

Čtvrtletní zpráva

# Ekonomické **výhledy**

## V minovém poli



©iStock

- **Hladké přistání české ekonomiky:** Česká ekonomika zpomaluje pod vlivem negativního vývoje v zahraničí. Trh práce ale zůstává napjatý a nadále podporuje mzdový růst a spotřebu domácností. Inflace na začátku roku vystřelila a bude v jeho průběhu zpomalovat. Pod dvě procenta by se ale dostat neměla.
- **ČNB obnoví v reakci na rostoucí inflační tlaky cyklus utahování sazeb:** Centrální banka by měla na svém květnovém zasedání znovu začít zvyšovat sazby. Domácí inflační tlaky tentokrát převáží nad nejistotou plynoucí z vnějšího prostředí.
- **Silnější koruny se letos zřejmě nedočkáme:** Navzdory existujícímu úrokovému diferenciálu a přebytkovému běžnému účtu platební bilance bude posilování koruny nadále bránit vysoká korunová likvidita. V roce 2020 se kvůli globálnímu ochlazení obáváme oslabení koruny.
- **Zvyšování sazeb ČNB jako potenciál pro růst výnosů:** Státní dluhopisy podporuje silná emisní aktivita státu. Ten se snaží pokrýt očekávaný deficit státního rozpočtu a letošní splatnost velkého objemu státních dluhopisů. Výnosová křivka zůstane plochá až do roku 2021.



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



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



**František Táborský**  
(420) 222 008 598  
frantisek\_taborsky@kb.cz



**Monika Junické**  
(420) 222 008 509  
monika\_junicke@kb.cz



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

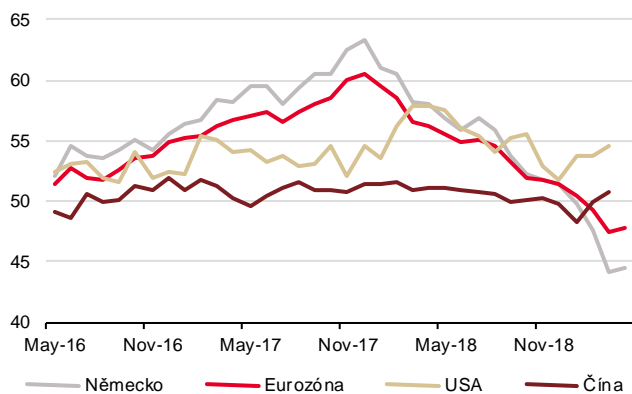
## Průmysl to nemá jednoduché



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

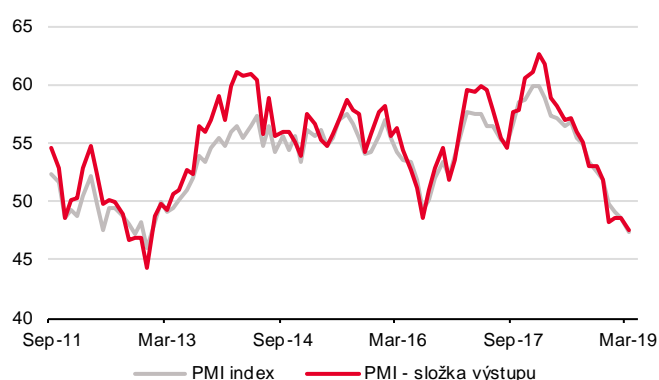
**Českým průmyslníkům přibývají vrásky na čele.** Na jedné straně čelí přetrvávajícímu nedostatku pracovní síly a s tím souvisejícím růstem mzdových nákladů, přičemž rostou i ceny dalších vstupů do výroby, jako například energií. Na straně druhé se podle aktuálního konjunkturálního průzkumu začínají výrobci obávat i slabší poptávky, primárně ze zahraničí. A není divu, průmysl českého nejvýznamnějšího partnera, Německa, je již třetí čtvrtletí v recesi.

Nálada průmyslníků v eurozóně stále klesá, v Číně se už trend obrátil (PMI indexy)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Čeští průmyslníci mají nejhorší náladu za posledních šest let



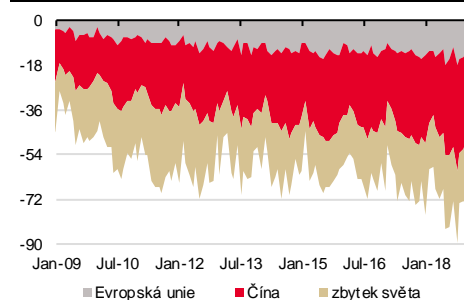
Zdroj: Reuters, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vzhledem k tomu, že **patříme k nejprůmyslovějším zemím Evropy**, a situace v tomto sektoru není jednoduchá, rozhodli jsme se v aktuálním vydání *Ekonomických výhledů* právě na toto odvětví zaměřit. Vzhledem k vysoké závislosti české ekonomiky na zpracovatelském průmyslu a ještě více na značně procyklickém automobilovém průmyslu je pro nás toto téma klíčové.

Stav v automobilovém sektoru je pro české hospodářství klíčový.

**Tuzemský průmysl čelí kombinaci cyklických a jednorázových faktorů, výzvou jsou ale i strukturální změny, kterými sektor prochází.** Z globálního pohledu sektor doplácí na ekonomické ochlazení, které bylo v závěru loňského roku patrné zejména v Číně a které se nepříznivě projevilo zejména na německých exportech. Německému průmyslu jak v boxu 1 uvádí Jana Steckerová ublížilo ve druhé polovině loňského roku zprůsňení emisních podmínek, na které se automobilky nestačily včas připravit. V boxu 2 Jana dokumentuje, že spíše vynucený než tržní přechod na elektromobilitu není tím, co by aktuálně automobilkám pomohlo. V neposlední řadě nad výrobci automobilů v Evropě visí hrozba zavedení cel ze strany Spojených států. Poté, co Donald Trump uzavře jednání s čínskými představiteli, EU bude další na řadě. V Boxu 3 Monika Junicke kalkuluje s tím, že by zavedení cel ohrozilo 0,5 % české hrubé přidané hodnoty. Naším hlavním scénářem ale zavedení cel na evropské automobily není. Amerického prezidenta trápí především agrární schodek ve vzájemném zahraničním obchodě. Právě zde bude chtít vzájemné obchodní vztahy narovnat.

Teritoriální struktura schodku amerického zahraničního obchodu, mld. USD



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**I když současná podoba vnějšího prostředí příliš povzbudivá není, situace na finančních trzích letos, zejména ve srovnání s loňským rokem, vůbec nevypadá špatně. Pokud finanční trhy předbíhají ekonomiku, měli bychom se ve druhé polovině roku skutečně dočkat zlepšení.**

## Obsah

Průmysl to nemá jednoduché.....	2
Obsah .....	4
<b>Vnější prostředí a předpoklady prognózy.....</b>	<b>5</b>
Vnější prostředí zůstává zdrojem nejistoty .....	5
Regionální centrální banky se do zvyšování sazeb nehnou.....	8
<b>Makroekonomická prognóza ČR.....</b>	<b>11</b>
Česká ekonomika hladce přistává .....	11
Růst mezd zůstává solidní.....	18
Inflace zpomalí, zůstane ale pořád nad 2 %.....	19
Rizika: vnější rizika zůstávají silná.....	20
Klíčové makroekonomické ukazatele.....	21
<b>ČNB Focus .....</b>	<b>22</b>
Domácí ekonomika volá po zvýšení sazeb .....	22
<b>Korunový devizový trh .....</b>	<b>24</b>
Silnější koruny se jen tak nedočkáme .....	24
<b>Technická analýza CZK/EUR (aktualizováno 26. dubna 2019 v 13:28) .....</b>	<b>28</b>
Koruna sevřená v trojúhelníku, prolomení 25,75/80 by odstartovalo déletrvající růst .....	28
<b>Trh českých vládních dluhopisů a IRS.....</b>	<b>29</b>
Očekávání trhu jako příležitost k zisku.....	29
<b>Bankovní sektor .....</b>	<b>33</b>
Hypotéky přežily zásah regulátora ve zdraví .....	33
Klíčové ekonomické ukazatele .....	34
<b>Upozornění .....</b>	<b>35</b>

## Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

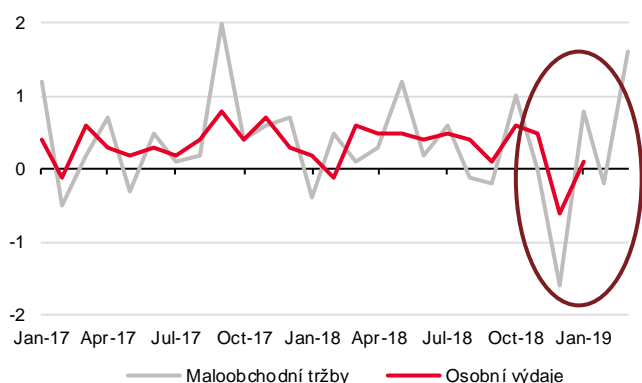
### Vnější prostředí zůstává zdrojem nejistoty

**Ekonomiky Spojených států i eurozóny se snaží proplouvat mezi nástrahami, které na ně ve formě zpomalení globální poptávky, obav z obchodních válek, či neřízeného brexitu číhají. I tak se ale odhady hospodářského růstu posunuly směrem dolů. Vysoká míra nejistoty se projevila i ve změně rétoriky centrálních bank. Zvyšování úrokových sazeb vzalo za své ve Spojených státech i eurozóně, příliš se do něho, kromě té české, nehrnou ani regionální centrální banky. Hospodářský růst v zemích středoevropského regionu zůstává solidní, jako Damoklův meč nad ním ale visí rizika vyplývající z vnějšího prostředí.**

#### Americká data v prvních měsících letošního roku připomínala jízdu na horské dráze.

Obzvláště data z trhu práce měla tendenci překvapovat v obou směrech, nevyzpytatelně se chovaly i maloobchodní tržby. Svůj vliv sehrálo uzavření amerických úřadů, vše se na něj ale svést nedá. Březnové maloobchodní tržby rostly nejvíce od roku 2017, únorový propad se jim ale vykompenzovat nepodařilo. Spotřeba domácností tak v Q1 19 přidala pouze 1,2 % q/q anualizovaně. Růst HDP však nakonec překvapil vyšším růstem na úrovni 3,2 % q/q anualizovaně. Byl však tažen především tvorbou zásob, který přispěla 0,65 pb. Očekáváme, že toto číslo bude buď revidováno směrem dolu, nebo se promítne v rozpouštění zásob v dalších čtvrtletích. Trh práce se i nadále ukazuje jako utažený, když březnový počet nových žádostí o podporu v nezaměstnanosti poklesl na nejnižší úroveň od roku 1969. Solidní výsledek předvedla i březnová statistika nově vytvořených pracovních míst mimo zemědělský sektor, ačkoli růst hodinových výdělků přinesl zklamání. Dech nabrala i americká inflace, která v březnu vrostla na 1,9 %. Zde se však dlouho neudrží a v následujících měsících bude opět zpomalovat.

USA: Spotřeba domácností začala budit obavy (% , m/m)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zrychlení inflace v USA bude mít jepičí život (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ziskové marže korporací se dostanou opět pod tlak.

**Ziskové marže, jeden z hlavních ukazatelů, v jaké fázi hospodářského cyklu se ekonomika USA nachází,** vykázaly v loňském roce překvapivý růst. To však bylo dáno vývojem marží ropných společností a růstem produktivity práce. Schopnost výrobců přenášet rostoucí mzdové náklady na spotřebitele je limitovaná, a tak se ziskové marže firem dostanou v letošním roce opět pod tlak. Postupně se bude vyčerpávat i vliv daňového balíčku prezidenta Trumpa. To už začíná být vidět na klesajících prodejích aut (poptávka po nich byla na vrcholu již v roce 2017) i na nižších nákupech nemovitostí. Vyšší úrokové sazby budou brzdit i investiční aktivitu. Náš předpoklad, že ve druhém pololetí příštího roku upadne americká ekonomika do recese, tak zůstává beze změny. Růst HDP v roce 2020 očekáváme již jen na úrovni 0,4 % po letošních předpokládaných 2,3 %.

## Ziskové marže budou klesat



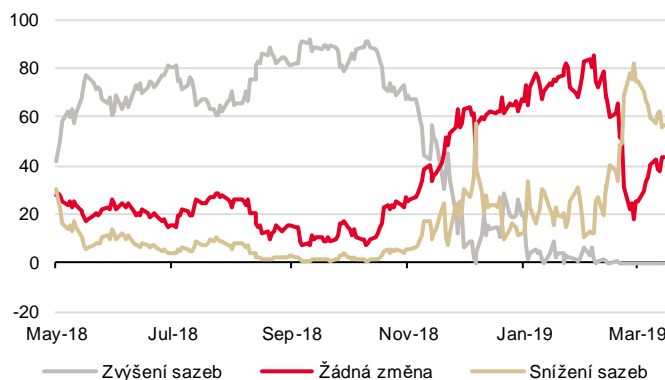
Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Fed už v letošním roce nepočítá se zvyšováním úrokových sazeb.

Tempo snižování bilance Fedu zpomalí.

ECB v příštím roce mírně sníží depozitní sazbu.

## Podle tržních očekávání se sazby v USA v ročním horizontu budou spíše snižovat (pravděpodobnost, %)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

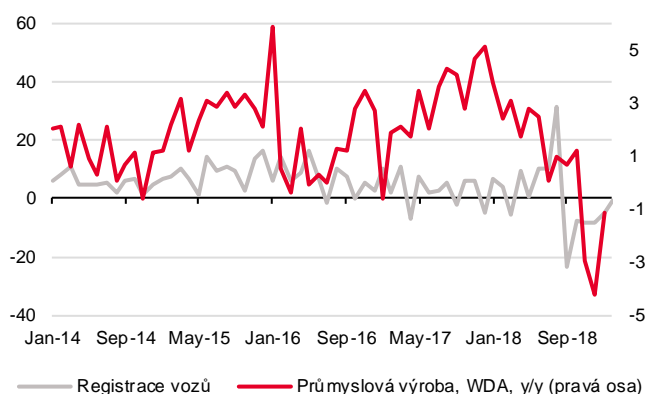
**Očekávání ohledně dalšího zvyšování úrokových sazeb jak ve Spojených státech, tak i v eurozóně vzalo za své.** Americká centrální banka mírně snížila odhad letošního růstu HDP, a to z původních 2,3 % na 2,1 %. Výhled podle ní sice zůstává příznivý, statistiky však vykazují pomalejší růst výdajů domácností i fixních investic. Obavy má i z globálních rizik. Nový medián výhledu úrokových sazeb Fedu tak nyní počítá s ponecháním sazeb bez změny v letošním roce a jedním zvýšením úroků v roce příštím. Bude však stačit, aby dva z guvernérů FOMC změnili názor a medián bude ukazovat nulovou změnu sazeb i v roce příštím. My v důsledku předpokládané recese očekáváme v roce 2020 dokonce snížení úroků.

**Fed také oznámil, že začne zpomalovat tempo snižování své bilanční sumy, což by mělo úrokové sazby držet dlouhodobě na nižších úrovních.** Bilanční suma Fedu v současné době dosahuje 20 % amerického HDP (bilance ECB tvoří 45 % HDP). Od května měsíční limit na objem vládních dluhopisů, který nebude reinvestován, poklesne z 30 mld. USD na 15 mld. USD. Od října už budou prostředky ze všech maturujících dluhopisů znovu investovány. Peníze z maturujících cenných papírů krytých hypotékami (MBS) budou až do výše 20 mld. USD investovány od října místo do MBS také do vládních dluhopisů.

**Zvyšování úrokových sazeb už nečekáme ani ze strany Evropské centrální banky. Ta v březnu oznámila, že úrokové sazby zůstanou beze změny nejméně v průběhu celého letošního roku.** Toto rozhodnutí podpořila výraznou úpravou své prognózy, když výhled pro růst HDP pro letošní rok sesadila z původních 1,7 % na 1,1 %. Směrem dolů revidovala i svá očekávání ohledně inflace a to ze 1,5 % na 1,2 %. Zároveň oznámila, že v září spustí program TLTRO3. Jeho výše by měla být podle prvních oznámení ECB neomezená. Očekáváme však, že nakonec bude načerpáno zhruba 350 mld. EUR, tedy poloviční objem ve srovnání s TLTRO2 (740 mld. EUR). Jak bude celý program nastaven, by podle našeho názoru mělo být oznámeno v červnu. Výrazně holubičí rétorika ze strany ECB (ale i nižší inflace a růst HDP) přiměla ke změně výhledu pro úrokové sazby i nás. Zvýšení sazeb už nečekáme dříve než v roce 2021. Naopak v roce 2020 počítáme ještě s dalším snížením depozitní sazby o 10 bb. Vliv negativní depozitní sazby na profitabilitu bank a úvěrové podmínky ECB podle svého vyjádření zkoumá. Analyzuje také, jaké další nástroje má k dispozici. Jedním z nich by mohlo být zvýšení povinných minimálních rezerv, jejichž úročení je nulové, zatímco přebytečnou likviditu si banky u ECB ukládají za -0,40 %.



## Průmyslová výroba v eurozóně se oklepává z propadů

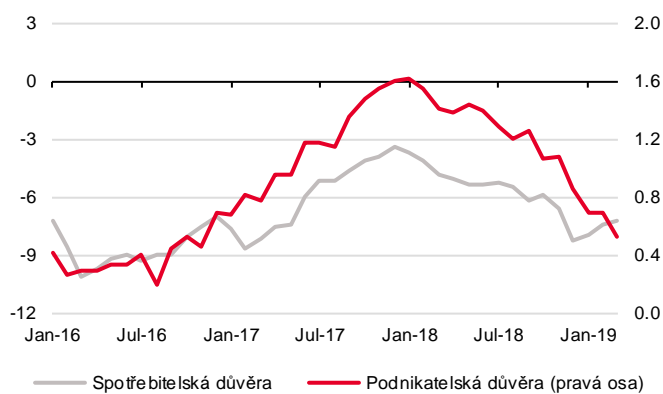


Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Druhé pololetí by mělo být pro ekonomiku eurozóny příznivější.

Problémy německého průmyslu by měly postupně odeznívat.

## Eurozóna: spotřebitelům se lepší nálada



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Naštěstí pro ECB data v eurozóně začínají ukazovat známky stabilizace, a tak centrální banka, kromě TLTRO3, nebude muset přistupovat k žádným dalším opatřením.

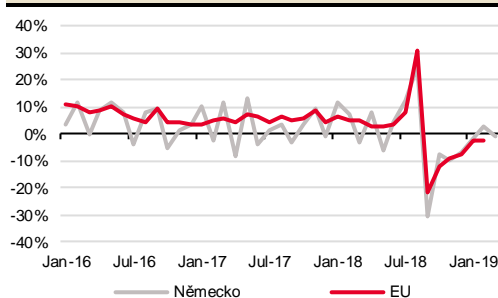
Podnikatelská důvěra zůstává sice na bodu mrazu, průmyslová produkce však v únoru překvapila pozitivními výsledky (především ve Francii, ale i v oblasti německého stavebnictví). Banky ve výhledu na tři měsíce reportují ze strany firem vyšší poptávku po úvěrech, zlepšily se i PMI v USA a Číně (v Číně poprvé od května 2018). Dobrá zůstává i situace na trhu práce, kde klesající nezaměstnanost tlačí na růst mezd. Ekonomická situace v eurozóně by se tedy podle naší prognózy měla postupně zlepšit. Za celý letošní rok očekáváme růst HDP na úrovni 1,4 %, v roce 2020 pak 1,2 %. S inflací v eurozóně je to stále bída a lepší to hned tak nebude. Jádrová inflace se bude v následujících měsících držet mezi 0,7–1,1 %. Na konci roku by se měla podle naší prognózy vyšplhat na 1,3 %. Stejně tak celková inflace nepřekročí úroveň 1,5 %, a to ani v letošním roce a zřejmě ani v tom příštím.

**Německo by mělo vstát z mrtvých.** Obzvláště ve druhé polovině roku už očekáváme solidní hospodářský růst. Problémy automobilového průmyslu by měly odeznívat, soukromou spotřebu podporuje nízká inflace i rostoucí mzdy, investice ve výrobní sféře zůstávají solidní, přičemž fiskální politika je uvolněná. Růst HDP by tak v letošním roce měl dosáhnout 0,8 %, v příštím roce pak 1,5 %. Rizika zůstávají notoricky známá: tvrdý brexit, zpomalení globální poptávky, obchodní války. Zatím se však zdá, že by jimi světová ekonomika mohla proplout bez zásadnějších šrámů.

### Box 1: Německý průmysl možná čeká na Godota

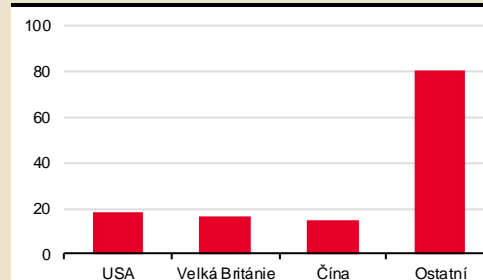
Čekání na oživení v německém průmyslu se začíná podobat čekání na Godota. Recese v tomto sektoru se ukazuje jako delší a hlubší. Pro Německo je klíčovým segmentem průmyslu výroba automobilů. Ta vytváří zhruba 5 % hrubé přidané hodnoty a zaměstnává více než 830 tisíc zaměstnanců. Výroba automobilů však ve druhém pololetí loňského roku výrazně utrpěla v důsledku zpřísnění emisních podmínek. Automobilky si včas nestačily zajistit potřebná povolení a musely tak částečně omezovat výrobu. To se odrazilo v propadu výroby aut v H2 18 o 7,1 %. Poprvé za pět let výroba poklesla i za celý rok 2018 (o 0,2 %). Výrazně poklesly i registrace nových automobilů. Ty v září loňského roku propadly dokonce o 30 % y/y. Jejich dynamika se sice postupně zotavuje, v záporných číslech však zůstává stále.

Registrace automobilů (%)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Německo: exporty automobilů (EUR, mld.)



Zdroj: Trade map, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

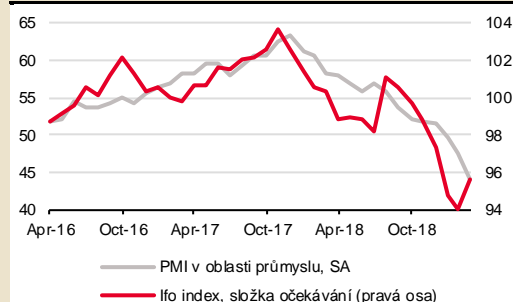
Vyhráno německý autoprůmysl rozhodně nemá. Situace na tamním trhu se v nadcházejících měsících zřejmě stabilizuje, riziko však představuje vnější prostředí. V loňském roce export automobilů poklesl nejvíce od roku 2009 (-2,3 %). Nejdůležitějšími obchodními partnery byly Spojené státy, Čína a Velká Británie, přičemž žádný z těchto partnerů není v současné době zrovna symbolem jistoty. Výraznou hrozbu pro německý autoprůmysl představuje především pokles poptávky ze strany Číny. Tamní spotřebitelská důvěra trpí pod tíhou obchodních válek s USA, a tak prodeje automobilů klesají. Výjimkou jsou elektromobily, jejichž prodeje výrazně rostou, což vysvětluje i výraznou snahu Německa investovat do této oblasti. Riziko představuje i tvrdý brexit či zavedení cel na dovoz evropských automobilů.

Stav německého průmyslu se nelepší (% y/y, WDA)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Nálada v německém průmyslu je mizerná



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Maďarská centrální banka se bude snažit držet forint na slabších úrovních.

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

## Regionální centrální banky se do zvyšování sazeb nehrnou

**Do zvyšování úrokových sazeb se nehrnou ani regionální centrální banky, tedy kromě té české. Maďarská centrální banka v březnu zvýšila depozitní sazbu o 10 bazických bodů na -0,05 %. Zároveň oznámila, že zvýšení sazeb bylo jednorázové a tímto krokem nezačíná cyklus utahování měnové politiky. To hned doložila oznámením, že spustí program nákupu korporátních dluhopisů v objemu 300 miliard HUF, což představuje 0,7 % maďarského HDP. Program by měl být zahájen 1. července a centrální banka by v jeho rámci měla nakupovat dluhopisy se splatností mezi 3 a 10 lety. Na druhou stranu ale o 100 mld. HUF zredukovala svůj program FX swapů. Přestože se inflace nachází již nad 3% inflačním cílem, kde by se měla v následujících měsících stabilizovat, neočekáváme, že by MNB v nejbližším období přistoupila ke zvýšení klíčové úrokové sazby. Z vnějšího prostředí totiž vyplývá řada rizik a centrální banka nebude chtít ohrožovat domácí růst ještě silným forintem. Ten se naopak bude snažit držet na slabších úrovních holubičí rétorikou. Z těchto důvodů očekáváme, že maďarský forint bude v průběhu roku oslabovat směrem k úrovni 335 HUF/EUR. Hospodářský růst by měl v letošním roce podle našeho odhadu dosáhnout 3,4 % po loňských 4,9 %. Měly by ho**

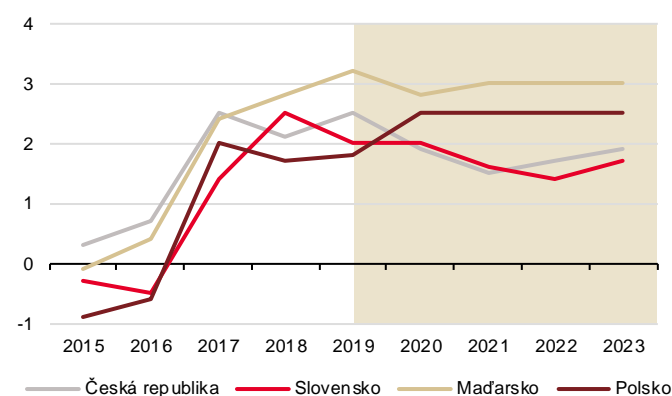


podporovat všechny složky, kromě čistých exportů, které v důsledku slabší zahraniční poptávky a silné domácí investiční aktivity, budou brzdou.

Polskou ekonomiku podpoří vládní výdaje.

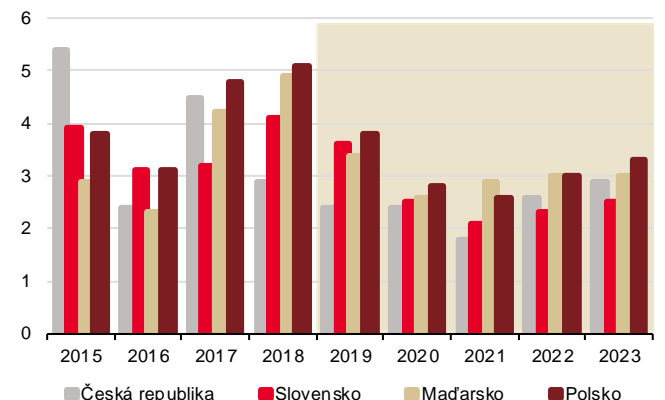
**Uvolněnou měnovou politiku bude udržovat i polská centrální banka.** Inflace totiž zůstane pod úrovní 2 % nejméně do konce letošního roku, přičemž cíl centrální banky je 2,5 %. Centrální banka tak podle naší prognózy nepřistoupí ke zvýšení úrokových sazeb dříve než v Q3 20. Spotřebitelské ceny drží na uzdě mimo jiné i vládní opatření, které zmrazilo růst cen elektřiny pro domácnosti. Ty by jinak kvůli cenám uhlí a emisním povolenkám vyletěly nahoru až o třetinu. Vláda však ceny zafixovala na úrovni loňského roku a rozdíl se rozhodla dotovat ze státního rozpočtu. Polsko totiž v letošním roce čekají volby do parlamentu. Vládnoucí strana Právo a spravedlnost tak na veřejných výdajích nešetří. Ty by se měly ročně zvednout až o 40 mld. PLN (240 mld. CZK). S utrácením za vyšší přídatky na děti, penze či investice do infrastruktury by vláda měla začít již ve druhém pololetí letošního roku. Deficit státního rozpočtu v loňském roce dosáhl mimořádně dobrého výsledku (0,5 % HDP), a tak si vláda vyšší výdaje může dovolit. Ty by měly pomoci k udržení soukromé spotřeby na solidní úrovni. Růst HDP by tak měl v letošním roce dosáhnout 3,8 %. V dalším roce však čekáme zpomalení dynamiky na 2,8 %, a to v důsledku nižší zahraniční poptávky, nedostatku výrobních kapacit i přísnější fiskální politiky. U polského zlotého očekáváme mírné oslabování směrem k úrovní okolo 4,36 PLN/EUR na konci letošního roku.

Inflace v regionu za zenitem (kromě Polska)



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

HDP v regionu zvolní

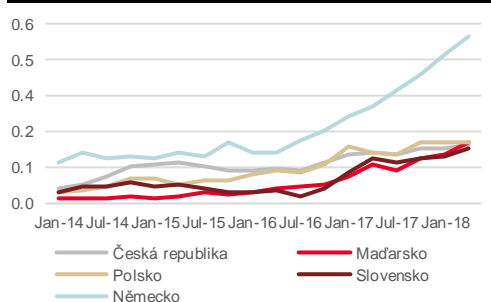


Zdroj: Macrobond, Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Box 2: Elektromobilita se rozjíždí hlemýždím tempem

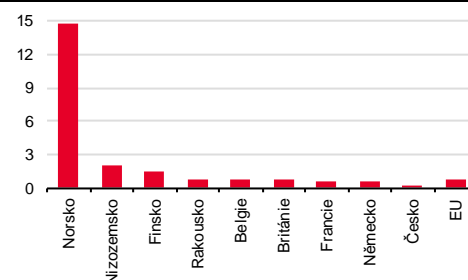
Německý koncern Volkswagen plánuje do roku 2023 investovat 44 miliard EUR do technologií na elektrická, autonomní a sdílená vozidla. Z toho celých 30 miliard EUR by mělo být vyčleněno na vývoj elektromobilů. Výroba elektromobilů se však bude rozjíždět především v Německu. Naopak v České republice se koncern rozhodl posílit výrobu spalovacích motorů, a to o značku Passat, která byla doposud vyráběna v Německu. V oblasti investic do vývoje elektromobility tak Česká republika zůstane stranou.

Podíl registrací vozů s alternativním pohonem (%)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podíl bateriových vozů (%)



Zdroj: Svaz dovozců automobilů, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zájem o elektromobily v Česku je malý. V loňském roce jich bylo zaregistrováno pouze 700. Jejich podíl na celkovém vozovém parku tak zůstává zanedbatelný. Zaspát na tomto poli by ale český průmysl neměl. Do elektromobility totiž nežene výrobce ani tak zájem spotřebitelů jako regulace Evropské unie. Podle současných návrhů evropského parlamentu by do roku 2030 měly elektromobily či automobily s extrémně nízkými hodnotami emisí tvořit 35 % všech vyráběných automobilů. Hodnota emisí automobilů by do konce roku 2030 měla klesnout o 37,5 %, což se spalovacími motory nebude vůbec možné. Podle Svazu dovozců automobilů by měl počet elektromobilů v Česku v roce 2025 dosahovat zhruba 100 tisíc. To by ale stále představovalo pouze 1,6 % českého vozového parku.

K rozvoji elektromobility by měla přispět i dotační politika EU. Na konci loňského roku české ministerstvo průmyslu a obchodu zahájilo čtvrté kolo dotací na podporu elektromobility. O dotaci mohou podnikatelé požádat až do konce letošního května. Vyplaceno by mělo být až 200 mil. CZK. Dotace by měly směřovat i na budování dobíjecích stanic. Do roku 2020 by jich podle MPO mělo být zbudováno 1300, z toho 500 rychlodobíjecích. K dalšímu rozvoji by pak měla přispět i vládní politika. Mohlo by se jednat o osvobození od dálničních poplatků či využití jízdních pruhů pro MHD. Otázkou ale je, zda to na výraznější rozjetí elektromobility v Česku bude stačit.

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

# Makroekonomická prognóza ČR



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

## Hlavní změny

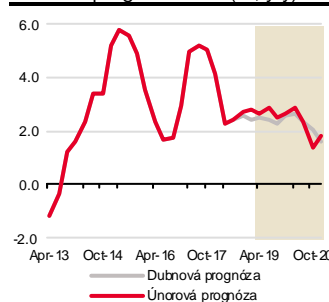
### HDP:

Výhled pro HDP pro celý letošní rok jsme revidovali dolů z 2,7 na 2,4 %.

### Inflace:

Inflační výhled pro celý letošní rok jsme posunuli o dvě desetiny nahoru na 2,5 %. Zrychlení inflace na začátku roku bylo silnější, než jsme původně očekávali.

Změna v prognóze HDP (% , y/y)



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

Změna v prognóze inflace (% , y/y)

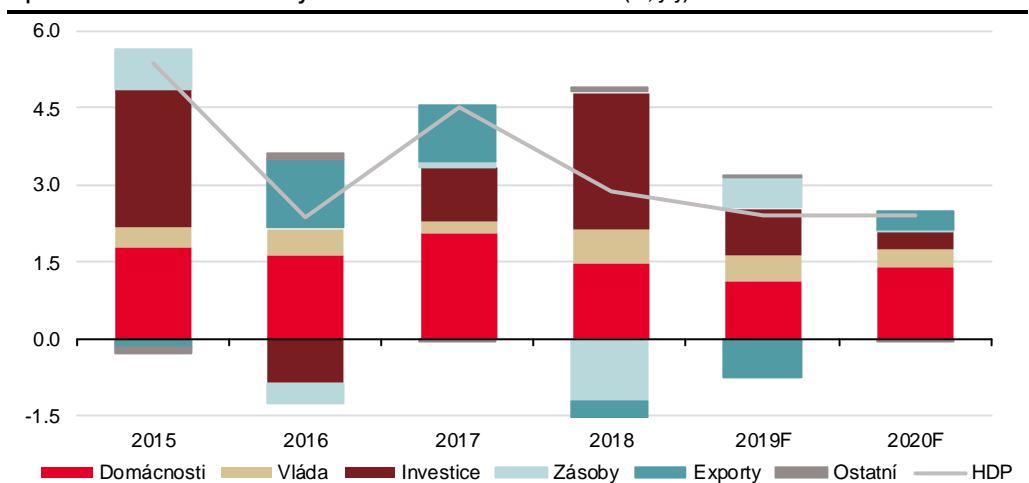


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Česká ekonomika hladce přistává

Po docela úspěšné druhé polovině loňského roku začala letos česká ekonomika v prvním čtvrtletí zpomalovat. Průmyslovou aktivitu negativně ovlivnila slabá výkonnost německé ekonomiky, zatímco domácí poptávka zůstala na solidní úrovni. Soukromá spotřeba by se měla vrátit zpět ke svému růstovému tempu, které vykazovala před svým zaškokbrnutím v Q4, zatímco investice pokračují v sice pomalejším ale stále slušném růstu. Přetrvávající napětí na trhu práce nadále vytváří tlaky na mzdy. Také jejich dynamika, i přes postupné zpomalení, zůstane solidní.

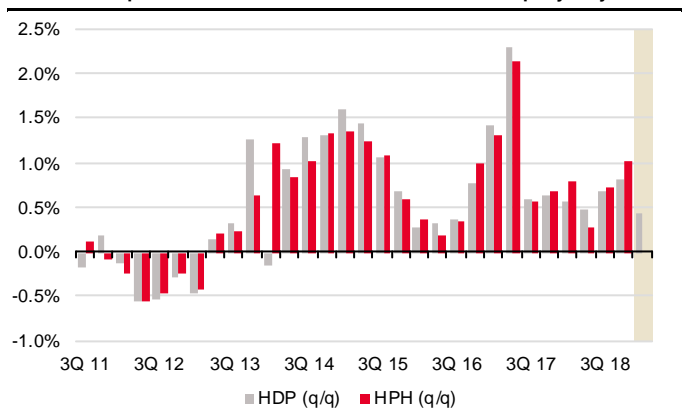
Zpomalení české ekonomiky se ukáže ve všech sektorech (% , y/y)



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

Česká ekonomika na konci loňského roku překvapivě přidala. Stalo se tak navzdory výraznému zpomalení německého průmyslu, který prochází recesí. Rovněž domácí průmysl čelil na přelomu roku problémům, během Q1 se však dokázal vrátit zpět na svou růstovou trajektorii. Ta už ale není tak strmá jako v přechodných letech. Je to ale domácí poptávka, která nadále podporuje ekonomický růst. Statistika maloobchodních tržeb ukazuje, že domácnosti neopustila chuť utrácet. To by se mělo pozitivně projevit v soukromé spotřebě, která na konci roku překvapivě oslabila. Investiční aktivita pravděpodobně nezpomalila tolik, jak jsme očekávali na začátku roku. Také zahraničnímu obchodu se relativně dařilo, vezmeme-li v úvahu situaci u českého největšího obchodního partnera či vývoj globálního obchodu. I tak očekáváme, že zpomalení v obchodě vygenerovalo menší přebytek v porovnání jak s prvním čtvrtletím loňského roku, tak i mezičtvrtletně. Celkem vzato předpokládáme, že česká ekonomika letos v prvním čtvrtletí přidala 0,4 % q/q a 2,5 % y/y.

## Německé zpomalení se zatím na českém HDP neprojevuje



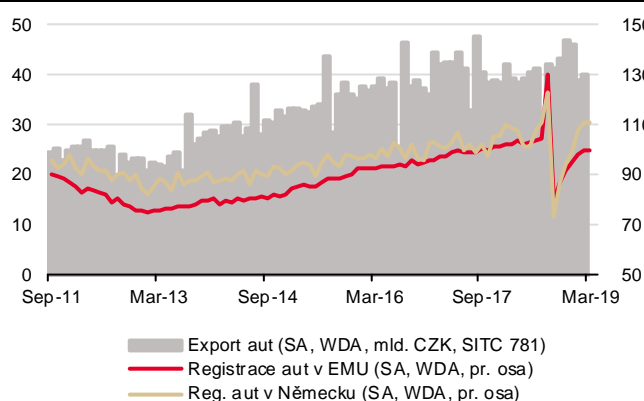
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Dynamika české průmyslové výroby zůstane pozitivní, avšak velmi utlumená.

## Průmysl brzdí situace v Německu

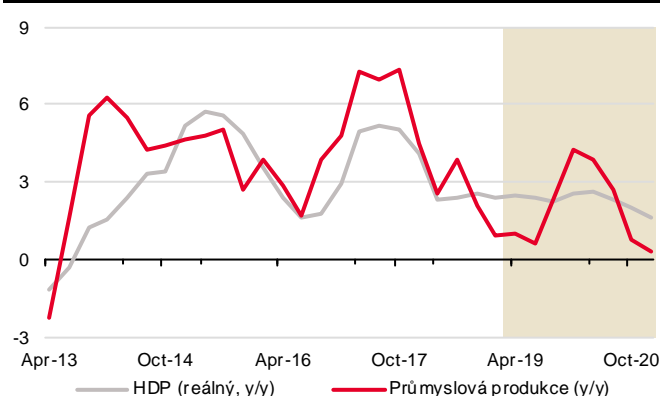
Domácí průmyslová výroba vykázala na přelomu roku dva po sobě jdoucí poklesy v meziročním vyjádření, přičemž automobilový průmysl zaznamenal dvojčíferný propad. Ten byl částečně způsoben vysokou statistickou základnou z minulého roku, především se ale na něm podepsal pokles poptávky po autech v eurozóně. V únoru se situace stabilizovala, když se počet registrovaných aut v Evropě přiblížil úrovni z minulého roku. Podobně to bylo i u výroby českých producentů. **Zpomalení v automobilovém průmyslu se projevilo i v ostatních sektorech, i když vcelku výrobní sektor zaznamenal mírný růst.** Předstihové PMI indexy stále ukazují, že výrobní aktivita zůstane slabá i nadále, avšak indikátory důvěry od statistického úřadu jsou optimističtější.

Statistika registrací aut v Evropě ukazuje stabilizaci



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

Růst českého průmyslu zůstává utlumený



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

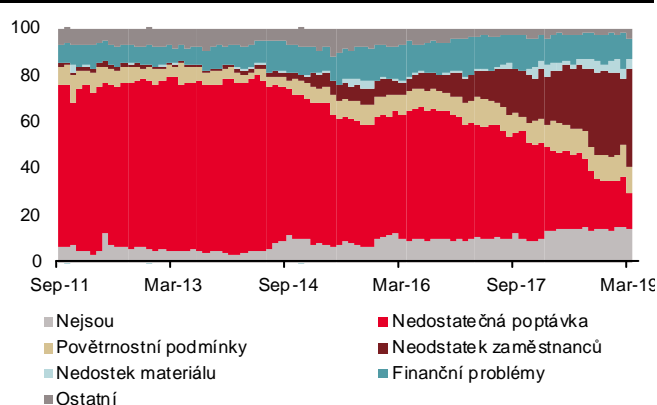
Věříme, že se německý průmysl v druhé polovině roku vzpamatuje a přispěje k růstu vnější poptávky. Automobilový sektor se bude stabilizovat. Přesto všechno ale neočekáváme, že by poptávka po autech byla silná, a tak zisky domácích výrobců aut budou spíše skromné. Investiční aktivita výrazně zpomalí, což se na celkové výrobě rovněž projeví. **Proto tento rok očekáváme pouze malý růst průmyslové výroby o 1,2 %.**

Stavební sektor je na vzestupném trendu



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

Stavebnictví brzdí nedostatek kapacit



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

Zatímco průmysl zpomaluje, stavební výrobě se stále daří dobře. Poptávka po stavebních pracích je vyšší než nabídka stíhá uspokojit, a tak největší bariérou tohoto sektoru je nedostatek kapacit. Na rozdíl od loňského roku nemohly kvůli počasí začít stavební práce dříve, proto lednový růst na první pohled neoslňuje. Důvodem je ale pouze vysoká srovnávací základna. Kapacity ve stavebnictví se příliš nevířily a tak si myslíme, že růstový potenciál pro tento rok zůstává omezen. To je i důvod, proč letos očekáváme růst ve stavebnictví o 4,3 %.

**Box 3: Automobilový sektor střední Evropy úpí pod tíhou globálních nejistot****Současné geopolitické dění vzbuzuje rozruch zejména v automobilovém sektoru.**

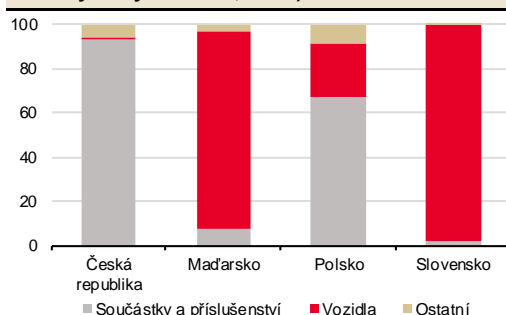
Prezident Trump opět vyhrožuje zavedením nových cel na dovozy aut z EU, čas učinit toto rozhodnutí má ale do poloviny května. Riziko pro obchod s automobily představuje i odchod Velké Británie z EU, pokud by se uskutečnil bez dohody. To by mohlo vést k zavedení cel ve výši 10 % jak na automobilové součástky, tak i na samotná auta.

Kombinace obou těchto událostí by evropský automobilový průmysl zásadně poškodila.

**Nejvíce by se omezení exportů automobilů dotklo německých výrobců, avšak také ekonomiky zemí V4 jsou na výrobě a vývozech aut závislé.** Jen v České republice tvoří automobilový sektor 5 % celkové hrubé přidané hodnoty.

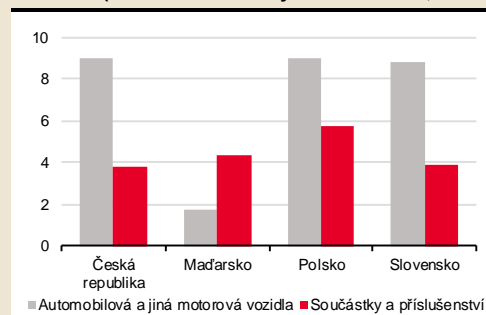
**Zavedení cel ze strany americké administrativy, by mohlo ohrozit až 0,7 % hrubé přidané hodnoty na Slovensku a okolo 0,5 % české a maďarské ekonomiky.** Polských výrobců se toto riziko týká méně, tamní průmysl je zaměřen spíše na spotřební zboží než na kapitálové statky, kam patří automobily. Na Slovensku a Maďarsku by byla ohrožena zejména výroba kompletních aut, jejichž vývozy do USA představují 10 % a 5,5 % všech vývozu aut dané země, zatímco **český průmysl by trpěl především poklesem vývozu aut z Německa do zámoří, jemuž dodává automobilové součástky.** Při růstu ceny o 15 % a při cenové elasticitě, která se odhaduje mezi 1,5-3,0, by znamenal v tom lepším případě pokles poptávky o 22,5 %. **Celkově by to české exportéry stálo 170 mil. eur.**

**Vývozy automobilového sektoru do USA (% z celkových vývozu aut, 2017)**



Zdroj: Trade map, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Vývoz automobilového sektoru do Velké Británie (% z celkového vývozu sektoru, 2018)**



Zdroj: Trade map, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Rovněž brexit bez dohody, jehož pravděpodobnost se snižuje s tím, jak se prodlužuje doba odchodu Velké Británie z EU, představuje pro automobilový sektor zemí V4 značné riziko.** Jejich exporty v podobě hotových aut představují téměř 10 % všech exportů z automobilového sektoru jak v České republice, tak i v Polsku a na Slovensku.

Zavedení cel by se pravděpodobně neprojevovalo v kupní ceně vyvážených vozidel v plné výši a částečně by bylo utlumené poklesem marží. Avšak při růstu cen o 10 % s cenovou elasticitou 1,5 by tak Čeští výrobci aut na exportech ztratili téměř 0,5 mld. EUR.

**A to nebereme v potaz nepřímé dopady, které již částečně pozorujeme.** Ztráta důvěry v ekonomiku, která vede ke snížení investic i spotřeba domácností, které si kvůli nejistě budoucnosti šetří na horší časy, se rovněž v ekonomickém růstu projevuje negativně.

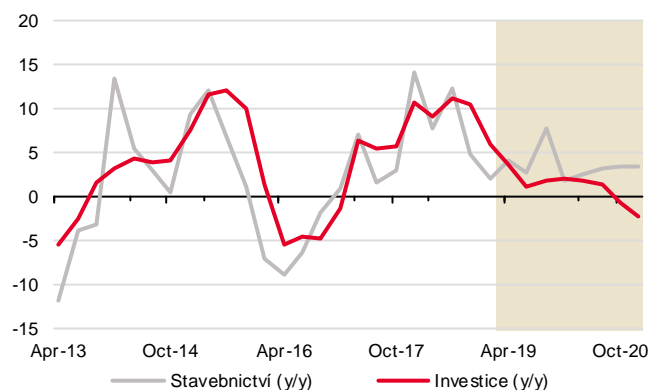
**Monika Junicke**  
+420 222 008 509  
[monika\\_junicke@kb.cz](mailto:monika_junicke@kb.cz)

Investice zpomalí také kvůli nedostatku kapacit ve stavebním sektoru.

### Investice zpomalují

Investice byly loni největším přispěvatelem do ekonomického růstu, když přidaly více než 10 %. Jelikož vláda potřebovala čerpat prostředky z fondů Evropské unie, přispěl veřejný sektor výrazně k celkovému investičnímu růstu. Soukromý sektor zase díky kapitálovým výdajům rozšiřoval své kapacity tak, aby dokázal uspokojit jak domácí, tak i zahraniční poptávku.

Očekáváme zpomalení investic i stavebního sektoru (% y/y)



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

Naneštěstí se situace tento rok změnila. Na rozdíl od domácí poptávky už vnější prostředí neposkytuje tolik podpory, jako kdysi. Veřejný sektor plánuje další růst kapitálových výdajů, avšak není úplně zřejmé, zda je dokáže zrealizovat v plné výši (viz kapitola Fiskální politiky). Vysoké využívání výrobních kapacit ve stavebním sektoru rovněž přispívá ke zpomalení investic v soukromém sektoru. **Celkově tedy letos očekáváme růst investiční aktivity o 3,3 %.**



## Fiskální politika: sbohem přebytkovým rozpočtům

Loňské hospodaření veřejného sektoru skončilo o něco lépe, než jsme očekávali. Přebytek přes deset miliard zaznamenal rozpočet státu, krajů a obcí i sociálního zabezpečení. Tento rok však bude pravděpodobně zlomový a ukončí tříletou řadu přebytkových rozpočtů. Nicméně neočekáváme, že stát skončí v takovém deficitu, jaký sám předpokládá, a celkově tak veřejné finance vykážou pouze zanedbatelný schodek. V jeho nepřízeň hraje zhoršující se situace tuzemské ekonomiky i vnějšího prostředí. To by se mělo promítnout do slabšího růstu výběru daní, než se kterým počítá Ministerstvo financí. Zároveň také přetrvávají politické tlaky na vyšší platy státních zaměstnanců a sociální výdaje. Společně s tím rostou i výdaje na investice, které dohání slabší minulé roky. Pro roky následující bude klíčové sestavení státního rozpočtu pro příští rok, který by měl zahrnovat i některé daňové změny.

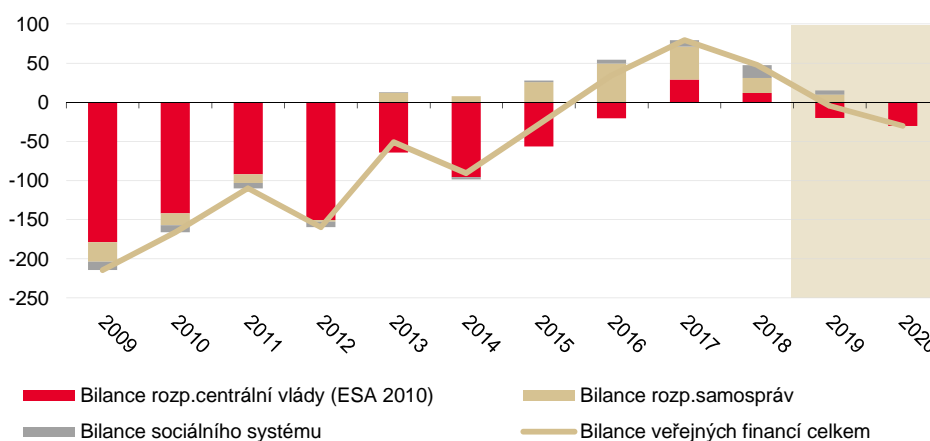
### Vyšší výdaje stáhnou státní rozpočet do deficitu

Veřejné finance skončily v minulém roce v přebytku. S ním pokleslo i celkové zadlužení státu.

Podle nejnovějších údajů ČSÚ skončily veřejné finance v minulém roce v přebytku 47,4 mld. CZK, resp. 0,9 % HDP. Ačkoli se jedná v relativním vyjádření o meziroční zhoršení o 0,7 pb, stále lze hovořit o druhém nejlepším výsledku v moderní historii. V přebytku skončily všechny sektory vládních financí. Celkový dluh v minulém roce meziročně poklesl o 14,5 mld. CZK na 1 735,1 mld. CZK, což v relativním vyjádření odpovídá snížení o necelé dva procentní body na 32,7 % HDP. Na poklesu relativního zadlužení se však podílel zejména hospodářský růst než samotný pokles zadlužení.

Pro tento rok počítá Ministerstvo financí s deficitem státního rozpočtu ve výši 40 mld. CZK. Nicméně v posledních letech bylo zvykem, že hospodaření státu skončilo s výrazně lepším výsledkem, než bylo původně naplánováno. Tento trend však bude pravděpodobně letos přerušeno. Současný státní rozpočet přišel se zvýšením platů učitelů o 15 % a ostatních státních zaměstnanců o 8 % nebo se zvýšením starobních důchodů o 900 CZK. Na příjmové straně pak ministerstvo očekává o více než 100 mld. vyšší daňový výběr.

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

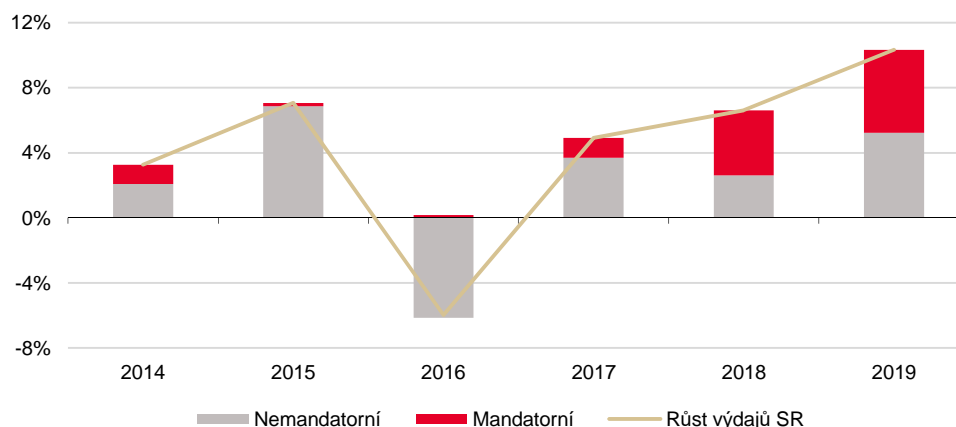


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Státní rozpočet letos počítá s růstem ekonomiky o 3,1 %. **Naše prognóza tak optimistická není, což se už nyní projevuje na horším hospodaření státu ve srovnání s předchozími roky.** V prvních třech měsících roku výběr daní lehce zaostává za původním plánem. Oproti předchozím rokům se jedná o zásadní rozdíl, kdy právě vyšší výběr oproti plánu vylepšoval hospodaření státu. Na výdajové straně viditelně rostou běžné výdaje v souladu s navýšením platů státních zaměstnanců včele s učiteli a starobních důchodů. Naopak investice kopírují loňský pomalý rozjezd a i přes téměř čtyřicetiprocentní meziroční nárůst je za první tři měsíce

vyčerpána pouze polovina určených výdajů pro toto období. Nutno však zmínit stále nízkou srovnávací základnu z let předchozích a také fakt, že vyšší výdaje na investice jsou v tomto roce prozatím jen na papíře. Jedním z důvodů zpoždění může být výrazné navýšení investic z vlastních zdrojů oproti prostředkům z EU. Tudiž i absence nutnosti investovat tyto prostředky může oddálit jejich čerpání. Dalším aspektem je také vyčerpání investiční kapacity ekonomiky, a to zejména v oblasti infrastruktury a staveb. Na druhou stranu do konce roku ještě zbývá spousta času, a tedy i možnost dohnat současné zpoždění. Státní rozpočet je za první tři měsíce roku v deficitu 9,2 mld. CZK, což je nejhorší výsledek ve zmíněném období od roku 2012. Celkově tak **očekáváme, že státní rozpočet skončí tento rok blíže původnímu plánu Ministerstva financí, tj. deficit 30 mld. CZK.**

Struktura výdajů státního rozpočtu (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

S investicemi souvisí i čerpání prostředků z fondů EU, které v uplynulém roce poprvé v tomto programovém období podléhalo pravidlu n+3, tj. nutnosti dočerpat určenou dílčí alokaci do konce roku. To se povedlo s výjimkou 1,3 mld. CZK, a to zejména v oblasti životního prostředí. Pro tento rok opět očekáváme podpoření státních investic nutností čerpat alokované prostředky. Otázkou však opět zůstává kapacita ekonomiky a relativně překotný nárůst plánovaných investičních výdajů.

### O příštím roce rozhodnou daňové změny

**V květnu musí ministerstvo předložit první návrh státního rozpočtu pro příští rok. S tím souvisí i řada vládních návrhů na výdajové i příjmové straně rozpočtu.** Očekáváme, že dojde k dalšímu zvýšení starobních důchodů o 900 CZK, které by mělo pokračovat i v roce 2021. Zvýšit by se měl také rodičovský příspěvek na 300 000 CZK. Změny by se měly odehrát ale i v daňovém mixu. Hovoří se o zavedení digitální daně, nicméně přesná představa prozatím předložena nebyla. Ministerstvo financí však už předložilo návrh na zvýšení spotřební daně z tabáku a alkoholu. Naši pozornost získal hlavně odhad dodatečných příjmů z navýšení daně z tabáku, který je podle našeho názoru výrazně nadhodnocený. Více jsme psali zde <http://bit.ly/2Vrx7OK>. Prozatím tak vidíme absenci zásadních změn, které by v příštím roce pomohly udržet státní rozpočet v černých číslech. Proto očekáváme v příštím roce další prohloubení deficitu na 40 mld. CZK.

### Dynamika veřejných financí

	2018	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f
Bilance veřejných financí (% HDP)	0.9	-0.1	-0.5	-1.1	-0.4	0.0
Fiskální úsilí (% HDP)	-0.8	-0.8	0.0	-0.6	0.7	0.4
Veřejný dluh (mld. CZK)	1735.1	1750.1	1790.1	1855.1	1880.1	1880.1
Poměr dluhu k HDP (%)	32.7	31.4	30.8	30.9	29.9	28.5

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

Pro příští rok vláda plánuje další zvýšení mandatorních výdajů a zavedení nebo zvýšení některých daní.

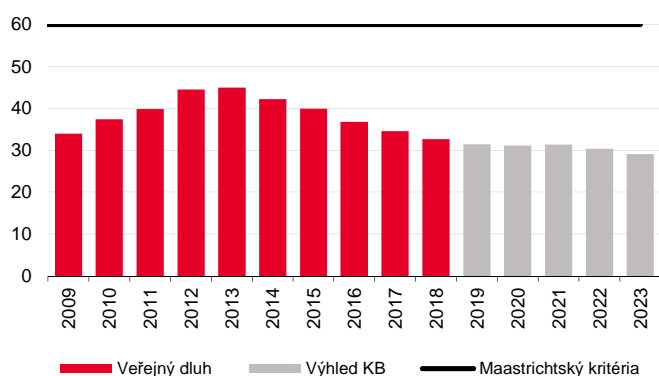
Vzhledem k pomalejšímu růstu ekonomiky očekáváme tento rok po třech letech přebytku zanedbatelný deficit veřejných financí. V příštích letech se pak schodek dále prohloubí.

### Tento rok skončí veřejné finance v zanedbatelném deficitu

Z pohledu celkových veřejných financí očekáváme, že bude pokračovat postupné zhoršování hospodaření i obcí a krajů. 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 0,1 % HDP. V příštím roce se deficit dále prohloubí na 0,5 % a v roce 2021 dokonce na 1,1 %.

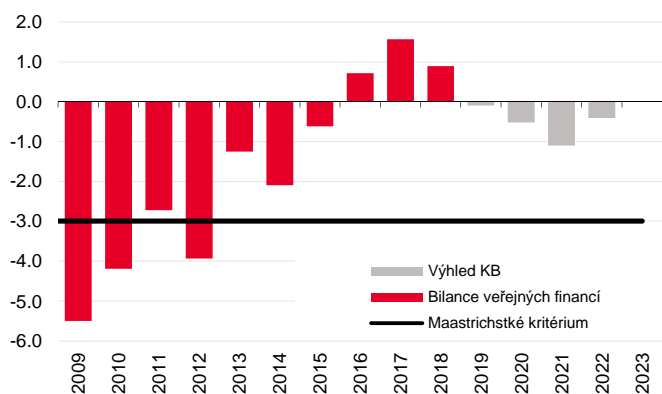
**Veřejný dluh v korunovém vyjádření tak již letos kvůli deficitu rozpočtu veřejných financí po třech letech vzroste,** v poměru k HDP však bude nadále klesat. Čekáme, že dosáhne 31,4 % HDP a mírně poklesne i v roce příštím. V roce 2021 pak s rostoucím deficitem a zpomalujícím růstem ekonomiky zadlužení státu opět mírně vzroste.

Bilance veřejných financí (% HDP)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Veřejný dluh (% HDP)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**František Táborský**  
420 222 008 598  
[frantisek\\_taborsky@kb.cz](mailto:frantisek_taborsky@kb.cz)

## Růst mezd zůstává solidní

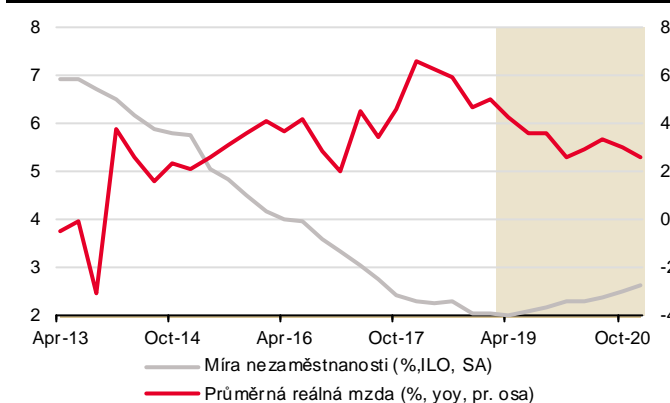
Trh práce zůstává extrémně utažený, ale domácnosti již začínají tvořit opatrnostní úspory.

**Měsíční data z trhu práce ukazují na další pokles nezaměstnanosti.** Podle posledních statistik Českého statistického úřadu se obecná míra nezaměstnanosti v únoru snížila pod 2 %. Podíl nezaměstnaných registrovaných na úřadech práce se také dostal pod 3 %, když vezmeme v úvahu sezónní očištění. Obě měřítka nezaměstnanosti jsou v tuto chvíli nejnižší v historii. Proto je také v současnosti jejich další pokles velmi pomalý. 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 dosáhl vrcholu minulý rok, když odměny zaměstnancům vzrostly o 8,2 %. Tento rok už zaměstnanci nežadají tolik s ohledem na méně optimistický ekonomický výhled. Během posledních dvou let se také propadly ziskové marže podniků. **Firmy tak už nemají tolik prostoru pro zvyšování platů. V některých firmách jsou navíc bonusy**

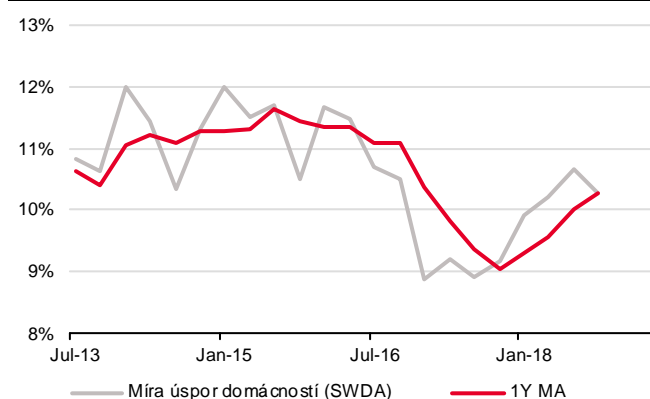
**navázány na zisk, který roste pomalu.** Platy ve veřejném sektoru na začátku roku výrazně přidaly, jak jsme popsali v kapitole Fiskální politika. Vzrostla také minimální mzda. **Celkově tedy očekáváme, že růst nominálních mezd bude pozvolně zpomalovat, i tak by se ale měl letos udržet na solidních 6,7 %.** Dynamika reálných mezd bude rovněž tlumenější, když poklesne z předpokládaných 5,8 % v minulém roce na letošních 4,1 %. Kromě vyšších mezd ve veřejném sektoru vláda také výrazně přilepšila důchodcům.

### Mzdový růst mírně zpomaluje



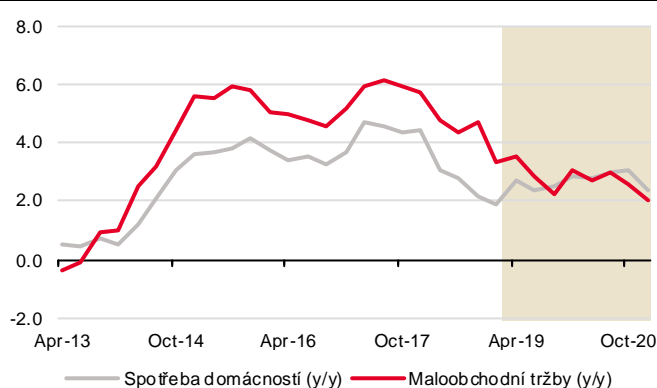
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Míra úspor roste



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

### Spotřeba domácností zpomaluje



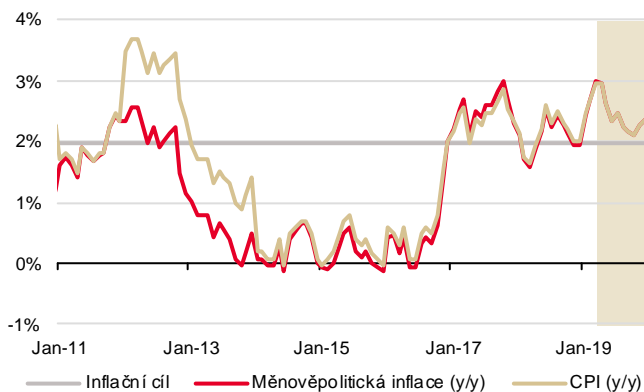
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Kupní síla domácností se tedy zvyšuje, zpomalování ekonomiky i nejistota ohledně budoucího vývoje ale působí na dynamiku spotřeby negativně. Domácnosti si raději vytváří opatrnostní úspory. **Celkově tedy letos očekáváme reálnou spotřebu vyšší o 2,4 % poté, co loni přidala 3,1 %.**

## Inflace zpomalí, zůstane ale pořád nad 2 %

Spotřebitelská inflace na začátku roku překvapila svým silným růstem, a to ve všech složkách. Především jádrová inflace byla silnější, než jsme očekávali jak my, tak i ČNB. Inflace se ještě v dubnu udrží velmi blízko tříprocentní hranice, poté ale očekáváme její postupný pokles. I tak zůstanou inflační tlaky silné a cenový růst neklesne pod 2 %. Rizika vidíme vychýlená spíše nahoru, současné extrémní sucho se může podepsat na vyšších cenách potravin a růst mezd se může do inflace proplatit silněji, než očekáváme.

### Inflace zůstane nad dvěma procenty



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

Jádrová inflace zůstane hlavním hybatelem růstu cen.

Ceny zemědělských výrobků nenaznačují, že by potraviny mohly být dražší.

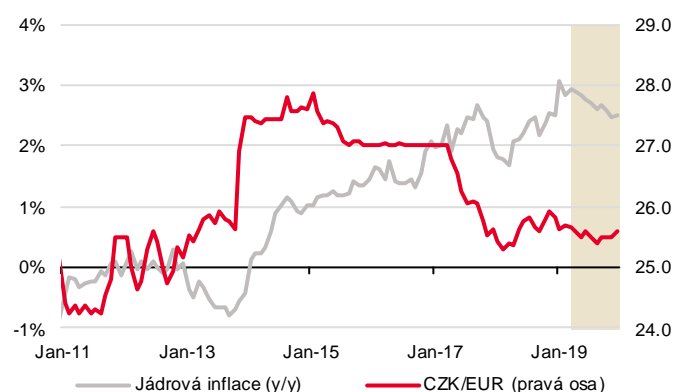
Ceny pohonných hmot výrazně klesly, stále jsou ale vyšší než před rokem.

**Jádrová inflace** na začátku roku zřetelně zrychlila. V průběhu minulých let se ziskové marže podniků výrazně propadly a již nenabízejí tolik prostoru ke vstřebání zvyšujících se nákladů. Podniky tak část nákladů přenáší na finální spotřebitele. Ceny primárních výrobců ukazují, že nákladové tlaky ještě nevymizely a také mzdy by měly pokračovat v solidním růstu. Jádrové ceny tak nadále porostou, podle našeho předpokladu tento rok o 2,8 % v průměru.

Rovněž **ceny potravin** během prvních měsíců tohoto roku výrazně vzrostly. Z velké části za to může špatná úroda, přičemž vývoj cen zemědělských výrobců signalizuje, že ceny potravin porostou i nadále. Navíc to vypadá, se letos budou opakovat extrémní sucha, což by vedlo k jejich dalšímu růstu. Pro rok 2019 tak vnímáme riziko rychlejší inflace potravin.

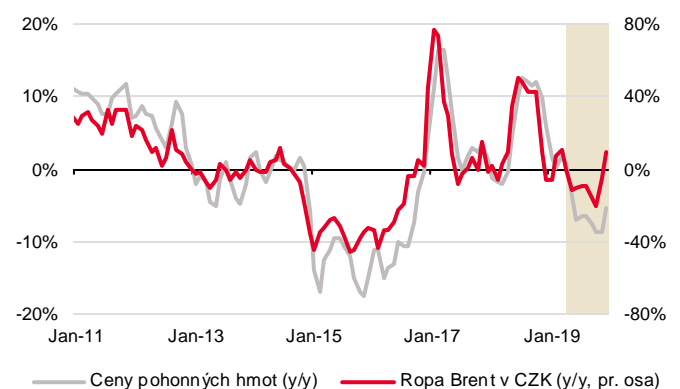
Cena severomořské ropy Brent na konci loňského roku výrazně spadla, od přelomu roku však tento propad postupně korigovala zpět a v současnosti je přibližně o 40 % vyšší než na začátku letošního roku. Ve střednědobém horizontu by se měla cena ropy ustálit, v krátkém období však očekáváme, že bude výrazně přispívat do inflace. Koruna nebude schopná růst cen ropy plně eliminovat, jelikož očekáváme, že její kurz proti euru zůstane spíše stabilní. Bude sice mírně posilovat proti dolaru, to se ale v cenách pohonných hmot projeví jen nepatrně. V druhé polovině roku budou ale ceny pohonných hmot klesat pod tíhou vysoké statistické základny, celkově tak letos v průměru zlevní o 4,2 %.

### Jádrová inflace zůstává velmi silná



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

### Ceny pohonných hmot se budou postupně zvedat



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

Ceny elektřiny na začátku roku vyletěly.

**Regulované ceny** se obvykle mění na začátku roku. Ani ten letošní nebyl výjimkou, když jsme v lednu zaznamenali změny ceníků. Mimo to ale elektřina a plyn podražily i v následujících měsících. Regulované ceny porostou pravděpodobně po celý rok a dražší energie se také propíší do cen dopravy a topení. Regulované ceny by za celý rok měly přidat 4,3 %.

## Rizika: vnější rizika zůstávají silná

Rizika plynoucí z vnějšího prostředí stále přetrvávají. V domácí ekonomice vidíme rizika spojená s vysokým využitím kapacit a propagací rostoucích cen elektřiny do ostatních cenových okruhů. Hlavní rizika jsou:

- **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

	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>HDP a jeho struktura</b>														
<b>HDP (reálně, y/y, %)</b>	2,6	2,5	2,5	2,4	2,3	2,6	2,7	2,4	2,9	2,4	2,4	1,8	2,6	2,9
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	2,2	1,9	2,7	2,4	2,6	2,9	2,8	3,0	3,1	2,4	3,0	1,9	1,9	2,2
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	3,6	3,3	2,7	1,5	3,4	2,4	2,4	1,8	3,7	2,7	2,0	2,3	1,9	1,3
Fixní investice (reálně, y/y, %)	10,4	6,1	3,8	1,3	2,0	2,0	1,8	1,4	10,4	3,3	1,2	-2,6	1,7	2,3
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	-0,2	-0,4	-1,5	0,0	-1,2	-0,2	0,2	0,4	-0,8	-0,8	0,4	1,7	1,1	0,7
Zásoby (příspěvek do y/y)	-1,6	-0,3	1,1	0,7	0,9	0,4	0,2	-0,1	-1,2	0,6	0,0	-0,7	-0,1	0,0
<b>Měsíční data z reálné ekonomiky</b>														
<b>Zahraniční obchod (mld, CZK) (*) (***)</b>	115	112	105	97	92	90	91	92	393	406	375	470	516	543
Vývozy (nominálně, y/y, %) (*)	9,0	5,5	4,5	3,6	1,9	3,4	4,2	3,5	3,7	3,9	3,7	5,8	9,4	7,1
Dovozy (nominálně, y/y, %) (*)	8,9	5,1	3,7	2,6	4,2	6,0	6,1	4,2	5,5	3,9	4,8	4,2	9,4	7,3
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	3,5	0,4	1,0	0,7	2,5	4,3	3,9	2,8	3,2	1,2	3,0	3,6	8,9	5,8
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	4,9	2,1	4,3	2,8	7,8	1,9	2,6	3,2	9,8	4,3	2,8	3,4	4,5	5,5
Maloobchod (reálně, y/y, %)	5,1	5,4	3,6	2,9	2,3	3,1	2,8	3,0	4,8	3,5	2,9	1,7	1,5	2,3
<b>Trh práce</b>														
<b>Mzdy (nominálně, y/y, %)</b>	6,9	7,8	7,1	6,0	6,0	4,8	4,9	5,3	8,2	6,7	5,0	3,9	3,5	3,6
Mzdy (reálně, y/y, %)	4,7	5,0	4,3	3,6	3,6	2,6	3,0	3,4	5,9	4,1	3,0	2,4	1,6	1,8
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	3,1	3,0	2,6	2,8	3,1	3,2	2,9	3,1	3,1	2,9	3,2	3,6	3,6	3,5
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,0	2,1	1,9	2,1	2,1	2,4	2,3	2,4	2,2	2,1	2,4	2,8	2,9	2,7
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	1,2	0,8	0,4	0,3	-0,2	-0,4	-0,4	-0,5	1,4	0,3	-0,5	-0,5	-0,1	0,2
<b>Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu</b>														
<b>Inflace (y/y, %)</b>	2,1	2,7	2,7	2,3	2,3	2,1	1,9	1,9	2,1	2,5	1,9	1,5	1,9	1,8
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	1,9	1,8
Jádrová inflace (y/y, %) (**)	2,5	3,0	2,9	2,7	2,5	2,2	2,0	1,8	2,2	2,8	1,9	1,3	2,1	2,0
Ceny potravin (y/y, %) (**)	-0,5	1,0	1,5	1,2	1,2	1,5	2,1	2,8	1,3	1,2	2,3	1,1	0,8	0,8
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (**)	9,4	1,3	-3,7	-6,7	-7,6	-1,9	-1,9	-2,3	6,2	-4,2	-2,0	-0,9	-3,4	-1,9
Regulované ceny (y/y, %) (**)	1,7	3,7	4,5	4,2	4,7	3,5	2,2	1,9	1,7	4,3	2,5	3,5	3,2	2,3
Ceny v průmyslu (y/y, %)	3,4	3,5	2,9	2,4	2,4	2,3	2,0	1,8	2,1	2,8	1,8	0,9	1,1	1,5
<b>Finanční proměnné</b>														
<b>2W Repo (%, průměr)</b>	1,66	1,75	2,00	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	1,06	2,06	2,25	2,0	2,0	2,1
<b>3M PRIBOR (%, průměr)</b>	1,92	2,02	2,25	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	1,27	2,32	2,50	2,3	2,1	2,2
<b>CZK/EUR (průměr)</b>	25,87	25,68	25,57	25,47	25,53	25,34	25,68	26,30	25,7	25,6	25,9	25,3	24,0	23,5
<b>CZK/USD (průměr)</b>	22,67	22,62	22,43	21,77	21,28	19,95	20,07	20,39	21,7	22,0	20,1	19,8	18,2	17,4
<b>Vnější prostředí</b>														
<b>HDP v EMU (reálně, yoy, %)</b>	1,1	1,1	1,1	1,4	1,6	1,6	1,3	1,0	1,8	1,3	1,1	0,7	1,5	1,7
<b>HDP v Německu (reálně, yoy, %)</b>	0,6	0,4	0,4	1,0	1,4	1,7	1,5	1,1	1,5	0,8	1,2	0,9	1,8	1,6
<b>CPI v EMU (yoy, %)</b>	1,9	1,3	1,4	1,2	1,0	1,4	1,3	1,2	1,7	1,2	1,3	1,2	1,3	1,4
<b>Ropa Brent (USD/brl, průměr)</b>	67,3	63,9	67,0	70,0	70,0	72,0	70,7	69,3	71,5	67,7	70,0	65,0	65,0	65,0
<b>Euribor 1Y (%, průměr)</b>	-0,14	-0,11	-0,11	-0,11	-0,11	-0,11	-0,11	-0,11	-0,17	-0,11	-0,10	0,3	1,3	2,2
<b>USD/EUR (průměr)</b>	1,14	1,14	1,14	1,17	1,20	1,27	1,28	1,29	1,18	1,16	1,29	1,30	1,30	1,30

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

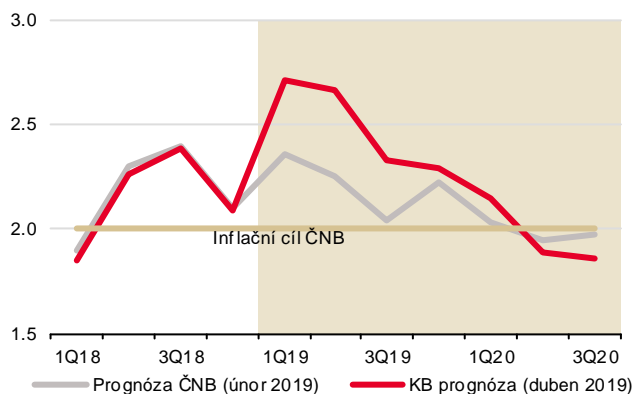
### Domácí ekonomika volá po zvýšení sazeb

Rozpor mezi silou domácí ekonomiky, která vytváří inflační tlaky, a slabým vnějším prostředím se nadále vyostřuje. Recese v německém průmyslu trvá mnohem déle, než jsme předpokládali a nejistota ohledně obchodní dohody mezi USA a Čínou brzdí dynamiku světového obchodu. Na druhé straně stojí domácí ekonomika, která zpomalení ve světě zatím odolává a i díky utaženému trhu práce i nadále vykazuje silné proinflační tlaky. Na posledních dvou zasedáních ČNB převážila v rozhodování bankovní rady nejistota ohledně vnějšího prostředí. V květnu podle nás převáží situace na domácím trhu, která poskytuje důvody ke zvyšování sazeb.

### Odklad brexitu dočasně mírní zahraniční nejistotu

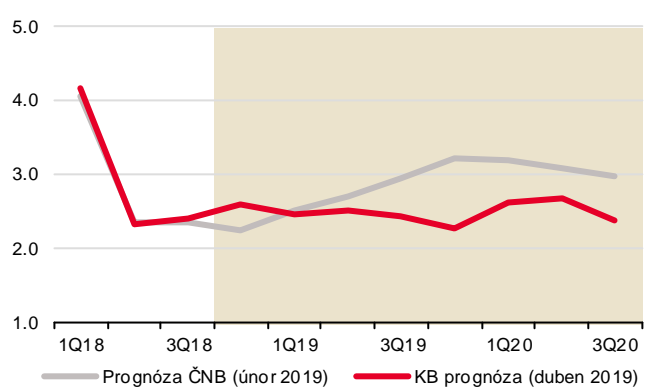
I když únorová prognóza centrální banky naznačovala možnost zvyšování sazeb v prvním čtvrtletí, bankovní rada se nakonec rozhodla pro vyčkávací mód. Hlavním důvodem byla nejistota ohledně vnějšího prostředí. Centrální bankéři zmiňovali zejména zpomalování německé ekonomiky, protože se obávali, že se projeví i na české ekonomice. Navíc ve chvíli, kdy ČNB jednala o zpřísnění měnové politiky, ve vzduchu visela hrozba nekontrolovaného brexitu. V tu chvíli členové bankovní rady dali přednost riziku, že budou se zvyšováním sazeb mírně zaostávat před rizikem zvyšování sazeb do blížící se recese. Na tiskové konferenci guvernér Rusnok zmínil i jedno protiinflační riziko z domácí ekonomiky. Je jím zpomalení spotřeby domácností na konci loňského roku.

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

Domácí ekonomika dlouhodobě dává důvody k utahování měnové politiky. Trh práce zůstává utažený, a i když mzdový růst zpomaluje, zůstává stále velmi silný. Kolem přelomu roku i domácí průmyslová produkce vykázala dva měsíce meziročního poklesu, ale už v únoru zpracovatelský sektor vykázal slušnou dynamiku a recese a pravděpodobnost recese v českém průmyslu zůstává relativně nízká. **To ukazuje, že domácí ekonomika je stále odolná vůči zpomalení v Německu.** Hlavními překvapeními pro ČNB, která volají po zvyšování sazeb, jsou vyšší inflace (zejména v jádrové složce) a kurz koruny. I když současná inflace není nejlepším indikátorem jejího budoucího vývoje, její **současné zrychlení naznačuje, že obchodníci nechtějí růst nákladů promítat pouze do svých marží, ale že budou zvyšovat ceny.** To naznačuje, že inflační tlaky v ekonomice přetrvávají. Druhým proinflačním faktorem je kurz koruny. Jak ukazujeme zde [bit.ly/2RtHZtv](https://bit.ly/2RtHZtv), má malý prostor pro další posilování. V nadcházejících měsících zůstane podle nás spíše stabilní. Únorová prognóza **ČNB předpokládala průměrný kurz domácí měny ve druhém čtvrtletí na**

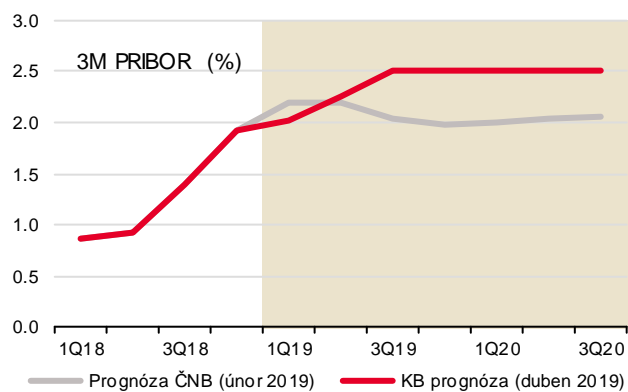
**25,2 CZK/EUR. Vzhledem k jejím současným úrovním to pokládáme za velmi nepravděpodobné.**

Nejzajímavější vystoupení od posledního měnověpolitického zasedání měl **Tomáš Holub, který pro agenturu Bloomberg prohlásil, že se v první polovině roku otevřelo okénko pro zvýšení sazeb.** Předpokládáme, že Holub, který pravděpodobně předtím viděl prognózu centrální banky, se pokusil trhy nasměrovat tím správným směrem, a to ke květnovému zvýšení sazeb. Těsně před koncem mediální karantény promluvil také guvernér Rusnok, který řekl, že se bankovní rada pohybuje na úzké hraně mezi jedním zvýšením sazeb a jejich stabilitou. Z rozhovoru nebylo jasné, o jakém časovém horizontu mluvil. Domníváme se, že řeč byla o květnovém zasedání.

Na svém nadcházejícím zasedání ČNB představí dva modely. Standardní model g3 a jeho vylepšenou verzi g3+. Neočekáváme výrazné změny. Z vyjádření členů bankovní rady vyplývá, že model g3+ bude ukazovat menší posilování koruny, ale i tak bude podle všeho nepřiměřeně velké. Nicméně v květnu bude bankovní rada ještě naposledy rozhodovat podle starého modelu. **Vzhledem k proinflačním překvapením z domácí ekonomiky bude prognóza podle nás ukazovat jedno zvýšení sazeb v květnu a možná ještě jedno v dalším průběhu roku.**

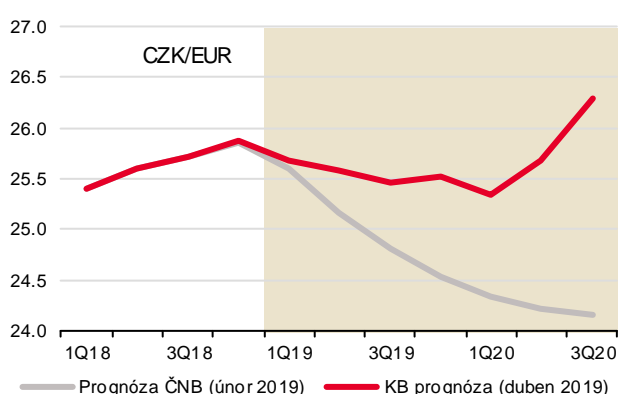
Předpokládáme, že na rozdíl od předchozích tří zasedání v květnu převáží proinflační působení domácí ekonomiky nad nejistotou ze zahraničí. **Nejistota se totiž mírně snížila poté, co byl odsunut brexit. Data z německého průmyslu také ukazují alespoň velmi slabé světlo na konci tunelu. Vzhledem k silnému domácímu fundamentu očekáváme zvýšení sazeb.**

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

Očekáváme, že nad rámec květnového zasedání ČNB bude letos sazby zvyšovat ještě jednou. Domácí inflační tlaky jsou silné, když mzdová dynamika vykáže růst těsně pod 7 % a inflace zůstane po celý letošní rok nad dvěma procenty. Koruna by pak výrazněji posilovat neměla. Podle našeho odhadu tak ČNB využije příležitost pro zvýšení sazeb směrem k jejich rovnovážné hodnotě, kterou odhadujeme na 2,5 %.

## Korunový devizový trh



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

### Silnější koruny se jen tak nedočkáme

Pro vývoj v posledním roce je typická nízká kurzová volatilita na měnovém páru CZK/EUR a v dohledné době se na tom nic nezmění. Tuzemská měna je bezpochyby atraktivní při pohledu na úrokový diferenciál a přebytkový běžný účet platební bilance. Proti výraznějšímu posilování ovšem nadále stojí vysoká korunová likvidita jako dědictví režimu kurzového závazku. Ta ji navíc činí zranitelnou pro případ negativního šoku. Pro rok 2020 se kvůli globálnímu ochlazení obáváme, že koruna bude mít tendenci oslabovat.

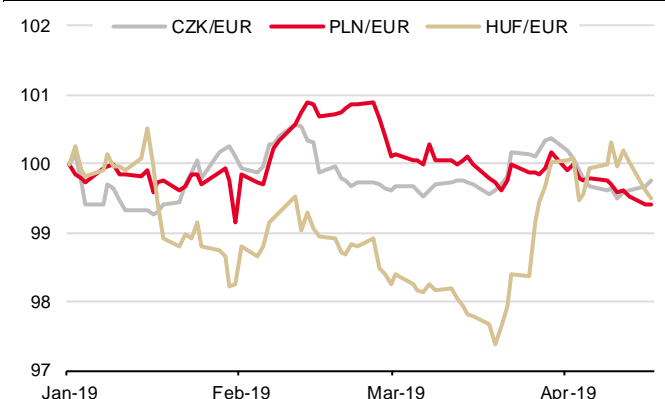
### Koruna ve znamení kurzové stability

Vývoj kurzu CZK/EUR od počátku roku 2017



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Letošní relativní vývoj středoevropských měn (1.1.2019 = 100)

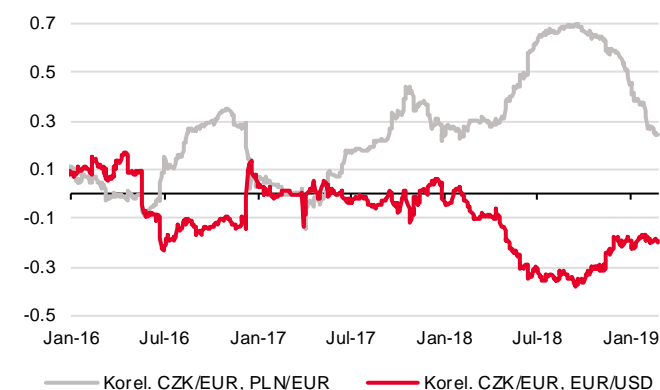


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Kurzovou stabilitou se pyšní v podstatě celý region.

**Kurzová volatilita se během prvních měsíců letošního roku držela poblíž nejnižších úrovní od konce režimu kurzového závazku.** Vstup do nového roku se tradičně české koruně vydařil a díky tomu si za celé Q1 19 polepšila oproti závěrečnému čtvrtletí loňského roku o 0,7 %. Obdobný kurzový vývoj zažíval polský zlotý, mírně volatilnější byl maďarský forint kvůli ne příliš šťastné komunikaci ze strany maďarské centrální banky.

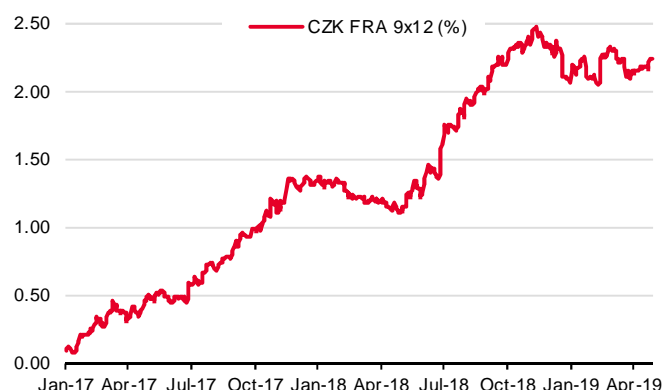
Koruna je citlivá na vývoj v regionu i na globálních trzích, ale ne tak jako vloni



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Korelace mezi středoevropskými měnami se rozvolnila.

Podpora očekávání dalšího růstu sazeb během Q1 19 chyběla



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Loňská pevná vazba mezi středoevropskými měnami se letos rozvolnila, a česká měna tak více reflektuje své specifické lokální faktory.** I když se korelace s vývojem středoevropských měn snížila, zůstává kladná. Naopak negativní korelaci je možné spatřovat směrem k měnovému páru USD/EUR. Právě silný dolar je jedním z vysvětlení neschopnosti regionálních měn výrazněji posílit. I tady ale vazba v letošním roce zeslábla. Trh i ekonomové

Société Générale vidí v prognóze postupné a mírné posilování eura vůči dolaru. Naplnění této prognózy by tak mělo na měny v regionu sice pozitivní, ale spíše omezený vliv.

Dalšího ztraktivnější úrokového diferenciálu jsme se letos zatím nedočkali.

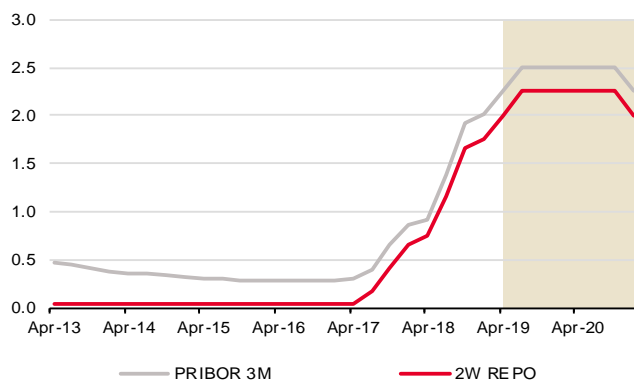
**Tuzemská měnová autorita zatím letos impuls k posílení koruny nepřinesla.** Po posledním zvýšení úrokových sazeb v listopadu 2018 si dala ČNB pauzu. Hlavním důvodem vyšší obezřetnosti centrálních bankéřů byla zvyšující se rizika ve vnějším prostředí, zejména přetrvávající recese v německém průmyslu a chaos kolem brexitu. S dalším letošním vzestupem úrokových sazeb peněžní trh v prvních měsících letošního roku v podstatě přestal počítat.

### Důvody pro posilování koruny by se našly, ...

Atraktivita úrokového diferenciálu se letos zvýší, běžný účet platební bilance zůstane ještě letos v přebytku.

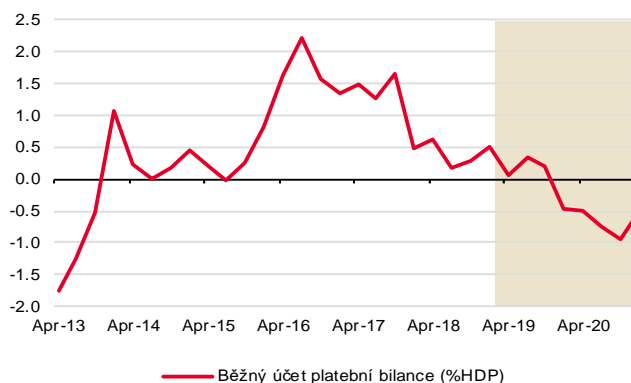
**Pohled na očekávaný úrokový diferenciál i běžný účet platební bilance naznačují, že důvody pro posílení tuzemské měny by se našly.** Na rozdíl od trhu letos očekáváme dvojí zvýšení úrokových sazeb, to první hned na nadcházejícím květnovém zasedání (více k očekávanému nastavení měnové politiky přinášíme v části *ČNB Focus*). Ještě letos přetrvávající přebytek na běžném účtu platební bilance přináší do české ekonomiky eurovou likviditu.

Očekávaný vývoj sazeb peněžního trhu



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

Očekávaný vývoj běžného účtu platební bilance



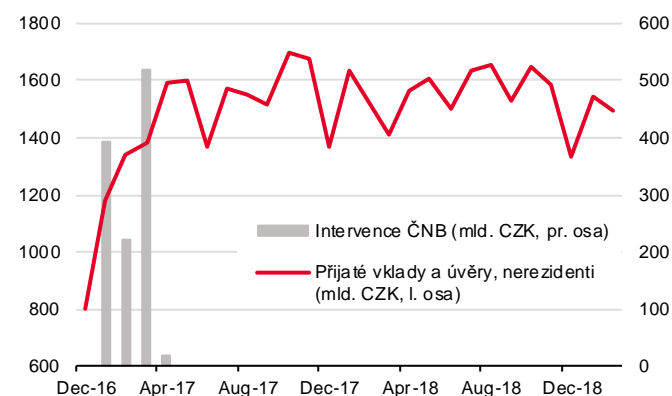
Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Obrovská korunová likvidita na trhu brání zhodnocování tuzemské měny.

### ... vysoká korunová likvidita na trhu ale posílení koruny zabrání

**Reálné toky jsou ale nesrovnatelné s tím, jak velká vlna spekulativního kapitálu přišla do Česka v době ukončování režimu kurzového závazku.** Výsledkem byl razantní nárůst korunové likvidity na trhu a vzestup rezervních aktiv centrální banky. Podíl devizových rezerv na HDP vloni dosáhl 60,4 % HDP. V roce 2012 přitom činil 21,1 %. Další posílení koruny by si totiž žádalo, aby zahraniční investoři stávající již tak velkou korunovou expozici dále navýšili. A to jednoduché není jak z pohledu risk managementů stávajících investorů, tak z důvodu chybějícího přesvědčení trhu, že koruna má výrazný potenciál pro své zhodnocení.

## Korunová pozice zahraničních investorů se moc nezmenšuje

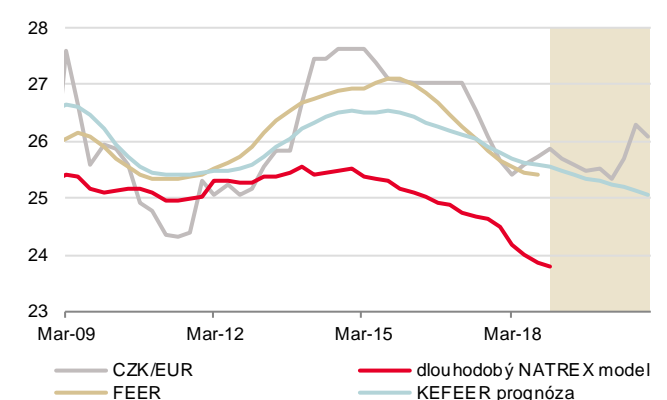


Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Na posun koruny k silnějším úrovním si budeme muset delší dobu počkat.

Pro letošek předpokládáme stabilní kurz a pozitivní carry. V roce 2020 se situace pro investory zhorší.

## Modely rovnovážného kurzu koruny



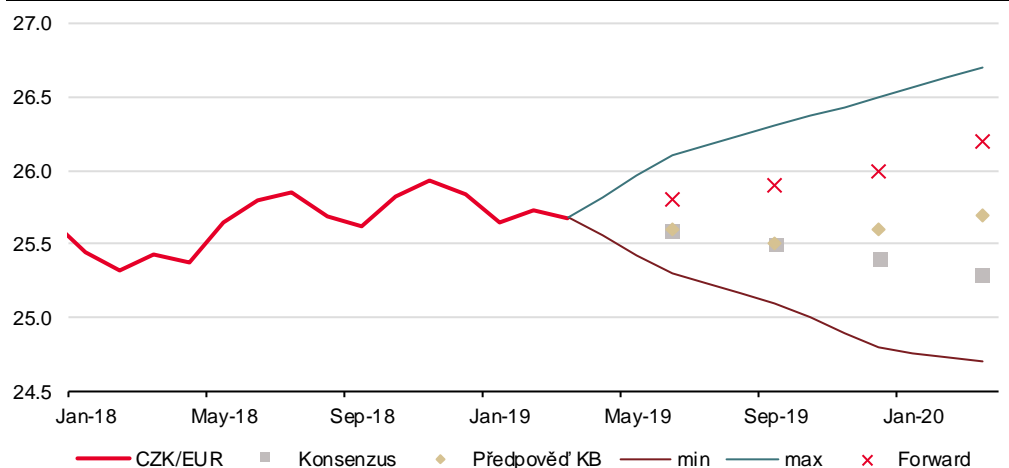
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**K dlouhodobé rovnovážné úrovni koruna jen tak neposílí.** Tu podle NATREXu odhadujeme těsně nad 24 CZK/EUR. Důvodem je již zmíněná korunová pozice zrcadlící se v devizových rezervách ČNB. Model FEER pracující se stávající výší rezerv centrální banky či jeho vyhlazená podoba (KEFEER) ukazuje na rovnovážné úrovně kolem 25,50 CZK/EUR, tedy velmi blízko současné spotové úrovně. Podrobněji jsme se problematice rovnovážných kurzů a vlivu vysokých devizových rezerv na funkčnost trhu i transmisního mechanismu měnové politiky ČNB věnovali zde: <http://bit.ly/2WoWpNT>.

## Koruna toho letos moc nepředvede

**V horizontu do konce letošního roku očekáváme kurzovou stabilitu,** v souladu s tržním konsensem nepředpokládáme, že by kurz dlouhodoběji opustil pásmo, kde se drží posledního více než půl roku. Investoři budou spíše než na posilování koruny nadále profitovat na úrokovém diferenciálu. Ten pak bude držet na z pohledu exportérů atraktivních hodnotách i forwardové kurzy. **Pro rok 2020 vnímáme riziko výraznějšího zpomalení globální ekonomiky** s dopadem do nižší výkonnosti i české ekonomiky. Výsledkem budou tlaky na oslabení koruny.

## Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 29. 4. 2019)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Rizika pro vývoj kurzu koruny vidíme v obou směrech

Rizika pro vývoj koruny pocházejí primárně ze zahraničního prostředí.

**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

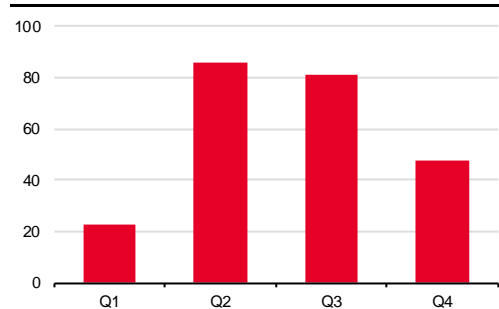


dlouhodobých pozic. Riziko pro korunu proto představuje nejenom šok na globálních finančních trzích, ale i dřívější či hlubší ekonomické zpomalení, než se kterým počítáme v roce 2020. Pak by koruna mohla oslabit dříve nebo výrazněji. Stejně tak by ke slabší koruně vedla realizace některých stávajících rizik, zejména zavedení cel na dovoz automobilů do Spojených států či recese v německé ekonomice. Riziko tvrdého brexitu nezmizelo, jenom se posunulo v čase do budoucna.

**Z domácích faktorů může korunu v nadcházejícím období negativně ovlivnit dividendová sezóna.** První kvartál je sezónně nejslabším, naopak druhý je nejsilnější. Dopad na kurz by byl ale patrný pouze v případě kumulace větších objednávek.

Naopak obnovení růstu v Německu, oddálení zahraničního zpomalení či rychlejší zvyšování úrokových sazeb ve srovnání s očekáváním trhu může vést k výraznějšímu posilování koruny, ve srovnání se základním scénářem.

Průměrný odliv dividend v daném čtvrtletí za roky 2009 až 2018 (mld. CZK)



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

## 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

## Technická analýza CZK/EUR (aktualizováno 26. dubna 2019 v 13:28)

### Koruna sevřená v trojúhelníku, prolomení 25,75/80 by odstartovalo déletrvajícím růst

Po loňském dosažení mnohaleté úrovně odporu ve výši 26,20 CZK/EUR, měnový pár konsoliduje ve formaci trojúhelníku. CZK/EUR nedávno testoval spodní hranu této formace na 25,60/55, což zároveň představuje minimum z minulého měsíce. Denní indikátory přináší první opatrné známky tlaků na vzestup kurzu.

Aktuálně měnový pár CZK/EUR sonduje oblast 200denního klouzavého průměru a testuje od listopadu klesající trendovou linii aktuálně procházející oblastí 25,75/80. Ta zároveň představuje 76,4 % od maxima z minulého měsíce. Zdolání uvedené oblasti odporu by otevřelo prostor pro posun směrem ke 25,90 (maximum z letošního února) či dokonce 26,00 (horní hrana trojúhelníku). Střednědobě zůstává klíčovou oblastí odporu 26,09/26,20.

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

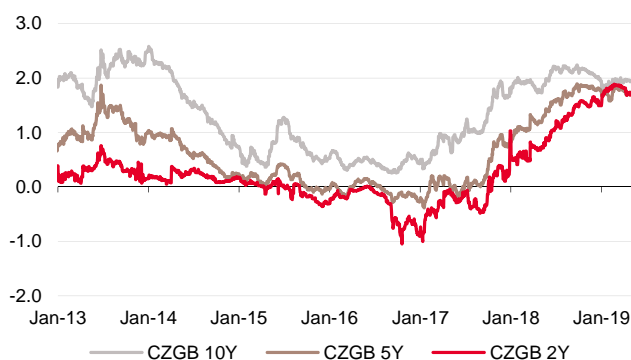


František Táborský  
(420) 222 008 598  
frantisek\_taborsky@kb.cz

## Očekávání trhu jako příležitost k zisku

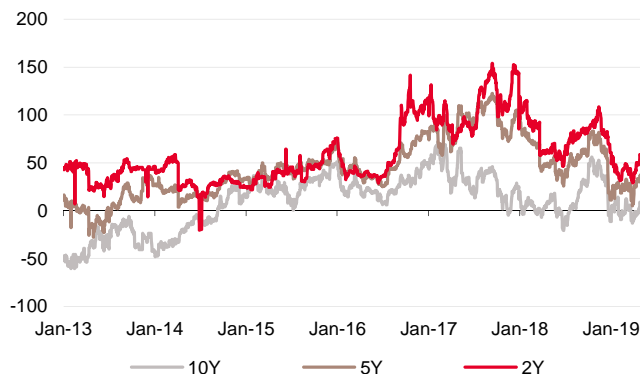
Kratší konec výnosové křivky státních dluhopisů a úrokových swapů i nadále negativně ovlivňuje pokles tržních očekávání ohledně zvyšování úrokových sazeb ČNB. My však předpokládáme, že centrální banka zvýší své sazby letos ještě dvakrát, což vytváří potenciál pro znovu nastartování růstu výnosů a sazeb. Státní dluhopisy také podporuje silná emisní aktivita státu, který se snaží pokrýt očekávaný deficit státního rozpočtu a letošní splatnost velkého objemu státních dluhopisů. Zároveň také bude pokračovat prodlužování průměrné splatnosti portfolia závazků Ministerstva financí. Tomu nahrávají i současné výhodné podmínky na finančních trzích. Očekáváme, že ministerstvo bude pokračovat i v emisi státních dluhopisů denominovaných v eurech pro zajištění devizové likvidity a pokrytí eurových závazků.

Výnosy CZGB v procentech (Bloomberg generic, %)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

ASW spready (bp)



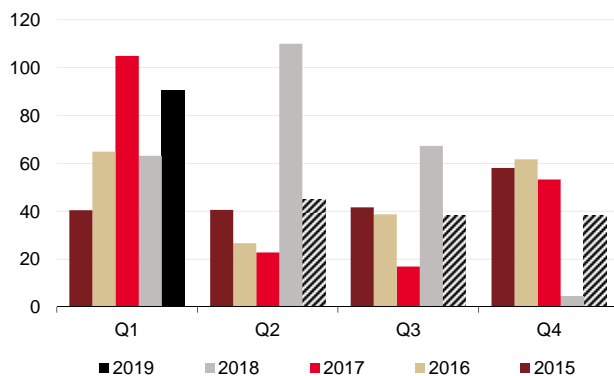
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Silnou emisní aktivitu státu podporuje potřeba financovat očekávaný státní deficit a velký objem maturujících státních dluhopisů v tomto roce.

## Nabídka v roce 2019: silná emisní aktivita v první polovině roku

Vysoká emisní aktivita ministerstva financí tento rok vychází z bohatého kalendáře splatností dříve emitovaných státních dluhopisů a očekávaného deficitu státního rozpočtu. První velký balík dluhopisů v objemu necelých 45 mld. CZK byl splacen v dubnu a v obdobném rozsahu budou splatné dluhopisy v červenci a říjnu. K tomu se přidává splatnost reinvestičních spořicí státních dluhopisů pro občany z roku 2012 a 2014 v objemu necelých dvou miliard. Z toho vyplývá potřeba státu refinancovat tyto závazky, čemuž nahrávají i podmínky na finančních trzích. Zvláště dubnová splátka ukončila státní dluhopis z roku 2009, kdy podmínky na trhu byly výrazně horší. Současné refinancování by tak mělo snížit i náklady na dluhovou službu pro následující roky. **Celková emise státních dluhopisů v aukcích by tento rok měla podle našich odhadů dosáhnout 211,5 mld. CZK,** přitom zhruba polovinu už Ministerstvo financí úspěšně emitovalo na trhu v prvních čtyřech měsících tohoto roku. Pro květen má naplánováno dalších

Čtvrtletní emise CZGB na primárním trhu (mld. CZK)



Zdroj: Ministerstvo financí, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka \* Q2-Q4 19 odhad Komerční banky

12,5 mld. CZK. Nabídka nových emisí tak bude v dalších měsících postupně slábnout, ale i nadále se bude ministerstvo snažit prodlužovat splatnost svých závazků.

Nový eurobond v klasickém smyslu v letošním roce vydán nebude. Nicméně očekáváme, že ministerstvo bude pokračovat v emisí eurových dluhopisů podle tuzemského práva. Prozatím touto cestou bylo emitováno 450 mil. EUR a **očekáváme, že obdobně aktivní bude ministerstvo i v následujících čtvrtletích.** Otevírá si tak výhodný zdroj devizové likvidity namísto nákladnějšího peněžního trhu. Obě dosavadní aukce skončily se záporným výnosem, který se na korunovém trhu už nějakou dobu nenabízí.

### Výnosy CZGB v letech 2019 a 2020: potenciál k růstu

Zvyšování úrokových sazeb ČNB podpoří růst výnosů. Plochá výnosová křivka však přetrvá až do roku 2021, kdy se s blížící možností snižování úrokových sazeb opět vrátí ke strmějšímu tvaru.

Kratší konec výnosové křivky státních dluhopisů v posledních dvou měsících negativně ovlivňuje pokles tržních očekávání ohledně zvyšování úrokových sazeb ČNB. Naopak delší konec podporuje silná emisní aktivita státu. **Podle našeho názoru přitom téměř mizivá očekávání trhu ohledně zvyšování úrokových sazeb a vyšší inflace vytváří potenciál pro jejich růst, a to zejména na krátkém konci křivky.** Naše prognóza totiž počítá se dvěma zvýšeními sazeb centrální banky (viz ČNB Focus). I v současnosti však české státní dluhopisy nabízí slušné zhodnocení ve srovnání se zeměmi eurozóny. To potvrzuje vysoká poptávka jak od domácích subjektů, tak i od zahraničních, a to zejména po delších splatnostech. V příštím roce by naopak tlak na růst výnosů měl polevit s námi očekávanou recesí v USA, která by měla vyvolat poptávku po bezpečných aktivech, za které tuzemské státní dluhopisy považujeme. Česká republika si stále drží velmi vysoký rating napříč všemi hlavními agenturami ve srovnání s ostatními zeměmi regionu a podle některých ukazatelů by si zasloužila ještě o stupeň vyšší. Nicméně nepředpokládáme, že by k takovému kroku mělo dojít v dohledné době. I tak ale mohou tuzemské státní dluhopisy posloužit jako bezpečný přístav v době bouře na finančních trzích. Plochý tvar si výnosová křivka udrží až do roku 2021, kdy se s blížící možností snižování úrokových sazeb opět vrátí ke strmějšímu tvaru.

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

	2019f	
	MF prosinec 2018	KB duben 2019
<b>Výpůjční potřeby</b>		
Schodek rozpočtu	40,0	30,0
Zpětné odkupy CZGB		0,0
Splátky CZGB	238,1	238,1
Splátky eurobondů		0,0
Splátky spořicí dluhopisů	2,7	2,7
Splátky pokladničních poukázek		4,2
Splátky ostatních instrumentů peněžního trhu	45,7	41,5
Splátky půjček od EIB	4,7	4,7
<b>Celkem</b>	<b>331,2</b>	<b>321,2</b>
<b>Financování</b>		
Hrubá emise pokl. poukázek (splatnost v roce 2020)		15,9
Hrubá emise CZGB (v aukcích)		211,5
Přímé prodeje CZGB		35,0
Hrubá emise dluhopisů v EUR		25,6
Hrubá emise spořicí dluhopisů		10,0
Ostatní instrumenty peněžního trhu		4,0
Půjčky od EIB		9,2
Využití likviditní rezervy		10,0
Čistý efekt výměn dluhopisů		0,0
<b>Celkové financování</b>		<b>321,2</b>
<b>Čistá emise CZGB</b>		<b>8,4</b>

Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Prognóza výnosů CZGB

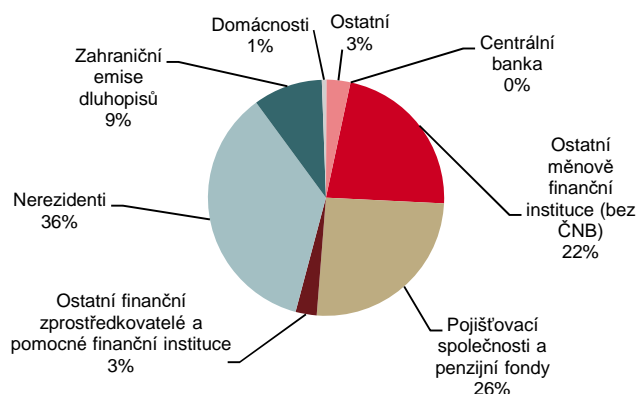
	Q2 19f	Q3 19f	Q4 19f	Q1 20f	Q2 20f
Výnos 2Y CZGB (%)	1.80	1.90	1.90	1.90	1.80
Výnos 10Y CZGB (%)	1.95	2.00	2.00	2.00	1.95
10Y CZGB ASW (bb)	0.00	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Struktura držitelů CZGB: Česko je i nadále oblíbenou destinací

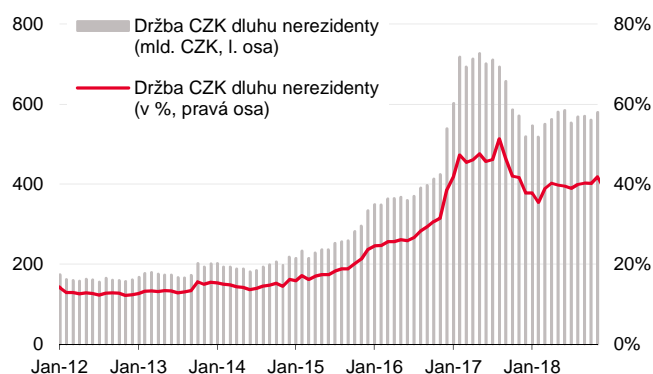
Struktura držitelů tuzemských státních dluhopisů zůstává i nadále beze změny. Přibližně čtyřicet procent státních dluhopisů je v držení zahraničních subjektů, což je stále zhruba třikrát více ve srovnání s obdobím před začátkem kurzového závazku ČNB. Neočekáváme, že by se tento poměr měl vrátit ke svým původním úrovním. Kurzový závazek nevratně zvýšil atraktivitu tuzemského trhu pro zahraniční investory. Ke konci minulého roku to byly hlavně subjekty se sídlem ve Spojeném království (43,0 %) a Lucembursku (25,5 %). Obdobné proporce si struktura zachová i do budoucna. V této chvíli se nenabízí příliš důvodů pro její změnu.

## Držba vládních dluhových cenných papírů, únor 2019



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Podíl nerezidentů zůstává kolem 40 %



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Bližící se konec zvyšování úrokových sazeb ČNB udržuje výnosovou křivku úrokových swapů inverzní. Letos si polepší zejména krátký konec křivky, příští rok bude celá křivka spíše stagnovat.

## Trh českých sazeb IRS: inverze přetrvá

Sklon křivky úrokových swapů zůstává od konce minulého roku záporný a v takové podobě zůstane i v nejbližších dvou letech. Rozdíl mezi dvouletými a desetiletými swapy se však v posledních týdnech dostal pod dvacet bodů, což reflektuje rostoucí očekávání ohledně zvyšování úrokových sazeb ČNB. Přitom právě pokles očekávání stál na přelomu roku za invertováním celé křivky. Trh v současnosti očekává zvýšení úrokových sazeb v horizontu jednoho měsíce zhruba z 50 % a v nejbližších třech letech pak trh očekává první snížení sazeb centrální banky. Důvodem očekávaného poklesu však nemusí být jen očekávání trhu, ale i nízká likvidita tuzemského trhu.

## Výhled pro CZK IRS (%)

	Q2 19f	Q3 19f	Q4 19f	Q1 20f	Q2 20f
2Y	2.20	2.40	2.40	2.40	2.30
5Y	2.10	2.30	2.40	2.40	2.30
10Y	1.95	2.15	2.15	2.15	2.10

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Inverze CZK IRS křivky na konci roku (v procentech)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Naše prognóza však počítá ještě se dvěma zvýšeními sazeb v tomto roce, což by mělo posunout celou křivku směrem nahoru. Dvouletý úrokový swap se tak ze současných úrovní dostane na konci tohoto roku o dvacet pět bodů výš na 2,40 % a desetiletý swap na 2,15 %. **Letos tak dlouhé sazby porostou jen nepatrně a spolu s růstem sazeb ČNB si polepší zejména krátký konec křivky.** Příští rok bude celá křivka spíše stagnovat s nedostatkem impulzů k jakémukoli pohybu.



## Bankovní sektor

### Hypotéky přežily zásah regulátora ve zdraví



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

Nová doporučení ze strany centrální banky ohledně **hypoték**, která vešla v platnost v posledním čtvrtletí loňského roku, měla podle našeho odhadu omezit přístup k financování bydlení. Nicméně v posledním čtvrtletí loňského roku ke zpomalení v tomto sektoru nedošlo, naopak dynamika ještě zrychlila. Domníváme se, že ještě působily dozvuky toho, jak se žadatelé o hypotéky pokoušeli předzásobit, než opatření vyjdou v platnost. V prvních měsících letošního roku už dynamika hypoték zpomalila, ale méně, než jsme předpokládali. Poptávka po bydlení zůstává silná. Mzdy rostou okolo 7% y/y a i nemovitosti nadále zdražují. Dohromady se to odráží v růstu objemu hypoték. Očekáváme, že trh s hypotékami letos trochu zchladne, ale i tak si udrží slušný růst. Podobně se budou vyvíjet i **spotřebitelské půjčky**. Výhled pro ekonomický růst se snižuje a domácnosti začínají více spořit a méně si půjčovat.

Investiční boom, který ekonomika v loňském roce zaznamenala, byl doprovázen nárůstem čerpání **úvěrů ze strany nefinančních korporací**. Spolufinancovaly tak i projekty, na které používaly EU fondy. Čerpání EU fondů letos zpomalí a s ním i investiční aktivita. Úvěrování podniků už začalo zpomalovat. Celkově by jeho dynamika měla být slabší než v loňském roce.

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	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Bankovní úvěry</b>														
<b>Celkem</b>	7,2	6,4	5,1	4,1	4,9	4,7	5,0	5,5	5,5	5,1	5,1	4,1	4,2	5,4
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	8,5	7,8	6,2	5,1	4,7	4,3	4,7	5,1	8,4	6,0	4,8	4,6	5,0	6,2
Spotřebitelské úvěry domácnostem	6,4	6,1	5,0	4,3	4,3	4,3	4,6	5,0	5,8	4,9	4,7	4,7	5,7	7,3
Úvěry nefinančním podnikům	5,7	6,4	3,7	3,0	4,3	4,7	5,6	6,5	4,4	4,3	5,7	3,3	3,1	5,1
<b>Bankovní vklady</b>														
<b>Celkem</b>	6,6	9,0	8,0	7,5	6,8	5,5	4,9	4,4	6,1	7,8	4,7	3,7	4,1	3,9
Obyvatelstvo	8,1	7,7	7,3	7,1	6,9	6,7	5,6	4,7	7,3	7,3	5,2	3,1	3,5	3,4
Nefinanční podniky	4,4	4,1	3,3	4,3	2,8	3,3	3,9	3,8	2,0	3,6	3,7	5,0	5,6	4,7
Ostatní	5,6	15,2	13,2	11,0	10,6	5,0	4,6	4,3	7,2	12,5	4,6	3,7	4,0	4,2
<b>Podíly na HDP</b>														
Podíl úvěrů na HDP	62,3	62,6	62,4	62,8	62,2	62,4	62,5	63,4	62,4	62,5	62,8	63,2	63,3	63,5
Podíl vkladů na HDP	83,7	89,2	88,0	87,8	85,1	89,6	88,1	87,6	85,2	87,5	87,5	87,8	87,8	86,9
Podíl úvěrů na vkladech	74,4	70,2	70,9	71,6	73,1	69,7	71,0	72,3	73,3	71,4	71,7	72,0	72,1	73,2
<b>Úrokové sazby</b>														
Úvěry pro bytové potřeby	2,9	3,0	3,0	2,9	2,9	2,8	2,7	2,6	2,7	2,9	2,6	2,2	1,7	1,3
Spotřebitelské úvěry	8,6	8,5	8,7	9,1	9,4	9,6	9,8	9,9	8,5	8,9	9,8	10,4	10,6	10,7
Úvěry nefinančním podnikům	3,3	3,0	3,2	3,6	3,6	3,6	3,7	3,7	2,8	3,3	3,7	3,5	3,4	3,6
<b>Podíl úvěrů v selhání</b>														
Úvěry pro bytové potřeby	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	1,7	1,6	1,7	2,0	2,2	2,3
Spotřebitelské úvěry	5,1	4,6	5,2	5,6	6,1	6,2	6,6	7,0	5,4	5,4	6,8	8,5	9,5	10,0
Úvěry nefinančním podnikům	3,6	3,6	3,8	4,2	4,5	4,8	5	5,1	3,7	4,0	5,0	5,8	6,3	6,1

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

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

### Měna a úrokové sazby - výhled

		28. 4. 2019	Červen 2019	Září 2019	Prosinec 2019	Březen 2020	Červen 2020
CZK/EUR	konec období	25,7	25,6	25,5	25,6	25,5	25,5
USD/EUR	konec období	1,12	1,14	1,17	1,20	1,27	1,28
CZK/USD	konec období	23,0	22,5	21,8	21,3	20,0	20,0
3M PRIBOR	konec období	2,04	2,20	2,35	2,50	2,50	2,50
10Y IRS	konec období	1,98	1,95	1,95	2,15	2,15	2,15

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

### Měsíční makroekonomická data

		VII-18	VIII-18	IX-18	X-18	XI-18	XII-18	I-19	II-19	III-19
Inflace (CPI)	%, m/m	0,2	0,1	-0,3	0,4	-0,1	0,1	1,0	0,2	0,2
Inflace (CPI)	%, y/y	2,3	2,5	2,3	2,2	2,0	2,0	2,5	2,7	3,0
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	0,3	0,1	0,3	0,7	-0,1	-1,1	1,0	0,3	0,5
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	3,4	3,3	3,2	3,9	3,9	2,4	2,9	3,6	3,8
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	3,1	3,1	3,0	2,8	2,8	3,1	3,3	3,2	3,0
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	11,3	3,9	1,7	9,4	9,3	0,7	0,0	3,6	n.a.
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	10,4	2,2	-0,4	6,3	4,9	-1,6	-1,1	1,5	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	14,5	10,7	12,2	10,5	1,2	2,9	-13,2	5,8	n.a.
Maloobchodní tržby	%, y/y, stálé ceny	7,0	2,4	-2,1	3,1	3,3	0,1	1,4	3,8	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (národní met.)	-5,5	-3,4	14,0	2,6	20,1	-1,2	14,6	17,6	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	-19,3	-22,3	-10,8	7,7	6,4	-3,1	25,0	26,6	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	-25,9	-13,9	-23,2	12,0	-32,0	21,8	5,3	29,1	n.a.
M2	%, y/y	4,7	4,9	4,1	5,5	6,2	5,6	6,0	6,0	n.a.
Státní rozpočet	mld. CZK (od zač. roku)	16,6	14,8	16,8	5,7	-21,6	2,9	8,8	-19,9	-9,2
3M PRIBOR	%, průměr	1,18	1,45	1,54	1,76	1,99	2,01	2,01	2,01	2,03
CZK/EUR	průměr	25,8	25,7	25,6	25,8	25,9	25,8	25,6	25,7	25,7
CZK/USD	průměr	22,1	22,3	22,0	22,5	22,8	22,7	22,5	22,7	22,7

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

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

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě 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



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



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



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



**František Táborský**  
 (420) 222 008 598  
 frantisek\_taborsky@kb.cz



**Akcioví analytici**  
**Miroslav Frayer**  
 (420) 222 008 567  
 miroslav\_frayer@kb.cz



**Jiří Kostka**  
 (420) 222 008 560  
 jiri\_kostka@kb.cz

## SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ



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



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



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



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

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



**Akcioví analytici**  
**Laura Simion, CFA**  
 (40) 213 014 370  
 laura.simon@brd.ro

## SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



**Korea**  
**Suktae Oh**  
 (82) 2195 7430  
 suktae.oh@sgcib.com

## SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY



**Globální vedoucí výzkumu**  
**Brigitte Richard-Hidden**  
 (33) 1 42 13 78 46  
 brigitte.richard-hidden@sgcib.com



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



**Marek Dřimal**  
 (44) 20 7550 2395  
 marek.dřimal@sgcib.com



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