

Čtvrtletní zpráva

# Ekonomické **výhledy**

## Na tenkém ledě



© iStock

■ **Česká ekonomika bude pokračovat v udržitelném růstu:** Zatímco v loňském roce ekonomika přidávala díky vysokým investicím, letos nás čeká mnohem vyváženější růstová struktura. Pnutí na trhu práce přetrvá a bude i nadále vytvářet cenové tlaky, které udrží inflaci po celý rok nad 2% cílem ČNB.

■ **ČNB zařadí při zvyšování sazeb nižší rychlost:** Předpokládáme, že v prvních měsících letošního roku si ČNB dá pod tíhou globální nejistoty se zvyšováním sazeb pauzu. Ve zbytku roku pak zvedne sazby dvakrát.

■ **Koruna bude posilovat jen pozvolně:** Posilování koruny bude limitováno množstvím korunové likvidity na trhu. Oslabení zahraničního růstu a hrozba dalších rizik způsobí, že i přes silné fundamenty koruna letos posílí pouze na 25,20 CZK/EUR.

■ **Výnosová křivka zůstane invertovaná:** Pro růst IRS vidíme letos jen omezený prostor. Krátký konec bude podporován dalším růstem sazeb ČNB nad rámec tržních očekávání. Delší sazby zůstanou pod tlakem vzrůstající zahraniční nejistoty. V příštím roce pak bude mít celá křivka tendenci opět klesat se zpomalením globální ekonomiky.



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



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



**Jakub Matějů**



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

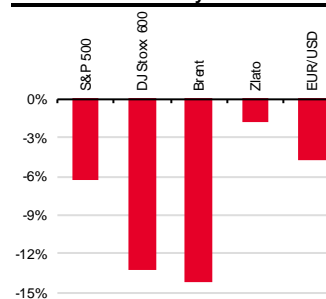


Jan Vejmelek  
(420) 222 008 568  
jan\_vejmelek@kb.cz

## Brod zatím není na dohled, není důvod stahovat kalhoty

Na rok 2018 nebudou investoři vzpomínat zrovna v dobrém. Těžko se jim totiž hledalo aktivum, které si za celý rok připsalo pozitivní výsledek. Pod tlakem byly akciové trhy<sup>1</sup>, komodity či euro. Za vítěze lze pokládat aktiva bezpečného přístavu, jako je americký dolar či kvalitní státní dluhopisy.

### Zhodnotit investice byl vloni oříšek

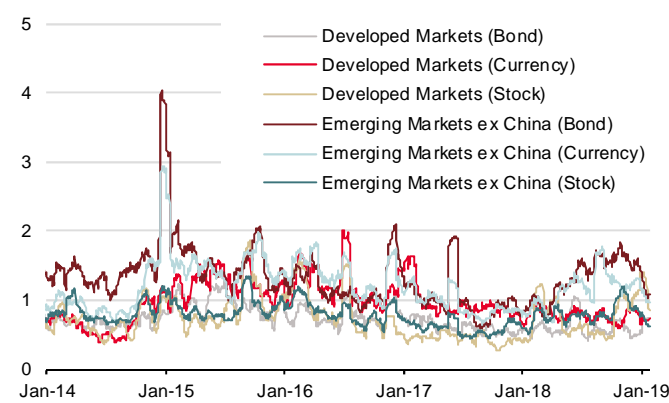


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

### Zvýšená volatilita na finančních trzích byla důsledkem narůstajících nejistot na globální úrovni.

Postupně zesilovaly obchodní války mezi Spojenými státy a jejich obchodními partnery, primárně Čínou. Jistotu bychom marně hledali i v Evropě počínaje situací kolem brexitu, přes nepokoje ve Francii až po roztržky mezi italskou vládou a Bruslem ohledně rozpočtu na letošní rok. Německý automobilový průmysl pak doplatil na změnu homologací a nutnost nových certifikací u spalovacích motorů.

### Růst volatility byl patrný zejména na rozvíjejících se měnových a dluhopisových trzích (v %)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Macrobond

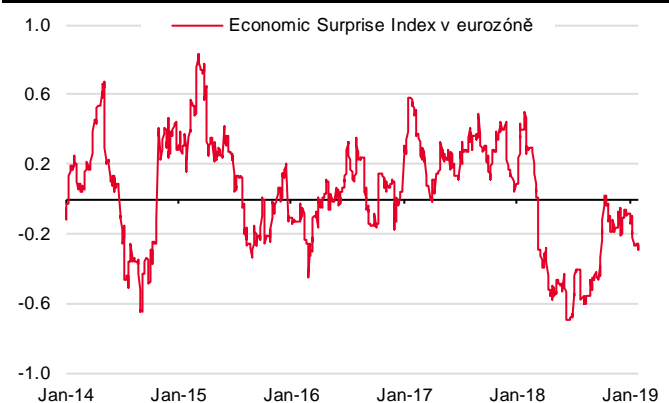
Ve světle výše uvedených faktorů a pokračujícího utahování měnové politiky ze strany americké centrální banky jsme v průběhu loňského roku pozorovali především nárůst volatility na rozvíjejících se trzích, a to hlavně na měnách a státních dluhopisech. Akciové trhy a trhy na rozvinutých zemích byly dotčeny pouze omezeně. A co je podstatné, začátek letošního roku je ve znamení určitého zklidnění situace na finančních trzích. Ve speciálních boxech tohoto vydání *Ekonomických výhledů* jsme se zaměřili právě na diskusi výše uvedených rizik. Ta jsou do značné míry v cenách instrumentů na finančních trzích zakalkulovaná. A pokud se dále nebudou prohlubovat, **finanční trhy na tom nakonec mohou být letos lépe než vloni.**

### Americký akciový trh se po loňském propadu letos zotavuje



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

### Ekonomická data za eurozónu vloni zklamávala



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

**Česká ekonomika se zatím zdá vůči zhoršenému vnějšímu prostředí rezistentní.** Poněkud překvapivě se zatím na českém průmyslu a exportech neprojevil fakt, že německý průmysl v recesi je. Prozatím tak nebyl důvod měnit základní parametry naší prognózy týkající se reálné ekonomiky. Přes minimální revize růstových vyhlídek i očekávané inflace (tu jsme sice revidovali mírně níže,

<sup>1</sup> Podrobnější analýzu k vývoji na akciových trzích naleznete zde: [http://bit.ly/EQ\\_H119CZ](http://bit.ly/EQ_H119CZ).

zůstává ale robustní a nad cílem ČNB) jsme ale museli přehodnotit naše očekávání na budoucí kroky ČNB. I když to zřejmě bude velmi těsné rozhodování, nakonec podle nás ČNB z opatrnostního motivu na svém únorovém zasedání úrokové sazby nezvedne. Tím pádem ani koruna neposílí tak rychle, jak jsme se v předchozí prognóze domnívali.

## Obsah

Brod zatím není na dohled, není důvod stahovat kalhoty .....	2
Obsah .....	4
Vnější prostředí a předpoklady prognózy .....	5
Solidní růst rizikům navzdory .....	5
Box 1: Brexit nebo brexitus? .....	7
Box 2: Německý průmysl je sice v recesi, ekonomika jako celek není a nebude .....	9
Makroekonomická prognóza ČR .....	11
Omezený, ale udržitelný růst .....	11
Průmyslu přibývají nové výzvy .....	12
Investice zbrzdí nejistota .....	13
Fiskální politika: letos se už deficitu dočkáme .....	14
K přebytku rozpočtu se přidává kladné hospodaření municipalit .....	14
I letos se bude dařit, ale překvapení ve výběru daní se už nedočkáme .....	14
Příjmy zpomalí ruku v ruce se slabším ekonomickým růstem .....	16
Mzdový růst bude i letos silný .....	17
Inflace podle všeho na začátku roku hodně zrychlila .....	18
Rizika: počet rizik pro domácí ekonomiku roste .....	19
Klíčové makroekonomické ukazatele .....	20
ČNB Focus .....	21
ČNB zpomaluje, nicméně stále míří k neutrálu .....	21
Domácí podmínky stále ukazují na další růst sazeb, vnější podmínky se zhoršují .....	21
Korunový devizový trh .....	23
Koruna v novém roce silnější. Prozatím .....	23
Kurz se zotavil z efektu konce roku .....	23
Běžný účet i úrokový diferenciál korunu podporují .....	24
Koruna se letos pod 25 CZK/EUR nejspíš ani nedostane .....	25
Rizika vývoje kurzu vidíme v obou směrech .....	25
Technická analýza CZK/EUR (aktualizováno 30. ledna 2019 v 11:54) .....	26
Boj s 200denním klouzavým průměrem a trendem u 25,82 .....	26
Trh českých vládních dluhopisů a IRS .....	27
Invertovaná IRS křivka se přenáší do výnosů dluhopisů .....	27
Nabídka v roce 2019: opět vysoký objem refinancování .....	27
Výnosy CZGB v letech 2019 a 2020: dočasná tendence k mírnému růstu .....	28
Struktura držitelů CZGB: zahraniční vlastníci jsou stále důležitou silou .....	29
Trh českých sazeb IRS: život ve světě invertované křivky .....	30
Bankovní sektor .....	31
Podnikové úvěry vyskočily, jejich růst ale zase zpomalí .....	31
Upozornění .....	33

## Vnější prostředí a předpoklady prognózy



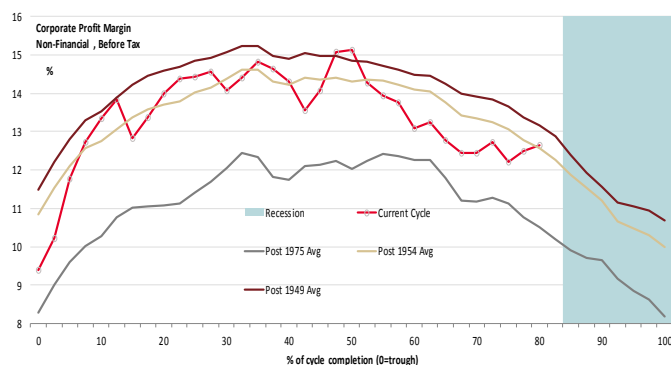
**Jana Steckerová**  
(420) 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz

### Solidní růst rizikům navzdory

**Ekonomika Spojených států by si v letošním roce měla udržet solidní růst. V polovině příštího roku však již očekáváme nástup recese. Vzhledem k pomalejšímu růstu spotřebitelských cen jsme posunuli očekávání dalšího zvýšení sazeb v USA z března na červen. Náš výhled pro politiku ECB zůstal beze změny. Ekonomika eurozóny se bude muset probíjet řadou rizik. Hospodářskému růstu na úrovni 1,7 % se může postavit do cesty brexit, zpomalení v Číně, zavedení cel na automobily či nelepšící se situace v německém průmyslu. Domácí fundamenty společně s uvolněnou fiskální politikou by však měly pomoci evropské ekonomice všemi těmito nástrahami proplout. Dobře by se mělo dařit i středoevropskému regionu, který bude i nadále bojovat s kapacitními limity a utaženým trhem práce.**

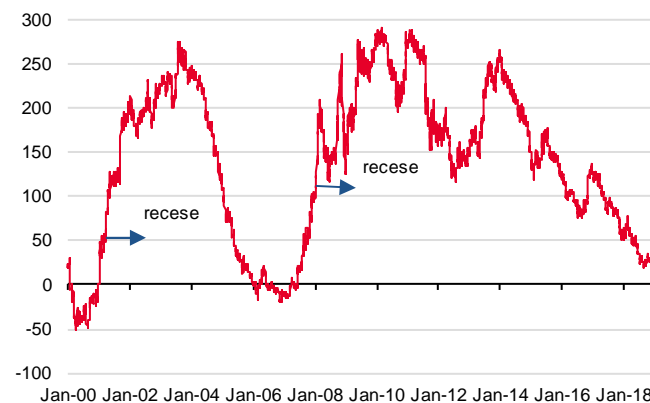
**Výhlídky ekonomiky USA pro letošní rok jsou solidní.** Domácí spotřebu by měla podporovat fiskální expanze, ačkoli její vliv bude slábnout. Robustní byly zatím i investice, především v oblasti informačních technologií a těžby ropy. Čisté exporty budou pravděpodobně hospodářský růst i nadále mírně brzdit. Za celý letošní rok by podle naší prognózy dynamika HDP měla dosáhnout 2,4 %. V polovině roku 2020 však očekáváme nástup recese. Jedním z nejdůležitějších ukazatelů, od kterého odvozujeme, v jaké fázi hospodářského cyklu se ekonomika Spojených států nachází, jsou ziskové marže korporací. Ty dosáhly svého vrcholu v roce 2014 a od té doby postupně klesají. V loňském roce nás sice díky vyšší produktivitě práce překvapily svým zvýšením, to se však již pravděpodobně nebude opakovat.

#### Ziskové marže budou klesat



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

#### Rozdíl mezi výnosem 2Y a 10Y dluhopisu přejde do záporu (bb)

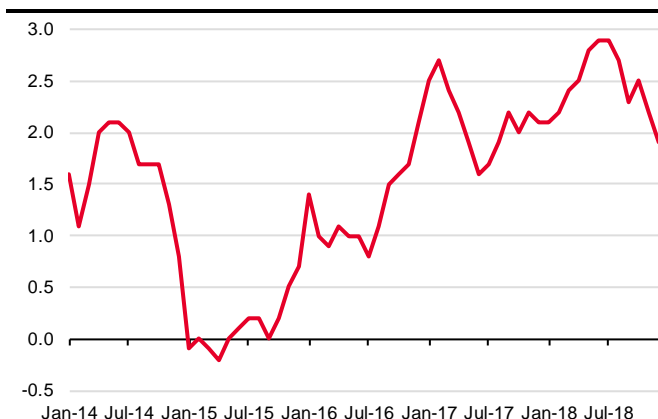


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Situace na trhu práce je utažená. Lednový report z trhu práce byl dokonce jedním z nejlepších za celé období tohoto hospodářského cyklu.** Vysoký byl nejen počet nově vytvořených pracovních míst, ale i růst průměrných hodinových výdělků. Vyšší mzdy pak budou tím, co bude tlačit ziskové marže korporací směrem dolů. K tomu se přidají i vyšší úroky, které ztíží přístup firem k financování, přičemž následovat bude pokles investiční aktivity. Navíc kreditní cyklus ve Spojených státech je již z velké části vyčerpán. Dalším indikátorem, který v USA s dostatečným předstihem ukazuje na blížící se recesi, je rozdíl mezi výnosem dvouletého a desetiletého vládního dluhopisu. S odstupem několika měsíců se recese dostavila vždy po té, co se rozdíl mezi výnosy těchto dluhopisů propadl do záporu. V současné době je tento rozdíl stále ještě mírně kladný. S tím, jak Fed bude zvyšovat úrokové sazby, a investoři se budou obávat ekonomického zpomalení, se však sklon výnosové křivky dostane dříve či později do záporu. V příštím roce tak očekáváme růst HDP již jen na úrovni 0,4 %.

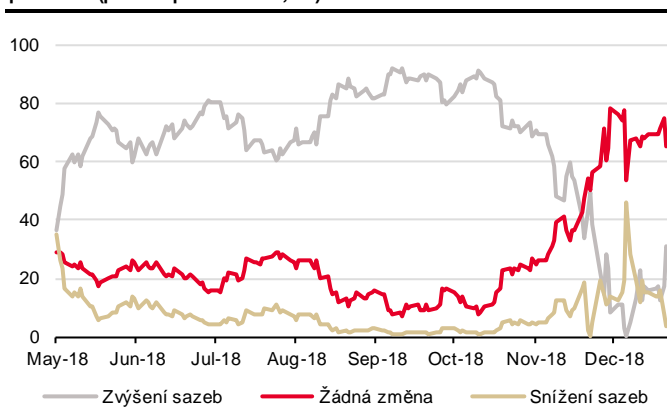
**Růst spotřebitelských cen ve Spojených státech zpomalil.** Stály za tím sice z velké části volatilní ceny energií, i tak se ale řada zástupců Fedu vyjádřila ve smyslu, že si se zvyšováním úrokových sazeb mohou dát pauzu. To je i důvod, proč jsme přistoupili ke změně našeho výhledu. Zatímco v minulé prognóze jsme předpokládali, že Fed zvýší sazby v březnu a červnu, nyní to čekáme až v červnu a září. Zářijové zvýšení bude zároveň posledním v tomto hospodářském cyklu. Sám Fed očekává v letošním roce dvojí zvýšení sazeb, v roce 2020 pak jedno.

Inflace ve Spojených státech zpomalila (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

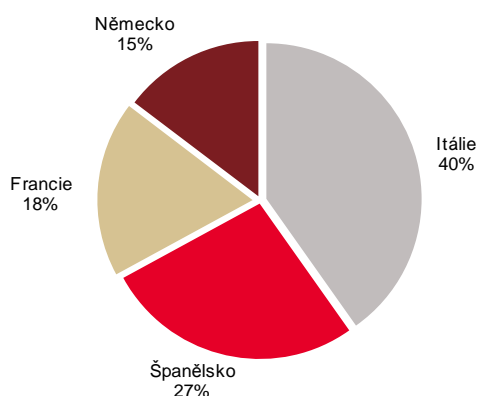
Tržní očekávání zvyšování sazeb v USA v ročním horizontu poklesla (pravděpodobnost, %)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

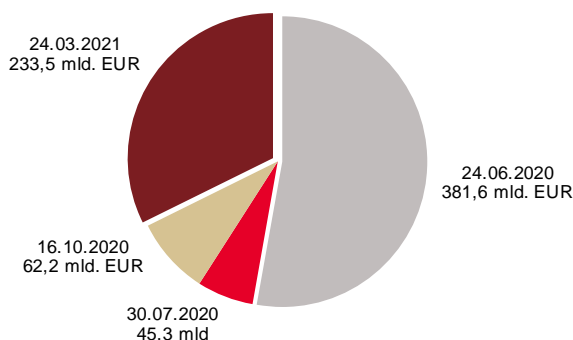
**Zatímco Fed se sutahováním měnových podmínek blíží ke svému konci, Evropskou centrální banku všechny tyto kroky teprve čekají.** V loňském roce sice ukončila program kvantitativního uvolňování, její klíčová úroková sazba však stále leží stále v záporu. Z něho by se mohla vymanit na konci letošního roku, kdy v září očekáváme zvýšení depozitní sazby o 15 bb, přičemž v prosinci by mělo následovat zvýšení všech klíčových sazeb o 25 bb. Další a zároveň poslední růst úroků očekáváme v březnu 2020. Do té doby však ECB bude muset rozhodnout, co udělá s programem TLTRO2, respektive zda ho nahradí programem TLTRO3 či nikoliv.

TLTRO2 podle držby jednotlivých zemí



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

TLTRO2 podle termínu splatnosti



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

**Program TLTRO2 bude postupně končit (v červnu, září a prosinci 2020 a březnu 2021).** Celkem se bude jednat o 736 mld. EUR. Poté, co splatnost TLTRO2 klesne pod jeden rok, nemohou si ho banky započítávat do ukazatele čistého stabilního financování (NSFR – Stable funding ratio) a musely by začít likviditu shánět jinde. To by mohl být problém především pro italské banky, které drží 40 % celkového balíku TLTRO2. Domníváme se proto, že ECB na svém březnovém zasedání rozhodne, že program TLTRO3 spustí. Jestřábí část Rady guvernérů by však za tento krok mohla požadovat příslib zvýšení úrokových sazeb.



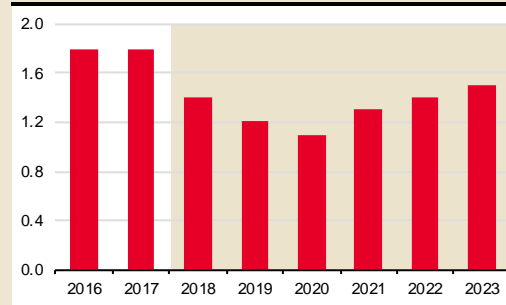
**Box 1: Brexit nebo brexitus?**

**Čeká Británii brexit nebo brexitus? Stále věříme, že brexit.** Nebude hladký, ale podle našeho názoru nakonec najdou společnou řeč jak britští politici mezi sebou, tak i Velká Británie a EU. Tomuto scénáři dáváme stále více než 70% šanci. V dohledné době to však nebude. Britští poslanci schválili dodatek, který požaduje znovuotevření otázky „irské pojistky“. Na to však musí ještě kývnout Evropská unie, která minimálně v první fázi bude proti. Velké Británii zřejmě nabídne prodloužení termínu odchodu z EU (v současné době stanovený na 29. března), na což Británie dříve či později podle našeho názoru kývne. Další hlasování o brexitové smlouvě proběhne 14. února. Do té doby však dohody s EU zřejmě dosaženo nebude. Cesta k uzavření smlouvy tak bude ještě dlouhá a trnitá.

**Odložení brexitu bude také znamenat delší období nejistoty pro britskou centrální banku, ale i pro rozvíjející se trhy, českou korunu i Českou národní banku.** Námi očekávané zvýšení britských úrokových sazeb jsme proto posunuli z května letošního roku na listopad. Vzhledem k předpokládanému nástupu recese ve Spojených státech je však možné, že nakonec sejde i z něho a sazby zůstanou beze změny. Růst HDP Spojeného království by měl v letošním roce podle naší prognózy dosáhnout 1,2 % (po loňských 1,4 %). V případě brexitu bez dohody by se však ekonomika VB propadla do recese a centrální banka by naopak musela reagovat uvolňováním měnové politiky. Tomuto scénáři dáváme ale pouze 20% pravděpodobnost.

**Kurz bude stabilní kolem úrovně 0,90 GBP/EUR**

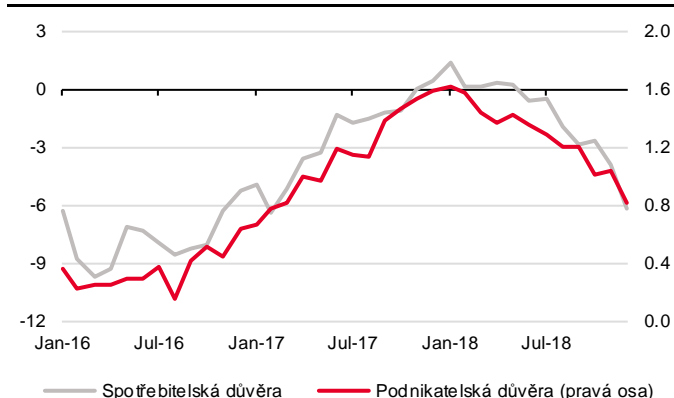
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Velká Británie: růst HDP v letošním a příštím roce zpomalí (%)**

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

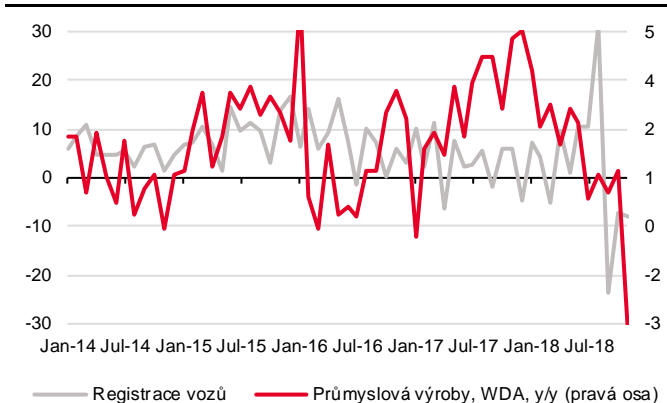
**Stejně jako Amerika, ani eurozóna nemá na růžích ustláno.** Doléhají na ni vyjednávání o brexitu (tomuto tématu se věnujeme v našem Boxu č. 1), protesty ve Francii, strach ze zavedení cel i zpřísnění emisních regulací v eurozóně. Německo tak ve čtvrtém kvartále dokonce jen o vlasek pravděpodobně uniklo technické recesi. To vše se odráží na spotřebitelské i podnikatelské důvěře, která se propadla na nejnižší úroveň od začátku roku 2017. Újmu utrpěla i oblast průmyslu, na kterou dopadly problémy v automobilovém sektoru i slabší zahraniční poptávka.

Důvěra v eurozóně se propadla



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

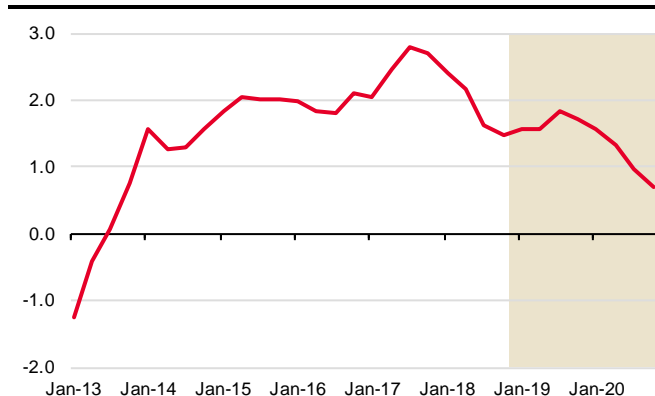
Průmysl eurozóny potopila situace v automobilovém průmyslu



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

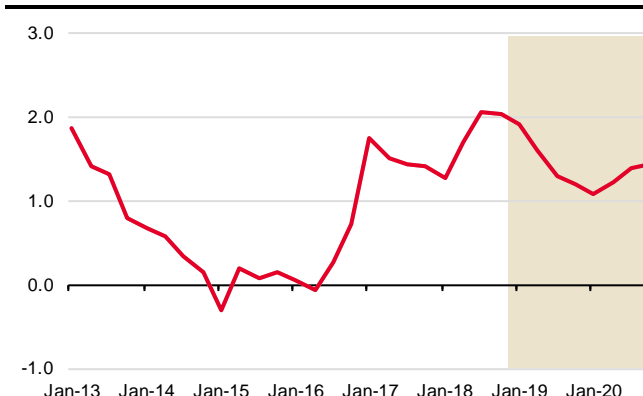
**I tak ale eurozóna k velké skepsi zatím důvod nemá.** Faktory, které se podepsaly na zpomalení ekonomické aktivity ve druhé polovině loňského roku, považujeme za dočasné. Naopak domácí fundamenty zůstávají silné. Situace na trhu práce je velmi dobrá, rostou mzdy, klesá nezaměstnanost, přičemž nízká inflace bude vylepšovat reálné příjmy domácností. Růst by měla i úvěrová aktivita, jejíž dynamika by na přelomu roku měla překročit 4,5 %. Podporu by mohla nabídnout i uvolněná fiskální politika ve velkých zemích. Růst HDP eurozóny by tak v letošním roce měl podle naší prognózy dosáhnout 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)



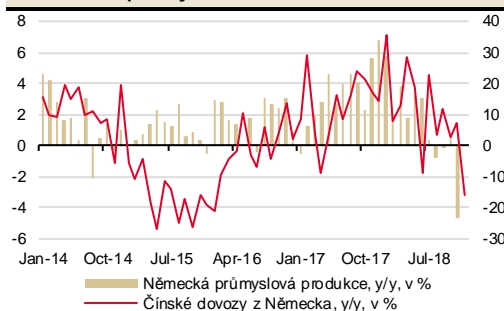
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research/Economics

**Slabá výkonnost německé ekonomiky v závěru loňského roku bude znamenat i nižší meziroční růst HDP v letošním roce.** Náš odhad jsme proto revidovali ze 1,5 % na 1,2 %. Více jsme se problémům německé ekonomiky věnovali v Boxu 2. Riziko pro naši prognózu představuje kromě zmiňovaných geopolitických rizik i zpomalení v Číně. Pro Německo je Čína třetím největším odbytištěm výrobků (po Spojených státech a Francii). Na čínskou ekonomiku však tento rok dolehne zavedení cel (25 % cla na zboží v hodnotě 250 mld. USD sníží čínské HDP o 0,5 pb), ochlazení na trhu nemovitostí i snaha o oddlužení země. To se pak promítne do zpomalení růstu HDP z loňských 6,6 % na 6,2 %. Rizika se však koncentrují ve směru ještě nižšího růstu, což by pak mohlo negativně dopadnout na německé exporty. Zcela ze hry není ani zavedení cel na automobilový průmysl. O tom, zda nízká cla na automobily dovážené z Evropy do USA ohrožují národní bezpečnost, by měla do 17. února rozhodnout americká administrativa. Finální rozhodnutí, zda cla zavedena budou či nikoli, pak vydá prezident Trump a to do 17. května. Zvýšení cel z 10 % na 25 % by pak byl další ranou pro německý průmysl a jeho exportní aktivitu.

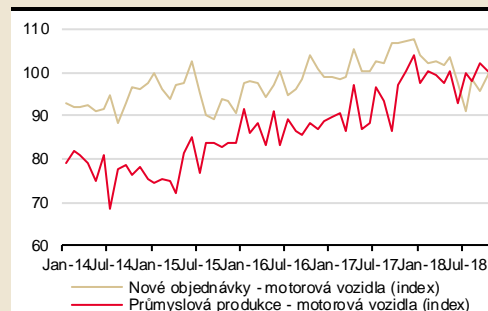


**Box 2: Německý průmysl je sice v recesi, ekonomika jako celek není a nebude**

**Růst německé ekonomiky vloni zpomalil** na 1,5 % po 2,2 % dosažených v předchozích dvou letech. Dramatická byla zejména druhá polovina loňského roku, kdy v Q3 18 byl zaznamenán pokles o 0,2 % q/q. V Q4 18 si ale zřejmě německé hospodářství polepšilo o 0,1 % y/y. Těsně tak jako celek uniklo recesi. Do té se ale dostal průmysl. Hlavní tíhu na sebe bere ten **automobilový, který doplatil na nutnost nových certifikací u spalovacích motorů. Významným faktorem bylo i zpomalení čínské ekonomiky** v důsledku eskalující obchodní války se Spojenými státy. Čínské dovozy se propadly.

**Propad čínských dovozů se podepsal na německém průmyslu**

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

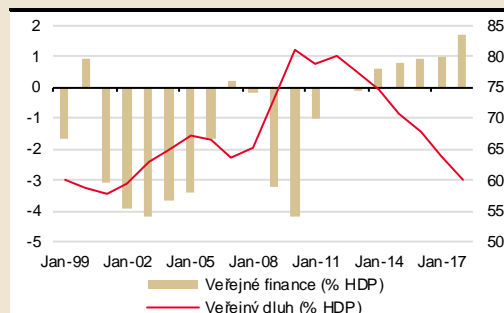
**Automobilový sektor letos opět na vzestupu**

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

V letošním roce předpokládáme růst německé ekonomiky o 1,2 %, v samotném prvním čtvrtletí o 0,35 % q/q. **Potíže automobilového sektoru byly podle nás dočasné.** V sektoru se masivně investuje (autoprůmysl zejména do nových technologií), zahraniční poptávka a zahraniční objednávky jsou robustní a vedou ke snižování zásob. Vše tedy nahrává tomu, že **s novým rokem německý průmysl opět poroste. Povzbudivá jsou navíc i prosincová data z Číny.**

**Německý trh práce recese v průmyslu nepoznamenala**

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

**Německá fiskální pozice je robustní**

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

Pro ekonomiku jako celek je pozitivním signálem, že se **recese v průmyslu nijak nepodepsala na trhu práce**, nezaměstnanost nadále atakuje minima od sjednocení země. V posledních pěti letech přebytkové a stále rostoucí **hospodaření s veřejnými prostředky představuje silný trumf v rukou německé vlády** v případě výrazného oslabení zahraniční poptávky, a to ať kvůli brexitu, protestům ve Francii či dalšímu čínskému zpomalení.

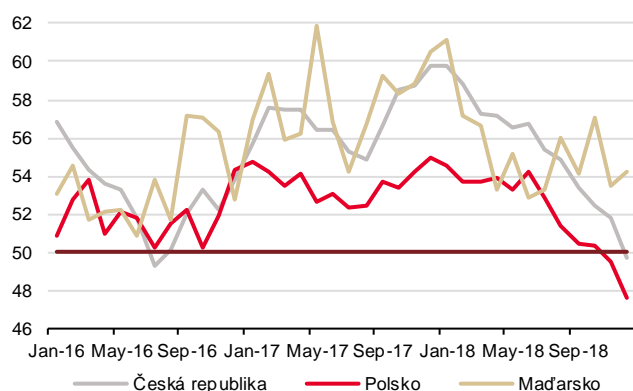
**Jan Vejmelek**

222 008 568

jan\_vejmelek@kb.cz

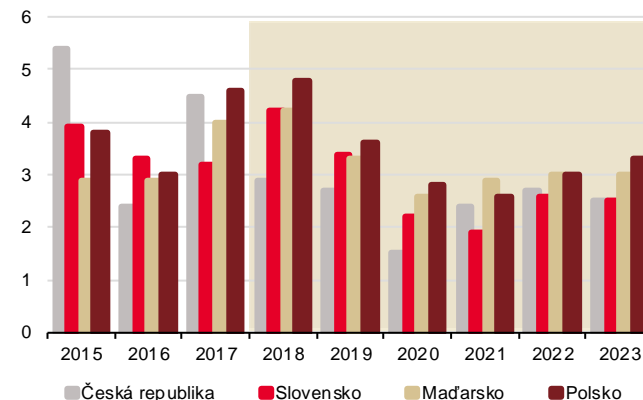
**Stejně jako zbytek eurozóny, ani střeoevropský region nebyl ušetřen negativních dopadů geopolitických šoků, složité situace v německém autoprůmyslu i slabší zahraniční poptávky.** To se odrazilo v indikátorech PMI v oblasti průmyslu, které se po několika letech v České republice a Polsku propadly do pásma, které naznačuje pokles aktivity.

PMI v regionu propadly, drží se jen Maďarsko



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

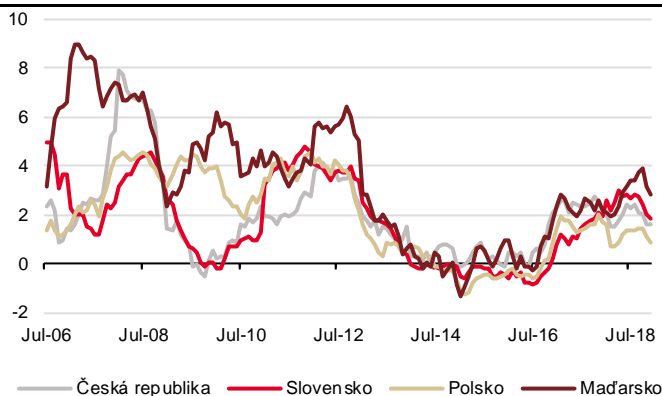
Růstové vyhlídky regionu zůstávají solidní (% , y/y)



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

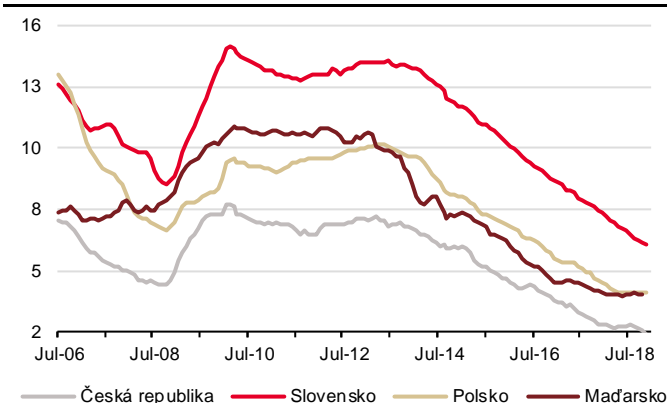
**Celkově se však regionu daří stále dobře.** Údaje o vývoji hrubého domácího produktu za Q3 18 pozitivně překvapily, obzvláště pak v Polsku a Maďarsku (růst HDP o 1,7 % q/q v Polsku a 1,3 % q/q v Maďarsku). Výrazné zpomalení ekonomické aktivity v Německu (pokles HDP o 0,2 % q/q v Q3 18) na aktivitě v regionu nezanese výrazné stopy. Tradičním držákem růstu byla spotřeba domácností, rostly i investice, kladně přispívala i spotřeba vlády. Čisté exporty byly pro růst regionu naopak brzdou. Podobnou strukturu HDP očekáváme i v letošním roce.

Inflace v regionu zvolnila (% , y/y)



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

Nezaměstnanost v regionu na dně (%)



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

**Inflace v regionu v závěru loňského roku zpomalila. V Q1 19 však opět nabere na tempu.** K České národní bance se tak s utahováním měnových podmínek letos přidá i maďarská a polská centrální banka. Maďarská centrální banka podle naší prognózy v polovině letošního roku zvýší jednodenní depozitní sazbu, která se nyní nachází v záporu (-0,15 %). Zároveň by mohla snížit nabídku FX swapů. Klíčovou úrokovou sazbu zvýší pravděpodobně před koncem letošního roku (nyní na úrovni 0,9 %). V listopadu pak ke zvýšení sazeb ze současných 1,5 % přistoupí podle našeho odhadu polská centrální banka.

# Makroekonomická prognóza ČR



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

## Hlavní změny

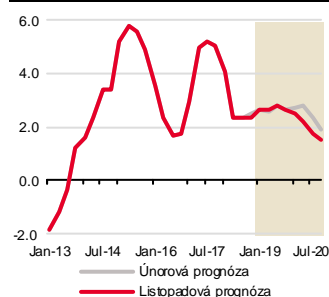
### HDP:

Výhled pro HDP ponecháváme beze změny. V roce 2018 podle něj ekonomika rostla o 2,8 %, zatímco letos by měla přidat 2,7 %.

### Inflace:

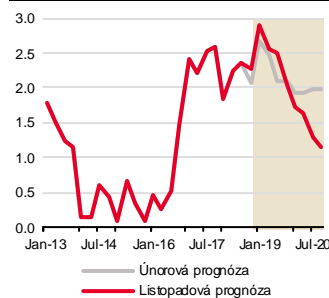
Inflační výhled pro letošek jsme posunuli o desetinu procentního bodu výše na 2,3 %. Zrychlení inflace na začátku roku je zřejmě o něco slabší, než jsme čekali, ale ve zbytku roku by cenový růst měl být naopak silnější.

## Změna v prognóze HDP (% , y/y)



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

## Změna v prognóze inflace (% , y/y)

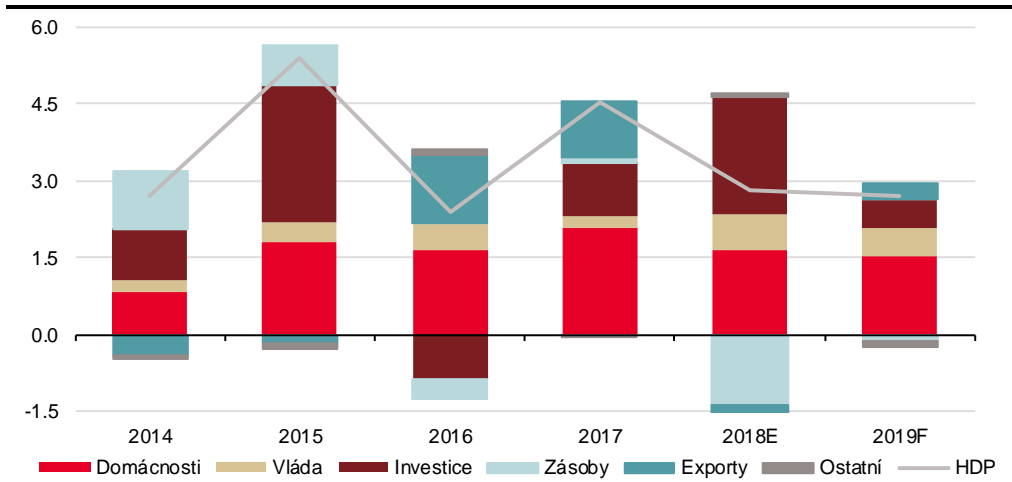


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Omezený, ale udržitelný růst

Česká ekonomika zpomalila již ve druhé polovině roku 2017 a od té doby se její dynamika drží velmi blízko svého potenciálního růstu. Současný pokles výkonnosti eurozóny, zejména Německa, se na ní zatím výrazněji neprojevil. Domníváme se, že v letošním roce ekonomika zachová růstové tempo beze změny. Ze shora je růst HDP omezen vyčerpanými kapacitami ekonomiky a slábnoucí poptávkou ze zahraničí. Na druhé straně pokračuje napětí na trhu práce, které podporuje mzdový růst. Cenové tlaky tak zůstávají silné a inflace se po celý rok bude držet nad 2% cílem ČNB.

Růst HDP zůstane letos stabilní i přes zpomalení v eurozóně (% , y/y)

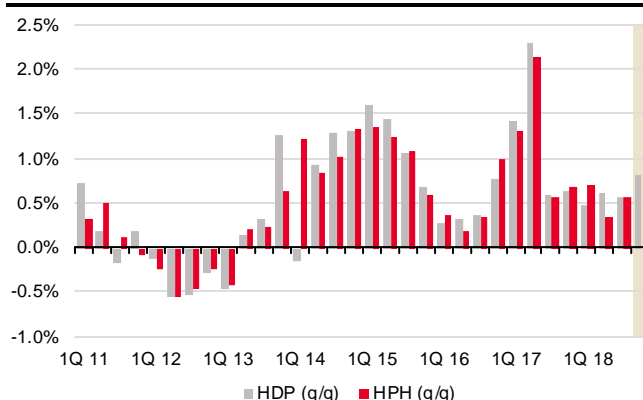


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Česká ekonomika v roce 2018 podle našeho odhadu vzrostla o 2,8 %. Podobně jako rok předtím byla hlavním motorem domácí poptávka. Přetrvávající napětí na trhu práce podpořilo růst domácí spotřeby, která zrychlila zejména ke konci roku. Investiční aktivita byla silná po celý rok. Soukromé investice byly podpořeny budováním nových výrobních kapacit a zejména ve druhé polovině

roku se k soukromým investicím přidal i veřejný sektor. Ten totiž dočerpával peníze z EU fondů. Měsíční statistiky také ukazují na konci roku na velmi dobré výsledky zahraničního obchodu. Zdá se, že ekonomika tak odolala zpomalení v Německu a zahraniční obchod pomohl k růstu HDP v posledním čtvrtletí loňského roku. Na konci roku předpokládáme, že ekonomika zrychlila jak na mezičtvrtletní, tak na meziroční bázi. Podle našich odhadů přidala 0,8 % q/q a 2,5 % y/y.

## Německé zpomalení se zatím na českém HDP neprojevuje



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

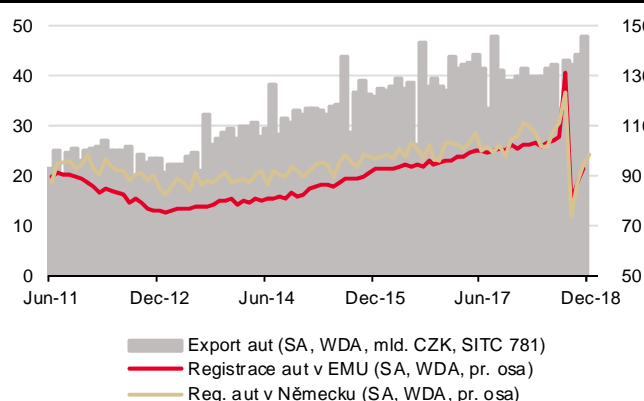
Česká průmyslová produkce zůstala odolná vůči německému zpomalení. Letos by si měla udržet podobnou růstovou dynamiku jako vloni.

### Průmyslu přibývají nové výzvy

Po velmi silném roce 2017 průmyslová produkce loni zpomalila stejně jako celkový ekonomický růst. Svou roli sehrávají kapacitní omezení ekonomiky v mnoha průmyslových sektorech, ale projevilo se i prudké zpomalení výroby v Německu. **Nicméně česká ekonomika ukázala velkou míru odolnosti vůči tomuto německému zpomalení.** Pilíře domácího průmyslu, automobilový sektor a strojírenství, si vedly vloni velmi dobře. Počet vyrobených aut v Česku dosáhl nového rekordu a ukazuje tak, že čeští výrobci se byli schopni vypořádat s novými homologačními standardy. Statistiky ukazují, že ani výrobci dílů nebyli výrazně zasaženi.

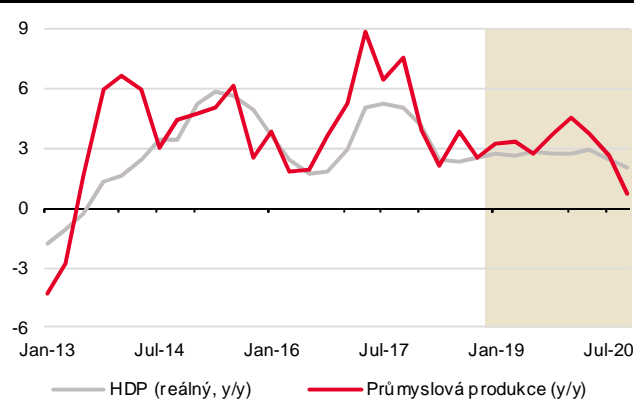
**Předpokládáme, že tento rok se průmyslový sektor bude vyvíjet podobně jako vloni. Oživení zahraniční poptávky poskytne domácím výrobcům podporu alepší i náladu v sektoru, zatímco kapacitní omezení budou růst brzdit.** Případný pokles poptávky po autech v eurozóně by byl výzvou pro domácí automobilky. Ty však podle nás budou ještě získávat tržní podíl a měly by si tak se slabším poklesem poradit beze ztráty. Průmyslová produkce bude také podporována další investiční aktivitou, protože podniky se budou snažit rozšiřovat svou produkční kapacitu. **Celkově očekáváme, že letos průmysl přidá 3,2 %, když loňská dynamika podle našeho odhadu dosáhla 3,3 %.**

Automobilový průmysl v Německu se otrásl, ...



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

... česká produkce, ale výrazně ovlivněna nebyla



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

Stavební sektor brzdí kapacitní omezení.

Po své letní rally se aktivita ve stavebním sektoru propadla. Pokles byl zaznamenán jak v pozemním, tak v inženýrském stavitelství. **Sektor v létě těžil ze silné investiční aktivity do výrobních kapacit i infrastruktury. Nicméně je zřetelné, že ihned jak skončila sezóna stavebních prací, zastavily se i tyto práce navíc. Za celý rok podle nás stavební sektor přidal 8,8 %.**

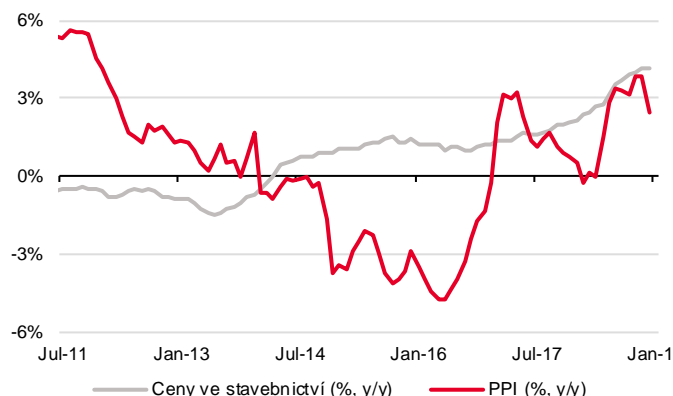
Letos stavebnictví vykáže mnohem slabší růst. Zatímco vloni slabá zima dovolila zahájit stavební sezónu mnohem dříve, než je obvyklé, letos nic takového podle všeho nehrozí. **Navic stavební sektor tíží kapacitní omezení.** To je vidět na tom, že výstup stavebnictví zatím vůbec nedosahuje předkrizových úrovní, nicméně ceny stavebních prací se rychle vydaly nahoru. Kapacita sektoru se pravděpodobně smrškla v předchozích letech, kdy stavebníci neměli dostatek zakázek. Tento sektor zaměstnává velké množství cizinců, kteří podle všeho Česko v tomto slabším období opustili a stavební sektor tak není schopen uspokojit současnou vysokou poptávku. **Pro jeho růst tedy v letošním roce nevidíme velký prostor. Očekáváme, že stavebnictví celkově přidá pouze 0,5 %.**

## Stavební výroba se zvyšuje



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

## Ceny ve stavebnictví dynamicky rostou



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

Soukromé investice zbrzdí zvýšená nejistota.

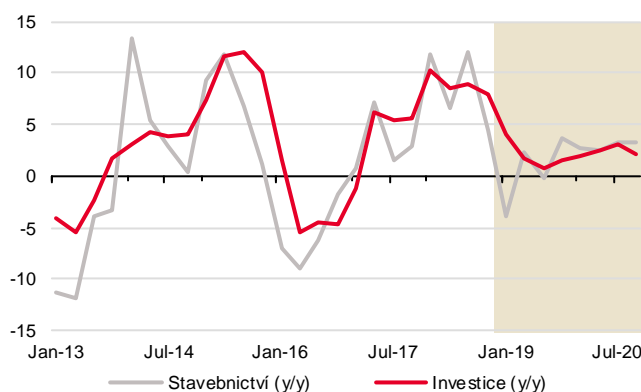
## Investice zbrzdí nejistota

Investice byly v loňském roce podle všeho největším růstovým tahounem. Veřejný sektor k tomu výrazně přispěl, když čerpal prostředky z fondů EU. Soukromé firmy investovaly do nových výrobních kapacit, aby byly schopny uspokojit domácí i zahraniční poptávku. Investice tak podle všeho v loňském roce vzrostly o 9 %.

## Tento rok bude pro investiční aktivitu mnohem složitější.

**Nejistota ohledně globálního vývoje zbrzdí investice soukromého sektoru. Ten se bude obávat poklesu zahraniční poptávky spojeného s možnou recesí v eurozóně.** Svou roli sehraje také nedostatek kapacity ve stavebním sektoru. Navíc domácí firmy musí mnohem více platit za práci a jejich ziskové marže jdou prudce dolů. To spolu se slábnoucím růstem poptávky ze zahraničí povede ke zpomalení soukromých investic. **Veřejný sektor bude sice dále investovat, ale zpomalení zaznamená kvůli vysoké statistické základně z loňského roku, kdy dočerpával některé kapitoly z EU fondů.** To bude mít určitý přesah i do letošního roku. Tento efekt ale může vyprchat poměrně rychle. Celkově tedy letos očekáváme růst investiční aktivity pouze o 2 %.

## Očekáváme zpomalení investic i stavebního sektoru



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

## Fiskální politika: letos se už deficitu dočkáme

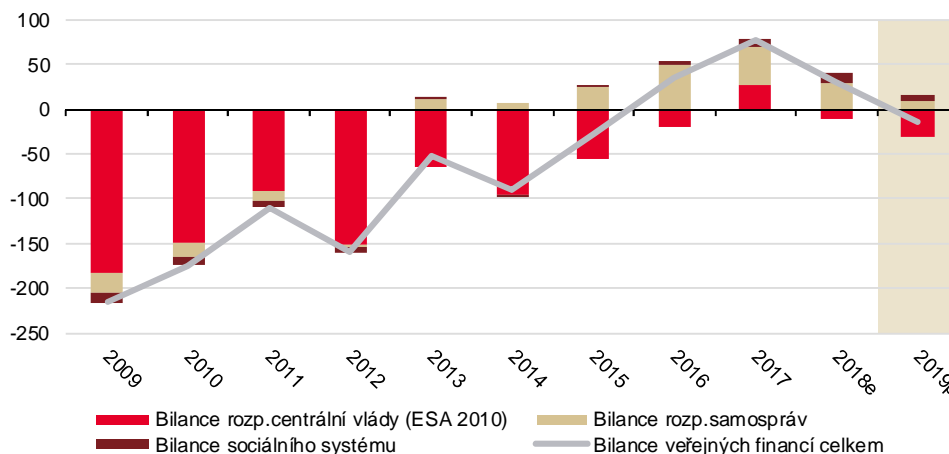
Vláda může slavit. Loňské hospodaření totiž skončilo oproti plánovanému deficitu mírným přebytkem. Pro letošek hodnotíme rozpočtové plány střízlivěji. Očekávané zpomalení ekonomiky povede i ke slabšímu růstu příjmů. Proto si myslíme, že rozpočet letos skončí deficitem ve výši plánovaných 40 miliard korun. Pro další roky však nesdílíme optimismus prognózy HDP z dílny Ministerstva financí, myslíme si, že dojde ke znatelnému zpomalení. To bude mít za následek slabší růst příjmů. Proto bude v dalších letech státní hospodaření obtížnější.

### K přebytku rozpočtu se přidává kladné hospodaření municipalit

**Rozpočet za loňský rok skončil přebytkem.** Podepsal se na tom rychlejší než očekávaný růst příjmů. Ekonomice se v loňském roce dařilo. I když růst HDP nedosahoval temp z roku 2017, mzdy si zachovaly silnou dynamiku a přispívaly k solidnímu výběru daní i sociálního pojištění. V souvislosti s akcelerací čerpání fondů EU se zvýšily jak související (zejména investiční) výdaje, tak i tok financí z evropských rozpočtů. Více jsme o výsledku rozpočtu za loňský rok psali zde: <http://bit.ly/2SFs24d>.

Čekáme, že v metodice ESA dosáhne loňský rozpočet centrální vlády mírného deficitu, když budou některé z příjmů (hlavně těch z EU) zaúčtovány do předchozích let. K tomu se přidají přebytky municipalit, které sice nedosahují předloňských výšin (rozjela se totiž řada investičních projektů na místní úrovni), ale k výsledku veřejných rozpočtů nadále přispívají kladně. **V ESA vyjádření tak loňské hospodaření veřejného sektoru podle nás skončilo přebytkem ve výši 30 mld. korun, tedy 0,6 % HDP. Dluh vládních institucí v souladu s tím klesl na 32,1 % HDP.**

Rozklad salda hospodaření veřejného sektoru (metodika ESA 2010), mld. CZK

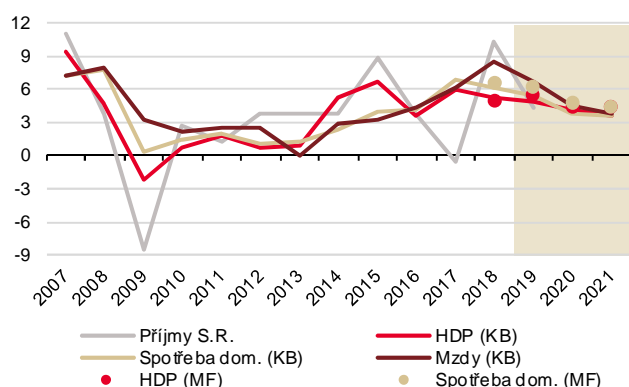


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### I letos se bude dařit, ale překvapení ve výběru daní se už nedočkáme

**V posledních letech dochází opakovaně k lepšímu výsledku hospodaření oproti schválenému rozpočtu.** Napomáhal tomu hlavně rychlejší růst ekonomiky a mezd, loňský přítok peněz z fondů EU a v předchozích letech i efekt některých administrativních opatření. V rozpočtu na letošní rok se tato předchozí obezřetnost vytrácí. Ministerstvo počítá s nárůstem výdajů, velká část z nich je přitom mandatorního charakteru. Platy učitelů se letos znovu zvyšují 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 jsme navíc o trochu opatrnější, čekáme totiž výraznější zpomalení ekonomické aktivity než prognóza ministerstva. A to nejen v letošním roce, ale hlavně v letech 2020 a 2021. **Proto soudíme, že pro příští roky již výhled ministerstva nemá rezervu jako dříve, naopak vidíme rizika na straně vyššího schodku.**

Příjmy rozpočtu a makroekonomická situace (% , y/y)



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

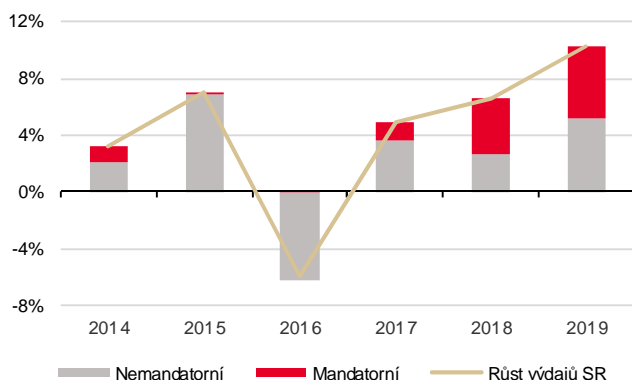
Kapitálové výdaje státu znovu postupně rostou (mld. CZK)



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

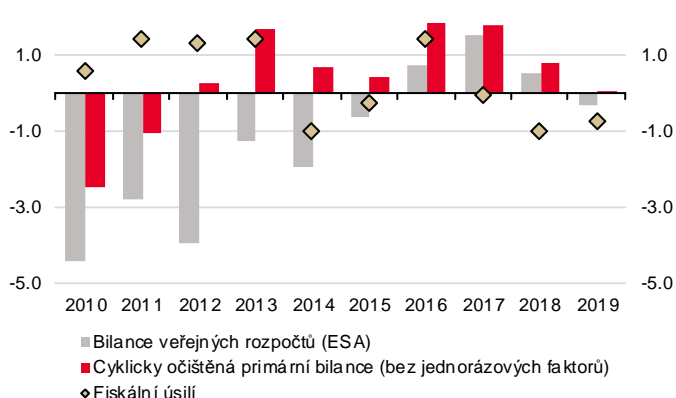
**Na straně výdajů dochází k výraznému zrychlení investiční aktivity.** Ta podle výsledku státního rozpočtu za loňský rok vzrostla o 37,4 %. Nadpoloviční většinu kapitálových výdajů nově tvoří projekty spolufinancované z prostředků Evropských fondů. Ty narostly o celých 72,9 %. Hlavně díky projektům s financováním EU překročily loňské vládní investice rozpočtové plány. Přispělo k tomu i pravidlo N+3, kvůli kterému bylo ke konci roku třeba dočerpat větší objem prostředků než v minulých letech. V rozpočtu pro rok 2019 došlo ke zvýšení výdajů na investice o 31,9 mld. CZK oproti loňskému plánu (ten byl poblíž 90 mld. CZK). To je sice nárůst o 35 %, už v loňském výsledku hospodaření však došlo k navýšení kapitálových výdajů o 26,2 mld. CZK nad rámec rozpočtu. Růst investic oproti skutečnosti loňského roku proto již není zdaleka tak velký (necelých 5 %). **Ve střednědobém výhledu rozpočtu na roky 2020 a 2021 navíc dochází k opětovnému snížení kapitálových výdajů státu na 85, resp. 90 mld. CZK.** To je s těžší představitelné. Reálné náklady veřejných investic jsou totiž často zpožděné a přesouvají se do dalších let. **Investiční manko např. v dopravní infrastruktuře navíc vyžaduje dlouhodobou investiční aktivitu, nebude možné jej dohnat během jednoho či dvou let.** Proto si myslíme, že v příštích letech bude muset být alokace na kapitálové výdaje výrazně zvýšena, zřejmě s dopadem do celkového schodku rozpočtu. **Investiční aktivita zesiluje také na municipální úrovni.** Zčásti je to dáno jednodušší administrací projektů spolufinancovaných z programů EU na komunální úrovni. Kvůli souvisejícím vyšším výdajům místních rozpočtů letos i v příštích letech se bude snižovat jejich kladný příspěvek do veřejných rozpočtů.

Struktura výdajů státního rozpočtu (% , y/y)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Cyklicky očištěná bilance a fiskální úsilí (% HDP)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka



### Příjmy zpomalí ruku v ruce se slabším ekonomickým růstem

**Příjmové straně státu se v posledních letech dařilo výborně.** V loňském roce rostly příjmy o 10,2 % a předčily rozpočtové plány. Stabilně rostly daňové příjmy (o 5,3 %) i příjmy z plateb sociálního pojištění (o 10,0 %). **To vše souvisí s pozicí ekonomiky na vrcholu hospodářského cyklu, kdy výrazně rostou mzdy i spotřební výdaje.** To nebude trvat věčně. Naše očekávání pro růst ekonomiky v příštích letech je nižší než prognóza ministerstva. **Proto vidíme na příjmové straně značná rizika, a to hlavně pro následující roky 2020 a 2021.** V těchto letech očekáváme růst příjmů rozpočtu poblíž 3-4 %, zdaleka tak nebude dosahovat dvouciferných čísel z předchozích let.

**Hlavní překvapení na příjmové straně přinesl rapidní růst plateb ze zdrojů EU, které rostly o 55,0 %.** Podepsalo se na tom dokončování části projektů podle pravidla N+3, které pro letošní a příští rok již tak velkou aktivitu nenaznačuje. I to by mohlo přispět ke slabšímu růstu příjmů v následujících letech.

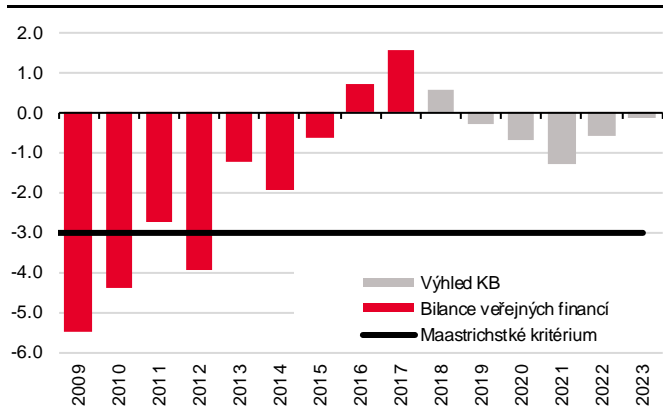
#### Dynamika veřejných financí

	2018e	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f
Bilance veřejných financí (% HDP)	0,6	-0,3	-0,6	-1,3	-0,6	-0,2
Fiskální úsilí (% HDP)	-1,0	-0,8	-0,2	-0,4	0,7	0,4
Veřejný dluh (mld. CZK)	1 707	1 732	1 767	1 842	1 877	1 887
Poměr dluhu k HDP (%)	32,1	31,1	30,7	31,1	30,3	29,2

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

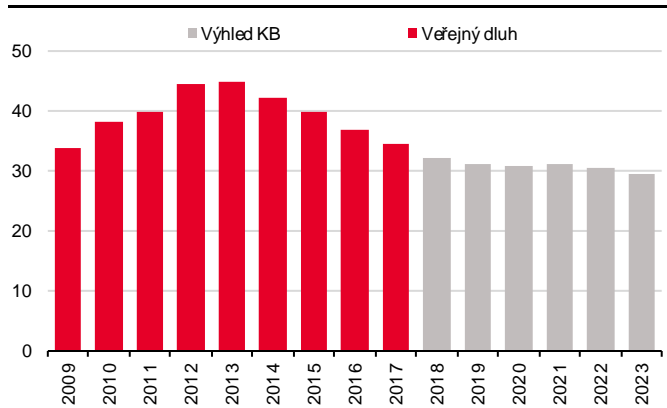
**Pro letošní rok očekáváme, že deficit hospodaření vlády dosáhne plánované výše 40 mld. CZK.** Již v příštím roce však podle nás bude schodek oproti střednědobému výhledu hlubší a dosáhne 50 mld. korun. Podepíše se na něm nižší dynamika výběru daní v souvislosti se zpomalováním ekonomiky. Na výdajové straně přitom bude nutné zohlednit vyšší investiční výdaje, zřejmě budou růst i platy ve veřejném sektoru. V roce 2021 se tyto vlivy budou dále prohlubovat, když se očekávané zahraniční zpomalení odrazí v domácí ekonomice.

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

**Poté, co v letošním roce přispějí místní rozpočty k hospodaření veřejného sektoru ještě kladně, v příštím roce jejich příspěvek odezní a v roce 2021 již bude záporný.** Budou se na tom podílet náklady související s vyšší investiční aktivitou na komunální úrovni a v následujících letech i hlubší ekonomické zpomalení a nižší příjmy z rozpočtového určení daní. **Celý veřejný sektor by měl proto letos vykázat v metodice ESA2010 mírný schodek ve výši 0,3 % HDP.** V příštím roce se deficit dále prohloubí na 0,7 % HDP a v roce 2021 dokonce na 1,2 % HDP.

**Veřejný dluh v korunovém letos již vyjádření kvůli deficitu rozpočtu vzroste, v poměru k HDP však bude nadále klesat.** Čekáme, že dosáhne 31,1 % HDP, na podobné úrovni se udrží i

v příštím roce. V roce 2021 pak s rostoucím deficitem a zpomalujícím růstem ekonomiky mírně vzroste na 31,4 % HDP.

Jakub Matějů

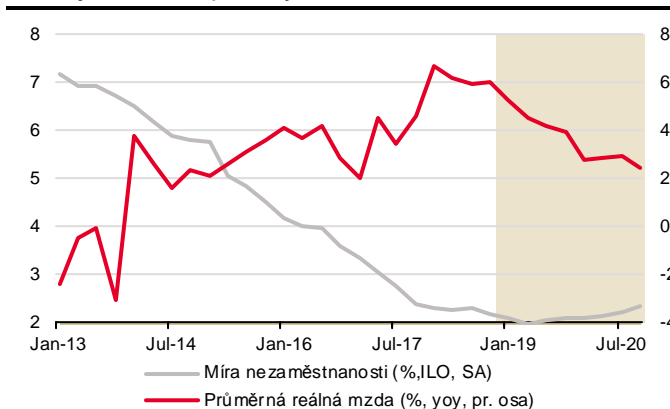
## Mzdový růst bude i letos silný

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

**Měsíční data z trhu práce ukazují na další pokles nezaměstnanosti.** Statistiky ČSÚ ukazují, že obecná míra nezaměstnanosti se v listopadu již dostala pod 2 %. Poklesnul i počet nezaměstnaných registrovaných na úřadech práce. Podíl registrovaných nezaměstnaných klesnul po sezónním očištění pod 3 %. Obě měřítka nezaměstnanosti jsou v tuto chvíli nejnižší

v historii. Ukazuje se tedy, že na trhu práce sice jsou ještě rezervy, ty už jsou ale velmi malé. Míra nezaměstnanosti se podle nás stabilizuje těsně kolem dvou procent a podíl registrovaných nezaměstnaných se bude pohybovat v průměru těsně pod třemi procenty.

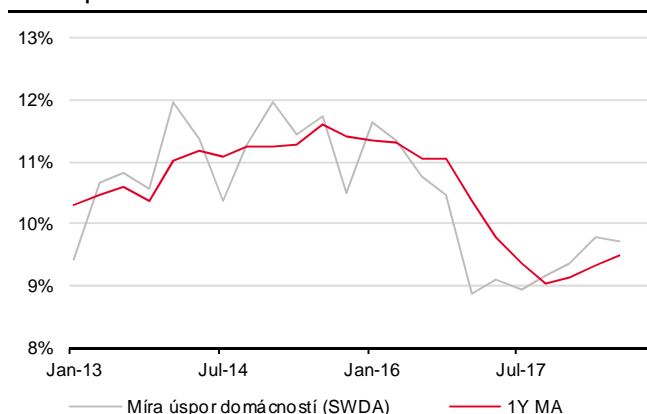
Mzdový růst mírně zpomaluje



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

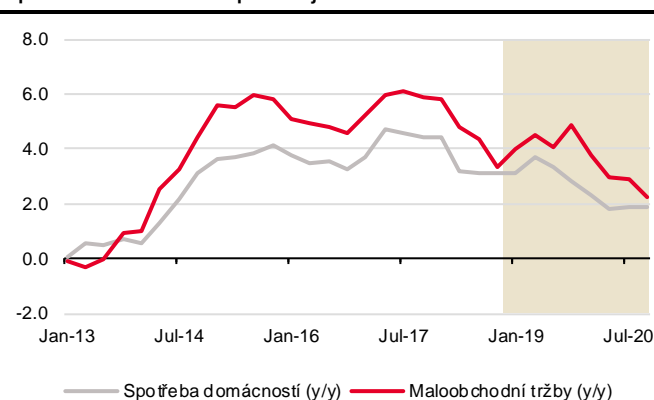
Pnutí na trhu práce podporuje domácí mzdový růst. V loňském roce se mzdy podle našeho odhadu zvýšily o 8,5 %. V průběhu roku jejich dynamika naše očekávání soustavně překonávala. Podobně jako vloni i pro letošní rok vláda rozhodla o zvýšení platů ve veřejném sektoru. Od ledna vzrostly v průměru přibližně o 11 %. Větší část jde učitelům (ti si přilepší o 15 %), ale i ostatní státní zaměstnanci čeká slušné zvýšení mezd v průměru o 8 %. V tomto je tak situace velmi podobná loňskému roku. Zvyšování platů ve veřejném sektoru výrazně posune celkový mzdový průměr v ekonomice, ale také vytvoří tlak na růst mezd v soukromém sektoru, který musí zůstat na trhu práce konkurenceschopný. **Ziskové marže podniků se v posledních dvou letech propadly. Firmy tak už nemají tolik prostoru pro zvyšování platů. V některých firmách jsou navíc bonusy navázány na zisk, který roste pomalu. Celkově tedy očekáváme, že mzdový růst bude pozvolně zpomalovat, i tak by se ale měl letos udržet na více než solidních 6,9 %.** Růst reálné mzdy podle nás zpomalí z 6,2 % na 4,5 %. Vláda nepřispěla k růstu kupní síly pouze zvyšováním mezd ve veřejném sektoru. Od nového roku výrazně přilepšila také důchodcům.

Míra úspor se odráží ode dna



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

Spotřeba domácností zpomaluje



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

Zatímco zvyšování mezd, důchodů a zaměstnanosti budou tlačit soukromou spotřebu nahoru, rostoucí nejistota ohledně vývoje ekonomiky bude zvyšovat míru úspor a tím spotřebu naopak brzdit. **Reálná spotřeba domácností by tak měla letos dosáhnout růstu 3,2 % poté, co vloni přidala 3,5 %.**

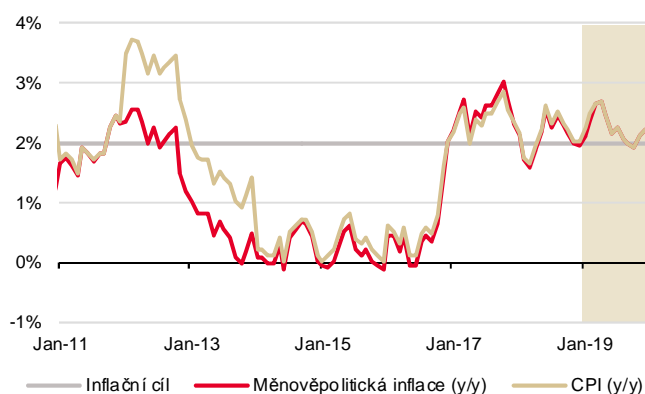
## Inflace podle všeho na začátku roku hodně zrychlila

Poslední měsíce byly ve znamení zpomalující inflace. Za tím nicméně stojí volatilní složky spotřebního koše. Vývoj cen potravin připomíná divokou horskou dráhu, nicméně celkově se ceny potravin zdají relativně nízké. Ceny pohonných hmot následovaly propad cen ropy na světových trzích. Na druhé straně vidíme, že domácí inflační tlaky zůstávají silné. Jádrová inflace zůstane vysoko a přidá se k ní růst regulovaných cen. Ceny potravin podle všeho budou ještě v prvních měsících roku brzdit. V průměru by letos cenový růst měl dosáhnout 2,3 %. Meziroční inflace dosáhne svého vrcholu v březnu či dubnu.

Jádrová inflace zůstane hlavním hybatelem růstu cen.

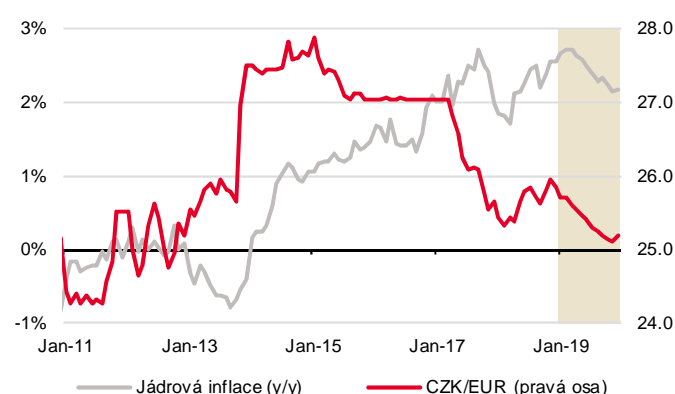
Rostoucí mzdy a další zvyšující se vstupní náklady se přelévají do **jádrové inflace**. Ziskové marže podniků se výrazně propadly a již nenabízejí tolik prostoru ke vstřebání zvyšujících se nákladů. Koruna letos nebude výrazně posilovat a její vliv na ceny bude tedy malý. Jádrovou inflaci ale bude brzdit pouze pozvolný růst cen v eurozóně. Jádrové ceny tak sice porostou, ale nečekáme jejich explozi. **V průměru by jádrová inflace měla letos dosáhnout 2,5 %.**

Inflace zůstane nad dvěma procenty



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

Jádrová inflace zůstává velmi silná



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

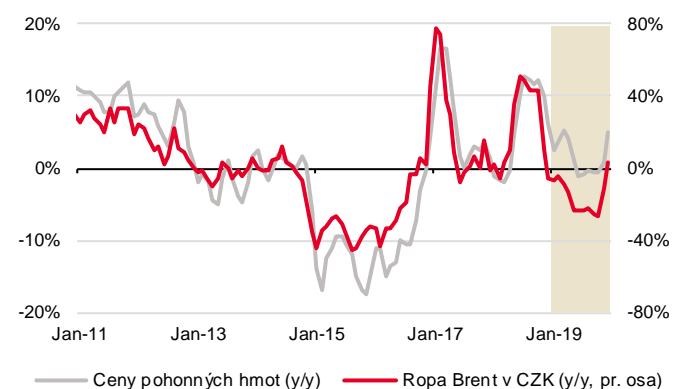
Špatná úroda naznačuje vyšší ceny potravin.

**Ceny potravin vykazují vysokou volatilitu** a proměnlivé pravděpodobně zůstanou i nadále. V průměru ceny potravin překvapily slabým růstem a i předběžný průzkum statistického úřadu naznačuje, že na začátku roku půjdou mírně dolů. Loňská špatná úroda obilovin však bude tlačit na zdražování potravin v první polovině letošního roku. **Celkově očekáváme jejich růst o 0,7 %.**

Inflace cen pohonných hmot by měla zvolňovat.

Cena severomořské ropy Brent v posledním čtvrtletí loňského roku spadla přibližně o 40 %. I když jsme očekávali snížení cen ropy, takový propad jsme nepředpokládali. **Domácí ceny pohonných hmot** tento pohyb následovaly, nicméně i přes svůj pokles jsou stále

Ceny pohonných hmot se budou postupně zvedat



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

vyšší než vloni touto dobou. Očekáváme, že ceny ropy se postupně stabilizují kolem 70 USD za barel. Jejich meziroční inflace by tak měla zůstat kladná v první polovině roku, ale k jeho konci se pravděpodobně propadne do mírného záporu. **Celkově by pohonné hmoty měly letos v průměru zdražit o 2,9 %.**

Ceny elektřiny na začátku roku vyletěly.

**Regulované ceny** na začátku letošního roku výrazně přidaly. Ceny energií na světové burze vyletěly vzhůru a domácí distributoři jsou zvyklí dělat změny ceníků na začátku roku. **Silová cena elektřiny, která tvoří přibližně 40% účtu, podle nás vzrostla o 15 %.** Regulovaná složka, která tvoří zbytek ceny, se pak zvedla o 2 %. To by mělo dohromady přispět k výraznému růstu regulovaných cen. Ty by měly letos přidat 3,4 %.

## Rizika: počet rizik pro domácí ekonomiku roste

Koruna silně reaguje na globální politické události.

Rizika plynoucí z vnějšího prostředí stále přetrvávají. Jejich počet i význam roste. V domácí ekonomice vidíme rizika spojená s vysokým využitím kapacit a propagací rostoucích cen elektřiny do ostatních cenových okruhů. 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.** Domácí ekonomika zatím prokázala odolnost vůči zpomalení v eurozóně (zejména v Německu), nicméně pokud zpomalení bude mít trvalejší charakter, jistě se dotkne i domácího ekonomického růstu.

■ **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.

■ **Propsání vyšších cen elektřiny do dalších cenových okruhů.** Prudké zvýšení cen elektřiny se může výrazně projevit v dalších cenách v ekonomice rychleji, než očekáváme. Inflace tak může být letos silnější, než se domníváme.

## Klíčové makroekonomické ukazatele

	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>HDP a jeho struktura</b>														
HDP (reálně, y/y, %)	2,4	2,5	2,7	2,6	2,8	2,7	2,7	2,9	2,8	2,7	2,5	1,9	2,8	2,8
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	3,1	3,1	3,1	3,7	3,4	2,8	2,3	1,8	3,5	3,2	1,9	1,7	2,2	2,4
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	5,2	4,6	3,6	3,5	1,5	2,6	2,1	2,5	3,8	2,8	2,3	2,6	2,0	1,6
Fixní investice (reálně, y/y, %)	9,0	8,1	4,1	1,9	0,9	1,7	1,9	2,7	9,0	2,2	2,5	0,3	1,6	2,5
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	-1,0	0,2	0,3	-0,5	1,3	0,1	0,5	0,7	-0,5	0,3	0,6	1,2	1,1	0,7
Zásoby (příspěvek do y/y)	-1,5	-2,1	-0,6	0,3	-0,5	0,3	0,1	0,1	-1,4	-0,1	0,0	-0,7	-0,4	-0,2
<b>Měsíční data z reálné ekonomiky</b>														
Zahraniční obchod (mld, CZK) (*) (***)	86	108	102	104	105	107	108	108	393	415	436	514	561	588
Vývozy (nominálně, y/y, %) (*)	4,8	9,7	12,1	7,2	6,8	1,9	3,1	2,8	3,7	7,0	3,1	4,8	7,8	6,9
Dovozy (nominálně, y/y, %) (*)	7,8	10,5	13,1	7,9	5,3	2,4	2,9	2,7	5,5	7,2	2,9	3,6	7,7	7,1
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	3,5	4,7	3,2	3,3	2,8	3,9	4,5	3,7	3,3	3,3	2,9	2,2	7,0	5,2
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	12,1	4,6	-3,9	2,4	-0,1	3,8	2,9	2,5	8,8	0,5	3,0	2,1	3,8	6,2
Maloobchod (reálně, y/y, %)	3,7	5,6	3,8	5,0	4,7	2,6	3,7	3,0	4,9	4,0	3,0	1,2	1,7	2,0
<b>Trh práce</b>														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	8,5	8,2	8,1	7,1	6,4	6,1	4,8	4,8	8,5	6,9	4,8	3,8	3,6	4,3
Mzdy (reálně, y/y, %)	5,9	6,0	5,3	4,5	4,2	3,9	2,8	2,8	6,2	4,5	2,8	1,9	1,7	2,1
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	3,0	3,1	2,9	2,5	2,7	3,1	3,1	2,7	3,1	2,8	3,0	3,4	3,5	3,4
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,3	2,2	2,2	1,9	2,1	2,1	2,2	2,1	2,3	2,1	2,2	2,6	2,7	2,6
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	0,9	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,0	-0,3	1,2	0,5	-0,3	-0,5	-0,1	0,1
<b>Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu</b>														
Inflace (y/y, %)	2,4	2,1	2,7	2,5	2,1	2,1	1,9	1,9	2,1	2,3	2,0	1,9	1,8	2,2
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,9	1,8	2,2
Jádrová inflace (y/y, %) (**)	2,4	2,5	2,9	2,6	2,3	2,2	2,1	2,0	2,2	2,5	2,0	1,9	2,1	2,7
Ceny potravin (y/y, %) (**)	0,6	-0,5	0,4	1,1	0,7	0,6	1,2	1,5	1,3	0,7	1,8	1,4	0,5	1,2
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (**)	12,2	9,4	6,6	3,8	0,7	0,5	2,2	1,2	6,2	2,9	2,0	-1,0	-3,0	-1,4
Regulované ceny (y/y, %) (**)	2,2	1,7	3,5	3,5	3,1	3,6	2,1	2,2	1,7	3,4	2,1	3,0	2,9	1,8
Ceny v průmyslu (y/y, %)	3,3	3,4	3,3	2,5	1,6	1,9	2,0	2,1	2,1	2,3	2,1	1,2	1,4	2,0
<b>Finanční proměnné</b>														
2W Repo (%, průměr)	1,16	1,66	2,00	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	1,06	2,19	2,20	2,2	2,9	3,2
3M PRIBOR (%, průměr)	1,39	1,92	2,15	2,40	2,40	2,40	2,40	2,36	1,27	2,34	2,33	2,3	3,0	3,3
CZK/EUR (průměr)	25,72	25,87	25,67	25,47	25,25	25,15	25,12	25,58	25,7	25,4	25,7	25,2	24,0	23,8
CZK/USD (průměr)	22,12	22,67	22,72	22,54	21,96	20,61	20,09	20,30	21,7	22,0	20,2	19,6	18,5	17,7
<b>Vnější prostředí</b>														
HDP v EMU (reálně, yoy, %)	1,6	1,5	1,6	1,6	1,8	1,7	1,6	1,3	1,9	1,7	1,1	0,8	1,5	1,7
HDP v Německu (reálně, yoy, %)	1,3	0,9	0,9	0,8	1,3	1,6	1,7	1,5	1,5	1,2	1,2	0,9	1,8	1,6
CPI v EMU (yoy, %)	2,1	2,0	1,9	1,6	1,3	1,2	1,1	1,2	1,8	1,5	1,3	1,5	1,5	1,6
Ropa Brent (USD/brl, průměr)	77,0	67,3	60,0	62,0	65,0	70,0	70,0	70,0	71,5	64,3	70,0	65,0	65,0	65,0
Euribor 1Y (%, průměr)	-0,17	-0,14	-0,03	0,13	0,29	0,38	0,38	0,36	-0,17	0,19	0,39	0,9	1,8	2,7
USD/EUR (průměr)	1,16	1,14	1,13	1,13	1,15	1,22	1,25	1,26	1,18	1,16	1,27	1,3	1,3	1,3

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

Poznámka: (\*) zahraniční obchod dle přeshraniční statistiky;

(\*\*) složky inflace jsou očištěny o primární dopad daňových změn;

(\*\*\*) čtvrtletní data jsou sezónně očištěna.

## ČNB Focus



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

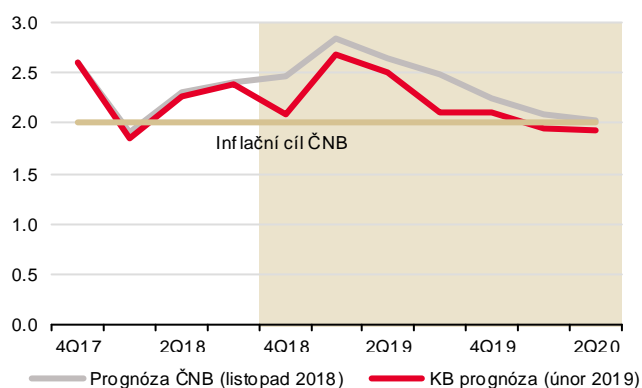
### ČNB zpomaluje, nicméně stále míří k neutrálu

ČNB začala jako první banka v EU s normalizací měnové politiky. V loňském roce se dostala do tempa a zvedla sazby dokonce pětkrát. Centrální banka utahovala měnové podmínky i přes zpomalení domácí a světové ekonomiky i rostoucí nervozitu na finančních trzích. Pro ČNB ale bylo zásadní domácí inflační prostředí. Centrální banka je v tuto chvíli již velmi blízko rovnovážným sazbám a navíc nejistota ohledně vnějšího prostředí výrazně vzrostla. Inflační tlaky plynoucí ze silného mzdového růstu ale přetrvávají, a ČNB tak pravděpodobně bude pokračovat v utahování měnové politiky. Předpokládáme, že sazby letos půjdou nahoru dvakrát, rizika jsou vychýlena mírně ke třem zvýšením sazeb.

### Domácí podmínky stále ukazují na další růst sazeb, vnější podmínky se zhoršují

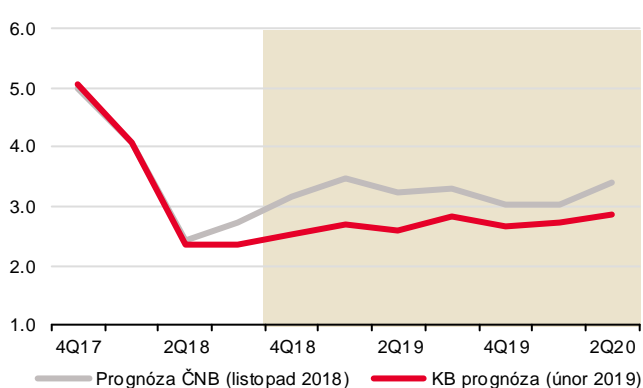
Po boomu, který česká ekonomika zažila v první polovině roku 2017, začala již ve druhé polovině roku výrazně oslabovat, zatímco její regionální protějšky pokračují v silném růstu. Nicméně inflační tlaky v ekonomice přetrvávají a centrální banka pokračovala ve zvyšování sazeb i přes nejistoty, které vyvstaly v souvislosti s vnějším prostředím. Některá z rizik slabšího růstu se dokonce ve druhé polovině loňského roku realizovala (například zpomalení německého autoprůmyslu), ale česká ekonomika jim zatím odolává bez zpomalování. Růst mezd i nadále překvapoval silnější dynamikou a jádrová inflace nečekaně zrychlila. Cenové tlaky v ekonomice jsou zatím trochu skryty za slabším číslem celkové inflace. Tu snižují klesající ceny potravin a propad cen pohonných hmot. Celková inflace tak zpomalila na 2 % a vytváří se tak dojem slábnoucího cenového růstu. Kurz koruny také celkový obrázek úplně nerozjasňuje. Na přelomu roku jsme se od koruny dočkali překvapivé zápletky, když se vůbec nechovala podle očekávání. ČNB očekávala průměrný kurz koruny na 25,1 CZK/EUR v prvním čtvrtletí, zatímco v současnosti se kurz pohybuje v blízkosti 25,8 CZK/EUR. **Celkově tedy vidíme, že inflační tlaky z ekonomiky rozhodně nevypřchaly a bankovní rada se podle nás letos ještě dvakrát rozhodne pro zvýšení sazeb. Nicméně vzhledem ke zpomalení německé ekonomiky a přetrvávajícím rizikům pochybujeme, že nakonec dojde ke zvýšení sazeb v únoru.** Současná prohlášení, která jsou z ČNB slyšet, nedávají jasný obrázek, nicméně podle nás převládá nejistota plynoucí z vnějšího prostředí.

Inflační tlaky zůstávají silné (%) ...



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

... i přes zpomalující ekonomiku (%)



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

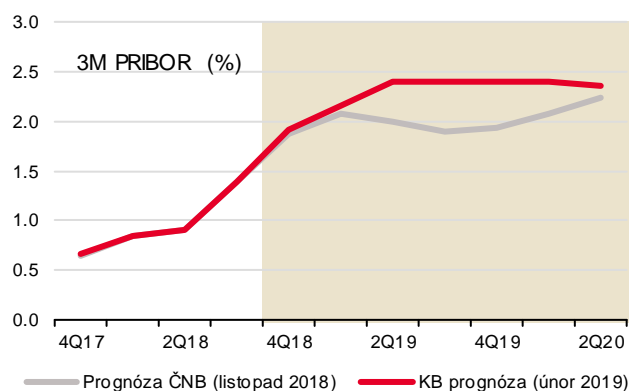
Členové bankovní rady mluví o zvyšování sazeb, ale trh se jim zatím přesvědčit nepodařilo. V tuto chvíli je v ročním horizontu započítáno v tržních cenách zvýšení tříměsíční sazby PRIBOR pouze o osm bodů. Naproti tomu guvernér Rusnok pro týdeník Ekonom<sup>2</sup> prohlásil, že i při současném

<sup>2</sup> [https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/clanky\\_rozhovory/media\\_2019/cl\\_19\\_20190117\\_rusnok\\_cro.html](https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2019/cl_19_20190117_rusnok_cro.html)

výhledu pro kurz koruny to vypadá na dvojitý růst úroků. Poté pro Český rozhlas prohlásil, že sazby letos půjdou nahoru. **Podle Rusnoka „nemá cenu spekulovat, jestli to bude jedno zvýšení, dvě zvýšení, tři zvýšení“.** Člen bankovní rady Benda na konferenci Euromoney ve Vídni potvrdil svůj tradičně jestřábí pohled na věc, když prohlásil, že předpokládá několik zvýšení sazeb v horizontu 18 měsíců. Později pro server roken24.cz prohlásil, že do konce letošního roku by mělo dojít ke dvěma až třem zvýšením sazeb. **Na druhé straně jsme se dočkali opatrného komentáře od člena bankovní rady, od kterého bychom to nečekali.** Tomáš Holub, který ještě jako hlavní ekonom banky prosazoval zvyšování sazeb směrem k rovnovážné úrovni, se v rozhovoru pro *Hospodářské noviny*<sup>3</sup> vyslovil pro opatrný přístup. Dokonce řekl, že si dovede představit, že na prvních letošních dvou až třech zasedáních nedojde ke zvyšování sazeb. Potvrdil tak názory dalšího člena bankovní rady Oldřicha Dědky, který se dlouhodobě vyjadřuje pro opatrný přístup zejména v situaci, kdy je vnější prostředí velmi křehké. Nicméně i nejvíce holubičí člen bankovní rady Dědek souhlasí s tím, že ve střednědobém horizontu by se sazby měly posouvat směrem k rovnovážné úrovni (odhady rovnovážné úrovně sahají od 2,5 do 3,5 %).

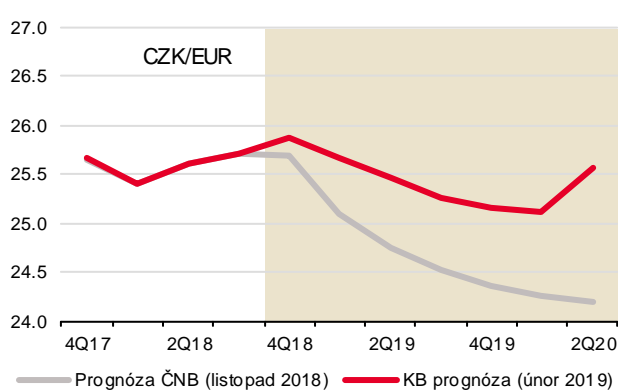
**Nová prognóza z dílny ČNB se pravděpodobně výrazně nezmění. Výhled pro úrokové sazby bude předpokládat stabilitu. Očekáváme, že výhled kurzu znovu naznačí prudké posilování koruny.** V našem reportu (<http://bit.ly/2RtHZtv>) ukazujeme, proč si myslíme, že koruna nebude posilovat tak, jak centrální banka předpokládá. **Proto ve chvíli, kdy odezní hlavní nejistoty, které plynou z vnějšího prostředí, bude ČNB pokračovat v utahování měnové politiky. Tento rok počítáme se dvojitým zvýšením sazeb.** Ta by měla proběhnout v květnu a srpnu. Otevřená je stále i možnost zvýšení na únorovém zasedání, ale ze současných prohlášení centrálních bankéřů se zdá, že sazby v únoru zůstanou beze změny.

Měnové podmínky se budou utahovat pomocí úroků, ...



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

... protože koruna bude posilovat jen pozvolně



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

<sup>3</sup> [https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/clanky\\_rozhovory/media\\_2019/cl\\_19\\_20190123\\_holub\\_hn.html](https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2019/cl_19_20190123_holub_hn.html)



## Korunový devizový trh



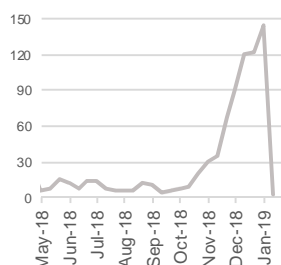
Jakub Matějů

### Koruna v novém roce silnější. Prozatím

Koruna se vyrovnala s efektem konce roku a do toho nového vstoupila silnější. Zahraniční rizika však přetrvávají a nenechají domácí měnu rychleji posilovat. Stojí za tím i velké množství korunové likvidity, které brání kurzu v návratu k dlouhodobě rovnovážným úrovním. Proto se v našem základním scénáři koruna nedostane ani pod 25 CZK/EUR. Příští rok pak může mít kvůli globálnímu zpomalení tendenci opět oslabovat.

Koruna za sebou nechala efekt konce roku, stále však bojuje s vlivem zahraničních nejistot.

Závazky ČNB vůči zahr. institucím (mld. CZK)



Zdroj: Dekádní balance ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

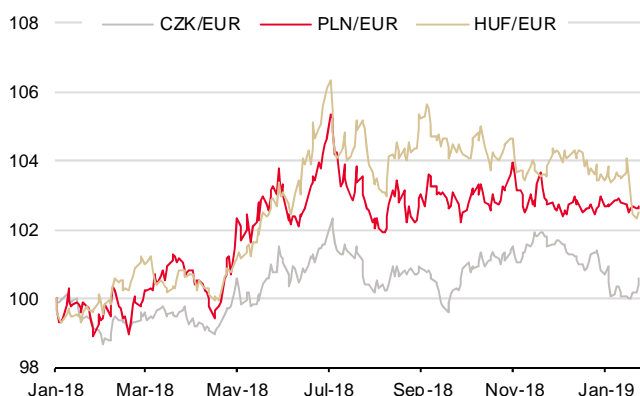
### Kurz se zotavil z efektu konce roku

Poté, co se koruna spolu s ostatními měnami rozvíjejících trhů dostala loni pod výprodejní tlak, na podzim se již kurzy vydaly každý jiným směrem. **Koruna přitom byla více než ostatní měny v regionu zasažena efektem konce roku. Ten se v jejím kurzu a v cenách forwardových kontraktů projevoval již od konce září.** Držitelé korunové likvidity byli zápornými sazbami přes konec roku motivováni ke krátkodobé výměně do zahraničních měn. Tento efekt byl však ke konci 2018 mírnější než v předchozím roce (více jsme psali zde <http://bit.ly/2FCzlaK>). Část korunové likvidity se zřejmě přesunula k některým zahraničním institucím, které mají možnost ukládat přímo u ČNB. Jde typicky o centrální banky nebo o nadnárodní organizace. Ty přes konec roku výrazně zvýšily své úlohy u ČNB až k hodnotám přes 140 mld. CZK. **V lednu pak efekt konce roku z kurzu koruny velmi rychle vyprchal.**

Loňské sepětí s ostatními měnami regionu se díky těmto vlivům v poslední době rozvolnilo. Korelace s polským zlotým stále zůstává kladná, je ale zřejmé, že kurzy jsou nyní opět více ovlivňovány událostmi specifickými pro jednotlivé ekonomiky. **Přetrvává i negativní reakce na kurz eura vůči dolaru; jakmile euro oslabuje, je pravděpodobné, že i koruna bude ztrácet.** Proto kurz nepříznivě zasahují faktory globální nejistoty. K nim patří stále existující hrozba tvrdého brexitu (ačkoliv roste pravděpodobnost oddálení termínu), německé recese, tvrdého přistání čínské ekonomiky či zavedení 25% cel na vývoz automobilů do Spojených států.

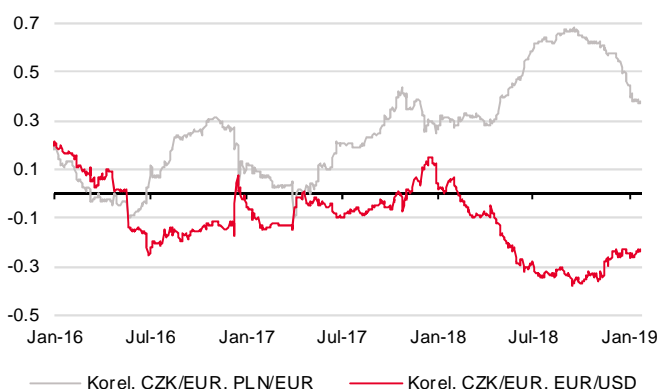
### Na podzim se měny vydaly každá jiným směrem

(1.1.2018 = 100)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Koruna se znovu osamostatňuje, zranitelnost ale zůstává



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

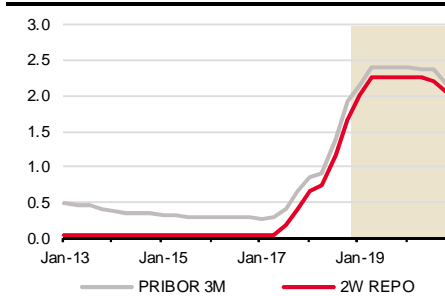
**Kurzu koruny nepomáhá ani nejasná rétorika představitelů ČNB.** Někteří před únorovým zasedáním nevykládají delší pauzu v růstu sazeb, podle jiných není na co čekat a pro vyšší sazby znovu ruku zvednou. Korunový trh neví, co si z této výměny názorů má vzít. My očekáváme, že i přes jestřábí hlasy v únoru bankovní rada růst sazeb neodhlasuje. **To bude pro korunu zklamáním a v krátkém horizontu zamezí jejímu výraznějšímu posílení.** Více se dočtete v ČNB Focusu výše v tomto dokumentu.

Rostoucí úrokový diferenciál a přebytek běžného účtu budou korunu podporovat.

## Běžný účet i úrokový diferenciál korunu podporují

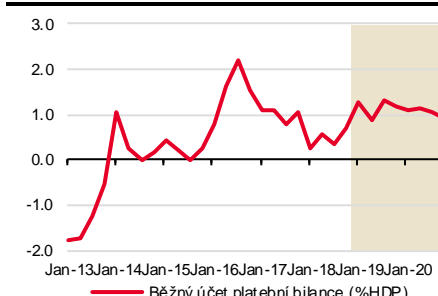
Koruna má přitom nadále důvody k posilování. **Přebytek běžného účtu naznačuje, že reálné peněžní toky dodávají českým firmám eurovou likviditu.** Očekáváme, že se běžný účet bude držet i nadále v plusu. **Zároveň se rozšiřuje úrokový diferenciál.** Rozdíl mezi IRS sazbami korunového a eurového trhu na kratším konci křivky činí již nyní více než dva procentní body. Solidní výnosy oproti zemím eurozóny nabízí i české státní dluhopisy, při velmi nízké rizikovosti a stabilním výhledu veřejných financí. Jak v případě dluhopisů, tak i IRS přitom vidíme potenciál dalšího mírného zvýšení v reakci na očekávaný růst sazeb ČNB. Úrokový diferenciál proti euru se tak dále rozšíří.

Očekávaný vývoj sazeb peněžního trhu



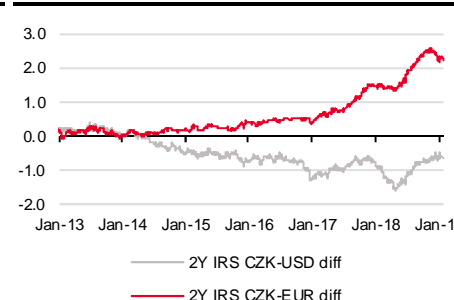
Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj běžného účtu platební bilance



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

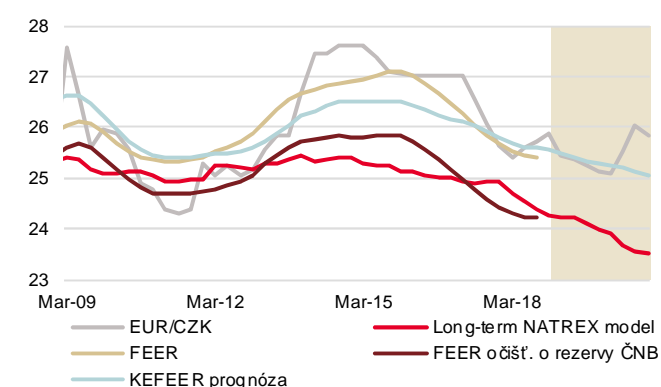
Úrokový diferenciál 2letých CZK IRS vůči EUR a USD sazbám



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

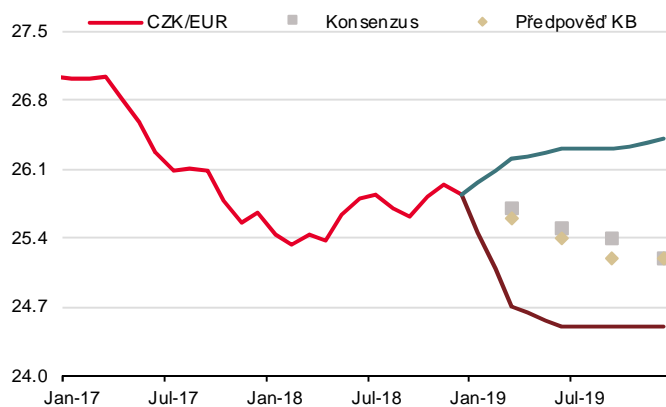
Kvůli rostoucí roli neeurových držitelů korunových aktiv (na významu získali nejen dolaroví investoři, ale např. i jihoamerické fondy, lze také čekat rostoucí zájem asijského kapitálu) je důležité sledovat i **úrokový diferenciál vůči dolarovým sazbám.** Zde jsou korunové výnosy o zhruba půl procentního bodu níže. Podobně jako ČNB, i Fed zvolňuje své tempo růstu sazeb a dostává se na dohled neutrální úrovně. **ČNB k ní však zbývá o něco delší cesta.** Narovnávání záporného dolarového diferenciálu by mělo koruně letos spíše pomáhat.

Modely rovnovážného kurzu koruny: NATREX, FEER a KEFEER



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 24.1.2019)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ačkoliv se odhady dlouhodobé rovnováhy kurzu pohybují na silnějším úrovních, k rychlému uzavření této mezery brzy nedojde.

**Model rovnovážného kurzu NATREX ukazuje na hodnoty těsně nad 24 CZK/EUR a na horizontu prognózy očekává další rovnovážné posilování koruny.** Podle našich simulací pomocí modelu FEER lze ale velkou část současné odchylky od tohoto rovnovážného kurzu vysvětlit velkým objemem devizových rezerv ČNB, který brání výraznějšímu posílení směrem k dlouhodobé modelové rovnováze. **Neočištěný model FEER (se současnou úrovní rezerv) totiž ukazuje rovnovážné hodnoty poblíž 25,50.** Stejně tak model KEFEER, který naznačuje, že v blízké budoucnosti bude rovnovážný kurz jen pozvolně posilovat. O těchto výsledcích a

o našem návrhu, že pro silnější korunu by ČNB mohla uvažovat o rozpuštění části rezerv, jsme více psali zde <http://bit.ly/2WoWPnT>.

### Koruna se letos pod 25 CZK/EUR nejspíš ani nedostane

**V souladu s tržním konsenzem očekáváme, že koruna bude pozvolně posilovat.** Kurz bude podporovat přebytek běžného účtu, rozšiřující se úrokový diferenciál vůči euru a zpomalení růstu dolarových sazeb. Koruna ale zůstane zranitelná vůči zahraničním vlivům. Klíčová bude situace v německé ekonomice a obecně celé eurozóně. Americká ekonomika se také zdá být na vrcholu svého cyklu a v příštím roce hrozí zpomalením či recesí. Znamky této slabosti globálního růstu už budou průběžně přicházet letos. Proto je naším základním scénářem jen mírné posilování, pod 25 CZK/EUR se podle něj letos kurz ani nepodívá.

### Rizika vývoje kurzu vidíme v obou směrech

Rizika pro vývoj koruny pocházejí ze zahraničního prostředí. V případě jejich prohloubení může kurz oslabit, pokud však opadnou, koruna bude posilovat rychleji.

**Velké množství korunové likvidity držené zahraničními vlastníky činí domácí měnu zranitelnou.** Režim kurzového závazku a intervence centrální banky vedly k nárůstu pozice zahraničních investorů spekulujících na posílení koruny. Ty se postupně překlápely do dlouhodobých pozic. Riziko pro korunu proto 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. Stejně tak by ke slabší koruně vedla realizace některých stávajících rizik, zejména tvrdého brexitu, zavedení cel na dovoz automobilů do Spojených států či recese v německé ekonomice.

Naopak obnovení růstu v Německu, světlo na konci tunelu ve věci brexitu či oddálení zahraničního zpomalení může snadno vést k rychlejšímu posilování koruny, než jaké ukazuje náš základní scénář.

## Technická analýza CZK/EUR (aktualizováno 30. ledna 2019 v 11:54)



**Vedoucí technických analytiků**  
**Stéphanie Aymes**  
 (44) 207 762 5898  
 stephanie.aymes@sgcib.com



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



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

### Boj s 200denním klouzavým průměrem a trendem u 25,82

Kurzový vývoj páru CZK/EUR vykázal známky nalezení podpory na úrovni ročního vzestupného kanálu v blízkosti oblasti 25,57/25,50. Ta zároveň představuje 61,8% vzestup od loňského únorového minima. Pár začíná utvářet formaci kladiva, což v kombinaci s týdenním indikátorem RSI nacházejícím se na úrovni mnohaletého rostoucího trendu znamená, že oblast 25,57/25,50 představuje krátkodobou úroveň podpory. Pouze v případě jejího prolomení by kurz zamířil k minimu z loňského roku a k klíčové úrovni podpory 25,10/25,00.

Z krátkodobějšího pohledu kurz bojuje s 200denním klouzavým průměrem a klesající trendovou linií v blízkosti 25,82 CZK/EUR. Při pohledu na denní indikátor stochastic a prostor pro jeho další růst by zdolání hladiny odporu 25,82 znamenalo možnost dalšího posunu výše směrem ke 25,95 či dokonce až 26,05/26,09. To je hodnota trendu započatého v červenci 2018. Grafické úrovně 26,20 a 26,40/48, tedy lokální maxima ze srpna 2017 a 2018, představují významné úrovně rezistence. Ze střednědobého pohledu je hlavní úrovní podpory 25,70.

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

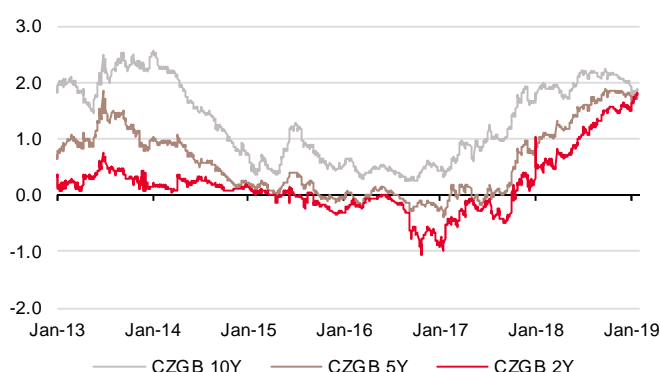


**Jakub Matějů**  
(420) 222 008 598  
j\_mateju@kb.cz

### Invertovaná IRS křivka se přenáší do výnosů dluhopisů

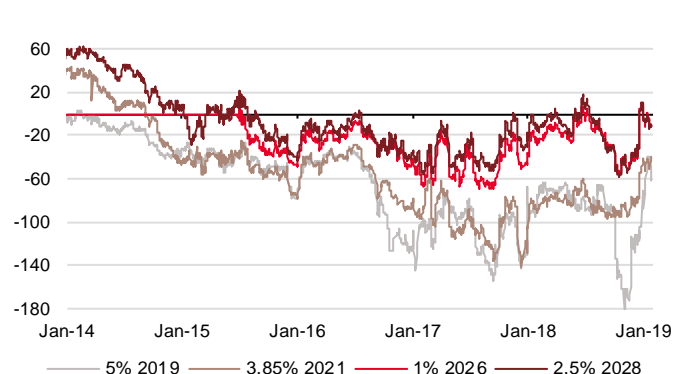
Sklon IRS křivky se na konci roku dostal do záporných hodnot a dále se prohlubuje. Zatímco dlouhý konec drtí pesimistická očekávání ohledně globálního ekonomického a cenového vývoje, krátké swapy podporuje měnová politika ČNB. Málokdo na trhu totiž čeká, že by centrální banka v blízké době snižovala sazby. My nadále očekáváme jejich růst. Pokles IRS křivky tlačí níže i výnosy státních dluhopisů, zejména těch s delší splatností. Prostor pro růst IRS i CZGB výnosů je v nejbližší době omezený. Poté, co trh zohlední letošní zvyšování sazeb ČNB, budou mít IRS i výnosy dluhopisů příští rok opět tendenci klesat.

Výnosy CZGB v procentech (Bloomberg generic)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

ASW spready v bazických bodech



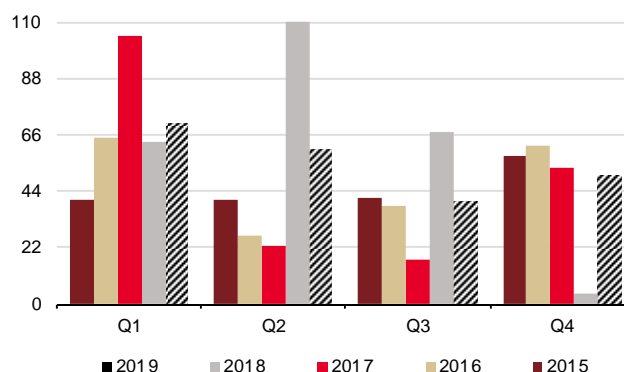
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**V posledním čtvrtletí loňského roku se růst výnosů státních dluhopisů zastavil.** Zejména výnosy dluhopisů s delší splatností se dostaly pod tlak poklesu sazeb IRS. České státní dluhopisy jsou totiž nízkorizikovým aktivem, kam lze uložit volnou korunovou likviditu. O tyto úložky je velký zájem, množství korun v oběhu totiž je a ještě dlouho zůstane vysoké. Ve srovnání s IRS bude proto v dohledné době větší poptávka právě po státních dluhopisech. Proto nečekáme, že by se ASW v blízké době dokázaly udržet v kladných hodnotách (pro splatnosti do 10 let). Na trhu dluhopisů se též projevuje preference delších splatností, související s nejistotou finančního trhu ohledně budoucí ekonomické situace a následného vývoje sazeb.

### Nabídka v roce 2019: opět vysoký objem refinancování

V letošním roce bude třeba splatit 238,1 mld. CZK státních dluhopisů. K tomu očekáváme deficit rozpočtu 40 mld. CZK a dalších přes 10 mld. splátek pokladničních poukázek, spořicíh bondů a úvěrů od EIB. Splátky v EUR budou dále zahrnovat maturující krátkodobé úvěry použité loni na refinancování maturujícího eurobondu ve výši přesahující ekvivalent 40 mld. CZK. Celkově tak bude potřeba financování poměrně vysoká a přesáhne hodnoty z loňského roku. Jen zčásti bude krytá emisí vládních

Čtvrtletní emise CZGB na primárním trhu (mld. CZK)



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

Ministerstvo financí letos prodá 230 mld. CZK střednědobých a dlouhodobých dluhopisů, dalších 20 mld. získá z nabídky spořicí dluhopisů.

dluhopisů. **Za příští rok očekáváme celkový objem vydaných dluhopisů ve výši 230 mld. CZK.** Menší objem (10 mld. CZK) bondů bude prodán na sekundárním trhu. Ministerstvo plánuje postupně zvýšit držbu státního dluhu přímo obyvateli ve formě spořicí dluhopisů směrem k 5 %, což odpovídá objemu zhruba 80 mld. CZK. K tomu povede řada úpisů nově vydaných tzv. Dluhopisů Republiky. Jen v prvním pololetí roku ministerstvo plánuje tři emisní kola. Očekáváme, že letos ministerstvo vydá 20 mld. CZK ve formě spořicí dluhopisů. **Čistá emise standardních dluhopisů v aukcích bude kvůli využití spořicí dluhopisů zanedbatelná, podle nás dosáhne necelé 2 mld. CZK.** Ministerstvo také začne čerpat úvěr od EIB na modernizaci železniční sítě, který však dosahuje pouze 11,5 mld. CZK pro období 2019-2025.

#### Hrubé výpůjční potřeby a financování v roce 2019, mld. CZK

	2019f	
	MF prosinec 2018	KB únor 2019
<b>Výpůjční potřeby</b>		
Schodek rozpočtu	40,0	40,0
Zpětné odkupy CZGB		0,0
Splátky CZGB	238,1	238,1
Splátky eurobondů		0
Splátky spořicí dluhopisů	2,7	2,7
Splátky pokladničních poukázek		4,2
Splátky ostatních instrumentů peněžního trhu	45,7	41,6
Splátky půjček od EIB	4,7	4,7
<b>Celkem</b>	<b>331,2</b>	<b>331,2</b>
<b>Financování</b>		
Hrubá emise pokl. poukázek (splatnost v roce 2020)		10,0
Hrubá emise CZGB (v aukcích)		230,0
Přímé prodeje CZGB		10,0
Hrubá emise dluhopisů v EUR		25,0
Hrubá emise spořicí dluhopisů		20,0
Ostatní instrumenty peněžního trhu		25,0
Půjčky od EIB		2,0
Využití likviditní rezervy		9,2
Čistý efekt výměn dluhopisů		0,0
<b>Celkové financování</b>		<b>331,2</b>
<b>Čistá emise CZGB</b>		<b>1,9</b>

Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Klasický eurobond letos ministerstvo vydávat nebude. Využije ale možnost vydat dluhopis v EUR na domácím trhu.

**Nový eurobond v klasickém smyslu v letošním roce vydán nebude.** Ministerstvo považuje související právní a emisní náklady za příliš vysoké. **Bude však vydán eurový dluhopis na domácím trhu, v rámci českého práva.** Tato možnost zde v principu existuje, jen nebyla doposud využita. **Nyní nadchází vhodná chvíle.** Maturuje totiž velká část krátkodobých úvěrů, které byly loni využity k refinancování končícího eurobondu. Zatím na nich ministerstvo inkasuje záporný úrok. Z hlediska dlouhodobého krytí eurových finančních potřeb se ale vydání dluhopisu nabízí, s využitím stávajících nízkých úroků. Ministerstvo proto plánuje vydání eurového dluhopisu na domácí půdě. Aukční kalendář první emisi avizuje již na únor, prozatím v relativně malém objemu 100 mil. EUR. **Očekáváme, že by jeho celková letošní emise mohla dosáhnout až 1 mld. EUR, tedy zhruba 25 mld. CZK.** Zbytek maturujících eurových úvěrů bude rolován.

Výnosy českých dluhopisů letos mírně vzrostou, než je zpět zatlačí zpomalení světové ekonomiky.

#### Výnosy CZGB v letech 2019 a 2020: dočasná tendence k mírnému růstu

Výnosy českých dluhopisů bude nadále podporovat silná emisní aktivita (alespoň v hrubém vyjádření). Směrem k jejich růstu působí i zvyšování sazeb ČNB. Na druhé straně růst výnosů krotí vysoká zahraniční investiční pozice v korunových aktivech. CZGB jsou totiž jednou z mála možností, jak umístit volnou korunovou likviditu do nízkorizikového aktiva a stále mít solidní výnos oproti eurovým sazbám. **Očekáváme, že výnos 10Y CZGB letos jen mírně vzroste, podívá se přitom opět nad 2,0 %.** V příštím roce se výnosy státních dluhopisů dostanou opět pod tlak,

vzroste totiž preference aktiv s nízkým rizikem v souvislosti se zpomalením světového i domácího růstu.

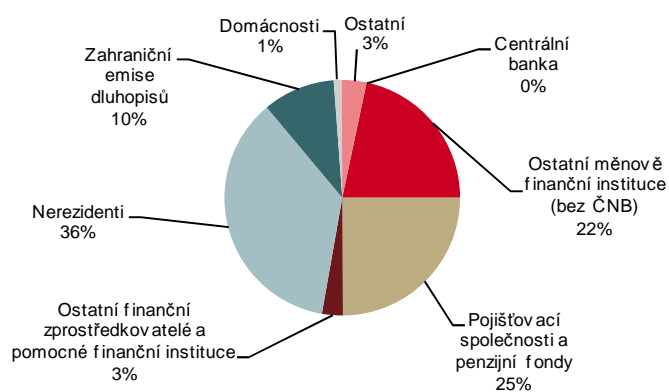
#### Prognóza výnosů CZGB

	Q1 19f	Q2 19f	Q3 19f	Q4 19f	Q1 20f
Výnos 2Y CZGB (%)	1,80	1,95	1,85	1,85	1,75
Výnos 10Y CZGB (%)	1,95	1,95	2,05	2,00	1,90
10Y CZGB ASW (bb)	-5	-10	-10	-15	-20

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

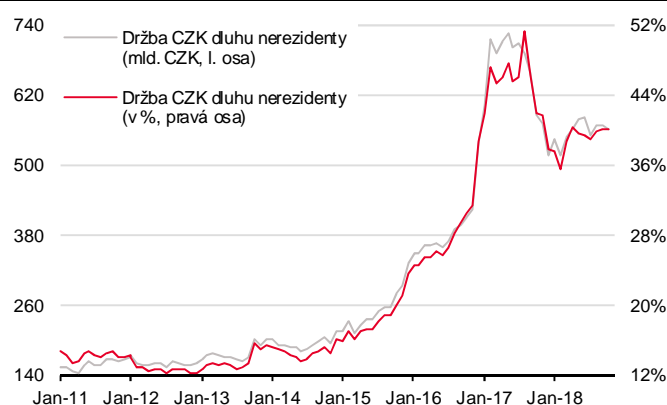
**Také výnosy dluhopisů s kratší splatností budou mít letos tendenci mírně růst.** Sklon dluhopisové křivky je již nyní velmi nízký. Jak vidíme u křivky IRS, existuje prostor pro jeho další snížení. **Invertovanou dluhopisovou křivku však nečekáme, její sklon by se měl udržet kolem nuly.** Hodnoty ASW jsou nyní relativně vysoko, zejména pro delší splatnosti. Čekáme, že kvůli preferenci vládních bondů by se měly ASW v letošním a příštím roce spíše snižovat.

#### Držba vládních dluhových cenných papírů, listopad 2018



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Podíl nerezidentů zůstává kolem 40 %



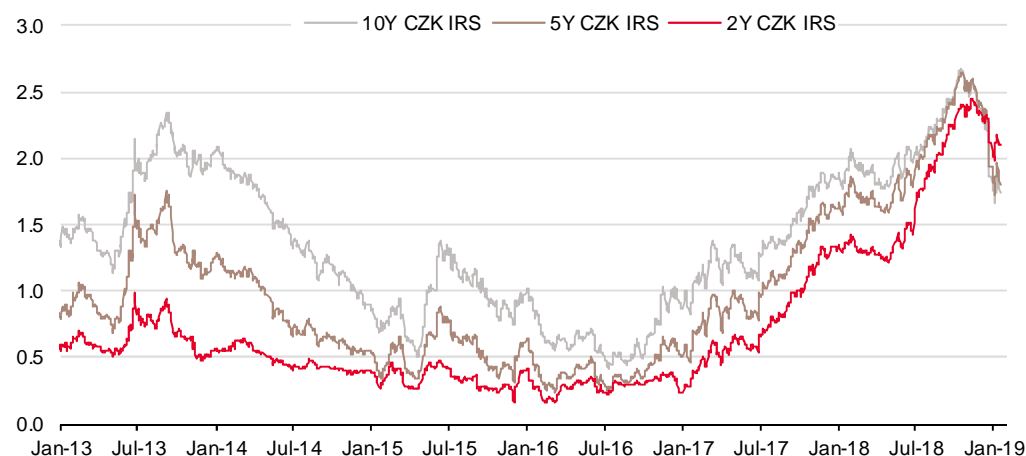
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Struktura držitelů CZGB: zahraniční vlastníci jsou stále důležitou silou

Podíl zahraničních držitelů státních dluhopisů se se nadále pohybuje poblíž 40 %. To je relativně nízká hodnota oproti období kolem exitu z intervenčního režimu ČNB, kdy zahraniční investory lákalo očekávané zhodnocení koruny. Poměr zahraničních držitelů však zůstává vysoko nad předintervenční hladinou. **Očekáváme, že se jejich podíl bude dále držet poblíž 40 %.** Podle našeho názoru se jedná z velké části o indexové investory, kteří CZGB drží kvůli jeho váze v GBI-EM indexu. Zahraniční poptávku také podporuje velké množství korunové likvidity na trhu. ČNB přitom neplánuje výrazné snižování devizových rezerv, které by korunu z trhu stáhlo.



## Inverze CZK IRS křivky na konci roku (v procentech)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Trh českých sazeb IRS: život ve světě invertované křivky

Sklon výnosové křivky IRS se na konci loňského roku propadl do záporných hodnot, v letošním roce tam setrvává, 2y10y spread se stále pohybuje kolem -20 bodů. To značí nedůvěru finančního trhu ohledně budoucího růstu sazeb, vývoje inflace a celkové makroekonomické situace. Současnou situaci zřejmě způsobil i prodejní tlak na konci roku, z něhož se korunové IRS ještě zcela nevzpamatovaly. Podporu IRS křivce zřejmě nepřinese ani únorové zasedání ČNB. V průběhu roku však krátkodobé sazby ještě porostou (viz ČNB Focus).

Zvyšování sazeb ČNB podpoří růst krátkého konce IRS křivky, její sklon zůstane letos záporný.

**Očekáváme, že dvouletý swap bude v letošním roce pozvolna růst až na hodnoty lehce přes 2,30 %.** To bude výsledkem dalšího růstu sazeb ČNB, které doposud není zohledněno v tržních cenách. Na přelomu letošního a příštího roku začne mít krátký konec křivky tendenci opět mírně klesat, jak se budou množit známky zahraničního zpomalení a diskuse o možném snižování sazeb.

## Výhled pro CZK IRS (%)

	Q1 19f	Q2 19f	Q3 19f	Q4 19f	Q1 20f
2Y	2,20	2,35	2,35	2,35	2,25
5Y	2,05	2,20	2,20	2,25	2,10
10Y	2,00	2,05	2,15	2,15	2,05

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Sklon výnosové křivky IRS zůstane letos záporný.** Pro jeho návrat do kladných hodnot bychom museli vidět výrazné zlepšení globální makroekonomické situace, růst inflačních očekávání a návrat optimistické nálady na trhy. To by zvedlo delší konec výnosové křivky. Prozatím to však není naším hlavním scénářem. Právě naopak. Střed i delší konec již odrážejí nejistotu ohledně zahraničního vývoje a reakce měnové politiky. To se podle nás příliš nezmění. **Letos tak dlouhé sazby porostou jen nepatrně spolu s růstem sazeb ČNB. Příští rok budou mít tendenci mírně klesat.** Teprve poté dojde k narovnání sklonu křivky do kladných hodnot a růstu IRS všech splatností směrem k rovnovážným úrovním.

## Bankovní sektor

### Podnikové úvěry vyskočily, jejich růst ale zase zpomalí



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

Ve druhé polovině loňského roku prudce vyskočily úvěry nefinančním korporacím. To je v souladu s rostoucí investiční aktivitou v tomto období. Soukromý sektor byl totiž také aktivní při čerpání prostředků z EU fondů a bankovní úvěry používal pro spolufinancování svých projektů. V prvním čtvrtletí letošního roku by na trhu ještě mohly být vidět dozvuky této aktivity, nicméně v souhrnu za letošní rok předpokládáme, že **poptávka po korporátních úvěrech letos zpomalí**. Výhled pro ekonomiku se začíná zhoršovat a stavební sektor naráží na nedostatek kapacity, což bude brzdit investiční aktivitu.

Nová regulace **hypoték** měla omezit přístup k tomuto financování nemovitostí, ale údaje za poslední čtvrtletí zatím naznačují opak. Růst objemu hypoték zrychlil. Nicméně stále platí, že předpokládáme propad jeho dynamiky v následujících měsících. To nesouvisí pouze s novými opatřeními ze strany regulátora, ale také se stále rychle rostoucími cenami nemovitostí, které budou i nadále brzdit poptávku po bydlení. I **spotřebitelské úvěry** na konci roku zrychlily svou dynamiku. Vzhledem k utaženému trhu práce a silnému mzdovému růstu se domácnosti nacházejí ve velmi komfortní situaci. To by mělo spotřebitelské úvěry podporovat. Nicméně nejistota a zhoršující se výhled pro ekonomiku se projevuje ve zvyšující se míře úspor. Celkově tedy očekáváme spíš mírné zpomalení dynamiky spotřebitelských úvěrů.

Rostoucí úrokové sazby podporují tvorbu **depozit**. Očekáváme, že zejména vklady domácností se letos budou výrazně zvyšovat, protože je budou podporovat rostoucí mzdy a zaměstnanost. Navíc nejistota zvýší míru úspor, což se projeví na vkladech domácností u bank. Naproti tomu pokles úrokových marží bude snižovat dynamiku depozit nefinančních korporací, ta tak letos zpomalí.

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
<b>Bankovní úvěry</b>															
<b>Celkem</b>	8,8	7,1	6,2	4,9	4,0	4,5	5,1	5,8	6,3	5,9	5,5	5,4	5,2	4,7	5,4
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	8,5	6,8	5,8	4,8	3,7	4,6	5,0	5,7	9,3	8,4	5,3	5,4	6,2	5,9	5,7
Spotřebitelské úvěry domácnostem	7,8	7,4	6,8	5,8	4,5	4,7	4,9	5,5	4,4	6,1	6,1	5,4	6,1	6,5	6,8
Úvěry nefinančním podnikům	7,7	7,6	5,2	4,3	3,4	4,0	5,6	6,5	4,9	4,9	5,1	5,6	4,4	3,6	5,2
<b>Bankovní vklady</b>															
<b>Celkem</b>	7,5	7,8	6,7	6,2	6,0	5,5	5,2	4,7	12,0	6,3	6,7	4,9	3,9	4,4	4,6
Obyvatelstvo	8,4	8,7	8,2	8,0	7,8	7,1	6,2	5,3	8,5	7,4	8,2	5,7	3,3	3,6	4,1
Nefinanční podniky	4,0	4,3	2,5	2,7	2,9	2,4	3,5	4,1	9,9	1,9	3,1	3,4	5,1	6,5	5,5
Ostatní	9,1	9,2	7,3	5,6	4,9	4,8	4,7	4,2	22,1	8,1	6,7	4,5	4,1	4,1	4,6
<b>Podíl na HDP</b>															
Podíl úvěrů na HDP	63,2	63,0	63,1	63,3	62,6	62,7	63,2	64,0	62,7	62,6	63,0	63,4	64,2	64,3	64,3
Podíl vkladů na HDP	84,3	88,3	87,0	86,7	85,2	88,7	87,3	86,8	85,1	85,3	86,8	86,9	86,9	86,8	86,1
Podíl úvěrů na vkladech	74,9	71,4	72,5	73,0	73,5	70,7	72,4	73,8	73,7	73,4	72,6	73,0	73,9	74,1	74,7
<b>Úrokové sazby</b>															
Úvěry pro bytové potřeby	2,8	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	2,3	2,7	3,0	3,0	3,0	3,1	3,2
Spotřebitelské úvěry	8,6	9,1	9,4	9,7	9,9	9,9	10,1	10,2	9,2	8,5	9,5	10,2	10,7	11,4	11,8
Úvěry nefinančním podnikům	3,2	3,4	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	2,0	2,7	3,6	3,7	3,7	4,5	4,8
<b>Podíl úvěrů v selhání</b>															
Úvěry pro bytové potřeby	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,7	1,6	1,8	2,0	2,2	2,4
Spotřebitelské úvěry	5,1	5,2	5,5	5,9	6,3	6,7	7,0	7,3	6,9	5,4	5,7	7,2	8,5	9,6	10,1
Úvěry nefinančním podnikům	3,6	3,6	3,8	3,9	4,1	4,3	4,5	4,6	4,6	3,7	3,9	4,5	5,4	5,9	5,9

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	2,5	1,9	2,8	2,8
Inflace	průměr období, %	0,7	2,5	2,1	2,3	2,0	1,9	1,8	2,2
Běžný účet platební bilance	% HDP	1,6	1,1	0,7	1,2	0,9	1,5	1,6	1,4
3M PRIBOR	průměr	0,3	0,4	1,3	2,3	2,3	2,3	3,0	3,3
CZK/EUR	průměr	27,0	26,3	25,6	25,4	25,7	25,2	24,0	23,8
CZK/USD	průměr	24,4	23,4	21,7	22,0	20,2	19,6	18,5	17,7

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

### Měna a úrokové sazby - výhled

		31. 1. 2019	Březen 2019	Červen 2019	Září 2019	Prosinec 2019	Březen 2020
CZK/EUR	konec období	25,7	25,6	25,4	25,2	25,2	25,3
USD/EUR	konec období	1,14	1,13	1,15	1,22	1,25	1,26
CZK/USD	konec období	22,5	22,7	22,1	20,7	20,2	20,2
3M PRIBOR	konec období	1,99	2,10	2,35	2,50	2,50	2,40
10Y IRS	konec období	1,75	2,00	2,05	2,15	2,15	2,05

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

### Měsíční makroekonomická data

		IV-18	V-18	VI-18	VII-18	VIII-18	IX-18	X-18	XI-18	XII-18
Inflace (CPI)	%, m/m	0,3	0,5	0,4	0,2	0,1	-0,3	0,4	-0,1	0,1
Inflace (CPI)	%, y/y	1,9	2,2	2,6	2,3	2,5	2,3	2,2	2,0	2,0
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	0,2	1,0	0,6	0,3	0,1	0,3	0,7	-0,1	-1,1
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	0,0	1,5	2,9	3,4	3,3	3,2	3,9	3,9	2,4
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	3,2	3,0	2,9	3,1	3,1	3,0	2,8	2,8	3,1
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	4,4	-0,6	2,8	11,3	3,9	1,7	9,6	9,1	n.a.
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	5,2	0,7	3,1	10,3	2,0	-0,5	6,7	4,8	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	6,6	8,2	5,5	14,0	10,7	11,8	10,4	0,0	n.a.
Maloobchodní tržby	%, y/y, stálé ceny	5,2	2,3	1,4	7,0	2,4	-2,1	3,1	3,3	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (národní met.)	18,4	10,2	15,8	-5,8	-2,1	13,7	4,2	20,2	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	30,8	0,1	-23,0	-14,4	-21,1	-9,2	10,0	8,7	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	23,2	22,9	-42,8	15,1	-14,9	-29,1	13,8	-1,0	n.a.
M2	%, y/y	3,9	5,0	5,3	4,7	4,9	4,1	5,5	6,2	n.a.
Státní rozpočet	mld. CZK (od zač. roku)	0,8	-23,1	-5,9	16,6	14,8	16,8	5,7	-21,6	2,9
3M PRIBOR	%, průměr	0,90	0,90	0,95	1,18	1,45	1,54	1,76	1,99	2,01
CZK/EUR	průměr	25,37	25,64	25,79	25,84	25,70	25,62	25,83	25,94	25,84
CZK/USD	průměr	20,66	21,70	22,09	22,12	22,25	21,97	22,49	22,83	22,70

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 informace uvedené v tomto dokumentu představují 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 tohoto dokumentu a jiných 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 tohoto dokumentu, 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 tohoto dokumentu ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Informace uvedené v tomto dokumentu jsou určeny veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. nezasílá informace uvedené v tomto dokumentu 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](mailto:jan_vejmelek@kb.cz)



**Ekonomové**  
**Viktor Zeisel**  
 (420) 222 008 523  
[viktor\\_zeisel@kb.cz](mailto:viktor_zeisel@kb.cz)



**Monika Junicke**  
 (420) 222 008 509  
[monika\\_junicke@kb.cz](mailto:monika_junicke@kb.cz)



**Jana Steckerová**  
 (420) 222 008 524  
[jana\\_steckerova@kb.cz](mailto:jana_steckerova@kb.cz)



**Akciovní analytici**  
**Miroslav Frayer**  
 (420) 222 008 567  
[miroslav\\_frayer@kb.cz](mailto:miroslav_frayer@kb.cz)



**Jiří Kostka**  
 (420) 222 008 560  
[jiri\\_kostka@kb.cz](mailto:jiri_kostka@kb.cz)

## SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE



**Hlavní ekonom SG Poland**  
**Jaroslaw Janecki**  
 (48) 225 284 162  
[jaroslaw.janecki@sgcib.com](mailto:jaroslaw.janecki@sgcib.com)



**Hlavní ekonom Rosbank**  
**Evgeny Koshelev**  
 (7) 495 725 5637  
[evgeny.koshelev@rosbank.ru](mailto:evgeny.koshelev@rosbank.ru)



**Hlavní ekonom BRD-GSG**  
**Florian Libocor**  
 (40) 213 016 869  
[florian.libocor@brd.ro](mailto:florian.libocor@brd.ro)



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



**Ekonom**  
**Ioan Mincu**  
 (40) 213 014 472  
[george.mincu-radulescu@brd.ro](mailto:george.mincu-radulescu@brd.ro)



**Akciový analytik**  
**Laura Simion, CFA**  
 (40) 213 014 370  
[laura.simion@brd.ro](mailto:laura.simion@brd.ro)

## SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM



**Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky**  
**Klaus Baader**  
 (852) 2166 4095  
[klaus.baader@sgcib.com](mailto:klaus.baader@sgcib.com)



**Eurozóna**  
**Michel Martinez**  
 (33) 1 4213 3421  
[michel.martinez@sgcib.com](mailto:michel.martinez@sgcib.com)



**Anatoli Annenkov**  
 (44) 20 7762 5665  
[anatoli.annenkov@sgcib.com](mailto:anatoli.annenkov@sgcib.com)



**Yvan Mamalet**  
 (44) 20 7762 5665  
[yvan.mamalet@sgcib.com](mailto:yvan.mamalet@sgcib.com)



**Velká Británie**  
**Brian Hilliard**  
 (44) 20 7676 7165  
[brian.hilliard@sgcib.com](mailto:brian.hilliard@sgcib.com)



**Severní Amerika**  
**Stephen Gallagher**  
 (212) 278 4496  
[stephen.gallagher@sgcib.com](mailto:stephen.gallagher@sgcib.com)



**Omair Sharif**  
 (1) 212 278 48 29  
[omair.sharif@sgcib.com](mailto:omair.sharif@sgcib.com)



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



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



**Čína**  
**Wei Yao**  
 (33) 1 57 29 69 60  
[wei.yao@sgcib.com](mailto:wei.yao@sgcib.com)



**Japonsko**  
**Takuji Aida**  
 (81) 3-6777-8063  
[takuji.aida@sgcib.com](mailto:takuji.aida@sgcib.com)



**Arata Oto**  
 (81) 3 6777 8064  
[arata.oto@sgcib.com](mailto:arata.oto@sgcib.com)



**Korea**  
**Suktae Oh**  
 (82) 2195 7430  
[suktae.oh@sgcib.com](mailto: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](mailto:brigitte.richard-hidden@sgcib.com)



**Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů**  
**Guy Stear**  
 (33) 1 41 13 63 99  
[guy.stear@sgcib.com](mailto:guy.stear@sgcib.com)



**Fixed Income**  
**Adam Kurpiel**  
 (33) 1 42 13 63 42  
[adam.kurpiel@sgcib.com](mailto:adam.kurpiel@sgcib.com)



**Bruno Braizinha**  
 (1) 212 278 5296  
[bruno.braizinha@sgcib.com](mailto:bruno.braizinha@sgcib.com)



**Jean-David Ciotteau**  
 (33) 1 42 13 72 52  
[jean-david.ciotteau@sgcib.com](mailto:jean-david.ciotteau@sgcib.com)



**Cristina Costa**  
 (33) 1 58 98 51 71  
[cristina.costa@sgcib.com](mailto:cristina.costa@sgcib.com)



**Jorge Garayo**  
 (44) 20 7676 7404  
[jorge.garayo@sgcib.com](mailto:jorge.garayo@sgcib.com)



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



**Shakeeb Hulikatti**  
 (91) 80 2802 4380  
[shakeeb.hulikatti@sgcib.com](mailto:shakeeb.hulikatti@sgcib.com)



**Vedoucí strategie sazeb pro USA**  
**Subadra Rajappa**  
 (1) 212 278 5241  
[subadra.rajappa@sgcib.com](mailto:subadra.rajappa@sgcib.com)



**Jason Simpson**  
 (44) 20 7676 7580  
[jason.simpson@sgcib.com](mailto:jason.simpson@sgcib.com)



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



**Kevin Ferret**  
 (44) 20 7676 7073  
[kevin.ferret@sgcib.com](mailto:kevin.ferret@sgcib.com)



**Měnové kurzy**  
**Kit Jukes**  
 (44) 20 7676 7972  
[kit.jukes@sgcib.com](mailto:kit.jukes@sgcib.com)



**Měnové deriváty**  
**Olivier Korber**  
 (33) 1 42 13 32 88  
[olivier.korber@sgcib.com](mailto:olivier.korber@sgcib.com)



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



**Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů**  
**Jason Daw**  
 (65) 6326 7890  
[jason.daw@sgcib.com](mailto:jason.daw@sgcib.com)



**Régis Chatellier**  
 (44) 20 7676 7354  
[regis.chatellier@sgcib.com](mailto:regis.chatellier@sgcib.com)



**Phoenix Kalen**  
 (44) 20 7676 7305  
[phoenix.kalen@sgcib.com](mailto:phoenix.kalen@sgcib.com)



**Kiyong Seong**  
 (852) 2166 4658  
[kiyong.seong@sgcib.com](mailto:kiyong.seong@sgcib.com)



**Marek Dřimal**  
 (44) 20 7550 2395  
[marek.drimal@sgcib.com](mailto:marek.drimal@sgcib.com)



**Bertrand Delgado**  
 +1 212 278 6918  
[bertrand.delgado-calderon@sgcib.com](mailto:bertrand.delgado-calderon@sgcib.com)