

Čtvrtletní zpráva

Ekonomické výhledy

MiFID II

Informace
a nabídka na
našem webu

Narážíme na strop

aktualizované vydání



© iStock

■ **Česká ekonomika zpomaluje, inflační tlaky sílí:** Část ekonomiky naráží na své kapacitní limity, jiná část trpí zpomalením poptávky z eurozóny. Slabší ekonomický růst se ale neprojevuje na trhu práce. Stále je víc pracovních míst než uchazečů o zaměstnání. Utažený trh práce tak i nadále bude zajišťovat silný mzdový růst, který se bude přelévat do zvyšování cen.

■ **Koruna bude posilovat jen pozvolně, ČNB bude dále zvyšovat úrokové sazby:** Přetrvávající přebytek korunové likvidity bude ve světle zvyšující se globální nejistoty posilování koruny limitovat. ČNB bude reagovat na zesilující domácí inflační tlaky a do konce příštího roku zvedne úrokové sazby až na 2,5 %.

■ **Výnosová křivka v příštím roce invertuje:** Krátký konec poroste s utahováním politiky ČNB nad rámec tržních očekávání, delší bude pod tlakem vzrůstající tržní nejistoty. Vyšší schodek státního rozpočtu v příštím roce spolu s nutností refinancovat vysoký objem českých státních dluhopisů potlačí jejich výnosy k rychlejšímu růstu oproti křivce IRS.



Jan Vejmelík
(420) 222 008 568
jan_vejmek@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

SOCIETE
GENERALE
GROUP



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

V krizi nejsme, vnější prostředí je ale turbulentní

Poněkud nestandardně přicházíme s odstupem necelého měsíce s aktualizací našich prognóz. Naposledy jsme makroekonomické prognózy revidovali na měsíční bázi v průběhu globální finanční krize. Ne, opravdu v ní teď nejsme. Důvodem je fakt, na který jsem upozorňoval na konci svého úvodníku v posledním vydání *Ekonomických výhledů*. Prognózy vnějšího prostředí ze strany ekonomů Sociétés Générale přinesly nejenom zásadní změnu v podobě odsunutí očekávané recese ve Spojených státech o půl roku, ale i nové vyhlídky pro ekonomiku eurozóny. My jsme navíc využili příležitosti a zapracovali i aktuální data, která byla v posledním měsíci zveřejněna. Zohlednili jsme především zklamání, které přinesl předběžný odhad HDP za Q3 18. Prognóza pro finanční trhy pak již reflektuje výsledky listopadového zasedání ČNB.

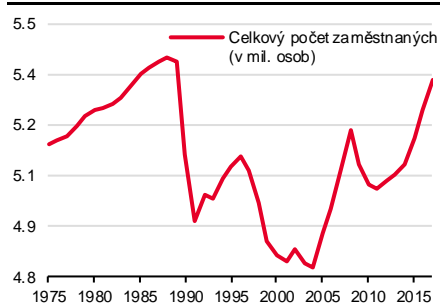
Předkládané aktualizované vydání stávajících *Ekonomických výhledů* s podtitulem *Narážíme na strop* nepřináší nově vypracovanou prognózu nahrazující tu říjnovou, ale spíše se jedná o její zpřesnění. To znamená, že pokud nebude uvedeno jinak, srovnáváme předkládanou prognózu s tou, kterou jsme publikovali na konci července.

Limity růstu se musí probourat

Již zanedlouho vstoupí Česká republika do šestého roku nepřetržitého ekonomického růstu. Druhé nejdelší období expanze za poslední téměř tři dekády ale znamená, že **česká ekonomika naráží na hranice svých možností.** To rozhodně není novinka. Různým limitům, na které česká ekonomika naráží, jsme se věnovali v mnoha předchozích vydáních *Ekonomických výhledů*. V tomto čísle jsme se ve speciálních boxech zaměřili na to, **jak limity probořit a opět posunout ekonomiku k vyšším tempům hospodářského růstu.**

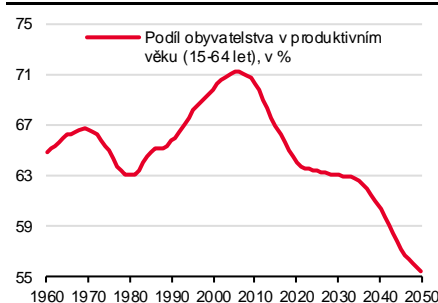
Růst založený na stále větším využívání pracovní síly se vyčerpal. Celkový počet zaměstnaných se blíží rekordní úrovni z konce 80. let. Nedobrovolná nezaměstnanost u nás prakticky neexistuje, počet volných pracovních míst výrazně převyšuje počet nezaměstnaných. A začíná nás dohánět demografie. Počet lidí v produktivním věku již začal ubývat a v dalších letech bude ještě hůře. Kde vzít lidi a nekrást? Na tuto otázku odpovídá Jana Steckerová v Boxu 1.

Počet zaměstnaných se přiblížil k historickému maximu z 80. let



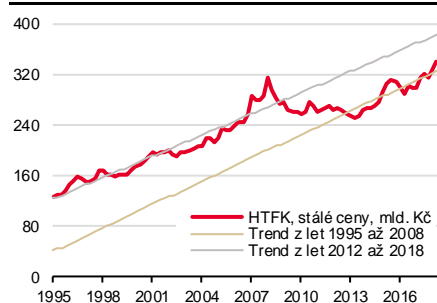
Zdroj: OECD, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Lidi v produktivním věku už nepřibývá a bude jich ubývat



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

Po evropské dluhové krizi investice nerostly



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

Z dlouhodobého hlediska je v podstatě jedinou možností posun k intenzivnímu růstu skrz produktivní investice. Globální recese roku 2009 a evropská dluhová krize let 2012-13 se dramaticky podepsaly na podinvestovanosti české ekonomiky. Teprve v loňském roce dosáhl objem hrubých investic předkrizové úrovně roku 2008. A to v podstatě výlučně zásluhou privátního sektoru. Zde, jak ukazuje Monika Junicke v Boxu 2, **významně investují do výzkumu a vývoje podniky pod zahraniční kontrolou. Probudit se ale musí veřejný sektor se svými investicemi do infrastruktury.** Podle Jakuba Matějů (Box 3) se stačí rozhlédnout a podívat na kvalitu dopravní infrastruktury ve světle stále se zvyšující dopravní intenzity. Kvalita české silniční sítě je na chvostu

Evropy. Veřejné a soukromé investice jsou v současné situaci komplementy. Naštěstí poslední měsíce přináší první signály o tom, že se i veřejné investice začínají rozjíždět.

Realizace investic si ale vyžádá čas. Česká ekonomika jede již od poloviny loňského roku na hranici svých možností, letošní hospodářský růst tak bude činit necelá tři procenta, příští rok ještě nepatrně méně. Více není kde brát. Zároveň česká ekonomika ale musí čelit i nejistotám z vnějšího prostředí, kam patří obchodní války, brexit či nekonkurenceschopnost italské ekonomiky. **Stále více se hovoří o příchodu ekonomické recese,** kterou pro Spojené státy časujeme na rok 2020 a která se v podobě ekonomického zpomalení projeví i v eurozóně a střední Evropě.

Obsah

V krizi nejsme, vnější prostředí je ale turbulentní.....	2
Limity růstu se musí probourat.....	2
Obsah.....	4
Vnější prostředí a předpoklady prognózy.....	5
Solidní vyhlídky globální ekonomiky, strašákem je geopolitika.....	5
USA: recese se odkládá.....	5
Eurozóna: růst HDP srazily mimořádné faktory.....	6
Německo: uvolněná fiskální politika chrání růst ekonomiky před šoky.....	6
Rizikem pro naši prognózu je geopolitika.....	7
Středoevropský region: investice v plném proudu.....	7
Box 1: Volná pracovní síla: Kde ji vzít a nekrást?.....	8
Makroekonomická prognóza ČR.....	9
Návrat k dlouhodobě udržitelné dynamice.....	9
Průmysl čelí mnoha překážkám.....	10
Investice zbrzdí nejistota.....	11
Box 2: Výzkum a vývoj v ČR přitahuje pozornost zahraničních firem.....	11
Fiskální politika: rizika hlubšího deficitu v příštím roce.....	13
Rozpočet centrální vlády míří letos k nižšímu deficitu, ...	13
...k tomu se přidává přebytek municipalit.....	13
Z plánů ministerstva na příští roky se vytrácí obozřetnost.....	13
Příjmy zpomalí ruku v ruce se slabším ekonomickým růstem.....	14
Box 3: Rezervy českých infrastrukturních investic.....	15
Mzdový růst výrazně nezpomalí.....	17
Inflace na začátku roku výrazně zrychlí.....	17
Rizika: volatilita na devizovém trhu je nejakutnějším rizikem.....	18
Klíčové makroekonomické ukazatele.....	20
ČNB Focus.....	21
ČNB bude dál zvyšovat sazby zpomalující ekonomice navzdory.....	21
Kurz neutáhne měnové podmínky tak, jak ČNB očekává.....	21
Nervozita na trzích spíše přispívá ke zvyšování sazeb.....	22
Noví členové bankovní rady nebudou váhat se změnou nastavení měnové politiky.....	22
Koronový devizový trh.....	24
Proč koruna neposiluje?.....	24
Koruna po jarních výprodejích jen dočasně posílila.....	24
Zranitelnost vůči vnějším vlivům je posílená efektem konce roku.....	24
Fundamentální faktory korunu podporují.....	24
Koruna posílí k hladině 25 CZK/EUR až ke konci roku 2019.....	25
Vnímáme riziko výraznějšího oslabení koruny při zvýšení globální nejistoty.....	26
Technická analýza CZK/EUR (aktualizováno 26. října 2018 v 15:06).....	27
Jasný směr stále chybí.....	27
Trh českých vládních dluhopisů a IRS.....	28
Výnosová křivka v příštím roce invertuje.....	28
Nabídka v Q4 2018: čas slápnout na brzdu.....	29
Nabídka v roce 2019: vysoké splátky a mírný pokles objemů.....	30
Výnosy CZGB v Q4 2018 a 2019: vyšší výnos kvůli ČNB i silné nabídce.....	30
Struktura držitelů CZGB: stabilizace podílu nerezidentů.....	30
Trh českých sazeb IRS: výnosová křivka v příštím roce invertuje.....	31
Bankovní sektor.....	32
Růst úvěrů na bydlení zpomalí kvůli regulaci i cenám realit.....	32
Upozornění.....	34

Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

Solidní vyhlídky globální ekonomiky, strašákem je geopolitika

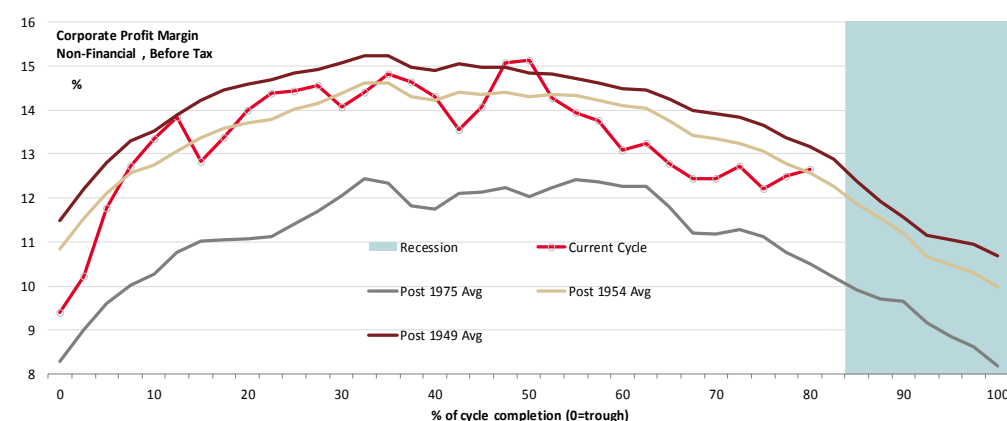
V důsledku výrazného růstu produktivity práce a ziskových marží jsme posunuli náš odhad nástupu recese ve Spojených státech o dvě čtvrtletí, tedy na polovinu roku 2020. Stále nicméně očekáváme, že Fed začne postupně avizovat, že se cyklus zvyšování sazeb v USA blíží ke konci, zatímco ECB bude trhy připravovat na zvýšení úrokových sazeb. Odklad recese ve Spojených státech, inflační vývoj v eurozóně a rétorika ECB nás vedla ke změně výhledu na politiku ECB. Přidali jsme jedno zvýšení úrokových sazeb na březen 2020, přičemž první zvýšení úroků jsme odsunuli o tři měsíce na září 2019. Riziko pro naši prognózu představuje geopolitika – italský rozpočet, brexit či eskalace obchodních válek.

USA: recese se odkládá

Díky růstu ziskových marží korporací jsme ve své prognóze odložili nástup recese v USA až na polovinu roku 2020.

Změnili jsme náš výhled na vývoj ekonomiky Spojených států. Zatímco v předchozí prognóze jsme očekávali nástup recese na přelomu let 2019/2020, nyní ho vidíme až v polovině roku 2020. Jedním z klíčových indikátorů, který ukazuje, v jaké fázi hospodářského cyklu se ekonomika Spojených států nachází, je vývoj ziskových marží. V polovině roku 2018 výrazně vzrostla produktivita, což vedlo k poklesu jednotkových mzdových nákladů a tím pádem k růstu ziskových marží korporací. To nás přimělo k posunu načasování recese. Poptávka po nemovitostech i po autech zvolňuje, Fed zpřísňuje měnové podmínky, přičemž situace na trhu práce je utažená. Fiskální impuls sice pomohl výrazně prodloužit současnou fázi expanze (v červnu bude nejdelší v historii Spojených států), nicméně v příštím roce bude jeho vliv postupně vyprchávat. Navíc se domníváme, že síla korporací protlačit vyšší náklady do cen je limitovaná. Růst mezd bude tím pádem ukrajovat ze ziskových marží korporací a redukovat investice a najímání nových zaměstnanců. Sečteno podtrženo, ekonomika Spojených by si v letošním roce měla připsat 2,9 % (revize +0,1 pb), v roce 2019 2,4 % (revize +0,8 bp) v roce 2019, v roce 2020 to však bude už jen 0,4 %.

Vývoj ziskových marží je pro nás klíčovým ukazatelem pro odhad dalšího vývoje ekonomiky USA



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Další zvýšení dolarových sazeb v prosinci.

Robustní hospodářský růst, inflace na cíli a nezaměstnanost pod svou rovnovážnou úroveň bude umožňovat centrální bance pokračovat ve zvyšování úrokových sazeb. Ta k tomuto kroku přistoupila naposledy v září, kdy sazby zvedla na úroveň 2,00-2,25 %. Fed zároveň signalizoval silný záměr zvýšit úroky ještě v prosinci. Také naznačil, že se cyklus zvyšování úrokových sazeb blíží ke konci. Podle mediánu úrokových sazeb Fedu zvýší centrální banka sazby v příštím roce třikrát, v roce 2020 jednou a tím bude cyklus utahování měnových podmínek u

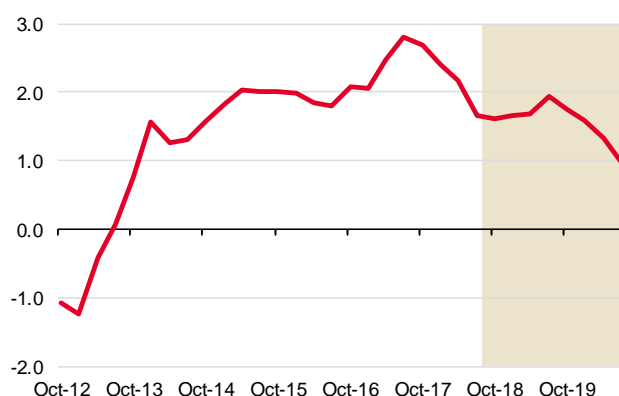
konce. V roce 2021 jsou již někteří představitelé Fedu připraveni sazby i snižovat. My do konce roku předpokládáme ještě jedno zvýšení úroků (v prosinci), přičemž další dvojí by mělo následovat v březnu a červnu příštího roku.

Eurozóna: růst HDP srazily mimořádné faktory

Vyhlídky jsou příznivé.

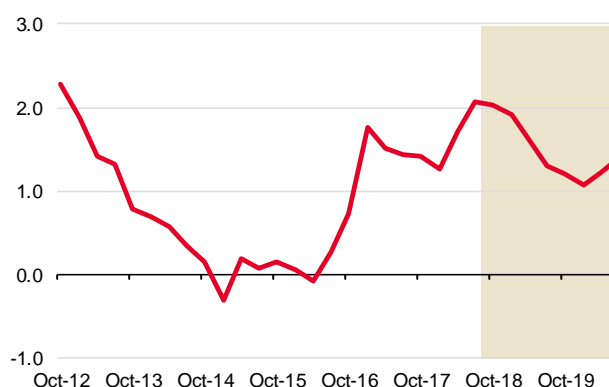
Zatímco v loňském roce mezičtvrtletní růst HDP eurozóny dosáhl v průměru 0,7 %, první tři čtvrtletí letošního roku přinesla v tomto ohledu zklamání (0,4 % q/q v Q1 a Q2, 0,2 % v Q3). Tento výsledek byl však ovlivněn sérií jednorázových faktorů. V Německu a ve Francii probíhaly stávky, důvěrou otrásl strach z obchodních válek, přičemž v 3Q nové testy emisí a spotřeby paliva brzdily výrobu v automobilovém průmyslu. Díky solidním fundamentům v EU (uvolněná fiskální politika ve velkých zemích, rostoucí mzdy, dynamika úvěrové aktivity překročí 4,5 % na přelomu roku) i pozitivnímu výhledu pro americkou ekonomiku očekáváme, že ekonomika eurozóny v následujících čtvrtletích poroste solidním tempem 0,4-0,5 % q/q. Za celý letošní rok by měla přidat 2,0 %, v roce 2019 pak 1,7 %.

Eurozóna: solidní růst HDP bude pokračovat (% , y/y)



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

Inflace v Eurozóně dosáhla vrcholu, následně zpomalí (% , y/y)



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

První zvýšení sazeb v eurozóně v září 2019.

Evropská centrální banka vysvětluje slabší výkonnost ekonomiky eurozóny jako návrat k normálním ekonomickým podmínkám a také jako důsledek specifického vývoje v některých zemích (především v Německu). Konec programu kvantitativního uvolňování stále plánuje na prosinec letošního roku. Její politika nicméně podle slov Maria Draghiho zůstane akomodatívní, neboť ECB bude i nadále reinvestovat maturující dluhopisy. Otazník se vznáší nad případným dalším programem TLTRO neboť splatnost 400 mld. EUR z předchozího programu bude v červnu 2019 kratší než jeden rok. Kvůli slabší výkonnosti ekonomiky a očekávaného zpomalení inflace (na 1,5 % příští rok) jsme změnilí náš výhled na politiku ECB. Zvýšení depozitní sazby o 15 bb jsme posunuli z června 2019 na září 2019, zatímco růst všech klíčových sazeb o 25 bb očekáváme v prosinci (původní odhad počítal se zářím 2019). Vzhledem k odkladu recese ve Spojených státech jsme ještě jedno zvýšení úrokových sazeb přidali na březen 2020. Následně jsme přistoupili k revizi výhledu na kurz USD/EUR. V důsledku aktuální situace na devizovém trhu a přetrvávajícím geopolitickým nejistotám očekáváme kurz USD/EUR na konci letošního roku na úrovni 1,13 USD/EUR (původní odhad 1,19 USD/EUR), na konci příštího roku na 1,25 USD/EUR (revize z 1,32 USD/EUR).

Německo: uvolněná fiskální politika chrání růst ekonomiky před šoky

V Q4 18 německá ekonomika nabere na tempu.

Data z německého průmyslu i německé předstihové indikátory přinášely poslední dobou zklamání. Nepříznivě se vyvíjely prodeje aut i nové zakázky v oblasti automobilového průmyslu. Negativně se zde projevil nový způsob testování emisí a spotřeby paliva, který brzdil výrobu a montáž nových vozů. Růst HDP se tak v Q3 18 propadl (-0,2 % q/q). Situace v automobilovém

průmyslu se však podle nás již stabilizuje, a tak v Q4 18 počítáme s výrazně silnějším růstem na úrovni 0,6 % q/q. Za celý letošní rok by německá ekonomika měla přidat 1,9 % (WDA), v příštím roce by to měla být stejná úroveň. Spotřeba by měla zůstat silná díky příznivému vývoji příjmů domácností. Stavební sektor těží z nízkých úrokových sazeb a dobrých majetkových poměrů domácností, přičemž proti šokům přicházejícím zvenčí v podobě obchodních válek, vyjednávání o brexitu či rozpočtu v Itálii by měla Německo chránit i uvolněná fiskální politika.

Rizikem pro naši prognózu je geopolitika

Riziko pro naši prognózu představuje především geopolitika. Finanční trhy znepokojuje expanzivní politika italské vlády, dohoda o odchodu Velké Británie z EU stále nemá definitivní podobu, vážné ekonomické problémy přetrvávají v Turecku, přičemž ve vzduchu stále visí hrozba eskalace obchodních válek ze strany Spojených států. To vše se může odrazit v poklesu důvěry a následně negativně ovlivnit spotřebu domácností a investice.

Evropská komise v polovině ledna spustí proti Itálii proceduru při nadměrném schodku.

To, že se Evropské unii nelíbí návrh italského vládního rozpočtu, není překvapivé. Podle návrhu předchozí vlády měl deficit v letošním roce dosáhnout 0,8 %. Navrhovaný rozpočet je tedy trojnásobný (2,4 % HDP). Navíc podle našeho názoru není postaven na realistických předpokladech. Počítá totiž s růstem italského HDP v roce 2019 o 1,5 % (naš odhad je pouze 1,2 %) a je založen na bližší nespecifikovaných škrtech výdajů. Z těchto důvodů vidíme deficit spíše na úrovni kolem 2,8 %. Pro rok 2020 a 2021 Itálie plánuje snížení deficitu na úroveň 2,1 % a 1,8 %, což je podle nás také nereálné. Evropská komise požádala o přepracování návrhu rozpočtu, což ale Itálie odmítla. Komise má nyní tři možnosti: 1) spustit proceduru při nadměrném schodku (EDP) a zároveň na Itálii uvalit sankce, 2) spustit EDP, ale uvalením sankcí pouze pohrozit, 3) učinit kroky, aby proceduru mohla spustit, ale v následujících měsících k tomu reálně nepřistoupit. Podle našeho názoru jsou nejpravděpodobnější první dva scénáře s tím, že procedura bude spuštěna v polovině ledna. **Riziko představuje i brexit.** Naším základním scénářem je, že se dohody mezi Velkou Británií a EU podaří nakonec dosáhnout. Nové referendum o brexitu nepředpokládáme. A to ani v případě, že by Theresa Mayová rezignovala na svůj post. V případě její rezignace by však hrozil No deal brexit, tedy že VB odejde z EU bez dohod. Více jsme na toto téma psali zde <http://bit.ly/2C520lo>. **Problematická zůstává i situace v Turecku.** Inflace se v září vyšplhala na 25 %, zemi charakterizuje výrazná vnější nerovnováha, vysoká závislost na zahraničním financování, stále větší politická i ekonomická moc prezidenta Erdogana i malá kredibilita centrální banky. To vše se může kdykoli promítnout do útěku investorů do dolarových aktiv, oslabení eura a celkové důvěry v ekonomiku eurozóny.

Středoevropský region: investice v plném proudu

Regionu se stále daří, problémem je nedostatek pracovní síly.

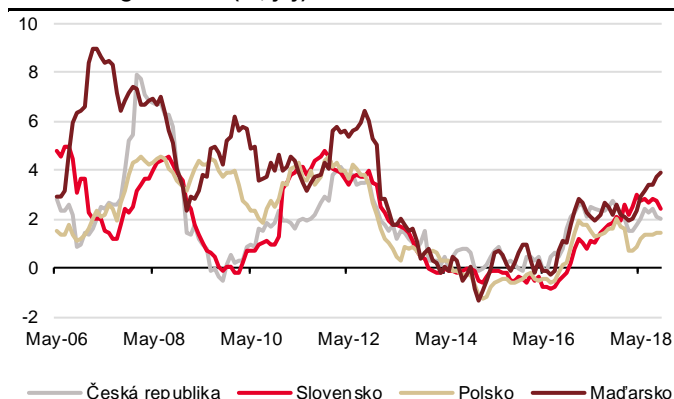
Ve třetím čtvrtletí se regionálními ekonomikám dařilo. Především Maďarsko, Polsko a Slovensko vykázalo silné růsty HDP. Tempo s regionálními protějšky však neudržela Česká republika. Struktura růstu zatím oznámena nebyla, nicméně hlavními tahouny růstu zřejmě zůstaly spotřeba domácností a investice. Ve zbytku letošního roku i v tom příštím by si země středoevropského regionu měly udržet solidní růstovou dynamiku (viz graf dále). Problémem celého regionu zůstává utažený trh práce a nedostatek pracovní síly, který bude ekonomický růst brzdit.

V příštím roce bude sazby zvyšovat i polská a maďarská centrální banka.

Česká národní banka byla první z regionu, která začala utahovat měnovou politiku. V příštím roce podle naší prognózy zvýší sazby i polská a maďarská centrální banka. Inflace v obou zemích nabrala na tempu. V Polsku se sice ještě stále nachází pod 2,5% inflačním cílem, v Q1 19 ji však popožene růst cen energií a potravin a dostane se nad cíl NBP. První zvýšení polské klíčové sazby ze současné úrovně 1,5 % očekáváme v H2 19. Inflace v Maďarsku v září akcelerovala na nejvyšší úroveň za posledních pět let (3,6 %). Svůj podíl na tom sehrálo zvýšení spotřební daně na tabák, rostly ale i ceny potravin a pohonných hmot. Inflace se tak drží v horní polovině tolerančního pásma MNB. V důsledku vlivu statistické základny však v následujících měsících zřejmě opět zpomalí. Centrální banka již naznačila, že pokud to bude cenový vývoj vyžadovat, je připravena

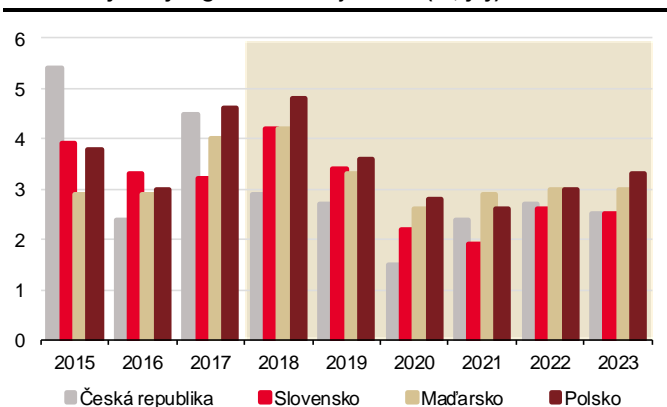
měnovou politiku začít normalizovat. Zvyšování úrokových sazeb však neočekáváme dříve než v Q4 19.

Inflace v regionu ožila (% , y/y)



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

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

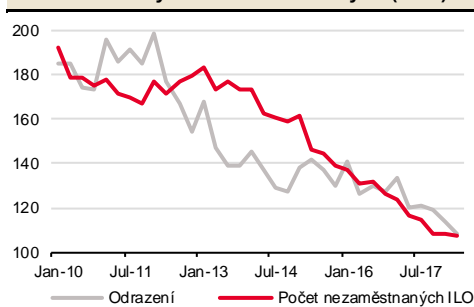


Zdroj: Eurostat, Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Box 1: Volná pracovní síla: Kde ji vzít a nekrást?

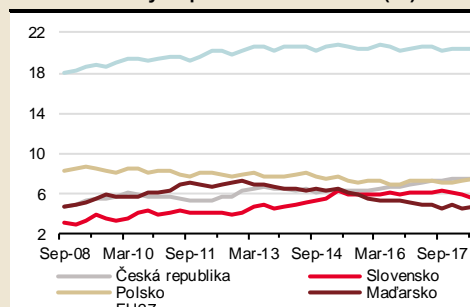
Nedostatek pracovníků firmy v současné době uvádí jako jednu z hlavních bariér. Kde tedy volnou pracovní sílu hledat? Odpovědí může být kategorie, kterou statistický úřad označuje jako osoby odražené. Jsou to lidé ekonomicky neaktivní, kteří práci sice aktivně nehledají a tím pádem nesplňují podmínku zařazení do kategorie nezaměstnaných, ale přitom by pracovat chtěli. Do této skupiny patří především důchodci, lidé v invalidním důchodu, ženy na mateřské a rodičovské dovolené, popřípadě ženy v domácnosti. v současné době je podle výběrového šetření pracovních sil ČSÚ takových lidí 108 tisíc. Zaplnit by tak v ideálním případě mohli zhruba třetinu volných pracovních míst, která úřady práce evidují.

Počet odražených a nezaměstnaných (v tis.)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podíl zkrácených pracovních úvazků (%)



Zdroj: World Bank, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Jak ale odražené pracovníky přilákat do pracovního procesu? Kromě zajímavého finančního ohodnocení či dalších benefitů by to mohla být i forma pracovního úvazku. Zatímco v České republice pracuje na částečný úvazek necelých 8 % zaměstnaných, v Evropské unii je to přes 20 %. V sousedním Rakousku či Německu se tento podíl blíží dokonce 30 %. Přitom podle průzkumu společnosti Up ČR by pětihodinovou pracovní dobu uvítalo 45 % dotázaných. Vzhledem ke struktuře odražených (důchodci, ženy na rodičovské) by tak zkrácený úvazek mohl být zajímavou nabídkou. Do 14 dnů by sice ze 108 tisíc odražených byla do pracovního procesu schopna a ochotna nastoupit jen necelá třetina. Ani to však není v situaci napjatého trhu práce zanedbatelný počet.

Makroekonomická prognóza ČR



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

Hlavní změny

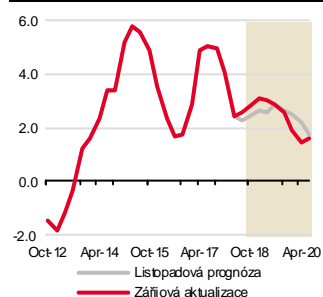
HDP:

Pokračujeme v revizi výhledu pro dynamiku HDP směrem dolů. Tentokrát snižujeme svůj výhled pro růst v roce 2018 o dvě desetiny procentního bodu na 2,8 %. Prognózu pro příští rok jsme snížili z 2,9 % na 2,7 %.

Inflace:

Inflační výhled jsme posunuli o desetinu procentního bodu výše na 2,2 %, protože jádrová inflace nás nepřestává překvapovat silným růstem. Příští rok by inflace měla zrychlit na 2,5 % (v minulé prognóze 2,2 %).

Změna v prognóze HDP (% , y/y)



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

Změna v prognóze inflace (% , y/y)

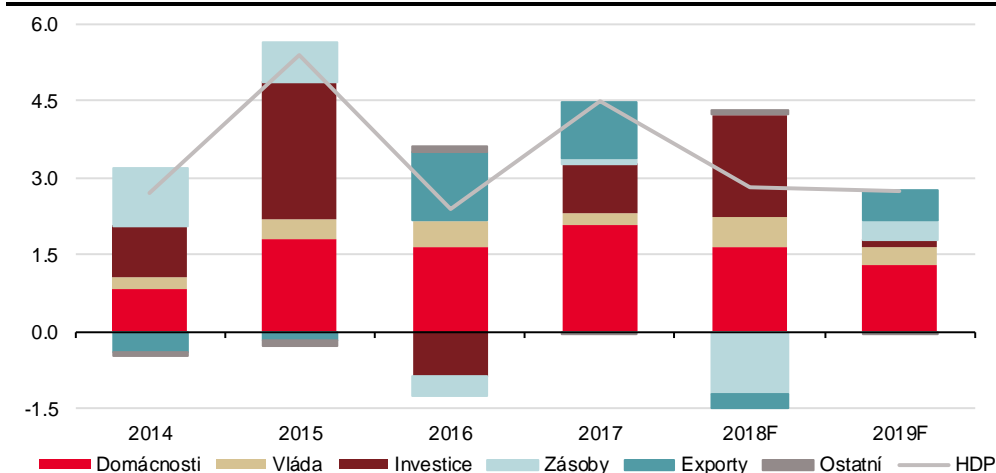


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Návrat k dlouhodobě udržitelné dynamice

Česká ekonomika zpomaluje. Část naráží na své produkční limity a ekonomický vývoj hlavních obchodních partnerů moc opory pro silnější dynamiku nenabízí. Nicméně i tak zůstává situace na trhu práce napjatá a stále se promítá do mzdového růstu. Investice si zachovávají silnou dynamiku, ale zatím nevedou k výraznému zvyšování produktivity. Slabý růst produktivity spolu se silným růstem mezd zvyšují jednotkové náklady firem, které se pak producenti snaží přenášet na koncového zákazníka. Jádrová inflace tak zůstane vysoko a udrží celkovou inflaci nad dvěma procenty.

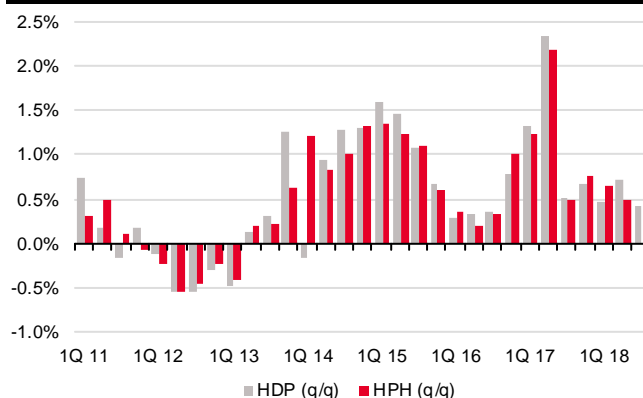
HDP roste pomaleji kvůli zhoršující se bilanci zahraničního obchodu a nižší tvorbě zásob (% , y/y)



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

Česká ekonomika podobně jako její hlavní obchodní partneři v první polovině roku nepředvedla závratnou dynamiku. Ani třetí čtvrtletí nepřineslo zlepšení. Domácí ekonomika přidala podle předběžného odhadu pouze 0,4 % mezičtvrtletně. Meziroční dynamika tak zpomalila na 2,3 %. Růst průmyslové produkce zůstává utlumený, když některé sektory už nemohou zvyšovat svou produkci kvůli kapacitním omezením, zatímco jiné trpí kvůli slábnoucí poptávce ze zemí eurozóny. Po překvapivě vysokém přebytku zahraničního obchodu ve druhém čtvrtletí čisté exporty podle všeho ve třetím kvartále přispěly k růstu HDP záporně. I domácí poptávka postupně slábne. Dynamika maloobchodních tržeb klesla pod 5 %. Domácnosti už vnímají ekonomické zpomalení a začaly vytvářet opatnostní úspory. Naproti tomu investice ještě své momentum neztratily. Omezená kapacita v mnoha sektorech ekonomiky totiž investice stimuluje. Do investičního boomu se

HDP zpomaluje



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

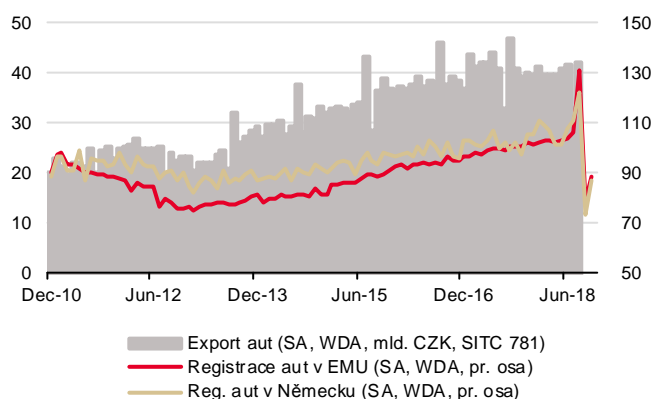
zapojuje také veřejný sektor. Ten zvýšil svou aktivitu i proto, že do konce roku musí dočerpat část prostředků z EU fondů (kvůli pravidlu N+3).

Průmysl čelí mnoha překážkám

Zrychlení růstu v eurozóně a rozšiřování výrobních kapacit pomůže průmyslové výrobě. Situace v automobilovém průmyslu představuje velké riziko.

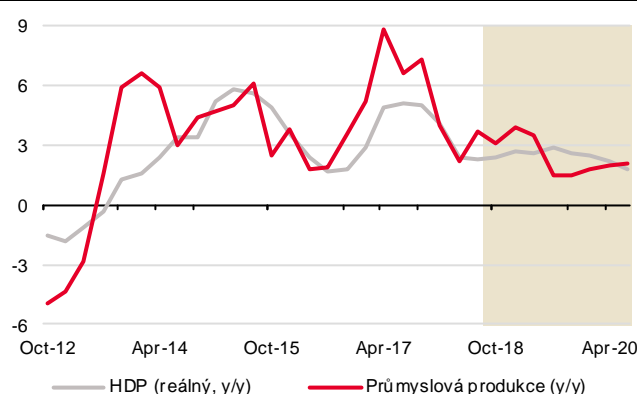
Průmyslová produkce letos zpomalila, i tak si ale vede vcelku dobře. Už nějakou dobu upozorňujeme na nedostatek pracovní síly i další kapacitní omezení v průmyslu. To je jedním z hlavních limitujících faktorů ve zpracovatelském sektoru. Na druhé straně někteří výrobci již pociťují slábnoucí poptávku ze zemí eurozóny a vnímají i nejistotu kolem brexitu. **Situace se komplikuje také v automobilovém průmyslu.** Dosud se čeští vývozci museli popasovat s propadem dovozů aut do Velké Británie kvůli nejistotě kolem brexitu, **nyní se přidává ještě ekologická regulace, která (snad pouze dočasně) brzdí výrobu v Německu.** Výhled pro automobilový průmysl zůstává nejistý. Zpomalení růstu evropských ekonomik a vysoká saturovanost trhu budou bránit dalšímu zvyšování produkce. **Na druhé straně by strojírenství mělo profitovat díky nedostatečné kapacitě v dalších sektorech. Knihy objednávek v tomto odvětví musí být plné, protože cestou, jak zvyšovat kapacitu, jsou investice do nových strojů.** Ekonomové SG navíc předpokládají, že ekonomická aktivita v eurozóně ke konci roku zrychlí, což znovu posílí poptávku po domácím zboží. **Usuzujeme tedy, že český průmysl i nadále poroste, jeho dynamika však bude utlumená, když vykáže pouze 3,2 %.** Rizika navíc vidíme na straně ještě slabšího růstu.

Regulace v autoprůmyslu způsobuje výkyvy a nejistotu



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

Průmyslová produkce vykáže pouze slabý růst

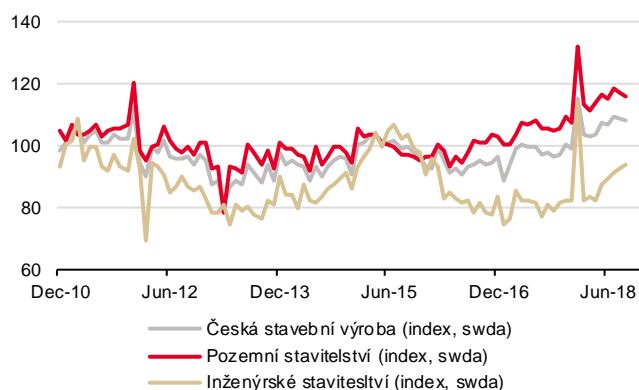


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Stavební produkce vyskočila, ale dynamika v tomto sektoru zpomalí kvůli vyčerpání kapacit.

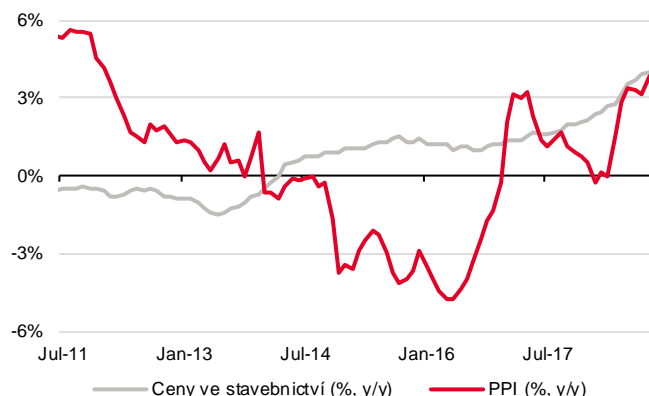
Stavební sektor pokračuje v silném růstu. Rozšiřují a staví se nové produkční kapacity, vysoká je stále i poptávka po rezidenčním bydlení. To zvyšuje soukromou poptávku ve stavebnictví. K té se přidává i veřejný sektor, který probudila potřeba vyčerpat část evropských peněz (kvůli pravidlu N+3). Poptávka po inženýrských stavbách se tak výrazně zvýšila a měla by i nadále zůstat silná, jak ukazujeme v Boxu 3. **Nicméně po dlouhých letech, kdy výstup stavebního sektoru trpěl nedostatkem poptávky, se jeho kapacita zmenšila. A právě nedostatek kapacity je nyní největší problém tohoto odvětví.** Dvouciferný růst, který pozorujeme v letošním roce, by se tak v následujících letech neměl opakovat. **Za celý letošní rok stavební výroba podle našeho odhadu přidá 11,0 %, příští rok by měla zpomalit na 3,4 %.** Spojení nedostatku kapacity s vysokou poptávkou se přelévá do cenového růstu stavebních prací. Tento trend bude pokračovat i v následujících čtvrtletích.

Stavební výroba se rychle zvyšuje



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

Ceny ve stavebnictví dynamicky rostou



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

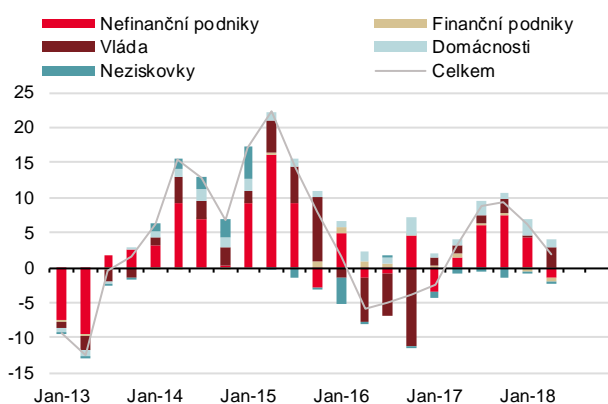
Současnou silnou investiční aktivitu příští rok zbrzdí rostoucí nejistota.

Investice zbrzdí nejistota

Tvorba fixního kapitálu ve druhém čtvrtletí překvapila vyšším než očekávaným růstem. Na druhé straně statistici zaznamenali výrazný pokles ve tvorbě zásob. To naznačuje, že byl dokončen velký objem rozpracovaných investic a oproti tomu nebylo moc nových projektů zahájeno. Domníváme se, že to byl pouze jednorázový výkyv. Rizikem však je, že to je počátek dlouhodobého poklesu dynamiky investiční aktivity. **Jak jsme uvedli výše, investice veřejného sektoru se probudily, protože je nutné dočerpat část zdrojů z EU do konce roku.** Některé ze započatých investic budou dokončovány ještě v průběhu první poloviny příštího roku. Investiční aktivita veřejného sektoru tak bude ještě chvíli zvýšená. Ve druhé polovině roku 2019 však bude zpomalovat.

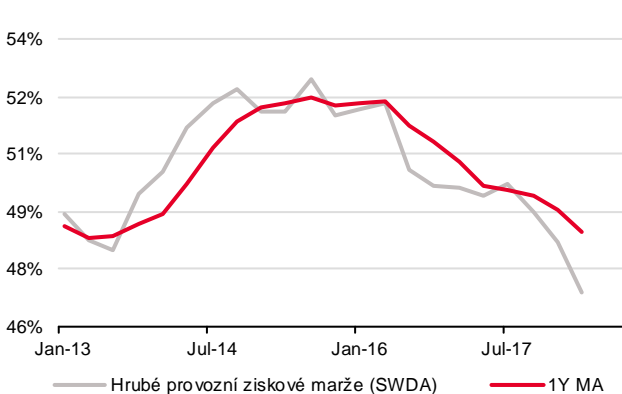
Nejistota ohledně dalšího vývoje globální ekonomiky zapříčiněná táhnoucím se vyjednáváním o brexitu, hrozící obchodní válkou mezi EU a USA nebo kapacitními omezeními v Německu dopadne na soukromou investiční aktivitu. Výhled pro růst ekonomiky se zhoršil a zvýšila se i nejistota, která ho obklopuje. Ziskové marže korporací se propadly, protože firmy musí stále více platit svým zaměstnancům a zdražují i půjčky s tím, jak se zvyšují úrokové sazby. **Investiční aktivita by sice letos měla zůstat vysoká a vykázat 7,8 %, příští rok se však její dynamika propadne na pouhých 0,6 %.**

Tvorba kapitálu se propadla kvůli zásobám (%)



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

Marže nefinančních podniků padají



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

Box 2: Výzkum a vývoj v ČR přitahuje pozornost zahraničních firem

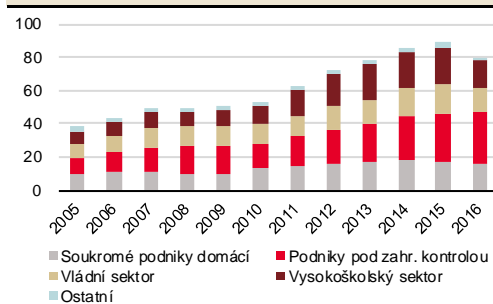
Investice do výzkumu a vývoje (VaV) významně ovlivňují ekonomickou dynamiku v dlouhodobém horizontu, jejich kvantita i kvalita je tedy pro růst ekonomického potenciálu klíčová. VaV se

uskutečňuje jak na soukromé (60 %) tak i veřejné úrovni (40 %), přičemž platí, že v optimálním případě dojde k propojení obého.

V soukromém sektoru do VaV investují především podniky se zahraniční kontrolou. Rozdíl mezi výší VaV českých firem a firem se zahraniční účastí se výrazně prohloubil během několika posledních let. Zatímco v roce 2010 domácí i zahraniční podniky investovaly téměř stejnou částku, v současnosti podniky pod zahraniční kontrolou vydávají dvakrát více na VaV než domácí firmy. Firmy tak vyhledávají českou ekonomiku nejen kvůli levné pracovní síle, ale čím dál více oceňují kvalifikované odborníky.

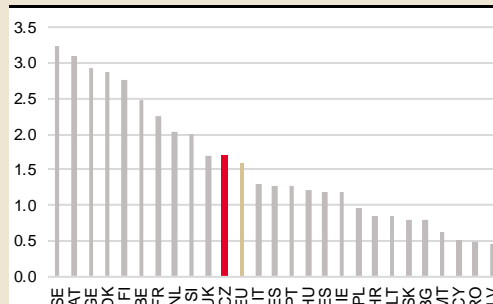
To je dobrá zpráva, pověst montovny, kterou si Česká republika vysloužila, se pomalu rozplývá. Růst významu VaV v ekonomice ukazuje na možnost změny na výrobu s vyšší přidanou hodnotou v budoucnu, protože výdaji do výzkumu a vývoje firmy indikují chuť následně investovat do výroby s vyšší přidanou hodnotou. Tím, jak se společnosti zajímají o to, jak modernizovat a robotizovat své závody, převažuje zájem o vývoj techniky pro průmysl.

Výdaje na VaV podle sektorů (v mld. CZK)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výdaje na VaV v EU (% HDP)



Zdroj: UNESCO, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Statistika ČSÚ napovídá, že celkové výdaje do VaV byly zatím nejvyšší v roce 2015, tedy v době, kdy vrcholil příliv EU fondů. Struktura zdrojů však ukazuje, že snížení dotací se na výdajích VaV v podnikatelském sektoru projevilo jen mírně. Zatímco v roce 2015 bylo hrazeno 4,4 % výzkumu v podnikatelské sféře z EU fondů, v roce 2016 to bylo 1,25 %. Sektor si ale chybějící zdroje doplatil sám a jeho celkový VaV se meziročně ještě zvýšil. Naopak pokles fondů EU v roce 2016 se nejvíce projevil ve veřejném sektoru. Snížení EU fondů o 83 % zapříčinil snížení výdajů veřejných institucí na VaV o 23 % meziročně. Celkové investice do výzkumu následně meziročně spadly téměř o 10 %.

I přes tento pokles však není český VaV v Evropské unii žádnou popelkou. Nepatříme sice k nejlepším, přesto v poměru k HDP jsou výdaje na VaV mírně nadprůměrné a žádná další země V4 nám na paty nešlape. Podle statistiky OECD Česká republika převyšuje ostatní země V4 také úrovní vzdělání potřebné k VaV, dostat se však na úroveň našich západních sousedů bude chtít ještě mnoho úsilí. Pokud ale nezaspíme a zvýšíme úroveň vysokých škol, máme šanci se stát místo montovny výzkumným centrem regionu.

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

Fiskální politika: rizika hlubšího deficitu v příštím roce

Zatímco v letošním roce se státní pokladně daří kvůli celkové ekonomické prosperitě a pozdnímu startu plánovaných investic, v příštím roce se již ohlásí konec dobrých časů. Plánovaný růst mandatorních výdajů i náklady investiční aktivity zatíží rozpočty více než letos. Příjmy porostou v důsledku ekonomického zpomalení slabším tempem. Pro příští roky tak čekáme prohlubování rozpočtového deficitu.

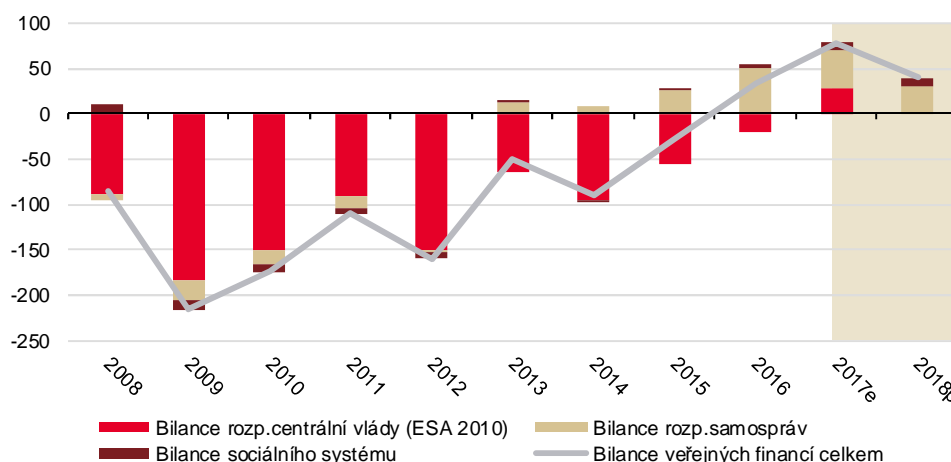
Rozpočet centrální vlády míří letos k nižšímu deficitu, ...

Za první tři čtvrtletí letošního roku skončil státní rozpočet v přebytku, příjmy od ledna do října předčily výdaje o 5,7 mld. korun. Na růstu příjmů se projevuje hlavně výběr DPH a pojistného na sociální zabezpečení, které odrážejí silný růst příjmů obyvatelstva a stále zřejmě přispívají i některá administrativní opatření. Na výdajové straně dochází mimo jiné k nárůstu investičních výdajů v souvislosti s rychlejším čerpáním EU fondů. Více jsme o výsledku státního rozpočtu za prvních deset měsíců roku psali zde: <http://bit.ly/2DGsYkG>.

...k tomu se přidává přebytek municipalit.

Loňské hospodaření veřejného sektoru (podle metodiky ESA2010) skončilo přebytkem 1,6 % HDP. Celkové veřejné finance pokračují v příznivých výsledcích i v letošním roce, když v prvním pololetí skončilo hospodaření státních institucí přebytkem ve výši 3,1 % HDP, to je mírné snížení oproti předchozímu roku. Přebytek rozpočtů samospráv a obcí oproti loňsku poklesl o 2,6 mld., municipality však stále přispívají k celkovému hospodaření veřejného sektoru kladně. V meziročním srovnání celkem došlo ke snížení dluhu veřejného sektoru v poměru k HDP na 35,3 %.

Rozklad salda hospodaření veřejného sektoru

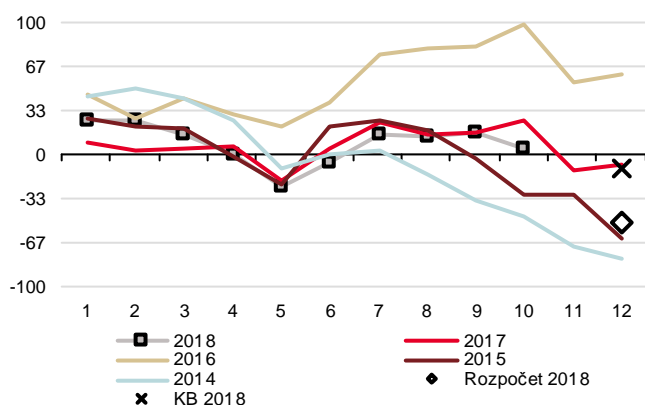


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Z plánů ministerstva na příští roky se vytrácí obezřetnost

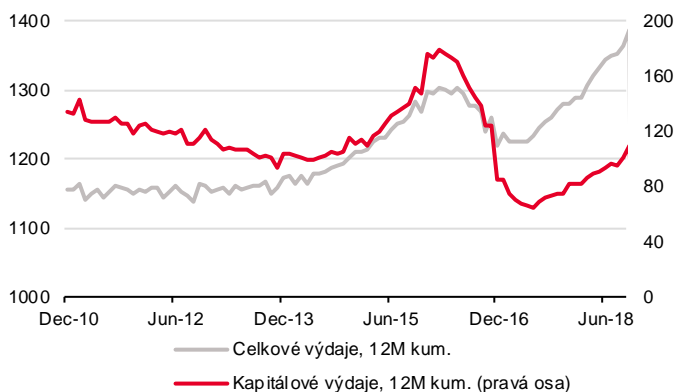
V posledních letech dochází opakovaně k lepšímu výsledku hospodaření oproti schválenému rozpočtu. Podepisuje se na tom vedle rychlejšího růstu ekonomiky a mezd v posledních letech i efekt některých administrativních opatření. V rozpočtu na příští rok se však tato předchozí obezřetnost vytrácí. Ministerstvo počítá s nárůstem výdajů, velká část z nich je přitom mandatorního charakteru. Platy učitelů se v příštím roce znovu zvýší o 15 %, průměrný nárůst ostatních platů ve veřejné sféře by měl dle vládní dohody dosáhnout 8 %. Samostatnou kapitolou je plánované výrazné zvýšení investičních výdajů. Na příjmové straně přitom nejsou plánována dodatečná opatření a ekonomika v příštím roce zřejmě zpomalí jak podle našeho výhledu, tak podle prognózy ministerstva. **Proto soudíme, že pro příští roky již výhled ministerstva nemá rezervu jako dříve, naopak vidíme rizika na straně vyššího schodku.**

Plnění státního rozpočtu v letošním roce (mld. CZK)



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

Kapitálové výdaje státu znovu postupně rostou (mld. CZK)



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

Na straně výdajů dochází k výraznému zrychlení investiční aktivity. Ta podle plnění státního rozpočtu za leden-říjen roste oproti předchozímu roku o silných 47,2 %. Nadpoloviční většinu kapitálových výdajů nově tvoří projekty spolufinancované z prostředků Evropských fondů. Ty narostly o celých 86,9 %. I přes toto zrychlení zaostává investiční aktivita veřejného sektoru za rozpočtovými plány. V září bylo utraceno jen 65,8 % kapitálových výdajů plánovaných na tento rok. Podepsal se na tom pozdější rozjezd některých projektů, jejichž potřeba financování se tak částečně přesouvá i do příštího roku. Proto předpokládáme, že kapitálové výdaje dále porostou. S jejich zvýšením počítá i ministerstvo. V rozpočtu pro rok 2019 došlo ke zvýšení výdajů na investice o 21 mld. CZK, což je nárůst o 36 %. **Na druhé straně realizace investičních projektů v posledních letech pokulhávala z velké části z administrativních příčin (dlouhé povolovací procesy, nedostatek administrátorů na úrovni centrálních projektů), které budou zřejmě přetrvávat. Proto očekáváme, že plánované investiční výdaje budou opět zpožděny a náklady na jejich financování se bude posouvat do dalších let.** Investiční aktivita zesiluje také na municipální úrovni. Přispívá k tomu i pravidlo N+3, kvůli kterému je letos třeba dočerpat větší objem prostředků než v minulých letech. Investice na komunální úrovni ale dále porostou. Kvůli souvisejícím vyšším výdajům komunálních rozpočtů v příštích letech se bude jejich příspěvek k přebytku veřejných rozpočtů snižovat.

Příjmy zpomalí ruku v ruce se slabším ekonomickým růstem

Na příjmové straně se státu v posledních letech dařilo výborně. I v letošním roce dle dat z října překonává výběr daní očekávání rozpočtu. Výběr daně z přidané hodnoty roste oproti stejnému období loni o 7,4 %. Zvyšují se však i další příjmy, zejména z výběru sociálního pojištění (o 10,3 %), ale i spotřebních daní. **To vše souvisí s pozicí ekonomiky na vrcholu hospodářského cyklu, kdy rostou mzdy i spotřební výdaje. To však nebude trvat věčně.** Rozpočet pro příští rok počítá s růstem příjmů o více než 11 %, přitom podle prognózy samotného ministerstva se má nominální HDP zvýšit o pouhých 5,2 %. Není tedy jasné, odkud předpoklad o rychlém růstu příjmů pochází. Naše očekávání pro dynamiku ekonomiky je přitom ještě nižší. **Proto vidíme na příjmové straně v příštím roce značná rizika.**

Dynamika veřejných financí

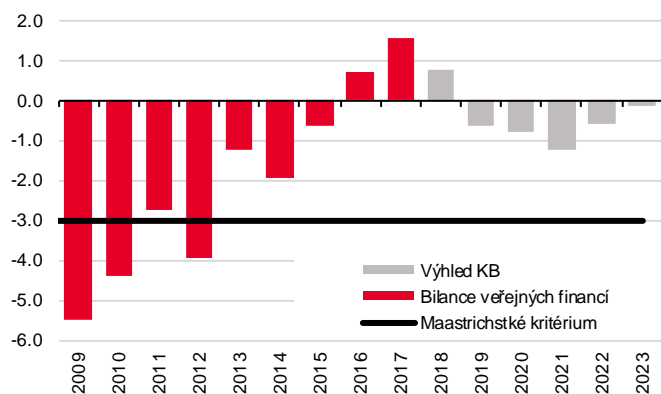
	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f
Bilance veřejných financí (% HDP)	0,8	-0,6	-0,8	-1,3	-0,6	-0,2
Fiskální úsilí (% HDP)	-1,0	-0,7	-0,3	0,4	0,4	1,4
Veřejný dluh (mld. CZK)	1 710	1 740	1 775	1 850	1 885	1 895
Poměr dluhu k HDP (%)	32,2	31,3	30,9	31,3	30,5	29,4

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

Vzhledem k dosavadnímu plnění státního rozpočtu předpokládáme, že letošní výsledek skončí mnohem nižším schodkem, než plánovalo ministerstvo, a to pouhých 10 mld. CZK.

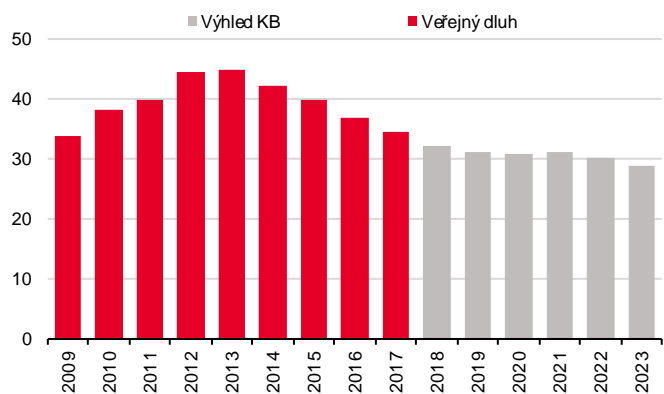
V příštím roce naopak očekáváme, že bude schodek oproti plánům naopak o něco hlubší a dosáhne 50 mld. korun. Podepíše se na tom nižší dynamika výběru daní v souvislosti se zpomalováním ekonomiky. Na výdajové straně přitom rychle porostou mzdové a investiční výdaje.

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

Místní rozpočty pomohou i v letošním roce posunout celkovou bilanci veřejných financí do kladných čísel, podobně jako loni. Došlo sice k výraznému nárůstu investiční aktivity na komunální úrovni ve spojení s čerpáním EU fondů, výdaje ale zatím nejsou tak velké, aby se znatelně projevíly v přebytkovém hospodaření místních samospráv. **Celý veřejný sektor by měl proto letos vykázat v metodice ESA2010 přebytek výrazných 0,8 % HDP.** V příštím roce by se přebytek místních rozpočtů měl již výrazně snížit. Dohromady se tak podle nás veřejné finance dostanou v roce 2019 do deficitu 0,6 % HDP.

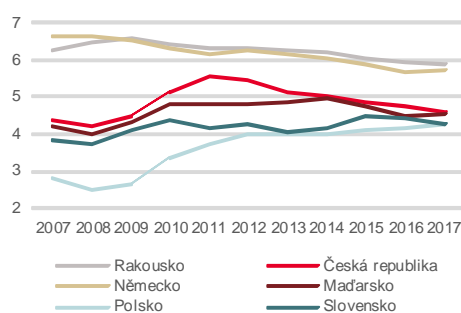
Veřejný dluh bude letos klesat jak v absolutních číslech, tak v poměru k HDP. Relativní dluh poklesne o 2,4 pb na 32,2 %. V příštím roce se pokles dluhu v korunovém vyjádření zastaví, kvůli růstu ekonomiky se však jeho relativní velikost sníží na 31,3 % HDP.

Jakub Matějů
+420 222 008 589
j_mateju@kb.cz

Box 3: Rezervy českých infrastrukturních investic

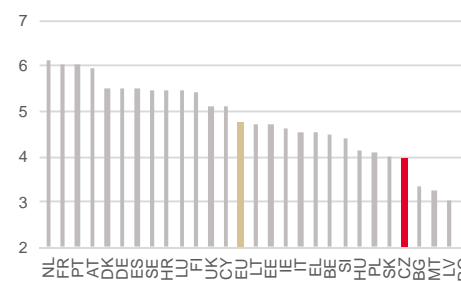
Ekonomika naráží na své produkční limity, trh práce je již téměř vyčerpán a zbývající možnosti, jak vyjít vstříc rostoucí poptávce, jsou produktivní investice. Potenciál na zvýšení produktivity v současnosti mají však vedle soukromých i veřejné investice. **Zejména v investicích do dopravní infrastruktury totiž v posledních letech docházelo k výraznému zaostávání.** Do roku 2011 se dle hodnocení indexu Global Competitiveness od Světové banky česká dopravní infrastruktura zlepšovala. Od té doby však dochází k poklesu její kvality, a to nejrychlejším tempem mezi středoevropskými zeměmi. **V hodnocení kvality silniční sítě v rámci EU drží Česká republika nelichotivé 25. místo z 29.**

Kvalita dopravní infrastruktury (sub-index GCI)



Zdroj: World Bank. Ekonomický a strategický výzkum. Komerční banka

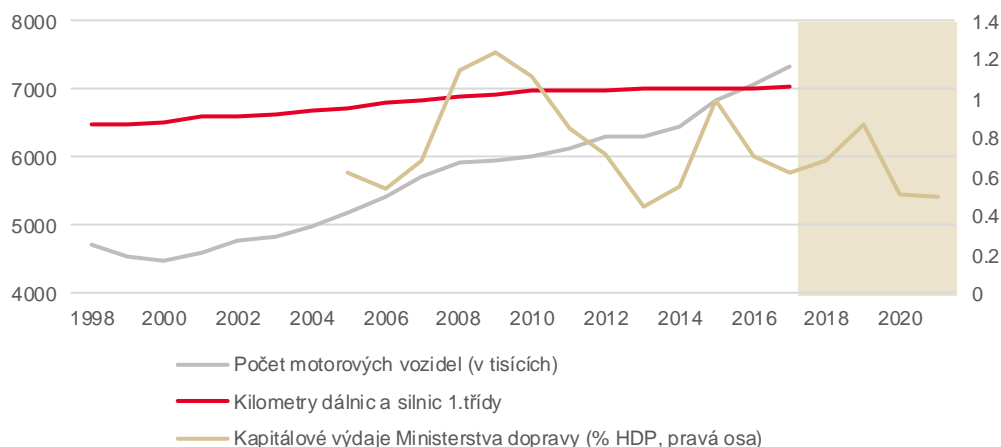
Kvalita silniční sítě (2017, sub-index GCI)



Zdroj: World Bank. Ekonomický a strategický výzkum. Komerční banka

Zatímco počet motorových vozidel na českých silnicích se od roku 1998 zvýšil o 2,6 milionu a vzrostl tak o téměř 56 %, délka dálnic a silnic 1. třídy vzrostla jen o 573 kilometrů, což znamená nárůst o necelých 9 %. Došlo přitom sice ke zkapacitnění některých stávajících spojení, ale i tak je zřejmé, že se míra využití silniční sítě dramaticky zvyšuje. **To vede mimo jiné k prodlužování dodacích lhůt a příliš tak nepřispívá k celkové efektivitě hospodářství. Také včasnost dodávek dle indikátoru Světové banky je v české ekonomice pod evropským průměrem.** Kolem roku 2011 se zastavil i nárůst kilometráže elektrifikovaných železničních tratí. Plány vysokorychlostních tratí zůstávají na papíře, nedošlo k posunu ani ve výstavbě páteřních železničních a silničních komunikací zahrnutých do celoevropské sítě TEN-T, která směřuje ke kapacitnímu řešení celoevropsky významných dopravních tras v horizontu do roku 2030.

Počty motorových vozidel rostou rychleji než kilometry silnic, dopravní investice stagnují



Zdroj: Eurostat. Ekonomický a strategický výzkum. Komerční banka

Vláda si je vědoma infrastrukturního manka a v rozpočtu na rok 2019 je zřejmý nárůst plánovaných kapitálových výdajů Ministerstva dopravy z 37 na 49 mld. korun. **V poměru k HDP však ani tento nárůst nedosáhne investiční aktivity běžné před rokem 2011.** Navíc v předběžných plánech rozpočtů na roky 2020 a 2021 se alokace výdajů na investiční aktivity v oblasti dopravy opět snižuje na 31 mld. korun, ačkoliv HDP bude dle našich i vládních prognóz dále růst a s ním i zatížení dopravní sítě a výběr daní (bude tedy z čeho financovat).

Jakub Matějů
+420 222 008 589
j.mateju@kb.cz

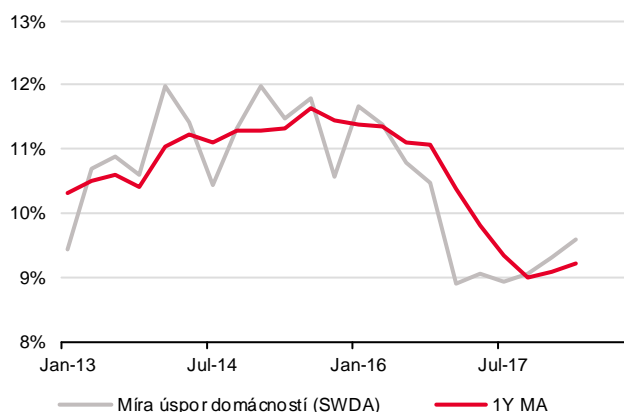
Mzdový růst výrazně nezpomalí

Trh práce zůstává extrémně utažený, ale domácnosti již začínají tvořit opatrnější úspory.

Měsíční data z trhu práce ukázala na první zvýšení míry nezaměstnanosti od začátku roku 2015. Neočekáváme, že by to bylo zahájení trendu zvyšování nezaměstnanosti. Podle ČSÚ „*přibylo na trhu práce výrazně více žen ve věku 25 až 49 let*“. To potvrzuje naše zjištění z boxu 1, že na trhu práce je stále ještě možné najít pracovní sílu mezi odrazenými uchazeči. I přes mírný nárůst míry nezaměstnanosti **zůstává trh práce extrémně utažený**. Stále je více volných míst než uchazečů o práci a mzdy tak budou i nadále velmi silně růst. K tomu dvouciferným zvyšováním platů ve veřejném sektoru přispěje i vláda.

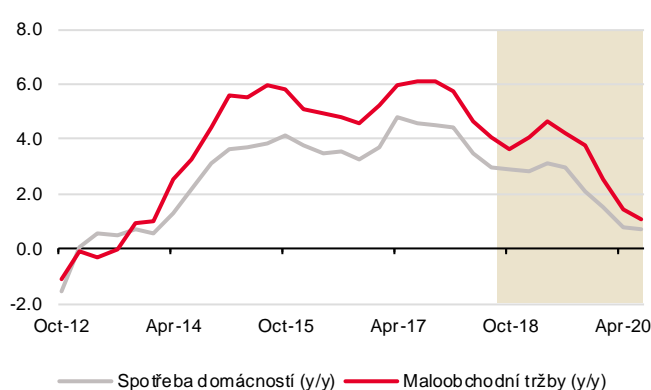
V mediálním prostoru se stále více mluví o zpomalující ekonomice. To by mohlo být vysvětlení, proč se míra úspor odrazila ode dna. Domácnosti se dost možná začínají více obávat o svou budoucnost. To je vidět i na statistikách soukromé spotřeby, která od druhého čtvrtletí letošního roku výrazně zpomaluje svůj růst. **Míra úspor už se pravděpodobně snižovat nebude a soukromá spotřeba tak poroste o něco pomaleji než reálné mzdy. Očekáváme, že její dynamika letos dosáhne 3,5 % a v příštím roce zpomalí na 2,8 %.**

Míra úspor se odráží ode dna



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

Extremně nízká nezaměstnanost podporuje mzdový růst



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

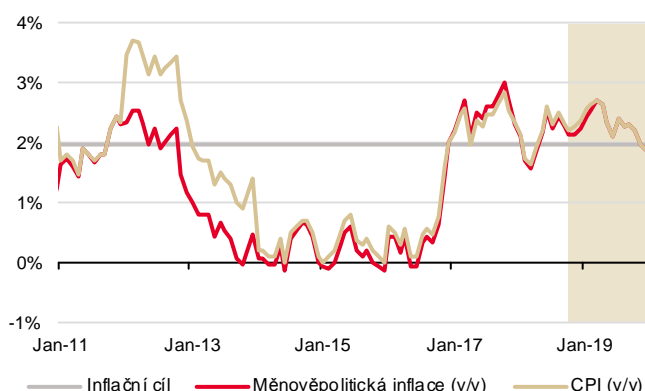
Inflace na začátku roku výrazně zrychlí

Inflační tlaky v české ekonomice posílily. Jádrová inflace vykazuje hodnoty nad dvěma procenty již od dubna a ani v dalších měsících by neměla výrazně zpomalit. Letošní mizerná úroda bude zvyšovat ceny potravin, zatímco ceny pohonných hmot jsou taženy zdražováním ropy na světových trzích. Na začátku roku nás také čeká výrazná změna ceníků distributorů elektřiny, která způsobí skok v regulovaných cenách a zvýší i celkovou inflaci. Ta by v letošním roce měla v průměru vykazovat 2,2 % a v příštím roce zrychlit na 2,5 %.

Jádrová inflace příští rok zrychlí.

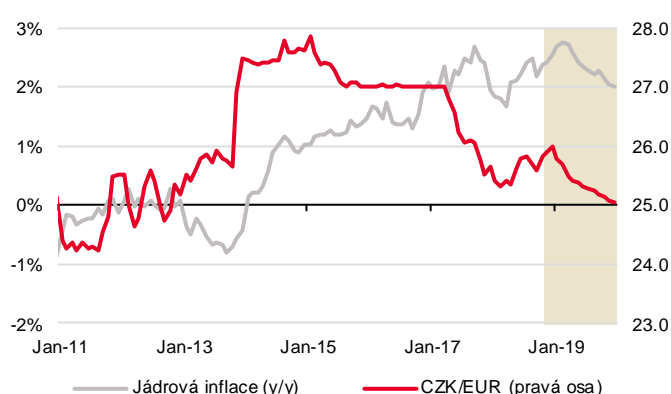
Jádrové ceny zrychlily v létě svůj růst a svou dynamiku by si měly udržet i v dalších měsících. Mzdový růst představuje pro firmy zásadní nákladovou položku a snaží se ho proto do jisté míry přenést na konečného spotřebitele. Zastavilo se posilování koruny, ale to by se mělo (jak píšeme v sekci *Korunový devizový trh*) znovu rozběhnout. **Očekáváme, že jádrové ceny v letošním roce vzrostou o 2,2 %, příští rok by jejich inflace měla zrychlit na 2,4 %.**

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

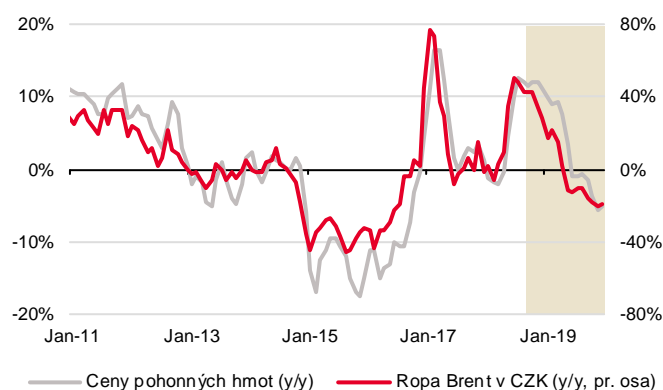
Špatná úroda naznačuje vyšší ceny potravin.

Ceny potravin vykazují vysokou volatilitu a rozlitané pravděpodobně zůstanou i nadále. V průměru ceny potravin překvapily slabým růstem. Letošní špatná úroda spolu s vyššími cenami ropy bude tlačit na zdražování potravin. **Celkově očekáváme jejich růst o 1,4 %, zatímco v příštím roce by měly vystoupat o 2,2 %.**

Inflace cen pohonných hmot by měla zvolňovat.

Cena severomořské ropy Brent v srpnu nabrala druhý dech a v říjnu se vyšplhala na 85 dolarů za barel. To dvouciferným tempem zvýšilo **ceny na českých benzínových pumpách**. Očekáváme, že se ceny ropy na světových trzích stabilizují, což povede ke zvolnění meziroční dynamiky domácích cen pohonných hmot. K tomu ještě přispěje návrat koruny na posilovací trajektorii. **Celkově by pohonné hmoty měly letos v průměru zdražit o 7,7 %. V příštím roce očekáváme nárůst jejich ceny v průměru o 5,4 %.**

Ceny pohonných hmot vyskočily, měly by ale korigovat



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

Ceny elektřiny na začátku roku vyletí.

Regulované ceny by na začátku příštího roku měly výrazně přidat. Ceny energií na světové burze vyletěly vzhůru a domácí distributoři jsou zvyklí dělat změny ceníků na začátku roku. **Silová cena elektřiny podle nás vzroste o 10 %.** Energetický regulační úřad ještě nezveřejnil, o kolik dovolí distributorům zvýšit regulovanou cenu energií. My pracujeme s konzervativním odhadem 2 %. To by mělo dohromady přispět k výraznému růstu regulovaných cen. Ty by měly příští rok přidat 2,8 %, poté co se letos zvýší o 1,8 %.

Rizika: volatilita na devizovém trhu je nejakutnějším rizikem

Koruna silně reaguje na globální politické události.

Rizika plynoucí z vnějšího prostředí stále přetrvávají a pravděpodobnost jejich realizace se zvyšuje. V souvislosti s vyčerpáváním domácích výrobních kapacit jsme identifikovali také jedno riziko plynoucí z domácí ekonomiky. 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.
- **Pokles poptávky po autech nebo dílech v Evropě** by představoval výraznou ránu pro domácí producenty. Nezáleží na tom, jestli by k němu došlo kvůli nasycenosti trhu nebo novým ekologickým regulacím.
- **Nízký nebo dokonce žádný růst produktivity** by zpomalil ekonomický růst a domácí hospodářství by ztratilo konkurenceschopnost. V krátkém období by to znamenalo růst inflace. Dlouhodobě by však zvolnily poptávkové tlaky i mzdový růst a inflace by naopak zpomalila.

Klíčové makroekonomické ukazatele

	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	2017	2018	2019	2020	2021	2022
HDP a jeho struktura														
HDP (reálně, y/y, %)	2,3	2,4	2,7	2,6	2,9	2,6	2,5	2,2	4,5	2,8	2,7	2,0	1,8	2,4
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	3,0	2,9	2,8	3,1	3,0	2,1	1,5	0,8	4,4	3,5	2,8	1,0	1,5	2,3
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	3,0	3,7	2,1	2,0	1,9	1,4	1,6	1,7	1,3	3,3	1,8	1,7	1,8	1,5
Fixní investice (reálně, y/y, %)	7,0	6,3	2,1	0,2	-0,2	0,1	0,7	1,9	3,7	7,8	0,6	2,1	2,3	3,5
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	0,0	0,0	0,7	0,1	0,8	0,7	0,3	0,2	1,1	-0,3	0,6	0,2	0,6	0,3
Zásoby (příspěvek do y/y)	-1,5	-1,4	-0,4	0,7	0,3	0,8	1,0	0,8	0,1	-1,2	0,4	0,6	-0,4	-0,1
Měsíční data z reálné ekonomiky														
Zahraniční obchod (mld, CZK) (*) (***)	78	80	82	87	90	91	91	90	443	355	347	363	396	398
Vývozy (nominálně, y/y, %) (*)	4,9	5,3	10,6	6,0	4,3	3,5	3,0	3,2	6,8	2,7	6,1	4,1	6,3	8,6
Dovozy (nominálně, y/y, %) (*)	8,7	8,6	13,5	8,0	3,2	2,8	2,5	3,2	8,8	5,2	6,9	4,1	6,1	9,3
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	3,4	3,0	3,9	3,5	1,6	1,6	1,8	2,0	6,5	2,8	2,6	2,0	3,5	7,3
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	13,2	12,1	0,9	6,9	2,4	3,6	3,9	3,9	3,2	11,0	3,4	4,3	1,8	3,4
Maloobchod (reálně, y/y, %)	3,7	3,8	3,9	4,9	4,6	3,8	2,5	1,5	5,5	4,5	4,3	1,4	0,9	2,1
Trh práce														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	8,3	7,9	7,9	6,8	6,1	5,2	3,1	2,7	6,2	8,3	6,5	2,7	3,0	4,1
Mzdy (reálně, y/y, %)	5,7	5,5	4,9	4,1	3,5	3,0	1,4	1,1	3,7	6,0	3,9	1,2	1,7	2,1
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	3,0	3,2	3,2	2,7	2,9	3,1	3,2	2,7	4,1	3,2	3,0	3,0	3,2	3,2
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,3	2,3	2,6	2,3	2,4	2,3	2,4	2,2	2,9	2,3	2,4	2,4	2,6	2,6
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	0,9	0,7	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	1,6	1,3	0,1	-0,1	-0,3	0,0
Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu														
Inflace (y/y, %)	2,4	2,3	2,9	2,6	2,5	2,0	1,7	1,7	2,5	2,2	2,5	1,5	1,3	2,0
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	2,0
Jádrová inflace (y/y, %) (**)	2,4	2,5	2,8	2,5	2,2	2,1	1,9	1,6	2,3	2,2	2,4	1,5	1,2	2,2
Ceny potravin (y/y, %) (**)	0,6	-0,3	1,7	2,0	3,1	1,9	1,4	1,5	5,1	1,4	2,2	1,8	1,3	1,0
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (**)	12,2	15,2	14,3	7,3	3,4	-3,3	-5,1	-5,2	6,6	7,7	5,4	-6,3	-4,4	-1,6
Regulované ceny (y/y, %) (**)	2,2	1,7	2,6	2,7	3,0	3,0	2,6	3,4	0,0	1,8	2,8	2,7	2,7	2,9
Ceny v průmyslu (y/y, %)	3,3	4,2	4,2	2,9	1,7	0,7	0,6	1,0	1,8	2,2	2,4	0,9	0,9	1,5
Finanční proměnné														
2W Repo (%, průměr)	1,16	1,75	2,00	2,25	2,50	2,50	2,50	2,11	0,17	1,08	2,31	2,10	2,0	2,4
3M PRIBOR (%, průměr)	1,65	1,90	2,15	2,40	2,65	2,65	2,65	2,22	0,41	1,34	2,46	2,23	2,1	2,6
CZK/EUR (průměr)	25,72	25,91	25,67	25,40	25,25	25,10	25,13	25,68	26,3	25,6	25,4	25,7	25,4	24,5
CZK/USD (průměr)	22,12	22,63	22,13	21,17	20,36	19,76	19,48	19,45	23,4	21,9	21,4	20,0	19,8	18,6
Vnější prostředí														
HDP v EMU (reálně, yoy, %)	1,7	1,6	1,7	1,7	2,0	1,8	1,6	1,4	2,5	2,0	1,8	1,2	0,8	1,4
HDP v Německu (reálně, yoy, %)	1,4	1,3	1,4	1,4	1,8	1,8	1,7	1,4	2,5	1,7	1,6	1,2	1,1	1,8
CPI v EMU (yoy, %)	2,1	2,0	1,9	1,6	1,3	1,2	1,1	1,2	1,5	1,8	1,5	1,3	1,5	1,5
Ropa Brent (USD/brl, průměr)	77,0	82,0	77,0	72,0	75,0	77,0	74,2	71,4	55,1	75,2	75,3	70,0	65,0	65,0
Euribor 1Y (%, průměr)	-0,17	-0,12	-0,04	0,09	0,20	0,25	0,25	0,22	-0,15	-0,17	0,12	0,25	0,8	1,8
USD/EUR (průměr)	1,16	1,15	1,16	1,20	1,24	1,27	1,29	1,32	1,13	1,18	1,22	1,34	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 přímý dopad daňových změn;

(***) čtvrtletní data jsou sezónně očištěna.

ČNB Focus



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

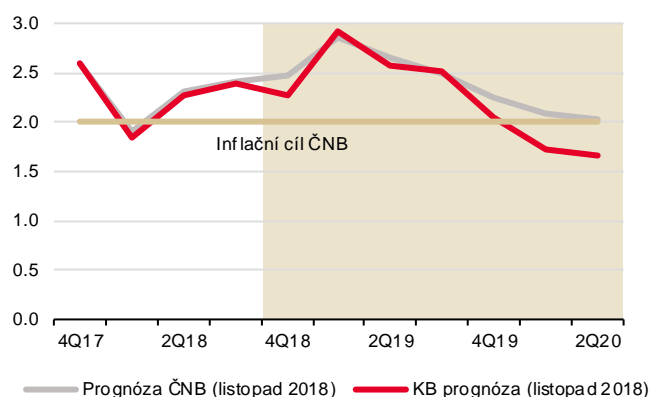
ČNB bude dál zvyšovat sazby zpomalující ekonomice navzdory

I přesto, že ekonomika zpomaluje, inflační tlaky zintenzivnily. Mzdová dynamika je silnější, než jsme předpokládali a více inflačních tlaků přichází také z vnějšího prostředí. Do toho nastupují noví členové bankovní rady, kteří nebudou váhat zvednout ruku pro další utahování měnové politiky. To vše nás vede k tomu, že příští rok ČNB zvedne sazby ještě třikrát. I když jsou nyní důvody pro růst sazeb pádnější, na obzoru také sílí rizika plynoucí zejména z vnějšího prostředí. Ta by mohla zbrzdít návrat na neutrální úroveň repo sazby (odhadovaná na 2,5-3,5 %).

Kurz neutáhne měnové podmínky tak, jak ČNB očekává

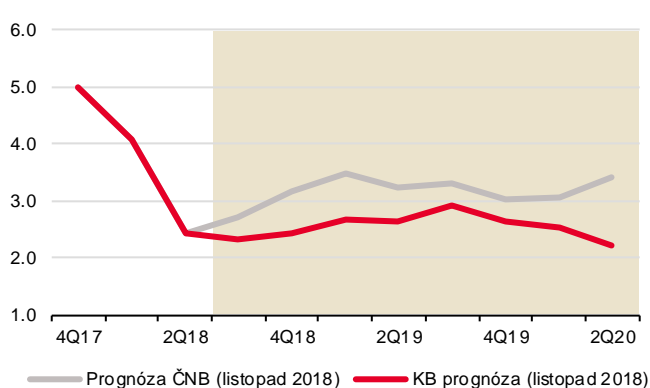
ČNB po svém listopadovém zasedání zveřejnila novou prognózu. Na předpokládaném vývoji reálné ekonomiky se nic výrazně nezměnilo. Centrální banka tak sice stále vidí o něco rychlejší růst HDP než my, nicméně prognóza inflace je té naší velmi podobná. Inflační tlaky ani podle ČNB, ani podle nás neoslabují.

Inflace na začátku příštího roku výrazně zrychlí (%)



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

ČNB vidí rychlejší růst domácí ekonomiky (%)

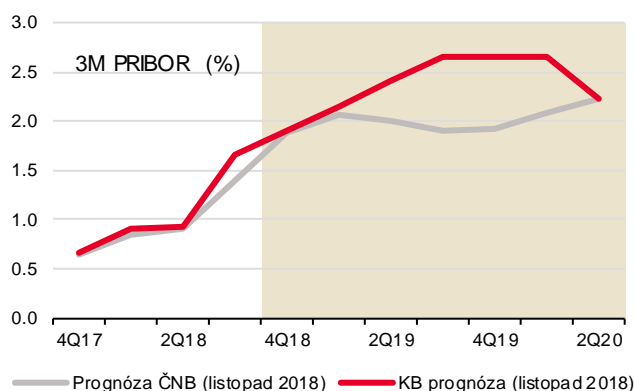


Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Stále se však výrazně lišíme v předpovědi kurzu a úrokových sazeb. ČNB, jak se to již stalo skoro zvykem, předpokládá výrazné posilování koruny, které se nám zdá v současné tržní situaci hodně přehnané. Předpověď centrální banky implikuje, že ke konci příštího roku se euro bude prodávat přibližně za 24,3 korun. Podle ČNB kurz utáhne měnové podmínky v ekonomice, a centrální banka tak v příštím roce v podstatě nevidí potřebu zvyšovat sazby. Její předpověď naznačuje zvýšení sazeb v prvním čtvrtletí, které je následováno pozvolným poklesem sazeb ve třetím a čtvrtém kvartále. V celoročním srovnání tak zůstanou sazby podle ČNB beze změny.

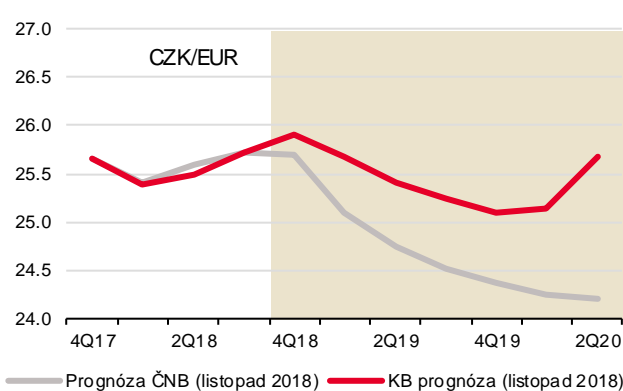
Nicméně podle našeho odhadu bude utahování měnových podmínek v podstatě rovnoměrně rozděleno mezi měnový kurz a úrokové sazby, protože nepředpokládáme, že by koruna měla posílit tak výrazně, jak předpovídá ČNB. Náš výhled tak vidí trojí zvýšení sazeb v příštím roce. **Repo sazba by tak měla v příštím roce dosáhnout 2,5 % a tím se dostat na spodní hranu pásma odhadů neutrální úrokové sazby jak podle našeho modelu, tak podle komunikace ČNB.** V tomto bodě by mělo podle našeho odhadu skončit utahování měnové politiky, protože finanční trh bude křehký a nervózní před příchodem námi očekávaného výrazného globálního ekonomického zpomalení v průběhu roku 2020.

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

Nervozita na trzích spíše přispívá ke zvyšování sazeb

Vnější prostředí vytváří rizika pro další vývoj české ekonomiky. Mezi ty hlavní patří nejistota kolem brexitu, situace v Itálii a pokles výroby aut v Evropě, ať už to je kvůli obchodní válce nebo nové ekologické regulaci. Tato rizika nejsou nová, ale přetrvávají a pravděpodobnost, že se vyplní, se pozvolna zvyšuje. Jejich vyplnění by ohrozilo zvyšování sazeb ve středním a dlouhém období. Kdyby se tato rizika nesplnila, nicméně by zůstala hrozbou, budou vytvářet inflační tlaky. Nervozita na trzích totiž ještě zbrzdí posilování koruny. **ČNB by podle nás reagovala na silící inflační tlaky zvyšováním sazeb, i kdyby pak musela s úroky posléze znovu dolů.** Tuto domněnku potvrzuje i nové složení bankovní rady, protože přicházejí lidé, kteří budou inklinovat k intenzivnějšímu používání měnové politiky.

Noví členové bankovní rady nebudou váhat se změnou nastavení měnové politiky

Tomáš Holub



Zdroj: ČNB

V průběhu doktorského studia Tomáš Holub nastartoval svou kariéru ve finančním sektoru, když v roce 1996 nastoupil do Komerční banky na pozici analytika. Po necelých čtyřech letech zamířil do ČNB. Nejprve pracoval jako poradce guvernéra Tůmy a roku 2004 se stal výkonným ředitelem Sekce měnové. Na této pozici působí dodnes.

Měnová sekce pod vedením T. Holuba radila bankovní radě aktivně používat měnovou politiku. Velmi často navrhovala změnu sazeb předtím, než se k ní bankovní rada nakonec rozhodla. To nás vede k přesvědčení, že i na pozici člena bankovní rady bude T. Holub podporovat proaktivní přístup k měnové politice. V současné fázi hospodářského cyklu tak bude vystupovat jako jestřáb. V případě, že se cyklus otočí a ekonomika poroste pomalu, bude T. Holub jedním z prvních, kteří budou volat po snižování úrokových sazeb.

Holub byl jedním z hlavních obhájců kurzového závazku. Představuje tak obezřetného centrálního bankéře, který cíluje inflaci i přes náklady, které přináší nestandardní měnová politika.

Aleš Michl



Zdroj: Fond Quant

Po ukončení magisterského studia na Vysoké škole ekonomické Aleš Michl nastoupil v roce 2000 jako novinář do Hospodářských novin. Následně pracoval jako poradce vicepremiéra pro Ekonomické záležitosti. Po dvou letech se přesunul do bankovního sektoru, když nastoupil do Raiffeisenbank na pozici makroekonomického analytika. Tam se postupně vypracoval na hlavního investičního stratéga. Od roku 2014 pracoval jako externí poradce ministra financí Babiše a radil mu i ve funkci premiéra. Michl je jedním ze spoluzakladatelů investičního fondu Quant.

Aleš Michl byl kritikem dlouhého trvání kurzového závazku a několikrát se jasně vyjádřil pro silnou korunu. Zpevňující měna podle něj tlačí na inovace ze strany podnikatelů. Podobně komentoval i nízké sazby, které zase podle něj nemotivují politiky šetřit. Z toho usuzujeme, že se v bankovní radě zařadí spíše k jestřábímu křídlu, které se nebude při zvyšování sazeb tolik ohlížet na vývoj koruny a s ním spojené nářky exportérů. Postoj Aleše Michla k euru je rezervovaný. Nezaznamenali jsme, že by napřímo odmítal přijetí společné měny v Česku, nicméně kritizuje záchranné plány pro Řecko. V jeho vystoupeních také často slyšíme o důležitosti vlastní měny, která může vyrovnávat ekonomické šoky.

Korunový devizový trh



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

Proč koruna neposiluje?

Koruna nás zase zklamala. A nejen nás, zejména ČNB je kurzem opakovaně překvapována. Ten se v listopadu drží v blízkosti hranice 26,00 CZK/EUR a odtud se mu moc nechce. Rostoucí úrokový diferenciál vůči sazbám v eurozóně ani přebytky běžného účtu zatím nestačily na robustnější posilování. Fundamenty přitom korunu podporují, a ta proto bude v příštím roce pozvolna zhodnocovat. Očekáváme, že do blízkosti 25 CZK/EUR se kurz dostane až ke konci příštího roku. Poté na ni však udeří zahraniční ekonomické zpomalení, které ji pošle opět na slabší úroveň.

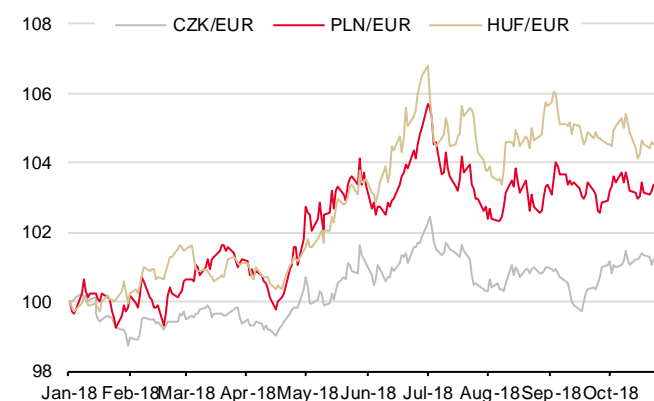
Koruna během Q3 jen částečně korigovala své předchozí ztráty, od září jí však znovu brzdí negativní sentiment a efekt konce roku.

Koruna po jamích výprodejích jen dočasně posílila

Poté, co se koruna spolu s ostatními měnami rozvíjejících trhů dostala na jaře pod výprodejní tlak, došlo přes léto k jejímu dočasnému posílení.

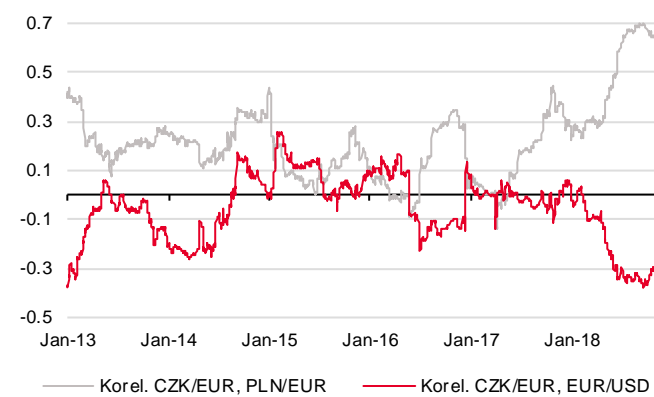
Koruna letos neposiluje, stejně jako ostatní měny regionu

(1.1.2018 = 100)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zranitelnost vůči vnější nejistotě přetrvává



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Již v polovině září se ale koruna opět vydala opačným směrem. Ačkoliv ČNB zvýšila sazby v září i v listopadu, korunu to od ztrát neuchránilo. Naopak došlo k dalšímu nárůstu zahraničních nejistot, např. ve věci italských rozpočtových plánů, nepříznivým vyhlídkám brexitové smlouvy či slabého růstu v Německu a eurozóně. Navíc měnám rozvíjejících se trhů obecně přilíš nepomáhají rostoucí sazby amerického Fedu. K těmto vnějším vlivům se přidal efekt konce roku, který v letošním roce začal trhy zaměstnávat již poměrně brzy.

Zranitelnost vůči vnějším vlivům je posílená efektem konce roku

Přetrvává vysoká citlivost kurzu koruny na zahraniční dění. Korelace s polským zlotým zůstává zvýšená, stejně jako negativní korelace vůči kurzu USD/EUR. K tomu se teď přidává efekt konce roku. Protože bude nákladné držet korunová depozita přes konec roku, investoři a finanční instituce se snaží koruny krátkodobě převést do eur a vytváří tak před koncem roku tlak na oslabování. Tento efekt je již částečně obsažen v současném kurzu koruny, na konci roku však může koruna dočasně oslabit o dalších 10-20 haléřů. Více jsme o efektu konce roku napsali v našem speciálním reportu zde <http://bit.ly/2FCzlaK>.

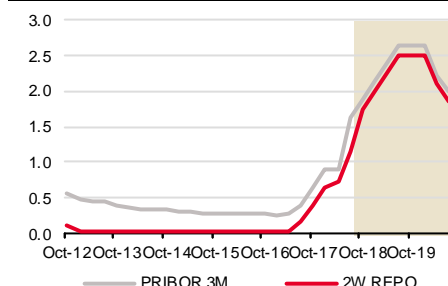
Fundamentální faktory korunu podporují

Koruna má přitom nadále důvody k posilování. Přbytek běžného účtu naznačuje, že reálné peněžní toky dodávají českým firmám eurovou likviditu. Běžný účet se bude držet i nadále v plusu. Zároveň se rozšiřuje úrokový diferenciál. Již nyní činí rozdíl mezi IRS sazbami korunového a eurového trhu na kratším konci křivky více než dva procentní body. Solidní jsou i výnosy vládních dluhopisů při jejich nízké rizikovosti. Zejména u výnosů vládních dluhopisů přitom

Rostoucí úrokový diferenciál a přebytek běžného účtu budou korunu podporovat.

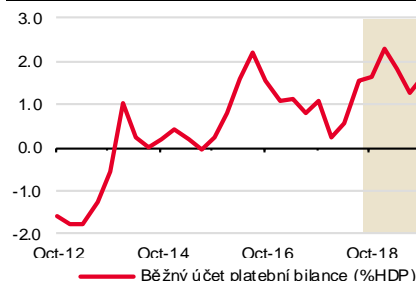
očekáváme další zvýšení s rostoucími inflačními očekáváním, silnou nabídkou státních dluhopisů a zpříšňováním měnové politiky ČNB, které ještě není plně zohledněno v cenách. Prostor k dalšímu růstu sazeb vidíme i na krátkém konci IRS křivky.

Očekávaný vývoj sazeb peněžního trhu



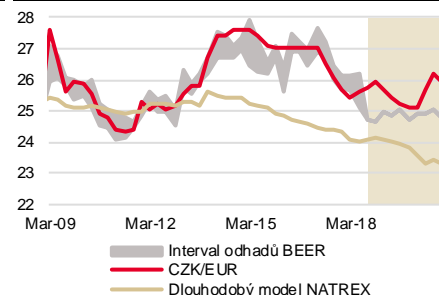
Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj běžného účtu platební bilance



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rovnovážný kurz CZK/EUR dle NATREX a krátkodobá rovnováha podle BEER



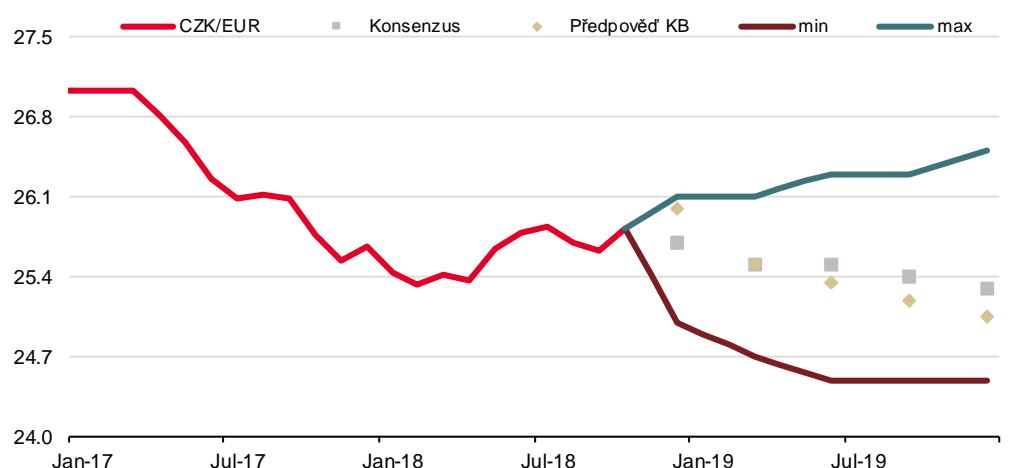
Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ačkoliv se odhady rovnovážného kurzu pohybují na silnějších úrovních, k rychlému zavření této mezery brzy nedojde.

Model rovnovážného kurzu NATREX ukazuje na hodnoty kolem 24 CZK/EUR a na horizontu prognózu očekává další rovnovážné posilování koruny. Podle našich simulací lze ale velkou část současné odchylky od tohoto rovnovážného kurzu vysvětlit velkým objemem devizových rezerv ČNB, který brání výraznějšímu posílení směrem k modelové rovnováze. **Protože na horizontu prognózy nečekáme, že by centrální banka své rezervy znatelně redukovala, zůstane podle nás kurz vychýlený na slabší úroveň.**

Zároveň bude kurz koruny dále zranitelný vůči zahraničnímu vývoji. **Krátkodobá rovnováha podle modelu BEER je rozkolísaná a rozptyl odhadů se pohybuje od 24,70 po 26,20 CZK/EUR.** Je tedy zřejmé, že v současnosti panuje ohledně vývoje kurzu v krátkém horizontu značná nejistota.

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsenzus dle Bloomberg (k 22.11.2018)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Koruna posílí k hladině 25 CZK/EUR až ke konci roku 2019

V souladu s tržním konsenzem očekáváme, že koruna bude jen pozvolně posilovat. Ve zbytku posledního čtvrtletí 2018 ji ještě zastaví efekt konce roku, který kurz podrží na slabších úrovních kolem 26,00 CZK/EUR, s možností krátkodobých výkyvů na slabší stranu. Na začátku příštího roku pak kurz skokově posílí a dále bude pozvolna směřovat k 25 CZK/EUR. K této hranici se přiblíží až ke konci roku 2019. Poté jej ale opět zasáhne narůstající nejistota s blížícím se zpomalením globálního hospodářského cyklu.

Rizikem pro vývoj koruny je zvýšená globální nejistota, vůči které je koruna citlivá kvůli výrazné zahraniční pozici.

Vnímáme riziko výraznějšího oslabení koruny při zvýšení globální nejistoty

Velká zahraniční korunová pozice činí tuzemskou měnu zranitelnou. Režim kurzového závazku a intervence centrální banky vedly k nárůstu pozice zahraničních investorů spekulujících na posílení koruny. Ty se postupně překlápily do dlouhodobých pozic, které využívají solidního úrokového diferenciálu vůči eurozóně. Riziko pro korunu představuje nejenom šok na globálních finančních trzích, ale i dřívější či hlubší ekonomické zpomalení, než se kterým počítáme v roce 2020. Pak by koruna mohla oslabit dříve nebo výrazněji.

Naopak opadnutí globální nejistoty či oddálení zahraničního zpomalení může vést k rychlejšímu posilování koruny, než jaké ukazuje náš základní scénář.

Technická analýza CZK/EUR (aktualizováno 26. října 2018 v 15:06)

Vedoucí technických analytiků



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

Technický analytik



Tanmay Purohit
(91) 80 6716 8267
tanmay.purohit@sgoib.com

Technický analytik



Natarajan Visweswaran
(91) 80 6758 7816
natarajan.visweswaran@sgoib.com

Jasný směr stále chybí

Po otestování spodní hrany mnohaměsíčního vzestupného kanálu, který se nachází na 25,45/40 a zároveň představuje 76,4 % pohybu od únorového dna, vidíme na trhu postupný růst kurzu CZK/EUR. Měsíční formace „kladivo“ pak potvrzuje, že oblast 25,45/40 představuje střednědobou podporu.

Z krátkodobějšího pohledu kurz otestoval oblast supportu ve výši 200denního klouzavého průměru na 25,70/60 a nyní míří k oblasti odporu 25,90/26,00, což je zároveň hodnota 76,4% pohybu z červencového maxima. Vzhledem k tomu, že se ukazatel stochastik nachází u svého maxima, je pro pokračování vzestupného trendu nezbytné, aby došlo k proražení hladiny 25,90/26,00. Za tohoto předpokladu by se otevřel prostor pro růst kurzu k hladině 26,20 CZK/EUR, případně by mohla být testována až horní hrana vzestupného trendového kanálu nacházející se na 26,40/48.

CZK/EUR, týdenní graf



Zdroj: SG Cross Asset Research

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

CZK/EUR, denní graf



Zdroj: SG Cross Asset Research

Trh českých vládních dluhopisů a IRS

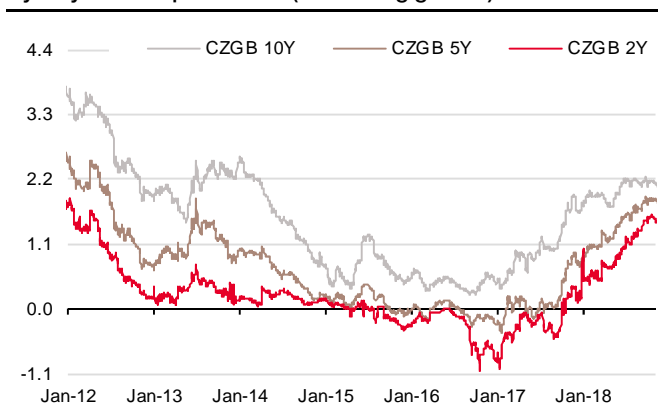


Jakub Matějů
(420) 222 008 598
j_mateju@kb.cz

Výnosová křivka v příštím roce invertuje

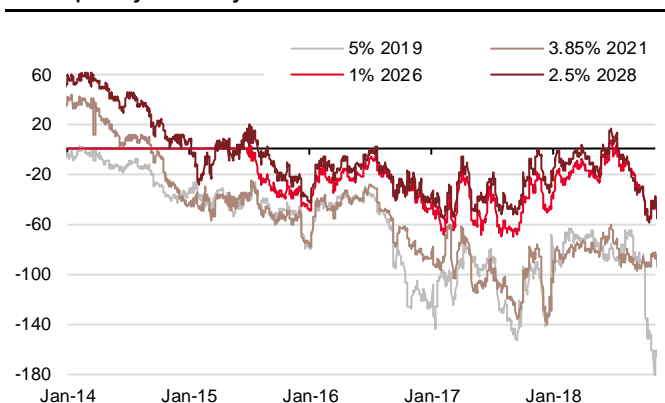
Náš výhled snižování sklonu výnosové křivky se naplňuje, a to jak na trhu úrokových swapů, tak i ve výnosech vládních dluhopisů. Nadále očekáváme růst zejména kratších výnosů kvůli předpokládanému zvyšování sazeb ČNB a robustní inflaci. Delší sazby IRS budou pod rostoucím tlakem zahraniční nejistoty a křivka tak v příštím roce invertuje. Nutnost refinancovat velký objem dluhopisů v příštím roce bude spolu s deficitním hospodařením vlády tlačit výnosy státního dluhu výše. To povede k otevření ASW vůči IRS křivce.

Výnosy CZGB v procentech (Bloomberg generic)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

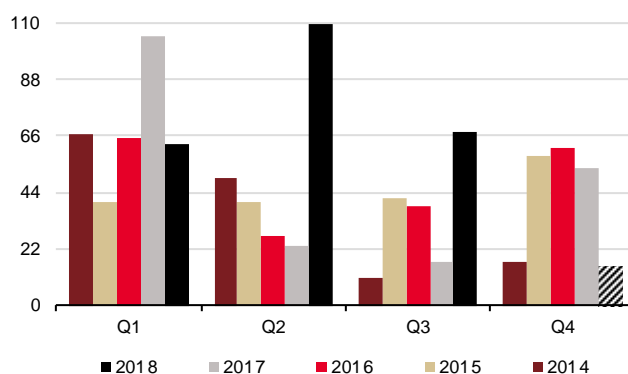
ASW spready v bazických bodech



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V třetím čtvrtletí pokračovaly výnosy českých dluhopisů v růstu. Podepsalo se na tom postupné utahování měnové politiky ČNB. Výnosy tlačí nahoru i inflace, která se nacházela nad dvěma procenty a zřejmě tam nějakou dobu zůstane. Svým dílem přispěla i silná nabídka, kdy se čistá emise CZGB vyšplhala na 80 mld. CZK. Zároveň letos ministerstvo splácelo eurobond, který byl refinancován pomocí krátkodobých eurových úvěrů se splatností do jednoho roku. Relativně vysoká emise CZGB v letošním roce za stávajících výhodných podmínek může v příštím roce ulehčit splácení těchto úvěrů. Nad druhé straně je však pravděpodobné, že ministerstvo bude tyto úvěry refinancovat pomocí dalších eurových úvěrů, zejména dokud bude schopné dosahovat záporných sazeb a zároveň dokud koruna výrazněji neposílí.

Čtvrtletní emise CZGB na primárním trhu (mld. CZK)



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

Rostly zejména výnosy dluhopisů na krátkém konci a reflektovaly tak i zplošťování IRS křivky. Došlo přitom ke znatelnému utažení ASW bodů, když IRS křivka reagovala na zpříšňování měnové politiky rychleji než samotné výnosy dluhopisů. **Přebytek korun na trhu totiž zvyšuje poptávku po CZGB a drží jejich výnosy nízko.** K nejvýraznějšímu propadu došlo u dluhopisu splatného v dubnu příštího roku, zde se již zřejmě projevil efekt konce roku, kdy se investoři snaží zbavit korunové likvidity.

Ministerstvo financí letos prodá 255 mld. CZK střednědobých a dlouhodobých dluhopisů, příští rok jejich emise poklesne na 240 mld.

Nabídka v Q4 2018: čas šlápnout na brzdu

Očekáváme, že hrubé výpůjční potřeby vlády letos dosáhnou 306 mld. CZK, tedy o 45 mld. CZK méně v porovnání s výhledem Ministerstva financí. Rozdíl je daný především nižším očekávaným schodkem hospodaření, který naznačují údaje plnění státního rozpočtu od ledna do října.

Od začátku letošního roku vydalo Ministerstvo financí 250 mld. CZK dlouhodobých dluhopisů a splnilo tak letošní výpůjční potřeby, které se oproti původním plánům značně snížily. Rozpočet totiž zřejmě skončí výrazně nižším deficitem, než ministerstvo očekávalo. **Ministerstvo ještě v prosinci plánuje vydat do 10 mld. pokladničních poukázek. Tím může snížit tlak na oslabování koruny v souvislosti s efektem konce roku.** Avizovaný objem je velmi malý, ministerstvo jej však může v případě potřeby a příhodných tržních podmínek překročit. Očekáváme, že se jejich výnosy podívají do mínusu podobně jako v minulém roce. Dle aukčního kalendáře budou mít některé z nabízených pokladničních poukázek velmi krátkou splatnost již od jednoho týdne, v těchto případech zřejmě výnosy dosáhnou výrazně záporných hodnot.

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

	2018e		2019f	
	MF červen 2018	KB listopad 2018	MF červen 2018	KB listopad 2018
Výpůjční potřeby				
Schodek rozpočtu	50,0	10,0	40,0*	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	10,0	2,7	2,7
Splátky pokladničních poukázek	44,0	44,0	50	10
Splátky ostatních instrumentů peněžního trhu	0,0	0,0		50,0
Splátky půjček od EIB	4,8	5,8	4,7	4,7
Celkem	351,3	305,9	338,3	358,3
Financování				
Hrubá emise pokl. poukázek (splatnost v roce 2018)		10,0		30,0
Hrubá emise CZGB (v aukcích)	min 150,0	250,0		250,0
Přímé prodeje CZGB		10,0		10,0
Hrubá emise eurobondů		0,0		0,0
Hrubá emise spořicí dluhopisů		0,0		0,0
Ostatní instrumenty peněžního trhu		0,0		20,0
Využití likviditní rezervy		-14,2		48,3
Čistý efekt výměn dluhopisů		0,0		0,0
Celkové financování		305,9		358,3
Čistá emise CZGB		75,0		19,1

Pozn. *dle návrhu státního rozpočtu ze srpna 2018. Původní plán 50 mld.
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vydání nového eurobondu není hlavním scénářem, i když tržní podmínky by tomu v příštím roce mohly nahrávat.

Na nový eurobond to v dohledné době nevypadá, i když by v příštím roce mohl být zajímavou možností financování. Výnosy srovnatelných eurových dluhopisů (například slovenských, belgických nebo francouzských) se pohybují na desetileté splatnosti mezi 0,7-0,9 %. Při hodnotách ASW a xccy basis swapů se stejnou splatností, které eurové financování zajistí proti kurzovým a úrokovým pohybům, se nyní vydání eurobondu vyplatí jen těsně. Při velkém objemu by zajištění zřejmě bylo méně výhodné oproti stávajícím cenám na trhu. Pokud ale dojde k otevření českých ASW či dalšímu poklesu xccy basis swapů, mohlo by jít o zajímavou možnost financování. Ta by navíc mohla mít vedlejší efekt nižší domácí emise a s tím souvisejícího tlaku na nižší domácí výnosy. Pouhá indikace záměru vydat nový eurobond by však mohla vést k výraznému zdražení zajišťovacích instrumentů a smazat tak ekonomické výhody celé operace. Proto si myslíme, že ani v příštím roce ministerstvo nový eurobond zatím nevydává.

Nabídka v roce 2019: vysoké splátky a mírný pokles objemu

V roce 2019 bude třeba splatit 240,9 mld. CZK maturujících státních dluhopisů. K tomu očekáváme splátky pokladničních poukázek ve výši 10 mld. CZK a schodek rozpočtu 50 mld. CZK, tedy o něco vyšší, než předpokládá návrh rozpočtu. Celkově tak bude potřeba financování poměrně vysoká a bude se blížit hodnotám z letošního roku. **Za příští rok očekáváme celkový objem vydaných dluhopisů ve výši 250 mld. CZK.** Menší objem (10 mld. CZK) bondů bude prodán na sekundárním trhu. **Čistá emise přitom dosáhne necelých 20 mld.** Nárůst rezervy z letošního roku umožní postupně splácet eurové úvěry. Další možností je jejich refinancování dalšími zahraničními půjčkami či vydáním nového eurobondu. **V příštím roce očekáváme i vyšší využití emisí pokladničních poukázek.** Nadále nepředpokládáme, že by ministerstvo v příštím roce vydávalo eurobond.

Výnosy CZGB v Q4 2018 a 2019: vyšší výnos kvůli ČNB i silné nabídce

Výnosy českých dluhopisů v příštím roce vzrostou, než je zpět zatlačí zpomalení světové ekonomiky.

Růst výnosů českých státních dluhopisů šel ruku v ruce s tím, co očekávala naše předchozí prognóza. Silná letošní nabídka CZGB poslala výnosy vzhůru, přispěl i růst inflačních očekávání a utahování měnové politiky ČNB. Na druhé straně růst výnosů krotila velká zahraniční investiční pozice v korunových aktivech. **Očekáváme, že na konci roku dosáhne výnos 10Y CZGB 2,0 %.** **Především na krátkém konci křivky lze na konci letošního roku čekat jednorázový nárůst poptávky** a související pokles výnosů v rozsahu několika bazických bodů kvůli likviditním omezením spojeným s Rezolučním fondem.

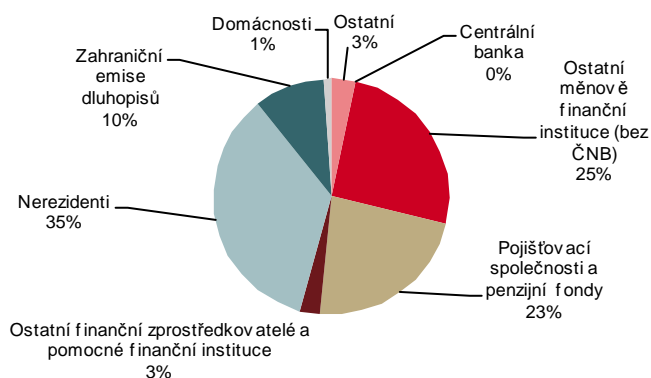
Prognóza výnosů CZGB

	Q4 18f	Q1 19f	Q2 19f	Q3 19f	Q4 19f
Výnos 2Y CZGB (%)	1,35	1,80	2,05	2,30	2,20
Výnos 10Y CZGB (%)	2,00	2,05	2,25	2,45	2,40
10Y CZGB ASW (bb)	-50	-40	-30	-20	-15

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

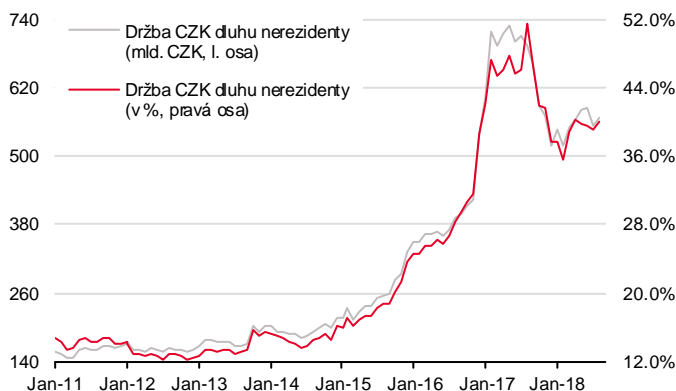
V příštím roce bude pokračovat utahování měnové politiky ČNB (postupně o 0,75 pb v průběhu roku 2019) a inflace se bude pohybovat ztelně nad 2 %. Nabídka CZGB bude nadále vysoká a vládní hospodaření bude schodkové. Především tyto faktory potáhnou výnosy dluhopisů dále výše. **Desetiletý výnos se v příštím roce podle našeho výhledu dostane na 2,45 % a dvouletý výnos dosáhne 2,30 % před tím, než se v domácí ekonomice projeví zpomalení zahraničního růstu.** To povede ke zvýšení poptávky po aktivech s nízkým rizikem i poklesu delších úrokových swapů. Výnosy českých dluhopisů proto budou v roce 2020 opět klesat.

Držba vládních dluhových cenných papírů, září 2018



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podíl nerezidentů se letos stabilizoval kolem 40 %



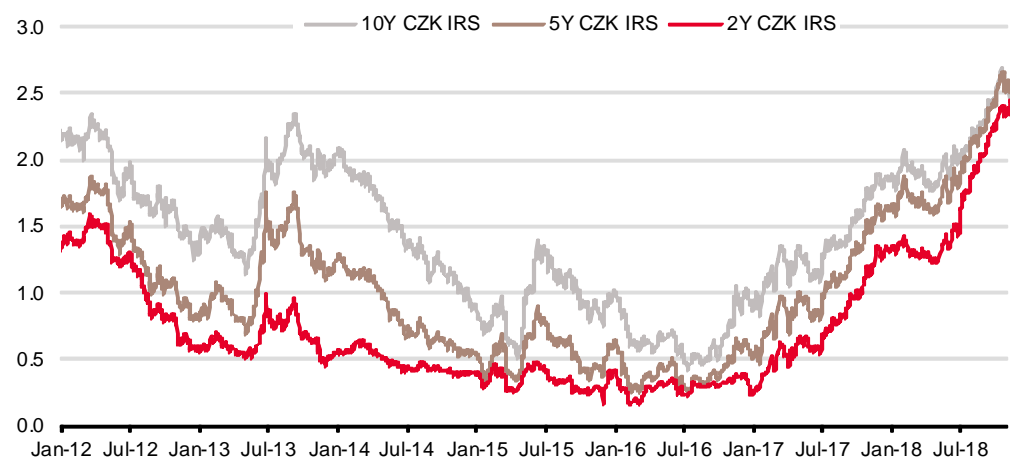
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Struktura držitelů CZGB: stabilizace podílu nerezidentů

Podíl zahraničních držitelů státních dluhopisů se stabilizoval 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 předintervenčním stavem. Očekáváme, že se bude dále držet na těchto úrovních, CZGB totiž s cyklem utahování měnové politiky přináší při nízkých sazbách v zahraničí zajímavé zhodnocení pro dlouhodobé investory. Ti nahrazují krátkodobé investory, kteří spekulovali na posílení koruny. ČNB zároveň neplánuje výrazné snižování devizových rezerv, které by stáhlo z trhu přebytek korunové likvidity. V poměru k HDP bude podíl zahraničních držitelů pozvolna klesat.

Nárůst CZK IRS (v procentech)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zvyšování sazeb ČNB a blížící se globální zpomalení povede k inverzi výnosové křivky.

Trh českých sazeb IRS: výnosová křivka v příštím roce invertuje

Očekáváme, že dvouletý swap na konci letošního roku mírně poklesne na 2,35 %. ČNB si v prosinci dá pauzu se zvyšováním sazeb, výnosy budou tlačeny níže i efektem konce roku. **V příštím roce se pak krátký konec IRS křivky vrátí k růstu spolu s tím, jak trh zohlední i námi očekávané třetí zvýšení sazeb centrální banky.**

Výhled pro CZK IRS (%)

	Q4 18f	Q1 19f	Q2 19f	Q3 19f	Q4 19f
2Y	2,35	2,50	2,65	2,80	2,70
5Y	2,50	2,55	2,65	2,75	2,65
10Y	2,50	2,50	2,55	2,65	2,55

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V souladu s naším výhledem pokračovalo zplošťování křivky úrokových swapů. Rozpětí mezi 5Y a 10Y sazbami se již dostalo do záporných hodnot. **Další snižování sklonu očekáváme i v příštím roce, křivka IRS tak invertuje.** Na krátkém konci to bude odrážet jedno dodatečné zvýšení sazeb ČNB oproti současnému očekávání trhu. Střed i delší konec křivky bude pod rostoucím tlakem blížícího se globálního zpomalení, kdy bude trh preferovat delší splatnosti a začne očekávat periodu snižování úrokových sazeb.

Bankovní sektor

Růst úvěrů na bydlení zpomalí kvůli regulaci i cenám realit



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

Od počátku října vstoupila v platnost přísnější doporučení ČNB na regulaci úvěrů na bydlení. V souladu s minulou prognózou mezičtvrtletní tempo růstu poskytnutých úvěrů na bydlení ve třetím čtvrtletí zopakovalo hodnoty z prvních dvou kvartálů (2 % q/q). **Očekáváme, že přísnější regulace povede k mezičtvrtletnímu poklesu v závěru roku a následně slabší dynamice růstu v příštím roce.** Spotřebitelské úvěry i nadále benefitují z přesilovkového postavení zaměstnanců na trhu práce. Dynamika mezd kulminuje ve druhé polovině letošního roku a podobně tomu bude i v případě těchto úvěrů. V posledních měsících také akcelerovala dynamika úvěrů nefinančním korporacím. k investičním úvěrům jako tahounu se přidaly i provozní úvěry a úvěry se specifickým určením. I přes toto zrychlení očekáváme, že příští rok jejich tempo opět zpomalí v důsledku prvních projevů snížení ekonomického růstu, které by z globální ekonomiky mělo do té české dorazit v roce 2020, což je později, než bylo dříve odhadováno (více v kapitole *Vnější prostředí*).

Rostoucí úrokové sazby stimulují i depozitní business. Ovšem významné přehodnocení naší předpovědi směrem vzhůru pro letošek je důsledek jednorázových faktorů, revize časové řady u ostatních depozit směrem výše a také nárůst u vládních depozit u bankovního sektoru v důsledku vyšší emisní aktivity během prázdninových měsíců.

Úrokové sazby komerčních úvěrů se budou zvyšovat v souladu s očekávaným zpřísněním měnové politiky popsaným dříve v reportu. Rychlejší nárůst sazeb úvěrů na bytové potřeby bude tlumit slabší poptávka v důsledku regulace a vysokých cen nemovitostí a silná konkurence bank. Sazby u spotřebitelských úvěrů půjdou nahoru také kvůli rostoucímu riziku neschopnosti spotřebitelů splácet. Tomu budou na horizontu prognózy spotřebitelé čelit kvůli horšímu ekonomickému vývoji. Zvyšující se NPL u úvěrů na bydlení bude pozvolnější.

Bankovní úvěry a depozita (y/y, %)

	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Bankovní úvěry															
Celkem	8,0	6,3	4,9	3,4	2,7	3,0	3,7	3,7	6,3	5,7	4,3	3,9	4,4	4,9	5,0
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	5,7	4,7	3,1	1,9	3,0	3,4	4,1	4,1	9,3	7,7	3,2	4,3	5,3	5,5	5,4
Spotřebitelské úvěry domácnostem	6,7	6,2	4,8	3,4	2,9	3,5	4,3	4,3	4,4	5,8	4,3	4,5	5,5	6,4	6,4
Úvěry nefinančním podnikům	8,3	7,9	4,9	3,4	1,0	1,7	3,4	3,4	4,9	5,1	4,3	3,7	4,0	4,2	4,9
Bankovní vklady															
Celkem	7,9	7,6	5,9	5,7	4,6	4,4	4,2	4,2	12,0	6,4	6,0	3,7	2,8	3,9	3,9
Obyvatelstvo	8,7	8,7	7,9	8,0	7,1	6,4	5,3	5,3	8,5	7,5	7,9	4,5	2,2	3,7	3,8
Nefinanční podniky	5,9	6,2	4,2	5,8	3,6	3,6	4,3	4,3	9,9	2,4	4,9	3,5	3,6	4,2	4,1
Ostatní	8,0	6,7	3,6	1,4	0,3	1,4	1,9	1,9	22,1	7,8	3,0	2,4	3,5	4,2	4,0
Podíly na HDP															
Podíl úvěrů na HDP	62,7	62,7	62,4	62,5	61,5	61,6	62,0	62,0	62,7	62,5	62,3	62,2	63,2	63,7	64,0
Podíl vkladů na HDP	84,7	88,2	86,6	86,5	84,6	87,9	86,4	86,4	85,1	85,4	86,5	86,2	86,3	86,2	85,7
Podíl úvěrů na vkladech	74,1	71,0	72,1	72,3	72,7	70,1	71,8	71,8	73,7	73,2	72,0	72,2	73,3	74,0	74,7
Úrokové sazby															
Úvěry pro bytové potřeby	2,8	2,9	3,0	3,1	3,1	3,2	3,1	3,1	2,3	2,7	3,0	3,1	3,2	3,4	3,7
Spotřebitelské úvěry	9,0	9,4	9,8	10,1	10,4	10,5	10,6	10,6	9,2	8,6	9,9	10,5	10,7	11,1	11,5
Úvěry nefinančním podnikům	3,5	3,8	4,0	4,3	4,3	4,3	3,8	3,8	2,0	2,8	4,1	3,8	3,8	4,2	4,7
Podíl úvěrů v selhání															
Úvěry pro bytové potřeby	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	1,8	1,7	1,7	1,9	2,1	2,3	2,4
Spotřebitelské úvěry	5,4	5,4	5,7	6,0	6,5	7,1	7,5	7,5	6,9	5,5	5,9	7,6	8,6	9,4	9,9
Úvěry nefinančním podnikům	3,7	3,9	4,1	4,2	4,3	4,4	4,5	4,5	4,6	3,7	4,1	4,5	5,2	5,6	5,7

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

Klíčové ekonomické ukazatele

Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
HDP	reálný, %	2,4	4,5	2,8	2,7	2,0	1,8	2,4	2,4
Inflace	průměr období, %	0,7	2,5	2,2	2,5	1,5	1,3	2,0	1,9
Běžný účet platební bilance	% HDP	1,6	1,1	1,3	1,4	1,4	1,4	1,1	1,0
3M PRIBOR	průměr	0,3	0,4	1,3	2,5	2,2	2,1	2,6	3,0
CZK/EUR	průměr	27,0	26,3	25,6	25,4	25,7	25,4	24,5	24,2
CZK/USD	průměr	24,4	23,4	21,9	21,4	20,0	19,8	18,6	17,9

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

Měna a úrokové sazby - výhled

		28. 10. 2018	Prosinec 2018	Březen 2019	Červen 2019	Září 2019	Prosinec 2019
CZK/EUR	konec období	26,0	26,0	25,5	25,4	25,2	25,1
USD/EUR	konec období	1,14	1,13	1,13	1,15	1,22	1,25
CZK/USD	konec období	22,8	23,0	22,6	22,0	20,7	20,0
3M PRIBOR	konec období	2,01	2,05	2,30	2,55	2,75	2,75
10Y IRS	konec období	2,43	2,50	2,50	2,45	2,55	2,65

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

Měsíční makroekonomická data

		II-18	III-18	IV-18	V-18	VI-18	VII-18	VIII-18	IX-18	X-18
Inflace (CPI)	%, m/m	0,0	-0,1	0,3	0,5	0,4	0,2	0,1	-0,3	0,4
Inflace (CPI)	%, y/y	1,8	1,7	1,9	2,2	2,6	2,3	2,5	2,3	2,2
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	-0,4	0,3	0,2	1,0	0,6	0,3	0,1	0,3	0,7
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	-0,3	0,1	0,0	1,5	2,9	3,4	3,3	3,2	3,9
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	3,7	3,5	3,2	3,0	2,9	3,1	3,1	3,0	2,8
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	0,7	-4,7	4,4	-0,6	2,8	11,3	4,1	1,4	n.a.
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	2,7	-1,5	5,2	0,7	3,1	10,3	1,9	-0,8	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	11,0	0,4	6,6	8,2	5,5	15,8	11,9	12,4	n.a.
Maloobchodní tržby	%, y/y, stálé ceny	3,0	-1,2	5,2	2,3	1,4	7,0	2,5	-2,2	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (národní met.)	20,1	20,1	18,4	10,2	15,8	-6,0	-0,7	13,7	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	31,2	-10,4	30,5	0,4	-22,4	-0,1	-7,0	-3,0	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	39,3	-20,9	18,6	17,2	-49,2	22,1	-8,2	-24,6	n.a.
M2	%, y/y	6,6	4,9	3,9	5,0	5,3	4,7	4,9	4,3	n.a.
Státní rozpočet	mld. CZK (od zač. roku)	25,8	16,3	0,8	-23,1	-5,9	16,6	14,8	16,8	5,7
3M PRIBOR	%, průměr	0,90	0,90	0,90	0,90	0,95	1,18	1,45	1,54	1,76
CZK/EUR	průměr	25,33	25,42	25,37	25,64	25,79	25,84	25,70	25,62	25,83
CZK/USD	průměr	20,52	20,61	20,67	21,71	22,10	22,11	22,26	21,97	22,50

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 informovaně rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

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

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

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

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. 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
Akciové analytici
Miroslav Frayer
 (420) 222 008 567
 miroslav_frayer@kb.cz

Monika Junicke
 (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 EVROPE

Hlavní ekonom SG Poland
Jaroslav Janeckí
 (48) 225 284 162
 jaroslav.janecki@sgcib.com

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

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

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

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

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

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

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

Eurozóna
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

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

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.rajappa@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 Dřimal
 (44) 20 7550 2395
 marek.drimal@sgcib.com

Bertrand Delgado
 +1 212 278 6918
 bertrand.delgado-calderon@sgcib.com