

Čtvrtletní zpráva

# Ekonomické výhledy

## Všude nízko, doma nejvýš



©iStock

■ **Česká ekonomika zůstává nečekaně odolná:** I přes problémy německého průmyslu vykazuje rekordní přebytky zahraničního obchodu a výroba si udržuje kladnou dynamiku. Cenový růst zůstává vysoko a příští rok ho ještě podpoří zvýšení spotřební daně.

■ **ČNB kvůli nejistotám pozastaví zvyšování sazeb:** I když statistiky v domácí ekonomice pravděpodobně ČNB ukáží, že by měla pokračovat ve zvyšování sazeb, v současném nejistém světě je bankovní rada ponechá raději nějakou dobu beze změny.

■ **Trvale silnější koruny se jen tak nedočkáme:** V tomto roce očekáváme pouze mírné oslabení koruny zejména kvůli efektu konce roku a zhoršujícímu se úrokovému diferenciálu vůči eurozóně. Příští rok koruna oslabí nad 26 CZK/EUR. V nejbližších letech se nedočká ani podpory z titulu měnové politiky ČNB.

■ **Výnosová křivka zůstane plochá až do konce roku 2021:** Nabídka státních dluhopisů v druhé polovině roku výrazně poklesne. Poptávka však dále zůstane silná vzhledem k solidním výnosům tuzemských dluhopisů. Ve spojení s dalším uvolňováním měnové politiky v eurozóně to povede k dalšímu poklesu výnosů a úrokových swapů.



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



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



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



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



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





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

## Všude špatně, doma nejlip?

Letní aktualizace naší makroekonomické prognózy je tradičně první, kdy přinášíme detailní výhledy na nadcházející rok. Nejenom v Komerční bance se totiž začínají rozjíždět plánovací procesy na rok 2020. A kde jinde začít než u makroekonomického rámce. Tentokrát máme ale situaci výrazně ztíženou, což se projevilo v diskusi v našem týmu, jaký vůbec zvolit titulky tohoto vydání *Ekonomických výhledů*.

### Ekonomické výhledy Q1 19

Na tenkém ledě



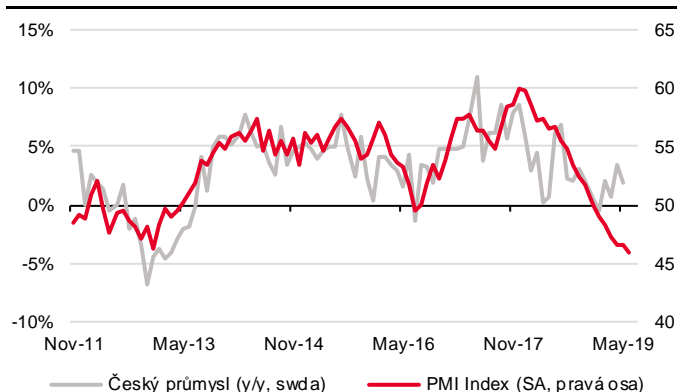
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pokud si vzpomenete, tak se poslední dvě čísla nesla ve znamení našeho rázného upozorňování na vnější rizika a hrozby, které by jejich realizace na českou exportně zaměřenou ekonomiku měla. Tomu odpovídaly titulky *Na tenkém ledě* a *V minovém poli*. Česká ekonomika je totiž obrazně řečeno „ostřelována“ jednou nepříznivou zprávou ze zahraničí za druhou.

Z Německa marně čekáme

na zotavení průmyslu, který se již rok nachází v recesi. Brexit se stále nekonal, s Borisem Johnsonem v čele konzervativců se nyní zvyšuje pravděpodobnost jeho tvrdé varianty. Donald Trump obchodní dohodu s Čínou stále nevyjednal a téměř všechny sentiment indikátory (nejenom) na západ od nás padají na mnohaletá minima. Na šířící se „blbou“ náladu reagují změnou rétoriky a postupným otáčením kormidla světové centrální banky. Co nevidět bude obrat dokonán, dolů půjdou úrokové sazby v Americe i Evropě.

### I když nálada producentů je pod bodem mrazu, český průmysl stále roste



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

### Ekonomické výhledy Q2 19

V minovém poli



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Při pohledu na domácí ekonomiku se nám skoro chtělo konstatovat „všude špatně, doma nejlip!“ **Data z reálné ekonomiky vesměs překvapují pozitivně, zdá se, že tempo růstu ve druhém čtvrtletí oproti prvnímu dokonce zrychlilo.** Bilance zahraničního obchodu byla dokonce za druhý kvartál zřejmě nejlepší v historii. Letošní očekávaný růst jsme tak dokonce vylepšili na 2,7 %. Nicméně předstihové indikátory jsou sice volatilní, ale jak ukazuje ve svém boxu 1 Monika Junicke, směr odhadují správně. Příští rok tak předpokládáme růst „pouze“ o 2,1 %. Spoléhat se příliš nedá na investiční cyklus podporovaný fondy EU, který nám tak pomohl v loňském roce (viz box 2 Jany Steckerové). A že extrémní přehřátí českého trhu práce začíná opatrně ustupovat, potvrzuje závěr analýzy Viktora Zeisela (box 3).

Ochlazování českého růstu bude odrážet jádrová inflace, která bude mírně klesat. To ale rozhodně neplatí o inflaci jako celku. Viktor Zeisel propočítal dopad plánovaného zvýšení spotřebních daní na tabákové výrobky a tvrdý alkohol. V kombinaci s růstem cen potravin kvůli suchu mu vyšlo, že průměrná inflace příští rok zrychlí na 2,7 % z letošních předpokládaných 2,6 %. Těžko za tohoto stavu očekávat, že by se ČNB připojila ke svým americkým či evropským kolegům a úrokové sazby snížila. **Naším hlavním scénářem je pro letošní i příští rok stabilita úrokových sazeb.** Zatímco tedy všude okolo budou úrokové sazby padat, ty české se budou držet. Zkrátka „všude dole, doma nejvýš“. Krásné léto a příjemné čtení!



## Obsah

Všude špatně, doma nejlíp?.....	3
Obsah .....	5
<b>Vnější prostředí a předpoklady prognózy .....</b>	<b>6</b>
Úrokové sazby zamíří dolů.....	6
Regionálním ekonomikám nahrává i uvolněná fiskální politika .....	9
<b>Makroekonomická prognóza ČR.....</b>	<b>10</b>
Česko nečekaně odolné .....	10
Trh práce v bodu zvratu .....	18
Zvýšení spotřební daně udrží inflaci vysoko nad 2% .....	19
Rizika: z brexitu se stává největší riziko .....	21
Klíčové makroekonomické ukazatele.....	22
<b>ČNB Focus.....</b>	<b>23</b>
ČNB nezmění sazby, i když prognóza by proti nebyla.....	23
<b>Korunový devizový trh .....</b>	<b>25</b>
Koruna v souboji se sentimentem zahraničních investorů .....	25
<b>Trh českých vládních dluhopisů a IRS .....</b>	<b>28</b>
Výnosová křivka zůstane v nejbližších letech plochá.....	28
<b>Bankovní sektor .....</b>	<b>33</b>
Ceny nemovitostí i dynamika hypoték zpomalují .....	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

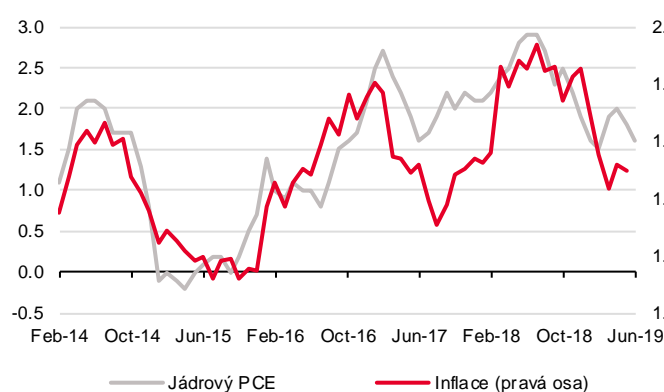
### Úrokové sazby zamíří dolů

**Ekonomika Spojených států si užívá poslední část své nejdelší expanze v historii. Fed se jí bude uvolňováním měnové politiky snažit ještě o něco prodloužit, více než do druhé poloviny příštího roku se mu to však podle našeho názoru nepovede. Obavy z ekonomického zpomalení donutí uvolnit měnové podmínky i Evropskou centrální banku. Kromě snižování úrokových sazeb podle nás v příštím roce přistoupí i k obnovení programu nákupu aktiv. V horizontu jednoho roku by se však ekonomice eurozóny i Spojených států mělo ještě poměrně dařit.**

Americká ekonomika stále v relativně dobré kondici.

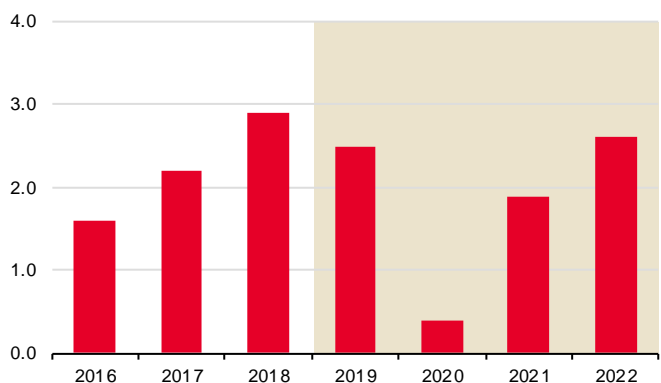
**Poslední červencový den americká centrální banka s největší pravděpodobností sníží úrokové sazby.** Mělo by se jednat spíše o preventivní uvolnění měnové politiky, které by mělo ochránit ekonomiku Spojených států před riziky vyplývajících z obchodních válek, nedořešeného brexitu či poklesu globální poptávky. Aktuální data z reálné ekonomiky snižování úrokových sazeb nutně nevyžadují. Další takovýto krok pak přijde na řadu zřejmě v září. Květnové i červnové maloobchodní tržby ukázaly, že spotřebitelé ekonomice věří a nebojí se utrácet. Podporuje je v tom jak nízká inflace, která vylepšuje jejich reálné příjmy, tak i velmi dobrá situace na trhu práce, kde stále přibývá volných pracovních pozic. Na vysokých úrovních se proto drží i spotřebitelská důvěra, která se nad hodnotami 120 bodů nacházela naposledy v roce 2001. To, co znepokojuje americkou centrální banku, je vývoj předstihových indikátorů. Ty v posledních měsících výrazně propadly. ISM v oblasti průmyslu je dokonce nejnižší od září 2016. Zde se odrážejí obavy z obchodních válek i slabší světové poptávky. Zároveň se však indikátor stále ještě drží ve fázi expanze a indikuje další růst domácí ekonomiky. V minulosti současné úrovně ISM indexu se snižováním úrokových sazeb konzistentní nebyly.

USA: Inflace výrazně ubrala na tempo (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

USA: Vývoj HDP (% y/y)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

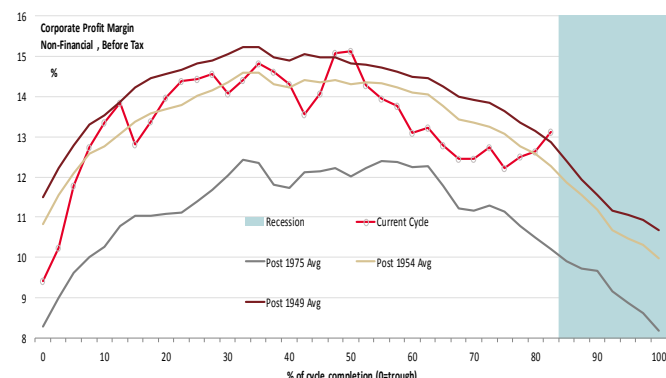
Inflace v posledních měsících zpomalila.

**Směrem dolů zamířila v posledních měsících i spotřebitelská inflace.** Ta se v současné době nachází na úrovni 1,6 %, když ještě loni touto dobou dosahovala téměř 3 %. Podobný vývoj zaznamenal i jádrový deflátor osobní spotřeby (PCE), preferovaný inflační indikátor Fedu, který se z 2% cíle sesunul k 1,6 %. Jádrová inflace naopak v červnu v meziměsíčním vyjádření nečekaně poskočila o 0,3 pb, nejvíce od ledna 2018 (na 2,1 % y/y), přičemž květnové zavedení cel může v následujících dvou až třech měsících posunout jádrovou inflaci ještě o 0,2-0,3 pb výše.

Prognóza recese se nezměnila.

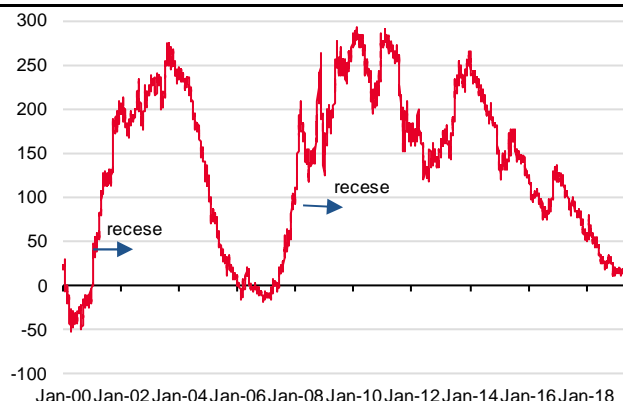
**Na naší prognóze, že ve druhé polovině příštího roku padne americká ekonomika do recese, se nic nezměnilo.** Pro letošní rok očekáváme růst HDP ještě na úrovni 2,5 %, příští rok by to však mělo být již jen 0,4 %. I tak si ale současná fáze expanze odnese titul nejdelší v historii USA. Důvody očekávané recese zůstávají stále stejné. Tedy pokles ziskových marží firem v důsledku rostoucích mzdových nákladů, propad investiční aktivity a vyčerpání kreditní cyklus. Recese by však neměla být nijak hluboká a ani dlouhá. Na pomoc by ekonomice v příštím roce měla přijít centrální banka, která podle naší prognózy po letošním dvojnásobném snížení sazeb sníží úroky celkem třikrát.

#### Ziskové marže budou klesat



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

#### Vývoj rozdílu mezi výnosem 2 letého a 10 letého dluhopisu naznačuje blížící se recesi



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Domácí poptávka drží ekonomiku eurozóny nad vodou.

Ekonomika eurozóny v prvním čtvrtletí letošního roku přidala 0,4 % q/q. K solidní dynamice ji pomohlo teplé počasí a vyšší aktivita v oblasti stavebnictví i spotřeba domácností, která doháněla to, co zameškala v H2 18. **Pro Q2 19 jsme růst HDP revidovali o jednu desetinu směrem dolů na 0,3 % q/q.** Ve druhé polovině roku by se však ekonomika měla vrátit k dynamice 0,4 % q/q. Nasvědčuje tomu fiskální politika, která je ve srovnání s loňským rokem uvolněnější, nižší inflace, slabší euro, vysoká míra úspor domácností i solidní ziskové marže firem. Spotřebitelská důvěra zůstává na vysokých úrovních, což by mohlo vést k poklesu míry úspor. Růst by měly i investice. Dobře se daří stavebnímu sektoru. Domácí poptávka by tedy měla být tím, co ekonomiku eurozóny podrží v situaci zpomalující globální poptávky a mnoha rizik, která na ní mohou dopadnout, nad vodou. Pro celý letošní rok jsme tak růst HDP revidovali směrem dolů pouze mírně, a to na úroveň 1,3 %. Zpomalení (mezikvartálně směrem k nule) očekáváme až po nástupu americké recese v H2 20. Díky solidní domácí poptávce by však mělo být relativně mírné. Dynamika HDP zvolní na 1,1 % v roce 2020 a na 0,6 % v roce 2021 (především v důsledku propadu čistých exportů).

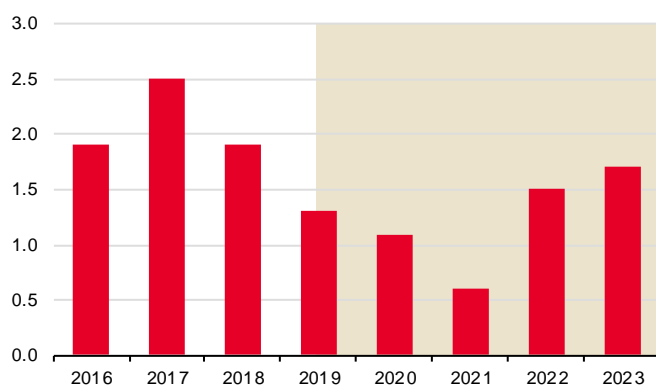
Rizik je více než dost.

**Riziko pro náš scénář představuje tvrdý brexit.** Ten by Velkou Británii stál až 3% HDP. Pokles britské domácí poptávky o 1 % by pak znamenal nižší růst HDP eurozóny o 0,25 pb, recese by pak byla hlubší. Riziko představuje i posilování eura vůči americkému dolaru (v příštím roce ho očekáváme v průměru na úrovni 1,25 USD/EUR), které by se mohlo odrazit v propadu evropských exportů. Vyloučené není ani uvalení cel na dovoz aut z EU do USA, o kterém by Donald Trump měl rozhodnout v říjnu. Ohrožením je i další zpomalení v Číně.

Inflace zůstává na nízkých úrovních.

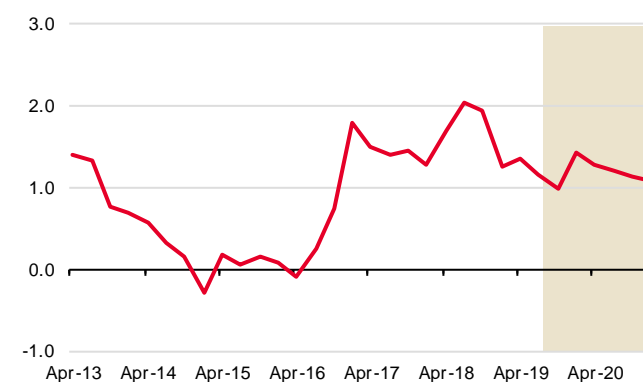
**Trvalým handicapem eurozóny zůstává nízká inflace.** Ta podle naší prognózy v průměru nepřekročí úroveň 1,3 % až do roku 2021. Jádrová inflace by díky utaženému trhu práce a rostoucím reálným mzdám měla postupně mírně akcelarovat. Přes průměrných 1,4 % se ale do konce roku 2021 také nedostane.

Eurozóna: vývoj HDP (% , y/y)



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

Inflace zůstane pod cílem ECB



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

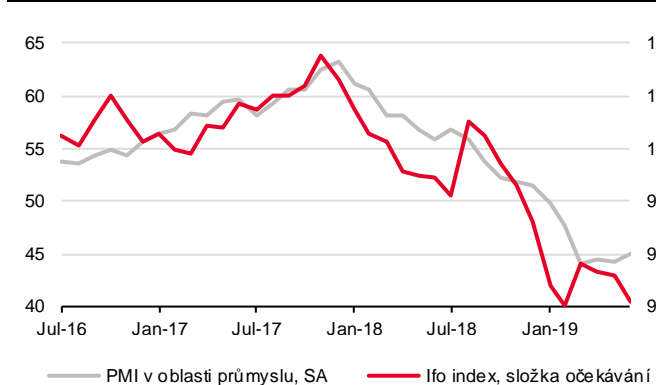
ECB sníží sazby, rozjede další program nákupu aktiv.

**Na červencovém zasedání ECB vyslala holubičí signál, který naznačuje, že je v září připravena přistoupit k dalšímu uvolnění měnové politiky.** Podle našeho názoru sníží depozitní sazbu o 20 bb, přičemž v červnu 2020 pak o dalších 20 bb, tedy na -0,8 %. V červnu zároveň sníží sazbu pro hlavní refinanční operace MRO ze současné nuly na -0,1 % (sazba, za kterou si banky vypůjčují od ECB peníze na jeden týden). S nástupem recese ve Spojených státech očekáváme, že ECB opět spustí program kvantitativního uvolňování. Ten by měl spočívat v měsíčním nákupu aktiv v hodnotě 40 mld. EUR po dobu dvou let. Čistý objem nakoupených aktiv by mohl dosáhnout až 1 bn. EUR. Pokud by data z reálné ekonomiky byla slabá, mohla by ECB spustit program QE již v letošním roce, což ale není náš hlavní scénář.

Německo stále sužuje recese v oblasti průmyslu.

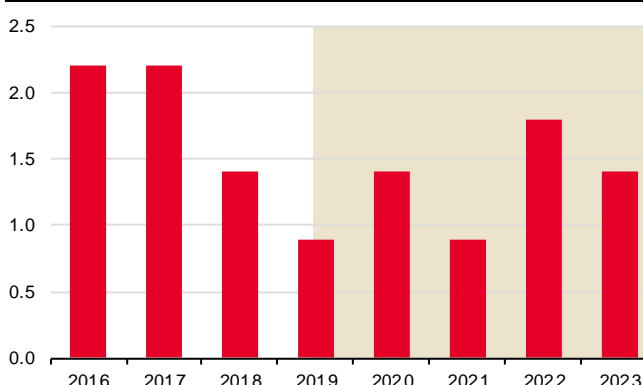
**Ze zemí eurozóny na tom není nejlépe Německo a Itálie.** Německou ekonomiku stále sužuje recese v tamním průmyslu. To je pro ni nepříjemné, neboť je na něm závislá podstatně více než zbytek eurozóny (průmysl v Německu tvoří 24 % HPH, v eurozóně 18 %). Problémy v automobilovém sektoru, slabší zahraniční poptávka i nejistota spojená s obchodními válkami tak na Německo doléhají mnohem více, než na ostatní země eurozóny. V Q2 19 bude tedy růst německého HDP nejspíš záporný. Kromě oblasti průmyslu však fundamenty zůstávají příznivé. Daňové škrty, uvolněná fiskální politika, solidní mzdový růst, ve srovnání s loňským rokem nižší inflace i slabší euro, to vše hraje ve prospěch růstu domácí poptávky. Celkově tak za letošní rok očekáváme růst HDP na úrovni 0,7 % (NSA).

Nálada je v Německu stále špatná



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Odhad německého růstu HDP (%)



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



## Regionálním ekonomikám nahrává i uvolněná fiskální politika

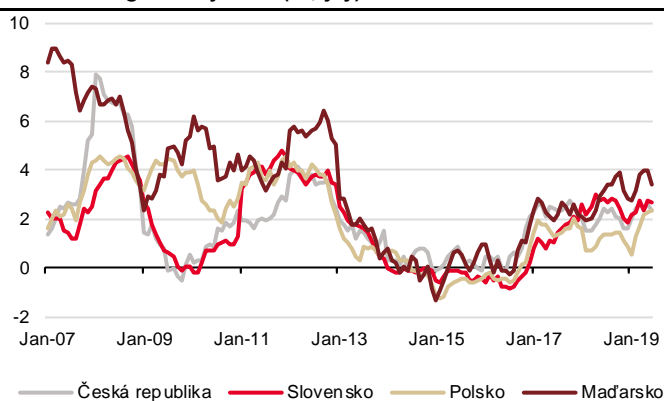
Inflace v Polsku nabrala na tempu.

**Polsko se připravuje na parlamentní volby, které proběhnou na přelomu října a listopadu.** Podle současných volebních průzkumů je jasným vítězem voleb se 40 % preferencí vládnoucí strana Pravo a spravedlnost (PiS). Opozice je po porážce ve volbách v Evropském parlamentu nejednotná, což společně se štedrou fiskální politikou ulehčuje vládnoucí straně situaci. Již začátkem července poslanci schválili zavedení dalších plošných dávek na děti, vyplacení jednorázového třináctého důchodu a osvobození zaměstnanců ve věku do 26 let od daně z příjmu. Celkově by se vládní výdaje mohly ročně zvednout až o 40 mld. PLN (240 mld. CZK). Z hlediska růstu HDP by uvolněná fiskální politika měla pomoci udržet spotřebu na solidní úrovni, a přispět tak k letošnímu růstu HDP o 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. Nedostatek výrobních kapacit a utažený trh práce se již začínají projevovat v rostoucí inflaci. Ta se v červnu se vyhoupla až na 2,6 %, nejvyšší hodnotu od listopadu 2012. V důsledku utaženého trhu práce roste i jádrová inflace (1,9 % v červnu). Vzhledem k očekávanému růstu cen potravin inflace na počátku příštího roku pravděpodobně překročí 3 %. Centrální banka zatím současný cenový vývoj hodnotí jako návrat k normálu a její rétorika zůstává holubičí. Úrokové sazby tak v horizontu jednoho roku zůstanou nejspíš beze změny.

Maďarská ekonomika zaznamenala druhý nejsilnější růst od roku 1996.

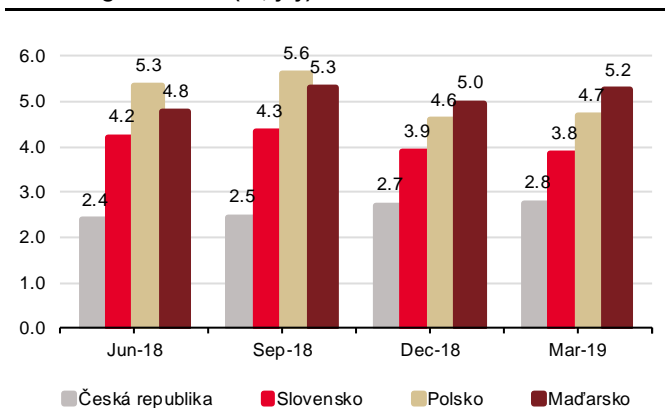
**Do dalšího zpříšňování měnových podmínek se nehrne ani maďarská centrální banka.** Ta v červnu snížila svůj program FX swapů o dalších 100 mld. HUF. Klíčovou tříměsíční a jednodenní zápůjční depozitní sazbu však ponechala beze změny. Obavy jí způsobuje především vnější prostředí, kvůli kterému bude dle vlastních slov k dalším krokům přistupovat obezřetně. V důsledku poklesu cen potravin a pohonných hmot maďarská inflace v červnu trochu ubrala na tempu (z květnových 3,9 % na 3,4 %). Nad 3 % inflačním cílem se však i podle samotné centrální banky bude držet až do roku 2021. Růst maďarské ekonomiky v prvním čtvrtletí překvapil mezičtvrtletním růstem o 1,5 %, v meziročním srovnání pak o 5,3 %. To je druhé nejrychlejší tempo od roku 1996. Ekonomiku pohání silná soukromá spotřeba, rychlé čerpání investičních fondů i výdaje vlády. V letošním roce by podle prognózy centrální banky měl HDP přidat 4,3 %. Příští rok však Maďarsko stejně jako zbytek regionu čeká zpomalení.

Inflace v regionu zrychlila (% , y/y)



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

HDP v regionu zvolní (% , y/y)



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

# Makroekonomická prognóza ČR



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

## Hlavní změny

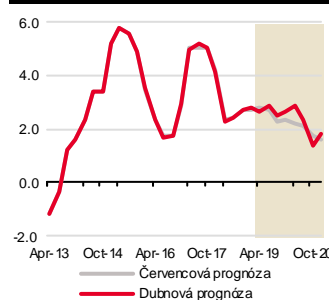
### HDP:

Výhled pro HDP pro celý letošní rok jsme revidovali nahoru z 2,4 % na 2,7 %. Pro příští rok jsme naopak provedli revizi o tři desetiny směrem dolů na 2,1 %.

### Inflace:

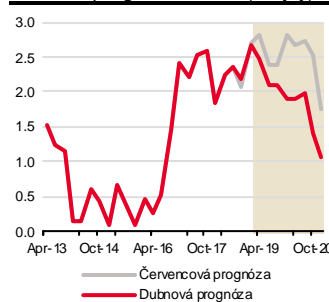
Inflační výhled pro celý letošní rok jsme posunuli o desetinu nahoru na 2,6 % v důsledku vyšších cen potravin. Příští rok inflace zrychlí na 2,7 % kvůli zvýšení spotřební daně.

## Změna v prognóze HDP (% , y/y)



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

## Změna v prognóze inflace (% , y/y)

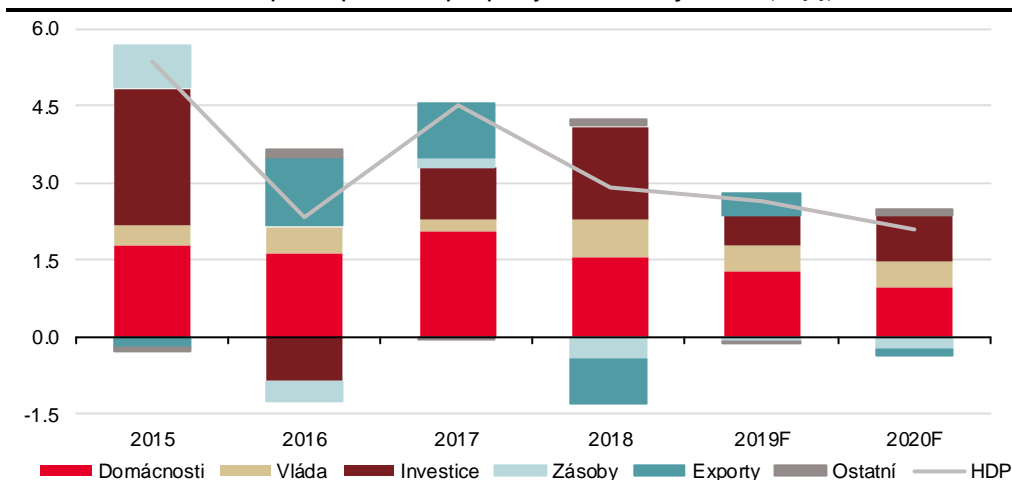


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Česko nečekaně odolné

Zatímco německý průmysl se stále potácí v recesi, domácí ekonomický růst se stabilizoval velmi blízko svého potenciálu. Největší překvapení připravil zahraniční obchod. I přes výrazné zpomalení Německa a celé eurozóny měsíční údaje naznačují, že v letošním druhém čtvrtletí vykázal nejvyšší přebytek ve své historii. Soukromá spotřeba zůstala silná, zatímco dynamika investic prochází očekávaným útlumem i kvůli cyklu EU fondů. Očekáváme, že letos si ještě ekonomika uchová svou slušnou dynamiku a ten příští ji pod vlivem globálního ekonomického zpomalení ztratí. Zatímco jádrová inflace bude postupně zpomalovat, regulované ceny a ceny potravin udrží celkovou inflaci nad dvěma procenty. Zvýšení daní vyžene inflaci příští rok dokonce ještě o něco výš.

## Zahraniční obchod letos překvapivě silně podporuje celkovou dynamiku (% , y/y)

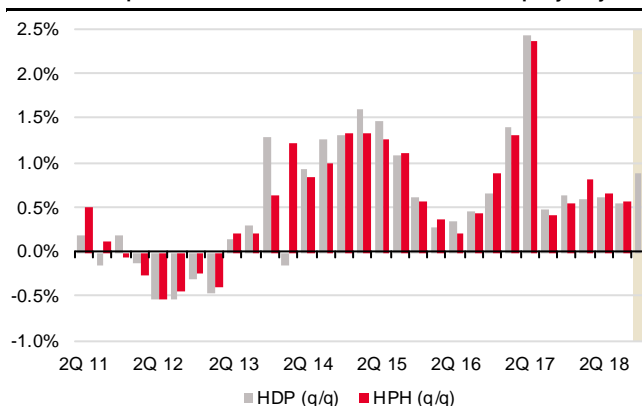


## Zahraniční obchod vytáhnul ekonomický růst ve druhém čtvrtletí

Měsíční statistiky potvrzují, že domácí ekonomika zůstává vůči hospodářskému zpomalení Německa odolná. Překvapivě se daří automobilovému průmyslu, který se také významně podílí na rostoucím přebytku zahraničního obchodu. Předpokládáme, že obchodní bilance dokonce ve druhém čtvrtletí dosáhla svého

historického rekordu. Skvělé výsledky obchodu šly částečně na vrub i slabší dovozní dynamice, která vyplynula ze zpomalující investiční aktivity. Investice po loňském zrychlení díky přílivu fondů EU (do konce roku musela být část alokace pro Česko vyčerpána) letos v podstatě stagnují. Naproti tomu soukromá spotřeba zůstala na své rostoucí trajektorii a

## Německé zpomalení se zatím na českém HDP neprojevuje



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

dynamice HDP slušně přispěla. Celkově předpokládáme, že ekonomika ve Q2 19 vzrostla o 0,7 % q/q, což představuje meziroční růst o 2,8 %, tedy stejně jako v Q1 19.

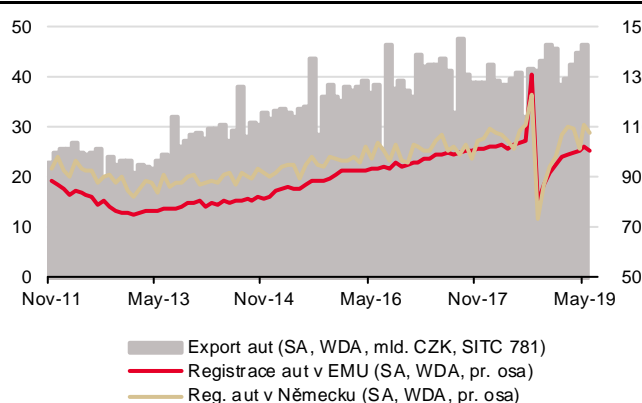
### Autoprůmyslu se zatím pokles poptávky nedotknul

Domácí průmyslová dynamika zůstane kladná, růst bude ale mdlý.

Po nepřesvědčivém startu do letošního roku si domácí průmysl vedl velmi dobře. Stále odolává zpomalující globální ekonomice i obchodu, který zapříčinil dnes již skoro roční recesi v německém průmyslu. **Poslední konjunkturální průzkum provedný statistickým úřadem ukazuje, že nedostatek pracovní síly je skoro stejně velká bariéra růstu jako nedostatečná poptávka.** Navíc tento výzkum ukázal, že průmysl má zakázky na 13,2 měsíce dopředu. Využití kapacit je také stále vysoko nad svým dlouhodobým průměrem. I když poptávka po autech je v eurozóně stále utlumená počet aut vyrobených v Česku stále roste, i když mnohem pomalejším tempem než vloni. Investiční aktivita zvolňuje, ale její dynamika zůstává kladná. Německá ekonomika by ve druhé polovině roku měla znovu nabrat tempo a měla by tak poskytnout podporu domácímu průmyslu. **Očekáváme tak, že domácí průmysl letos přidá 1,3 %.**

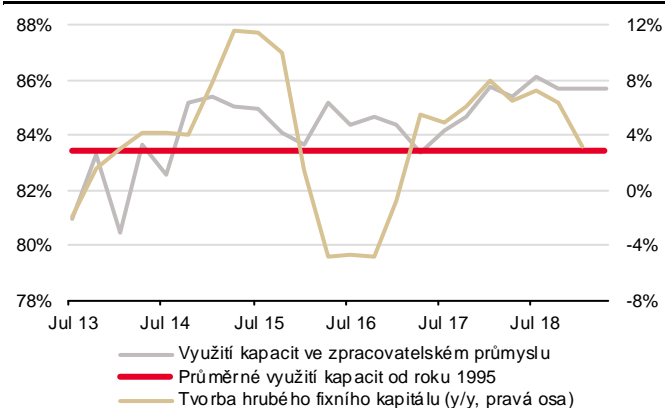
V první polovině příštího roku bude průmyslová produkce profitovat z oživení německé ekonomiky a meziroční růst podpoří i slabší statistická základna. Druhá polovina roku už bude úplně jiná. Očekáváme výrazné zpomalení globální ekonomiky, které postupně stáhne i domácí výrobu. Zpomalení do Česka však přijde s mírným zpožděním. **V příštím roce by tak ještě měl domácí průmysl vykázat solidní růst o 3 %.**

Poptávka po autech je v eurozóně stále nižší než vloni



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

Využití kapacit je stále vysoké

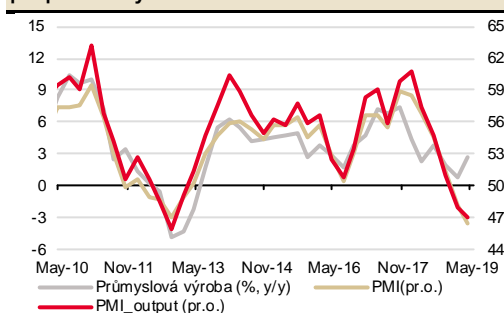


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Box 1: Moc předstihových indikátorů

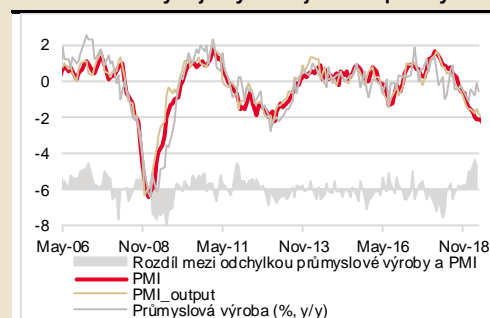
Předstihové indikátory jako je např. index nákupních manažerů (PMI), jsou analyticky pečlivě sledovány a užívány k predikci krátkodobého ekonomického vývoje. Poslední měsíce však pozorujeme mimořádný rozkol mezi očekáváním, na které poukazují předstihové indikátory a tvrdými daty. Týká se to víceméně všech vpředhledících ukazatelů doma i v zahraničí, zejména však v sektoru průmyslové výroby. PMI je vypočítán na základě průzkumu firem v soukromém sektoru. Tento průzkum se ptá pouze na faktické skutečnosti, nikdy na názory, záměry nebo očekávání. Poskytuje obrázek o ekonomickém vývoji v příštím období, jelikož rozhodnutí firem týkající se nastavení budoucí produkce jsou založena na některých informacích, které jsou v indexu viditelné.

Vývoj vpředhledicích indikátorů ukazuje na propad ve výrobě



Zdroj: IHS Markit, ČSÚ, Reuters, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Odchylka od dlouhodobého průměru se u PMI indexů zvyšuje výrazněji než u průmyslu



Zdroj: IHS Markit, ČSÚ, Reuters, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Index nákupních manažerů již několik čtvrtletí padá a spolu s ním i dynamika české průmyslové výroby. Svého lokálního maxima, tedy více než dvojnásobek dlouhodobého průměru, dosáhly předstihové indikátory stejně jako průmyslová dynamika v posledním čtvrtletí 2017. Od té doby ale hodnota obou indexů klesá. **PMI se na konci loňského roku propadl do pásma, které značí útlum v průmyslu. Na rozdíl od minulosti ale pozorujeme, že průmyslový sektor od začátku roku pokračuje sice v pomalejším, ale stále stabilním růstu.**

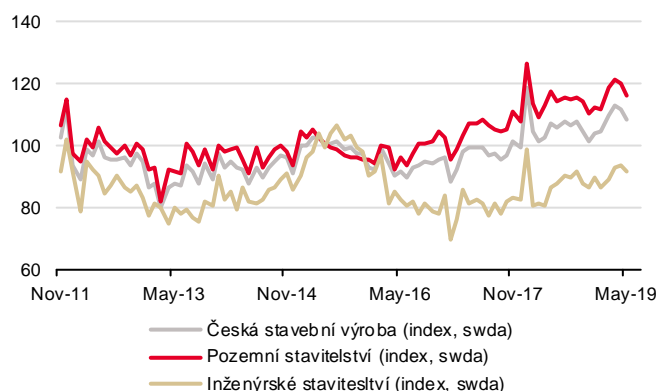
Hlubší analýza ukazuje, že ani ne tak samotná hodnota indexu, jako její odchylka od dlouhodobého průměru (zde měřená v poměru k standardní odchylce) indikuje vývoj průmyslové výroby. Právý graf ukazuje na pozoruhodnou shodu mezi vývojem PMI a průmyslové produkce v čase. **Málokdy jdou tyto dva údaje opačným směrem; ale když to udělají, efekt je obvykle výrazný.** Rozkol mezi PMI a skutečnou výrobou měřeným pomocí odchylky jsme v podobné výši jako v současnosti už viděli během roku 2007 a v mírnější podobě koncem roku 2011. Na rozdíl od současné situace byly v obou případech PMI nad svým dlouhodobým průměrem a v pásmu expanze, přesto během krátkého období spadla česká průmyslová výroba v několika málo měsících do recese. Vývoj PMI ze zpracovatelského průmyslu tak vidíme jako riziko našeho výhledu na vývoj průmyslové produkce směrem dolů.

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

Růst ve stavebnictví brzdí nedostatek kapacit.

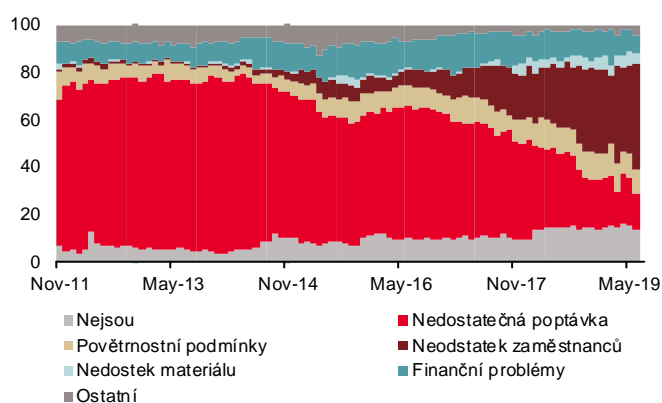
**Stavebnictví se stále daří velmi dobře.** Poptávka po stavebních pracích stále převyšuje nabídku, protože v tomto sektoru chybí kapacity. Nedostatek pracovní síly je stále největší překážkou v rozvoji tohoto sektoru. To je vidět i na produkci. **Po velmi silném růstu v loňském roce letos pozorujeme citelné zpomalení právě kvůli nedostatku kapacit.** I tak by letos stavebnictví mělo přidat 3,9 %. Zpomalení ekonomické aktivity ve druhé polovině příštího roku bude ve stavebnictví vidět. Příští rok tak přidá pouze 1,8 %.

## Stavebnictví ztrácí loňskou dynamiku



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

## Stavebnictví brzdí nedostatek kapacity



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

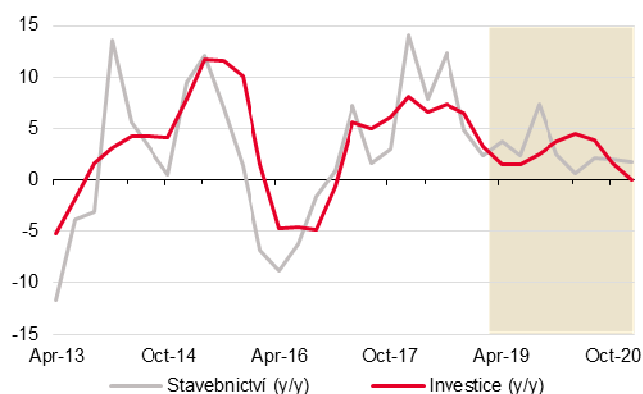
Investice zpomalí také kvůli nedostatku kapacit ve stavebním sektoru.

## Cyklus EU fondů letos zbrzdí investice

Po boomu v loňském roce investiční aktivita na začátku tohoto letošního výrazně zchladla. To je spojeno s cyklem EU fondů, který popisujeme v boxu 2. Ten ukazuje, že nemůžeme čekat, že by se loňský boom letos zopakoval. **Investice se podle nás zvýší o 2,2 %.**

V první polovině příštího roku by se měla vylepšit i situace v Německu. Oživení však bude pouze dočasné, protože ve druhé polovině roku očekáváme globální ekonomické zpomalení. **Investice by tak příští rok měly přidat 3,4 %.**

## Investice zpomalují i kvůli nedostatku kapacit ve stavebnictví (% , y/y)



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

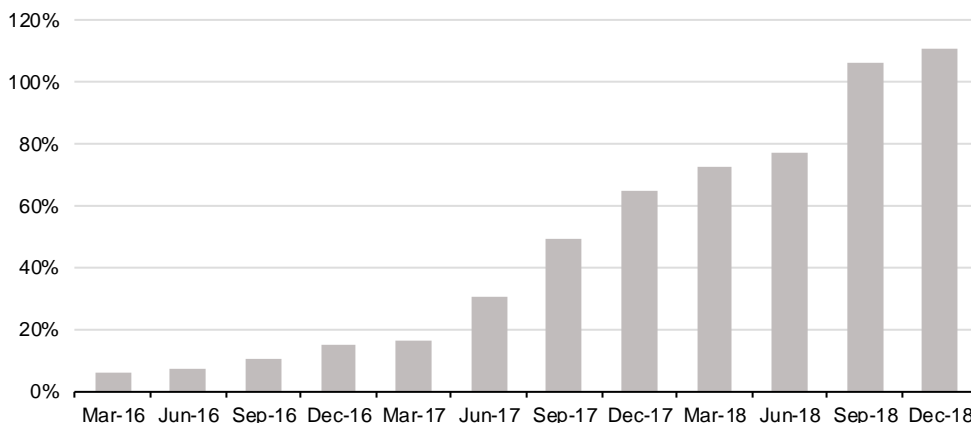
## Box 2: Pravidlo n+3 ve zbytku roku investice příliš nepodpoří

V loňském roce stouply investice v meziročním srovnání o více než 7 %. Přispěl k tomu i fakt, že Česká republika musela splnit pravidlo n+3 pro čerpání peněz z EU. Pro Českou republiku to znamenalo, že v loňském roce musela reálně vyčerpat všechny dotace, které jí byly přiděleny v letech 2014 a 2015. Jednalo se o částku 8,3 mld. EUR. Na splnění pravidla měla tedy období 2014-2018. Čerpání dotací se vzhledem k náběhu nového programového období rozbíhalo jen velmi pomalu a s tím i plnění pravidla n+3. Největší objem žádostí o platbu byl Evropské komisi zaslán ve třetím čtvrtletí loňského roku (téměř 28 mld. CZK). Reálně však tyto peníze byly proinvestovány o několik čtvrtletí dříve. Vyplácení prostředků konečnému příjemci, tedy firmě nebo obci, která investici realizuje, totiž není závislé na vyplácení peněz z fondů EU. Ta jí musí nejdříve realizovat ze svých prostředků, přičemž jí následně profinancuje stát ze státního rozpočtu a pak teprve Česká republika žádá Brusel o proplacení dané investice.

V letošním roce musí Česko vyčerpat všechny dotace, které jí byly přiděleny v roce 2016. Celkem by to mělo být 6,6 mld. EUR. Na 94 % objemu těchto prostředků již byly ke konci prvního čtvrtletí letošního roku zaslány žádosti Evropské komisi o proplacení. Ve zbytku roku tak již nebude nad Českem viset Damoklův meč v podobě rizika ztráty dotací, a tak se akcelerace investic, jaké jsme byli svědky v loňském roce, nebude zřejmě opakovat. Nejvíce peněz pak bude pravděpodobně čerpáno jako obvykle na konci programového období.

Termín na dočerpání prostředků z roku 2020 byl stanoven na 15. února 2025. Výraznější nárůst investiční aktivity lze tedy očekávat v letech 2023-2024. V novém programovém období 2021-2027 bude mít Česko k dispozici zhruba 20 mld. EUR, tedy o 4 mld. EUR méně, než v současném období. Náběh bude zřejmě opět pomalý, což naznačuje i stav příprav na jeho zahájení.

#### Průběh plnění pravidla n+3 pro rok 2018



Zdroj: MMR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

### Fiskální politika: zhoršující se výhled pro příští roky

Hospodaření státu tento rok dosáhne nejhoršího výsledku od roku 2015, když skončí podle plánu ministerstva v deficitu 40 mld. CZK. Ekonomika nepodporuje vyšší výběr daní tak, jako v předchozích letech, na druhou stranu slabší investiční aktivita zachrání rozpočet před hlubším deficitem. Celkové veřejné finance však letos zůstanou v přebytku díky stále solidnímu hospodaření municipalit a fondů sociálního zabezpečení. Pro příští rok očekáváme další zhoršení rozpočtu státu a municipalit, což povede k prvnímu deficitu veřejných financí po pěti letech přebytků.

#### Pomalejší růst daňových příjmů a slabší investiční aktivita

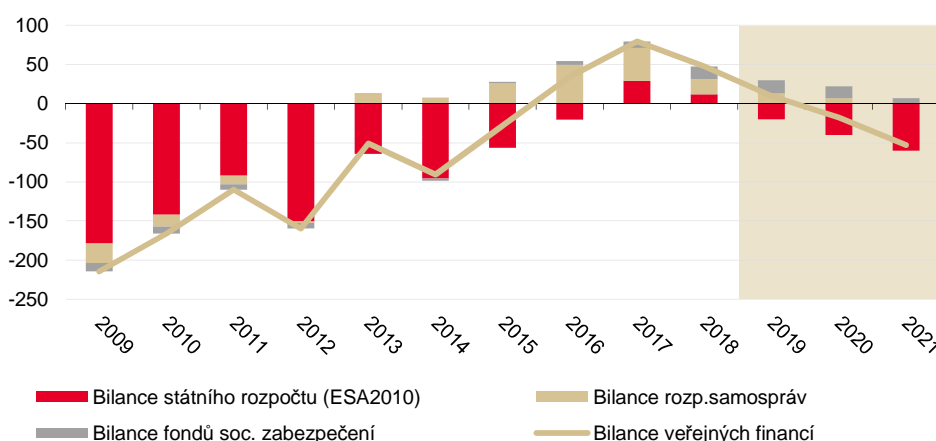
Státní rozpočet za prvních šest měsíců skončil ve schodku 20,7 mld. CZK. Jedná se tak o nejhorší výsledek rozpočtu od roku 2013, kdy byl ještě o deset miliard horší. Nicméně od té doby, s výjimkou loňského roku, byly všechny roky ve stejném období v přebytku. Na druhou stranu je nutno podotknout, že rozpočtovaný deficit pro tento rok je 40 mld. CZK. Podle nás tak rozpočet po několika letech překvapivě pozitivních výsledků hospodaření skončí podle plánu. **Hlavním důvodem je slabší výběr daní, a to zejména v případě DPH a daně z příjmu fyzických osob, které lehce zaostávají za plánem.** Naopak překvapuje výběr daně z příjmu právnických osob, který ještě v prvním čtvrtletí silně zaostával. Od ještě hlubšího deficitu státního rozpočtu vládu zachraňuje již tradičně slabší rozjezd investičních výdajů v první polovině roku. Doposud byla proinvestována pouze třetina prostředků určených na tento rok. Ekonomika nepodporuje státní rozpočet tak jako v minulosti, což se projevuje na slabším růstu výběru daní všech hlavních položek krom daně z příjmu fyzických osob, na které se vybírá v průměru o 14 % více než před rokem, i tak to je pod rozpočtovaným plánem. Očekáváme, že státní rozpočet tento rok skončí v deficitu 40 mld. CZK tak, jak s tím počítá Ministerstvo financí s tím, že vidíme riziko o něco lepšího výsledku. Rozhodujícím faktorem bude také investiční aktivita státu ve druhé polovině roku. Tento rok stát musí dočerpat podle

Solidní výkon veřejných financí stahuje do deficitu hospodaření státu, které je nejhorší od roku 2013.

pravidla  $n+3$  přibližně 24 mld. CZK z fondů Evropské unie, přičemž v minulém roce to touto dobou bylo o cca 15 mld. více (viz box 2). Objem naplánovaných investic byl přitom o 35 mld. nižší. Tento rok se tak výrazně zvýšil objem investic z vlastních zdrojů a naopak klesla míra spolufinancování z fondů EU. Proto zde hrozí, že stále více vyčerpaná kapacita ekonomiky a absence nutnosti finanční prostředky vyčerpat vyústí v nižší investice oproti plánu a tudíž i lepší výsledek hospodaření státu.

**Výrazně odlišný obrázek nabízí letošní hospodaření municipalit a fondů sociálního zabezpečení.** Kraje a obce i nadále těží z loňské změny rozpočtového určení daní, která navýšila jejich příjmy o několik miliard. Zároveň také přetrvává rozpočtová odpovědnost obcí a jejich pozvolný nárůst investičních výdajů. Za prvních pět měsíců tak jsou územní rozpočty v přebytku 19,9 mld. CZK, což je o šest miliard více ve srovnání se stejným obdobím minulého roku. Zároveň se také stabilizoval stav volných finančních prostředků na běžných účtech municipalit lehce pod 200 mld. CZK, což odpovídá přibližně třetině všech loňských výdajů. To lze jednoznačně považovat za solidní rezervu pro případ horších časů. Proto očekáváme, že tento rok skončí rozpočet místních vládních institucí v přebytku 13 mld. CZK, což lze stále považovat za dobrý výsledek, ikdyž nejhorší od roku 2014. Naopak vrcholu rozpočtového cyklu dosahují fondy sociálního zabezpečení, které z největší části tvoří zdravotní pojišťovny. Ty těží z několikaletého růstu mezd a zvýšení jejich minimální úrovně a tím pádem i vyššího výběru zdravotního pojistného a loňského zvýšení plateb za státní pojistěnce. Proto pro tento rok očekáváme, že jejich hospodaření skončí v rekordním přebytku 16,7 mld. CZK.

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

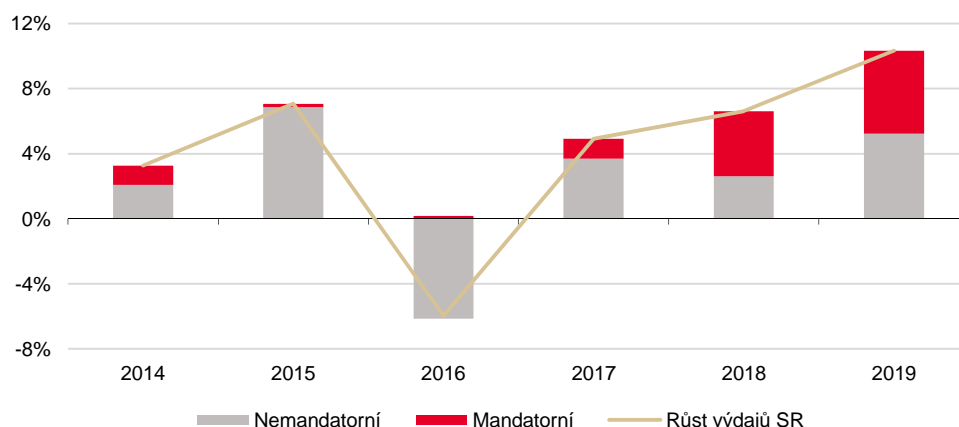


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Celkově jsme tak námi očekávané saldo hospodaření veřejných financí podle metodiky ESA2010 pro tento rok zvýšili o tři desetiny procentního bodu na 0,2 % HDP.** Hlavním důvodem revize je viditelně lepší hospodaření krajů, obcí a zdravotních pojišťoven, které vykompenzují výrazné meziroční zhoršení státního rozpočtu. I tak by se jednalo o zhoršení přebytku veřejných financí o sedm desetin procentního bodu ve srovnání s předchozím rokem.



Struktura výdajů státního rozpočtu (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

### Absence snahy vyhnout se deficitním rozpočtům

Státní rozpočet pro příští rok je stále ve schvalovacím procesu. Do konce září musí vláda předložit návrh státního rozpočtu Poslanecké sněmovně. Prozatím byl předběžný návrh rozpočtu schválen vládou, nicméně členové menšinové strany vládní koalice se hlasování zdrželi, což se stalo poprvé v historii. Požadují navýšení platů některých státních zaměstnanců a sociálních služeb. Na druhou stranu komunisté, kteří podporují menšinovou vládu ve sněmovně, požadují snížení deficitu rozpočtu o deset miliard. Tyto **prvotní spory tak naznačují, že ani letos schvalování rozpočtu nebude jednoduché**. Nicméně neočekáváme, že by se měl opakovat scénář posledních let, kdy byl návrh schválen jen pár dní před koncem roku a reálně hrozilo rozpočtové provizorium.

Prozatím tak státní rozpočet pro příští rok počítá s navýšením průměrného starobního důchodu o 900 CZK na 14 358 CZK, zvýšení rodičovského příspěvku na 300 tis. CZK nebo se zrušením karenční doby (které platí od července tohoto roku), což se také negativně promítne na nákladové straně rozpočtu. Narůst by měly opět i platy učitelům o deset procent a neučitelským profesím o sedm procent. Na straně úspor by mělo dojít ke snížení pracovních míst na ministerstvech a dalších státních institucích, a to až o 10 %. Celkově by se však mělo obsadit více nových pozic, než kolik by se mělo seškrtnat. V daňovém mixu sněmovna již schválila zvýšení spotřební daně na tabák a alkohol. Podle odhadů ministerstva by tato změna měla přinést kolem jedné miliardy korun na dani z lihu a necelých osm miliard na dani z tabáku. V případě druhého zmíněného však pokládáme odhady ministerstva za nereálné. Podle našich odhadů dosáhne dodatečný příjem pouze kolem 5 mld. CZK pokud zanedbáme možný efekt předzásobením, který by výběr v prvním roce od zvýšení ještě snížil.

### Dynamika veřejných financí

	2018	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f
Bilance veřejných financí (% HDP)	0,9	0,2	-0,3	-0,9	-0,1	0,2
Fiskální úsilí (% HDP)	-0,8	-0,6	-0,1	-0,5	0,8	0,2
Veřejný dluh (mld. CZK)	1735,1	1745,4	1773,4	1816,4	1831,4	1831,4
Poměr dluhu k HDP (%)	32,5	30,9	30,1	29,9	29,0	27,6

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

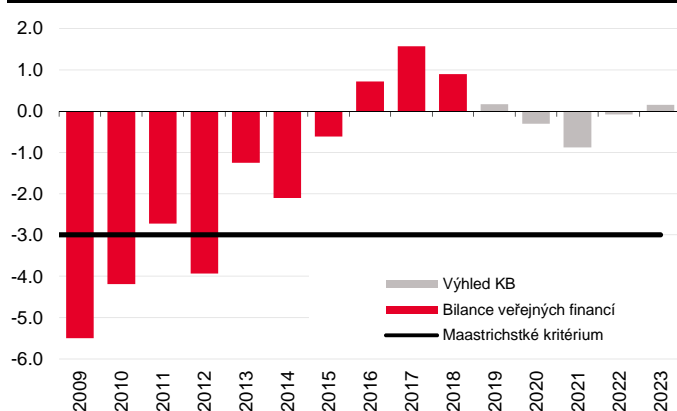
Aktuální prognóza Ministerstva financí z letošního dubna počítá pro příští rok s růstem HDP 2,4 %, růstem spotřeby domácností o 2,8 % a růstem mezd o 5,7 %. **U všech těchto ukazatelů počítáme s o něco slabším růstem, což nepovede k takovým příjmům, s jakými počítá současný návrh státního rozpočtu.** Na přelomu července a srpna vychází nová makroekonomická prognóza Ministerstva financí, která by tento výhled ještě mohla



změnit. Na jejím základě by došlo k přehodnocení příjmu v současném návrhu státního rozpočtu. Na druhou stranu se nezmění situace na straně investičních výdajů, jejichž realizace bude i nadále problematická, což sníží výdaje rozpočtu. Celkově tak očekáváme, že deficit státního rozpočtu se v příštím roce dále zhorší na 50 mld. CZK. V přebytku zůstanou i nadále municipality a fondy sociálního zabezpečení, ačkoli jejich příspěvek nebude tak velký jako v letošním roce (7 mld., resp. 15 mld. CZK). Očekáváme, že veřejné finance podle metodiky ESA 2010 v souhrnu vykáží příští rok deficit 0,3 % HDP, což by bylo poprvé od roku 2015.

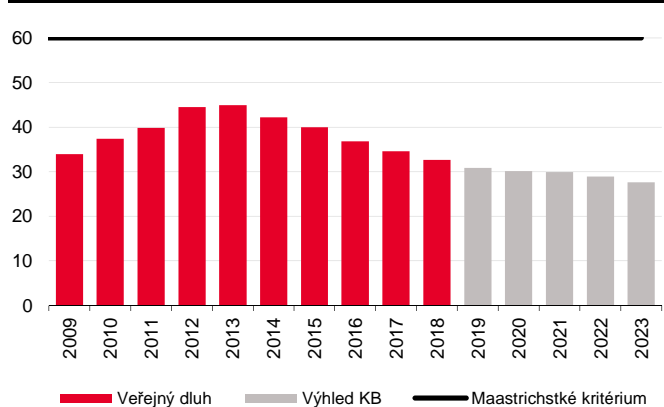
Dluh veřejných financí se zhoršujícím se výhledem hospodaření dále poroste, ale pouze zanedbatelným tempem. **V relativním vyjádření však zadlužení bude dále klesat a na konci příštího roku by se mělo dostat na úroveň 30 % HDP**, což je nejnižší hodnota od roku 2008. Na druhou stranu úrokové náklady vyplývající ze zadlužení veřejných financí poklesly na své dno kolem 40 mld. CZK a v následujících letech budou stagnovat nebo jen mírně růst.

Bilance veřejných financí (% HDP)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Veřejný dluh (% HDP)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**František Tábořský**  
420 222 008 598  
frantisek\_taborsky@kb.cz

## Trh práce v bodu zvratu

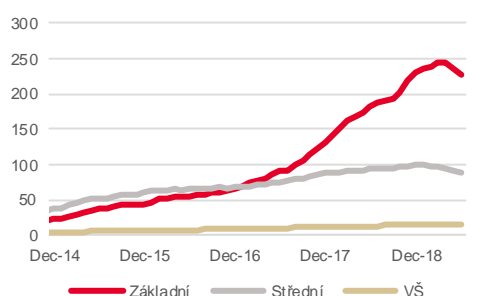
Situace na trhu práce se začíná pomalu otáčet.

Míra nezaměstnanosti měřená statistickým úřadem se v únoru propadla až na 1,9 %. To ale podle všeho již opravdu představuje úplné dno. Od té doby totiž míra nezaměstnanosti o tři desetiny vzrostla. Podíl nezaměstnaných podle měření úřadů práce stále klesá, ale **další statistiky z úřadů práce již ukazují, že se situace na trhu práce už pomalu otáčí**. To ukazujeme v následujícím boxu.

### Box 3: Volná pracovní místa naznačují obrat na trhu práce

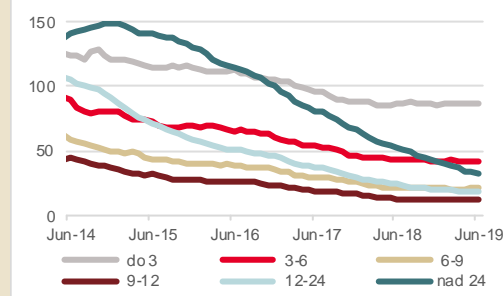
Jedním z nejvýraznějších pozitivních efektů současné ekonomické expanze je dříve nevídaný pokles nezaměstnanosti. Česká nezaměstnanost na začátku roku zapsala nové rekordy a počet volných pracovních míst v posledních letech prudce narostl. Nabídka volných pracovních míst se zlepšila zejména těm nejméně kvalifikovaným. Sesbíraná data jsou možná trochu zkreslená, protože zaměstnavatelé nemají tendenci inzerovat volná místa pro ty nejkvalifikovanější pracovníky a hledají je napřímo, nicméně se nedomníváme, že by toto zkreslení ubíralo naši analýze váhu.

Nabídka práce pro nekvalifikované klesá (SA, tis.)



Zdroj: MPSV, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Řady dlouhodobě nezaměstnaných postupně řidnou (tis.)



Zdroj: MPSV, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Počet volných pracovních míst v červnu poprvé od konce roku 2016, kdy statistici zaznamenali sezónní snížení, výrazně klesnul. Když se ale na čísla podíváme pozorněji, zjistíme, že když odečteme sezónní efekty, počet volných pracovních míst klesá po celý letošní rok. Nejvíce klesá nabídka míst pro nekvalifikované. Situace na trhu práce se tak začíná normalizovat.

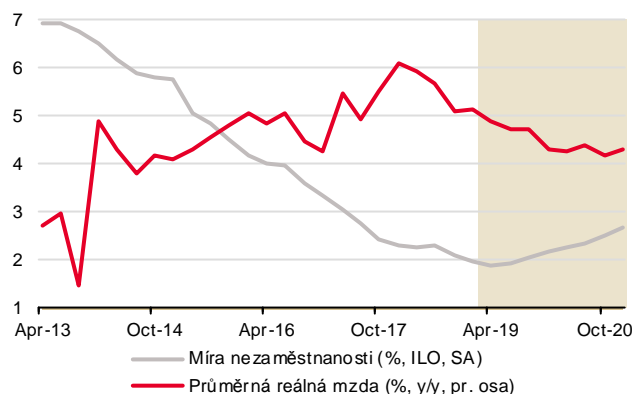
Detailní údaje z úřadů práce také ukazují, že v současné expanzi výrazně ubylo dlouhodobě nezaměstnaných. Zatímco na začátku cyklu byl podíl nezaměstnaných déle než rok na celkovém počtu uchazečů o práci skoro 50 %, nejnovější statistiky ukazují, že jejich podíl je v současnosti pouze čtvrtinový. Stabilizovala se i frikční nezaměstnanost (do 3 měsíců), což by mohlo naznačovat, že lidé nehledají práci tolik jako v předchozích měsících. To se podle nás projeví na slabším mzdovém růstu.

**Míra nezaměstnanosti v průměru dosáhne 2 % v letošním roce.** Ekonomické zpomalení by se na trhu práce mělo výrazněji podepsat v příštím roce. Nicméně vzhledem k jeho utaženosti bude nárůst nezaměstnanosti pozvolný. **V průměru by nezaměstnanost v příštím roce měla zaznamenat 2,3 %.**

Uvolňování trhu práce bude patrné i na mzdovém růstu. I přes výrazný příspěvek veřejného sektoru, mzdy v prvním čtvrtletí vzrostly „pouze“ o 7,4 %. To ukazuje, že mzdové tlaky v soukromém sektoru pomalu odeznívají. Zaměstnanci cítí, že ekonomika zpomaluje a již

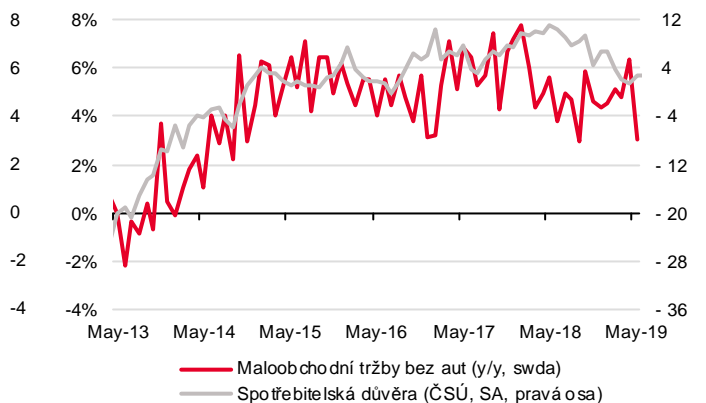
nepožadují takový nárůst mezd jako v minulém roce. **V letošním roce očekáváme nárůst mezd o 6,5 %.** V příštím roce bude zpomalování pokračovat. **I platy v soukromém sektoru porostou pomaleji. Tlaky na trhu práce budou slabší a mzdy se zvýší o 5,3 %.**

#### Mzdový růst bude zpomalovat



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

#### Spotřebitelská důvěra ožívá



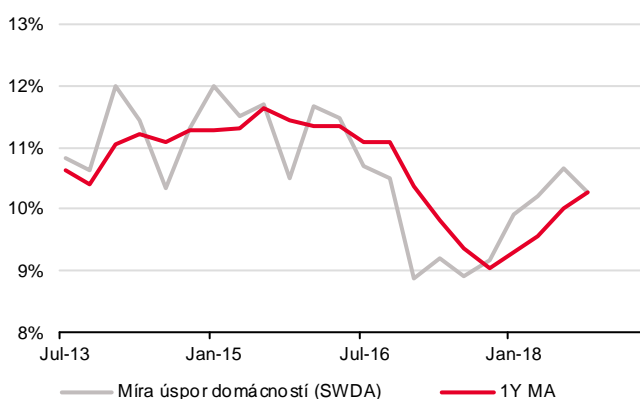
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Spotřebitelská důvěra se zotavuje.

Zpomalení ekonomiky na přelomu roku se projevilo v poklesu spotřebitelské důvěry a zvýšení míry úspor. Poslední konjunkturální průzkum ukázal, že spotřebitelská důvěra se stabilizovala a začíná se znovu zvedat. Stabilizovat by se měla i míra úspor. Spotřeba se otřepala již v prvním čtvrtletí poté, co se propadla na konci roku a potvrzuje, že domácnosti znovu získávají sebevědomí. Měsíční údaje o maloobchodu naznačují, že spotřebitelský apetit domácností ve druhém čtvrtletí neopustil. **Díky utaženému trhu práce i stále silnému ekonomickému růstu by měla soukromá spotřeba přidat 2,7 %.**

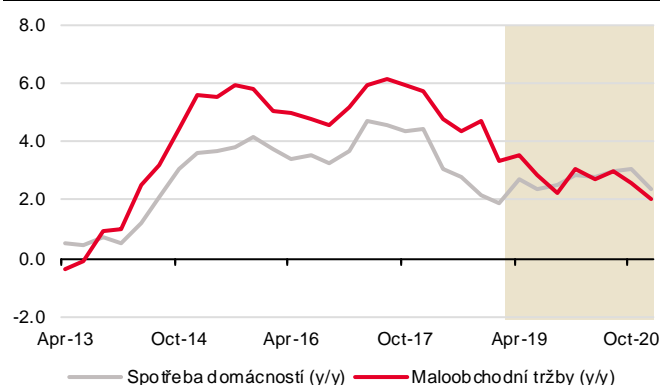
**V příštím roce očekáváme, že spotřeba oslabí kvůli nižší důvěře a mírnějšímu mzdovému růstu. Měla by tak vykázat dynamiku 2,1 %.**

#### Míru úspor čeká stabilizace



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

#### Maloobchodní tržby naznačují slušný růst spotřeby (%)

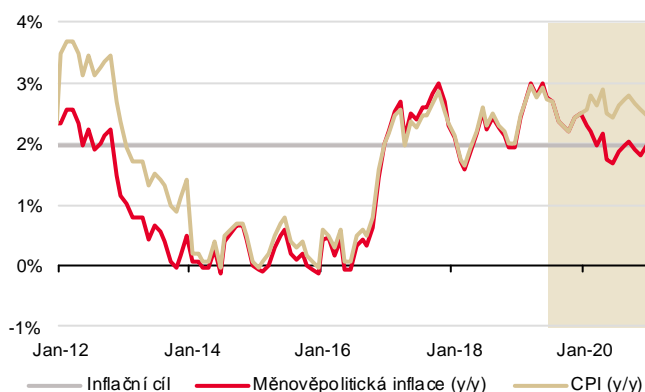


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Zvýšení spotřební daně udrží inflaci vysoko nad 2%

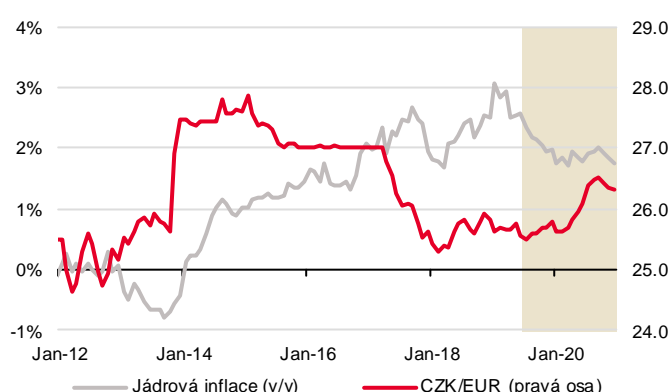
Zatímco jádrová inflace ztrácí svou dynamiku rychleji, než jsme předpokládali v minulé prognóze, celkovou inflaci udržely vysoko ceny potravin. Přetrvávající sucho bude i nadále vytvářet cenové tlaky, zatímco jádrová inflace bude zpomalovat ke dvěma procentům. Průměrný cenový růst tak letos dosáhne 2,6 %. Pro příští rok vláda připravila zvýšení spotřební daně. Naše výpočty ukazují, že ta by měla celkovou inflaci zvednout o 0,8 pb. Ta by tak měla dosáhnout 2,7 %.

## Zvýšení daní udrží inflaci výrazně nad dvěma procenty



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

## Jádrová inflace směřuje ke dvěma procentům



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

Jádrová inflace postupně oslabuje.

Jádrová inflace ve druhém čtvrtletí zpomalila, i tak se ale drží v blízkosti 2,5 %. Předpokládáme, že v letošním roce se bude přibližovat dvěma procentům. Mzdové tlaky se postupně mírní a stabilní kurz koruny inflaci v podstatě neovlivní. V průměru by letos inflace měla vykazat 2,4%. Příští rok budou inflační tlaky ještě slabší. Ve druhé polovině roku navíc spotřebu sníží pokles důvěry v průběhu globálního ekonomického zpomalení. To se projeví i v českých jádrových cenách. Nicméně oslabující koruna by měla výraznému poklesu jádrové inflace zabránit. **Celkově tedy očekáváme, že jádrová inflace v průměru dosáhne 1,9 %.**

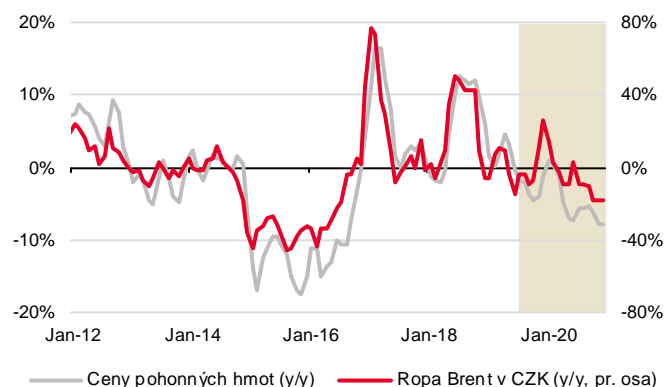
Dlouhodobá sucha prodražují potraviny.

Ceny potravin za první polovinu roku předvedly velmi silnou dynamiku. Sucho zvýšilo ceny zeleniny (zejména brambory enormně zdražují), ale loňská výrazně podprůměrná sklizeň se projevila i v cenách pečiva a živočišných produktů. Citelně totiž zdražilo krmivo. Počasí se letos moc nevylepšilo, a tak se nedá předpokládat, že by se ceny potravin letos výrazně snížily. To potvrzují ceny v zemědělství. **Potraviny by tak v průměru měly letos zdražit o 2,2 % a příští rok jejich ceny přidají 3,3 %.**

Ceny pohonných hmot zlevní díky posilující koruně vůči dolaru.

Poté, co se v květnu ceny ropy na světových trzích propadly, stabilizovaly se kolem hodnoty 65 USD za barel. Předpokládáme, že by měly ještě ve zbytku roku mírně klesnout. V příštím roce budou ceny ropy stabilní, ale **domácí pohonné hmoty** bude zlevňovat koruna, která posílí vůči dolaru a sníží tak dovozní ceny ropy. **Ceny pohonných hmot se podle nás letos v průměru sníží o 0,9 % a příští rok dokonce o 5 %.**

## Ceny pohonných hmot budou spíše klesat



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

Inflace regulovaných cen zůstane celý rok vysoko.

Regulované ceny letos vyskočily kvůli výraznému navýšení cen elektřiny. Tento nárůst již v průběhu roku nebudou korigovat. **Jejich průměrný růst letos dosáhne 4,4 %. V příštím roce očekáváme, že regulované ceny přidají dalších 2,4 %.** Zatím nic nenasvědčuje tomu, že by se ceny energií měly příští rok výrazně měnit.

**Pro příští rok se vláda rozhodla zvýšit spotřební daně.** Krabička cigaret by měla být dražší o deset korun a zdražení čeká také alkohol. Celkově od změny daní očekáváme do inflace příspěvek 0,8 procentního bodu.

## Rizika: z brexitu se stává největší riziko

Rizika plynoucí z vnějšího prostředí stále přetrvávají. V domácí ekonomice vidíme rizika spojená s vysokým využitím kapacit, promítáním rostoucích cen elektřiny do ostatních cenových okruhů i druhotné efekty zvýšení daní. Hlavní rizika jsou:

- **Brexit.** S nástupem Borise Johnsona jako ministerského předsedy se výrazně zvyšuje pravděpodobnost brexitu bez dohody. Takový výsledek by byl ranou pro český ekonomický růst.
- **Recese v eurozóně.** Domácí ekonomika zatím prokázala odolnost vůči zpomalení v eurozóně (zejména v Německu), nicméně pokud zpomalení bude mít trvalejší charakter nebo se promění v recesi, jistě se dotkne i domácího ekonomického růstu.
- **Výrazný pokles poptávky po autech nebo dílech v Evropě** by představoval značnou ránu pro domácí producenty. Nezáleží na tom, jestli by k němu došlo kvůli nasycenosti trhu nebo novým ekologickým regulacím. Toto riziko také může být spojeno se cly na dovoz aut do Spojených států. Ta by postihla zejména německé výrobce a s nimi i jejich české dodavatele.
- **Propsání vyšších cen elektřiny do dalších cenových okruhů.** Prudké zvýšení cen elektřiny nebo zvýšení spotřebních daní se může výrazně projevit v dalších cenách v ekonomice rychleji, než očekáváme. Inflace tak může být letos silnější, než se domníváme.

## Klíčové makroekonomické ukazatele

	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>HDP a jeho struktura</b>														
HDP (reálně, y/y, %)	2,8	2,8	2,3	2,4	2,2	2,1	1,8	1,7	2,9	2,7	2,1	1,8	2,5	2,7
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	2,8	2,7	2,6	2,3	1,9	2,0	2,3	2,1	3,3	2,7	2,1	2,1	2,5	3,1
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	2,9	2,2	2,6	2,8	2,4	2,7	2,2	2,2	3,9	2,7	2,5	2,4	1,8	1,3
Fixní investice (reálně, y/y, %)	1,5	1,6	2,5	3,7	4,5	3,8	1,6	0,1	7,1	2,2	3,4	-0,5	1,9	1,8
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	1,0	1,3	-0,5	0,6	-1,1	-0,6	0,5	0,6	-0,8	0,4	-0,1	1,0	0,3	0,9
Zásoby (příspěvek do y/y)	-0,5	-0,4	0,4	-0,8	0,6	-0,1	-0,6	-0,7	-0,4	-0,1	-0,2	-0,7	0,2	-0,1
<b>Měsíční data z reálné ekonomiky</b>														
Zahraniční obchod (mld, CZK) (*) (***)	137	121	111	110	111	109	111	112	383	486	440	459	448	475
Vývozy (nominálně, y/y, %) (*)	6,8	6,8	4,8	6,1	4,4	3,9	4,2	2,6	3,7	6,0	4,6	5,1	7,9	8,4
Dovozy (nominálně, y/y, %) (*)	2,6	3,3	5,3	7,5	7,5	5,4	4,6	2,7	5,7	3,9	6,2	5,2	8,8	8,6
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	1,0	1,2	2,7	4,5	3,6	2,8	1,4	-0,1	3,1	1,3	3,1	2,8	6,2	6,7
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	3,7	2,4	7,3	2,5	0,6	2,1	2,0	1,7	9,8	3,9	1,8	2,7	3,9	6,4
Maloobchod (reálně, y/y, %)	4,4	3,9	3,5	2,0	2,4	2,1	1,8	1,9	5,0	4,2	2,1	1,6	2,6	4,0
<b>Trh práce</b>														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	6,7	5,9	5,9	5,5	5,3	5,6	5,0	4,4	7,6	6,5	5,3	3,8	4,7	5,6
Mzdy (reálně, y/y, %)	3,8	3,4	3,5	2,6	2,5	2,8	2,3	2,6	5,4	3,8	2,6	2,3	2,9	3,5
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	2,6	2,7	3,0	3,2	2,9	3,1	3,5	3,7	3,1	2,8	3,2	3,7	3,8	3,7
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	1,8	2,0	2,0	2,2	2,2	2,4	2,5	2,7	2,2	2,0	2,3	2,8	3,0	2,8
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	0,4	0,5	0,0	-0,4	-0,3	-0,7	-0,7	-0,7	1,4	0,4	-0,5	-0,6	-0,1	0,2
<b>Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu</b>														
Inflace (y/y, %)	2,8	2,4	2,4	2,8	2,7	2,7	2,6	1,8	2,1	2,6	2,7	1,5	1,8	2,0
Daně (příspěvek do y/y CPI)	-0,1	-0,1	-0,1	0,7	0,8	0,8	0,8	0,1	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0
Jádrová inflace (y/y, %) (**)	2,6	2,2	2,0	1,8	1,9	2,0	1,8	1,5	2,2	2,4	1,9	1,4	1,6	1,9
Ceny potravin (y/y, %) (**)	2,5	2,6	2,8	3,3	3,0	3,1	3,1	2,2	1,3	2,2	3,1	1,2	1,5	1,3
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (**)	2,5	-3,3	-4,1	-1,1	-6,4	-5,4	-7,1	-5,7	6,2	-0,9	-5,0	-5,5	-1,6	-0,9
Regulované ceny (y/y, %) (**)	4,5	4,4	5,0	3,1	2,4	2,0	1,9	3,2	1,7	4,4	2,4	3,7	3,7	3,6
Ceny v průmyslu (y/y, %)	3,5	2,9	2,9	2,7	1,9	1,7	1,3	1,3	2,1	3,2	1,9	0,9	1,3	1,8
<b>Finanční proměnné</b>														
2W Repo (%, průměr)	1,91	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,06	1,92	2,00	2,00	2,4	2,7
3M PRIBOR (%, průměr)	2,13	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	1,27	2,16	2,15	2,15	2,5	2,8
CZK/EUR (průměr)	25,68	25,60	25,73	25,67	25,97	26,47	26,38	26,15	25,7	25,7	26,1	25,6	24,9	24,4
CZK/USD (průměr)	22,86	22,86	22,18	21,39	20,94	20,84	20,45	20,27	21,7	22,6	20,9	20,2	19,2	18,3
<b>Vnější prostředí</b>														
HDP v EMU (reálně, yoy, %)	1,1	1,4	1,6	1,6	1,3	1,0	0,7	0,5	1,8	1,3	1,1	0,7	1,5	1,7
HDP v Německu (reálně, yoy, %)	0,4	0,9	1,3	1,3	1,5	1,0	0,6	0,3	1,5	0,8	1,1	0,9	1,8	1,6
CPI v EMU (yoy, %)	1,4	1,2	1,0	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,7	1,2	1,3	1,2	1,3	1,4
Ropa Brent (USD/bbl, průměr)	79,5	70,0	75,0	70,0	70,0	68,7	67,3	66,4	71,5	72,1	69,0	65,0	65,0	65,0
Euribor 1Y (%, průměr)	-0,15	-0,21	-0,29	-0,35	-0,38	-0,36	-0,28	-0,22	-0,17	-0,19	-0,34	0,00	1,00	1,80
USD/EUR (průměr)	1,12	1,12	1,16	1,20	1,24	1,27	1,29	1,29	1,18	1,13	1,25	1,27	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 přímý dopad daňových změn;

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

## ČNB Focus



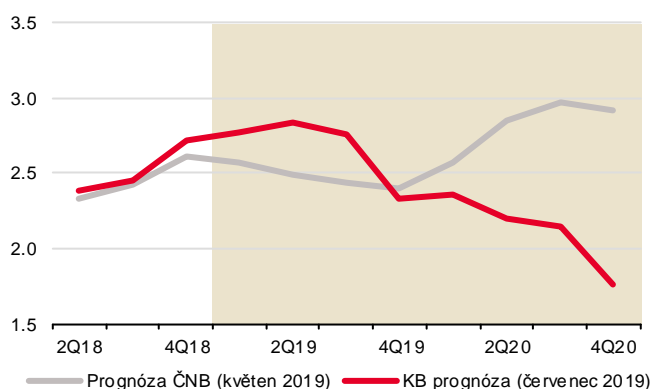
Viktor Zeisel  
(420) 222 008 523  
viktor\_zeisel@kb.cz

### ČNB nezmění sazby, i když prognóza by proti nebyla

Česká národní banka (ČNB) zasedne v době, kdy hlavní centrální banky začínají uvolňovat svou měnovou politiku nebo se k tomu chystají. ČNB se podle nás k vlně snižování sazeb nepřidá, přesto jsme se rozhodli změnit svůj výhled pro její kroky. I když by domácí ekonomické fundamenty ukazovaly na další zvýšení sazeb, což podle nás zhodnotí i ekonomický model centrální banky, křehká situace v zahraničí pozastaví pohyb sazeb směrem k neutrální úrovni. Nedomníváme se však, že by centrální banka začala sazby snižovat. Rizika jsou podle nás stále spíše nakloněna dalšímu zvýšení sazeb v letošním roce.

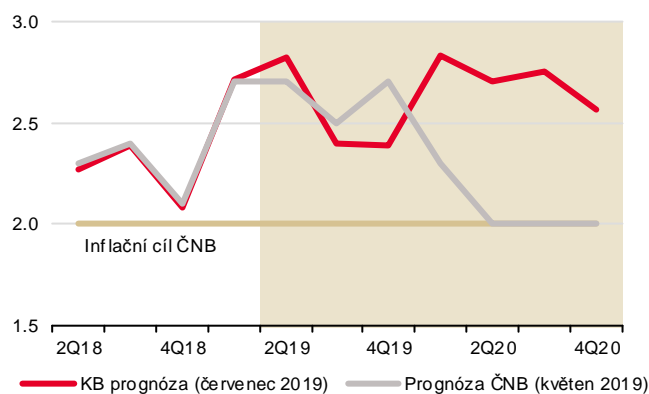
Bankovní rada se sejde v situaci, kdy Fed již otočil svou měnovou politiku a ECB se chystá na další snižování sazeb. ČNB zatím podle všeho o obratu v měnové politice neuvažuje. Rozdíl vytváří ekonomická výkonnost Česka. I když se hospodářský růst nevyrovná těm nejlepším letům současného cyklu (2015 a 2017) udržuje si slušnou dynamiku v blízkosti svého růstového potenciálu. Využití kapacit v ekonomice je stále nad svým dlouhodobým průměrem a situace na trhu práce naznačuje, že další zrychlení bude velmi obtížné. Navíc i přes zpomalení vnějšího prostředí zahraniční obchod vykazuje nejlepší výsledky v historii. To je částečně způsobeno zpomalováním růstu fixních investic (spojeného s cyklem EU fondů), zatímco soukromá spotřeba zůstává velmi silná, když ji podporuje utažený trh práce a tlak na zvýšení platů vycházející z veřejného sektoru. **I když mzdový růst trochu zpomalí, tak bude nadále vytvářet proinflační tlaky i kvůli stlačeným ziskovým maržím podnikatelů a inflace se bude držet v horní polovině tolerančního pásma inflačního cíle ČNB.** Navíc tam plánované zvýšení spotřební daně inflaci udrží i příští rok.

Růst HDP je překvapivě odolný



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

Nárůst spotřební daně znamená revizi inflačního výhledu ČNB



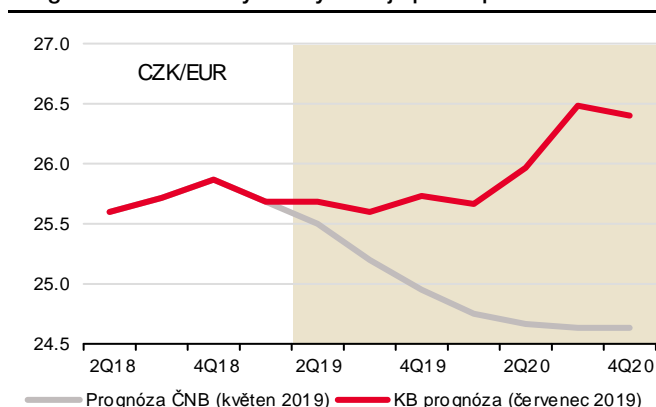
Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Inflace v horní polovině tolerančního pásma a síla domácí ekonomiky představují hlavní důvody, proč podle nás ČNB nebude v dohledné době snižovat sazby. Na druhé straně je velmi složité si v tuto chvíli představit zvyšování sazeb. **Členové bankovní rady vnímají rizika, která plynou z vnějšího prostředí.** Předpokládáme, že ECB v září sníží sazby a příští rok obnoví program odkupu aktiv. **I když ČNB ke zvyšování sazeb nutně nepotřebuje, aby ECB utahovala svou měnovou politiku, je těžké si představit, že by sazby zvyšovala ve chvíli, kdy ECB svou politiku uvolňuje.** Na druhé straně nic nenasvědčuje tomu, že by se ČNB rozhodla pro snižování sazeb jen kvůli hrozcím rizikům podobně, jak v tuto chvíli činí Fed. Navíc inflace zůstane vysoko, takže není nutné snižovat sazby kvůli dosažení inflačního cíle. To ostatně potvrdí nová ekonomická prognóza. Ta by mohla dokonce indikovat zvyšování sazeb v dalším období. Už v květnu predikce centrální banky naznačila, že tříměsíční sazba

PRIBOR by ve třetím čtvrtletí měla činit 2,42 % (v současnosti se nachází kolem 2,16 %), což by v tuto chvíli ukazovalo na sazby vyšší o více než 25 bb. Nová prognóza se bude řídit aktualizovaným modelem G3+. Velké změny od něj nečekáme. Stejně jako u jeho předchůdce G3 jeho dynamické vlastnosti implikují ekvivalenci zvýšení sazeb o 25 bb a posílení koruny o 1 %. Současný kurz se pohybuje více jak jedno procento nad průměrným prognózovaným kurzem pro třetí čtvrtletí (25,66 vs. 25,20 CZK/EUR). **Bankovní rada však podle nás raději přijme riziko vyšší inflace a vzhledem k rizikům z vnějšku nezvedne sazby.** Podobný příběh se podle nás bude opakovat až do poloviny roku 2020. Koruna bude zaostávat za očekáváním a domácí ekonomika bude i nadále odolná. **Prognóza tak i nadále bude ukazovat utahování sazeb a výstupy ze zasedání budou mít jestřábí nádech,** i když sazby nakonec zůstanou beze změny. **Rizika jsou ale stále spíše nakloněna ve směru zvyšování sazeb.**

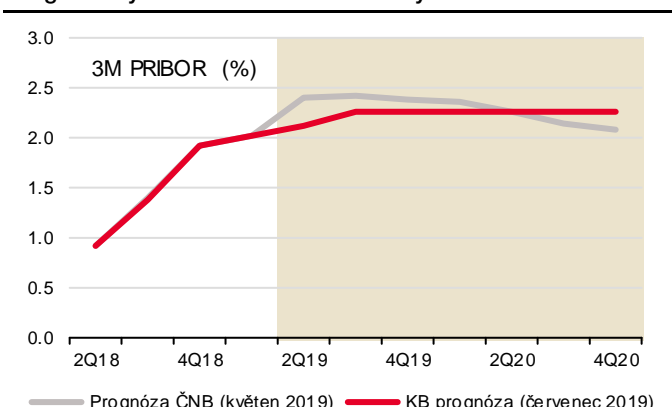
Viceguvernér Nidetzky se v nedávném rozhovoru pro agenturu Reuters vyslovil pro stabilitu sazeb. To pro nás není překvapení, protože Nidetzkyho považujeme spíše za holubici. Tato zpráva byla potvrzena i dalším členem bankovní rady Michlem, který své stanovisko představil v rozhovoru pro agenturu Bloomberg. I když ho obecně považujeme spíše za jestřába, prohlásil, že sice možná našel odůvodnění pro zvýšení sazeb, ale prognóza ukazuje snížení sazeb později, takže se domnívá, že je lepší trajektorii sazeb vyhladit. To přesně vystihuje to, co očekáváme od čtvrtletního zasedání. Stejná situace se ale bude opakovat i v dalších dvanácti měsících.

Prognóza kurzu koruny z dílny ČNB je příliš optimistická



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prognóza by i nadále měla ukazovat zvýšení sazeb



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

Srpnové zasedání se ponese ve výše popsaném duchu. **Prognóza podle nás vyše jestřábí zprávu. Výrazně by nás nepřekvapilo, kdyby dokonce ukázala na více než jedno zvýšení sazeb.** Na druhé straně však centrální bankéři budou velmi obezřetní kvůli stále velkým rizikům ze zahraničí. Většina jich tak zvedne ruku pro stabilitu sazeb, i když jeden až dva mohou hlasovat pro jejich zvýšení. V současném prostředí, když to ve světě vypadá spíše na snižování sazeb, tak ČNB vyše jestřábí signál, který koruně zabráni v dalším oslabování.



## Korunový devizový trh



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

### Koruna v souboji se sentimentem zahraničních investorů

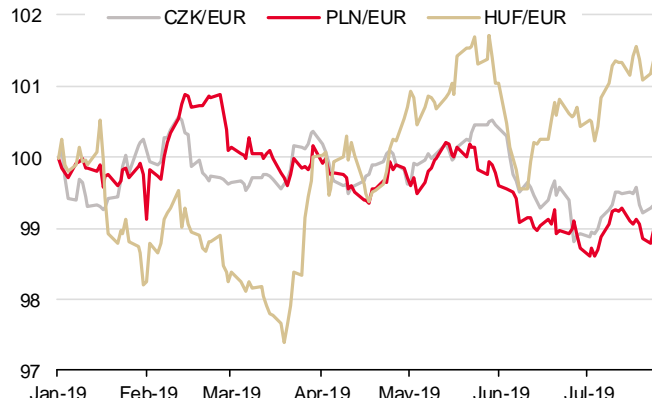
Koruna se v červnu dostala na nejsilnější hodnoty vůči euru za poslední rok, nicméně své zisky si neudržela. Potvrzuje se problematičnost přítomnosti velkého množství zahraničního kapitálu v ekonomice. V tomto roce očekáváme pouze mírné oslabení koruny zejména kvůli efektu konce roku a zhoršujícímu se tržnímu úrokovému diferenciálu vůči eurozóně. V nejbližších letech se koruna nedočká ani podpory z titulu měnové politiky ČNB. V příštím roce pak přijde hlubší oslabení kvůli zhoršujícímu se výkonu tuzemské a zahraniční ekonomiky. Rizika vidíme jednoznačně směrem k výraznějšímu oslabení koruny.

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

„Překoupenost“ koruny zahraničními investory ji brání v udržitelném posílení.

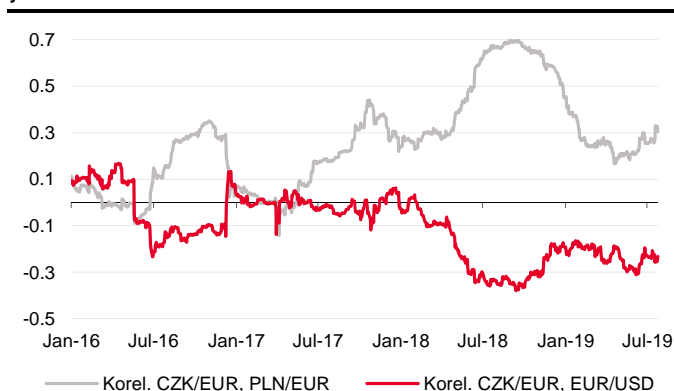
### Zahraniční kapitál brání koruně posílit

Koruna ve druhém čtvrtletí posílila vůči euru o 1,3 %. Během července však část svých zisků korigovala. Obdobně se vyvíjel i polský zlotý navzdory dalším ztrátám eura vůči dolaru. Maďarský forint naopak spíše ztrácel a obdobně jako eurodolar zažívá výrazně vyšší volatilitu oproti ostatním lokálním měnám. **K relativně pozitivnímu vývoji české koruny přispěla lepší data z reálné ekonomiky oproti očekáváním, překvapivá rezistence vůči pokračující stagnaci německé ekonomiky a hlavně obrat ve vidění světa americké centrální banky ale i ECB.** Vidina snižování úrokových sazeb Fedu podpořila měny napříč všemi rozvíjejícími se ekonomikami. Nižší sazby totiž znamenají i nižší výnosy z investic v USA, což podnítilo investory porozhlédnout se po výnosnějších destinacích i za cenu vyššího rizika. Na druhou stranu zde hrozí, že snižování úrokových sazeb nebude tak horké, jak si trhy v současnosti myslí, a kapitál se opět vrátí k dolaru. Ten i přesto zůstává při síle vzhledem k očekávanému uvolnění měnové politiky i ze strany ECB.

**Nadále se potvrzuje problematičnost přítomnosti velkého množství spekulativního kapitálu v tuzemské ekonomice,** která bude brzdít jakýkoli potenciální zisk koruny. Zahraniční investoři jednoduše vyčkávají, kdy budou moci uzavřít své pozice a realizovat tak vytoužený zisk. Tím však dochází k opětovnému oslabení koruny. V nejbližších letech ji nepodpoří ani měnová politika ČNB, která podle nás zůstane v nejbližších letech v klidu a nechá slabší korunu uvolnit měnové podmínky v ekonomice namísto úrokových sazeb. Dočkat se však můžeme slovních intervencí v podobě jestřábích komentářů z řad členů bankovní rady, s tím jak spotřebitelská inflace zůstane vysoko nad inflačním cílem i v příštím roce (viz kapitola *Makroekonomická prognóza*), zatímco ekonomika dále zpomalí. Z pohledu měnových podmínek však podle nás slabší koruna ekonomice příliš nepomůže. Podle statistických šetření ČNB kolem 50 % všech exportérů je zajištěno vůči kurzovému riziku a necelých 20 %

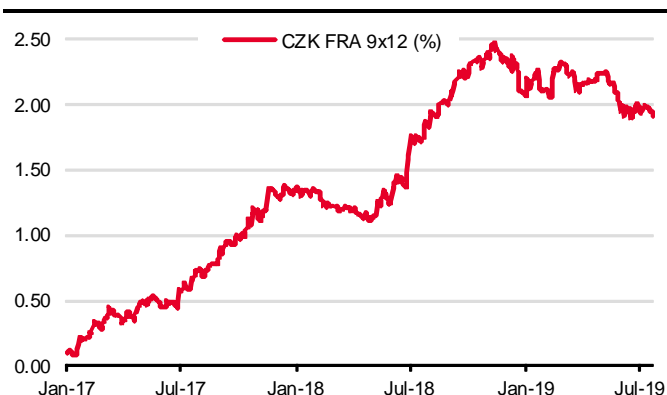
všech tuzemských plateb dodavatelům a od odběratelů je v eurech. **Měnové výkyvy se tak dotýkají tuzemského zahraničního obchodu čím dál tím méně.**

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



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

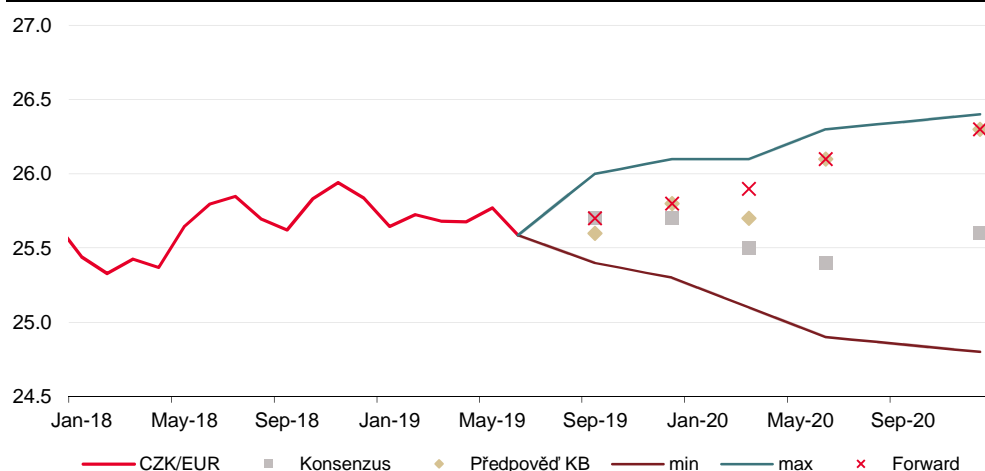
**Měnová politika ČNB už koruně nepomůže**



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Naše prognóza koruny zaznamenala jen kosmetické úpravy v posunutí celé prognózy o deset až dvacet haléřů výše.** V následujících měsících tak očekáváme, že se koruna udrží na současných úrovních nebo jen mírně slabších a tento rok zakončí na 25,80 CZK/EUR. Poslední čtvrtletí bude opět postiženo efektem koncem roku, kdy banky odvádí své příspěvky do rezolučního fondu. Ty jsou odvozeny od velikosti jejich bilanční sumy a vytváří tak snahu bank nepřijímat depozita včetně těch od zahraničních subjektů. To se pak negativně promítá do kurzu koruny. Čím déle je tento fond uveden v praxi, tím více si trhy zvykají na tento jev a jeho dopad se rozměňuje v čase. Letošní vliv se tak těžko odhaduje, nicméně předpokládáme, že koruně v závěru roku pomůže k lehké ztrátě. Zároveň také ve stejné době dochází k uzavírání pozic investorů před koncem roku nebo k přeskládávání portfolií. V minulém roce jsme byli svědky přítomnosti i jiných centrálních bank na tuzemském devizovém trhu, které vyrovnaly svými operacemi tato sezónní negativa pro korunu. K výraznějšímu pohybu směrem ke slabším hodnotám se koruna odhodlá až ve druhém čtvrtletí příštího roku, kdy už bude viditelné zhoršení americké ekonomiky a eurozóny. Ke konci první poloviny příštího roku by se tak koruna měla podívat nad hranici 26,00 za euro. Nastíněný vývoj podporuje i námi očekávaný úrokový diferenciál mezi tuzemskou ekonomikou a eurozónou měřen rozdílem dvouletých úrokových swapů. Tento vztah letos prokazuje solidní sílu a v případě jeho platnosti i v dalších měsících poukazuje na výraznější oslabení koruny v příštím roce. **Při pohledu na prognózy ostatních institucí vidíme výrazný rozptyl mezi minimem a maximem dostupných prognóz, které navíc směřují opačnými směry. To podtrhuje současnou nejistotu trhu ohledně dalšího vývoje koruny.**

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 29. 7. 2019)



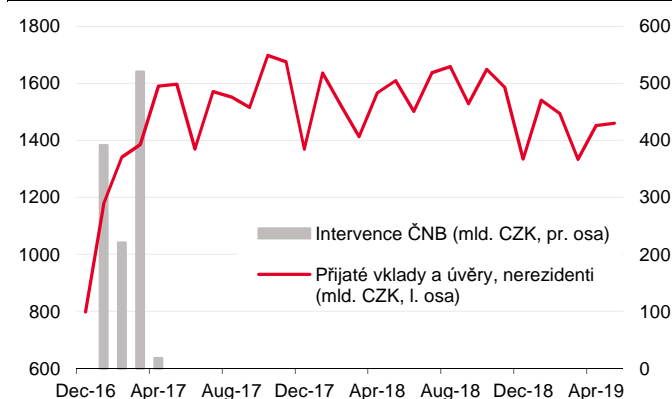
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Již tradiční geopolitická rizika budou korunu ohrožovat i nadále.

### Rizika: s geopolitikou na věčné časy

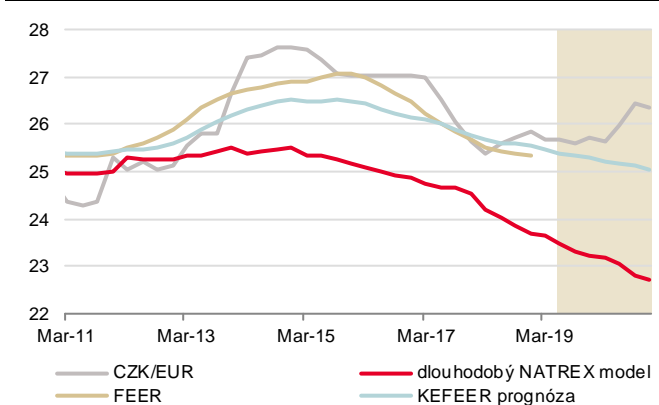
V současnosti však vidíme rizika spíše směrem nahoru, tedy ve prospěch výraznějšího oslabení koruny. Posílení je totiž podle nás limitováno velkým objemem zahraničního kapitálu (viz druhý odstavec textu). Situace zůstává i po více než dvou letech od kurzového závazku téměř beze změny. **Spekulativní pozice nejen že brání udržitelnému posílení koruny, ale také zvyšují její náchylnost na zahraniční vývoj, resp. stres na finančních trzích.** O to více je nutné sledovat geopolitické dění, které v současnosti nabízí hned několik rizik. Hlavními tématy jsou samozřejmě již tradičně brexit, obchodní války a zpomalení německé ekonomiky, případně zavedení cel na import automobilů do USA (viz kapitola *Vnější prostředí a předpoklady prognózy*). To vše se přímo či nepřímo dotýká tuzemské ekonomiky a následně i kurzu koruny. Zároveň také zůstávají otevřené problémy v Itálii a Turecku, jejichž sílu oslabit korunu a celý region jsme v minulosti již viděli. Na druhou stranu vidina uvolňování měnových politik v USA a eurozóně by tato rizika měla zmírnit.

Korunová pozice zahraničních investorů se moc nezmenšuje



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Modely rovnovážného kurzu koruny



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Trh českých vládních dluhopisů a IRS

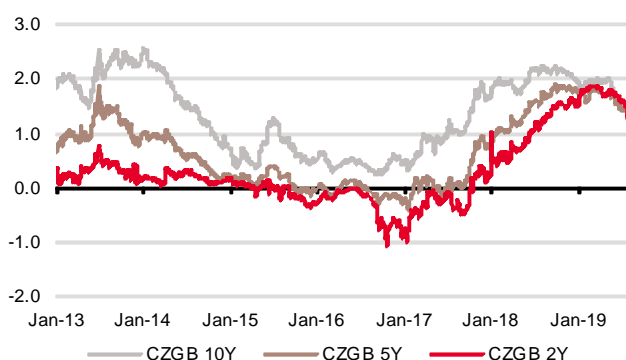


František Tábořský  
(420) 222 008 598  
frantisek\_taborsky@kb.cz

### Výnosová křivka zůstane v nejbližších letech plochá

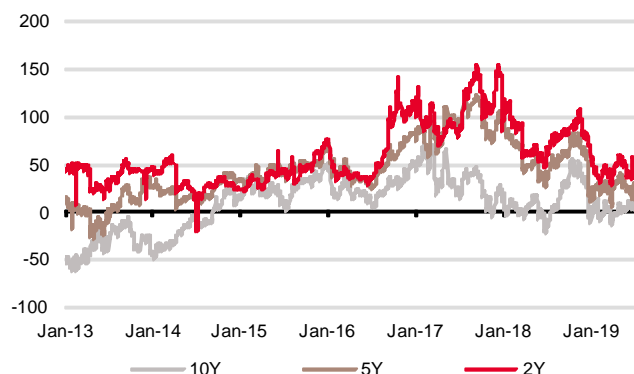
Nabídka státních dluhopisů v druhé polovině roku výrazně poklesne. Poptávka však dále zůstane silná vzhledem k solidnímu výnosů tuzemských dluhopisů v poměru k riziku a ostatním zemím v regionu či eurozóně. Ve spojení s dalším uvolňováním měnové politiky v eurozóně to povede k dalšímu poklesu výnosů a úrokových swapů. V případě dluhopisových výnosů zůstane jejich křivka plochá až do konce roku 2021. Ve stejném horizontu se nevrátí k normálnímu rostoucímu tvaru ani křivka úrokových swapů. Rizikem pro naši prognózu může být chybný předpoklad vnímání tuzemských státních dluhopisů jako aktivum bezpečného přístavu.

Výnosy CZGB v procentech (Bloomberg generic, %)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

ASW spready (bp)



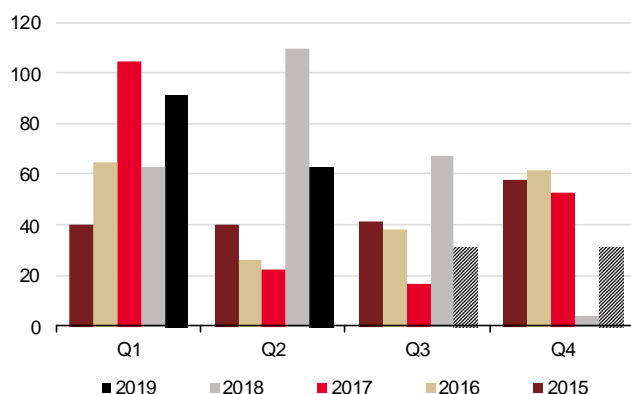
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

### Nabídka v roce 2019: bohatý kalendář splatných dluhopisů

Podle našeho očekávání byla první polovina roku ve znamení extrémně vysoké nabídky nových státních dluhopisů, která se potkala s rekordně vysokou poptávkou na primárním trhu. Druhá polovina však bude výrazně klidnější, což potvrzuje i srpnový emisní kalendář. **Hlavním důvodem vysoké aktivity ministerstva je nebývalé množství splatných státních dluhopisů v tomto roce.** Doposud bylo splaceno, resp. refinancováno 154,8 mld. CZK. Do konce roku pak zbývá ještě 79,5 mld. CZK (v říjnu). Zároveň také hospodaření státu směřuje po několika letech přebytku k deficitu 40 mld. CZK (více v kapitole *Makroekonomická prognóza*). Z toho vyplývá potřeba státu refinancovat tyto závazky, čemuž ale nahrávají i podmínky na finančních trzích. Letos očekáváme celkovou emisi státních dluhopisů na primárním trhu v objemu 236,5 mld. CZK. Z toho doposud Ministerstvo financí emitovalo zhruba 80 %. Zároveň také ministerstvo slaví úspěch s letos představeným dluhopisem denominovaným v eurech podle tuzemského práva (nejedná se o eurobond v klasickém slova smyslu). Doposavad ministerstvo emitovalo 900 mil. EUR skrze primární trh a přímé prodeje a setkal se s vysokou

Čtvrtletní emise CZGB na primárním trhu (mld. CZK)



Zdroj: Ministerstvo financí, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka \* Q3-Q4 19 odhad Komerční banky

poptávkou (průměrné bid/cover ratio 3). **Ve všech dosavadních aukcích tak bylo dosaženo záporného výnosu, což podporuje záměr ministerstva tímto způsobem pokrývat devizové potřeby státu.** Na druhou stranu pro investory nabízí vyšší (resp. méně záporný) výnos než alternativní tuzemský eurobond nebo korunový dluhopis zajištěný devizovým swapem. Očekáváme tak, že ministerstvo v tomto roce emituje minimálně dalších 100 mil. EUR touto cestou a v příštím roce přijde s dluhopisem s delší splatností, který teprve potvrdí či vyvrátí poptávku po tomto typu. Dosavadním negativem tohoto cenného papíru je nemožnost použití jakožto kolaterálu pro operace s ECB na rozdíl od standardních eurobondů nebo korporátních dluhopisů denominovaných v eurech. Zároveň také investory může odrážet nízká likvidita emise vzhledem k doposud emitovaným 900 mil. EUR a nemožnosti obchodování na standardních vypořádacích platformách. Na obou problémech však údajně Ministerstvo financí pracuje. Zároveň ale také nevyklučuje vrátit se ke staré cestě klasických eurobondů. Minimálně polovinu všech devizových potřeb chtějí pokrývat novými dluhopisy

v eurech. V příštím roce přitom maturuje další eurobond v objemu 1 mld. EUR. Ke konci první poloviny roku byla průměrná splatnost státních dluhopisů 5,9 let, přitom ještě před rokem to bylo 4,5 let. Aktuální stav je i v souladu s cílem ministerstva (šest let) a pravděpodobně bude tento trend pokračovat i do budoucna. Tomu vyhovují současné podmínky na trhu, resp. plochá výnosová křivka státních dluhopisů. **Ministerstvo slaví také úspěch s retailovými dluhopisy.** V prvních čtyřech úpisech takto umístilo více než 9 mld. CZK dluhopisů, což překvapilo jak ministerstvo tak i nás. Do konce roku jsou tak naplánovány další tři úpisy, které podle nás přitáhnou dalších necelých šest miliard.

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

	2019f	
	MF červen 2019	KB červenec 2019
<b>Výpůjční potřeby</b>		
Schodek rozpočtu	40,0	40,0
Splátky CZGB v EUR (CZK)		0,0
Splátky CZGB	238,5	238,5
Splátky eurobondů		0,0
Splátky spořicí dluhopisů	2,7	2,7
Splátky pokladničních poukázek		4,2
Splátky ostatních instrumentů peněžního trhu	43,5	39,3
Splátky půjček od EIB	4,7	4,7
<b>Celkem</b>	<b>329,4</b>	<b>329,4</b>
<b>Financování</b>		
Hrubá emise pokl. poukázek (splatnost v roce 2020)		28,1
Ostatní instrumenty peněžního trhu	53,9	25,8
Hrubá emise CZGB (v aukcích)		227,9
Přímé prodeje CZGB		35,0
Hrubá emise CZGB v EUR (CZK)		25,6
Hrubá emise spořicí dluhopisů		12,8
Půjčky od EIB		0,0
Využití likviditní rezervy		0,0
Čistý efekt výměn dluhopisů		0,0
<b>Celkové financování</b>		<b>329,4</b>
<b>Čistá emise CZGB</b>		<b>24,4</b>

Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Nabídka v roce 2020: vysoká emisní aktivita i v příštím roce

Jen o něco slabší emisní aktivitu očekáváme i v příštím roce. Kalendář splatných dluhopisů nabízí až cca 184 mld. CZK včetně již zmíněného eurobondu. Zároveň budou také splatné devizové půjčky na peněžním trhu, které ministerstvo pokryje novou emisí dluhopisů denominovaných v eurech. Z pohledu fiskální politiky předpokládáme ještě o deset miliard

hlubší deficit státního rozpočtu ve srovnání s předpoklady ministerstva. To zvyšuje námi předpokládanou emisi státních dluhopisů na 190,2 mld. CZK. Zároveň očekáváme, že bude emitován další státní dluhopis denominovaný v eurech v objemu 1 mld. EUR (viz předchozí odstavec). Také v příštím roce bude podle nás ministerstvo pokračovat v emisi retailových dluhopisů, které se letos těší vysoké poptávce. Celkově by tato strategie vyústila v poměrně velkou čistou emisi CZGB. **My nicméně předpokládáme, že investoři budou schopni takovou nabídku bez problémů absorbovat.**

#### Hrubé výpůjční potřeby a financování v roce 2020, mld. CZK

	2020f	
	MF červen 2019	KB červenec 2019
<b>Výpůjční potřeby</b>		
Schodek rozpočtu	40,0	50,0
Splátky CZGB v EUR (CZK)		0,0
Splátky CZGB	183,9	158,2
Splátky eurobondů		25,7
Splátky spořicí dluhopisů	2,6	2,6
Splátky pokladničních poukázek		28,1
Splátky ostatních instrumentů peněžního trhu	53,9	25,8
Splátky půjček od EIB	3,8	3,8
<b>Celkem</b>	<b>284,2</b>	<b>294,2</b>
<b>Financování</b>		
Hrubá emise pokl. poukázek (splatnost v roce 2020)		40,0
Ostatní instrumenty peněžního trhu	40,0	0,0
Hrubá emise CZGB (v aukcích)		190,2
Přímé prodeje CZGB		20,0
Hrubá emise CZGB v EUR (CZK)		26,0
Hrubá emise spořicí dluhopisů		5,0
Půjčky od EIB		3,0
Využití likviditní rezervy		10,0
Čistý efekt výměn dluhopisů		0,0
<b>Celkové financování</b>		<b>294,2</b>
<b>Čistá emise CZGB</b>		<b>52,0</b>

Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Výnosy CZGB: významnější růst výnosů až v roce 2021

Uvolňování měnové politiky ECB a Fedu ve spojení s vysokou poptávkou po tuzemských státních dluhopisech udrží výnosovou křivku plochou i v následujících letech.

Bid/cover ratio po tuzemských státních dluhopisech letos i přes vysokou nabídku láme rekordy. Vysoká poptávka tak tlačí výnosy dolů, což podle nás přetrvá i v budoucnu. **Hlavním tahounem tohoto roku se stalo přehodnocení zahraničních očekávání směrem ke snižování úrokových sazeb v eurozóně a USA.** Tuzemské výnosy v posledních měsících silně kopírují pokles výnosů zejména v USA, kde ještě na začátku roku trhy počítaly s dalším zvyšováním sazeb centrální banky, zatímco v současnosti se diskutuje, jak moc se budou snižovat. Značný zahraniční vliv vychází z velkého objemu zahraničních investic v ekonomice (podrobněji dále). Změna sentimentu trhu se odráží také v očekávání ohledně sazeb ČNB. To ve finále způsobilo pokles výnosů o několik desítek bodů a výrazné zploštění výnosové křivky. To nás vedlo k razantní revizi výnosů směrem dolů s tím, že se současný stav dále prohloubí. Snižování úrokových sazeb v USA je podle nás do velké míry realisticky započítáno v současných cenách, nicméně další uvolňování měnových podmínek ECB zcela započtené není. Podle naší prognózy krom snižování diskontní i repo sazby přijde centrální banka v příštím roce i s dalším programem kvantitativního uvolňování. Zároveň také vnímáme riziko, že by tento krok mohl přijít už letos (více v kapitole *Vnější prostředí a předpoklady prognózy*). V každém případě se další kvantitativní uvolňování v eurozóně podepíše na poklesu termínové prémie tuzemských dluhopisů, která se už v současnosti pohybuje kolem nuly. **Zároveň také předpokládáme, že vysoká poptávka po tuzemských dluhopisech přetrvá vzhledem ke stále solidnímu výhledu tuzemské ekonomiky a vysokému ratingu země ve srovnání**

**nejen s regionem, ale i zeměmi eurozóny.** I proto předpokládáme, že výnosová křivka zůstane víceméně plochá až do konce příštího roku a až v roce 2021 dojde k významnějšímu růstu výnosů se začátkem nového cyklu zvyšování úrokových sazeb. Rizika pro nastíněný vývoj vidíme ve velkém objemu zahraničních investic a možném výprodeji v případě, že se nenaplní náš předpoklad vnímání tuzemských dluhopisů jako aktiva bezpečného přístavu v době stresu na finančních trzích.

#### Prognóza výnosů CZGB

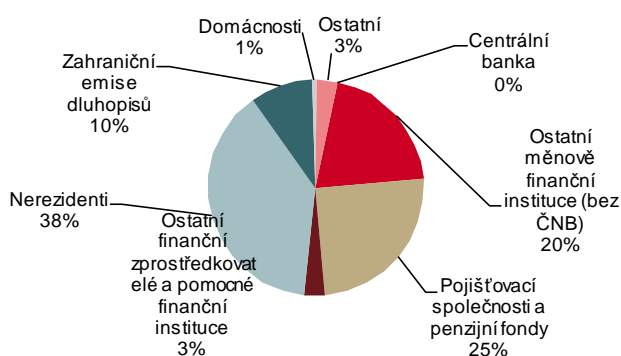
	Q3 19f	Q4 19f	Q1 20f	Q2 20f	Q3 20f
Výnos 2Y CZGB (%)	1,40	1,25	1,20	1,25	1,15
Výnos 10Y CZGB (%)	1,35	1,20	1,20	1,25	1,20
10Y CZGB ASW (bb)	-0,15	-0,15	-0,10	-0,05	-0,10

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Struktura držitelů CZGB: beze změny

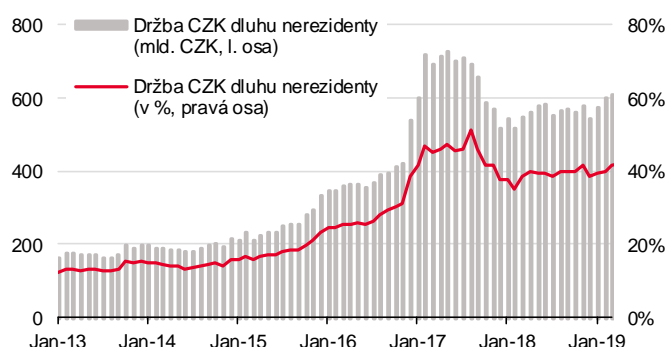
Struktura držitelů tuzemských státních dluhopisů zůstává i nadále beze změny. Lehce přes čtyřicet procent státních dluhopisů je v držení zahraničních subjektů, což je stále zhruba třikrát více ve srovnání s obdobím před začátkem kurzového závazku ČNB. Neočekáváme, že by se tento poměr měl vrátit ke svým původním úrovním. Kurzový závazek nevratně zvýšil atraktivitu tuzemského trhu pro zahraniční investory. Obdobné proporce si struktura zachová i do budoucna. V této chvíli se nenabízí příliš důvodů pro její změnu.

#### Držba vládních dluhových cenných papírů, květen 2019



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Podíl nerezidentů zůstává kolem 40 %



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Návrat k normálnímu tvaru křivky IRS očekáváme až ke konci roku 2021, kdy započne nový cyklus zvyšování úrokových sazeb centrálních bank.

#### Trh českých sazeb IRS: křivka zůstane inverzní až do roku 2021

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 dále prohloubil, což reflektuje rostoucí očekávání ohledně snižování úrokových sazeb ČNB. **Trh v současnosti očekává snížení úrokových sazeb v horizontu jednoho měsíce zhruba o 35 bb.** Důvodem očekávaného poklesu však nemusí být jen očekávání trhu, ale i nízká likvidita tuzemského trhu.

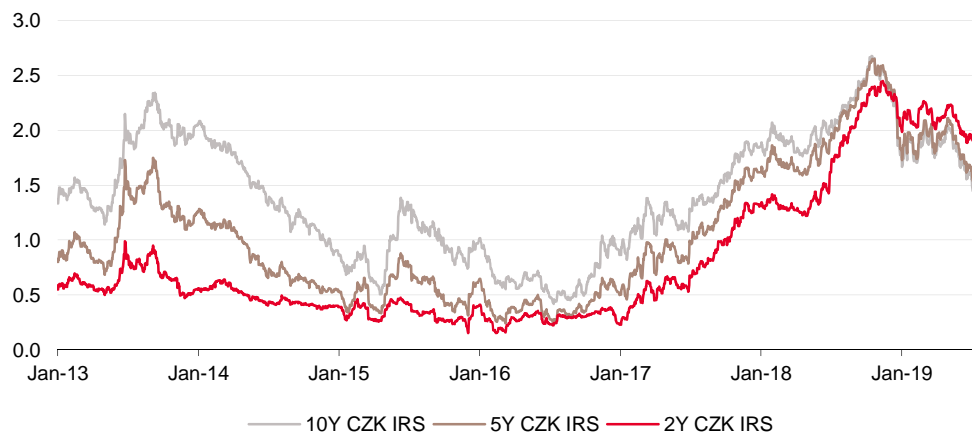
#### Výhled pro CZK IRS (%)

	Q3 19f	Q4 19f	Q1 20f	Q2 20f	Q3 20f
2Y	1,85	1,70	1,60	1,55	1,50
5Y	1,60	1,50	1,40	1,35	1,35
10Y	1,50	1,35	1,30	1,30	1,30

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Naše prognóza však počítá se stabilitou úrokových sazeb ČNB až do konce roku 2021. Nicméně zahraniční uvolňování měnové politiky tlačí i tuzemská očekávání a úrokové swapy. Křivka korunových IRS tak zůstane záporná zhruba až do konce roku 2021.

#### Inverze CZK IRS křivky na konci roku 2018 (v %)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka



## Bankovní sektor

### Ceny nemovitostí i dynamika hypoték zpomalují



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

Dvouciferný růst cen nemovitostí je minulostí. Ceny už výrazně zpomalily. Doporučení ze strany ČNB tak splnila svůj účel. Ale ceny nebrzdí jen doporučení ze strany ČNB. Poptávka po bydlení se již hodně nasýtila a ceny jsou v tuto chvíli tak vysoko, že si stále více rodin nemůže dovolit koupit vlastní bydlení. **Klesající úrokové sazby trhu pomáhají, ale jejich další snižování už tento ani příští rok nečekáme.** Ceny nemovitostí by letos měly přidat 4,8 %, příští rok vzrostou pouze o 1,1 %. **Pokles tak čeká i dynamiku hypoték.** To je spojeno se zpomalením cenového růstu bydlení i s doporučeními centrální banky.

Korporátní úvěrování stále zaostává za ekonomickým růstem. Hodně z loňských investičních projektů bylo financováno z EU fondů, a tak nepotřebovalo dlouhodobý úvěr. Ani zpomalení investic kvůli zpomalení globální ekonomiky korporátní úvěry nenastartuje. Růst firemních úvěrů tak bude i nadále zaostávat za dynamikou HDP, když ho letos předpovídáme pouze na 4,3 %. V příštím roce očekáváme pouze drobné zrychlení na 4,9 %. **I když spotřební úvěry vloni mírně zpomalily svůj růst, stále si udržují poměrně slušnou dynamiku. Spotřebitelská důvěra se zvýšila a trh práce je pro domácnosti stále velmi příznivý. Spotřební úvěry by se tak měly zvýšit o 5,6 % letos a o 5,7 % příští rok.**

Rostoucí úrokové sazby, solidní dynamika mezd a zvýšení míry úspor letos podporují tvorbu depozit domácností. Očekáváme, že jejich růst bude mírně zvolňovat s tím, jak bude ochlazovat dynamika mezd. **I korporátní depozita by měla růst, i když jejich dynamika zůstane utlumená.** Ziskové marže podniků se stabilizovaly, ale zpomalení ekonomického růstu bude nárůst depozit brzdít.

#### Bankovní úvěry a depozita (y/y, %)

	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Bankovní úvěry</b>														
<b>Celkem</b>	5,6	4,6	5,3	5,7	5,8	6,2	5,9	5,3	5,5	5,5	5,9	4,5	4,2	4,8
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	7,4	6,4	5,6	6,3	6,3	6,9	7,0	6,4	6,8	6,8	6,6	5,7	4,3	4,4
Spotřebitelské úvěry domácnostem	5,9	5,3	5,0	5,5	5,4	5,7	6,0	5,7	5,6	5,6	5,7	5,3	5,1	5,9
Úvěry nefinančním podnikům	3,8	2,9	4,1	4,5	4,9	5,5	4,5	4,3	4,3	4,3	4,9	3,2	4,2	5,0
<b>Bankovní vklady</b>														
<b>Celkem</b>	8,6	8,0	7,3	6,5	5,4	5,1	4,2	3,4	8,2	8,2	5,3	3,6	4,1	4,9
Obyvatelstvo	7,1	6,8	6,7	7,2	6,6	5,8	4,7	3,5	7,1	7,1	6,1	3,3	3,8	4,8
Nefinanční podniky	4,3	4,9	3,4	3,4	2,5	2,6	1,9	2,1	4,2	4,2	2,6	4,1	5,1	5,5
Ostatní	15,2	12,6	12,4	7,5	5,4	5,7	5,1	4,1	13,9	13,9	5,9	3,8	4,0	4,7
<b>Podíly na HDP</b>														
Podíl úvěrů na HDP	62,1	62,4	61,6	62,3	62,6	63,4	62,7	63,2	62,1	62,1	62,7	63,4	63,7	63,8
Podíl vkladů na HDP	87,6	87,1	84,4	89,4	88,0	87,5	84,4	89,0	86,9	86,9	87,3	87,5	87,8	88,1
Podíl úvěrů na vkladech	70,8	71,6	73,0	69,7	71,1	72,4	74,2	71,0	71,4	71,4	71,9	72,4	72,5	72,5
<b>Úrokové sazby</b>														
Úvěry pro bytové potřeby	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,1	3,0	2,9	2,9
Spotřebitelské úvěry	8,5	8,6	8,8	9,0	9,2	9,5	9,7	9,9	8,6	8,6	9,3	10,2	10,7	11,1
Úvěry nefinančním podnikům	3,0	3,1	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3	3,3	3,1	3,1	3,2	3,4	3,8	4,1
<b>Podíl úvěrů v selhání</b>														
Úvěry pro bytové potřeby	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,8	1,9	1,5	1,5	1,7	2,0	2,2	2,4
Spotřebitelské úvěry	4,6	5,1	5,6	5,8	6,1	6,4	6,9	7,4	5,0	5,0	6,3	8,1	9,5	10,1
Úvěry nefinančním podnikům	3,6	3,7	3,9	4,1	4,4	4,6	4,8	5,1	3,7	3,7	4,5	5,5	6,2	6,2

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

## Klíčové ekonomické ukazatele

### Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
HDP	reálný, %	4,5	2,9	2,7	2,1	1,8	2,5	2,7	2,7
Inflace	průměr období, %	2,5	2,1	2,6	2,7	1,5	1,8	2,0	2,1
Běžný účet platební bilance	% HDP	1,7	0,3	1,3	0,9	1,1	1,2	1,4	1,9
3M PRIBOR	průměr	0,4	1,3	2,2	2,3	2,3	2,5	2,8	2,6
CZK/EUR	průměr	26,3	25,6	25,7	26,1	25,6	24,9	24,4	24,1
CZK/USD	průměr	23,4	21,7	22,6	20,9	20,1	19,2	18,3	17,9

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

### Měna a úrokové sazby - výhled

		29.07.2019	Září 2019	Prosinec 2019	Březen 2020	Červen 2020	Září 2020
CZK/EUR	konec období	25,7	25,6	25,8	25,7	26,1	26,5
USD/EUR	konec období	1,11	1,12	1,16	1,20	1,24	1,27
CZK/USD	konec období	23,0	22,9	22,2	21,4	21,1	20,9
3M PRIBOR	konec období	2,16	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15
10Y IRS	konec období	1,47	1,50	1,35	1,30	1,30	1,30

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

### Měsíční makroekonomická data

		X-18	XI-18	XII-18	I-19	II-19	III-19	IV-19	V-19	VI-19
Inflace (CPI)	%, m/m	0,4	-0,1	0,1	1,0	0,2	0,2	0,1	0,7	0,2
Inflace (CPI)	%, y/y	2,2	2,0	2,0	2,5	2,7	3,0	2,8	2,9	2,7
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	0,7	-0,1	-1,1	1,0	0,3	0,5	0,7	0,5	-0,7
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	3,9	3,9	2,4	2,9	3,6	3,8	4,3	3,8	2,5
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	2,8	2,8	3,1	3,3	3,2	3,0	2,7	2,6	2,6
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	9,4	9,3	0,7	0,3	3,7	4,8	7,5	6,9	n.a.
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	6,1	4,6	-1,8	-0,9	1,4	0,3	3,2	3,2	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	10,5	1,2	2,9	-12,6	5,1	12,0	8,9	0,2	n.a.
Maloobchodní tržby	%, y/y, stálé ceny	3,3	3,3	0,2	1,4	3,9	3,0	4,8	2,3	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (národní met.)	0,9	18,7	-2,5	15,4	17,0	19,6	17,7	24,4	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	7,7	6,4	-3,1	28,2	20,3	-3,9	17,7	11,2	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	12,0	-32,0	21,8	12,2	37,1	-2,2	25,2	-4,7	n.a.
M2	%, y/y	5,5	6,2	5,6	6,0	6,0	5,9	6,4	6,5	n.a.
Státní rozpočet	mld. CZK (od zač. roku)	5,7	-21,6	2,9	8,8	-19,9	-9,2	-29,7	-50,9	-20,7
3M PRIBOR	%, průměr	1,76	1,99	2,01	2,01	2,01	2,03	2,02	2,19	2,17
CZK/EUR	průměr	25,8	25,9	25,8	25,6	25,7	25,7	25,7	25,8	25,6
CZK/USD	průměr	22,5	22,8	22,7	22,5	22,7	22,7	22,9	23,0	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 vyplývajícimu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

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

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

Informace uvedené v tomto dokumentu jsou určeny veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. nezasílá informace uvedené v tomto dokumentu jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Tento dokument ani jeho obsah není určen osobám trvale bydlícím či sídlícím ve Spojených státech amerických a osobám splňujícím statut „amerického subjektu“, jak je definován v nařízení S podle zákona Spojených států amerických o cenných papírech z roku 1933, ve znění pozdějších předpisů.

Tento dokument není investičním doporučením dle nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, o zneužívání trhu, ani nepředstavuje investiční poradenství dle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>.

## KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



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



**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 EVROPE



**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



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



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



**Ekonom Rosbank**  
**Anna Zagrina**  
(7) 495 662 1300  
anna.zaigrina@rosbank.ru

## 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



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



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



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



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



**Čína a okolí**  
**Michelle Lam**  
(85) 2 21 66 57 21  
michelle.lam@sgcib.com



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



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

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



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



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



**Vedoucí strategie sazeb**  
**Adam Kurpiel**  
(33) 1 42 13 63 42  
adam.kurpiel@sgcib.com



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



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



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



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



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



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



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



**Rohit Gaurav**  
+91 8067318958  
rohit.gaurav@sgcib.com



**Michael Chang**  
(1) 212 278 5307  
michael.chang@sgcib.com



**Vedoucí strategie pro 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



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



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



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



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



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