v našem reportu na <http://bit.ly/2ITtMGd>. Významným rizikem je zavedení cel na dovoz automobilů. Na toto téma se zaměříme v boxu 2.

Inflace v regionu ožila (% , y/y)



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

Růstové vyhlídky regionu zůstávají solidní (% , y/y)



Zdroj: Eurostat, Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka3

Maďarská centrální banka naznačila, že její měnová politika nebude uvolněná navěky.

Inflace v regionu nabrala na tempu. Stojí za tím především vyšší ceny ropy na světových trzích, ke slovu se ale dostávají i ceny potravin a jadrová složka inflace. V Maďarsku inflace v červnu akcelerovala na úroveň 3,1 % a mírně překročila 3% inflační cíl. To se odrazilo i v nové prognóze Maďarské centrální banky, která zvýšila svůj inflační odhad pro letošní rok z 2,5 % na 2,8 %. Zároveň naznačila, že uvolněná měnová politika může skončit dříve, než původně předpokládala. Ke změně rétoriky jí přimělo i výrazné oslabení domácí měny, která ztrácela v důsledku uvolněné měnové politiky a rostoucí inflace. Maďarský forint zůstane zřejmě pod tlakem i nadále, v polovině příštího roku ho očekáváme na úrovni 333 HUF/EUR. Inflace zrychlila i v Polsku. K 2,5% inflačnímu cíli má však stále daleko (v červnu na úrovni 1,9 %). Na utahování měnových podmínek si tedy Polsko bude muset ještě počkat. První zvýšení sazeb očekáváme až v Q3 19. Díky dobré kondici polské ekonomiky, utišení sporů s EU a tlaku na zvýšení ratingu očekáváme, že polský zlotý bude postupně posilovat. V horizontu jednoho roku ho vidíme na úrovni 4,16 PLN/EUR.

Box 1: Obchodní války – hrátky s ohněm

V březnu letošního roku si Spojené státy začaly hrát s ohněm, když uvalily nová cla na dovoz oceli ve výši 25 % a hliníku ve výši 10 %. EU na oplátku uvalila 25% cla na dovoz oceli, hliníku, zemědělských produktů a dalších výrobků (motocykly, whisky, jeansy, atd). Opatření se týkalo dováženého zboží v hodnotě 2,8 mld. EUR. Donald Trump na toto opatření reagoval hrozbou zvedení 20% cel na dovoz automobilů z EU. Nejsilněji se však spor rozhořel mezi Spojenými státy a Čínou. Od 6. července bylo uvaleno 25% clo na čínské výrobky, jejichž roční vývoz dosahuje 34 mld. USD. O clech na výrobky za dalších 16 mld. USD se nyní

rozhoduje. Čína na tento krok reagovala zavedením cel na dovoz amerického zboží ve stejné hodnotě (tj. 50 mld. USD). Prezident Trump pak reagoval hrozbou, že pokud Čína nezmění své praktiky, zavede 10% cla na dovoz čínského zboží v hodnotě 200 miliard USD.

Otázkou je, jaké dopady budou mít tato opatření na další vývoj globální ekonomiky. Podle ekonomů SG by zavedení cel růst amerického HDP nijak výrazně zpomalit nemělo, a to ani v případě, že by se jednalo o položky v hodnotě 200-400 mld. USD.

Dopad na růst HDP by byl podle jejich odhadu přibližně 0,2 pb ročně. Tato úvaha se opírá o to, že zavádění volného obchodu od počátku devadesátých let přispělo k růstu amerického HDP zhruba 0,2 pb ročně. Pokud tedy Amerika o část těchto benefitů přijde, nemůže to ukrojit z jejího růstu o mnoho více. Negativního vlivu obchodních válek na růst HDP se zatím neobává ani americká centrální banka. Rizik s nimi spojených si je sice vědoma, odhad růstu HDP pro letošní rok však v červnu dokonce ještě o desetinu zvýšila (na 2,8 %). Dopady zavedených cel do inflace by podle našeho názoru měly být spíše jednorázového charakteru, přičemž do spotřebitelských cen by se měly promítat hlavně nepřímo. Důvodem je to, že se USTR (Úřad amerického obchodního zmocněnce) snaží uvalovat tarify pouze na průmyslové zboží, nikoli na dovážené spotřebitelské zboží. Výjimkou byla cla na pračky na počátku letošního roku, která pak vedla k jednorázovému zvýšení cen těchto výrobků.

Z hlediska dopadů obchodních válek na tom bude hůře Čína. Nicméně i v případě uvalení cel v plném rozsahu by se dopady do HDP blížily 1 pb ročně. Nepříjemné by mohly být dopady na čínský trh práce, kde by v případě zavedení cel v plném rozsahu mohlo být podle ekonomů SG zrušeno 3-4 milióny pracovních pozic. Pokud by byla zavedena cla z prvního seznamu zboží (za 50 mld. USD) odhadujeme dopad do čínského HDP na úrovni 0,1 pb ročně. Výrazně by zavedením cel byly postiženy země asijského dodavatelského řetězce, a to Taiwan, Malajsie, Korea a Singapur (1-2 % HDP ročně).

Spíše než na celkovém růstu HDP Spojených států budou dopady obchodních válek vidět na konkrétním zboží a konkrétních regionech. Například zavedení cel na ocel výrazněji dopadne na ocelářský průmysl, výrobu, která je na něj silně navázaná, a na regiony, kde takto zaměřené firmy sídlí. V průměru však dopady na celý průmyslový sektor budou malé. Výrazněji mohou cla dopadnout na mezinárodní firmy, které doposud těžily z globalizace a budovaly v Číně své výrobní závody. Zavádění cel by pak mohlo donutit tyto firmy z Číny stáhnout své aktivity a poškodit tak jejich ziskové vyhlídky. Z hlediska rozsahu dopadů bude hrát svoji roli i to, zda budou cla zavedena pouze jako dočasná a jak bude vypadat následný dialog mezi zeměmi, jichž se cla týkají. Nejhorší variantou je pochopitelně uvalení cel v plném rozsahu a neochota zemí k dialogu. Dopady na globální ekonomiku by pak byly mnohem výraznější.

Makroekonomická prognóza ČR



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

Hlavní změny

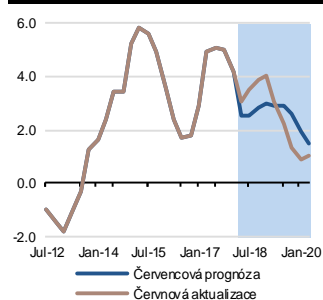
HDP:

Revidovali jsme odhad růstu ekonomiky v letošním roce z 3,8 % na 3,0 %. Svou predikci pro růst v roce 2019 jsme revidovali o 0,2 pb nahoru na 2,9 %.

Inflace:

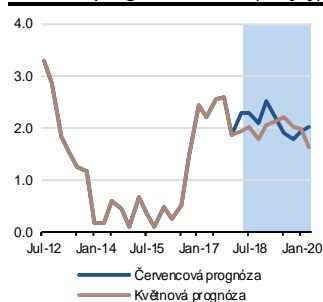
Výhled pro inflaci jsme revidovali o 0,2 pb nahoru na 2,1 %, když všechny její hlavní složky překvapily vyšším růstem. I v příštím roce by inflace měla dosáhnout 2,1 %.

Změna v prognóze HDP (% y/y)



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

Změna v prognóze inflace (% y/y)

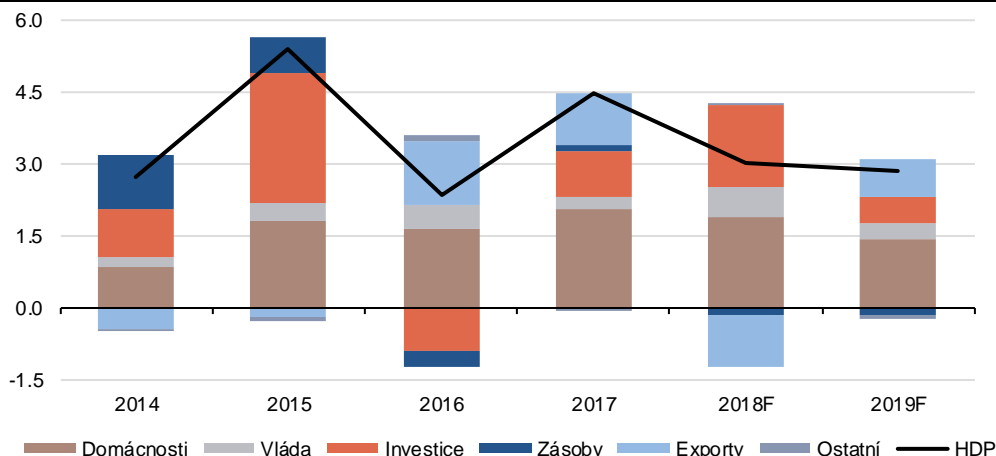


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ekonomika zpomaluje, ale trh práce zůstává utažený

Česká ekonomika zpomaluje, poté co se přiblížila na hranici svých produkčních možností a již nemůže zvyšovat produkci zvedáním zaměstnanosti. Růst produktivity je pomalejší, než jsme očekávali. Trh práce zůstává utažený, protože je na něm stále velký převis poptávky nad nabídkou. To spolu se zvyšováním platů ve státní sféře žene průměrnou mzdu nahoru a tím zajišťuje solidní spotřebu domácností. Na druhé straně spotřeba a investice sráží zahraniční obchod, který se tak stává brzdou dynamiky HDP. Inflace v posledních měsících zrychlila a měla by se udržet nad dvouprocentním cílem ČNB.

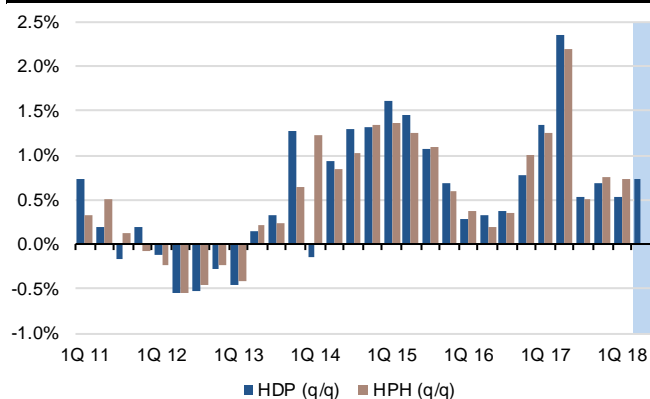
HDP roste pomaleji kvůli zhoršující se bilanci zahraničního obchodu (% y/y)



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

Po velmi dobrém výkonu v první polovině loňského roku česká ekonomika začala výrazně zpomalovat, když v průměru dosáhla růstu pouze 0,6 % q/q. Trh práce je úplně vyčerpaný a ekonomika naráží na své produkční možnosti. Investiční aktivita, která má za cíl zvyšovat produktivitu, jasně zrychlila. Nicméně sama produktivita zatím výraznou akceleraci nezaznamenala. Hlavním hnacím motorem růstu ekonomiky je spotřeba. Těží z velmi nízké nezaměstnanosti a rychlého mzdového růstu. Dovozně náročná spotřeba a investice poté brzdí zahraniční obchod, který má hlavní podíl na zpomalení ekonomiky. I druhé čtvrtletí letošního roku podle našeho odhadu probíhalo podle tohoto scénáře. **Očekáváme tedy, že HDP vzrostlo o 0,7 % q/q** (zpomalení na 2,5 % y/y z 4,2 % v Q1 18 kvůli silnému efektu

HDP od poloviny loňského roku zpomalilo



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

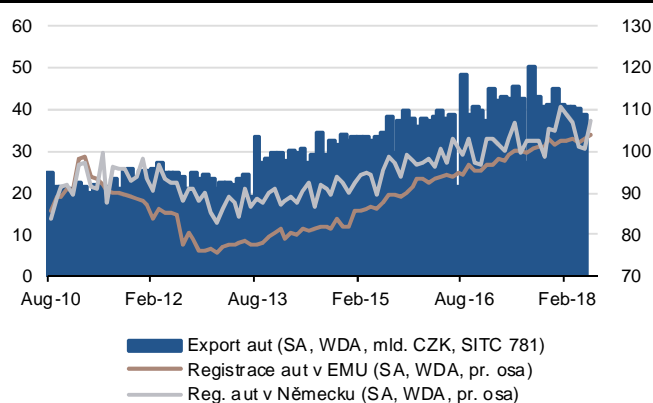
statistické základny). Spotřeba a investice pokračují v růstu, zatímco čisté exporty by znovu měly přispět negativně.

Průmyslová produkce zpomaluje

Průmysl zpomalil a neočekáváme, že by znovu výrazně zrychlil.

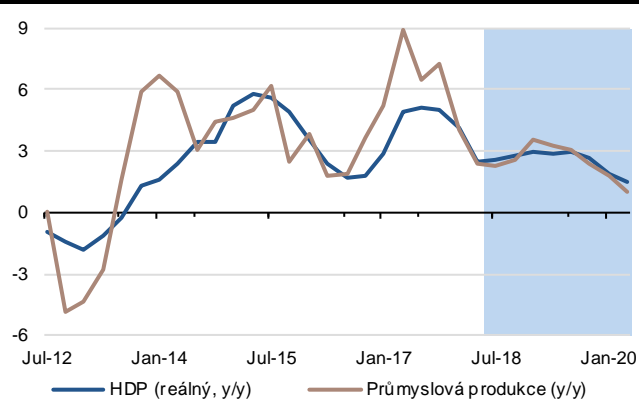
Domácí průmysl za prvních pět měsíců letošního roku přidal po sezónním očištění v průměru pouze 2,7 % y/y. **Motor průmyslu z poslední doby, automobilový sektor, ztratil své růstové momentum.** Někteří producenti naráží na své výrobní možnosti a zoufale se snaží najít novou pracovní sílu. Investují do produktivity, ale její zvyšování je běh na dlouhou trať. I to je jeden z hlavních důvodů, proč se domníváme, že průmyslová produkce výrazně nezrychlí. **Tento rok podle našeho odhadu přidá 2,8 %, zatímco v příštím roce by se měla zvýšit o 3,1 %.** Produkce by se měla posouvat od zboží s nižší přidanou hodnotou k produktům s vysokou přidanou hodnotou.

Poptávka po autech je silná, ale čeští producenti už z ní tolik netěží



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

Průmyslová produkce zpomalila a výrazně podle nás nezrychlí



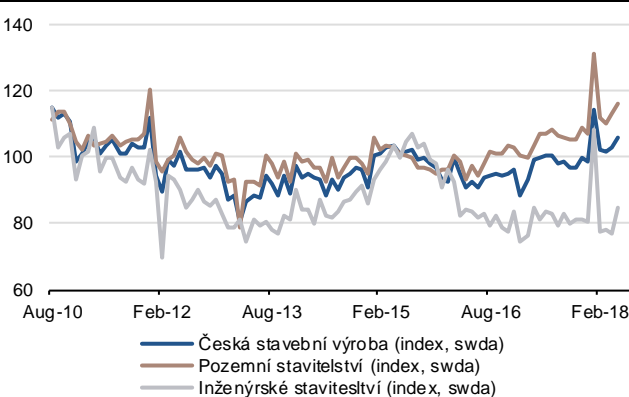
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Stavebnictví v silné pozici.

Stavebnictví od začátku roku vykazuje velmi dobré výsledky. Velká poptávka je zejména po pozemním stavebnictví, zatímco inženýrské stavebnictví výrazně zaostává. Jeho špatná kondice pro nás zůstává záhadou i proto, že vidíme vzrůstající investiční aktivitu veřejného sektoru. Na druhé straně dobrý výkon pozemního stavebnictví nás překvapit nemůže. Poptávka

po rezidenčních nemovitostech roste a výrobci musí investovat do nových kapacit. **I stavebnictví naráží na své limity. Firmy uvádí nedostatek pracovní síly jako největší brzdu svého rozvoje. Očekáváme, že stavebnictví letos vzroste o 11,1 % a v příštím roce o 5,1 %, zatímco ceny by se v tomto odvětví měly rychle zvyšovat kvůli převisu poptávky nad nabídkou.**

Pozemní stavebnictví táhne celý sektor



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

Box 2: Zvýšení cel na dovoz aut do USA ohrozí až 0,4% českého HDP

Prezident USA Donald Trump oznámil, že v dalších kolech zavádění celních překážek ve světovém obchodu, může jeho vláda uvalit cla až ve výši 25 % na vozidla dovážená do Spojených států. Jedná se o více než dvojnásobek současných celních sazeb uplatňovaných na dovozy aut z USA do EU. USA v současné době uplatňují cla na auta ve výši 2,5 % a 25 % z dovozu lehkých užitkových vozidel a dodávek. Tuto úvahu po schůzce s J. Junckerem sice odložil, ale klid ve vzájemném obchodu platí, jak jsme si již zvykli, až do dalšího tweetu amerického prezidenta na toto téma, proto je důležité se podívat případné dopady tohoto kroku na českou ekonomiku.

Oznámení o možném zvýšení obchodních cel na dovoz automobilů z EU do USA



Donald J. Trump

@realDonaldTrump

Follow

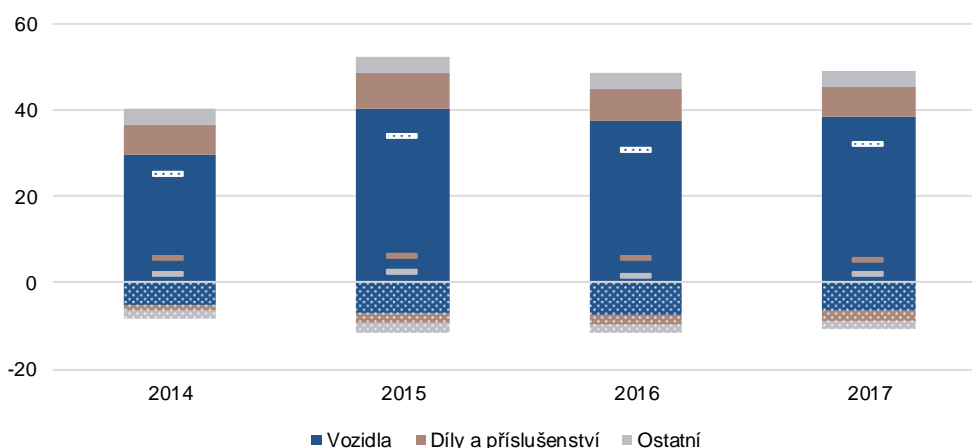
Based on the Tariffs and Trade Barriers long placed on the U.S. & its great companies and workers by the European Union, if these Tariffs and Barriers are not soon broken down and removed, we will be placing a 20% Tariff on all of their cars coming into the U.S. Build them here!

5:34 PM - 22 Jun 2018

Zdroj: Twitter.com, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Avšak asymetrie současné výše cel na dovoz vozidel není jediným problémem. Druhým je výše automobilového exportu z EU do USA, protože vývoz automobilů z EU překonává opačný směr asi pět krát. Nejvyšší obchodní přebytek z pohledu EU je zaznamenán u finálních vozů. Avšak automobilové díly a další automobilové segmenty vykazují pozitivní bilanci ve prospěch EU také a dohromady tvoří 32 % celkového přebytku obchodní bilance mezi USA a EU.

Objem automobilového obchodu mezi EU a USA (pozitivní hodnoty jsou export z EU, negativní - export z USA, linky znázorňují bilanci každého automobilového segmentu, mld. EUR)

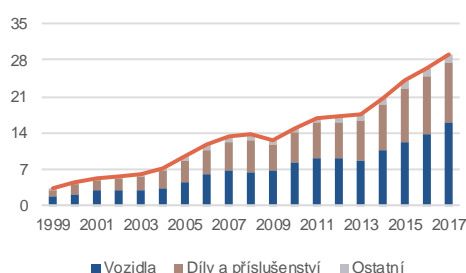


Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Politická citlivost zvýšení cel na automobily z EU je dána také významem vývozu automobilů do USA, protože ty pro Evropu představují 13 % celkového vývozu do USA.

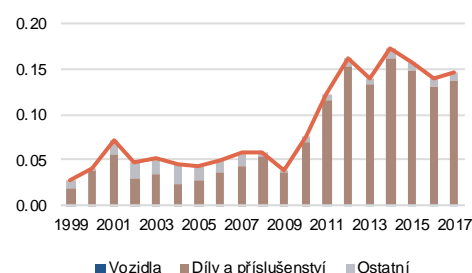
Zvýšení celních překážek ovlivní českou automobilovou výrobu prostřednictvím dvou kanálů. Přímý dopad bude zanedbatelný, jelikož česká ekonomika vyváží do USA jen o málo více než 0,4 % svého automobilového vývozu. Navíc 94 % tohoto vývozu je kvůli automobilovým dílům, na které nebudou cla uvalena nebo se pravděpodobně budou dodávat i vyšším clům navzdory, neboť jsou potřebné pro další výrobu v USA. **Hlavním kanálem dopadů zvýšení amerických cel na český automobilový průmysl proto budou dodávky výrobcům automobilů v EU.**

České automobilové exporty do EU (mld. EUR)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

České automobilové exporty do USA (mld. EUR)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Předpokládáme totiž, že z 29 mld. EUR vyvezených do EU v roce 2017 budou zasaženy pouze exporty automobilových dílů a další příslušenství (11,5 mld. EUR). Nenašli jsme žádné důkazy o tom, že konečné automobily vyráběné v České republice by byly do USA reexportovány z jiných zemí EU. Zahrnutí plné částky vývozu dílů z ČR do EU by mohlo přecenit dopad cel, protože vyvážené autodíly a příslušenství do EU se používají i pro výrobu prodávanou v EU. Protože nemáme podrobnější informace o příspěvku českého exportu na vývozy EU do USA, tak českou expozici vůči americkým clům upravíme ve shodě s podílem vývozu EU do USA na velikosti automobilové výroby v EU (6,5%). **To nám dá zhruba 0,7 mld. EUR českých vývozu, které jsou ohroženy zvýšením amerických cel. Vztaženo k velikosti HDP to činí 0,4 %.** Je to však odhad ohroženého množství výroby a nikoliv odhadovaný dopad. Pro dopočet odhadovaného dopadu bychom měli znát cenovou elasticitu automobilového vývozu EU do USA. Domníváme se, že cenová pružnost je spíše nízká, protože většina automobilů vyvážená do USA je luxusnějších, kde je elasticita na cenu nízká.

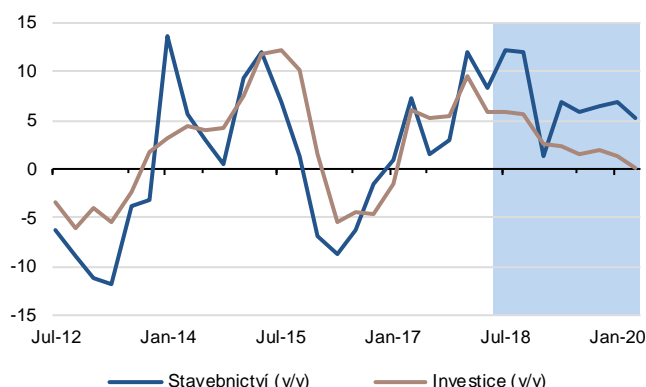
David Kocourek
+420 222 008 569
david_kocourek@kb.cz

Investice zajistí polovinu dynamiky HDP

Nedostatek výrobní kapacity a silný mzdový růst nutí podnikatele investovat. Investice jsou jedinou šancí, jak zvednout produktivitu, což je v současném stavu české ekonomiky také jediná cesta, jak zvyšovat výstup ekonomiky, která se nachází na hranici svých produkčních možností. Zdá se, že si to podnikatelé uvědomují a tvorba fixního kapitálu tvoří polovinu růstu HDP. Situace pro ně však není vůbec jednoduchá. Musí platit více svým zaměstnancům i mnohým dodavatelům. Navíc jim zdražují i půjčky. **Očekáváme, že investice letos zrychlí o 6,7 % a v příštím roce jejich dynamika zpomalí na 2,1 %.** Podporovat by je měl i veřejný sektor. Předpokládáme, že veřejné kapitálové výdaje v následujících čtvrtletích zrychlí.

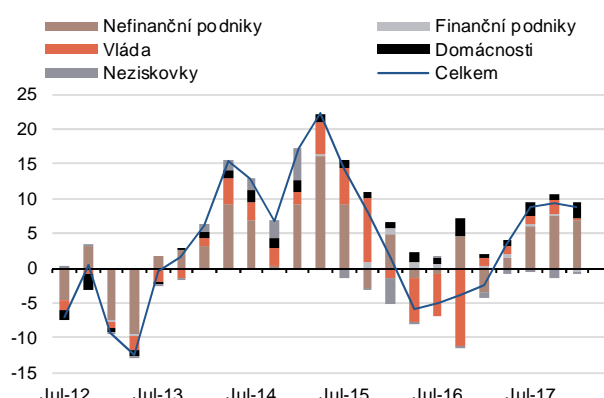
Soukromé investice už několik čtvrtletí vykazují solidní růst, zatímco veřejný sektor s investicemi ve větším teprve začíná.

Investice rostou ruku v ruce se stavebnictvím (%)



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

Zvyšování kapitálu tažené nefinančními korporacemi (% y/y)



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

Fiskální politika: příjmy zaostávají za růstem výdajů

Zatímco vloni vykázal státní rozpočet pouze nepatrný schodek (6,2 mld. CZK), pro letošek i příští rok už Ministerstvo financí počítá s deficitem ve výši 50 mld. CZK. Na příjmové straně se žádná zásadní opatření nechystají. Příjmy rostou zejména díky ekonomickému boomu. Výdaje se naopak rozjely. Z velké části se jedná o zvyšování běžných výdajů, větší částky jsou ale alokovány i pro investice. Z celkového pohledu veřejných financí schodku letos zabrání rozpočty samospráv. V příštím roce se ale celkové hospodaření veřejného sektoru kvůli námi předpokládanému vyššímu deficitu dostane do červených čísel. Veřejný dluh k HDP bude přesto pokračovat v poklesu.

Státní rozpočet si vede hůř než vloni ...

Státní rozpočet se v první polovině letošního roku vyvíjel o něco méně příznivě než za stejné období v předchozím roce. Od ledna do června vykázal schodek 5,9 mld. CZK. Vloni v tuto dobu byl ještě v přebytku 4,6 mld. Meziroční srovnání však ovlivňují i některé jednorázové položky (doplnění pojistných fondů EGAP či příjem ze zvláštních účtů privatizace v roce 2017). **Příjmy státního rozpočtu za první polovinu roku vzrostly o solidních 6,7 %, zatímco výdaje přidaly 10,2 %.** Nejvíce se rozjely běžné výdaje. Odrážejí totiž zvyšování platů ve veřejném sektoru, když se v loňském listopadu přidalo 15 % učitelům a 10 % dalším státním zaměstnancům. Na příjmové straně vidíme vzrůstající výběr DPH a daní fyzických osob. To první souvisí s rostoucí spotřebou domácností, zatímco to druhé s utaženou situací na trhu práce, která se projevuje v úctyhodném mzdovém růstu. Více jsme o výsledku státního rozpočtu za první pololetí psali zde: <http://bit.ly/2NhjVIB>.

... municipality však jeho deficit vyrovnávají

Loňské hospodaření veřejného sektoru (podle metodiky ESA2010) skončilo překvapivým přebytkem 1,6 % HDP. Veřejné finance pokračují v příznivých výsledcích i v prvním čtvrtletí letošního roku. Přebytek ve výši 8,9 mld. CZK zajistily rozpočty samospráv a obcí, zatímco ústřední vládní instituce hospodařily s deficitem. **V meziročním srovnání tak došlo ke snížení dluhu veřejných institucí na 35,8 % HDP.**

Rozpočtové trendy započaté v první polovině letošního roku budou nadále pokračovat. V meziročním srovnání očekáváme další růst běžných výdajů. Projevoval se bude loňské zvyšování platů ve veřejném sektoru, ke kterému se přidává letošní zvyšování důchodů ve výši 5 %. Vláda se chystá podporovat hospodářský cyklus i v příštím roce. Rozpočet počítá s dalším navyšováním platů učitelů o 15 %, zatímco zvýšení odměn ostatních úředníků je

plánováno o 6 %. Na druhé straně by se však měla škrtat neobsazená tabulková místa ve státní správě a tím i ušetřit na platech. Tato úspora však bude řádově nižší, než objem prostředků vynaložených na růst mezd. Příští rok se vláda chystá zvyšovat výdaje i v oblasti vědy a vysokého školství, sportu a zdravotnictví. Samostatnou kapitolu tvoří investice.

Kapitálové výdaje vlády v letošním roce oproti

tomu loňskému zrychlily.

Zlepšilo se totiž čerpání prostředků z Evropských fondů. Rozjely se některé projekty, které budou i nadále potřebovat financování. Proto

předpokládáme, že kapitálové výdaje dále porostou. Pro letošní i příští rok představují největší riziko vyšších deficitů.

Způsobit by to mohlo

výrazné čerpání nároků z nespoteřovaných výdajů, tedy investic, které byly dříve schváleny, ale nikdy nebyly čerpány. V rozpočtu pro rok 2019 došlo ke zvýšení výdajů na investice ve výši 21 mld. CZK. Na druhé straně stále nevidíme pokrok ve výstavbě klíčových infrastrukturních projektů. Zadržely se i armádní zakázky. Takže některé naplánované investice se vůbec realizovat nemusí.

Kapitálové výdaje státu znovu postupně rostou (mld. CZK)



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

Příjmy zpomalí ruku v ruce s ekonomickou dynamikou

Příjmy státního rozpočtu zaznamenaly velmi dobrou dynamiku. Těží z cyklické pozice české ekonomiky, která se nachází ve fázi expanze. Tomu odpovídá i silný mzdový růst, zvyšující se zaměstnanost a vysoké tržby. Na parametrech na příjmové straně se nic významného nezměnilo. Jedinou krátkodobou úpravou je zahrnutí privatizačních účtů do státního rozpočtu. To příjmům příští rok jednorázově pomůže. Celkově ale příjmy budou podle nás letos zpomalovat svou silnou dynamiku s tím, jak se ochlazuje ekonomický růst.

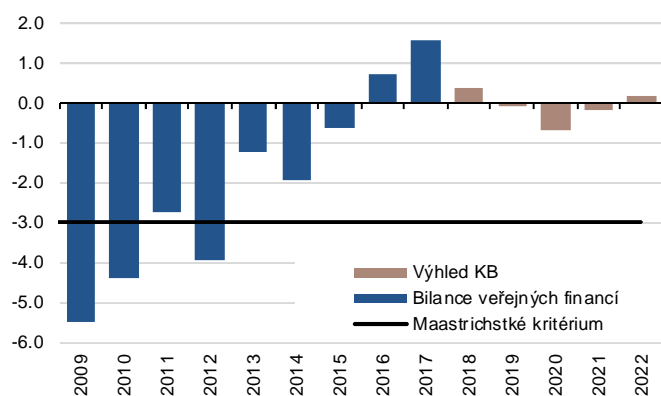
Dynamika veřejných financí

	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	1 779	1 829	1 839	1 829
Poměr dluhu k HDP (%)	34,6	32,8	31,6	31,5	30,5	29,1

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

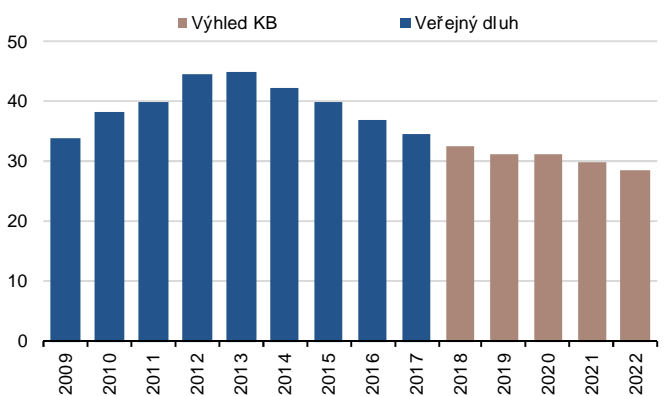
Ponecháváme svůj odhad, že letošní schodek rozpočtu centrální vlády bude 40 mld. CZK. Nicméně přetrvávají rizika, že tento schodek bude vyšší. Dynamiku výběru daní by mohla ohrozit zpomalující ekonomika, zatímco rozjíždějící se investiční aktivita by mohla nafouknout výdajovou část rozpočtu. Pro příští rok revidujeme svůj výhled ve směru vyššího schodku rozpočtu. Shodně s plánem ministerstva financí očekáváme schodek ve výši 50 mld. CZK. I pro příští rok vidíme rizika spíše směrem k vyššímu schodku.

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

Po téměř devíti měsících po volbách má Česká republika vládu s důvěrou. Vláda má svým složením spíše levicový charakter. V jejím programu nalezneme obecná prohlášení o reformách či nových výdajích. Konkrétní obrysy však opatření zatím nenabírají (kromě navyšování důchodů od začátku příštího roku). **Pokud tedy bude pokračovat současná konjunktura, rozpočty se i přes nárůst výdajů budou v následujících letech držet v lehce ufinancovatelných deficitech.**

Místní rozpočty i v letošním roce posunou celkovou bilanci podobně jako v loňském roce znovu do kladných čísel. **Celý veřejný sektor by měl letos vykázat v metodice ESA2010 přebytek 0,4 % HDP.** I zde trvá riziko, že municipality se rozhodnou více investovat, nicméně vývoj jejich financí v prvním čtvrtletí takový vývoj nenaznačoval. V příštím roce by se přebytek jejich financování měl snižovat. Dohromady se tak podle nás veřejné finance dostanou do mírného deficitu 0,1 % HDP.

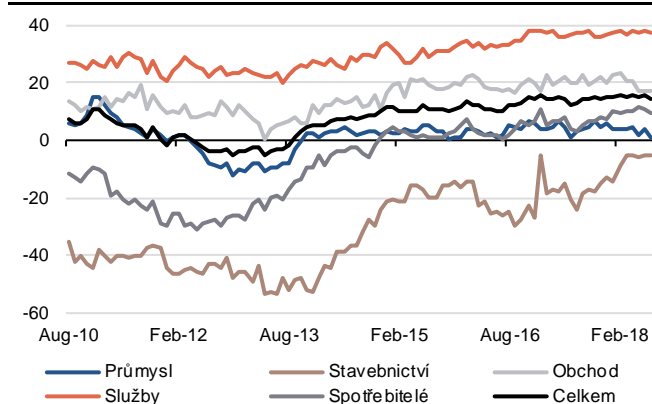
Veřejný dluh letos v absolutních číslech nepatrně vzroste, v poměru k HDP by však měl klesnout z 34,6 % na 32,8 % díky stále velmi slušnému ekonomickému růstu. Deficit veřejných financí v příštím roce zbrzdí pokles relativního dluhu. Ten se sníží pouze na 31,6 % HDP.

I přes ekonomické zpomalování zůstává situace na trhu práce utažená

Rekordně nízká nezaměstnanost žene mzdy nahoru.

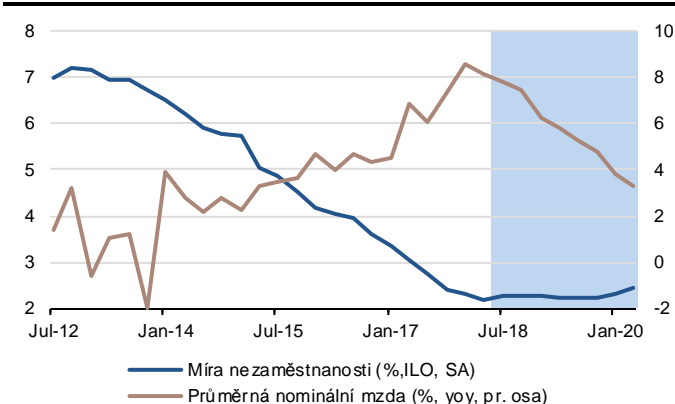
Současné zpomalení ekonomiky se v podstatě neprojevilo na trhu práce. Míra nezaměstnanosti sice dále nepadá, to je ale dáno tím, že už je tak nízká, že pro další pokles v podstatě nemá prostor. Na druhé straně vidíme neustálý nárůst počtu volných pracovních míst, což ukazuje, že poptávka po práci neutuchá. **Míra nezaměstnanosti (podle metodiky ILO) by měla zůstat velmi blízko současných 2,3 %.** Nedostatek pracovní síly tak bude i nadále tlačit průměrnou mzdu nahoru. **Ta by se letos v nominálním vyjádření měla zvýšit o 8 %.** Její dynamiku podporuje markantní navyšování platů ve veřejném sektoru. Navíc se domníváme, že mzdy ještě dohánějí předchozí roky, kdy tolik nerostly. V příštím roce mzdový růst zpomalí, i když by si i nadále měl udržet slušnou 5,5% dynamiku. Příznivý výhled pro ekonomiku a utažená situace na trhu práce se odrážejí na velmi slušné důvěře domácností a jejich rostoucí spotřebě. **Očekáváme, že letos se spotřeba domácností zvedne o 4 % a příští rok přidá 3 %.**

Spotřebitelská důvěra zůstává v blízkosti svých historických maxim (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

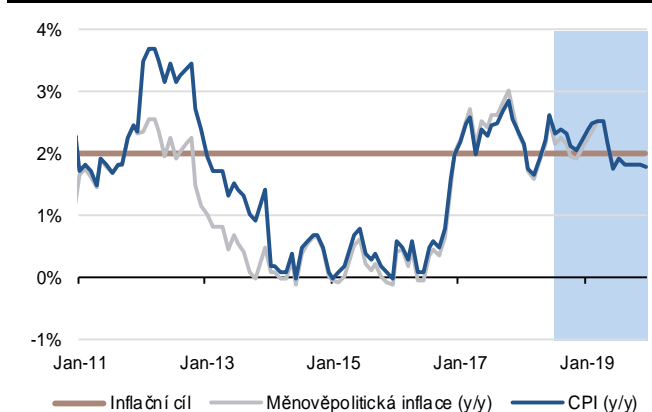
Inflace zůstane vysoko

Na začátku roku se zdálo, že domácí ceny ztratily svou růstovou dynamiku a inflace se bude pohybovat pod 2% hladinou. Nicméně druhé čtvrtletí tomu dalo zapomenout, když ukázalo, že inflační tlaky stále žijí. Meziroční růst cen byl podpořen všemi svými hlavními složkami. Zatímco nárůst cen potravin a pohonných hmot má možná pouze krátkodobý charakter, jádrové a regulované ceny by měly zajistit, že se inflace od dvouprocentní hladiny ještě nějakou dobu neodchýlí. Letos by v průměru měla vykázat 2,1 % a stejnou dynamiku by si měla zachovat i v příštím roce.

Jádrová inflace zůstane silná.

Jádrová inflace na začátku roku výrazně zpomalila. Obávali jsme se toho, že mzdové tlaky se vůbec nepropisují do cen. Podle všeho ale pouze působí se zpožděním. **Celé zrychlení jádrových cen rostoucím mzdám nejde přičíst, ale zdá se, že začínají hrát svou roli.** Podniky si totiž vzhledem ke svým rostoucím nákladům (nejenom mzdovým) musí vybrat, do jaké míry budou krátit své ziskové marže a do jaké míry přenesou růst nákladů na koncové spotřebitele. **Růst cen však bude brzdit koruna, která se podle nás vrátí na svou posilovací trajektorii. Jádrová inflace by se přesto měla udržet nad dvěma procenty.** Pro letošní rok očekáváme, že dosáhne 2,1 %, zatímco v příštím roce by měla zrychlit na 2,3 %.

Inflace zůstane nad dvěma procenty



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

Jádrová inflace po krátké pauze znovu zrychlila



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

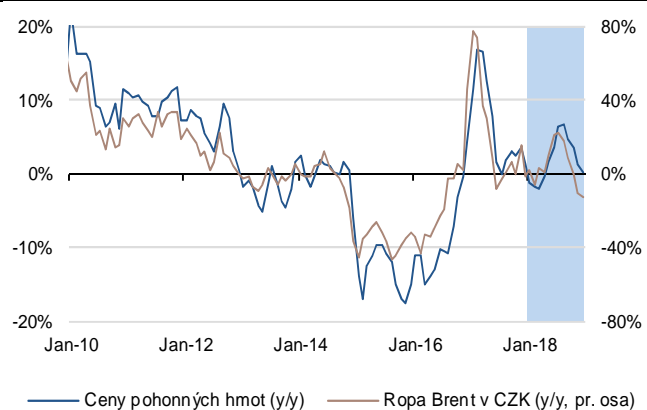
Špatná úroda naznačuje vyšší ceny potravin.

Ceny potravin vykazují vysokou volatilitu. Na začátku letošního roku rychle korigovaly svůj nárůst z předchozího roku. Poté ve druhém čtvrtletí nebývale zrychlily, ale předběžný průzkum ČSÚ ukazuje na jejich červencové zpomalení. **Ze střednědobého pohledu očekáváme, že potraviny začnou znovu zdražovat. Úroda obilovin podle prvního odhadů dosáhla nevalného výsledku kvůli nedostatku deště na jaře a v létě.** To by se letos na podzim a na začátku příštího roku mělo projevit ve vyšších cenách potravin. Podle našeho odhadu by měly vzrůst o 1,4 % v letošním roce a o 1,5 % v příštím. Rizika jsou na straně vyššího růstu.

Jak kurz koruny, tak ceny ropy by měly tlačit ceny pohonných hmot dolů.

Cena severomořské ropy Brent se v květnu dotkla 80 dolarů za barel a od té doby se drží stabilně nad 70 dolarovou hladinou. To je hlavní důvod zdražování na domácích čerpacích stanicích. K tomu se navíc přidává oslabení koruny, které toto zdražování ještě zvyrazňuje. **Domníváme se, že cena ropy by se v následujících měsících měla stabilizovat u hladiny 65 dolarů za barel.** Koruna, která podle nás začne posilovat, by měla dovozní ceny ještě snížit a **ceny pohonných hmot by tak měly ve zbytku roku jít dolů.** Nicméně vzhledem k vysoké ceně v první polovině letošního roku jejich průměrný růst letos dosáhne 5,8 %. V příštím roce by pak mělo dojít k poklesu o 1,3 %.

Ceny pohonných hmot stoupají, brzy by se ale měly vracet níže



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

Ceny elektřiny půjdou nahoru. Část zdražování nastane ještě letos, většina však přijde až na začátku příštího roku.

Po několika letech žádného nebo jen velmi mírného růstu jsme letos zaznamenali, že **regulované ceny** na začátku roku o něco vzrostly. Za tímto pohybem stály zejména ceny elektřiny a plynu, které odrážely nárůst cen těchto komodit na světových trzích, ale i skutečnost, že regulátor dovolil společnostem zvyšovat ceny za distribuci energií. **Současné ceny na trhu s komoditami naznačují, že dojde k dalšímu zdražování energií pro české domácnosti.** Zčásti k němu dojde ještě v letošním roce, většinou však společnosti ceny změní až na začátku příštího roku. Domníváme se tedy, že regulované ceny v průměru letos vzrostou o 2,1 %, zatímco v příštím roce přidají 2,4 %.

Rizika: volatilita na devizovém trhu je nejakutnější rizikem

Nestálé vnější prostředí vytváří několik rizik pro náš výhled. Jednomu z nich se věnujeme v boxech. Celkově jsou rizika soustředěna na straně slabšího růstu. Domácí rizika jsou naopak mírně nakloněna ve prospěch vyššího růstu. Hlavní rizika jsou:

- **Volatilita koruny.** Koruna potvrdila, že je náchylná k oslabování v reakci na globální události. Stále tak vidíme riziko výrazného oslabení, pokud ve světové ekonomice dojde k nepříznivým událostem.
- **Růst v eurozóně bude pokračovat v nevýrazném tempu.** Zatímco domácí poptávka zůstává silná, vnější prostředí je křehké. Pokud růst v EMU zůstane vlažný, ještě více zpomalí i česká ekonomika.

Koruna silně reaguje na globální politické události.

- **Pokles poptávky po autech v Evropě** by představoval výraznou ránu pro domácí producenty.
- **Nedostatek pracovní síly** představuje riziko pro investice, protože některé podniky mohou mít strach, že jejich nové zařízení nebude mít kdo ovládat.
- **Vládní investice představují prorůstové riziko.** Vidíme i riziko, že vláda zvýší své investiční úsilí, což by mohlo podpořit ekonomický růst jak v krátkodobém, tak dlouhodobém měřítku.

Klíčové makroekonomické ukazatele

	Q2 18	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	2017	2018	2019	2020	2021	2022
HDP a jeho struktura														
HDP (reálně, y/y, %)	2,5	2,6	2,8	3,0	2,9	2,9	2,6	1,9	4,5	3,0	2,9	1,6	2,3	2,3
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	3,9	3,9	3,7	3,7	3,1	2,7	2,5	1,9	4,4	4,0	3,0	1,3	1,3	2,1
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	2,8	3,6	3,8	2,1	2,0	1,5	1,4	1,4	1,3	3,4	1,7	1,9	2,0	2,0
Fixní investice (reálně, y/y, %)	5,9	5,9	5,6	2,6	2,4	1,6	2,0	1,3	3,7	6,7	2,1	0,3	3,5	3,6
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	-1,7	-1,0	-0,4	0,6	0,8	1,2	0,6	0,5	1,1	-1,1	0,8	1,0	0,7	0,4
Zásoby (příspěvek do y/y)	0,3	-0,4	-0,7	-0,5	-0,3	-0,1	0,4	0,4	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3
Měsíční data z reálné ekonomiky														
Zahraniční obchod (mld. CZK) (*) (***)	97	92	97	99	103	105	103	104	427	391	409	442	462	473
Vývozy (nominálně, y/y, %) (*)	0,8	2,4	3,0	7,7	4,4	4,9	3,4	2,6	5,9	1,2	5,1	2,8	6,0	7,2
Dovozy (nominálně, y/y, %) (*)	1,6	2,8	4,4	8,5	5,1	4,0	3,1	2,5	8,2	2,2	5,2	2,3	6,2	7,7
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	3,3	2,3	2,4	3,5	3,3	3,1	2,5	1,8	6,5	2,5	3,1	1,1	4,3	5,7
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	8,2	12,1	12,1	1,3	6,8	5,9	6,5	6,8	3,2	11,1	5,1	4,2	1,6	5,2
Maloobchod (reálně, y/y, %)	5,4	5,8	5,7	5,1	4,9	4,6	4,1	3,1	5,5	5,7	4,7	2,0	0,5	1,3
Trh práce														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	8,1	7,8	7,4	6,3	5,8	5,3	4,7	3,9	6,2	8,0	5,5	3,1	2,1	3,5
Mzdy (reálně, y/y, %)	5,7	5,4	5,2	3,7	3,6	3,4	2,9	1,9	3,7	5,7	3,4	1,2	0,8	1,9
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	2,9	3,0	3,2	3,2	2,8	2,9	3,3	3,4	4,1	3,2	3,1	3,3	3,4	3,6
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,1	2,3	2,2	2,4	2,2	2,2	2,2	2,4	2,9	2,3	2,2	2,4	2,5	2,7
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	1,7	0,8	0,7	0,2	0,1	0,2	0,1	0,0	1,6	1,2	0,2	-0,4	-0,2	-0,2
Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu														
Inflace (y/y, %)	2,3	2,3	2,1	2,5	2,2	1,9	1,8	1,9	2,5	2,1	2,1	1,9	1,3	1,5
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	1,3	1,5
Jádrová inflace (y/y, %) (**)	2,2	2,2	2,2	2,5	2,2	2,2	2,3	2,2	2,3	2,1	2,3	1,8	1,5	1,7
Ceny potravin (y/y, %) (**)	2,3	0,7	-0,3	1,3	2,0	1,5	1,3	1,9	5,1	1,4	1,5	2,1	1,3	1,1
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (**)	4,9	11,3	8,7	4,9	-1,5	-3,9	-4,8	-2,5	6,6	5,8	-1,3	-2,0	-4,4	-2,1
Regulované ceny (y/y, %) (**)	1,8	2,6	2,6	3,2	2,9	2,0	1,4	1,7	0,0	2,1	2,4	2,4	1,4	2,0
Ceny v průmyslu (y/y, %)	1,5	2,9	3,1	2,8	1,4	0,6	0,4	1,2	1,8	1,9	1,3	1,6	0,8	1,3
Finanční proměnné														
2W Repo (%, průměr)	0,76	1,25	1,50	1,75	2,00	2,25	2,16	2,04	0,17	1,04	2,04	2,06	2,1	2,1
3M PRIBOR (%, průměr)	0,92	1,40	1,65	1,90	2,15	2,40	2,40	2,40	0,41	1,21	2,21	2,40	2,4	2,4
CZK/EUR (průměr)	25,6	25,7	25,4	25,3	25,1	24,8	24,6	25,3	26,3	25,5	24,9	25,3	24,5	23,8
CZK/USD (průměr)	21,5	22,3	20,8	19,9	19,0	18,5	18,1	18,3	23,4	21,3	18,9	18,7	18,2	17,5
Vnější prostředí														
HDP v EMU (reálně, yoy, %)	2,5	2,4	2,3	2,3	2,1	1,8	1,5	1,2	2,6	2,4	1,9	0,8	1,1	1,5
HDP v Německu (reálně, yoy, %)	2,3	2,2	2,2	2,4	2,1	1,7	1,3	0,9	2,5	2,3	1,9	0,8	1,7	1,6
CPI v EMU (yoy, %)	1,7	1,9	1,6	1,4	1,3	1,2	1,3	1,3	1,5	1,6	1,3	1,3	1,3	1,4
Ropa Brent (USD/bbl, průměr)	74,3	72,5	78,0	73,0	70,0	72,7	75,4	73,3	55,1	73,1	72,8	70,0	65,0	65,0
Euribor 1Y (%, průměr)	-0,19	-0,14	-0,06	0,01	0,04	0,04	0,01	0,01	-0,15	-0,14	0,03	0,15	1,0	1,9
USD/EUR (průměr)	1,19	1,15	1,22	1,27	1,32	1,34	1,36	1,38	1,13	1,20	1,32	1,35	1,3	1,4

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

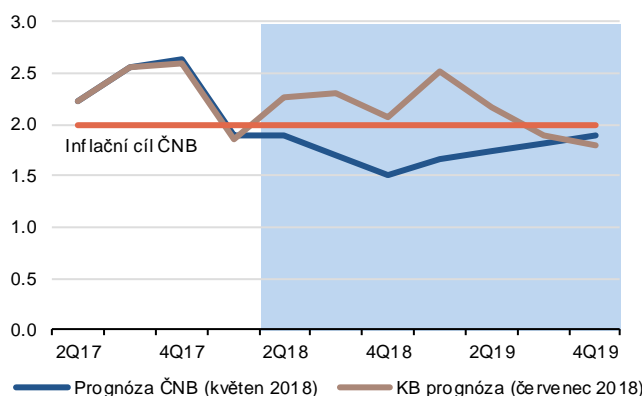
Slabá koruna spustila v ČNB jestřábí otočku

Květnová prognóza z dílny ČNB předpokládala, že sazby do konce roku zůstanou v podstatě beze změny. Kvůli zveřejněným údajům z ní však nezůstal na kameni kámen. Již v červnu bankovní rada přistoupila k nečekanému zvýšení sazeb. Ukázala tak, že bude reagovat na odchylky od očekávaného kurzu i přes nejistotu v globální politice. Je již jasné, že prognóza posune očekávanou trajektorii úrokových sazeb nahoru, zatímco naznačí slabší kurz koruny. To je v souladu s poslední úpravou naší prognózy. Očekáváme, že ČNB zvýší sazby každé čtvrtletí až do konce třetího kvartálu příštího roku.

Nový výhled posune zvyšování sazeb z konce prognózy na začátek

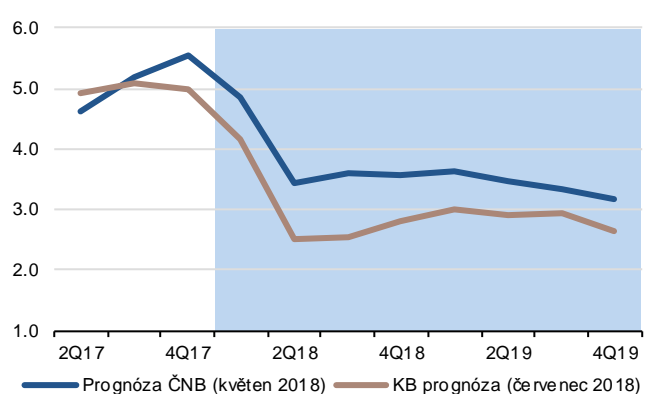
Květnová prognóza ČNB předpokládala, že inflace zůstane utlumená těsně pod dvěma procenty. Centrální banka také představila dva rizikové scénáře. Jeden zohledňoval případný nižší růst produktivity, zatímco druhý se zabýval slabší korunou. **Nakonec se splnila obě tato proinflační rizika.** Růst HDP zaostal za očekáváním právě kvůli nízké dynamice produktivity a koruna výrazně oslabil kvůli nárůstu globální nejistoty. **Navíc domácí inflace výrazně předčila všechna očekávání, když v červnu vykazovala 2,6 % a byla tak o 0,7 pb rychlejší, než předpokládala centrální banka.** Podle hlavního ekonoma centrální banky T. Holuba dvě třetiny z tohoto překvapení připadají na ceny potravin a energií, zatímco zbytek přičítá nečekanému růstu jádrové inflace. ČNB tak reagovala zvýšením sazeb na červnovém zasedání. **V rozhovoru pro agenturu Reuters¹ T. Holub prohlásil, že srpnová prognóza zaznamená výraznou revizi v očekávané trajektorii úrokových sazeb, což ukazuje, že centrální banka chce dále rychleji utahovat měnové podmínky. Pokud kurz koruny neodvede svůj díl práce, pak budou nahoru muset sazby.**

Inflace zůstane bezpečně nad 2 % (%)



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

HDP výrazně zpomalí (%)



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

Koruna oslabil po politickém závaru v Itálii. U slabších hodnot ji pak držely další politické nejistoty (problémy s vyjednáváním brexitu, obchodní války a politické půtky v Německu) a koruna tak nebyla schopna své ztráty korigovat. Vše jsme popsali ve svých reportech

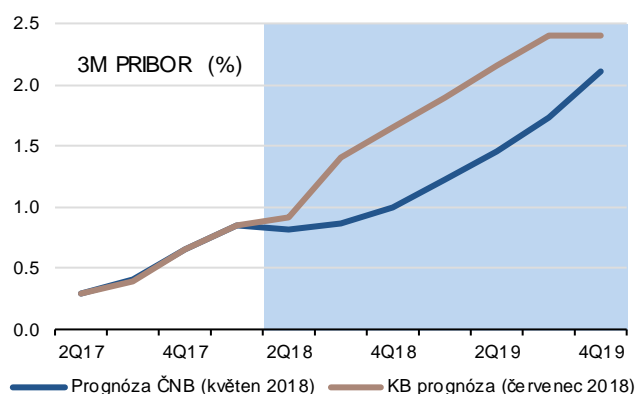
¹<https://www.reuters.com/article/us-czech-cenbank/czech-central-banks-new-forecast-to-show-jump-in-rate-path-idUSKBN1KE129?il=0>

<http://bit.ly/FXrevCZ> a <http://bit.ly/2NM0WGI>. **Nejdůležitějším závěrem je, že koruna je nyní mnohem zranitelnější vzhledem k šokům z vnějšího prostředí a omezeně reaguje na domácí podněty.** Červnové zvýšení sazeb mělo do kurzu pouze velmi krátkodobý dopad a rozhovor T. Holuba posunul korunu pouze přibližně o 0,5 % k silnějším hodnotám. Koruna tak podle nás bude hlavním důvodem, proč dojde k revizi předpokládané trajektorie sazby PRIBOR směrem nahoru.

Nízká dynamika produktivity vedoucí k slabému růstu HDP na začátku roku podle ČNB pouze zvýrazňuje inflační tlaky. Utažený trh práce vytváří silné mzdové pnutí a produktivita vázne. Nefinanční korporace tak musí buď přenést vyšší náklady na koncové spotřebitele nebo si musí sáhnout na svou ziskovou marži. Předpokládáme, že zpomalování ekonomiky bude pokračovat, protože hospodářství již narazilo na své kapacitní možnosti a navyšování produktivity je pomalejší, než jsme předpokládali. Situace na trhu práce nedovolí výrazné zmírnění mzdového růstu. Ten tak bude i nadále vytvářet proinflační tlaky, které budou jenom omezeně bržděny poklesem ziskových marží.

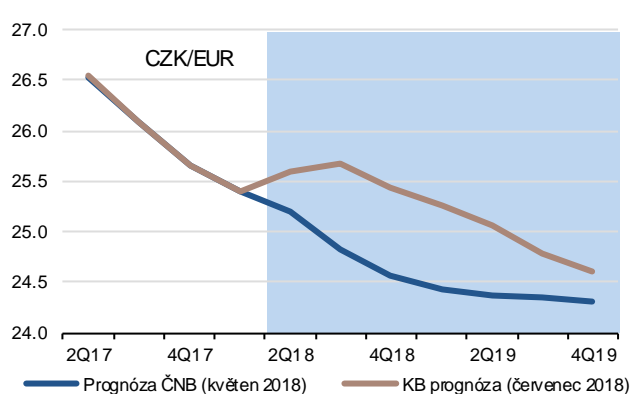
ČNB tak posune očekávanou trajektorii úrokových sazeb. To už ve svém rozhovoru pro Reuters naznačil T. Holub. Když byl dotazován, zda můžeme čekat zvýšení trajektorie o 100 bb, řekl, že sice nemůže být konkrétní, ale že toto číslo není „úplně mimo mísu“. **Naznačil také, že prognóza ukáže na pomalejší zhodnocování koruny.** Podle našeho odhadu nová prognóza implikuje výraznější zvýšení sazeb již v krátkém horizontu. Pro letošek by mohla naznačit 2-3 zvýšení sazeb. To samé by měla ukázat i pro příští rok, zatímco očekávané posílení koruny bude mnohem pomalejší než v předchozí prognóze. **Nešokovalo by nás ani, kdyby analytici ČNB doporučili bankovní radě zvýšit sazby o 50 bb již na srpnovém zasedání.**

Zvýšení sazeb se z dlouhého horizontu přesune výrazně blíže



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Posilování koruny bude mnohem pozvolnější



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

Bankovní rada bude pokračovat v pozvolné normalizaci sazeb

Od června členové bankovní rady na veřejnosti moc nevystupovali. **Tradiční jestřábi M. Hampl a V. Benda se vyslovili pro rychlejší zvyšování sazeb.** Jejich slova však trh nepřekvapila, protože takto vystupují dlouhodobě. Zbytek bankovní rady je tradičně mnohem opatrnější. Nicméně celkově se bankovní rada shodne, že by chtěla posunout sazby na neutrální úroveň. Liší se pouze v načasování kroků. **Domníváme se, že většina bankovní rady bude chtít využít současné situace, aby posunula sazby výše,** ale i nadále bude bedlivě sledovat vývoj na devizovém trhu. Předpokládáme, že ČNB bude zvyšovat sazby o 25 bb za čtvrtletí až do Q3 19. **Bankovní rada podle nás zvýší sazby v srpnu pouze o 25 bb.**

Rizikem zůstává nárůst sazeb o 50 bb. Spolu se změnou výhledu by takový krok znamenal ještě větší signál a projevil by se v tržních cenách swapů a posílením by reagovala i koruna. To ale klidně může být pouze krátkodobé, pokud ho přebijí globální události.

Korunový devizový trh



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

25 korun za euro až za rok

Oproti naší prognóze i předpokladům ČNB koruna během Q2 18 neposílila, ale naopak významně oslabil. Téměř po roce tak atakovala hladinu 26 CZK/EUR. Ani postupné zvyšování sazeb nestačí eliminovat negativní vliv vnějšího prostředí. Posilující trend se na koruně nakonec opět prosadí, na hladinu 25 CZK/EUR si ale zřejmě počkáme až na příští léto.

Koruna během Q2 18 ztratila v průměru 0,8 %.

Koruna se svezla na výprodejní vlně rozvíjejících se měn

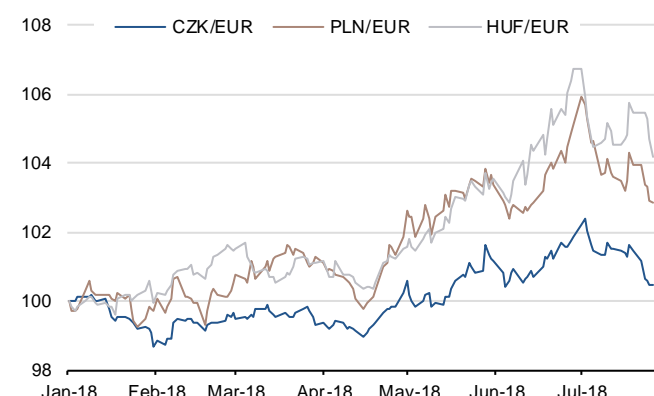
Letošní druhé čtvrtletí bylo prvním od závěrečného kvartálu roku 2014, kdy česká koruna vůči euru oslabil. Naplnil se tak rizikový scénář, který jsme v předchozím vydání *Ekonomických výhledů* avizovali. Nepříznivý vývoj vnějšího prostředí převážil pozitivní vliv domácího kurzového vývoje včetně rozšiřujícího se úrokového diferenciálu.

Koruna se vrátila tam, kde byla téměř před rokem



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Oproti středoevropským měnám se jí letos daří dokonce lépe (1.1.2018 = 100)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Investoři korunu zařadili po bok dalších měn rozvíjejících se trhů.

Letošní vývoj kurzu USD/EUR

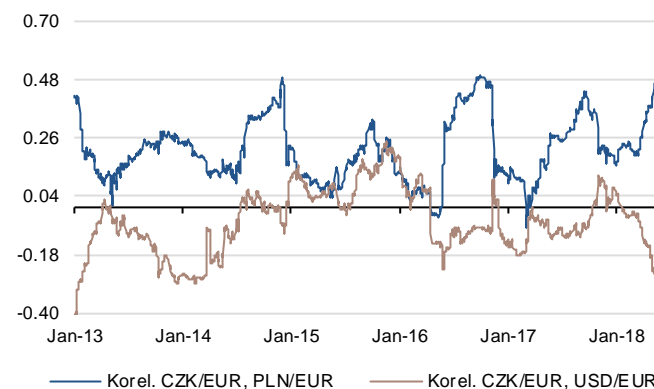


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

S Q2 18 se změnil charakter vývoje kurzu CZK/EUR. V analýze, kterou najdete [zde](http://bit.ly/FXrevCZ) <http://bit.ly/FXrevCZ>, jsme diskutovali příčiny toho, že se významným způsobem zvýšila korelace mezi středoevropskými měnami a kurzem USD/EUR. Prim v determinaci měnového kurzu tak začaly hrát externí faktory. Globální investoři přestali rozlišovat mezi korunou a ostatními aktivy na rozvíjeních se trzích.

Česká koruna tak od dubna oslabuje ruku v ruce s regionálními měnami, i když ve výsledku letos ztrácí výrazně méně.

Pozitivní korelace mezi korunou a zlotým je nejvyšší od roku 2012, stejně jako negativní korelace mezi regionálními měnami a USD/EUR



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

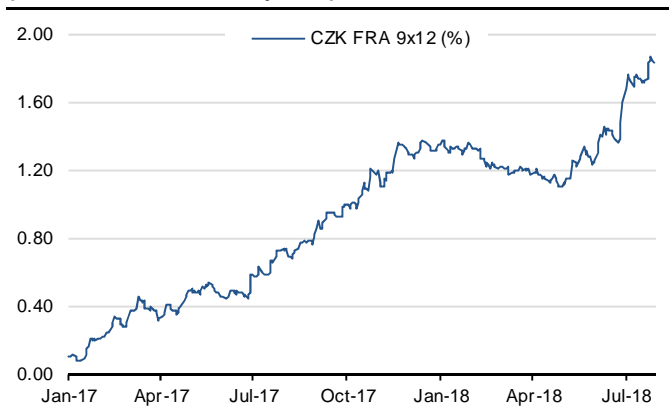
Na atraktivnější úrokový diferenciál zatím koruna nereaguje.

Vyšší úrokové sazby nakonec koruně pomohou

V zajištění vnějších faktorů bude koruna i během nadcházejících měsíců.

Míra její zranitelnosti vzhledem k vývoji na světových trzích zůstane vysoká. Naopak na domácí impulsy reaguje výrazně méně, než na co jsme byli zvyklí, a na tom se také asi nic nezmění. Navzdory nečekanému červnovému zvýšení korunových sazeb a zesílení očekávání, že ČNB bude v tomto trendu pokračovat, jsme se pozitivní reakce české měny nedočkali.

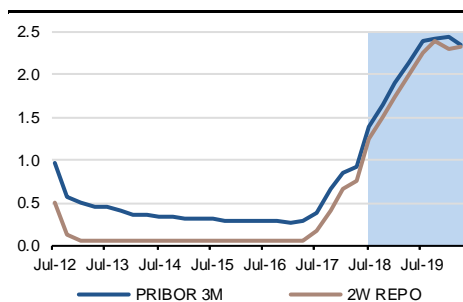
Výrazné zvýšení tržních očekávání ohledně růstu sazeb od počátku Q2 18 koruně nijak nepomohlo



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

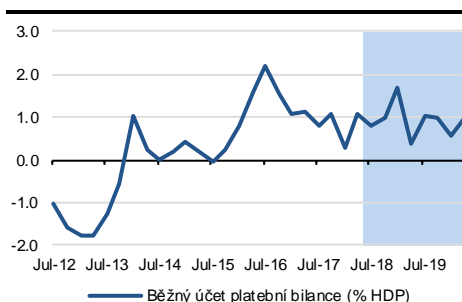
Koruna se k posilujícímu trendu vrátí, bude to ale chvíli trvat. Oproti předchozímu vydání *Ekonomických výhledů* očekáváme, že hladina 25 CZK/EUR bude dosažena až v polovině příštího roku. Kurz ke koci letošního roku prognózuje na 25,40 CZK/EUR. Běžný účet platební bilance bude i nadále generovat eura, která bude třeba na trhu směnit. Pozitivní roli nakonec sehraje i vyšší úrokový diferenciál, který podpoří příliv portfoliových investic. Peněžní trh již v podstatě plně počítá se srpnovým zvýšením úrokových sazeb a zhruba s trojnásobným zvýšením v ročním horizontu. Nicméně my předpokládáme, že sazby se budou zvyšovat každé čtvrtletí až do Q3 18 (více viz část *ČNB Focus*).

Očekávaný vývoj sazeb českého peněžního trhu



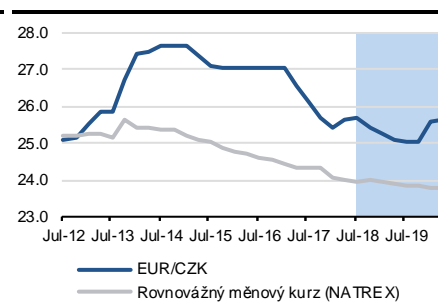
Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj běžného účtu platební bilance



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Dlouhodobý rovnovážný kurz CZK/EUR dle NATREX



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

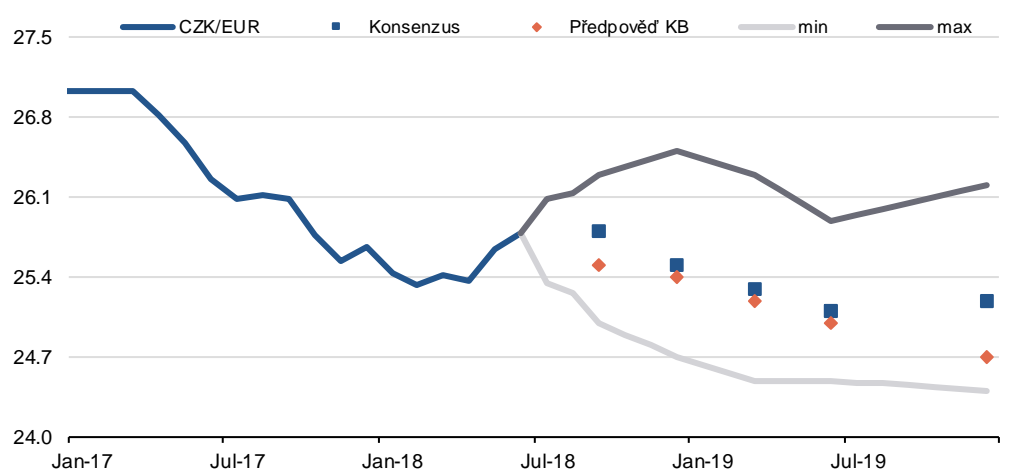
Konvergence kurzu k rovnovážné úrovni je otázkou let.

Konvergence kurzu k rovnovážné úrovni, kterou podle přístupu NATREX vidíme blízko hladiny 24 CZK/EUR, bude pokračovat. Samotné dosažení této úrovně je ale otázkou spíše několika let. S koncem roku 2019 totiž předpokládáme zpomalení růstu české ekonomiky v souvislosti s recesí v USA, což bude znamenat dočasné oslabení české měny a opětovné vzdálení se od rovnovážné úrovně.

Rizika: výprodejní tlak na koruně může ještě zesílit

Náš výhled do konce roku 2019 je víceméně v souladu s tržním konsensem. Všeobecně se očekává, že koruna bude za rok silnější a kurz bude atakovat hladinu 25 CZK/EUR. Ve druhé polovině příštího roku by již tempo zhodnocení mělo být minimální.

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 30.7.2018)



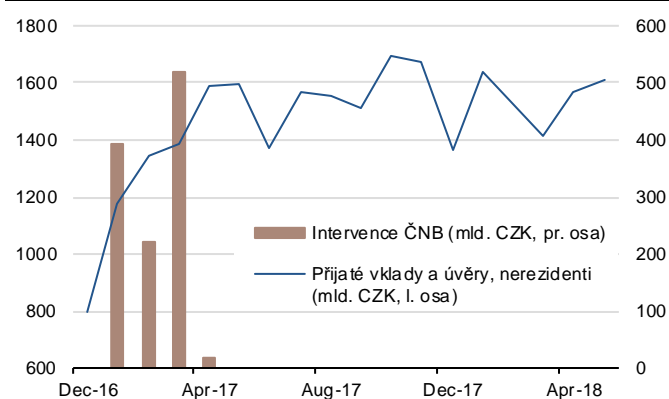
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Riziko vidíme vychýlené směrem ke slabší korunové úrovni.

Stále překoupená korunová pozice činí tuzemskou měnu zranitelnou. Režim kurzového závazku a intervence centrální banky vedly k nárůstu zahraničních investorů spekulujících na posílení koruny. Tato pozice se zatím příliš nezredukovala a činí korunu zranitelnou, a to v době zvýšené tržní nejistoty. Toho jsme v relativně omezeném měřítku svědky již nyní. Riziko pro korunu představuje nejenom šok na globálních finančních trzích, ale i dřívější či hlubší ekonomické zpomalení, než se kterým pro přelom let 2019 až 2020 počítáme.

Naopak opadnutí globální nejistoty doprovázené zvyšováním tuzemských úrokových sazeb rychlejším tempem, než se kterým dosud počítáme, může vést k rychlejšímu posilování koruny, než který ukazuje základní scénář.

Intervence ČNB prudce zvýšily závazky českých bank vůči nerezidentům



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

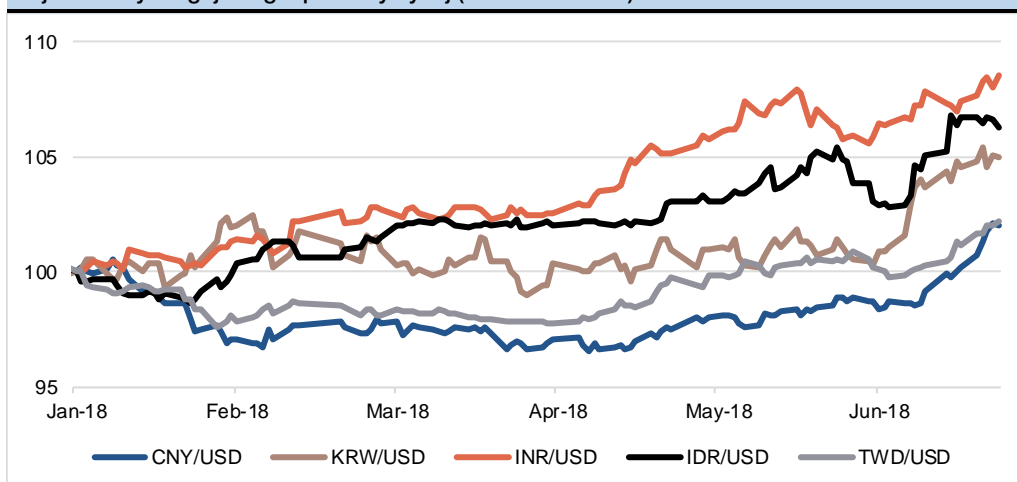
Box 3: Měny otevřených ekonomik jsou ve vleku světových událostí

Geopolitická nejistota v první polovině roku zamíchala kurzem (nejen) regionálních měn. K evropským politickým problémům ať už okolo sestavování vlády v Itálii, ve Španělsku nebo mezi koaličními partnery v Německu, se přidala i eskalace situace kolem tureckých voleb a především hrozba obchodních válek mezi Spojenými státy a zbytkem světa. Mezinárodní události ovlivňují kurz koruny mnohem více, než fakt, že ještě deset měsíců od voleb česká vláda neměla důvěru.

Geopolitické události ale neovlivňují pouze regionální měny. Stále nové bitvy vzbuzují obavy především v Asii a vedou k postupnému oslabování tamějších měn. Od začátku roku oslabily téměř všechny asijské měny, nejvíce však indická a indonéská rupie.

Podle reakcí na mezinárodních trzích se ještě loni příliš nevěřilo, že by byl americký prezident schopen obchodní válku rozpoutat. Korejský won, stejně jako čínský renminbi shodně upevňovaly své pozice na nejsilnější úroveň od roku 2014 a 2015. Jako první zasáhla Trumpova touha po spravedlivém obchodu právě tyto dvě země, když v lednu USA uvalily dovozní cla na solární panely a pračky. Tamní měny se usadily, a až do června oscilovaly pouze v rozmezí ± 1 %. A to i přesto, že Spojené státy mezitím pokračovaly v uplatňování dalších tarifů, jako dovozní cla na hliník, která zasáhla právě Čínu nebo na čínské zboží v hodnotě 50 mld. USD. Žádná zásadní panika na trzích nevznikla ani tehdy, když v dubnu americký prezident D. Trump zvažoval další cla na čínské zboží v hodnotě 100 mld. USD.

Asijské měny reagují na geopolitický vývoj (1. 1. 2018 = 100)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Že jde do tuhého, se výrazněji projevilo až v červnu. V té době nejasnosti okolo cel zastínily zprávy ze setkání Trumpa s Kimem. A současně začaly asijské regionální měny v čele s renminbi výrazně oslabovat. Čínská měna, jakkoliv do té doby stabilní, během několika pár dní oslabila o 3,5 %. Není snadné určit, zda se jedná o volný pohyb, nebo zda čínská vláda navzdory svému prohlášení, že nebude používat svou měnu jako nástroj ve stávající obchodní válce, kurzem renminbi manipuluje. Podobně však oslabily i ostatní asijské měny, indická rupie ztratila přes 2 %, taiwanský dolar o téměř 3%. A oslabovaly i přesto, že se hlavní přestřelka přesunula především na západ, mezi Spojené státy a Evropskou unií. Naopak regionální měny začaly proces oslabení už v dubnu, v dobách, kdy obchodní válka eskalovala právě mezi Spojenými státy a Čínou. Od té doby se koruna se dostala na své 11měsíční minimum, zlotý je nejnižší za poslední rok a půl a maďarský forint dosáhl nejslabší hodnoty v tomto hospodářském cyklu.

Zdá se, že v současnosti mají geopolitické události mnohem větší potenciál zamíchat měnovým kurzem malých otevřených ekonomik než reálný ekonomický světový a domácí vývoj. Také v následujících měsících lze očekávat, že to budou politické změny a prohlášení, které budou hlavními hybateli na světových trzích.

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

Technická analýza CZK/EUR (aktualizováno 27. července 2018 v 16:17)

Vedoucí technických analytiků

Stéphanie Aymes
(44) 207 762 5898
stephanie.aymes@sgcib.com

Technický analytik
Tanmay Purohit
(91) 80 6716 8267
tanmay.purohit@sgcib.com

Technický analytik
Natarajan Visweswaran
(91) 80 6758 7816
natarajan.visweswaran@sgcib.com

Prolomení vzestupné trendové hladiny podpory

Po dosažení mnohaletého trendu 26,20/26,25 na počátku července jsme byli svědky odrazení se kurzu od této oblasti odporu. Měnový pár prolomil ostrou rostoucí trendovou linii podpory a nyní zkoumá oblast 200 denního klouzavého průměru kolem 25,60. Denní indikátor RSI se nachází na úrovni podpory, fáze konsolidace by ale měla přetrvávat. Oblast 26,20/26,25 představuje důležitou oblast odporu. V případě, že dojde k prolomení 200 denního klouzavého průměru v blízkosti 25,60 CZK/EUR, kurz CZK/EUR zamíří k další úrovni podpory na 25,50 respektive k ještě důležitější oblasti 25,40/25,35. Jedná se o dlouhodobou rostoucí trendovou linii prosazující se od letošního února a o 76,4 % nedávného vzestupného pohybu. Nejbližší úroveň odporu se nachází na 25,80 CZK/EUR.

CZK/EUR, týdenní graf

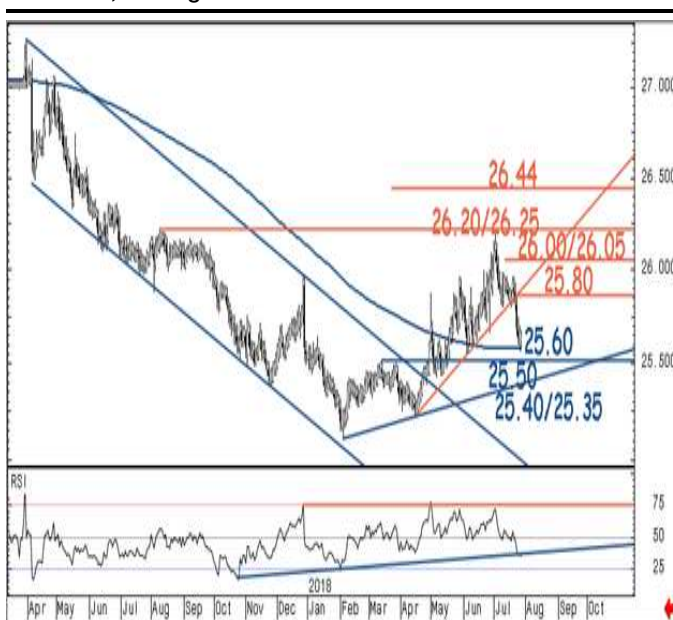


© 2018 All rights reserved worldwide. <http://www.cqg.com>

Fri Jul 27 2018 19:20:44, CQG 18.12.8063

Zdroj: SG Cross Asset Research

CZK/EUR, denní graf



© 2018 All rights reserved worldwide. <http://www.cqg.com>

Fri Jul 27 2018 19:20:38, CQG 18.12.8063

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

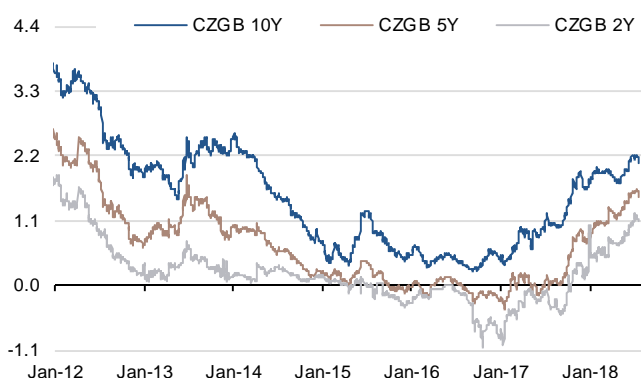


Jakub Matějů
(420) 222 008 598
j_mateju@kb.cz

Výnosy porostou hlavně na krátkém konci křivky

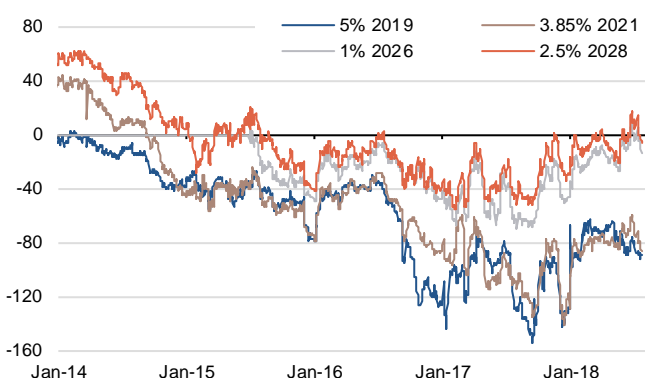
S ohledem na rekordní množství již prodaných vládních dluhopisů jsme zvýšili očekávaný letošní celkový emisní objem na 250 mld. CZK, v příštím roce díky vyššímu objemu splatných dluhopisů očekáváme emise za 260 mld. CZK. Kvůli rychlejšímu utahování měnové politiky předpokládáme rychlejší růst sazeb jak CZGB, tak úrokových swapů. Sklon výnosové křivky se bude dále snižovat.

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

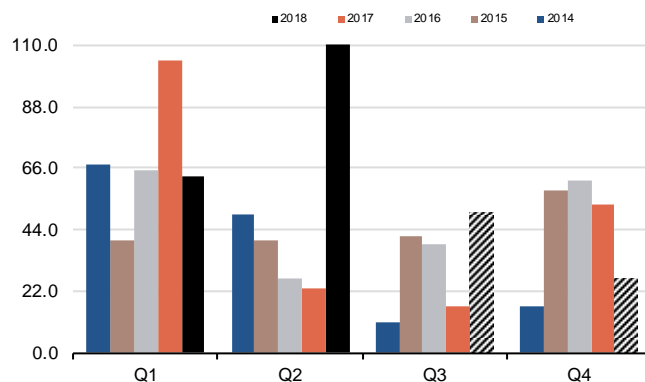
Ve druhém čtvrtletí pokračovaly výnosy českých dluhopisů v růstu. Nahoru je táhly jak očekávání ohledně zvyšování sazeb ČNB a solidní inflace, tak i růst nabídky na dlouhém konci křivky. Na konci června desetiletý výnos dosáhl 2,2 %, a to poprvé od začátku roku 2014. Zároveň se ASW spready v červnu dostaly dočasně do kladných hodnot, což dále posilovalo robustní poptávku po dluhopisech. Od té doby opět došlo k jejich uzavření, silná poptávka však přetrvává. Sezónně nižší objemy v letní aukční sezóně proto podle nás půjdou na dračku.

Nabídka v H2 2018: vyšší objem ve Q3 i celoročně

Nadále očekáváme, že hrubé výpůjční potřeby letos dosáhnou zhruba 341 mld. CZK, tedy o zhruba 10 mld. CZK méně v porovnání s výhledem Ministerstva financí. Rozdíl je

daný námi předpokládaným nižším schodkem státního rozpočtu. Vzhledem k již vydaným dluhopisům ve Q2 18 a relativně bohatému aukčnímu kalendáři na letní měsíce zvyšujeme celkové očekávané objemy vydaných střednědobých a dlouhodobých dluhopisů v letošním roce na primárním trhu na 250 mld. CZK. K tomu očekáváme dalších 10 mld. CZK přímých prodeje na sekundárním

Čtvrtletní emise CZGB na primárním trhu (mld. CZK)



Zdroj: Ministerstvo financí, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka * Q3-Q4 18 odhad Komerční banky

Domníváme se, že ministerstvo financí letos prodá 250 mld. CZK střednědobých a dlouhodobých dluhopisů.

trhu. Čistá emise pokladničních poukázek by měla dosáhnout 26 mld. CZK (hrubé prodeje tedy očekáváme ve výši 70 mld. CZK) a zároveň předpokládáme čerpání 11 mld. CZK z likviditní rezervy ministerstva. Z pohledu načasování prodejů dojde oproti rekordní emisi ve Q2 (110 mld. CZK) k sezónnímu zpomalení ve Q3 18 na stále silných 50 mld. CZK. Zbývajících 27 mld. CZK pak bude vydáno v posledním čtvrtletí letošního roku, to znamená nižší hodnotu oproti předchozím *Ekonomickým výhledům*.

Hrubé výpůjční potřeby a financování v letech 2018 a 2019, mld. CZK

	2018e		2019f	
	MF červen 2018	KB červenec 2018	MF červen 2018	KB červenec 2018
Výpůjční potřeby				
Schodek rozpočtu	50,0	40,0	50,0	50,0
Zpětné odkupy CZGB		0,0		0,0
Splátky CZGB	236,1	185,0	240,9	240,9
Splátky eurobondů		51,1		0
Splátky spořicí dluhopisů	16,4	16,4	2,7	2,7
Splátky pokladničních poukázek	44,0	44,0	50	70
Splátky ostatních instrumentů peněžního trhu	0,0	0,0		0,0
Splátky půjček od EIB	4,8	4,8	4,7	4,7
Celkem	351,3	341,3	348,3	368,3
Financování				
Hrubá emise pokl. poukázek (splatnost v roce 2018)		70,0		70,0
Hrubá emise CZGB (v aukcích)	min 150,0	250,0		260,0
Přímé prodeje CZGB		10,0		10,0
Hrubá emise eurobondů		0,0		0,0
Hrubá emise spořicí dluhopisů		0,0		0,0
Využití likviditní rezervy		11,3		28,3
Čistý efekt výměn dluhopisů		0,0		0,0
Celkové financování		341,3		368,3
Čistá emise CZGB		75,0		29,1

Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vydání nového eurobondu považujeme za nepravděpodobné.

Díky předčasnému refinancování dluhopisu maturujícího v srpnu a pokračující relativně silné poptávce v primárních aukcích **považujeme vydání nového eurobondu v letošním roce za nepravděpodobné**. Neočekáváme ani nové financování pomocí úvěru od Evropské investiční banky. Ke konci července si ministerstvo zajistilo 77,2 % z námi očekávané letošní emise CZGB, to znamená 58,5 % z celkových hrubých výpůjčních potřeb po očištění o čerpání likviditní rezervy (330 mld. CZK).

Nabídka v roce 2019: růst objemu kvůli vysokým splátkám

V roce 2019 bude třeba splatit 240,9 mld. CZK maturujících státních dluhopisů. K tomu očekáváme splátky pokladničních poukázek ve výši 70 mld. CZK a schodek rozpočtu v souladu s předpokladem ministerstva 50 mld. CZK. Celkově by tak byla celková potřeba financování relativně vysoká, nejvyšší od roku 2013. **Proto očekáváme celkový objem vydaných dluhopisů za příští rok ve výši 260 mld. CZK**, tedy vyšší než letos. Čistá emise CZGB se přitom bude pohybovat kolem 30 mld. CZK.

Výnosy CZGB v H2 2018 a 2019: vyšší výnos kvůli ČNB i silné nabídce

Na základě vývoje na globálních trzích od začátku května a změně našeho výhledu pro politiku ČNB **jsme zvýšili prognózu výnosů českých dluhopisů**. Očekáváme, že výnos 10Y bondu dosáhne v závěru letošního roku 2,20 %, kratší konec vzroste ještě razantněji na 1,5 %. Stojí za tím oproti předchozí prognóze razantnější utahování měnové politiky ČNB (dvojí zvýšení o 0,25 pb do konce roku) a rychlejší předpokládaný růst výnosů desetiletých Bundů. Především

Zvýšili jsme prognózu výnosů českých dluhopisů.

na krátkém konci křivky zároveň očekáváme jednorázový nárůst poptávky na přelomu roku kvůli likviditním omezením spojeným s Rezolučním fondem.

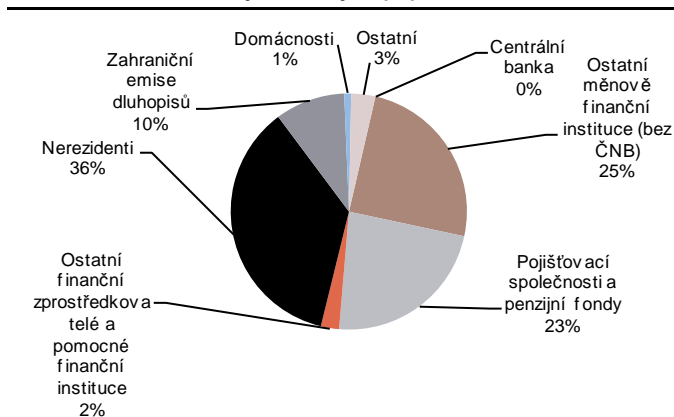
Prognóza výnosů CZGB

	Q3 18f	Q4 18f	Q1 19f	Q2 19f	Q3 19f
Výnos 2Y CZGB (%)	1,30	1,50	1,70	1,80	1,95
Výnos 10Y CZGB (%)	2,05	2,20	2,40	2,50	2,55
10Y CZGB ASW (bb)	0	0	0	-5	-5

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

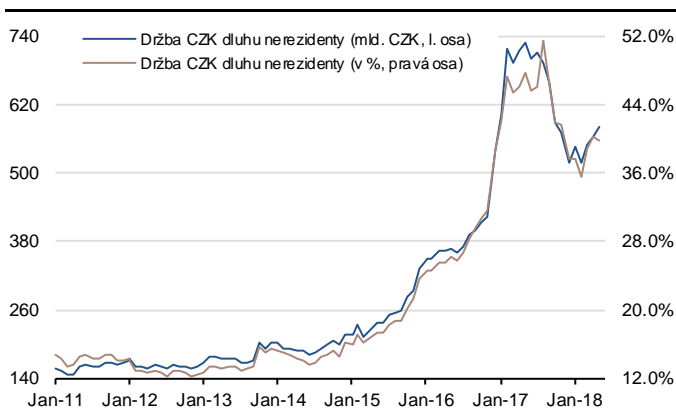
V příštím roce bude pokračovat utahování měnové politiky ČNB (postupně o 0,75 pb v průběhu roku 2019) a inflace se bude v první polovině roku 2019 pohybovat ztelně nad 2 %. Především tyto faktory potáhnou výnosy dluhopisů dále výše. Očekáváme také pozvolné zdražování CZGB relativně oproti úrokovým swapům, protože poptávka po dluhopisech bude nadále silná a čistá emise za příští rok nedosáhne letošních hodnot. **Nominální desetiletý výnos v příštím roce podle našeho výhledu překoná 2,50 %, dvouletý výnos se dostane na 1,90 %.**

Držba vládních dluhových cenných papírů, červen 2018



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podíl nerezidentů se letos snížil

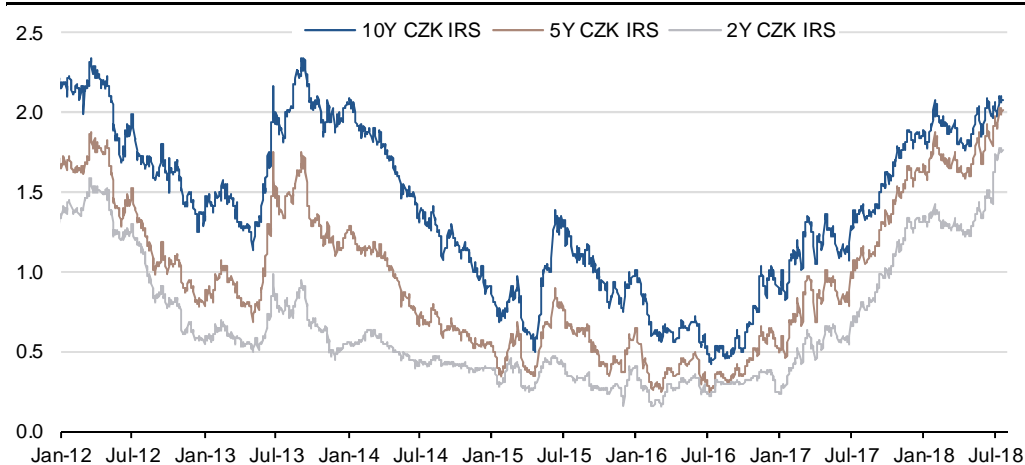


Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Struktura držitelů CZGB: stabilizace

Po snížení podílu zahraničních držitelů tuzemských bondů na počátku roku (to souviselo s odezněním efektu konce roku) došlo ke stabilizaci podílu nerezidentů poblíž 40 %. To je relativně nízká hodnota oproti předchozímu roku, kdy lákalo zahraniční investory zhodnocení koruny související s exitem ČNB. Poměr zahraničních držitelů však zůstává vysoko nad předintervenním stavem. Očekáváme, že se bude dále držet na těchto úrovních, CZGB totiž s cyklem utahování měnové politiky přináší zajímavé zhodnocení pro dlouhodobé investory, obzvlášť pokud se koruna navrátí k apreciačnímu trendu.

Nedávný vývoj CZK IRS (v procentech)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Revize výhledu měnové politiky ČNB vyústila i ve zvýšení trajektorie korunových úrokových swapů.

Trh českých sazeb IRS: pokračuje zplošťování výnosové křivky

Revize výhledu měnové politiky ČNB vyústila i ve vyšší trajektorii korunových úrokových swapů. V naší nové prognóze očekáváme, že desetiletý swap dosáhne na konci roku 2,20 %. Tento nárůst vychází ze silných domácích fundamentů (inflace výrazně nad 2 %, solidní inflační očekávání) a zvýšení eurových swapů (SG předpokládá 10Y EUR IRS na konci roku na 1,25 %). Poroste i krátký konec korunové swapové křivky, a to v návaznosti na očekávané další zpříšňování měnové politiky.

Výhled pro CZK IRS (%)

	Q3 18f	Q4 18f	Q1 19f	Q2 19f	Q3 19f
2Y	1,80	2,00	2,25	2,40	2,55
5Y	2,00	2,20	2,40	2,50	2,60
10Y	2,05	2,20	2,40	2,50	2,60

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zatímco v letošním roce zřejmě poroste jak dlouhý tak i krátký konec výnosové křivky, v roce 2019 očekáváme snížení jejího sklonu – zpomalení růstu kvůli americké recesi se promítne dříve na poklesu delšího konce, zatímco ten krátký zůstane ukotven sazbami ČNB.

Bankovní sektor

Úrokové sazby jsou na vzestupu



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

V říjnu vstoupí v platnost přísnější doporučení ČNB na regulaci hypoték. Nově bude u všech nových hypoték poměr úvěru a hodnoty zajištění (LTV) nižší než 90 %; poměr výše dluhu a čistého ročního příjmu žadatele o úvěr menší než 9 a poměr celkové dluhové služby a čistého příjmu žadatele o úvěr nižší než 45 %. Toto navazuje na doporučení ohledně hypotečních úvěrů z loňského roku, které se ale týkalo hlavně hypoték s poměrem LTV mezi 80 % a 90 %. Zveřejněné odhady² ukazují, že jedna třetina současných žadatelů by nesplnila tyto nové nároky. Tento odhad se stal hlavním scénářem prognózy úvěrů na bydlení. V Q4 tak dojde k mezičtvrtletnímu poklesu úvěrů domácností na bytové potřeby, který bude následovaný mírnějším mezičtvrtletním tempem růstu v příštím roce. Nicméně tento pokles v posledním čtvrtletí roku je kompenzován předzásobením žadatelů, které probíhá v Q3 letošního roku.

Poptávka domácností po úvěrech je stimulována ještě stále nízkými úrokovými sazbami, růstem mezd ve všech odvětvích ekonomiky a především pozitivními očekáváními. Prognóza ukazuje, že tyto faktory budou slábnout, což přinese zpomalení na trh úvěrů pro domácnosti. Očekáváme, že půjčky nefinančním podnikům budou mít v letošním i příštím roce podobnou dynamiku jako vloni. Ty jsou v současné době podporovány hlavně investičními úvěry, které i navzdory zpomalení investiční aktivity v příštím roce zůstanou klíčovým tahounem růstu.

Bankovní úvěry a depozita (y/y, %)

	Q2 18	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Bankovní úvěry															
Celkem	4,3	4,7	7,2	5,1	4,7	3,5	4,0	4,7	6,3	5,1	4,3	4,4	4,4	5,4	4,2
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	8,2	8,0	5,4	4,1	3,0	2,1	4,5	5,2	9,3	7,6	3,4	4,5	5,6	6,5	4,5
Spotřebitelské úvěry domácnostem	5,3	5,9	6,5	5,9	5,1	4,3	4,3	5,0	4,4	5,6	4,9	4,4	5,9	6,9	5,3
Úvěry nefinančním podnikům	3,2	5,2	7,3	7,3	5,7	3,3	2,2	3,3	4,9	4,5	4,6	3,8	3,3	4,5	4,0
Bankovní vklady															
Celkem	3,1	3,3	6,1	5,7	7,0	5,9	5,2	4,7	12,0	4,7	5,9	4,3	3,3	3,5	3,4
Obyvatelstvo	7,0	7,9	9,3	9,4	8,5	7,4	6,4	5,9	8,5	7,7	7,9	4,9	3,0	3,5	3,3
Nefinanční podniky	3,3	3,3	8,4	7,9	5,0	4,0	2,8	2,4	9,9	4,0	4,9	3,4	3,8	2,9	3,3
Ostatní	-4,6	-5,2	-3,2	-3,1	5,9	4,6	4,9	4,3	22,1	-0,7	3,1	4,1	3,5	3,9	3,4
Podíly na HDP															
Podíl úvěrů na HDP	61,7	62,5	61,9	61,4	61,4	61,4	61,2	61,3	62,7	61,9	61,3	61,5	62,0	62,8	63,0
Podíl vkladů na HDP	83,0	83,6	82,8	85,8	84,3	84,1	82,8	85,7	85,1	83,8	84,3	84,4	84,3	83,9	83,5
Podíl úvěrů na vkladech	74,4	74,7	74,7	71,5	72,8	73,0	73,9	71,5	73,7	73,9	72,8	72,8	73,6	74,9	75,5
Úrokové sazby															
Úvěry pro bytové potřeby	2,6	2,8	2,8	2,9	3,0	3,1	3,1	3,2	2,3	2,7	3,1	3,2	3,3	3,5	3,5
Spotřebitelské úvěry	8,4	8,5	8,9	9,2	9,5	9,8	10,1	10,1	9,2	8,6	9,7	10,3	10,7	11,0	11,2
Úvěry nefinančním podnikům	2,4	3,0	3,2	3,5	3,7	4,0	3,8	3,8	2,0	2,7	3,7	3,8	3,8	3,9	3,8
Podíl úvěrů v selhání															
Úvěry pro bytové potřeby	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,8	1,8	1,8	2,0	2,2	2,4	2,6
Spotřebitelské úvěry	5,5	5,6	5,6	5,6	5,8	6,1	6,6	7,0	6,9	5,6	6,0	7,6	8,7	9,5	10,1
Úvěry nefinančním podnikům	3,8	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	4,6	3,8	4,2	4,7	5,3	5,8	6,1

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

Úrokové sazby komerčních úvěrů porostou v souladu s očekávaným utažením měnové politiky popsaným výše. Zvyšování sazeb úvěrů na bytové potřeby bude mírnit slabá poptávka kvůli

² Česká spořitelna publikovala tento odhad, který ostatní banky potvrdily, viz.např. <https://www.e15.cz/ceny-bytu/nahypoteky-nedosahne-az-tretina-lidi-banky-prijdou-o-miliardy-1347781>

nové regulaci a silná konkurence bank. Podobně slabá poptávka po úvěrech především z průmyslu bude limitovat nárůst sazeb těchto úvěrů. Zvyšování sazeb spotřebitelských úvěrů bude mimo jiné odrážet i rostoucí míru rizika spojeného s těmito úvěry na horizontu prognózy.

Klíčové ekonomické ukazatele

Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
HDP	reálný, %	2,4	4,5	3,0	2,9	1,6	2,3	2,3	2,1
Inflace	průměr období, %	0,7	2,5	2,1	2,1	1,9	1,3	1,5	1,5
Běžný účet platební bilance	% HDP	1,6	1,1	1,0	1,0	0,8	0,9	0,7	0,7
3M PRIBOR	průměr	0,3	0,4	1,2	2,2	2,4	2,4	2,4	2,2
CZK/EUR	průměr	27,0	26,3	25,5	24,9	25,3	24,5	23,8	23,0
CZK/USD	průměr	24,4	23,4	21,3	18,9	18,6	18,2	17,5	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. 07. 2018	Září 2018	Prosinec 2018	Březen 2019	Červen 2019	Září 2019
CZK/EUR	konec období	25,6	25,5	25,4	25,2	25,0	24,7
USD/EUR	konec období	1,17	1,24	1,25	1,27	1,29	1,34
CZK/USD	konec období	21,8	20,6	20,3	19,8	19,4	18,4
3M PRIBOR	konec období	1,21	1,50	1,75	2,00	2,25	2,30
10Y IRS	konec období	2,19	2,05	2,20	2,40	2,55	2,55

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

Měsíční makroekonomická data

		10-17	11-17	12-17	1-18	2-18	3-18	4-18	5-18	6-18
Inflace (CPI)	%, m/m	0,5	0,1	0,1	0,6	0,0	-0,1	0,3	0,5	0,4
Inflace (CPI)	%, y/y	2,9	2,6	2,4	2,1	1,8	1,7	1,9	2,2	2,6
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	0,0	-0,1	0,3	0,5	-0,4	0,3	0,2	1,0	0,6
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	1,1	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,1	0,0	1,5	2,9
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	3,6	3,5	3,8	3,9	3,7	3,5	3,2	3,0	2,9
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	9,9	5,4	1,3	4,4	0,7	-4,7	4,6	-0,3	n.a.
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	11,4	8,2	3,5	5,1	2,7	-1,5	5,5	1,4	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	4,8	4,9	-1,1	32,8	11,0	0,4	7,7	10,1	n.a.
Maloobchodní tržby	%, y/y, stálé ceny	6,7	4,8	2,5	6,8	3,0	-1,2	4,7	2,1	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (národní met.)	8,6	10,6	-1,4	18,0	19,5	19,0	17,5	6,9	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	12,2	-5,4	-7,5	34,2	33,3	-8,8	29,3	-2,2	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	8,6	-28,7	12,3	25,1	38,2	-19,6	15,9	13,3	n.a.
M2	%, y/y	8,6	7,6	8,6	7,0	6,6	4,9	3,9	5,0	n.a.
Státní rozpočet	mld. CZK (od zač. roku)	26,5	-11,6	-6,2	26,5	25,8	16,3	0,8	-23,1	-5,9
3M PRIBOR	%, průměr	0,51	0,71	0,75	0,77	0,90	0,90	0,90	0,90	0,95
CZK/EUR	průměr	25,77	25,55	25,66	25,44	25,33	25,42	25,37	25,64	25,79
CZK/USD	průměr	21,92	21,75	21,69	20,85	20,52	20,61	20,66	21,70	22,09

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

Upozornění

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

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

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případě, kdy investiční doporučení uvedené v tomto dokumentu představuje šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. 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 vyplývajícemu 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. 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



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



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



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



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



Jakub Matějů
 (420) 222 008 598
 j_mateju@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ



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



Hlavní ekonom Rosbank
Evgeny Koshelev
 (7) 495 725 5637
 evgeny.koshelev@rosbank.ru



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



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



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



Akciový analytik
Laura Simon, CFA
 (40) 213 014 370
 laura.simon@brd.ro

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM



Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky
Klaus Baader
 (852) 2166 4095
 klaus.baader@sgcib.com



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



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



Čína
Wei Yao
 (33) 1 57 29 69 60
 wei.yao@sgcib.com



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



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



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



Japonsko
Takuji Aida
 (81) 3-6777-8063
 takuji.aida@sgcib.com



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



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



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



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



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



Korea
Suktae Oh
 (82) 2195 7430
 suktae.oh@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
Adam Kurpiel
 (33) 1 42 13 63 42
 adam.kurpiel@sgcib.com



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



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



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



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



Vedoucí strategie sazeb pro Evropu
Ciaran O'Hagan
 (33) 1 42 13 58 60
 ciaran.ohagan@sgcib.com



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



Vedoucí strategie sazeb pro USA
Subadra Rajappa
 (1) 212 278 5241
 subadra.rajaappa@sgcib.com



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



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



Kevin Ferret
 (44) 20 7676 7073
 kevin.ferret@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



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



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



Kiyong Seong
 (852) 2166 4658
 kiyong.seong@sgcib.com



Marek Drimal
 (44) 20 7550 2395
 marek.drimal@sgcib.com