

Čtvrtletní zpráva

Ekonomické výhledy

Bráníme se statečně



©iStock

■ **Odolnost české ekonomiky má své meze:** Prozatím byla česká ekonomika vůči slabosti hlavních obchodních partnerů velmi odolná, ale je pouze otázkou času, než se zhoršení vnějšího prostředí projeví v české ekonomice silněji. Přesto by zpomalení české ekonomiky mělo být pozvolné.

■ **ČNB bude se změnou sazeb váhat, ale nakonec zvolí stabilitu:** Zhoršené vnější prostředí bude argumentem, proč centrální banka nezvýší sazby. Silná domácí poptávka, růst mezd, vyšší inflace a slabší koruna budou důvody, proč naopak sazby nesníží.

■ **Koruna zůstává pod vlivem zahraničního sentimentu:** Do konce roku očekáváme opětovné mírné oslabení koruny. Příští rok koruna oslabí nad 26 CZK/EUR kvůli zhoršení ekonomické situace doma i v zahraničí. To podpoří i zhoršující se úrokový diferencíál vůči eurozóně a pokles atraktivity v očích investorů. V rámci regionu však zůstane lídrem i díky rétorice ČNB.

■ **Výnosová křivka zůstane i nadále plochá, růst výnosů očekáváme až v roce 2021:** Očekáváme, že dluhopisové výnosy i sazby peněžního trhu do konce roku opět poklesnou a v příštím roce dosáhnou svého dna. Relativně stále vysoké výnosy, nízké riziko a vysoký rating podpoří už tak vysokou poptávku po tuzemských dluhopisech v době rostoucí nejistoty.



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



Michal Brožka
(420) 222 008 569
michal_brozka@kb.cz



František Táborský
(420) 222 008 598
frantisek_taborsky@kb.cz



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

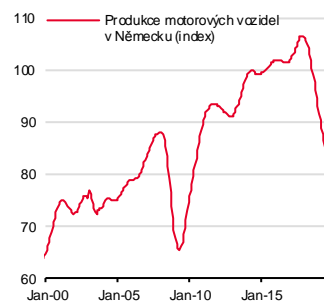


Jan Vejmelek
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

Recese v německém průmyslu nás dožene

Do rukou se Vám dostává poslední letošní publikace *Ekonomických výhledů* pro české hospodářství. V předchozích třech letošních vydáních jsme upozorňovali na geopolitická rizika a zhoršující se vnější prostředí a na tom se v tuto chvíli nic zásadního nemění, což dokumentují spíše kosmetické změny, kterých doznala naše makroekonomická prognóza pro roky 2019 a 2020.

Produkce automobilů v Německu (2015 = 100)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Tuzemská ekonomika zůstává překvapivě rezistentní vůči dramaticky se zhoršujícímu vnějšímu prostředí.

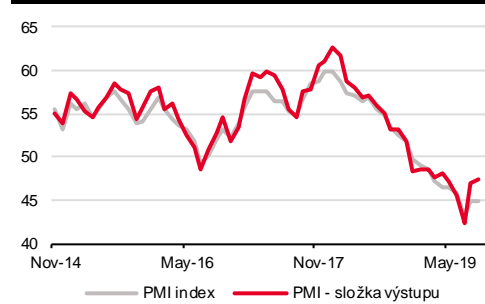
Německý průmysl meziročně klesá již více než rok a pro nejbližší měsíce se na tom zřejmě nic nezmění. Ukazatele důvěry německých průmyslníků jsou nejnižší od globální recese roku 2009, na mnohaletá minima spadla produkce automobilů. Za období letošního druhého a třetího čtvrtletí bude zřejmě pro celé Německo potvrzena technická recese. Letošní celoroční odhadovaný růst našich západoevropských sousedů odhadujeme na pouhých 0,5 %, příští rok to o moc více nebude.

Využití výrobních kapacit je dlouhodobě nadprůměrné



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Nálada tuzemských průmyslníků je ale na bodu mrazu



Zdroj: Reuters, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

První pololetí letošního roku ale žádné zásadní zhoršení ekonomické situace v tuzemsku neindikovalo. Mezičtvrtletní růst HDP kolem 0,6 % vidíme v podstatě bez přerušení posledních osm čtvrtletí. Právě před dvěma roky totiž naše hospodářství narazilo na hranici výrobních možností – využití výrobních kapacit se dostalo nad dlouhodobý průměr, vyčerpal se trh práce. Poptávka začala výrazně přesahovat nabídkové možnosti ekonomiky, objednávkové knihy se zaplnily na mnoho měsíců dopředu. Právě to může být vysvětlením současné odolnosti české primárně průmyslové produkce vůči ochlazení zahraniční poptávky. To se prozatím projevuje pouze v tenčících se objednávkách, nikoliv poklesu reálné výroby. Samotný průmysl již ale letos neroste.

Je ale pouze otázkou času, kdy reálný dopad německých problémů ucítí i čeští producenti. Hospodářským problémům našeho nejvýznamnějšího obchodního partnera prostě uniknout nemůžeme. Varující pro české subdodavatele navíc je, že německá ekonomika kvůli zvyšujícím se mzdám ztrácí na konkurenceschopnosti, jak ve speciálním boxu rozebírá Jana Steckerová.

Riziko slábnoucí poptávky, domácí i zahraniční, začínají pro rok 2020 jako jedno z úskalí citovat i členové Hospodářské komory. Nicméně tím, co je tíží primárně, zůstává situace na trhu práce, a to jak pokud jde o rostoucí náklady na pracovní sílu, tak pokud jde o nedostatek kvalifikovaných zaměstnanců.

Jaká největší úskalí očekávají firmy při rozvoji svého podnikání v roce 2020?



Zdroj: Hospodářská komora

V nezáviděníhodné situaci se nachází tuzemští centrální bankéři. Trápí je současná inflace v blízkosti horní hrany inflačního cíle a podle našeho výhledu se jim jen tak neuleví. Jádrová složka inflace sice bude reflektovat ochlazení zahraniční i domácí poptávky v roce 2020. Zvýšení spotřebních daní na alkoholické nápoje a tabák ale poklesu celkové inflace zabrání. O zvýšení sazeb se na listopadovém jednání bankovní rady opět bude diskutovat. Věříme, že nakonec převáží názor ve světle výrazně horšího vnějšího prostředí preferovat stabilitu úrokových sazeb.

To vládní fiskální politika bude ekonomiku i nadále podporovat, jak přes vyšší mzdy státních zaměstnanců a vyšší sociální transfery včetně starobních důchodů, tak i přes vyšší investice. Právě těmi hodlá bojovat s ochlazováním české ekonomiky. Díky otočení hospodářského cyklu se tak fiskální politika se svou expanzivní tendencí dostala do situace, kdy bude působit proticyklicky. Ekonomiku nakonec mohou v příštím roce zachránit armádní zakázky.

Obsah

Recese v německém průmyslu nás dožene	3
Obsah	5
Vnější prostředí a předpoklady prognózy.....	6
Závěrečná fáze expanze je tady	6
Fed bude muset v uvolňování měnové politiky pokračovat	6
Holubičí balíček ECB stačit nebude.....	7
Regionálním ekonomikám se zatím daří	10
Makroekonomická prognóza ČR.....	12
Ekonomická odolnost má své limity.....	12
Trh práce se obrací.....	18
Inflace bude jen neochotně zpomalovat	19
Rizika: Hlavní rizika vidíme stále za hranicemi.....	20
Klíčové makroekonomické ukazatele.....	22
ČNB Focus	23
Měnová politika v delikátní situaci	23
Korunový devizový trh	25
Koruna na vlně zahraničního sentimentu	25
Technická analýza (CZK/EUR).....	29
Trh českých vládních dluhopisů a IRS.....	30
Výnosová křivka zůstane i v nejbližších letech plochá	30
Bankovní sektor	37
Smíšený vývoj na úvěrových trzích	37
Klíčové ekonomické ukazatele	39
Upozornění	43

Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

Závěrečná fáze expanze je tady

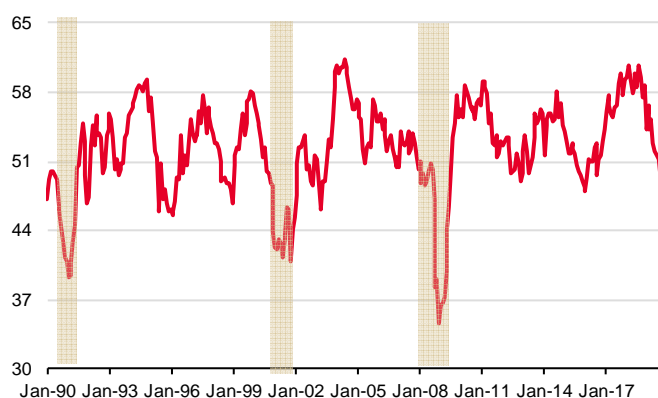
Ekonomiky Spojených států i eurozóny se zatím ještě drží. Vyhledky pro Německo jsme však museli revidovat výrazně směrem dolů. Ve Spojených státech očekáváme ve druhém pololetí příštího roku nástup recese. Tamní centrální banka bude reagovat výrazným snížením úrokových sazeb. V uvolňování měnových podmínek bude pokračovat i ta evropská. Čekáme rozšíření programu QE a další snížení úrokových sazeb. Region se navzdory zpomalení v Německu stále drží. Pomáhá mu k tomu silná domácí poptávka i čerpání fondů EU.

Fed bude muset v uvolňování měnové politiky pokračovat

Známe, že se v USA blíží recese, přibývá.

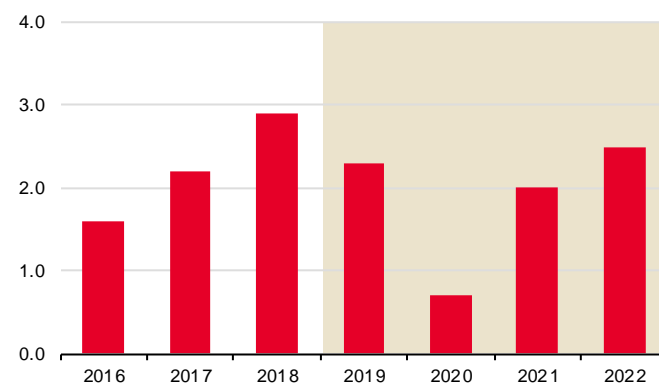
Americká ekonomika se zatím drží. Známe, že se blíží recese, ale přibývá. Index ISM mapující situaci ve zpracovatelském průmyslu se v září propadl na nejnižší úroveň od roku 2009. Historicky byl s fází expanze konzistentní ISM na průměrné úrovni 54,6 bodu, s fází recese pak na 42,7 bodu. Zářijový index na úrovni 47,8 bodu je tak tedy mnohem blíže průměru z fáze recese než expanze. Znepokojující je i vývoj indexu zahraničních objednávek, který poklesl na nejnižší úroveň od března 2009 (41,0 bodu). Pokud tedy Fed hledá důkazy, že zpomalující globální poptávka představuje pro americkou ekonomiku riziko, tak tady se nabízejí. Mírně se zhoršuje i situace na trhu práce. Počet nových volných pracovních míst mimo zemědělský sektor dosáhl v září 136 tisíc. To by ještě samo o sobě nebylo tak špatné číslo. Problém ale je zhoršující se trend v této oblasti. Zatímco v posledních pěti letech se počet nových volných pracovních míst v průměru pohyboval kolem 200 tisíc, za posledních šest měsíců je to už jenom 154 tisíc.

Index ISM ve zpracovatelském průmyslu a období recesí (b.)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V příštím roce čeká USA technická recese (HDP, %, y/y)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Spotřeba domácností ubere na tempu.

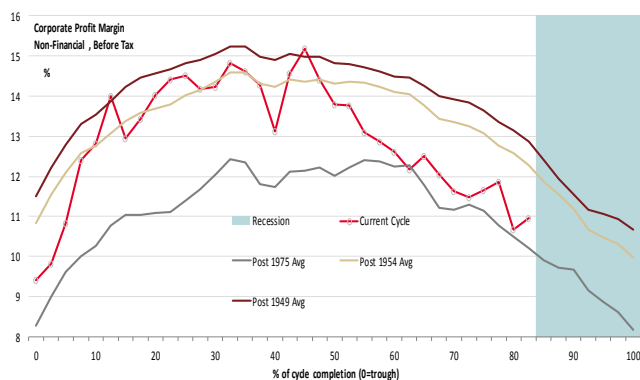
To, co by mělo americkou ekonomiku držet ještě nějakou dobu nad vodou, je spotřeba domácností. Ta v Q2 19 rostla tempem 4,6 % y/y. V Q3 19 však očekáváme její zvolnění na 3,0-3,5 %. Vývoj spotřeby domácností bude tím, co bude jako první indikovat počínající recesi. Očekáváme, že v důsledku poklesu ziskových marží začnou firmy najímat méně zaměstnanců, což se následně odrazí i v poklesu spotřeby. Tyto tendence se podle našeho názoru začnou silněji projevovat na konci letošního roku a na začátku roku příštího. V H2 20 pak již čekáme plný nástup recese. Zatímco v letošním roce dosáhne růst HDP Spojených států ještě 2,3 %, příští rok to bude již jen 0,7 %.

Příští rok Fed sníží sazby celkem čtyřikrát.

Na sílící rizika reagovala americká centrální banka v letošním roce dvojnásobným snížením úrokových sazeb. Do konce letošního roku pak čekáme ještě jedno, a to na úroveň 1,50-1,75 %. Vzhledem k námi očekávané recesi bude ale muset v politice uvolňování měnové

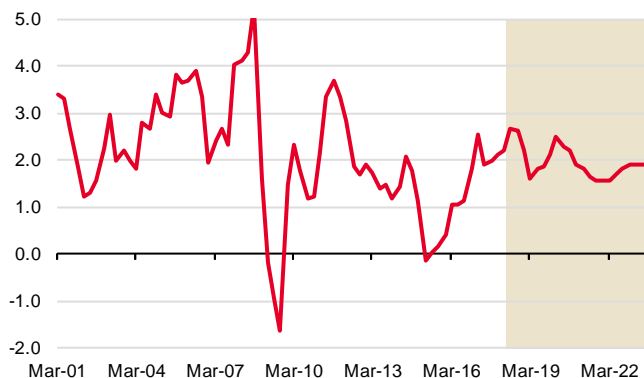
politiky pokračovat i v roce příštím. V prvním čtvrtletí očekáváme dvojnásobné snížení sazeb, ve druhém jedno a ve třetím také jedno. Samotný Fed je v tomto ohledu podstatně zdrženlivější. Osm členů FOMC vidí v příštím roce jedno snížení úrokových sazeb, naopak deset předpokládá jejich stabilitu. To je dáno tím, že Fed zatím s nástupem žádné recese nepočítá. V letošním roce prognózuje růst HDP o 2,2 %, v roce 2020 o 2,0 % a v roce 2021 o 1,9 %. Obecně ale Fed nikdy nepatřil k nejlepším předpověditelům recese, tedy alespoň veřejně ne. Vždy ale na její známky velmi rychle reagoval.

Ziskové marže signalizují příchod recese



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

Inflace ve Spojených státech ubere na tempu (% , y/y)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Holubičí balíček ECB stačit nebude

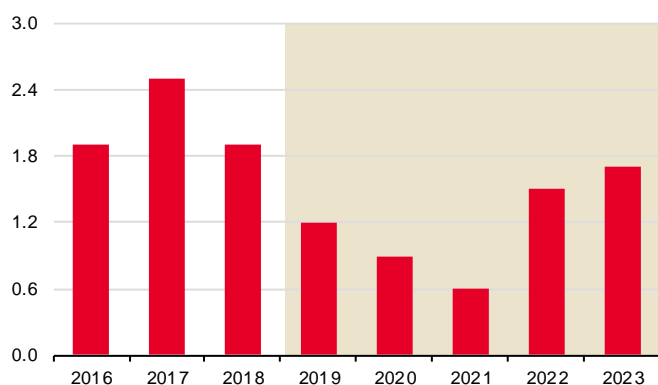
ECB dodala holubičí balíček.

Obavy ze zpomalení hospodářského růstu a inflace přiměly k akci i Evropskou centrální banku. Ta v září snížila klíčovou depozitní sazbu o 10 bb na úroveň -50 bb. Na této nebo nižší úrovni by sazba měla zůstat do doby, než jádrová inflace začne významněji akcelarovat. To se ale podle našeho názoru hned tak nestane. Jádrová inflace se zřejmě nedostane přes úroveň 1,5 % ani v roce 2024, což je nejzazší bod naší prognózy. To by znamenalo, že program QE, který ECB spustí od 1. listopadu, v této době nejspíš ještě poběží. Sama centrální banka uvedla, že by s nákupy aktiv na úrovni 20 mld. EUR měsíčně měla skončit až těsně před tím, než začne zvyšovat úrokové sazby. Což podle její prognózy vypadá, že nebude dříve než v roce 2022. Vzhledem k námi očekávané recesi ve Spojených státech navíc předpokládáme, že program QE bude muset být v příštím roce rozšířen, a to na zhruba 40 miliard EUR měsíčně. Na přetřes bude muset přijít i otázka limitů pro nákupy aktiv, více peněz může s postupem času směřovat do korporátních dluhopisů, zvažovány mohou být i nákupy akcií. Další snížení úrokových sazeb čekáme v červnu příštího roku.

Měnová politika stačit nebude, na pomoc musí přijít fiskální.

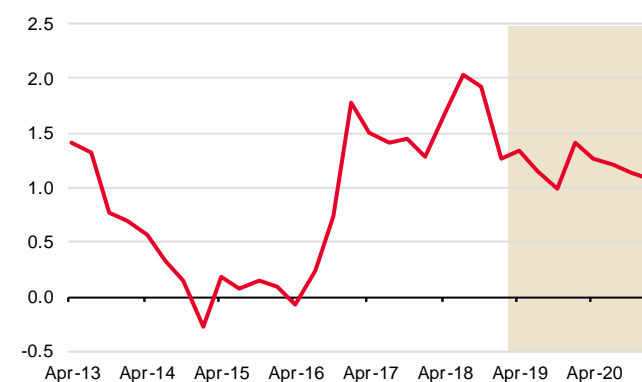
ECB se na svém posledním zasedání snažila ošetřit i problematiku dopadů negativních úrokových sazeb na profitabilitu bank. Ty by se měly zmírnit díky zavedení tzv. tearingu neboli škálování. Znamená to, že banky budou nyní moci ukládat 40 % přebytečné likvidity u ECB za nulový úrok, na 60 % se pak bude vztahovat záporná depozitní sazba na úrovni -0,5 %. Centrální banka také oznámila úpravy některých parametrů úvěrového programu TLTRO III, jako je jejich nižší cena či delší doba splatnosti. I tak jsou ale možnosti měnové politiky ECB nakopnout evropskou ekonomiku a dotlačit inflaci k cíli podle našeho názoru velmi limitované. Mnohem větší úlohu by v tomto směru mohla sehrát fiskální politika, na což apeloval i Mario Draghi. Velký fiskální impulz by mohl přijít z Německa, které má pro takovéto kroky v oblasti veřejných financí dostatečně velký prostor. Zatím se ale nezdá, že by se Německo k takovému kroku chystalo. V každém případě úloha fiskální politiky bude v eurozóně růst a na jejím využití bude záviset, jak výrazné zpomalení eurozóny čeká.

Vývoj HDP eurozóny (% , y/y)



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

Inflace zůstane pod cílem ECB (% , y/y)

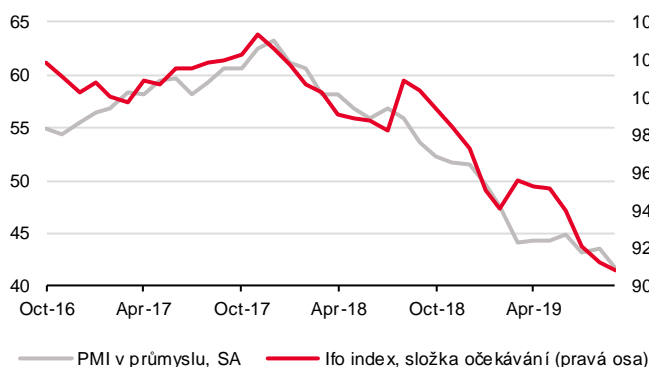


Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výhledy pro eurozónu jsou pro letošek dobré.

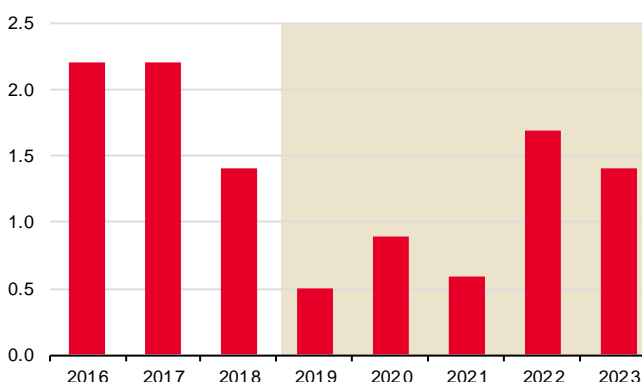
V letošním roce by si ekonomika eurozóny měla vést ještě dobře. Růst HDP jsme v důsledku horší výkonnosti německé ekonomiky revidovali o dvě desetiny dolů, z 1,4 % na 1,2 %. Spotřeba domácností by si v letošním roce měla díky klesající nezaměstnanosti (v srpnu na úrovni 7,4 %, v meziročním srovnání o 6 pb méně) a rostoucím mzdám udržet solidní dynamiku (1,5 %). Růst by měly investice. Ty však v příštím roce v důsledku nástupu recese v USA výrazně zpomalí. Čisté exporty by měly mít na dynamiku HDP neutrální vliv.

Nálada je v Německu stále špatná



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Odhad německého růstu HDP jsme revidovali směrem dolů (%)



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

Růst německé ekonomiky jsme revidovali směrem dolů.

Hůře na tom bude Německo. To je dáno i tím, že jeho závislost na průmyslu je mnohem větší, než je tomu v případě eurozóny (podíl průmyslové výroby na HPH v Německu je 24 %, v eurozóně 17 %). Potíže v tamní ekonomice se navíc zdají hlubší a zřejmě budou i déle trvající. Růst HDP pro letošní rok jsme proto revidovali z původních 0,9 % na 0,5 %, pro příští rok pak z 1,4 % na 0,9 %. Tématice mzdového vývoje v německé ekonomice jsme se věnovali v Boxu č. 1.

Box 1: Umlátíme se vlastními (mzdovými) zbraněmi?

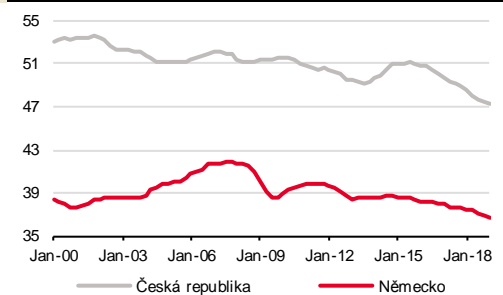
Německé ekonomice hrozí pád do recese. Poslední data navíc ukazují, že její problémy jsou hlubší a mohou trvat déle, než se původně očekávalo. Nejsnazší by bylo současné zpomalení hodit na slabší globální poptávku a problémy v automobilovém průmyslu. Není to ale tak černobílé. Za problémy v oblasti průmyslu stojí i domácí faktory, především růst mzdových nákladů. Ten, jak se zdá, připravuje Německo o konkurenceschopnost. Většina současných mzdových kontraktů byla uzavřena v roce 2018. V tomto období se zdál být růst mezd oprávněný a adekvátní. Ve srovnání s obdobím 1996-2010 však mzdové náklady

v letech 2011-2018 vzrostly více než dvakrát. To by mohlo vysvětlovat, proč jsou německé vývozy do ostatních zemí Evropské unie v současné době překvapivě nízké, a to i navzdory stále relativně dobré ekonomické výkonnosti zemí eurozóny. Vysoké mzdové náklady zároveň výrazně ukrojily ze ziskových marží firem, což je obrázek, který dobře koresponduje se závěrečnou fází ekonomického cyklu. Vysoký objem vyplácených mezd je však jen polovina příběhu. Druhým je slabší růst HDP, ke kterému docházelo od začátku roku 2018 v důsledku negativního příspěvku čistých exportů a zásob. Podíl mzdových nákladů na HDP tak výrazně akceleroval, zatímco produktivita klesala. V kombinaci se slábnoucí zahraniční poptávkou tak růst mezd zastihl německou ekonomiku v ne příliš vhodný okamžik. Ta tak v současné době zřejmě čelí výraznému nákladovému šoku.

Podíl objemu vyplácených mezd na HDP (%)



Ziskové marže (% HDP)

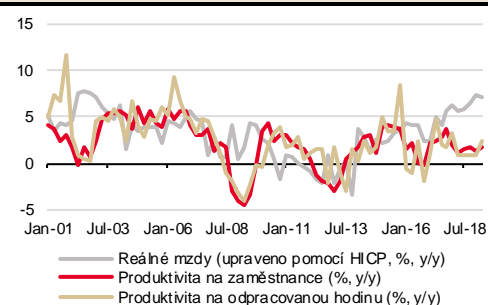


Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

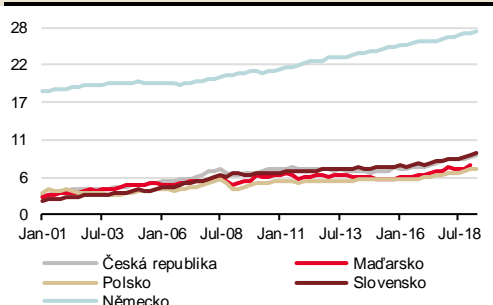
Nabízí se otázka, zda Českou republiku nečeká něco podobného. V loňském roce dosáhl mzdový růst úrovně 7,6 %. Letos to bude 7,2 %, v příštím roce pak 6,0 %. Podobně jako v Německu, ani v České republice se firmám nepodařilo rostoucí mzdové náklady zcela protlačit do cen pro konečné zákazníky. Firemní marže tak významně poklesly. Zatímco ještě v roce 2016 se v poměru k HDP nacházely na úrovni 51 %, v letošním roce je to už jen 47 %. Ve srovnání s Německem je to však stále ještě o 10 pb více. I tak se ale současný mzdový růst pro některé české, především malé, podniky stal smrtící a svou činnost musely ukončit. Zatímco malé firmy hlásí, že si další zvyšování mezd nemohou dovolit, střední a velké firmy z tohoto vývoje benefitují a na utaženém trhu práce získávají pracovníky právě z těchto menších firem.

Nůžky mezi produktivitou a vývojem mezd se v České republice rozevírají (%)



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Mzda na odpracovanou hodinu (EUR, SA)



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

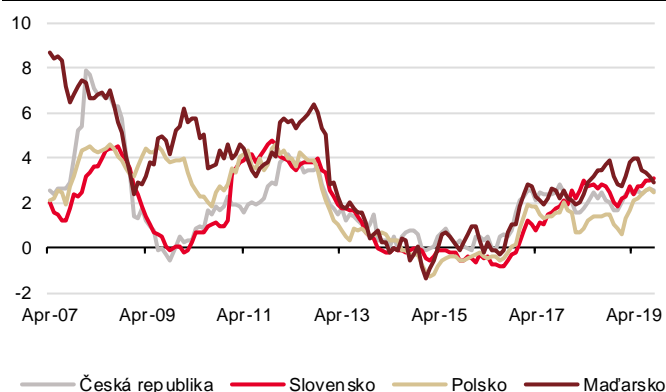
Ve srovnání s růstem produktivity práce je však mzdový růst rychlejší a nůžky mezi nimi se stále více rozevírají. V situaci, v jaké je Německo, zatím sice nejsme, riziko že se do ní dostaneme, zde ale je. Na exportní výkonnosti se rostoucí náklady práce zatím neprojeví. Český zahraniční obchod naopak dosahuje velmi dobrých výsledků. Je zde však riziko, že současný pokles marží již dosáhl bodu, kdy firmy nebudou ochotny či schopny další pokles marží akceptovat. Můžeme se tak dostat do stejného bodu, jako německá ekonomika, tedy že rostoucí mzdové náklady budou omezovat českou konkurenceschopnost, na což doplatí celá ekonomika.

Regionálním ekonomikám se zatím daří

Polská centrální banka ponechá sazby v příštím roce beze změny, zlotý bude oslabovat.

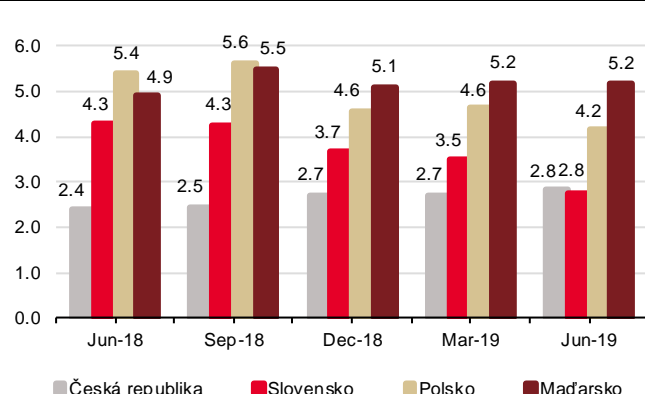
Regionální ekonomiky navzdory velké provázanosti s eurozónou a Německem vykázaly za první pololetí velmi dobrou výkonnost. Růst HDP polské ekonomiky dosáhl v Q1 19 4,7 %, ve druhém čtvrtletí pak 4,5 %. K růstu přispěla silná spotřeba domácností, vlády i robustní investice. Za celý letošní rok polská centrální banka očekává růst na úrovni 4,5 %, konsenzus analytiků dotázaných agenturou Bloomberg stojí na úrovni 4,2 %. V příštím roce očekává centrální banka mírné zpomalení hospodářského růstu, a to v důsledku vývoje v globální ekonomice. Domácí uvolněná fiskální politika, průmysl orientovaný spíše na spotřební zboží a zboží krátkodobé spotřeby a příliv peněz z fondů EU by měly polskou ekonomiku uchránit před výraznějším zpomalením. Prognóza centrální banky pro rok 2020 počítá s dynamikou HDP na úrovni 4,0 % (konsenzus 3,5 %). Polská inflace dosáhla svého vrcholu na úrovni 2,9 % v letních měsících, v září pak zpomalila na 2,6 %. Ve zbytku letošního roku by se měla vrátit opět k růstu s tím, že v Q1 20 může v meziročním srovnání dosáhnout až 3,5 %. Poté by měla své tempo opět zvolnit a vrátit se k 2,5% inflačnímu cíli. To je i důvod, proč očekáváme, že úrokové sazby zůstanou po celý příští rok beze změny. Rétorika se však bude postupně vychylovat směrem k více holubičím. Snížení úrokových sazeb bychom očekávali pouze v tom případě, že by růst HDP poklesl pod úroveň 3 %. Zhoršující se situace ve vnějším prostředí pak bude dopadat na všechny regionální měny. Polský zlotý podle naší prognózy v ročním horizontu oslabí ze současných úrovní okolo 4,30 PLN/EUR na 4,44 PLN/EUR.

Inflace v regionu zvolnila (% , 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

Maďarská ekonomika v Q2 19 vzrostla o 4,9 %, ve srovnání s předchozím čtvrtletím přidala 1,1 %. Za celý letošní rok si podle prognózy centrální banky na své konto připsá 4,5 %, a to především díky silné investiční aktivitě privátního sektoru a soukromé spotřebě. Zpomalení v Německu zatím Maďarsko odolává nejlépe z celého regionu. Průmyslová produkce si udržuje solidní dynamiku, nad 50bodovou hranicí zůstává i index PMI. V příštím roce si ale tuto dynamiku neudrží a růst HDP zpomalí na 3,3 %. Svě tempo zvolnila i inflace. Zatímco v Q2 19 se dostala až poblíž 4 %, v září zpomalila pod 3 %. Nečekaně rychle zpomalila i jádrová inflace, která se ještě v květnu nacházela na úrovni 3,7 %, v letních měsících to ale bylo už jen 3,2 % (v září 3,4 %).

Maďarská centrální banka v září reagovala na domácí vývoj a na sílící rizika pramenící z vnějšího prostředí mírným uvolněním měnové politiky. Úrokové sazby sice ponechala beze změny, zvýšila ale cílový objem FX swapů nabízený komerčním bankám (o 100 mld. HUF na 300-500 mld. HUF). Ke stejnému kroku podle našeho názoru přistoupí na svém prosincovém zasedání, kdy bude mít k dispozici novou inflační prognózu. V příštím roce pak očekáváme snížení O/N sazby zpět na -0,15 % a mírné snížení klíčové tříměsíční depozitní

sazby. V souvislosti s uvolňováním měnové politiky, oslabením globální poptávky, zpomalováním v Evropské unii a celkově negativnímu sentimentu vůči rozvíjejícím se trhům očekáváme, že forint bude postupně oslabovat. Na konci třetího čtvrtletí příštího roku by se měl podle našeho odhadu pohybovat na úrovni 348 HUF/EUR (v současné době na 329,1 HUF/EUR).

Makroekonomická prognóza ČR



Michal Brožka
(420) 222 008 569
michal_brozka@kb.cz

Hlavní změny

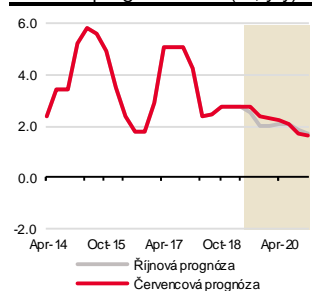
HDP:

Zrevidovali jsme náš odhad celoročního růstu ekonomiky pro rok 2019 na 2,5 % z předchozího odhadu 2,7 %. V roce 2020 čekáme zpomalení růstu na 2,0 % oproti předchozímu odhadu 2,1 %.

Inflace:

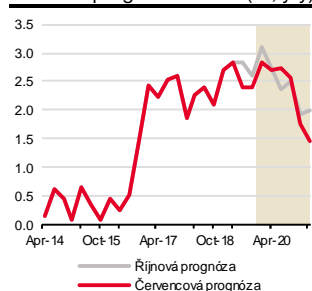
Mírně jsme zvýšili náš odhad celoroční míry inflace na 2,7 % kvůli rychlejší jádrové složce. V roce 2020 by inflace rovněž měla dosáhnout 2,7 % z důvodu růstu spotřebních daní a stále rostoucí jádrové inflaci.

Změna v prognóze HDP (% y/y)



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

Změna v prognóze inflace (% y/y)

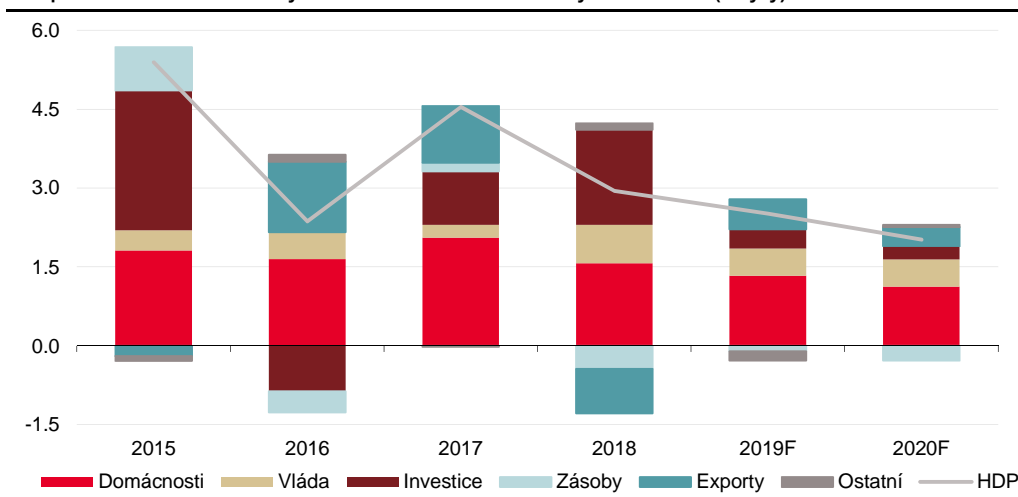


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ekonomická odolnost má své limity

Česká ekonomika byla letos překvapivě odolná vůči hospodářskému oslabení jejích klíčových obchodních partnerů. Kladná meze výstupu poskytla slušný polštář vůči vnějším šokům, zatímco fiskální politika hospodářský růst podporovala. Avšak zhoršení vnějšího prostředí nemohlo nechat ekonomiku nepoznamenanou. Negativní dopad je již patrný ve výrobním sektoru a s dalším zpožděním budou zhoršené vnější prostředí reflektovat i další makroekonomická data. Čekáme, že ekonomika zpomalí. Oslabená česká koruna a uvolněná fiskální politika nicméně poskytnou ekonomice dodatečný stimul proti výraznějšímu zpomalení. V roce 2020 čekáme růst české ekonomiky tempem 2 %. I přes hospodářské zpomalení setrvá inflace nad inflačním cílem, což odradí ČNB od snížení úrokových sazeb.

Příspěvek investiční aktivity k růstu HDP v roce 2019 výrazně klesá (% y/y)



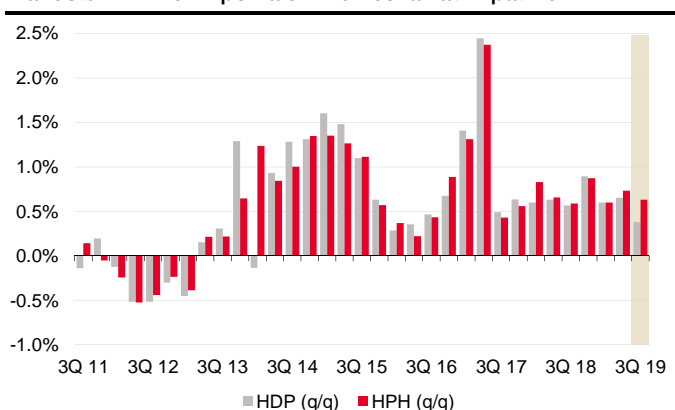
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zpomalení ekonomiky je na blízku

Od poloviny roku 2017 rostla česká ekonomika přibližně konstantním tempem kolem 0,6 % q/q tedy cca 2,5 % anualizovaně. Ve druhém čtvrtletí letošního roku česká ekonomika dokonce mírně zrychlila na 0,7 % q/q. S ohledem na zhoršující se vnější prostředí a především recesi v Německu jde o velmi příznivý vývoj. Nicméně to neznamena, že by česká

ekonomika byla tímto vývojem netknuta. Struktura HDP se změnila. Zatímco spotřeba domácností prokázala značnou odolnost, investice do fixního kapitálu výrazně oslabily. Nižší investiční aktivita se promítla do zlepšené obchodní bilance, která byla podpořena i růstem

Na růstu HDP není zpomalení Německa zatím patrné



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

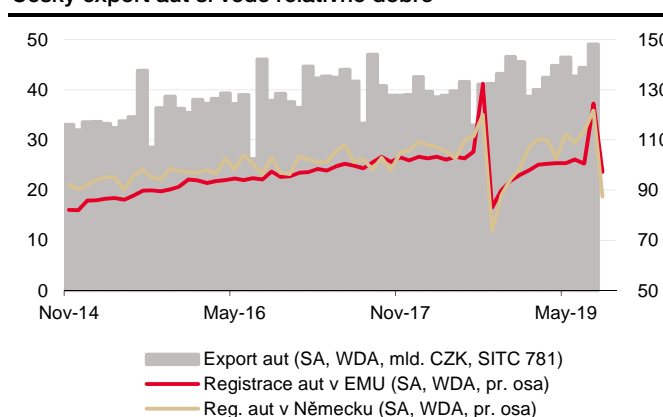
exportu, i když pomalejším tempem. Fixní investice byly taženy veřejným sektorem. Růst průmyslové výroby v roce 2019 citelně zeslábl.

Průmyslová výroba klesne

Český průmysl zpomaluje.
V příštích měsících čekáme jeho mírný pokles.

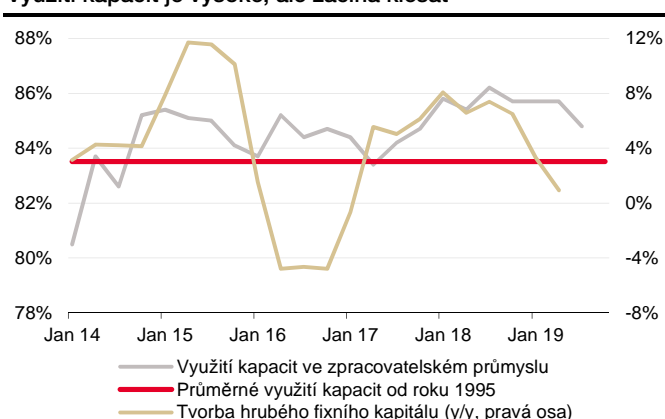
Je pozitivním překvapením, že průmyslová výroba v roce 2019 neklesala. S ohledem na globální potíže automobilového sektoru a vysokou expozici české ekonomiky vůči produkci automobilů bylo na místě očekávat horší čísla. Nabízí se několik hypotéz, proč český průmysl neperformoval hůře. Za prvé je zde vysoký stupeň využití kapacit, který se sice mírně snížil, nicméně při dané poptávce po české průmyslové produkci byla výsledkem alespoň stabilní výroba. Dále je možné, že českému průmyslu prospěla poptávka po levnějším a stále kvalitním produktu včetně automobilů. Je pravda, že česká výroba je silně svázána s německou a je dále reexportována. Toto ale nutně neznamená, že citlivost české produkce například na pokles poptávky z Číny, je stejně velká jako v případě Německa, na které mělo zpomalení poptávky z Číny nepochybně značný dopad. Produkce automobilů v ČR nyní vykazuje výrazně lepší výsledky než v Německu či celé v eurozóně.

Český export aut si vede relativně dobře



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

Využití kapacit je vysoké, ale začíná klesat



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

Nicméně se domníváme, že je pouze otázkou času, než česká ekonomika pocítí šok v podobě slabší poptávky ze zahraničí hlouběji. Propojenost se západními producenty je velmi silná. Jak minule poznamenal člen bankovní rady Tomáš Holub, „z historického hlediska, nemáme silnou imunitu vůči ekonomickému vývoji v Německu; zhoršující se německá data ukazují, že dojde k přelítí do české ekonomiky.“¹

Předstihové indikátory signalizují slabost výrobního sektoru.

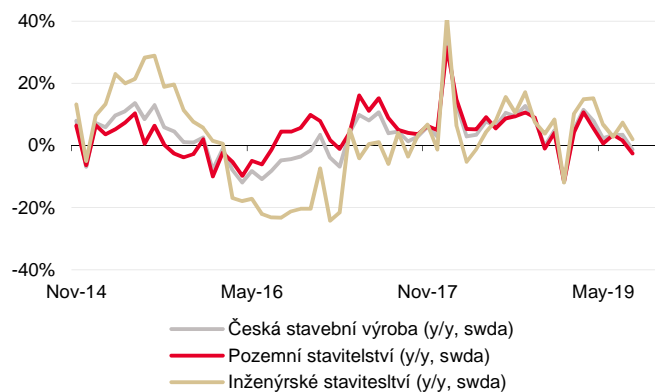
Jedním z důvodů pro obavy je pokles předstihových indikátorů, jako jsou indexy nákupních manažerů (PMI). Zůstáváme opatrní z hlediska schopnosti indexů PMI ukazovat skutečný směr výrobního sektoru (viz předchozí *Ekonomické výhledy* zde <http://bit.ly/2YE4geV>). V roce 2019 dochází k výrazné divergenci mezi PMI a tvrdými daty případně jinými měkkými indikátory, a to nikoliv pouze v České republice. **Nicméně není možné zcela ignorovat signály těchto „měkkých indikátorů“, které se propadly výrazně do pásma kontrakce.** A jelikož počítáme s dalším zhoršením vnějšího prostředí, očekáváme oslabení průmyslové výroby ve druhé polovině roku 2019, které vyústí v „zápornou nulu“ pro růst průmyslové výroby ČR v roce 2020.

Stavebnictví se v letošním roce vyvíjelo relativně příznivě. Není to překvapivé s ohledem na fakt, že tento sektor je více spjat s domácí poptávkou, která zůstává silná. Nicméně poté, co stavebnictví expandovalo v minulém roce o téměř 10 %, je srovnávací základna poměrně vysoká. Pro letošek očekáváme zpomalení růstu stavební produkce ke 4 %. Klíčovou

¹ Bloomberg, 15.10.2019

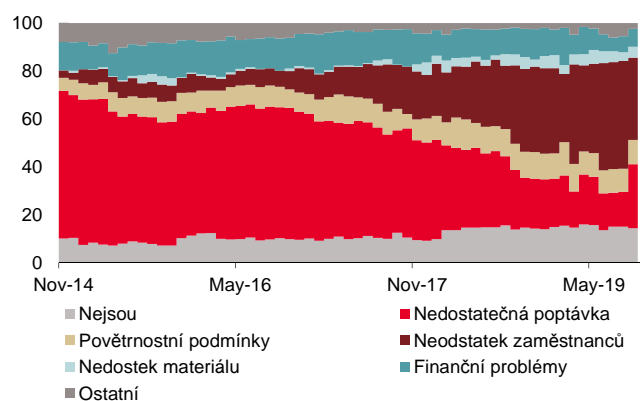
překážkou zde prozatím byl nedostatek kapacit, konkrétně pracovní síly. Nicméně domníváme se, že slabší poptávka postupně získá větší vliv. Pro příští rok pak počítáme s dalším oslabením ve stavebnictví s tím, jak očekáváme další zpomalení investiční aktivity.

Stavebnictví ztrácí růstové momentum



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

Nedostatek kapacit je stále hlavní bariérou růstu stavebnictví



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

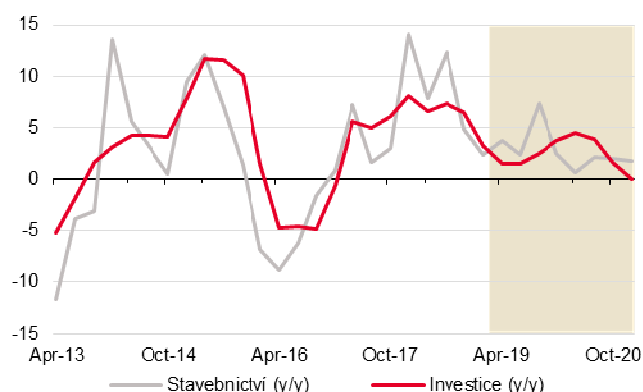
Investice zpomalují v důsledku vyčerpaných kapacit ve stavebnictví.

Slabá investiční aktivita a zlepšená zahraničně obchodní bilance

Investiční aktivita v roce výrazně 2019 oslabila částečně i kvůli vysoké srovnávací základně z roku 2018 ovlivněné investičním cyklem EU fondů. Nicméně se zhoršeným vnějším prostředím **očekáváme pro rok 2019 zpomalení tvorby hrubého fixního kapitálu na 1,4% v roce 2019 a pouze 1,0% v roce příštím.** Nízká investiční aktivita bude znamenat slabý růst importů a podobně jako v roce 2019

by i v příštím roce zahraniční obchod měl pozitivně přispět k růstu HDP.

Investiční aktivita zůstane oslabená (% , y/y)



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

Solidní výkon veřejných financí kazí zhoršující se deficit státního rozpočtu, který je nejhorší od roku 2014.

Fiskální politika: absence snahy vyhnout se deficitu

Hospodaření státu dosáhne tento rok nejhoršího výsledku od roku 2015, když podle nás skončí poblíž deficitu 40 mld. CZK. Daňové příjmy již nepodporují státní rozpočet nad rámec plánu, jako jsme tomu byli svědky v minulých letech, a naopak zaostávají za očekáváním. Na druhou stranu rizikem zůstává slabší investiční aktivita. Celkové veřejné finance však letos zůstanou v přebytku díky stále solidnímu hospodaření krajů a obcí a fondům sociálního zabezpečení. Pro příští rok očekáváme další zhoršení rozpočtu státu a municipalit, což povede k propadu veřejných financí do deficitu.

O výsledku hospodaření státu rozhodnou investice

Státní rozpočet skončil za prvních devět měsíců ve schodku 21,0 mld. CZK. Jedná se tak o nejhorší výsledek rozpočtu v daném období od roku 2014, kdy byl ještě o třináct miliard horší. Nicméně od té doby byly všechny roky s výjimkou 2015 ve stejném období v přebytku. Tuzemská ekonomika jednoduše nepodporuje daňové příjmy nad rámec plánovaného rozpočtu tak, jako tomu bylo v posledních letech. Státní rozpočet tak postupně směřuje

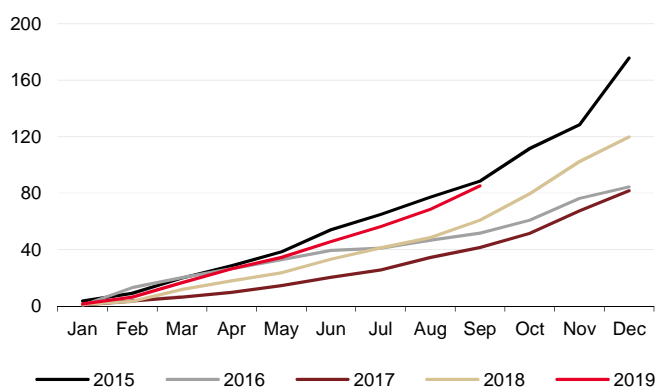
k plánovanému deficitu 40 mld. CZK, zatímco ještě vloni skončil v přebytku 2,9 mld. CZK. Hlavním důvodem je slabší výběr daní, který lehce zaostává za plánem. V případě největší daňové položky DPH za prvních devět měsíců chybí ve státní kase necelých šestnáct miliard korun. Obdobně zaostávají i ostatní daně s výjimkou daně z příjmu právnických osob. Třetí čtvrtletní platba záloh vyhoupla dosavadní inkaso DPPO o 5 mld. CZK nad plánovaný výběr. Výpočet záloh však vychází z poslední daňové povinnosti, tedy z loňských zisků, kterých už letos řada firem nemusí dosáhnout. **Proto zde spatřujeme riziko pro státní rozpočet v příštím roce, kdy by jsme mohli vidět vyšší daňové vratky.**

O výsledném hospodaření státního rozpočtu rozhodne investiční aktivita v závěru roku.

Na straně výdajů zaujmou především investice, zatímco běžné výdaje se vyvíjejí v souladu s jejich plánovaným čerpáním. Kapitálové výdaje za prvních devět měsíců odpovídají 64,2 % plánovaného objemu peněz pro tento rok. Ačkoli tak investice viditelně zaostávají za plánem, jejich tradiční pomalý rozjezd v průběhu roku je letos nejrychlejší za poslední roky. Riziko nižší realizace investic se tak oproti naší předchozí prognóze postupně snižuje a naopak je tu i možnost, že by mohly být i vyšší, než s čím počítá rozpočet díky vysokému objemu nespotřebovaných výdajů z minulých let obdobně jako vloni. Ke konci zaří zbyvalo z předchozích let k vyčerpání 43,2 mld. CZK.

Na druhou stranu letos státní investice nepodporuje nutnost čerpání fondů EU jako v roce předchozím. **Podle pravidla n+3 musí Česká republika dočerpat do konce tohoto roku necelých 15 mld. CZK.** Přitom v minulém roce to touto dobou byl více než dvojnásobek. Z této částky však necelých deset miliard připadá na Operační program Podnikání a inovace pro konkurenceschopnost, který má v tuto chvíli pozastavené proplácení žádostí z EU. Bez ohledu na tento fakt by měly být investice realizovány do konce roku a předfinancovány ze státního rozpočtu. Jejich proplácení však proběhne později. Podle informací Ministerstva pro místní rozvoj však nelze určit, kdy to bude. Pokud nebude proplácení obnoveno v tomto roce, prohloubí to letošní peněžní deficit státního rozpočtu a naopak vylepšilo hospodaření v příštím roce. V metodice ESA2010 by se však tento časový posun neměl podepsat na výsledném hospodaření veřejných financí v obou letech.

Postupný rozjezd státních investic (mld. CZK)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Součet investičních výdajů státu za posledních 12M (mld. CZK)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

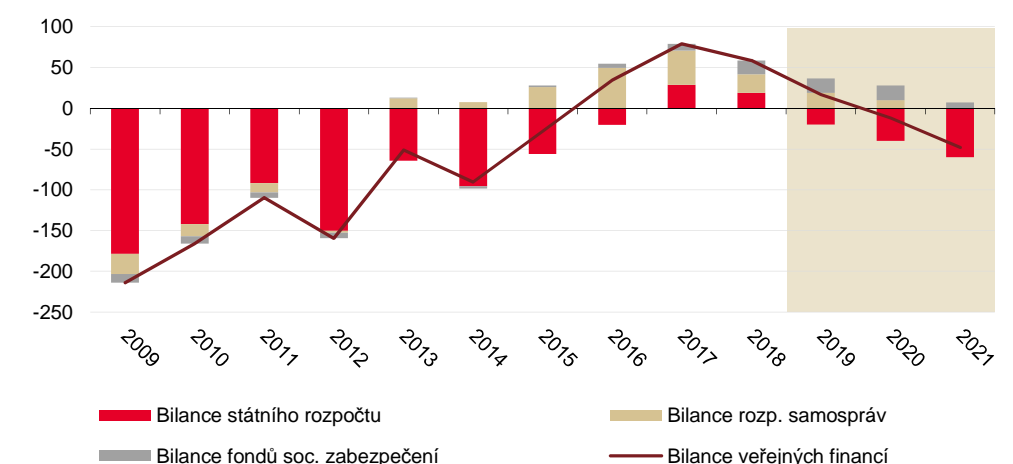
Státní rozpočet letos výrazně více spoléhá na investice z vlastních zdrojů a naopak klesla míra spolufinancování z fondů EU, což nenuť stát tolik investovat. V meziročním vyjádření však budou investice státu jednoznačně vyšší. Při pohledu na delší časový horizont však teprve letos dosáhly úrovně krizových let 2008-09. Přitom právě **investice rozhodnou o tom, v jak velkém deficitu skončí státní rozpočet na konci roku.** My i nadále předpokládáme, že to bude poblíž plánovaným 40 mld. CZK.

Municipality a fondy sociálního zabezpečení vyrovnávají svým přebytkem meziroční propad státního rozpočtu do deficitu. Celkové veřejné finance tak letos skončí v přebytku 0,3 % HDP.

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. Za prvních devět měsíců tak jsou územní rozpočty v hotovostním přebytku 41,9 mld. CZK, což je o 19 mld. CZK více ve srovnání se stejným obdobím minulého roku. Zároveň také mírně narostl 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. Kraje a obce také letos výrazně navýšují své investiční výdaje. Za prvních osm měsíců byly vyšší o 10 % oproti předchozímu roku. **I proto očekáváme, že letos dojde ke zhoršení hospodaření municipalit, ale stále se udrží v přebytku 18,7 mld. CZK,** což je zhruba o pět miliard více, než jsme očekávali v naší srpnové prognóze.

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 pojištění. Proto pro tento rok očekáváme, že **fondy sociálního zabezpečení skončí své hospodaření v rekordním přebytku 18,0 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 jednu desetinu procentního bodu na 0,3 % HDP. Hlavním důvodem revize je lepší hospodaření krajů, obcí a zdravotních pojišťoven, které vykompenzují výrazné meziroční zhoršení státního rozpočtu. I přes udržení veřejných financí v přebytku by se jednalo o zhoršení o osm desetin procentního bodu oproti předchozímu roku.

Absence strukturální snahy vyhnout se deficitu státního rozpočtu

Státní rozpočet pro příští rok v době psaní tohoto textu čeká na schválení v dolní komoře parlamentu. Nicméně všechny strany podporující vládu ve sněmovně deklarovaly svoji podporu při hlasování. Na druhou stranu opozice již oznámila, že se bude snažit blokovat vládní daňový balíček v poslanecké sněmovně, který má navýšit příjmy v příštím roce o více než 10 mld. CZK. Jeho neschválení by tak zkomplikovalo rozjezd státního rozpočtu v příštím roce. **Neočekáváme však, že by se schvalovací proces měl významně protáhnout. Prozatímní návrh počítá s deficitem 40 mld. CZK, stejně jako pro další roky 2021 a 2022.**

Prozatím tak státní rozpočet pro příští rok počítá s navýšením průměrného starobního důchodu o 900 CZK na 14 326 CZK, zvýšením rodičovského příspěvku na 300 tis. CZK, nárůstem platů učitelů o 10 % a dalším navýšením platů ostatních státních zaměstnanců.

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

Oproti letošku mají vzrůst i plánované investice, a to o 20 % na 146,7 mld. CZK. To je nejvíce od roku 2015, který byl výrazně zkreslen dočerpáváním evropských fondů. Na straně úspor by mělo dojít ke snížení pracovních míst na ministerstvech a dalších státních institucích o necelé tři tisíce míst, což by mělo ušetřit až 1,6 mld. CZK, a snížení provozních výdajů o 10 %. Celkově však státní rozpočet počítá s meziročním nárůstem státních zaměstnanců. Již zmiňovaný **daňový balíček mimo jiné také zvyšuje spotřební daně na tabák a alkohol, zdvojnásobí se též poplatek za vklad do katastru nemovitostí.**

Z našeho pohledu je pro příští rozpočet nejzásadnější zvýšení spotřební daně z tabáku.

Podle odhadů ministerstva by tato změna měla přinést necelých osm miliard. Tento dodatečný příjem však vychází podle nás z nerealistické prognózy nárůstu spotřeby tabáku. Přitom v posledních letech pozorujeme spíše opačný trend. Podle našich odhadů tak dosáhne dodatečný příjem pouze kolem 5 mld. CZK, pokud zanedbáme možný efekt předzásobením, který by výběr v prvním roce od zvýšení ještě snížil. Zároveň také vláda nezapočítává dodatečné náklady, které ji zvýšením daně vzniknou. Ministerstvo financí v tomto roce přišlo s úspěšným programem státních dluhopisů pro občany (více v kapitole *Trh českých vládních dluhopisů a IRS*). Největší úspěch zaznamenaly státní dluhopisy indexované o inflaci, kterých letos ministerstvo emitovalo zhruba 6 mld. CZK a ještě jeden úpis je do konce roku naplánován. Zvýšením daně se však podle nás v příštím roce výrazně zvýší inflace (více v kapitole *Makroekonomická prognóza ČR*), což bude státní kasu stát zhruba 50 mil. CZK.

Sporné je z našeho pohledu i zdvojnásobení poplatku za vklad do katastru nemovitostí, které je zdůvodněno růstem cen v ekonomice od posledního zvýšení v roce 2012. Od té doby však vzrostla cenová hladina „pouze“ o 11,2 %. Ministerstvo se tak spíše snaží dohnat propad v počtu vkladů do katastru, který je za posledních pět let téměř o čtvrtinu nižší. Proto ani dodatečných 700 mil. CZK do státní kasy nemusí být reálných.

Dynamika veřejných financí

	2018	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f
Bilance veřejných financí (% HDP)	1,1	0,3	-0,2	-0,8	-0,1	0,1
Fiskální úsilí (pb HDP)	-0,6	-0,6	-0,1	-0,5	0,7	0,2
Veřejný dluh (mld. CZK)	1734,7	1738,0	1770,0	1828,0	1843,0	1823,0
Veřejný dluh (% HDP)	32,5	30,7	29,9	29,8	28,7	27,1

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

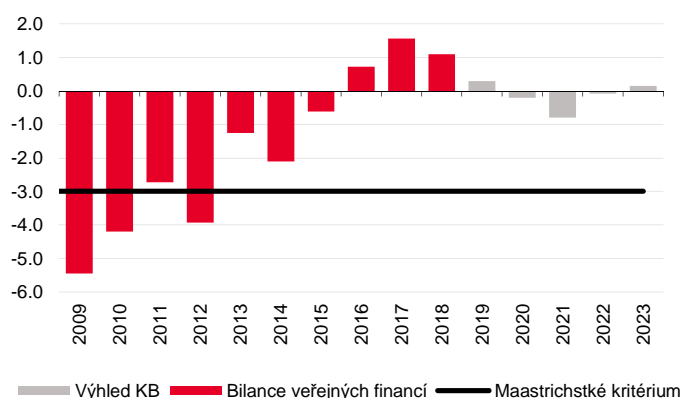
Prognóza Ministerstva financí, na které je postaven rozpočet pro příští rok, počítá s nominálním růstem HDP 4,5 %, růstem spotřeby domácností o 4,6 % a růstem mezd o 5,9 %. **U většiny těchto ukazatelů počítáme s o něco slabším růstem, což nepovede k takovým příjmům, s jakými počítá současný návrh státního rozpočtu.** Na druhou stranu se výrazně nezmění situace na straně investičních výdajů, které jsou naplánovány o 20 % vyšší oproti letošku. Jejich realizace bude i nadále problematická vzhledem k vyčerpaným kapacitám ekonomiky, což může snížit výdaje rozpočtu. Celkově tak očekáváme, že se deficit státního rozpočtu v příštím roce dále zhorší na 60 mld. CZK. V přebytku zůstanou i nadále municipality a fondy sociálního zabezpečení, ačkoli jejich příspěvek nebude tak velký jako v letošním roce (10 mld., resp. 18 mld. CZK). Očekáváme, že veřejné finance podle metodiky ESA 2010 v souhrnu vykáží příští rok deficit 0,2 % HDP, což by bylo poprvé od roku 2015.

Veřejné finance skončí v příštím roce po pěti letech přebytků v deficitu 0,2 % HDP. Zadlužení veřejných financí však vlivem růstu ekonomiky v relativním vyjádření dále poklesne k 30 % HDP.

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. Hlavním důvodem však zůstává vyšší růst ekonomiky, nikoliv konsolidace veřejných financí. Na druhou stranu úrokové náklady vyplývající ze zadlužení veřejných financí poklesly na své dno kolem 40 mld. CZK (0,7 % HDP) a v následujících letech budou stagnovat nebo jen mírně růst.

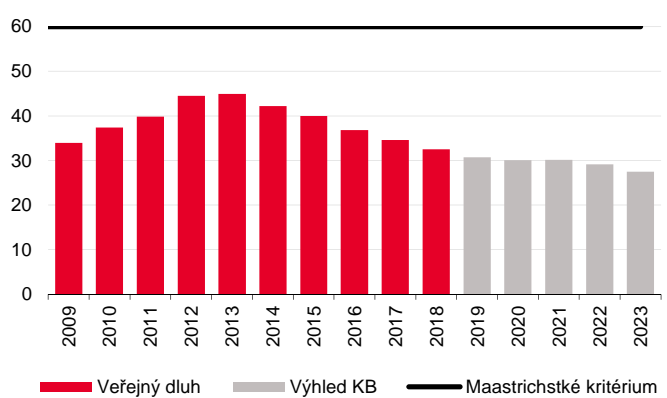
Rizikem pro fiskální politiku zůstává jednoznačně prudší zhoršení hospodářské situace v eurozóně, což by se negativně projevilo i na tuzemské ekonomice, daňových příjmech a běžných výdajích veřejných rozpočtů. Statistickým rizikem pro veřejné finance zůstávají plánované armádní zakázky pro nadcházející tři roky v objemu necelých sto miliard korun (1,8 % HDP), zejména klíčový nákup bojových vozidel v plánované ceně 52 mld. CZK a víceúčelových vrtulníků v plánované ceně 12,4 mld. CZK. Detaily a způsob platby doposud nejsou známy, ale je pravděpodobné, že by takový výdaj výrazně ovlivnil peněžní a časové (tj. ESA2010) vyjádření výdajů státního rozpočtu a potažmo zkreslí statistiku HDP obdobně jako v případě pronájmů letadel Jas-Gripen v hodnotě 10 mld. CZK v roce 2005 a 2015.

Bilance veřejných financí (% HDP)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Veřejný dluh (% HDP)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

František Táborský
420 222 008 598
frantisek_taborsky@kb.cz

Trh práce se obrací

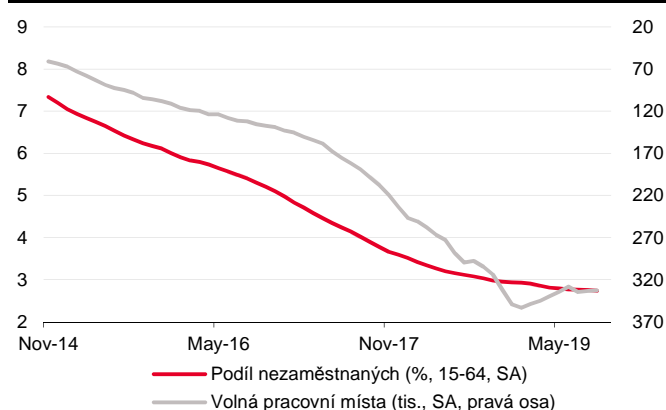
Míra nezaměstnanosti dosáhla dna a začne růst.

Domníváme se, že míra nezaměstnanosti v roce 2019 dosáhla dna těsně pod úroveň 2 % (ILO). Za rok 2019 čekáme průměrnou míru nezaměstnanosti ve výši 1,9 %. **S ohledem na očekávané ekonomické zpomalování očekáváme postupné ochlazování trhu práce.** V roce 2020 by tak míra nezaměstnanosti měla v průměru dosáhnout 2,3%.

Nedostatek zaměstnanců a s tím související tlaky na růst mezd byly klíčovým problémem pro většinu českých podniků v letošním roce. **Nicméně zatímco míra nezaměstnanost se prozatím snižovala, zaměstnanost již začala klesat.** Takový vývoj signalizuje obrát. Zejména v průmyslu některé podniky silněji pozorují na jedné straně mzdové tlaky a signály slabší poptávky. Toto značí cyklický obrát, který může trvat několik málo let.

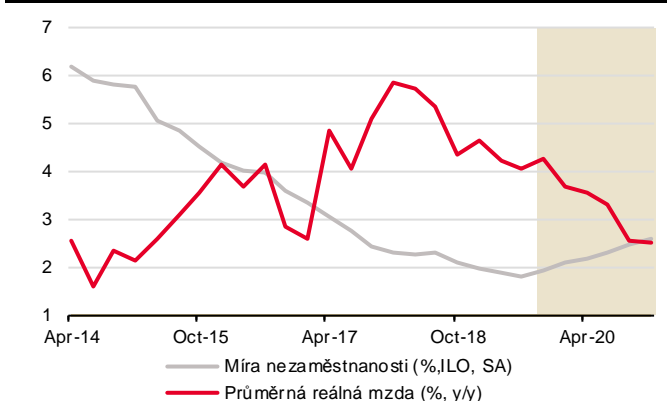
Mzdová dynamika zpomaluje pouze pomalu. V roce 2019 čekáme růst mezd tempem 7,2 %. V příštím roce porostou platy ve veřejném sektoru zejména v oblasti vzdělání opět rychleji než v sektoru soukromém. Mzdové tlaky v soukromém sektoru zůstávají vysoké, nicméně čekáme jejich pozvolné slábnutí s tím, jak zaměstnanci budou pozorovat měnící se celkovou situaci v ekonomice. **Celkově pro rok 2020 čekáme růst průměrné nominální mzdy o 6,0 %.**

Míra nezaměstnanosti dosáhla úplného dna



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

Nezaměstnanost se začne zvyšovat (%)



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

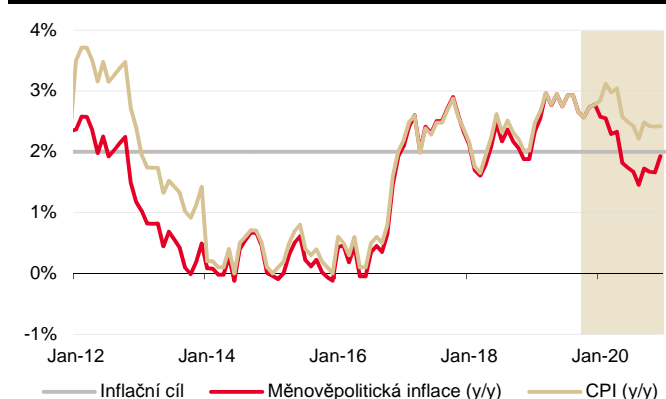
Spotřeba domácností zůstane silná a zůstane hlavním tahounem HDP.

Pomalý nárůst nezaměstnanosti a přibrzdění tempa růstu mezd povede ke zpomalení růstu spotřeby domácností. **Nicméně finanční situace domácností zůstane příznivá a spotřeba domácností bude stále klíčovým tahounem růstu HDP v příštím roce.** Spotřebitelská důvěra od vrcholu v roce 2018 klesla, ale z dlouhodobé perspektivy zůstává na příznivých úrovních a indikuje rovněž silnou spotřební poptávku domácností. Prozatím rostla spotřeba domácností v letošním roce v průměru anualizovaným tempem 3,5 %. Ve druhém čtvrtletí byl její meziroční růst 2,7 %. Pro letošní rok čekáme růst spotřeby domácností tempem 2,8 % a v příštím roce 2,4 %.

Inflace bude jen neochotně zpomalovat

Inflace v průběhu roku 2019 dosahovala úrovně citelně nad cílem ČNB. V září došlo k jejímu zpomalení vlivem cen potravin a rekreací. Avšak s meziroční hodnotou 2,7 % je inflace stále výrazně nad cílem centrální banky. Na přelomu roku dojde k opětovnému zrychlení růstu cen vlivem vyšších spotřebních daní na tabák a alkohol. Ceny energií také vzrostou a silná domácí poptávka bude rovněž působit ve směru zvyšování dalších cen. Tyto cenové tlaky budou ustupovat jen zvolna. Přesun některých položek spotřebního koše do nižší sazby DPH bude naopak mírně působit proti růstu cen v první polovině roku. Nicméně inflace v průběhu roku 2020 setrvá opět výrazně nad cílem ČNB.

Růst daní udrží inflaci v příštím roce nad 2 %



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

Jádrová inflace pomalu zpomalí směrem ke 2%



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

Jádrová inflace zpomalí jen zvolna.

Jádrová inflace zpomalila v září rychleji, než se čekalo, ale zůstává stále zvýšená. Anualizovaná meziměsíční jádrová inflace činila ve třetím čtvrtletí 2,2 %, což znamenalo 2,6 % v meziročním srovnání. Mzdové tlaky zatím neustupují, spotřebitelská poptávka zůstává silná a naopak česká koruna se držela slabších úrovní. Tyto faktory udržují jádrovou inflaci na vyšších

úrovních. Počítáme s tím, že poptávkové inflační tlaky budou ustupovat jen zvolna, zatímco koruna ještě oslabí. V souhrnu tak čekáme pro letošek jádrovou inflaci poblíž 2,7 % a v příštím roce 2,3 %.

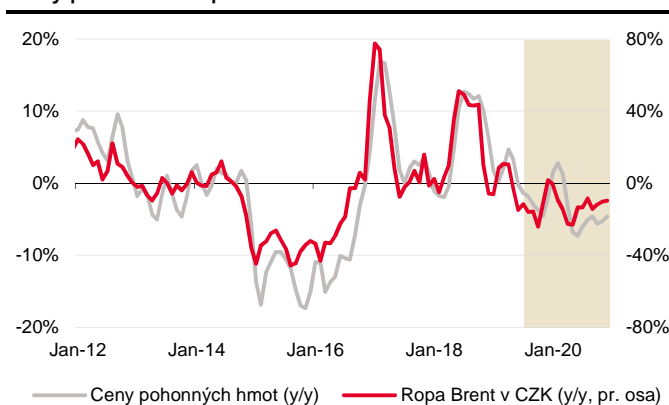
Vyšší ceny potravin budou přispívat k růstu inflace.

Ceny potravin v první polovině roku výrazně vzrostly. Sucho zvýšilo ceny sezónní zeleniny a loňská slabá úroda zasáhla i letošní ceny pečiva a skrze vyšší ceny krmiva i živočišné produkty. Nicméně ve třetím čtvrtletí jsme jednak pozorovali poklesy v cenách producentů a také relativně výrazný pokles cen potravin. Zdá se, že letošní úroda by ve srovnání s loňským rokem měla být příznivější. Proměnlivé počasí nicméně zůstává pro ceny potravin stále rizikem. Pro rok 2019 počítáme s růstem cen potravin o 2,6 % a v roce příštím 2,5 %.

Ceny u čerpacích stanic klesnou díky nižším cenám ropy a silnější koruně vůči dolaru.

Po několika krátkodobých nárůstech cena ropy v letošním třetím čtvrtletí zůstává poblíž 60 dolarů za barel. Očekáváme, že i v průběhu příštího roku zůstane cena černého zlata poblíž stávajících úrovní. S ohledem na naši prognózu posílení české koruny proti dolaru by dovozy ropy měly zlevnit. V souhrnu tak pro letošek počítáme s poklesem cen u čerpacích stanic o 0,4 % a v příštím roce o 2,1 %.

Ceny paliv budou spíše klesat



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

Ceny elektřiny v roce 2020 vzrostou, ale méně než v roce 2019.

Regulované ceny v letošní roce vzrostly vlivem nárůstu cen elektrické energie. V letošním roce čekáme růst regulovaných cen o 4 %. Pro příští rok čekáme jejich další nárůst, avšak nikoliv tak silný jako v letošním roce se zpomalením k 1,3 %.

Parlament pravděpodobně schválí navýšení spotřebních daní pro příští rok. Krabička cigaret tak podraží o cca 10 Kč a zdraží také alkohol. Od těchto změn čekáme příspěvek k inflaci 0,75 p.b. Některé položky spotřebního koše budou přesunuty do nižší sazby DPH. To zahrnuje teplo, některé služby, knihy či pivo. Tyto posuny nepovedou nutně ve všech případech ke snížení cen nicméně v souhrnu čekáme jejich negativní příspěvek do inflace ve výši 0,2 p.b.

Rizika: Hlavní rizika vidíme stále za hranicemi

Stále jsou zde rizika pramenící z vnějšího prostředí. V domácí ekonomice pak omezení kapacit, vyšší ceny energií a mzdové tlaky představují jistá rizika. Hlavní rizika zahrnují:

■ **Výrazný pokles poptávky po autech nebo dílech v Evropě.** Ten by představoval výraznou ránu pro domácí producenty. A mohlo by k tomu dojít kvůli nasycenosti trhu či díky novým ekologickým regulacím. Toto riziko také může být spojeno s cly na dovoz aut do Spojených států. Ta by postihla zejména německé výrobce a s nimi i jejich české dodavatele.

■ **Brexit.** Pouze v posledních málo týdnech se riziko brexitu bez dohody výrazně snížilo. My v naší prognóze s dohodou počítáme, ale spíše později. Rychlá dohoda je tak rizikem ve směru rychlejšího ekonomického růstu a silnější koruny. Současně, brexit bez dohody by naopak znamenal riziko ve směru pomalejší ekonomiky a slabší koruny.

■ **Recese v EMU.** Čekáme, že evropská ekonomika se udrží v mírném růstu. S mírou recesí předpokládanou pro Německo odhadujeme v příštím roce růst české ekonomiky o 2,0 %. Česká ekonomika by nicméně byla negativně zasažena při slabším ještě slabším vývoji vnější ekonomiky či dokonce při recesi celé ekonomiky eurozóny.

■ **Zvýšené mzdové tlaky.** Čekáme, že tlaky na růst mezd budou postupně slábnout. Nicméně navyšování mezd ve veřejné sféře a ze tlaky ze strany odborů mohou vést k rychlejšímu růstu mezd v příštím roce. Ten by znamenal především riziko pro naši prognózu inflace, ale mohl by také ovlivnit i reálnou ekonomickou aktivitu.

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
HDP a jeho struktura														
HDP (reálně, y/y, %)	2,7	2,6	2,0	2,0	2,1	2,1	1,9	1,4	2,9	2,5	2,0	1,7	2,5	2,7
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	2,8	2,9	2,8	2,6	2,3	2,4	2,3	2,0	3,3	2,8	2,4	2,0	2,1	2,2
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	2,9	2,4	2,6	3,1	2,6	2,8	2,3	2,4	3,9	2,7	2,7	2,4	1,8	1,4
Fixní investice (reálně, y/y, %)	1,5	0,4	0,4	0,8	1,2	1,4	0,5	0,4	7,1	1,4	1,0	0,8	2,3	1,8
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	1,0	1,0	0,5	1,0	-0,2	0,3	0,3	0,4	-0,8	0,6	0,4	0,6	0,3	1,1
Zásoby (příspěvek do y/y)	-0,6	0,0	0,1	-0,7	0,6	-0,5	-0,5	-0,6	-0,4	-0,1	-0,3	-0,6	0,2	-0,1
Měsíční data z reálné ekonomiky														
Zahraniční obchod (mld, CZK) (*) (***)	130	137	131	132	133	131	133	131	381	510	528	520	509	541
Vývozy (nominálně, y/y, %) (*)	4,9	6,2	-1,1	0,1	-0,3	0,1	1,6	5,3	3,8	3,8	0,4	4,3	7,9	8,6
Dovozy (nominálně, y/y, %) (*)	1,3	0,6	-3,1	-1,8	-0,6	0,7	1,6	6,2	5,8	0,9	0,0	5,0	9,0	8,9
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	0,1	1,7	-0,9	0,4	-0,6	-0,1	-0,6	1,6	3,1	0,3	-0,2	1,6	5,6	6,5
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	3,5	2,1	7,5	2,3	-0,1	-0,7	-2,8	1,7	9,8	3,9	-0,3	0,6	2,6	5,9
Maloobchod (reálně, y/y, %)	4,7	6,1	4,8	3,5	3,3	2,8	2,1	1,6	5,0	5,2	2,9	1,7	1,7	1,9
Trh práce														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	7,2	7,2	7,0	6,9	6,4	5,7	5,1	4,2	7,6	7,2	6,0	4,3	3,7	3,4
Mzdy (reálně, y/y, %)	4,2	4,1	4,3	3,7	3,6	3,3	2,6	2,2	5,3	4,3	3,3	2,2	1,7	1,5
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	2,6	2,7	3,0	3,2	2,9	3,2	3,5	3,5	3,1	2,8	3,2	3,7	3,8	3,6
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	1,8	1,8	1,9	2,2	2,2	2,3	2,4	2,7	2,2	1,9	2,3	2,7	2,8	2,7
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	0,3	2,5	0,1	-0,2	-0,3	-2,7	-0,8	-0,7	1,4	0,9	-1,0	-0,6	-0,1	0,2
Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu														
Inflace (y/y, %)	2,8	2,8	2,6	3,1	2,7	2,3	2,5	2,0	2,1	2,7	2,7	2,0	2,0	1,9
Daně (příspěvek do y/y CPI)	-0,1	-0,1	-0,1	0,7	0,6	0,6	0,6	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0
Jádrová inflace (y/y, %) (**)	2,6	2,6	2,6	2,4	2,6	2,2	1,9	1,7	2,2	2,7	2,3	1,9	2,2	2,0
Ceny potravin (y/y, %) (**)	2,5	3,5	3,2	3,1	2,6	2,0	2,5	1,9	1,3	2,6	2,5	1,6	1,7	1,2
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (**)	2,5	-2,0	-3,5	2,8	-3,4	-3,3	-4,5	-1,4	6,2	-0,4	-2,1	-0,2	-1,9	0,6
Regulované ceny (y/y, %) (**)	4,5	4,3	3,3	1,5	0,7	0,5	2,5	3,9	1,7	4,0	1,3	3,6	2,1	2,5
Ceny v průmyslu (y/y, %)	3,5	2,0	1,5	1,4	0,4	1,3	1,7	2,4	2,1	2,6	1,2	2,3	1,9	2,1
Finanční proměnné														
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	2,0	2,0	2,3
3M PRIBOR (%, průměr)	2,13	2,15	2,20	2,20	2,20	2,20	2,20	2,20	1,27	2,12	2,20	2,2	2,2	2,4
CZK/EUR (průměr)	25,68	25,74	25,83	25,93	26,03	26,51	26,51	26,08	25,7	25,7	26,2	26,0	25,3	24,8
CZK/USD (průměr)	22,86	23,15	23,48	22,75	22,06	22,09	21,73	21,03	21,7	23,0	22,2	20,8	19,6	18,6
Vnější prostředí														
HDP v EMU (reálně, y/y, %)	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	0,9	0,6	0,4	1,9	1,2	0,9	0,6	1,5	1,7
HDP v Německu (reálně, y/y, %)	0,4	0,4	0,4	0,3	0,7	0,7	0,4	0,1	1,6	0,5	0,6	0,6	1,7	1,6
CPI v EMU (y/y, %)	1,4	1,0	1,0	1,2	1,0	1,1	1,2	1,4	1,8	1,2	1,1	1,5	1,5	1,7
Ropa Brent (USD/bbl, průměr)	68,5	64,0	70,0	61,0	59,0	60,0	56,2	59,2	71,5	66,6	59,1	60,0	60,0	65,0
Euribor 1Y (%, průměr)	-0,15	-0,33	-0,40	-0,47	-0,49	-0,47	-0,40	-0,25	-0,17	-0,25	-0,46	-0,12	0,9	1,7
USD/EUR (průměr)	1,12	1,11	1,10	1,14	1,18	1,20	1,22	1,24	1,18	1,12	1,19	1,25	1,3	1,3

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

Poznámka: (*) zahraniční obchod dle přeshraniční statistiky;

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

(***) čtvrtletní data jsou sezónně očištěna.

ČNB Focus



Michal Brožka
(420) 222 008 569
michal_brozka@kb.cz

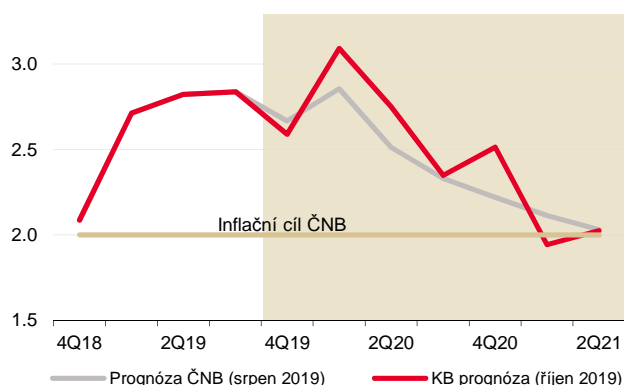
Měnová politika v delikátní situaci

Zatímco globální centrální banky snižují úrokové sazby, ČNB signalizuje možnost utahování. Domníváme se, že zhoršující se vnější prostředí bude hlavní důvod, proč ČNB úrokové sazby nezvýší. A naopak silná domácí ekonomika, rychlý růst mezd, inflace nad cílem a slabá koruna zabrání tomu, aby ČNB úrokové sazby snížila. Pokud, tak jak předpokládáme setrvá koruna na slabších úrovních, pak tato delikátní situace, kdy ČNB může současně v krátkém čase uvažovat o změně úrokových sazeb oběma směry, přetrvá do příštího roku.

Silná ekonomika nyní proti zhoršujícímu se výhledu na budoucí vývoj

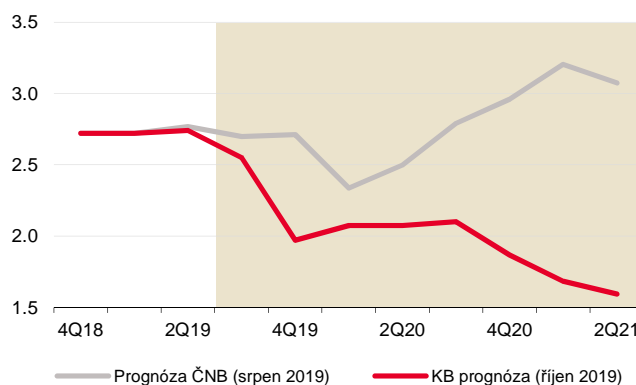
V květnu letošního roku ČNB zvýšila hlavní úrokovou sazbu na 2,0 %, a poté cyklus zvyšování úrokových sazeb zastavila. Hlavní obavou se stala vnější rizika. Nicméně inflace byla stále výrazně nad cílem a česká koruna neutáhla měnové podmínky tak, jak ČNB předpokládala. Česká ekonomika pokračovala v solidním růstu, přičemž hlavním tahounem byla spotřeba domácností a současně překvapovala i odolnost výrobního sektoru. **Prognóza ČNB tak stále ukazovala na potřebu dodatečného přitážení měnové politiky. I přesto bylo překvapením, když dva ze sedmi členů bankovní rady hlasovali na zářijovém zasedání pro zvýšení úrokových sazeb.**

Inflace setrvává nad očekáváním ČNB ... (% y/y)



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

... zatímco HDP bude slabší, než ČNB čeká (% y/y)



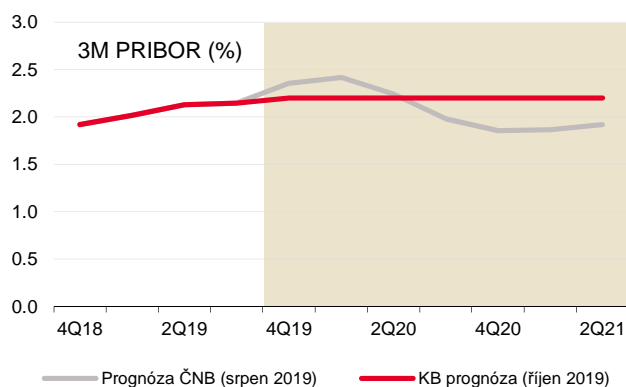
Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Příští prognóza ČNB bude stále indikovat potřebu vyšších sazeb. Ale zhoršení vnějšího prostředí takovému kroku zamezí.

Finanční trh, jenž pro příští rok počítá se snižováním úrokových sazeb, se přirozeně táže, do jaké míry je ČNB skutečně nyní ochotná zvýšit dále úrokové sazby s vidinou jejich snižování v roce příštím. Čekáme, že příští prognóza ČNB, která bude vydaná v listopadu, bude i nadále indikovat potřebu utahování měnových podmínek. **S ohledem na vývoj domácí ekonomiky a rychlý růst mezd je možné, že nová prognóza může indikovat ještě silnější potřebu měnové podmínky utáhnout.** Navíc je pravděpodobné, že inflace na začátku roku bude poblíž 3 %, tedy na hranici tolerančního pásma. Připomeňme jen, že ČNB cíluje inflaci na 2 % a nikoliv pásmo, které je spíše komunikačním nástrojem. **Hlavním argumentem proti vyšším úrokovým sazbám, bude zhoršené vnější prostředí.** Nedomníváme se, že by tento faktor byl dostatečně silný, aby v prognóze ČNB nyní zcela převážil argumenty pro vyšší sazby. Ale věříme, že zhoršené vnější prostředí bude podstatným argumentem, proč většina členů bankovní rady nebude v blízké době hlasovat ve prospěch zvýšení úrokových sazeb. Je zajímavé, že člen bankovní rady Marek Mora, který v září hlasoval pro zvýšení sazeb, připustil, že pravděpodobnost jeho hlasování ve prospěch vyšších sazeb nyní oproti září klesla. Není jasné, jak by členové bankovní rady vyhodnotili případnou dohodu o brexitu. Nicméně takový scénář by mohl vést k posílení koruny, což by vyvážilo potřebu reakce měnové politiky.

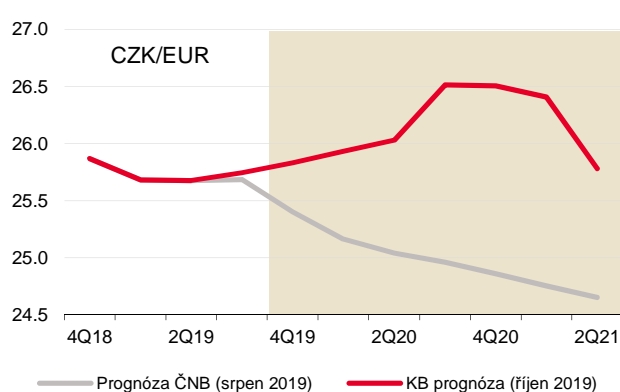
Jak jsme uvedli, na začátku roku může inflace krátce flirtovat s hodnotu kolem 3 %. Otázka kredibility, která by mohla vyvstat dle našeho názoru, není v této věci na místě. V kontextu vývoje ekonomiky eurozóny, kde se dlouhodobá inflační očekávání nacházejí hluboko pod 2% inflačním cílem a ECB se pokouší inflaci neúspěšně dostat zpět na cíl, by taková epizoda nebyla vážným problémem. **V režimu cílování inflace je důležité, aby inflace směřovala na cíl na horizontu měnové politiky a měnová autorita by měla jednat tak, aby inflace k tomu cíli směřovala. ČNB nemůže nikterak významně ovlivnit aktuální inflaci.** Jistou obavou by teoreticky mohl působit dopad vyšší aktuální inflace na inflační očekávání. Je pravdou, že inflační očekávání v posledních měsících mírně vzrostla, ale přesto stále jasně směřují ke 2 %. Finanční trh čeká, že se inflace ve středně dlouhém období vrátí ke 2 % a přitom současně započítává jedno snížení hlavní reposazby pro příští rok.

Čekáme nezměněné úrokové sazby ...



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

... a slabší CZK



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

Současná situace je pro měnovou politiku poměrně delikátní a my očekáváme, že v podobném duchu setrvá i příští rok. Jak jsme uvedli v sekci věnované české koruně, očekáváme oslabení koruny, které dále uvolní měnové podmínky. Dále prognózujeme, že inflace se bude pohybovat nad cílem, přičemž spotřeba domácností a mzdový růst zpomalí jen zvolna. Naopak čekáme, že výhled zpomalující české ekonomiky a mírně záporná mezera výstupu budou působit ve směru nižší inflace ve středně dlouhém období. A vnější prostředí se bude dále zhoršovat. Evropská centrální banka se snaží ekonomiku eurozóny podpořit, ale z našeho pohledu nedostatečně. Případná silnější měnová expanze ECB by vedla k zlepšenému sentimentu, vyšším inflačním očekáváním v eurozóně a následně k potřebě utaženějších měnových podmínek v české ekonomice. Nicméně toto není náš základní scénář. **V souhrnu tak čekáme, že ČNB ponechá v příštím roce úrokové sazby bez změny.**

Korunový devizový trh



František Tábořský
(420) 222 008 598
frantisek_taborsky@kb.cz

Koruna na vlně zahraničního sentimentu

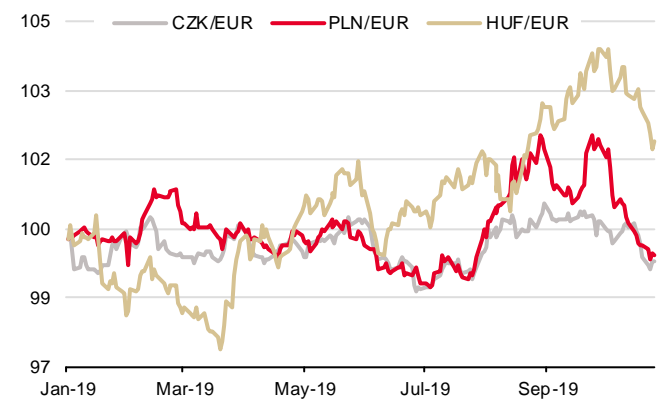
Koruna se díky spekulacím na další zvýšení úrokových sazeb ČNB dostala v říjnu na nejsilnější hodnoty od konce července. Podle nás ji však opět zlomí zahraniční vývoj, který i nadále rozhoduje o jejím osudu. Do konce roku koruna mírně oslabí a v příštím roce své ztráty dále prohloubí. Nezměněné pozice zahraničních investorů a nízká aktivita na trhu činí korunu zranitelnou vůči dění v zahraničí, což je zároveň i největší riziko oběma směry pro naši prognózu. V rámci regionu by však měla oslabit nejméně.

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

V rámci regionu si koruna letos drží s mírným ziskem prvenství. Naopak maďarský forint výrazně ztrácí.

Politika vítězí nad ekonomikou

Koruna ve třetím čtvrtletí oslabila vůči euru o 1,3 % a vykompenzovala tak čtvrtletí druhé, kdy posilovala. Během druhé poloviny října si však výrazně polepšila. Pomohly ji a i zbytku regionu pozitivní zprávy ohledně Brexitu a obchodních válek. **Koruně navíc přidávají i spekulace o možném listopadovém zvýšení úrokových sazeb ČNB, které je úzce spojeno právě s vývojem ve Velké Británii.** V rámci regionu si tak koruna letos drží prvenství s lehkým ziskem 0,6 %. V závěsu se drží polský zlotý s kladnou nulou, zatímco maďarský forint vůči euru prudce ztrácí (od začátku roku 2,1 %). Na vině je odlišná měnová politika. V České republice se měnověpolitická diskuze vede, zda zvýšit nebo ponechat úrokové sazby beze změny. Oproti tomu Maďarská centrální banka již otočila kormidlo, začala uvolňovat měnové podmínky a podle nás v tom bude pokračovat i na prosincovém jednání (více v kapitole *Vnější prostředí*), což se negativně podepisuje na kurzu forintu.

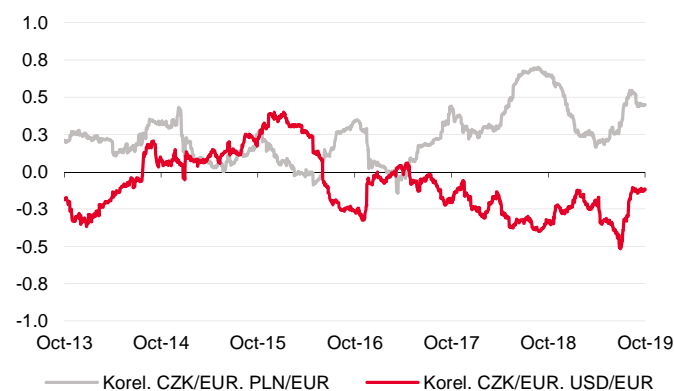
Současné posílení koruny tak připisujeme pouze aktuálnímu sentimentu na globálním devizovém trhu a spekulacím na možné zvýšení úrokových sazeb. Fundamentálně se však situace nezlepšila, ba naopak. Ekonomické vyhlídky eurozóny, Německa či tuzemské ekonomiky pro letošní a příští rok se přitom spíše zhoršují, jak ukazuje revize naší prognózy nebo například nedávno zveřejněné prognózy MMF². To nás utvrzuje v našem očekávání oslabení měn regionu včetně koruny. Ta by si však měla i nadále udržet nejsilnější pozici v regionu. Inflace vysoko nad dvouprocentním cílem centrální banky a stále vysoký růst mezd udrží i nadále neutrální až jestřábí naladění centrální banky v příštím roce, což koruně pomůže oproti ostatním měnám regionu³. Zároveň si i nadále koruna drží nejnižší míru volatility

² <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2019/10/01/world-economic-outlook-october-2019>

³ Proto i nadále analytici SG doporučují Long CZK/HUF viz <https://doc.sgmarkets.com/en/3/0/786169/243913.html?sid=f814486d6dc84e9c4934634a35e7afd9>

v regionu za poslední tři měsíce (realizovaná volatilita), což podporuje i nízká likvidita trhu v posledních měsících. Ačkoli se situace oproti tradičně slabším letním měsícům zlepšila, stále je aktivita nižší, než je běžné. Výsledkem je tak vysoká stabilita koruny s občasnými prudkými pohyby oběma směry.

Citlivost koruny na vývoj eura opět poklesla



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

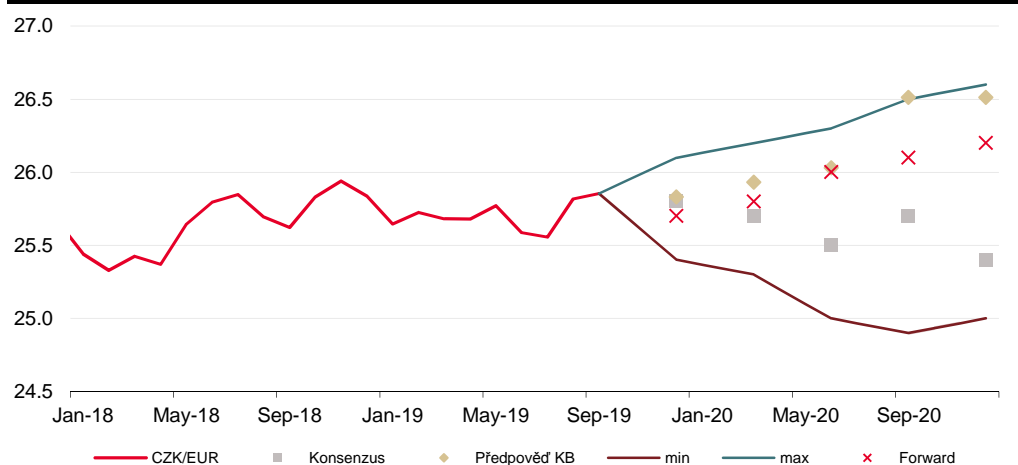
Očekávání růstu sazeb ČNB pomohla koruně k rychlým ziskům



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Na korunových pozicích se ani za poslední čtvrtletí téměř nic nezměnilo, což bude i nadále limitovat jakýkoli potenciální zisk koruny. Zahraniční investoři jednoduše vyčkávají, kdy budou moci uzavřít své pozice a realizovat tak vytoužený zisk. Tím by však došlo k opětovnému oslabení koruny. Na druhou stranu finanční trhy nenabízí příliš alternativních příležitostí v době klesajících úrokových sazeb vyspělých ekonomik, rostoucí nejistotě a averzi vůči měnám rozvíjejících se trhů. Proto jsme doposud nebyli svědky většího odlivu zahraničních investorů z korunového trhu. **Obdobně stabilní zůstává i pozice tuzemských firem.** Podle průzkumu ČNB dosáhla v polovině roku míra zajištění vůči kurzovému riziku svého vrcholu a od té doby jen zanedbatelně klesla. Zároveň téměř 20 % všech tuzemských plateb dodavatelům a od odběratelů je v eurech. Měnové výkyvy se tak dotýkají tuzemského zahraničního obchodu čím dál tím méně.

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 25. 10. 2019)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Naše prognóza koruny zaznamenala opět jen kosmetické úpravy v posunutí celé prognózy o deset až dvacet haléřů výše. V následujících měsících tak očekáváme, že koruna ztratí své nedávné zisky. Listopadové zasedání centrální banky podle nás ukáže, že sázky některých hráčů na trhu byly mylné a dalšího zvýšení sazeb se nedočkáme. Jak už

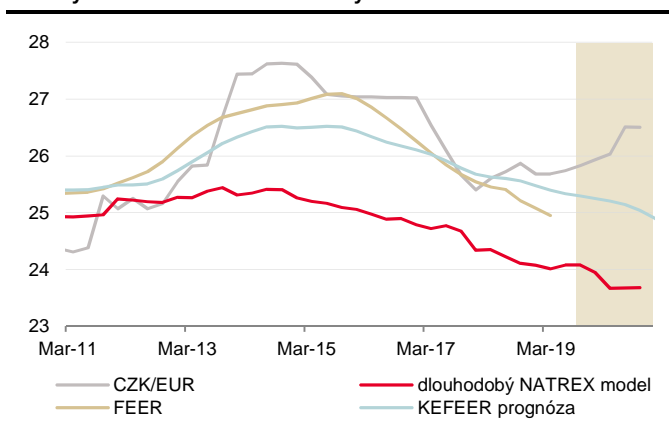
Koruna do konce roku opět oslabí a příští rok své ztráty dále prohloubí.

ale bylo zmíněno, snaha bankovní rady vymýtit všechny spekulace o možném snižování sazeb ochrání korunu od většího oslabení. Na druhou stranu slabší koruna poskytne vítané uvolnění měnových podmínek v příštím roce, kdy podle nás přijde prudké zpomalení americké ekonomiky, prohloubí se již zoufalá situace v eurozóně a tuzemská ekonomika zpomalí ke dvěma procentům. **Tento rok by tak koruna měla podle nás zakončit na úrovni 25,90 za euro a v příštím roce by měla dále oslabit přes hranici 26 korun za euro.**

Nastíněný vývoj podporuje i námi očekávaný úrokový diferenciál mezi tuzemskou ekonomikou a eurozónou měřený 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. **Podle nás budou totiž i nadále tržní tuzemské sazby klesat rychleji, než ty eurové, což dále sníží**

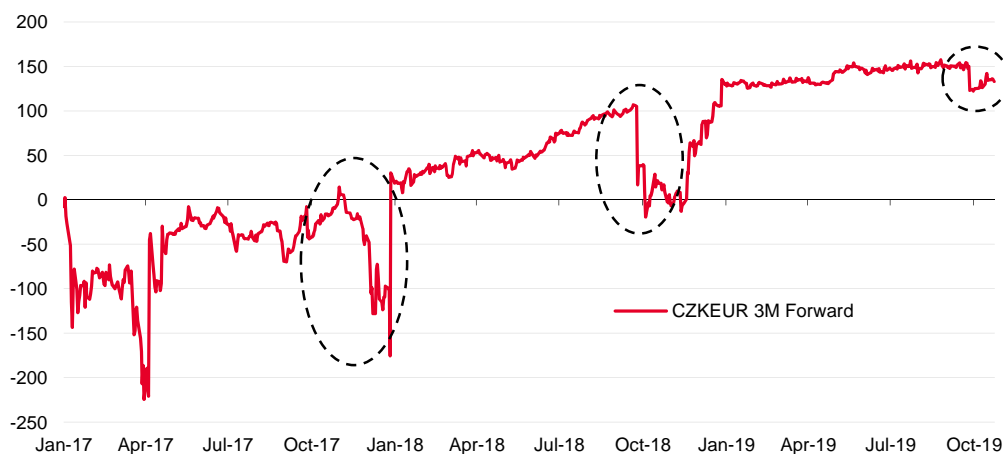
atraktivitu koruny v očích investorů. Při pohledu na prognózy ostatních institucí vidíme výrazný rozptyl mezi minimem a maximem dostupných prognóz, které navíc směřují opačnými směry. To podtrhuje současnou nejistotu trhu ohledně dalšího vývoje koruny.

Modely rovnovážného kurzu koruny



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Strach trhu z efektu Rezolučního fondu je rok od roku menší



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Závěr roku bude opět postižen efektem konce 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. Vloni jsme byli také svědky přítomnosti několika nadnárodních institucí přítomných na tuzemském trhu, jejichž aktivita vyrovnala každoroční anomálii na trhu. Obdobný nebo ještě méně viditelný průběh očekáváme i letos.

Již tradiční geopolitická rizika budou korunu ohrožovat i nadále.

Rizika: koruna zůstává významně citlivá na vnější prostředí

I nadále vidíme rizika spíše směrem nahoru, tedy ve prospěch výraznějšího oslabení koruny. Posílení je totiž podle nás silně limitováno velkým objemem zahraničního kapitálu. Situace zůstává i po dvou a půl 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. Hlavním tématem je v poslední době jednoznačně Brexit, který svým prodlužováním agonie finančních trhů svádí k maniodepresi některých investorů. Jakékoli pozitivní či negativní zprávy ohledně odchodu Velké Británie z EU vyvolávají relativně prudké kurzové pohyby, což ještě umocňuje v současnosti nízká likvidita trhu. Nesmíme ale zapomínat ani na témata, která dočasně ustoupila do pozadí, jako jsou obchodní války, žalostný stav německého průmyslu či případné zavedení cel na import automobilů do USA. To vše se přímo či nepřímo dotýká tuzemské ekonomiky a následně i kurzu koruny.

Technická analýza (CZK/EUR)



Měnový pár CZK/EUR vytvořil na začátku roku 2018 poblíž hladiny 25,10 významné dno následované rychlým zotavením kurzu směrem k technické úrovni 26,20. Od července 2018 byl pár svědkem poměrně omezeného kurzového pohybu v pásmu mezi 26,20 a 25,40, když mu chyběl jasný směr. Pro nastartování trendu bude třeba jednoznačné opuštění tohoto pásma.

Z krátkodobého pohledu čelí měnový pár překážce v podobě klesajícímu trendu od roku 2015, který se blíží úrovni 25,98, a představuje úroveň odporu. Ta však není nijak silná a pro potvrzení vzestupného trendu by bylo třeba překonat úroveň 26,20. Naopak dolní hrana nedávné konsolidační zóny poblíž 25,40 reprezentuje první technickou podporu. V případě jejího zdoání se kurzu otevře prostor pro hlubší korekci směrem ke 25,28 / 25,20, případně dokonce k hodnotám u 25,10, což je minimum z roku 2018.

CZK/EUR, týdenní graf



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

Trh českých vládních dluhopisů a IRS

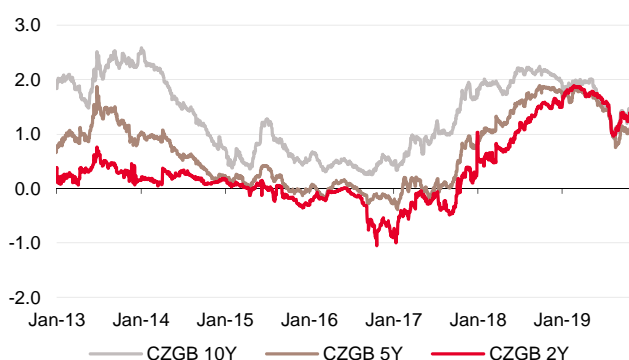


František Táborský
(420) 222 008 598
frantisek_taborsky@kb.cz

Výnosová křivka zůstane i v nejbližších letech plochá

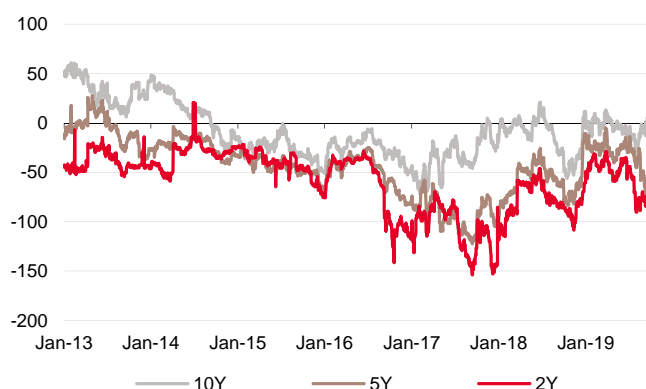
Nabídka státních dluhopisů v příštím roce lehce poklesne, ale i tak zůstane vysoká. Poptávka však dále zůstane na rekordních úrovních vzhledem ke stále solidnímu poměru výnosů k riziku a výnosů oproti ostatním zemím v eurozóně. Ve spojení s uvolňováním měnové politiky v eurozóně to povede k dalšímu poklesu 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 zůstává nejistý hospodářský vývoj v zahraničí v příštím roce, který by mohl překvapit oběma směry.

Výnosy CZGB v procentech (Bloomberg generic, %)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

ASW spready (bb)



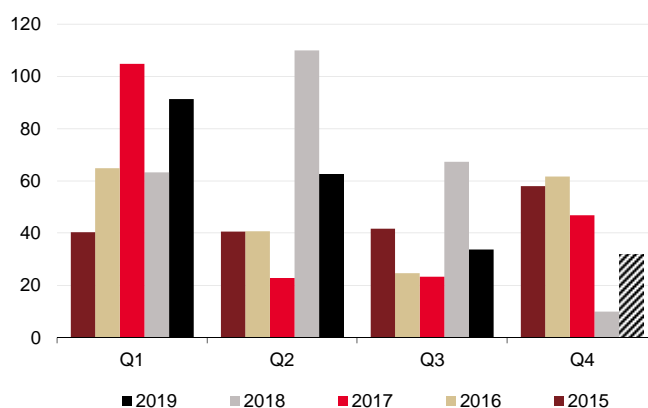
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

Nabídka v roce 2019: slabší emise v druhé polovině roku

V souladu s naším očekáváním je druhá polovina letošního roku ve znamení výrazně slabší nabídky nových státních dluhopisů ze strany Ministerstva financí. V celoročním vyjádření však bude nabídka dluhopisů jen lehce nižší, než v roce předchozím, který byl historicky rekordní. Hlavním důvodem je, obdobně jako vloni, vysoký objem splatných v minulosti emitovaných dluhopisů. Prostředky na jejich refinancování si však ministerstvo obstaralo již v první polovině roku. Druhá polovina roku je tak z historického hlediska spíše průměrná. Druhým důvodem vysoké aktivity ministerstva je také státní rozpočet. Ten od začátku roku viditelně směřuje k plánovanému deficitu 40 mld. CZK, zatímco ještě vloni skončil v přebytku 2,9 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 219,5 mld. CZK. Z toho doposud Ministerstvo financí emitovalo zhruba 85 %.

Čtvrtletní emise CZGB na primárním trhu (mld. CZK)



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

Ministerstvo letos emitovalo 1 mld. EUR prostřednictvím nových eurových dluhopisů. Do konce roku už další aukci neočekáváme, ale předpokládáme, že ministerstvo příští rok přijde s novou emisí a delšími splatnostmi.

Letošní premiéra Ministerstva financí s dluhopisem denominovaným v eurech podle tuzemského práva (nejedná se o eurobond v klasickém slova smyslu) může oprávněně slavit úspěch. V pěti letošních aukcích ministerstvo touto cestou získalo 665 mil. EUR a dalších 335 mil. EUR získalo na sekundárním trhu, což je v souladu s naší prognózou a letos už další aukci neočekáváme. **Ve všech dosavadních aukcích bylo dosaženo záporného výnosu, což podporuje záměr ministerstva tímto způsobem pokrývat devizové potřeby státu.** Všechny aukce se také setkaly s velice vysokou poptávkou (průměrné bid/cover ratio 2,7), která však může být zkreslena malým nabízeným objemem. I tak to lze však označit za úspěšný projekt, ve kterém podle nás bude ministerstvo pokračovat i v příštím roce. Všechny dosavadní aukce nabízely pouze jedinou emisi se splatností dvou let. Ačkoli bylo dosaženo její maximální hodnoty, emisní podmínky umožňují její navýšení až na dvě miliardy eur. Pravděpodobnější budoucnost těchto bondů je podle nás v nabídce delších splatností. Eurový dluhopis se doposud pyšní vyšším výnosem (resp. méně záporným) oproti korunové alternativě zajištěné měnovým swapem, což z něj dělá atraktivní alternativu v době stále většího objemu eurových dluhopisů se záporným výnosem. 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 emitované 1 mld. EUR a nemožnosti obchodování na standardních vypořádacích platformách. Na obou problémech však údajně Ministerstvo financí pracuje. Zároveň ale také nevylučuje vrátit se ke staré cestě klasických eurobondů. **Minimálně polovinu všech devizových potřeb chce pokrývat novými dluhopisy v eurech. V příštím roce přitom maturuje další eurobond v objemu 1 mld. EUR.**

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

	2019f	
	MF červen 2019	KB říjen 2019
Výpůjční potřeby		
Schodek rozpočtu	40,0	40,0
Splátky CZGB v EUR (CZK)		0,0
Splátky CZGB		229,5
Výměna dluhopisů	238,5	9,0
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
Celkem	329,4	329,4
Financování		
Hrubá emise pokl. poukázek (splatnost v roce 2020)		10,0
Ostatní instrumenty peněžního trhu	53,9	25,7
Hrubá emise CZGB (v aukcích)	min. 220	219,5
Přímé prodeje CZGB		28,0
Výměna dluhopisů		9,0
Hrubá emise CZGB v EUR (CZK)		25,7
Hrubá emise spořicí dluhopisů		11,5
Půjčky od EIB		0,0
Využití likviditní rezervy		0,0
Čistý efekt výměn dluhopisů		0,0
Celkové financování		329,4
<i>Čistá emise CZGB</i>		<i>27,0</i>

Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ministerstvo slaví také úspěch s retailovými dluhopisy. V dosavadních sedmi úpisích se takto umístilo 10,5 mld. CZK dluhopisů, což ministerstvo pozitivně překvapilo, a celkový podíl

dluhopisů pro občany na celkovém dluhu dosáhl na 0,8 %. Do konce roku jsou naplánované další tři úpisy, které podle nás přitáhnou už jen kolem jedné miliardy. Celkově je tak vývoj v souladu s naší červencovou prognózou a aktuální očekávání tak prošla jen kosmetickou úpravou.

Ke konci třetího čtvrtletí dosáhla průměrná splatnost státních dluhopisů šesti let, což byl i dlouhodobý cíl Ministerstva financí. **Podle našeho názoru se teď bude ministerstvo snažit udržet současnou průměrnou splatnost a i nadále bude emitovat dluhopisy spíše s delší splatností.** Tomu nahrávají i současné podmínky na trhu, resp. plochá výnosová křivka státních dluhopisů, kterých se ministerstvo bude snažit využít.

Nabídka v roce 2020: nižší aktivita v příštím roce

Lehce 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 podle nás ministerstvo pokryje alespoň z velké části novou emisí dluhopisů denominovanou v eurech. Z pohledu fiskální politiky předpokládáme oproti předchozí prognóze o deset miliard hlubší deficit státního rozpočtu (tj. 60 mld. CZK), což je oproti plánu Ministerstva financí o 20 mld. CZK větší potřeba financování.

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

	2020f	
	MF červen 2019	KB říjen 2019
Výpůjční potřeby		
Schodek rozpočtu	40,0	60,0
Splátky CZGB v EUR (CZK)		0,0
Splátky CZGB		142,7
Výměna dluhopisů	183,9	15,0
Splátky eurobondů		26,2
Splátky spořicí dluhopisů	2,6	2,6
Splátky pokladničních poukázek		10,0
Splátky ostatních instrumentů peněžního trhu	53,9	26,2
Splátky půjček od EIB	3,8	3,8
Celkem	284,2	286,5
Financování		
Hrubá emise pokl. poukázek (splatnost v roce 2020)		13,8
Ostatní instrumenty peněžního trhu	40,0	26,2
Hrubá emise CZGB (v aukcích)		173,3
Přímé prodeje CZGB		15,0
Výměna dluhopisů		15,0
Hrubá emise CZGB v EUR (CZK)		26,2
Hrubá emise spořicí dluhopisů		2,0
Půjčky od EIB		5,0
Využití likviditní rezervy		10,0
Čistý efekt výměn dluhopisů		0,0
Celkové financování		286,5
<i>Čistá emise CZGB</i>		<i>60,6</i>

Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

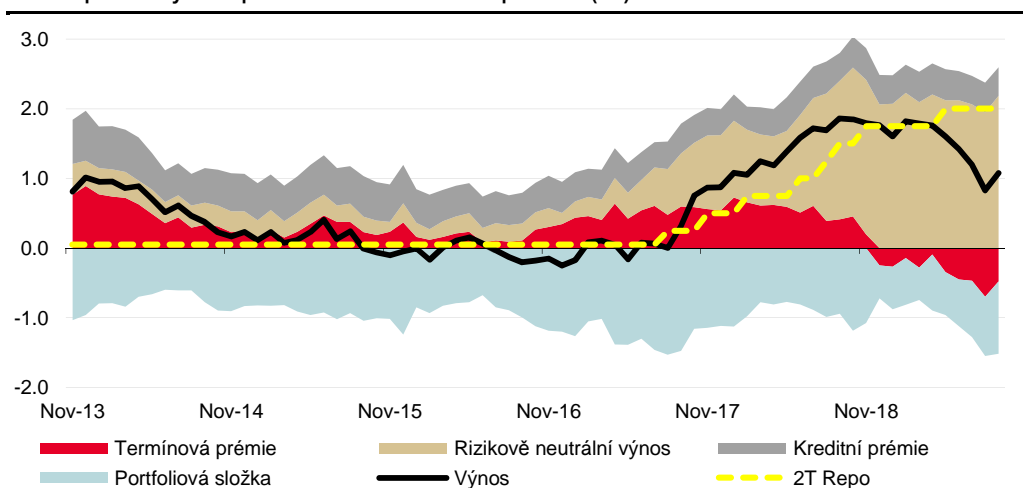
To zvyšuje námi předpokládanou emisi státních dluhopisů na 173,3 mld. CZK. Zároveň očekáváme, že bude emitován další státní dluhopis denominovaný v eurech v objemu 1 mld. EUR. Také v příštím roce bude podle nás ministerstvo pokračovat v emisí retailových dluhopisů, která však zaznamená slabší poptávku ve srovnání s letoškem. Celkově by tato strategie vyústila v poměrně velkou čistou emisí CZGB. **My nicméně předpokládáme, že investoři budou schopni takovou nabídku bez problémů absorbovat.**

I přes nedávné oživení růstu výnosů věříme, že stále solidní stav tuzemské ekonomiky a vysoký rating v budoucnu ještě zvýší poptávku po tuzemských dluhopisech a opět stlačí výnosy níže.

Výnosy CZGB: významnější růst výnosů až v roce 2021

Poptávka po tuzemských státních dluhopisech láme rekordy. Letní měsíce sice ukázaly tradičně nižší aktivitu, ale říjnové aukce opět potvrdily vysoký zájem. I přes letošní vysokou nabídku ze strany Ministerstva financí tak výnosy zůstávají nízké a podle naší prognózy ještě lehce poklesnou nezávisle na stabilních úrokových sazbách ČNB. **Hlavním tahounem výnosů zůstává zahraniční vývoj**, který je letos ve znamení uvolňování měnové politiky. Tento trend podle nás bude pokračovat i v roce příštím, což ještě více zesílí touhu investorů po výnosu a podpoří poptávku po tuzemských státních dluhopisech. To povede k dalšímu poklesu výnosů.

Dekompozice výnosu pětiletého státního dluhopisu ČR (bb)⁴



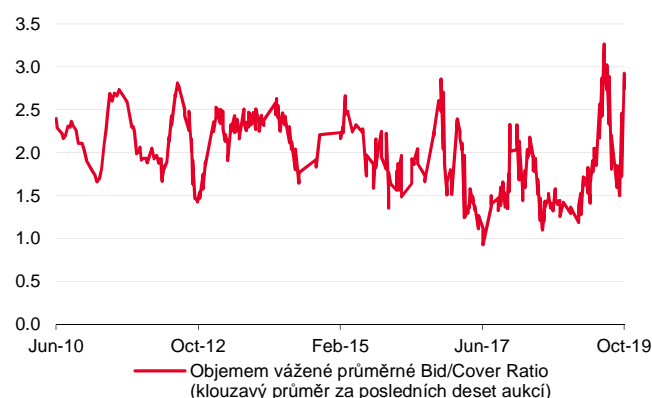
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Současné úrovně výnosů považujeme za nadhodnocené, což vychází ze současného sentimentu globálních trhů a jejich podceňování budoucího uvolnění měnové politiky (více v sekci *Trh českých sazeb IRS*). Vidíme tak příležitost využití nižších cen státních dluhopisů, případně spreadu vůči IRS, které již v současnosti zvyšují poptávku na trhu a povedou k opětovnému poklesu výnosů tuzemských dluhopisů.

K tomu přispívá i znovuoobnovení programu nákupů finančních aktiv ECB s platností od letošního listopadu, které ještě více prohloubí již často záporné výnosy státních dluhopisů v eurozóně, zvýší poptávku po dluhopisech ostatních zemí a stlačí jejich termínové prémie, které jsou v současnosti většinou negativní (viz graf dekompozice výnosu).

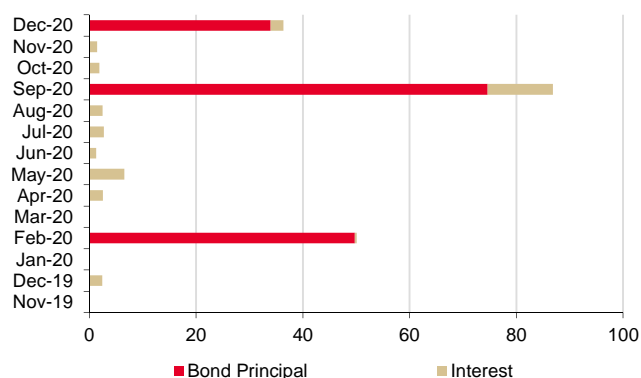
⁴ *Termínová prémie* je odměnou za úrokové riziko k délce splatnosti drženého dluhopisu
Rizikově neutrální výnos odráží krátkodobá očekávání o budoucí měnově politické sazbě
Kreditní prémie reflektuje riziko nesplacení státního dluhopisu
Portfoliová složka vyjadřuje vývoj poptávky po státních dluhopisech

Letošní poptávka po nových CZGB dosahuje rekordních úrovní



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Bohatý splatnostní kalendář CZGB bude pokračovat i příští rok



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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 (více v kapitole *Rating*). I proto předpokládáme, že výnosová křivka zůstane víceméně plochá resp. Lehce inverzní až do roku 2021, kdy 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

	Q4 19f	Q1 20f	Q2 20f	Q3 20f	Q4 20f
Výnos 2Y CZGB (%)	1,20	1,10	1,00	0,95	1,15
Výnos 5Y CZGB (%)	0,95	0,90	0,80	0,80	1,05
Výnos 10Y CZGB (%)	0,95	0,90	0,85	0,90	1,10
10Y CZGB ASW (bb)	-0,15	-0,15	-0,15	-0,20	-0,20

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rating: potvrzení silné pozice České republiky

Hlavní událostí posledního čtvrtletí bylo jednoznačně zvýšení ratingu země agenturou Moody's, která je obecně považována za nejprísnejší z trojice hlavních agentur. Česká republika se tak v metrice agentury dostala na čtvrtý nejvyšší rating Aa3. Hlavními důvody zvýšení je nízká míra zadlužení země, solidní stav veřejných financí a flexibilní měnová politika. Mezi nedostatky agentura uvádí nedostatek pracovní síly, který povede k dalšímu zpomalení ekonomiky. **Zvýšení ratingu je tak jednoznačně pozitivní zprávou, která zvyšuje atraktivitu státních dluhopisů.** Na druhou stranu zvýšení zmíněnou agenturou přišlo po sedmnácti letech stagnace a zároveň také jen dorovnálo úroveň ostatních agentur, které obdobný rating udělily již před nějakou dobou.

Pro příští rok nebyl pro zatím zveřejněn kalendář pravidelných revizí hlavních agentur, nicméně **neočekáváme, že by v nejbližší době mělo dojít k další změně ani jedním směrem.** Všechny tři agentury v současnosti drží pro Českou republiku stejný rating a stabilní výhled. Jediná agentura S&P je o něco pozitivnější na závazky v domácí měně, což vypovídá o jejím pozitivní náklonosti, což by mohlo předznamenávat zlepšení výhledu. Proti tomu však půjde námi očekávané zhoršení makroekonomické a fiskální situace v příštím roce.

Přehled ratingu hlavních agentur pro Českou republiku

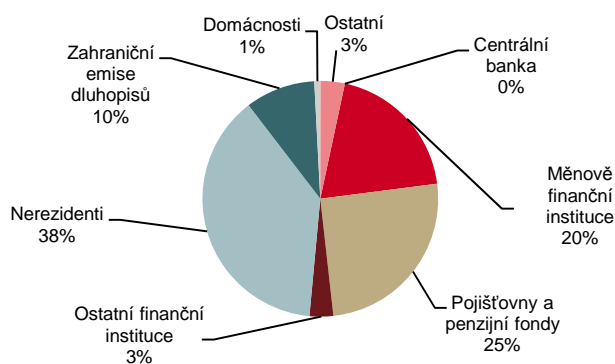
	Domácí závazky	Výhled	Zahraniční závazky	Výhled	Další hodnocení
S&P	AA	STABILNÍ	AA-	STABILNÍ	01.11.2019
Moody's	Aa3	STABILNÍ	Aa3	STABILNÍ	
Fitch	AA-	STABILNÍ	AA-	STABILNÍ	

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Struktura držitelů CZGB: pozice zahraničních investorů zůstávají beze změny

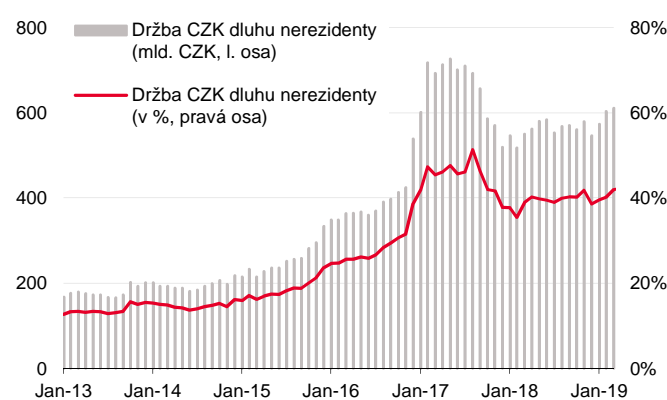
Struktura držitelů tuzemských státních dluhopisů zůstává i nadále beze změny. Lehce přes čtyřicet procent státních dluhopisů je v držení zahraničních subjektů, což je stále zhruba třikrát více ve srovnání s obdobím před začátkem kurzového závazku ČNB. Neočekáváme, že by se tento poměr měl vrátit ke svým 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 státních dluhopisů podle typu držitele (srpen 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 s blížícím se novým cyklem 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 v říjnu propadl do ještě hlubšího záporu. Krátký konec křivky lehce vzrostl kvůli nárůstu tržních očekávání ohledně možného zvýšení úrokových sazeb ČNB, zatímco dlouhý konec křivky vzrostl jen minimálně. **Inverzní tvar celé křivky se tak od poslední prognózy ještě prohloubil.** Trh v současnosti očekává zhruba jedno dvacetipětibodové snížení úrokových sazeb v horizontu jednoho roku. Podle našeho názoru je však současný posun celé IRS křivky na vyšší úroveň způsoben pouze vlnou pozitivních zpráv ohledně brexitu a obchodních válek a nereflektuje fundamentální stav ekonomiky eurozóny či nastavení měnové politiky.

Výhled pro CZK IRS (%)

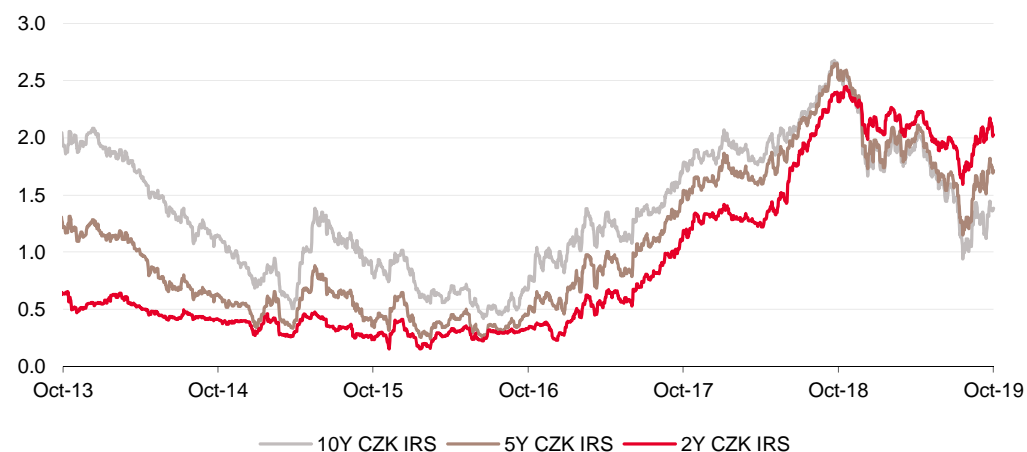
	Q4 19f	Q1 20f	Q2 20f	Q3 20f	Q4 20f
2Y	1,80	1,60	1,55	1,50	1,55
5Y	1,45	1,30	1,25	1,25	1,35
10Y	1,10	1,05	1,00	1,10	1,30

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Předpokládáme však, že zejména delší konec křivky, ale i kratší splatnosti bude i nadále nejvíce ovlivňovat vývoj v zahraničí. Eurová i dolarová křivka však v současnosti indikují výrazně nižší míru očekávaného uvolnění měnové politiky, než s jakým počítáme my (více v kapitole *Vnější prostředí a předpoklady prognózy*). Přitom zhoršení hospodářské kondice v obou ekonomikách podle nás povede k přehodnocení očekávání a poklesu tržních úrokových sazeb v zahraničí. To následně povede i k poklesu tuzemských sazeb. **Implikovaná**

očekávání IRS křivky ohledně snižování úrokových sazeb ČNB tak nepovažujeme za relevantní. Spíše je přičítáme nízké likviditě trhu a vysoké citlivosti sazeb na zahraniční trhy. Ty v současnosti podceňují míru uvolnění měnové politiky, které podle nás v příštím roce přijde. K rostoucímu tvaru se však křivka vrátí až ke konci roku 2021, kdy se přiblíží nový cyklus zvyšování úrokových sazeb.

Inverze CZK IRS křivky z konce roku 2018 přetrvává i v roce příštím (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Bankovní sektor



Michal Brožka
(420) 222 008 569
michal_brozka@kb.cz

Smíšený vývoj na úvěrových trzích

Růst cen nemovitostí po dvouciferném tempu v roce 2018 letos zpomaluje. Ve třetím čtvrtletí byly ceny bytů v průměru meziročně vyšší lehce více než 5 %. Cenový růst byl tlumen několika faktory, jako jsou doporučení ČNB pro hypotéky a vyšší úrokové sazby. Důležité je, že při vyšších cenách se dostupnost nákupu nemovitostí snížila. Domníváme se, že aspekt nižší dostupnosti při slabší investiční aktivitě povede k dalšímu zpomalení nárůstu cen nemovitostí. V roce 2019 počítáme s průměrným nárůstem cen nemovitostí o 5,4 %. Pro rok 2020 pak počítáme jen s mírným vzestupem o 1,2 %. Takový vývoj by měl teoreticky korespondovat s nižším růstem hypoték. **Nicméně pokles růstu úvěrů pro financování bydlení byl zatím s ohledem na dobrou situaci českých domácností jen velmi pozvolný. Nečekáme, že by v tomto vývoji došlo k výraznější změně.** Pro rok 2020 tak počítáme s mírným zpomalením růstu hypoték na 6,5 % po letos odhadovaném tempu 7,1 %.

Korporátní úvěrování bylo v roce 2019 slabé zejména ve spojitosti s nominálním růstem ekonomiky ČR. Privátní sektor byl velmi opatrný a omezoval nové investice. Za celý rok čekáme růst korporátních úvěrů pouze o 4,2 %. **Ačkoliv pro příští rok čekáme zpomalení české ekonomiky, naše simulace ukazují, že s nízkou srovnávací základnou v roce 2019 při podpoře ekonomiky ze strany EU fondů a fiskální politiky by růst korporátních úvěrů měl v příštím roce oproti letošku zrychlit.** Spotřební úvěry jsou podporovány příznivou situací českých domácností (viz sekce o vývoji ekonomiky a trhu práce). V roce 2019 čekáme růst spotřebitelských úvěrů o 6 %. V příštím roce by se zvolna měla zvyšovat nezaměstnanost a mírně zpomalit růst mezd. **V souhrnu tak čekáme jen nepatrné zpomalení růstu spotřebitelských úvěrů.**

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
Bankovní úvěry														
Celkem	6,1	5,1	4,3	4,8	5,7	5,8	5,9	6,0	5,5	5,1	5,8	5,1	4,6	4,9
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	8,0	7,5	7,0	5,9	6,6	6,3	6,3	6,6	8,4	7,1	6,5	6,0	4,7	5,0
Spotřebitelské úvěry domácnostem	6,2	6,0	6,2	5,6	6,1	5,5	5,4	5,6	5,8	6,0	5,7	5,7	5,5	6,4
Úvěry nefinančním podnikům	6,2	3,5	3,2	4,0	5,0	5,6	5,3	5,1	4,4	4,2	5,2	4,1	4,8	5,0
Bankovní vklady														
Celkem	8,5	11,6	11,0	9,5	9,5	6,3	5,3	4,8	6,1	10,2	6,5	4,0	4,1	4,2
Obyvatelstvo	7,9	7,0	7,3	7,1	7,6	7,0	5,9	5,1	7,3	7,3	6,4	3,9	3,7	3,7
Nefinanční podniky	3,4	5,4	5,7	3,9	5,5	3,1	3,5	3,6	2,0	4,6	3,9	3,8	4,9	5,3
Ostatní	14,0	25,5	22,2	20,5	15,6	7,3	5,4	5,4	7,2	20,6	8,4	4,3	4,1	4,2
Podíly na HDP														
Podíl úvěrů na HDP	62,0	61,8	62,2	61,2	61,9	62,0	62,8	62,1	62,2	61,8	62,2	63,0	63,0	63,1
Podíl vkladů na HDP	88,2	90,1	89,5	86,0	91,3	90,8	89,7	86,4	85,0	88,4	89,5	89,8	89,4	88,9
Podíl úvěrů na vkladech	70,3	68,6	69,5	71,2	67,8	68,3	69,9	71,9	73,3	69,9	69,5	70,2	70,6	71,0
Úrokové sazby														
Úvěry pro bytové potřeby	3,0	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,7	2,9	2,8	2,7	2,5	2,5
Spotřebitelské úvěry	8,4	8,4	8,7	8,8	9,1	9,3	9,5	9,7	8,5	8,6	9,4	10,2	10,7	10,8
Úvěry nefinančním podnikům	3,3	3,2	3,3	3,4	3,4	3,5	3,5	3,5	2,8	3,3	3,5	3,6	3,7	3,9
Podíl úvěrů v selhání														
Úvěry pro bytové potřeby	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	1,5	1,7	1,9	2,1	2,3
Spotřebitelské úvěry	5,1	5,1	5,1	5,7	5,8	6,1	6,5	6,8	5,6	5,2	6,3	8,1	9,4	10,0
Úvěry nefinančním podnikům	3,6	3,6	3,6	3,7	4	4,2	4,5	4,7	3,7	3,6	4,3	5,4	6,1	6,1

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

Růst korporátních depozit letos dle našich odhadů dosáhne 4,6 %. Nižší ekonomický růst a postupný pokles ziskových marží by měl v příštím roce vést ke snížení růstu depozit ke 4 %. Růst depozit domácností při podpoře silné domácí ekonomiky by měl zůstat vyšší než u korporací. Nicméně k určitému zpomalení růstu by mělo dojít i zde.

Klíčové ekonomické ukazatele

Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

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

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

Měna a úrokové sazby - výhled

		28.10.2019	Prosinec 2019	Březen 2020	Červen 2020	Září 2020	Prosinec 2020
CZK/EUR	konec období	25,5	25,9	26,0	26,1	26,6	26,5
USD/EUR	konec období	1,11	1,10	1,14	1,18	1,20	1,22
CZK/USD	konec období	23,0	23,5	22,8	22,1	22,2	21,7
3M PRIBOR	konec období	2,18	2,15	2,15	2,20	2,20	2,20
10Y IRS	konec období	1,43	1,10	1,05	1,00	1,10	1,30

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

Měsíční makroekonomická data

		I-19	II-19	III-19	IV-19	V-19	VI-19	VII-19	VIII-19	IX-19
Inflace (CPI)	%, m/m	1,0	0,2	0,2	0,1	0,7	0,2	0,4	0,1	-0,6
Inflace (CPI)	%, y/y	2,5	2,7	3,0	2,8	2,9	2,7	2,9	2,9	2,7
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	1,0	0,3	0,5	0,7	0,5	-0,7	-0,1	0,1	0,1
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	2,9	3,6	3,8	4,3	3,8	2,5	2,1	2,1	1,9
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	3,3	3,2	3,0	2,7	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	0,3	3,7	4,8	7,6	6,6	-3,9	9,0	-3,8	n.a.
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	-0,9	1,4	0,3	3,6	3,1	-6,0	5,6	-3,7	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	-12,6	5,1	12,0	8,1	2,0	1,2	6,5	-3,7	n.a.
Malobchodní tržby	%, y/y, stálé ceny	1,4	3,9	3,0	5,0	2,5	0,4	6,2	1,4	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (národní met.)	17,7	16,0	16,7	17,7	24,4	16,7	-0,3	8,6	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	30,6	19,4	-6,2	22,4	14,6	-3,4	-27,0	-10,7	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	13,0	38,8	3,8	34,6	-0,4	13,3	-44,2	-2,9	n.a.
M2	%, y/y	6,0	6,0	5,9	6,4	6,5	6,8	7,1	7,4	n.a.
Státní rozpočet	mld. CZK (od zač. roku)	8,8	-19,9	-9,2	-29,7	-50,9	-20,7	-9,7	-15,4	-21,0
3M PRIBOR	%, průměr	2,01	2,01	2,03	2,02	2,19	2,17	2,16	2,14	2,14
CZK/EUR	průměr	25,65	25,72	25,68	25,68	25,77	25,59	25,55	25,82	25,86
CZK/USD	průměr	22,46	22,67	22,73	22,86	23,04	22,65	22,79	23,21	23,49

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

Poznámky

Poznámky

Poznámky

Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeji 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

Michal Brožka
(420) 222 008 569
michal_brozka@kb.cz

Akčioví analytici

Miroslav Frayer
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@kb.czJana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.czFinanční trhy
František Táborský
(420) 222 008 598
frantisek_taborsky@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.roAkčiový analytik
Laura Simon, CFA
(40) 213 014 370
laura.simon@brd.roEkonom Rosbank
Anna Zaigrina
(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

Severní Amerika

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

Čína

Wei Yao
(33) 1 5729 6960
wei.yao@sgcib.comAnatoli Annenkov
(44) 20 7762 4676
anatoli.annenkov@sgcib.comLatinská Amerika
Dev Ashish
(91) 80 2802 4381
dev.ashish@socgen.comČína a okolí
Michelle Lam
(85) 2 2166 5721
michelle.lam@sgcib.comYvan Mamalet
(44) 20 7762 5665
yvan.mamalet@sgcib.comIndie
Kunal Kumar Kundu
(91) 80 6716 8266
kunal.kundu@sgcib.czJaponsko
Takuji Aida
(81) 3 6777 8063
takuji.aida@sgcib.comVelká Británie
Brian Hilliard
(44) 20 7676 7165
brian.hilliard@sgcib.comKorea
Suktae Oh
(82) 2195 7430
suktae.oh@sgcib.comArata 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 4213 7846
brigitte.richard-hidden@sgcib.com

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů

Guy Stear
(33) 1 4113 6399
guy.stear@sgcib.com

Vedoucí strategie sazeb

Adam Kurpiel
(33) 1 4213 6342
adam.kurpiel@sgcib.comJorge Garayo
(44) 20 7676 7404
jorge.garayo@sgcib.comKevin Ferret
(44) 20 7676 7073
kevin.ferret@sgcib.comVedoucí strategie sazeb pro Evropu
Ciaran O'Hagan
(33) 1 4213 5860
ciaran.ohagan@sgcib.comDluhopisový trh a SSA
Cristina Costa
(33) 1 5898 5171
cristina.costa@sgcib.comJean-David Ciotteau
(33) 1 4213 7252
jean-david.ciotteau@sgcib.comRohit Gaurav
(91) 80 6731 8958
rohit.gaurav@sgcib.comVedoucí strategie sazeb pro USA
Subadra Rajappa
(1) 212 278 5241
subadra.rajappa@sgcib.comShakeeb Hulikatti
(91) 80 2802 4380
shakeeb.hulikatti@sgcib.comMichael Chang
(1) 212 278 5307
michael.chang@sgcib.com

Vedoucí strategie pro měnové kurzy

Kit Juckes
(44) 20 7676 7972
kit.juckes@sgcib.comMěnové 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.comBertrand Delgado
(1) 212 278 6918
bertrand.delgado-calderon@sgcib.comPhoenix Kalen
(44) 20 7676 7305
phoenix.kalen@sgcib.comKiyong Seong
(852) 2166 4658
kiyong.seong@sgcib.comMarek Dřimal
(44) 20 7550 2395
marek.drimal@sgcib.com