

Čtvrtletní zpráva

# Ekonomické výhledy

30 LET  
SPOLU

## Inflace cení tesáky



©iStock

■ **Česká ekonomika zpomaluje:** Hlavním důvodem útlumu je slábnoucí výkon průmyslu. Ochlazení by se postupně mělo přenést i do dalších sektorů, ale nemělo by jít o nic dramatického. Růst ekonomiky by se měl letos i příští rok nacházet poblíž dvou procent. Výhled ale budou tížit nejistoty ve vnějším prostředí a přísné regulace v automobilovém sektoru.

■ **Vysoká inflace v první polovině roku bude zvyšovat šance na další zvýšení úrokových sazeb:** S ohledem na přetrvávající nejistoty a předpoklad slabého ekonomického výkonu v zahraničí čekáme pro letošek stabilitu hlavní úrokové sazby ČNB.

■ **Koruna zůstane v první polovině roku silná:** V prvních měsících roku se koruna udrží v pásmu 25,00 až 25,50 za euro. Podporovat ji bude jestřábí tón z centrální banky, vysoký úrokový diferenciál a pozitivní sentiment na globálních trzích. V druhé polovině roku si však opět pohorší. Své několikaleté pásmo si ale udrží i nadále.

■ **Výnosová křivka zůstane i v tomto roce plochá:** Vysoká poptávka po tuzemských státních dluhopisech přetrvá. Výnosy však potáhne vzhůru vyšší inflace a jestřábí bankovní rada. V druhé polovině roku očekáváme návrat křivky k rostoucímu tvaru.



**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





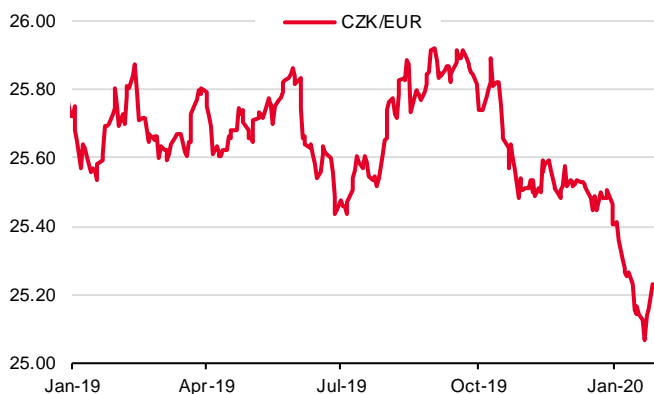
Jan Vejmelek  
(420) 222 008 568  
jan\_vejmelek@kb.cz

## Centrální banku obchází strašák jménem inflace

S odstupem tří měsíců od vydání *Ekonomických výhledů*, které jsme publikovali s podtitulem *Bráníme se statečně*, můžeme konstatovat, že jsme se (prozatím) ubránili. A to hlavně díky robustní domácí poptávce. Ta dokázala vykompenzovat slabost poptávky zahraniční. **Recese německého průmyslu, kterou vidíme již od poloviny roku 2018, začala české průmyslníky v závěru loňského roku dohánět.** Naštěstí zprávy z eurozóny indikují alespoň z pohledu vpředhledících indikátorů dosažení dna a stabilizaci situace v evropském průmyslu.

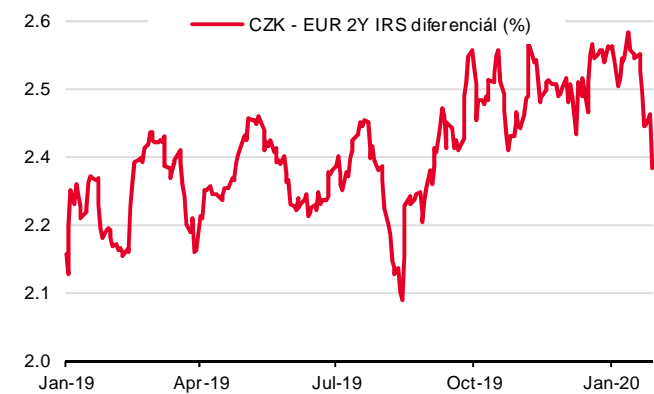
Pokud se podíváme na to, co je dnes zásadně jinak oproti situaci před třemi měsíci, pak tím nejviditelnějším je bezesporu **výrazně silnější kurz koruny**. Jak ale ukazuje František Táborský v části věnované devizovému trhu, příčinou je především **nárůst tržních úrokových sazeb a zatraktivnění úrokového diferenciálu**. Obecně k optimismu na trzích přispělo opadnutí klíčových loňských rizik – obchodních válek a tvrdého brexitu. Z domova se za hlavním faktorem tlačícím na vyšší úrokové sazby schovávala zrychlující inflace.

Koruna v posledních týdnech rychle posiluje



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Tuzemskou měnu zatraktivňuje úrokový diferenciál

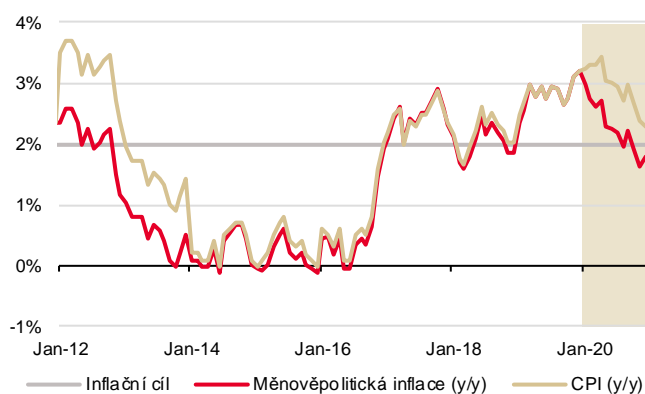


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Inflace se v posledních měsících loňského roku dostala nad horní hranu tolerančního pásma**, když prosincový meziroční růst spotřebitelských cen činil 3,2 %. Centrální bankéři se tak nachází ve velmi nekomfortní situaci. Inflační prognóza z dílny Michala Brožky totiž ukazuje, že **v dalších měsících půjde inflace dále nahoru**. Kulminaci čekáme v dubnu nad úrovní tři a půl procenta. Takto vysoko byla inflace naposledy v roce 2012. Následně ale zamíří poměrně rychle dolů. Vnější prostředí nejenže zůstává utlumené, ale podle nás bude dna v eurozóně dosaženo až v roce 2021.

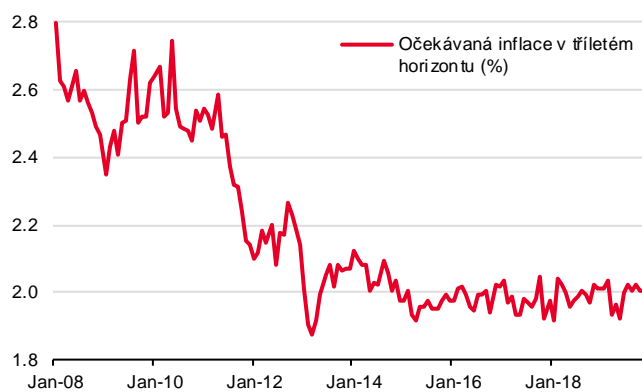
Je jasné, že **centrální bankéři budou ve velkém pokušení na nejbližších několika zasedáních úrokové sazby pod vlivem aktuální vysoké inflace zvednout**. Na druhou stranu zejména silná koruna v kombinaci s nepříznivým vývojem primárně v německém průmyslu a celkově přetrvávajícími riziky (viz box Jany Steckerové) budou silnými argumenty držet úrokové sazby nezměněné. K tomuto scénáři se přikláníme my. Již lednová inflace, jejíž prognózy jsou tradičně zatíženy velkou nejistotou, může ale (nejenom) náš názor v případě většího inflačního překvapení změnit. Alternativa v podobě zvýšení úrokových sazeb by se pak mohla stát hlavním scénářem.

## Tuzemská inflace vystřelila z tolerančního pásma



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Inflační očekávání ale zůstávají ukotvená



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

At' nakonec jedno zvýšení sazeb přijde či nepřijde, **česká ekonomika v závěru loňského roku zpomalila tempo svého růstu na hodnoty těsně pod dvě procenta a zhruba dvouprocentní růst předpokládáme za celý letošní rok.** Do recese je ale hodně daleko. Růst těsně pod potenciálem přispěje k lehkému uvolnění napětí na trhu práce a bude příležitostí pro investice a budoucí zvýšení podnikatelské aktivity.

## Obsah

|   |           |
|---|-----------|
| Centrální banku obchází strašák jménem inflace .....            | 3         |
| Obsah .....   | 5         |
| <b>Vnější prostředí a předpoklady prognózy .....</b>            | <b>6</b>  |
| Amerika spadne letos do recese .....                            | 6         |
| Varovné signály z americké ekonomiky sílí .....                 | 6         |
| První pololetí by mělo být pro eurozónu dobré .....             | 7         |
| Ve druhé polovině roku Německo upadne do hlubší recese .....    | 8         |
| Inflace v regionu vystřelila nahoru .....                       | 8         |
| <b>Makroekonomická prognóza ČR .....</b>                        | <b>11</b> |
| Ekonomika přeřadila na nižší rychlost .....                     | 11        |
| Nezaměstnanost se letos začne mírně zvyšovat .....              | 17        |
| Inflace vzroste nad 3,5 % .....                                 | 18        |
| Rizika: Klíčová rizika stále vnímáme ve vnějším prostředí ..... | 20        |
| Klíčové makroekonomické ukazatele .....                         | 21        |
| <b>ČNB Focus .....</b>  | <b>22</b> |
| Inflace bude červeným hadrem na ČNB .....                       | 22        |
| <b>Korunový devizový trh .....</b>                              | <b>24</b> |
| Jestřábí ČNB udrží korunu silnější .....                        | 24        |
| <b>Technická analýza (CZK/EUR) .....</b>                        | <b>27</b> |
| <b>Trh českých vládních dluhopisů a IRS .....</b>               | <b>28</b> |
| Výnosová křivka zůstane i v tomto roce plochá .....             | 28        |
| <b>Bankovní sektor .....</b>                                    | <b>34</b> |
| Smíšený vývoj na úvěrových trzích .....                         | 34        |
| Klíčové ekonomické ukazatele .....                              | 35        |
| <b>Upozornění .....</b>   | <b>36</b> |

## Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

### Amerika spadne letos do recese

Na našem výhledu, že ekonomika Spojených států upadne ve druhé polovině roku do technické recese, se nic nemění. Vzhledem k její lepší výkonnosti v závěru loňského roku, jsme však odsunuli výhled pro další snížení úrokových sazeb z března na červen. Vyhlídky pro ekonomiku eurozóny pro první polovinu letošního roku jsou příznivé. Ve druhé polovině však již také začne vykazovat známky výraznějšího zpomalení.

### Varovné signály z americké ekonomiky sílí

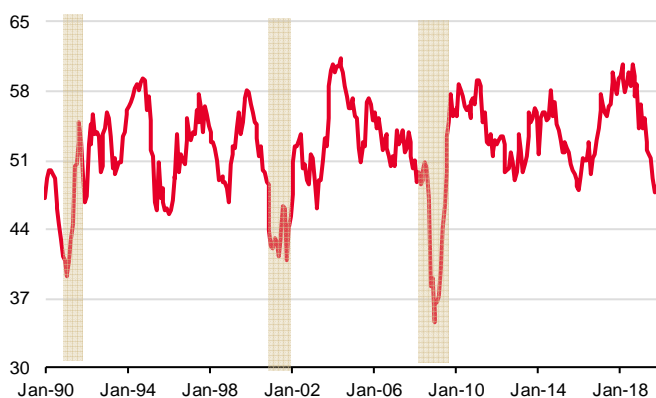
Ziskové marže signalizují blížící se recesi.

**V americké ekonomice se letos bude lámat chleba.** Ekonomové z SG stále drží svůj výhled, že v polovině letošního roku upadne americká ekonomika do recese. Na tomto poli jsou relativně osamoceni. Zatímco tržní konsenzus počítaný agenturou Bloomberg počítá v Q2 20 s růstem HDP na úrovni 1,9 % q/q, anualizovaně, my očekáváme dynamiku -0,5 % q/q. Ve třetím čtvrtletí by to pak podle naší prognózy mělo být -1,0 % q/q. Tržní konsenzus je pak 1,8 % q/q. Jedním z hlavních důvodů, proč v americké ekonomice očekáváme recesi, je vývoj ziskových marží. Ty už čtvrtým rokem pokračují ve svém poklesu. Produktivita práce roste dlouhodobě pod svým průměrem, zatímco růst jednotkových mzdových nákladů nabral výrazně na tempu. Pokles ziskových marží bude proto podle našeho názoru pokračovat, což se nakonec odrazí v propadu investiční aktivity, zhoršení podmínek na trhu práce a poklesu spotřeby domácností.

Americký zpracovatelský průmysl je v recesi.

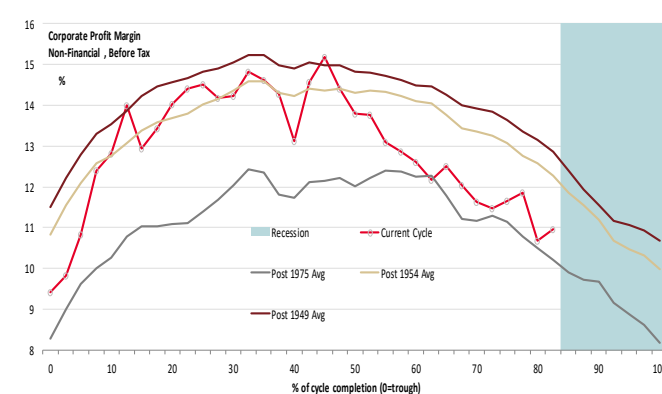
**Varující je i vývoj indexu ISM, který mapuje situaci v americkém zpracovatelském průmyslu.** Ten je v současné době nejnižší od června 2009, tedy od konce poslední hospodářské recese. Komponenta nových objednávek, která je dobrým vpředhledícím indikátorem, je také na nejnižší úrovni od roku 2009. Zhoršení vykazují i cyklicky senzitivní ukazatele, jakými jsou prodeje automobilů či počet nově zahájených staveb. Indikátor počítaný agenturou Bloomberg ukazuje, že recese v horizontu jednoho roku nastoupí s 30% pravděpodobností.

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



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ziskové marže signalizují příchod recese



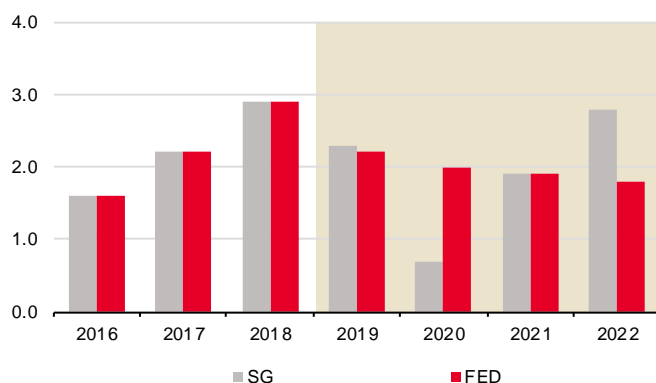
Zdroj: Bloomberg, SG Cross Asset Research/Economics, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Další snížení úrokových sazeb očekáváme nyní v červnu místo v březnu.

**Na druhou stranu ale americká ekonomika v mnoha oblastech zatím dosahuje solidních výsledků.** Zahraniční obchod dosáhl v listopadu nejnižšího deficitu za poslední tři roky, dobrá je i situace na trhu práce. Z těchto důvodů nyní očekáváme další snížení úrokových sazeb v červnu, zatímco naše minulá prognóza počítala s březnem. Stále ale platí, že ve druhém pololetí očekáváme ve Spojených státech nástup recese, s čímž by mělo být spojené i razantní

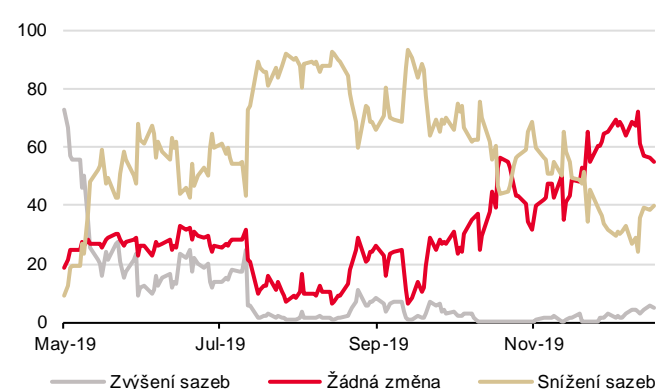
snížení úrokových sazeb. Podle našeho názoru by to mělo být v letošním roce o 100 bb. Sazby by měly jít dolů v červnu, červenci, září a listopadu.

Ve výhledu na HDP se s Fedem neshodnem (% y/y)



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

Očekávání snížení sazeb v půlročním horizontu poklesla (%)



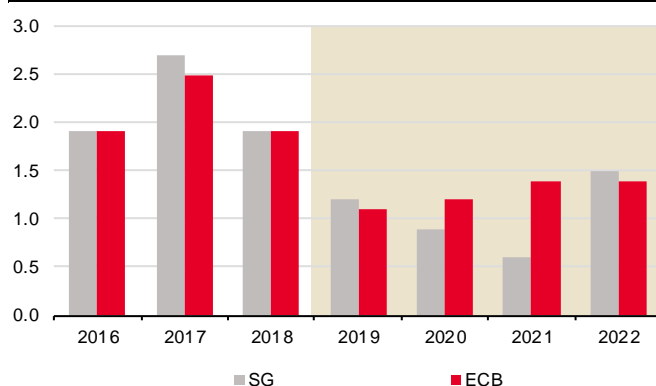
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Domácí poptávka bude eurozónu chránit před tvrdšími dopady recese v USA.

## První pololetí by mělo být pro eurozónu dobré

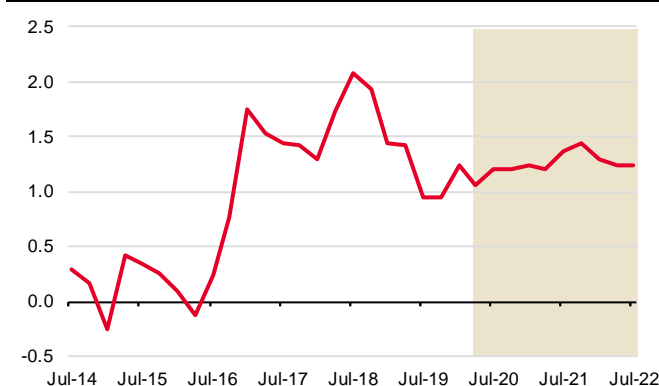
**Navzdory propadajícím se indikátorům důvěry a recesi v oblasti průmyslu rostla ekonomika eurozóny v loňském roce podle našeho odhadu tempem 1,2 %, tedy na úrovni potenciálu.** Tomu pomohla silná domácí poptávka, která by měla být i tím, co ekonomiku eurozóny ochrání před tvrdšími dopady recese ve Spojených státech. Přestože tempo růstu domácí poptávky bude postupně slábnout, měla by zůstat dostatečně robustní na to, aby eurozóna ustála recesi v USA pouze zpomalením. V letošním roce očekáváme růst HDP eurozóny na úrovni 0,9 %. Domácí poptávce bude narážet nízká zadluženost korporací, jejich relativně vysoké ziskové marže i vysoká míra úspor domácností. Vyhledy pro první pololetí letošního roku jsou tedy poměrně příznivé. Předstihové indikátory se zřejmě pohybují již kolem svého dna, pozvolna by se měla zlepšit i situace v průmyslu. Ten byl sice v Q4 19 pravděpodobně ještě v recesi, ta už ale byla mělká, než tomu bylo v Q3 19. Zmírnění nejistot týkající se brexitu a obchodních válek jsou příslibem i lepší výkonnosti zahraničního obchodu. V prvním a druhém čtvrtletí letošního roku by tak měl růst HDP v meziročním srovnání dosahovat ještě úrovně kolem 1 %, v Q3 a Q4 pak už jenom 0,1-0,2 % y/y.

Vývoj HDP eurozóny jsme nechali beze změny (% 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

**Handicapem eurozóny zůstává nízká inflace.** Ta se nyní pohybuje kolem 1,3 % y/y. Na dosažení inflačního cíle to nevypadá ani v letošním roce a dokonce ani v následujících čtyřech

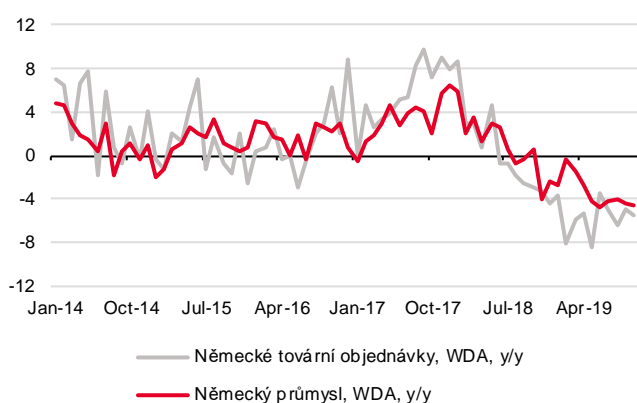
letech, což je horizont, kam až sahá naše prognóza. Evropská centrální banka je s touto situací, zdá se, poměrně smířená. V horizontu tří let vidí inflaci na úrovni 1,6 %, přičemž použití dalších nástrojů v prognóze neuvažuje. My se domníváme, že hrozba ekonomického zpomalení donutí Evropskou centrální banku v polovině letošního roku snížit depozitní sazbu o dalších 10 bb na -0,6 % a zdvojnásobit program kvantitativního uvolňování na 40 mld. EUR měsíčně.

## Ve druhé polovině roku Německo upadne do hlubší recese

První pololetí slibuje relativně dobré vyhlídky.

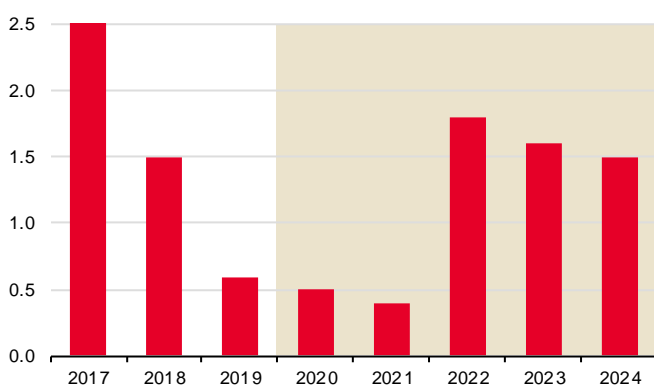
**Německá ekonomika na tom stále není nejlépe.** Za celý loňský rok dosáhl růst HDP 0,6 %, což je nejnižší tempo od roku 2013. V letošním roce očekáváme, že dynamika dosáhne ještě o desetinu horšího výsledku. Výhled pro první polovinu roku je ale zatím poměrně příznivý. Důvěra v průmyslu již zřejmě narazila na své dno a začíná se stabilizovat. Průmyslová produkce za prosinec již vykazala růst. Růst HDP by tedy ještě v prvním pololetí mohl dosahovat 1 % q/q (anualizovaně). Nastupující recese ve Spojených státech ve druhé polovině roku však pošle německou ekonomiku do technické recese.

Situace v německém průmyslu se začíná stabilizovat (%)



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

## Inflace v regionu vystřelila nahoru

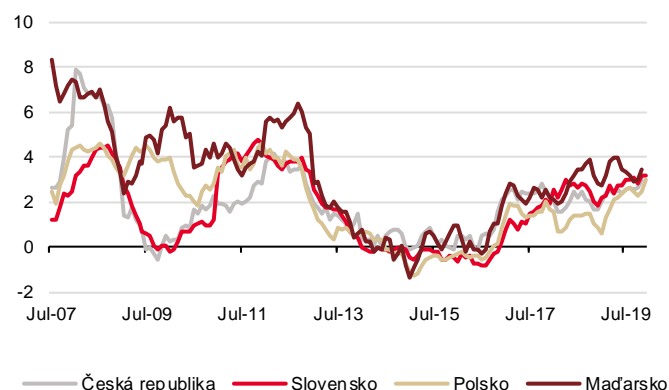
**Polská centrální banka vsadila už v březnu 2015 na stabilitu úrokových sazeb a od té doby se jí drží.** Stabilní úrokové sazby podle ní udržují ekonomiku v rovnováze. Na stávající úrovni 1,5 % zůstanou podle guvernéra Glapinského až do roku 2022. Z rovnováhy polskou centrální banku nevyvedla ani prosincová inflace, která vyskočila na 3,4 %, tedy nad horní hranici tolerančního pásma centrální banky. Zde se bude nacházet i v průběhu celého prvního čtvrtletí, kdy může jít na ještě vyšší úroveň. Poté by měla postupně zpomalovat až k úrovni 2,5 % na konci roku 2021 (dle prognózy centrální banky). Hlasy volající po zvyšování úrokových sazeb v Polsku tak budou v Q1 20 zřejmě silit. Nebudou však dostatečně silné na to, aby převážily většinový názor, že by úrokové sazby měly zůstat beze změny. Guvernér Glapinski se dokonce vyjádřil ve smyslu, že pokud by se sazby měly měnit, byl by jejich pohyb, vzhledem k situaci ve zbytku Evropy, směrem dolů. Poté, co inflační tlaky odezní, se polská centrální banka zřejmě plně vrátí ke své holubičí rétorice. Polský zlotý tak bude v průběhu letošního roku pod tlakem a bude se posunovat ze současných úrovní okolo 4,25 PLN/EUR k 4,35 PLN/EUR.

**Polský hospodářský růst by měl zůstat na solidních úrovních i v letošním roce.** Ve třetím čtvrtletí dynamika HDP dosáhla 3,9 %. Investice, které jsou taženy především korporátním sektorem, meziročně přidaly 4,7 %, spotřeba domácností pak stoupla o 3,3 %. Tu bude i v letošním roce podporovat vládní balíček schválený v roce 2019 (prodloužení programu pro



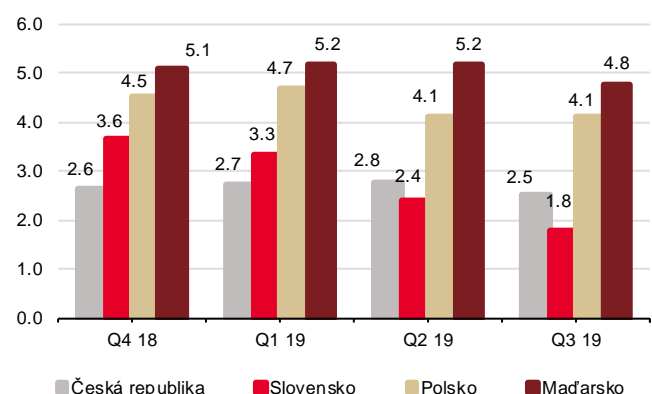
podporu rodin s dětmi Family 500 plus, nižší daňové zatížení zaměstnanců či výplata třináctého důchodu). Spotřebu domácností pozitivně ovlivňuje i utážená situace na trhu práce, zvýšení minimální mzdy a pokračující růst hrubých mezd (kolem 7 %). Po loňském předpokládaném růstu HDP o 4,3 % centrální banka letos předpokládá dynamiku HDP na úrovni 3,6 %.

Inflace v regionu zaměřila nahoru (% , y/y)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Růst HDP zůstává na solidních úrovních (% , y/y)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Stejně jako v Polsku i v Maďarsku inflace vystřelila směrem nahoru** a v prosinci dosáhla horní hranice tolerančního pásma centrální banky (4 % y/y). Za celý loňský rok činil růst spotřebitelských cen 3,4 %. Podle prognózy maďarské centrální banky by se však inflace měla postupně vracet k cíli. Politika maďarské centrální banky tak zůstane i nadále uvolněná. Objem přebytkové likvidity komerčních bank bude v následujících týdnech pravděpodobně klesat v důsledku vlivu externích faktorů (například prodejem dluhopisů vládní agenturou pro řízení dluhu - AKK). Případné tlaky na posilování maďarského forintu vyplývající z poklesu likvidity by se však centrální banka snažila zřejmě limitovat, neboť silnější domácí měna by mohla ohrozit maďarský hospodářský růst. Maďarský forint bude proto podle naší prognózy v letošním roce nadále oslabovat, a to nejvíce ze všech měn středoevropského regionu. Ze současných úrovní 337 HUF/EUR podle našeho názoru oslabí až na 350 HUF/EUR na konci letošního roku.

#### Růst HDP v Maďarsku by za celý loňský rok podle centrální banky měl dosáhnout 4,9 %.

V letošním roce by to mělo být 3,7 %, v příštím roce pak 3,5 %. Za zpomalením budou stát především nižší fixní investice. Ty v letech 2018 a 2019 rostly v meziročním srovnání o více než 17 %. Za jejich vysokou dynamikou stály využití výrobní kapacity, dokončování velkých investičních projektů zahájených v předchozích letech, nízké úrokové sazby i čerpání fondů EU. V roce 2020 však centrální banka jejich dynamiku pouze na úrovni 4,6 %. Nižší budou především vládní investice a investice spojené s čerpáním fondů EU. Z těchto důvodů bude maďarský růst postupně zpomalovat.

#### Box 1: Rizika jsou tentokrát asymetrická

##### Recese ve Spojených státech nastane později

Jedním ze stěžejních předpokladů naší prognózy je, že v USA v H2 20 nastane recese a následně dojde k výraznému zpomalení hospodářského růstu v eurozóně. Data v USA jsou zatím ale smíšená. Pokud by k recesi letos nedošlo, hospodářský růst eurozóny by se i ve druhé polovině držel na solidních úrovních, z čehož by benefitovala i Česká republika.

##### Velká Británie vystoupí z EU bez dohody nebo se špatnou dohodou

K 1. únoru Velká Británie oficiálně vystoupí z EU. Boris Johnson usiluje o to, aby takzvané přechodné období, během kterého bude přeprava zboží mezi EU a Velkou Británií probíhat

bez celních bariér a kontrol, trvalo pouze do konce letošního roku. Toto období by sice podle Dohody o vystoupení mohlo být jednorázově prodlouženo o jeden či dva roky, Boris Johnson takovouto možnost zatím ale odmítá. EU se již vyjádřila ve smyslu, že v takto krátké lhůtě bude možné v současném režimu, tedy plná regulace ze strany EU, vyjednat pouze marginální změny. Pokud si bude naopak VB chtít v oblasti regulace, životního prostředí či pravidel na trhu práce vyjednat nová pravidla, bude to chtít čas. Připomeňme, že vyjednávání dohody tohoto typu s Kanadou trvalo čtyři roky. Rizikem tedy je, že v lednu 2021 odejde Velká Británie buď úplně bez dohody anebo s dohodou velmi špatnou. To by pak mělo negativní dopad nejen na britskou ekonomiku, několik desetin procentního bodu by takovýto výsledek ubral i z růstu HDP eurozóny.

#### **Výrazný růst cen ropy**

Po útoku USA na iránského generála Káséma Solejmáního ceny ropy vyletěly nahoru (71 dolarů za barel). Poté se vrátily na úroveň před útokem (kolem 65 dolarů za barel). V případě rozhoření rozsáhlejšího konfliktu mezi USA a Íránem by ceny ropy pravděpodobně výrazně stouply. Podle našich odhadů, by vyšší cena ropy o 10 dolarů za barel způsobila po jednom roce pokles světového hospodářského růstu o 0,1 pb. Růst cen ropy na 100 dolarů za barel by po jednom roce na této úrovni ubral z hospodářského růstu eurozóny 0,5 pb a 1,0 pb po dvou letech. V návaznosti na EMU by se zpomalení nevyhnula ani Česká republika.

#### **Předčasné volby a politická nejistota**

Žádné řádné parlamentní volby v letošním roce plánovány nejsou. Předčasné volby stále hrozí Německu, Itálii a Španělsku. Jejich svolání by znamenalo další zhoršení předstihových indikátorů a větší riziko pádu ekonomiky eurozóny do recese.

#### **Zavedení cel na automobily**

Zavedení cel na vývoz automobilů stále visí nad EU jako Damoklův meč. V polovině ledna tento nástroj opět využila administrativa amerického prezidenta, když pohrozila zavedením 25% cla na dovoz aut z EU, pokud Británie, Francie a Německo neobviní Írán z porušování mezinárodní dohody o iránském jaderném programu.

#### **Nové limity na CO2 potopí automobilový průmysl**

Od roku 2020 musí většina nově vyrobených automobilů (na 5 % se vztahuje výjimka) splnit nové emisní limity CO2. Podle nich nesmí spotřeba nafty přesáhnout 3,54 litrů na 100 km a benzínu 4,06 litrů na 100 km. Přestože se automobilky na tuto situaci připravovaly, je otázkou je, jak se jim dané limity nakonec podaří splnit. Pokud ne, hrozí jim velké pokuty. Ty by podle agentury JATO (zabývající se průzkumem automobilového trhu) mohly v roce 2021 dosáhnout až 34 mld. EUR, což by automobilovému průmyslu způsobilo značné potíže.

# Makroekonomická prognóza ČR



**Michal Brožka**  
(420) 222 008 569  
michal\_brozka@kb.cz

## Hlavní změny

### HDP:

Na rok 2019 jsme mírně snížili odhad růstu HDP na 2,4 % z předchozího odhadu 2,5 %. V roce 2020 čekáme i nadále zpomalení růstu na 2,0 %.

### Inflace:

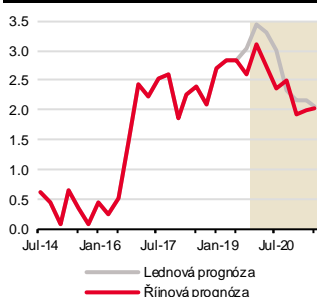
Po nárůstu inflace za minulý rok na 2,8 % jsme pro rok 2020 zvýšili odhad inflace na 3,0 % z předchozího odhadu 2,7 % z důvodu předchozího nárůstu jádrové inflace a cen potravin.

## Změna v prognóze HDP (% , y/y)



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

## Změna v prognóze inflace (% , y/y)



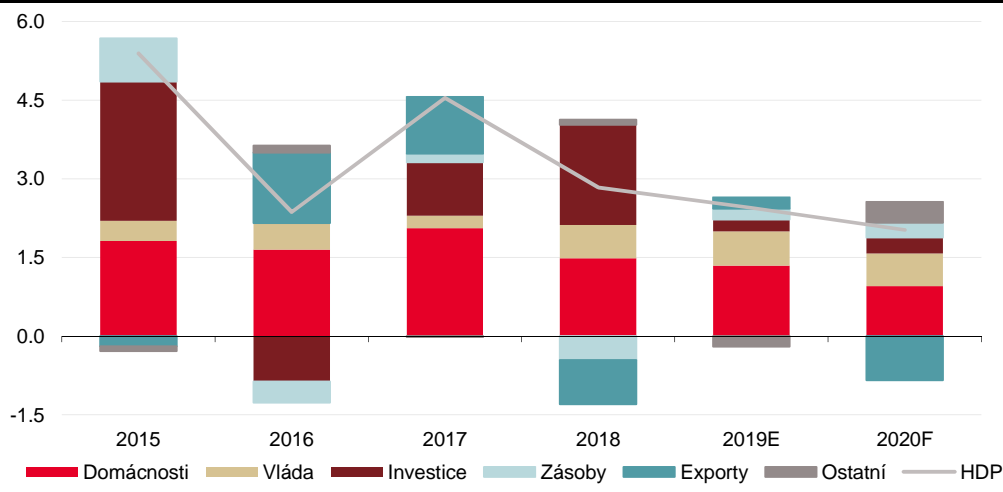
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ekonomika zpomalila už v průběhu roku 2019 a letos bude v pomalejším růstu pokračovat.

## Ekonomika přeřadila na nižší rychlost

Česká ekonomika byla v loňském roce relativně odolná vůči hospodářskému oslabení hlavních obchodních partnerů. Pozitivní mezera výstupu, ukončení cyklu zvyšování úrokových sazeb a koruna, která většinu roku setrvala na slabších úrovních, dohromady s uvolněnou fiskální politikou, působily proti ostřejšímu zpomalení. Nicméně bylo jen otázkou času, než tento vnější šok ekonomika pocítí více. Výrobní sektor začal ve druhé polovině loňska klesat. Očekáváme, že ekonomika vykáže další zpomalení, které se dotkne i v současnosti hlavního tahouna tedy spotřeby domácností. Ale prozatím se nezdá, že by mělo jít o dramatické zpomalení. S ohledem na vyšší inflaci bude v této situaci ČNB stále zvažovat možnost zvýšení úrokových sazeb, ale právě kvůli rizikům pro hospodářský růst by tak dle naší prognózy učinit neměla. Klíčovou otázkou je, jak se letos dál vyvine vnější prostředí.

Spotřeba domácností poroste o něco pomaleji a čistý export bude růst ekonomiky tlumit (% , y/y)



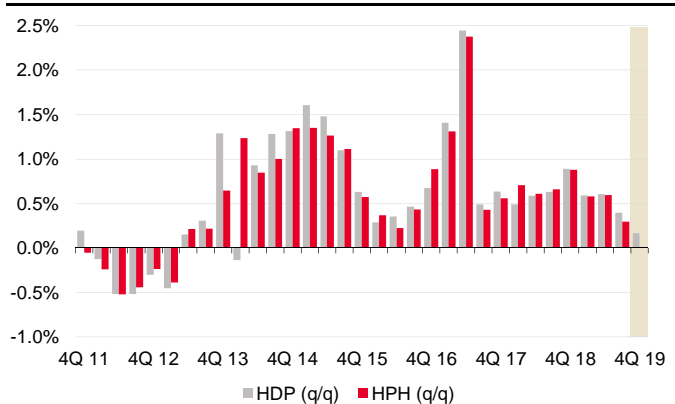
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Růst ekonomiky již přibrzdil

Od poloviny roku 2017 až do poloviny roku 2019 rostla česká ekonomika přibližně konstantním tempem v průměru 0,6 % mezičtvrtletně a 2,5 % anualizovaně. Ve třetím čtvrtletí 2019 dle statistiky HDP růst ekonomiky na mezikvartální bázi zpomalil na 0,4 %. Do určité míry to mohlo být způsobeno jednorázovými faktory a vždy je otázkou, do jaké míry je správně

počítáno se všemi sezónními vlivy. Ale i tak pohled na strukturu dat o HDP a samotný vývoj měsíčních údajů indikuje zpomalování růstu výkonu české ekonomiky. Jak jsme uváděli již dříve, slabost německé ekonomiky se dříve či později v české ekonomice musela projevit.

## Růst HDP ve druhé polovině 2019 zpomalil



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

V průběhu loňska byl zřejmý útlum investic a zpomalení růstu průmyslu. Ve druhé polovině roku tyto tendence zesílily, s čímž jsme v předpovědích počítali. **Z hlediska celkového výkonu ekonomiky tedy naše prognóza nedoznala výraznějších změn, nicméně očekávaná struktura růstu se změnila zejména v neprospěch zahraničního obchodu.**

Letos i příští rok čekáme růst HDP kolem 2 %.

Nečekáme, že by česká ekonomika měla jít do dramatického útlumu. Ale její růst pravděpodobně dále oslabí. Tomu nasvědčuje jednak další pokles průmyslové výroby, snížení předstihových indikátorů a také měsíční odhady vývoje bilance zahraničního obchodu. **Pro čtvrté čtvrtletí loňského roku odhadujeme růst české ekonomiky kolem 0,2 % q/q, což znamená zpomalení meziročního tempa pod 2 %.** A s růstem kolem dvou procent počítáme pro celý letošní rok. Příspěvek zahraničního obchodu se otočí do záporu a spotřeba nebude táhnout tak silně jako vloni. Investiční aktivita bude přispívat jen slabě, zato růst bude opět podporovat expanzivní fiskální politika.

Využití průmyslových kapacit kleslo na dlouhodobých průměr.

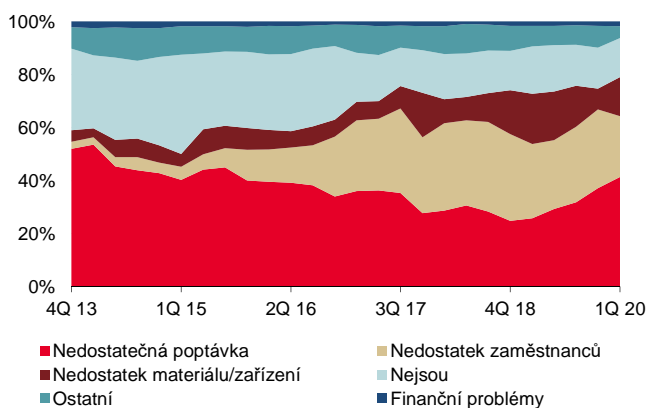
### Průmyslová výroba hledá dno

Odolnost českého průmyslu byla v minulém roce nečekaně silná, když se až do května udržel v kladných růstových číslech. Ve druhé polovině roku se ale jeho výkon stočil do záporu, když se pomyslný polštář daný vysokým stavem využití kapacit a vysokými objednávkami ztenčil na dlouhodobě průměrné hodnoty. **Za celý rok 2019 tak průmyslová výroba skončila podle odhadů zhruba nulovým růstem.**

Produkce aut loni odolávala, ale ke konci roku rovněž klesla.

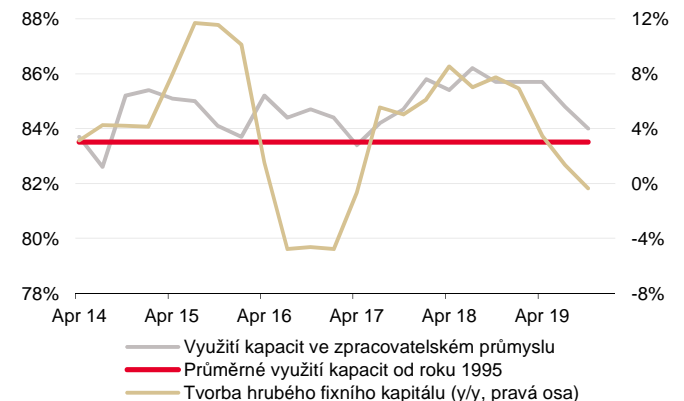
Celková hodnota nových objednávek byla ke konci posledního čtvrtletí 2019 meziročně v poklesu o zhruba 4 %. Zpracovatelský průmysl byl tou dobou v meziročně níže kolem 5 %. Zprávy nejčastěji hovoří o všeobecných problémech automobilového průmyslu, nicméně samotné české automobilky ve světle poklesu produkce automobilů v sousedním Německu podávají stále relativně slušný výkon. Ještě v září loňského roku byla česká produkce motorových vozidel meziročně v plusu přes 10 %. V dalších měsících ale začala vykazovat pokles v jednotkách procent. O ochlazení poptávky po automobilech svědčila například zpráva od tuzemského producenta Hyundai o omezení výroby. **Nicméně větší potíže a výraznější pokles průmyslové produkce zaznamenávají dodavatelé a tedy různé průmyslové obory. Producenti také reagují snižováním stavu zaměstnanců.** V listopadu činil meziroční pokles počtu zaměstnanců 1,7 %. Domácí automobilky mohou alespoň v letošním roce svou produkci mírně navýšit, přičemž největšímu domácí producentovi aut Škodě Auto pomůže nový model nejprodávanějšího vozu automobilky, tedy Octavie. Ale pro další vývoj bude klíčový právě vývoj v zahraničí, na který je domácí průmysl silně navázán.

### Nedostatečná poptávka je hlavním limitem průmyslové expanze



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

### Využití kapacit v průmyslu kleslo k dlouhodobému průměru



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

Šance na oživení průmyslu ale i další nejistoty.

Indexy nákupních manažerů v tuto chvíli ukazují další pokles průmyslové výroby na začátku letošního roku. Vývoj v zahraničí na přelomu roku dává naději na zlepšení nálady a potažmo

růst investic v průmyslu. **Signály zlepšení situace v Německu a celkově lepší sentiment na globálních finančních trzích na začátku roku jsou šancí na obnovení růstu průmyslové výroby v letošním roce.** Domníváme se proto, že průmyslová produkce letos mírně poroste. Nicméně růst bude slabý s ohledem na náš předpoklad opětovného oslabení ekonomiky v zahraničí. Průmysl zpravidla reaguje na hospodářský cyklus velmi rychle a z tohoto pohledu bychom po delší fázi útlumu viděli šanci na rychlejší růst průmyslu v roce 2021. **Ovšem tady je velmi nejistý dopad nových emisních norem na výrobce aut a potažmo jejich dodavatele.** Čekáme, že se s tím výrobci vypořádají, ale protože v tuto chvíli v podstatě nikdo neví jak, zůstává naše prognóza růstu průmyslu i na příští rok relativně nízká.

Růst stavebnictví limitován hlavně nedostatkem volných kapacit.

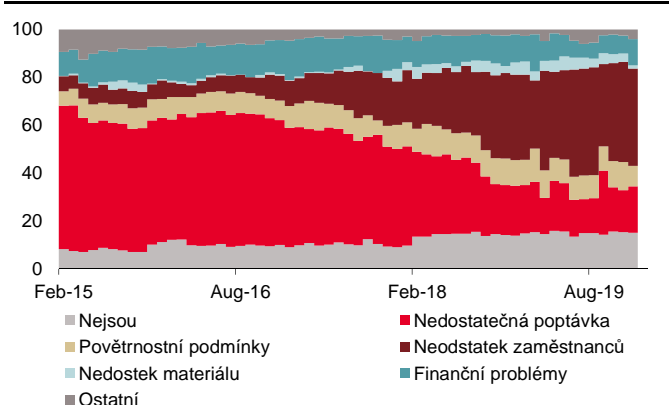
**Stavebnictví se v loňském roce vyvíjelo stále relativně příznivě.** Domácí poptávka zůstává silná a stavebnictví obvykle reaguje s velkým zpožděním na hospodářský cyklus z důvodu dlouhé realizace projektů. **Přesto v tomto sektoru v souladu s očekáváním došlo ke zpomalení růstu. Hlavní překážkou rychlejší expanze byl především nedostatek pracovní síly a potažmo růst její ceny.** Jakožto bariéra produkce se ale trendově zvyšuje nedostatečná poptávka a tento trend pravděpodobně bude nyní přetrvávat s tím, že čekáme i nadále nízkou investiční aktivitu firem, opatrnější chování domácností a v případě bytové výstavby rostoucí problém s její dostupností. Poté, co stavebnictví expandovalo v roce 2018 o téměř 10 %, v minulém roce činil odhadovaný růst cca 2 %, a pro letošek čekáme v průměru přibližně stagnaci sektoru stavebnictví.

#### Růst ve stavebnictví zpomalil



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

#### Nedostatek zaměstnanců zůstává hlavní bariérou růstu stavebnictví (%)



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

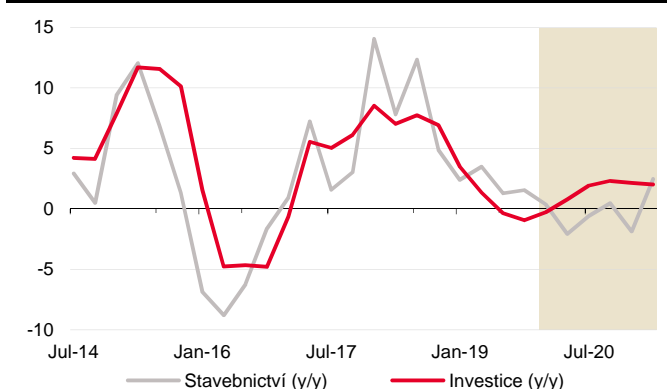
Firmy to se skepsí možná loni trochu přehnaly, ale na silnější rozjezd investic to zatím nevypadá.

#### Slabá investiční aktivita a žádné zlepšení zahraničně obchodní bilance

Investiční aktivita v roce 2019 výrazně oslabila, částečně i kvůli vysoké srovnávací základně z roku 2018 ovlivněné investičním cyklem EU fondů. Investiční aktivita ve druhé polovině roku 2019 klesla o něco rychleji, než jsme odhadovali v minulé prognóze. Dle současných předpovědí činil růst investic do fixního kapitálu v minulém roce méně než 1 %.

**Firmy byly možná až příliš opatrné a pro letošní rok je zde šance na mírné oživení**

#### Investiční aktivita poroste pomalu (% , y/y)



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

**investiční aktivity. S ohledem na řadu přetrvávajících nejistot bude ale tento růst pravděpodobně pomalý.** Pro letošní rok čekáme růst investic lehce nad 1 %. Nízká investiční aktivita bude stále přispívat k nízkým dovozům zboží do ČR, nicméně s ohledem na očekávaný slabý růst zahraniční poptávky čekáme zpomalení růstu exportů. Od zahraničního obchodu tak čekáme pro letošní i příští rok negativní příspěvek do tvorby HDP.

## Fiskální politika: na cestě k deficitu po čtyřech letech přebytku

**Hospodaření státu letos prohloubí loňský deficit a překročí plán Ministerstva financí, když podle nás skončí poblíž 60 mld. CZK. Daňové příjmy již nepodporují státní rozpočet nad rámec plánu, jako jsme tomu byli svědky v minulých letech. Na druhou stranu poslední dva roky státní investice překonávají původní plány. Hospodaření municipalit a zdravotních pojišťoven již nevykompenzuje schodek hospodaření státu a celé veřejné finance tak po čtyřech letech sklouznou do mírného deficitu.**

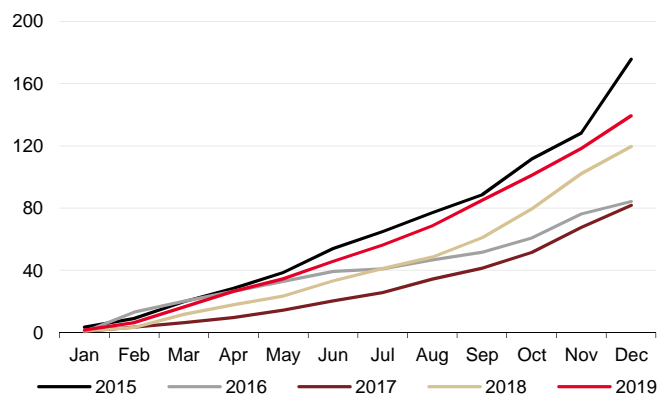
### Stát v minulém roce hospodařil se zanedbatelným schodkem

**Státní rozpočet zakončil uplynulý rok v deficitu 28,5 mld. CZK.** V závěru roku tak podle našich očekávání snížil předchozí ztrátu a skončil o 11,5 mld. CZK nad plánem Ministerstva financí. Jedná se tak o nejhorší výsledek státního rozpočtu za poslední čtyři roky. Z historického hlediska to lze však považovat za nadprůměrný výsledek hospodaření.

Daňové příjmy rostly vloni pomaleji než v minulosti. Na druhou stranu investice po druhé v řadě překročily svůj plán. K nižšímu deficitu však nejvíce přispěly jednorázové operace.

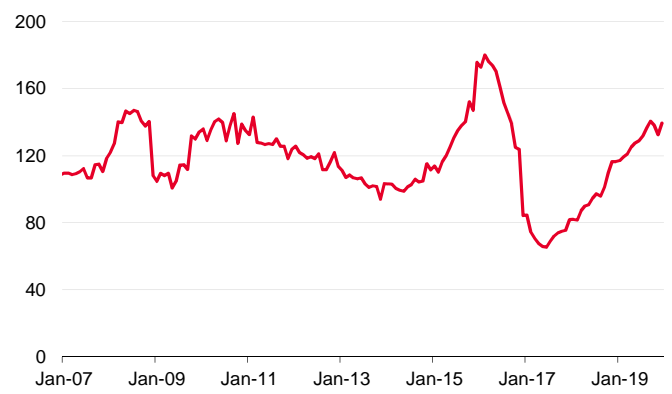
Na straně daňových příjmů většina hlavních položek dohnala deficit z předchozích měsíců vůči plánovanému výběru a pomohla tak k lepšímu výsledku státního rozpočtu. Na druhou stranu již nedošlo k vyššímu výběru nad rámec plánu, jako jsme tomu byli svědky v minulých letech. Celkově tak ve státní kase za minulý rok chybí pouze necelých 11 mld. CZK. **To však dohání nedaňové a kapitálové příjmy, na kterých stát získal navíc necelých 19 mld. CZK, v kterých se z drtivé většiny skrývá přesun přebytku z účtu důchodového pojištění,** což významně pomohlo státnímu rozpočtu nad rámec plánovaných příjmů.

Postupný rozjezd státních investic (mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Běžné výdaje obdobně jako daňové příjmy umazaly v závěru roku předchozí deficit, když byly naplněny na 100,9 %. Celkově tak stát vydal o necelých 13 mld. CZK více, než s čím počítal státní rozpočet. **Investiční aktivita podle očekávání v závěru roku vygradovala a dokonce druhý rok v řadě překonala původní plán.** Podle našich očekávání se do kapitálových výdajů zapojily i nespotřebované výdaje z let předchozích, a to ve výši 36,4 mld. CZK. Celkově tak v minulém roce šlo na investice 139,3 mld. CZK. I přesto však tento objem odpovídá krizovým rokům 2008 či 2010, a to při zanedbání rozdílných cenových hladin. Na druhou stranu vyšším investicím nepomáhá situace tuzemské ekonomiky, která dlouhodobě postrádá volné kapacity, zejména ve stavebnictví, ale i v ostatních sektorech ekonomiky.



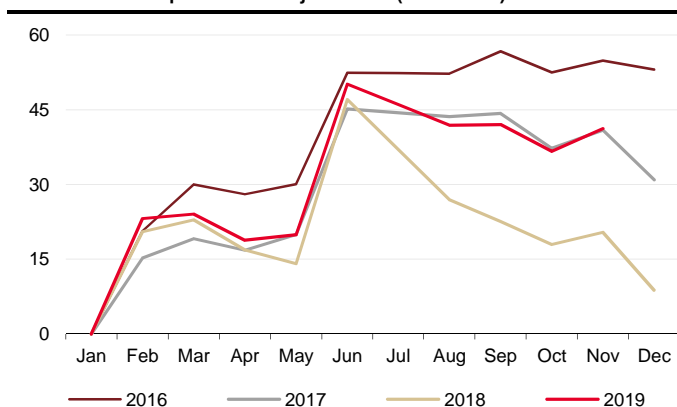
Celkově tak vidíme jen lehce nižší daňové příjmy, které jsou kompenzovány nedaňovými příjmy, mírně vyšší běžné výdaje a zároveň vyšší investiční výdaje. Výsledkem pak je lehce nižší deficit, než s čím počítal plán státního rozpočtu. **Z makroekonomického hlediska se však jedná o kosmetický detail výsledného obrázku veřejných financí.**

#### Výrazně odlišný obrázek nabízí hospodaření municipalit a fondů sociálního zabezpečení.

Za prvních jedenáct měsíců loňského roku hospodařily kraje a obce s hotovostním přebytkem 41,2 mld. CZK. Ty i nadále těží ze změny rozpočtového určení daní, která navýšila jejich příjmy o několik miliard. Zároveň i přes náš optimistický scénář hospodaření krajů a obcí i nadále pozitivně překvapuje, což je do značné míry dáno stagnací investiční aktivity municipalit oproti našim očekáváním. To se také odráží na stabilizaci volných finančních prostředků na běžných účtech municipalit kolem 200 mld. CZK, což odpovídá přibližně třetině všech loňských výdajů. To lze jednoznačně považovat za solidní rezervu pro případ horších časů. **Pro minulý rok tak očekáváme již jen mírné snížení dosavadního přebytku na 30 mld. CZK. Letos dojde k mírnému zhoršení hospodaření municipalit na 20 mld. CZK,** což je zhruba o deset miliard více, než jsme očekávali v naší listopadové prognóze.

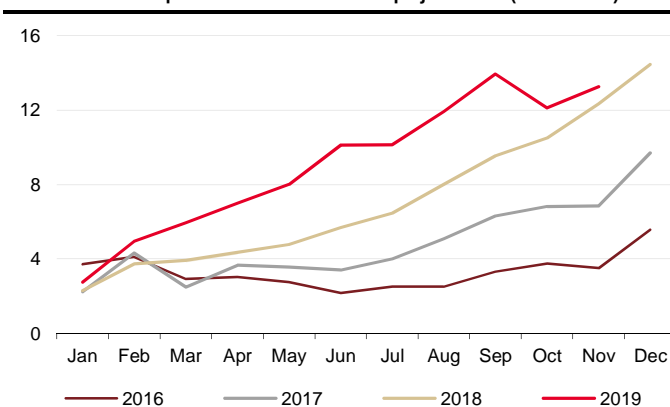
Pozitivní obrázek pak dokresluje hospodaření fondů sociálního zabezpečení, které z největší části tvoří zdravotní pojišťovny. Ty těží z několikaletého růstu mezd a zvýšení jejich minimální úrovně a tím pádem i vyššího výběru zdravotního pojistného a nedávného zvýšení plateb za státní pojištění. Za prvních jedenáct měsíců loňského roku tak skončilo hospodaření pojišťoven v rekordním přebytku 13,3 mld. CZK. Pro prosinec pak předpokládáme jen mírné zlepšení celkového výsledku na 18 mld. CZK. **Letos očekáváme, že bude pozitivní trend pokračovat s přebytkem 16,5 mld. CZK.** Celkově by pak měly celé veřejné finance zakončit uplynulý rok v přebytku 0,3 % HDP (ESA2010), což je nejnižší hodnota od roku 2015, ale zároveň také vysoko nad dlouhodobým průměrem.

Hotovostní hospodaření krajů a obcí (mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hotovostní hospodaření zdravotních pojišťoven (mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pro letošek počítá vláda s nižším nárůstem běžných výdajů i investic oproti předchozím rokům. Zároveň ale předpokládá vyšší růst daňových příjmů.

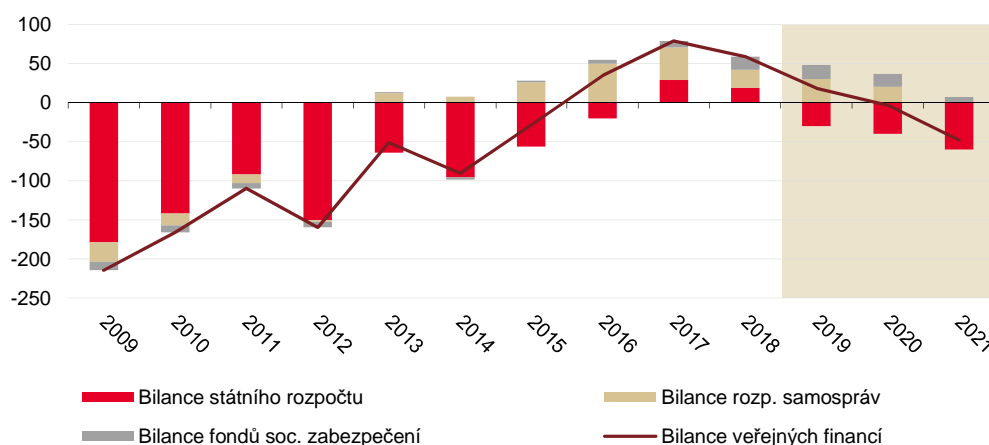
#### Absence strukturální snahy vyhnout se deficitu státního rozpočtu

**Státní rozpočet pro tento rok počítá opět s deficitem 40 mld. CZK.** Běžné výdaje by oproti skutečnosti minulého roku měly vzrůst pouze o 4,2 %, což je nejnižší tempo od roku 2016. Investice by měly vzrůst o 5 %. Nicméně trendem posledních dvou let je překračování této částky i na úkor nespotebovaných výdajů minulých let, kterých zůstává podle našich odhadů kolem 30 mld. CZK. Na příjmové straně zaujme výrazný meziroční pokles očekávaných nedaňových příjmů, které v minulém roce výrazně pomohly státu k lepšímu výsledku hospodaření (přesun prostředků z Privatizačního fondu a účtu Důchodového pojištění). **Daňové příjmy by měly vzrůst o 6,9 %, což je o necelý procentní bod více, než v předchozím roce.** Vzhledem k očekávanému dalšímu zpomalení tuzemské ekonomiky i v prognózách Ministerstva financí se nám zdá tento předpoklad výrazně

**nadhodnocený.** Vláda předpokládá vyšší výběr díky zvýšení některých daňových sazeb v rámci tzv. daňového balíčku. Odhady dodatečných příjmů však pokládáme za nadhodnocené. Z našeho pohledu je 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.

Státní rozpočet pro tento rok také počítá s náběhem poslední fáze EET od května tohoto roku, s čímž souvisí i snížení sazby DPH u širokého spektra zboží a služeb. Oproti skutečnosti minulého roku tak očekává Ministerstvo financí nárůst výběru této daně o 9,7 %, což by byl nejvyšší nárůst od roku 2013. **Součástí rozpočtu je však i jednorázové inkaso 16,2 mld. CZK díky změně daňového řádu** a posunu konkludentního vyměření. Po očištění o tento efekt vzroste výběr DPH pouze o 4,2 %, což je jen o pár desetin méně, než v předchozích letech. Vyšší rozpočtované příjmy by tak měly pokrýt nárůst zejména sociálních výdajů v podobě vyšších starobních důchodů, rodičovského příspěvku nebo platů státních zaměstnanců.

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



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Dynamika veřejných financí

|                                   | 2018   | 2019e  | 2020f  | 2021f  | 2022f  | 2023f  |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Bilance veřejných financí (% HDP) | 1,1    | 0,3    | -0,1   | -0,8   | -0,1   | 0,1    |
| Fiskální úsilí (pb HDP)           | -0,6   | -0,6   | 0,0    | -0,7   | 0,6    | 0,2    |
| Veřejný dluh (mld. CZK)           | 1734,7 | 1763,2 | 1786,7 | 1844,7 | 1859,7 | 1839,7 |
| Veřejný dluh (% HDP)              | 32,5   | 31,3   | 30,2   | 29,0   | 27,1   | 24,9   |

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

Veřejné finance se letos dostanou poprvé od roku 2015 do deficitu 0,1 % HDP.

Výrazné daňové změny tak vytváří vysokou nejistotu pro letošní státní rozpočet oběma směry. Celkově očekáváme, že se deficit státního rozpočtu 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 (20 mld., resp. 16,5 mld. CZK). **Očekáváme, že veřejné finance podle metodiky ESA 2010 v souhrnu vykáží letos deficit 0,1 % HDP, což by bylo poprvé od roku 2015.**

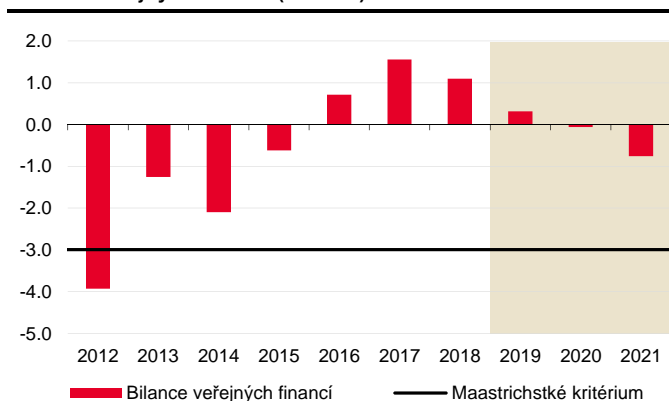
Dluh veřejných financí se zhoršujícím se výhledem hospodaření dále poroste, ale pouze zanedbatelným tempem. Tuzemská ekonomika si však udrží rychlejší tempo růstu



a v relativním vyjádření tak zadlužení bude dále klesat a na konci tohoto roku by se mělo dostat na úroveň 30,2 % HDP, což je nejnižší hodnota od roku 2008.

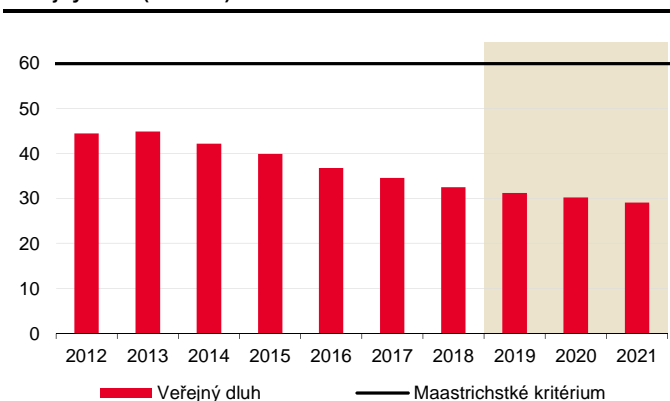
**Rizikem pro fiskální politiku zůstává jednoznačně prudší zhoršení hospodářské situace v eurozóně v druhé polovině roku a roce příštím**, což by se negativně projevilo i na tuzemské ekonomice, daňových příjmech a běžných výdajích veřejných rozpočtů. Statistickým rizikem pro veřejné finance zůstávají plánované armádní zakázky pro nadcházející roky v objemu necelých sto miliard korun (1,8 % HDP). Letos chce Ministerstvo obrany uzavřít smlouvu na nákup výzbroje a vybavení v rekordní hodnotě 73 mld. CZK, což je téměř dvakrát více než v minulém roce. Rozhodnout se má také o doposud největší zakázce v historii – na pořízení nových bojových vozidel pěchoty v hodnotě 50 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 Tábořský**  
+420 222 008 598  
frantisek\_taborsky@kb.cz

## Nezaměstnanost se letos začne mírně zvyšovat

Trh práce zůstává silně napjatý

Míra nezaměstnanosti v roce 2019 pravděpodobně dosáhla svého dna těsně pod úrovní dvou procent (dle ILO). Za celý rok 2019 počítáme průměrnou míru nezaměstnanosti ve výši 2,0 %. Trh práce zůstává extrémně napjatý, a to se bude měnit jen velmi pomalu. **Nečekáme nějaký výrazný ekonomický šok a trh práce by tak měl pozvolna reagovat na hospodářské zpomalení, které je v tuto chvíli patrné především ve výrobních sektorech.** Právě v průmyslu již několik měsíců pozorujeme pokles zaměstnanosti, k čemuž je tlačěn i zvyšujícími se mzdovými požadavky. Snižující se zaměstnanost ve výrobním sektoru ale zatím s sebou nepřinesla růst všeobecné míry nezaměstnanosti. Znamená to, že trh práce nové zájemce velmi rychle absorbuje například v sektoru služeb.

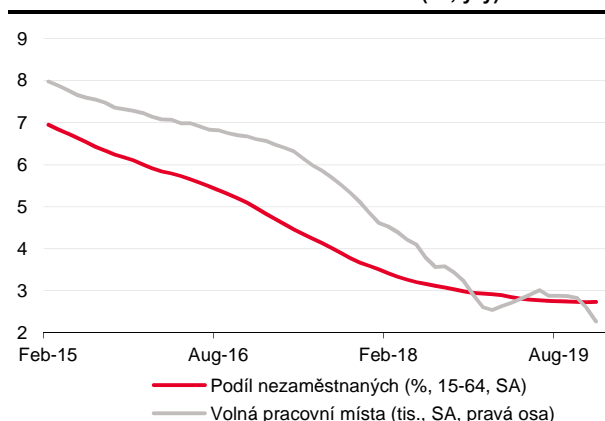
**S ohledem na očekávané ekonomické ochlazování, které se zpožděním pocítí do určité míry i sektor služeb, očekáváme postupné snižování napětí na trhu práce.** V roce 2020 by tak míra nezaměstnanosti měla v průměru dosáhnout 2,3 %. Jedná se tak o určitý cyklický obrat, kdy míra nezaměstnanosti poté, co klesla hlouběji, než se čekalo, zkoriguje výše na hodnoty, které lze stále označit za příznivé.

Růst mezd a starobních důchodů při stále utáženém trhu práce povede k pokračování růstu spotřeby domácností jakožto hlavního tahouna HDP.

**Mzdový růst sice zvolna, ale přesto zpomaluje.** Řada podniků zejména střední a menší velikosti mnohdy uvádí, že si další nárůst mezd nemůže dovolit. V roce 2018 činil růst průměrné mzdy 7,6 % a v roce 2019 odhadujeme její nárůst o 7,0 %. Soukromý sektor v příštích letech bude přidávat na mzdách o něco pomaleji a tahounem bude dál veřejný sektor, kde platy porostou zejména v oblasti vzdělání. Pro rok 2020 tak čekáme růst průměrné nominální mzdy o 5,6 %. Pokud je náš odhad zpomalení ekonomiky správný, pak rychlejší růst mezd ve veřejném sektoru a také navyšování penzí tentokrát zafunguje z pohledu fiskální politiky jako diskreční stabilizátor ekonomiky.

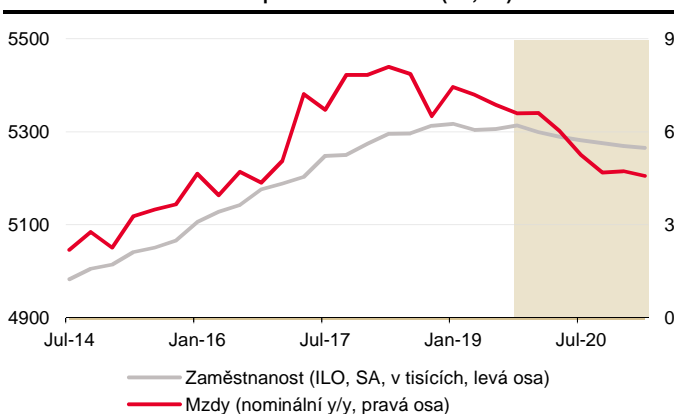
Mírný očekávaný nárůst nezaměstnanosti a zpomalení tempa růstu mezd povede dle naší prognózy ke zpomalení dynamiky spotřeby domácností. Její růst se sice na mezičtvrtletním srovnání zastavil už ve třetím čtvrtletí 2019, to ale považujeme spíše za jednorázovou záležitost, která může být značně ovlivněna statistickými metodami a jejich limity. Pro zastavení či dokonce pokles spotřeby domácností v tuto chvíli nevidíme důvod a čekáme její návrat k růstu. Nicméně tento růst by měl zpomalovat z výše popsaných důvodů. Za loňský rok odhadujeme růst spotřeby domácností tempem 2,8 %. **Pro letošek a pro příští rok čekáme růst útrat domácností v reálném vyjádření kolem 2 %. To znamená, že spotřeba domácností zůstane pravděpodobně v těchto letech nadále hlavním tahounem růstu ekonomiky.**

Míra nezaměstnanosti setrvává na dně (% , y/y)



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

Zaměstnanost se začne pomalu snižovat (tis, %)

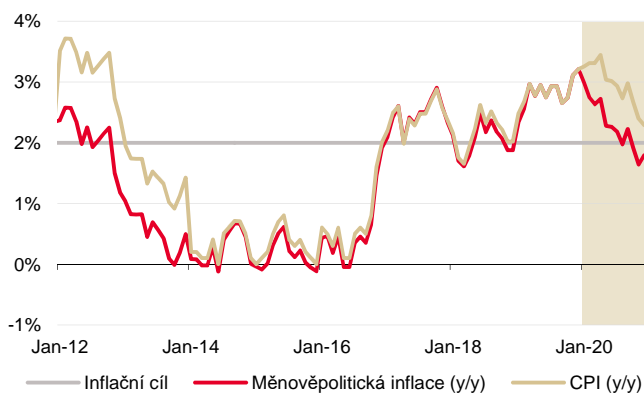


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Inflace vzroste nad 3,5 %

Inflace v roce 2019 vzrostla výrazně nad cíl i prognózu ČNB. V prvním čtvrtletí bude inflace dál rychle narůstat. Ceny potáhnou výš nárůsty cen energie a zvýšení spotřebních daní. Meziroční míra inflace by měla vrcholit v dubnu úrovněmi poblíž či lehce nad 3,5 %. Ve druhé polovině roku by inflace měla citelně ustupovat. Inflační tlaky by měly s pomalejším růstem spotřeby domácností slábnout a klesat by měly ceny pohonných hmot. V průměru ale pro letošek čekáme růst spotřebitelských cen tempem 3,0 %, tedy na hranici tolerančního pásma ČNB.

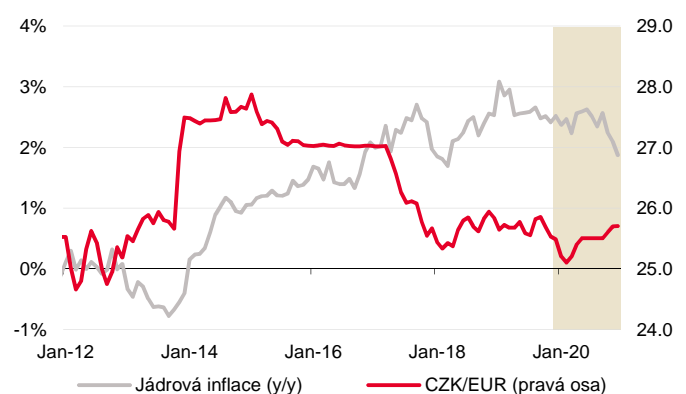
## Růst daní vytáhne letos inflaci výše nad 3 %



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

Jádrová inflace v průběhu roku postupně zpomalí..

## Jádrová inflace pomalu zpomalí směrem k 2 %



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

Vyšší ceny potravin budou přispívat k růstu inflace.

Inflace ke konci minulého roku zrychlila. Vyšší byly zejména ceny související s náklady na bydlení, tedy energie a nájem. Rychle rostly i ceny potravin. Ke konci roku se meziroční míra inflace zvýšila na 3,2 %. **Průměrná anualizovaná meziměsíční míra inflace ve čtvrtém čtvrtletí činila 4 %.** V prvním čtvrtletí budou přírůstky spotřebitelských cen stále nadprůměrné, když dále vzrostou ceny energií a do cen alkoholu a tabáku dolehne zvýšení spotřebních daní. Efekt nižší srovnávací základny pak způsobí, že by meziroční míra inflace měla vrcholit v dubnu, a to na úrovních poblíž či dokonce lehce nad 3,5 %. Efekt daňových změn dohromady s přesunem některých položek do nižší sazby DPH by měl činit cca 0,6 procentního bodu. Jádrová inflace bude pravděpodobně zvolna ustupovat ve druhé polovině roku. Pro první měsíce roku je vždy otázkou jak obchodníci upraví své ceníky a nastaví latku pro zbytek roku. Zde je tedy vždy vyšší riziko cenových překvapení oběma směry.

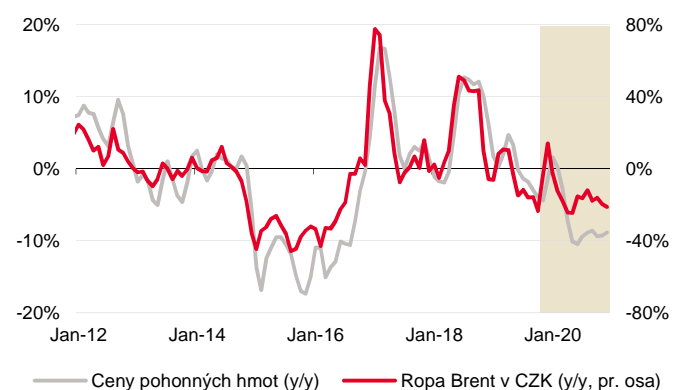
**Ceny potravin ve třetím čtvrtletí zkorigovaly předchozí nárůsty, ale později opět začaly zdražovat.** Na ceny potravin všeobecně doléhají výkyvy počasí a sucha a vyšší ceny krmiva způsobují nárůsty cen v živočišné výrobě. Je také otázkou, do jaké míry se na persistenci vyšších cen potravin odráží silnější domácí poptávka. Pro letošek počítáme s tím, že ceny potravin dál porostou v průměru tempem kolem 3 %. Proměnlivé počasí nicméně zůstává pro ceny potravin stále rizikem, přičemž nadále předpokládáme nárůsty cen zemědělských komodit.

Nižší ceny ropy a silnější koruna stlačí ceny u čerpacích stanic.

Cena ropy Brent na přelomu roku vzrostla v důsledku konfliktu USA – Írán k 69 USD za barel. Od té doby její cena klesla zpět k 60 USD/barel. S ohledem na předpokládaný slabší růst světové ekonomiky počítáme s tím, že ceny ropy zůstanou v letošním roce nízko. Výrazný efekt by zde měla mít především recese v USA. V průměru počítáme pro letošek s cenou ropy Brent 56 USD

za barel. **Dohromady s očekávaným mírným posílením koruny proti dolaru by tak ceny u čerpacích stanic měly mít pro letošek významný desinflační vliv.**

## Ceny paliv po nárůstu na přelomu roku 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 loňském roce vzrostly vlivem nárůstu cen elektrické energie. Ty se budou zvyšovat i letos, nicméně jejich nárůst by měl být oproti loňsku zhruba poloviční. V letošním roce čekáme růst regulovaných cen v průměru o necelá 2 %. **Nicméně ceny energií mají potenciál v dalších letech k inflaci pravděpodobně přispívat více** a to mimo jiné v závislosti na dopadu konce jaderných a uhelných elektráren v sousedním Německu. Více o této nejistotě pojednává Box 2.

#### Box 2: Cena elektřiny bude dál přispívat k inflaci

**Průměrná cena elektřiny obchodované na burze po velkém růstu v roce 2018 (+36 % y/y) v loňském roce přidala dalších +9 %.** Za podstatným růstem v roce 2018 můžeme vidět růst ceny emisní povolenky. Nyní (4. týden roku 2020) se cena pohybuje kolem úrovně 45 EUR za MWh. **Podle forwardových kurzů cen elektřiny by v příštím roce (2021) měla cena vzrůst o +2,1 %, v roce 2022 o +6,8 % a v následujícím roce (2023) o +3,2 %.**

Je velmi složité odhadnout, jak se bude dále vyvíjet kurz elektřiny. Podle forwardových kurzů to vypadá jednoduše, srozumitelně. Nicméně máme za to, že skutečnost bude složitější. V Německu dochází k zavírání jaderných elektráren. Jen letos ubude instalovaný výkon v objemu cca 8 GW (pro srovnání Temelín má kapacitu 2 GW), v roce 2021 se žádné elektrárny nezavřou a poslední rok pro německé jaderky je 2022. Od 2023 by zde podle současných plánů neměla být v provozu žádná jaderná elektrárna. To je plán, který je trhu dlouho známý. Ale jaký to bude mít vliv na cenu elektřiny?

**Naše očekávání je, že se v následujících letech bude cena elektřiny pohybovat kolem úrovně 50 EUR/MWh. Předpokládáme koridor 45 – 55 EUR/MWh. Ve srovnání s dnešní cenou by to znamenalo růst o +11 % v případě 50 EUR a v pesimistickém scénáři o +22 %, když by cena elektřiny dosáhla 55 EUR/MWh.**

**Bohumil Trampota**

+420 222 008 560

bohumil\_trampota@kb.cz

## Rizika: Klíčová rizika stále vnímáme ve vnějším prostředí

Stále jsou zde rizika pramenící z vnějšího prostředí, viz Box 1. V domácí ekonomice pak omezení kapacit, vyšší ceny energií a mzdové tlaky představují jistá rizika. Hlavní rizika zahrnují:

■ **Další pokles poptávky po autech nebo dílech.** Ten by představoval výraznou ránu pro domácí producenty. Jedná se jednak o nové emisní limity a související technologické změny, které toto odvětví prožívá. Rizikem je stále i možnost zavedení cel na dovoz aut do Spojených států. Ta by postihla zejména německé výrobce a s nimi i jejich české dodavatele.

■ **Recese v EMU.** Čekáme, že evropská ekonomika neklesne do recese. Nicméně růst evropské ekonomiky je slabý a v situaci kdy čekáme recesi největší světové ekonomiky je i horší vývoj ekonomiky eurozóny podstatným rizikem pro českou ekonomiku.

■ **Brexit.** Riziko brexitu bez dohody po posledních volbách do britského parlamentu výrazně kleslo. Nicméně během roku musí být dojednána dohoda a s ohledem na to, jak se jednání doposud vyvíjela, zůstává brexit stále na seznamu rizik.

■ **Zvýšené mzdové tlaky.** Čekáme, že tyto budou postupně slábnout. Nicméně tlaky na růst mezd, do značné míry plynoucí z veřejné sféry, mohou vést k jejich rychlejšímu růstu, což by znamenalo především riziko pro naši prognózu inflace, negativně by ale mohlo ovlivnit i reálnou ekonomickou aktivitu.

## Klíčové makroekonomické ukazatele

|  | Q3 19 | Q4 19 | Q1 20 | Q2 20 | Q3 20 | Q4 20 | Q1 21 | Q2 21 | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022 | 2023 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| <b>HDP a jeho struktura</b>                  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |
| HDP (reálně, y/y, %)                         | 2,5   | 1,8   | 1,9   | 1,9   | 2,0   | 2,3   | 1,7   | 1,6   | 2,8   | 2,4   | 2,0   | 1,9   | 2,8  | 2,8  |
| Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)         | 2,6   | 2,5   | 1,7   | 2,0   | 2,3   | 2,1   | 1,9   | 2,1   | 3,2   | 2,8   | 2,0   | 2,1   | 1,9  | 2,2  |
| Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)              | 3,8   | 4,4   | 4,8   | 4,3   | 1,8   | 2,2   | 1,9   | 1,7   | 3,4   | 3,5   | 3,3   | 1,9   | 1,6  | 1,2  |
| Fixní investice (reálně, y/y, %)             | -0,4  | -0,9  | -0,3  | 0,8   | 1,9   | 2,3   | 2,2   | 2,0   | 7,5   | 0,9   | 1,2   | 2,2   | 3,2  | 2,6  |
| Čisté exporty (příspěvek do y/y)             | 0,7   | -0,2  | 0,2   | -1,7  | -0,9  | -1,0  | -1,5  | -0,9  | -0,8  | 0,2   | -0,8  | -1,0  | -0,3 | 0,5  |
| Zásoby (příspěvek do y/y)                    | -0,1  | 1,1   | -0,2  | 1,4   | 0,3   | -0,4  | 0,2   | -0,2  | -0,5  | 0,2   | 0,3   | 0,1   | 0,2  | 0,0  |
| <b>Měsíční data z reálné ekonomiky</b>       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |
| Zahraniční obchod (mld, CZK) (*) (***)       | 138   | 130   | 129   | 127   | 126   | 124   | 118   | 117   | 381   | 503   | 504   | 466   | 441  | 454  |
| Vývozy (nominálně, y/y, %) (*)               | 7,3   | -2,3  | 0,5   | 0,7   | 2,1   | 4,1   | 2,8   | 6,8   | 3,8   | 3,8   | 1,9   | 5,0   | 6,1  | 6,2  |
| Dovozy (nominálně, y/y, %) (*)               | 1,7   | -4,1  | -1,2  | 0,6   | 3,6   | 5,1   | 4,3   | 8,6   | 5,8   | 1,1   | 2,0   | 6,4   | 7,3  | 6,6  |
| Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)           | 1,9   | -0,7  | 0,4   | 0,7   | 2,1   | 2,5   | 1,3   | 3,3   | 3,1   | 0,4   | 1,4   | 3,0   | 4,8  | 4,9  |
| Stavebnictví (reálně, y/y, %)                | 1,3   | 1,6   | 0,4   | -2,1  | -0,6  | 0,5   | -1,9  | 2,5   | 9,8   | 2,2   | -0,5  | 0,8   | 1,8  | 5,6  |
| Maloobchod (reálně, y/y, %)                  | 5,7   | 5,2   | 3,3   | 3,7   | 3,4   | 2,3   | 2,5   | 2,5   | 5,0   | 5,2   | 3,2   | 2,4   | 1,5  | 2,4  |
| <b>Trh práce</b>                             |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |
| Mzdy (nominálně, y/y, %)                     | 6,9   | 6,6   | 6,6   | 6,0   | 5,3   | 4,7   | 4,7   | 4,6   | 7,6   | 7,0   | 5,6   | 4,5   | 3,4  | 3,7  |
| Mzdy (reálně, y/y, %)                        | 3,9   | 1,6   | 3,1   | 2,6   | 2,2   | 2,3   | 2,5   | 2,4   | 5,3   | 3,6   | 2,6   | 2,4   | 1,3  | 1,9  |
| Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)               | 2,7   | 2,9   | 3,0   | 2,8   | 2,9   | 3,2   | 3,3   | 3,1   | 3,1   | 2,8   | 3,0   | 3,3   | 3,4  | 3,2  |
| Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)            | 2,1   | 2,1   | 2,3   | 2,3   | 2,4   | 2,4   | 2,6   | 2,6   | 2,2   | 2,0   | 2,3   | 2,6   | 2,6  | 2,4  |
| Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)               | 0,2   | 0,0   | -0,3  | -0,3  | -0,5  | -0,7  | -0,6  | -0,5  | 1,4   | 0,3   | -0,4  | -0,4  | 0,0  | 0,3  |
| <b>Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |
| Inflace (y/y, %)                             | 2,8   | 3,0   | 3,4   | 3,3   | 3,0   | 2,3   | 2,2   | 2,2   | 2,1   | 2,8   | 3,0   | 2,0   | 2,1  | 1,8  |
| Daně (příspěvek do y/y CPI)                  | -0,1  | -0,1  | 0,7   | 0,6   | 0,6   | 0,6   | -0,1  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,6   | 0,4   | 0,0  | 0,0  |
| Jádrová inflace (y/y, %) (**)                | 2,6   | 2,5   | 2,2   | 2,7   | 2,5   | 1,9   | 2,6   | 2,6   | 2,2   | 2,6   | 2,3   | 2,5   | 2,2  | 1,9  |
| Ceny potravin (y/y, %) (**)                  | 3,5   | 4,3   | 4,3   | 3,8   | 2,7   | 2,1   | 2,3   | 1,6   | 1,3   | 2,8   | 3,2   | 1,4   | 1,7  | 1,3  |
| Ceny pohonných hmot (y/y, %) (**)            | -2,0  | -3,3  | 5,2   | 0,7   | 1,1   | -0,6  | -1,0  | -1,5  | 6,2   | -0,4  | 1,6   | -1,8  | -3,5 | 0,0  |
| Regulované ceny (y/y, %) (**)                | 4,3   | 5,3   | 2,9   | 1,7   | 1,4   | 0,9   | 1,3   | 1,7   | 1,7   | 4,5   | 1,7   | 1,7   | 3,1  | 2,4  |
| Ceny v průmyslu (y/y, %)                     | 2,0   | 1,3   | 0,8   | -0,1  | 0,5   | 1,6   | 3,2   | 3,5   | 2,1   | 2,6   | 0,7   | 3,3   | 2,8  | 2,9  |
| <b>Finanční proměnné</b>                     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |
| 2W Repo (%, průměr)                          | 2,00  | 2,00  | 2,00  | 2,00  | 2,00  | 2,00  | 1,75  | 1,75  | 1,06  | 1,92  | 2,00  | 1,78  | 2,0  | 2,6  |
| 3M PRIBOR (%, průměr)                        | 2,15  | 2,18  | 2,20  | 2,20  | 2,20  | 2,20  | 1,95  | 1,95  | 1,27  | 2,12  | 2,20  | 1,95  | 2,1  | 2,7  |
| CZK/EUR (průměr)                             | 25,74 | 25,57 | 25,20 | 25,50 | 25,50 | 25,70 | 25,97 | 25,42 | 25,7  | 25,7  | 25,5  | 25,1  | 24,4 | 23,8 |
| CZK/USD (průměr)                             | 23,15 | 23,09 | 22,70 | 22,37 | 21,79 | 21,42 | 21,46 | 20,67 | 21,7  | 22,9  | 22,1  | 20,4  | 19,1 | 18,0 |
| <b>Vnější prostředí</b>                      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |
| HDP v EMU (reálně, y/y, %)                   | 1,2   | 1,2   | 1,0   | 1,1   | 0,9   | 0,6   | 0,4   | 0,4   | 1,9   | 1,2   | 0,9   | 0,6   | 1,5  | 1,8  |
| HDP v Německu (reálně, y/y, %)               | 0,5   | 0,5   | 0,3   | 0,8   | 0,6   | 0,2   | 0,0   | -0,1  | 1,6   | 0,6   | 0,5   | 0,4   | 1,8  | 1,6  |
| CPI v EMU (y/y, %)                           | 0,9   | 0,9   | 1,2   | 1,1   | 1,2   | 1,2   | 1,2   | 1,2   | 1,8   | 1,2   | 1,2   | 1,3   | 1,3  | 1,6  |
| Ropa Brent (USD/brl, průměr)                 | 64,0  | 62,9  | 57,5  | 56,0  | 56,8  | 55,3  | 60,0  | 60,0  | 71,5  | 64,9  | 56,4  | 60,0  | 60,0 | 66,7 |
| Euribor 1Y (%, průměr)                       | -0,33 | -0,38 | -0,42 | -0,45 | -0,45 | -0,40 | -0,35 | -0,29 | -0,17 | -0,24 | -0,43 | -0,22 | 0,1  | 0,6  |
| USD/EUR (průměr)                             | 1,11  | 1,11  | 1,11  | 1,14  | 1,17  | 1,20  | 1,21  | 1,23  | 1,18  | 1,12  | 1,16  | 1,23  | 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 přímý dopad daňových změn;

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

## ČNB Focus



Michal Brožka  
(420) 222 008 569  
michal\_brozka@kb.cz

### Inflace bude červeným hadrem na ČNB

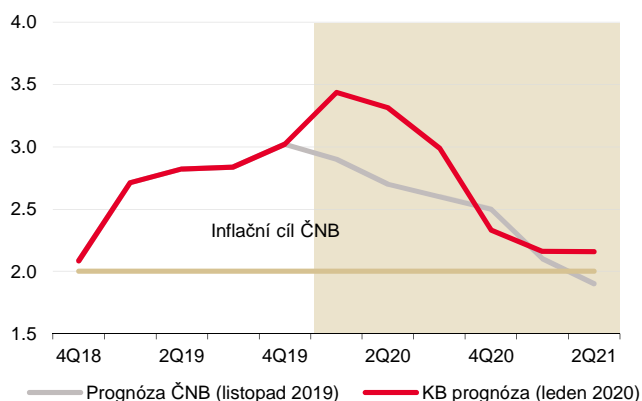
Akcelerující inflace bude působit tlak na zvýšení sazeb ČNB. S ohledem na dosavadní chování ČNB a fakt, že s aktuální výší inflace už měnová politika nic nenadělá, čekáme stabilitu sazeb. Riziko jejich zvýšení ale vidíme vyšší, než aktuálně započítává peněžní trh. Vzhledem k předpokládanému opětovnému zpomalení západních ekonomik a prognózovanému ústupu inflace čekáme pro letošek stabilitu úrokových sazeb ČNB a jejich mírné snížení v roce příštím.

České úrokové sazby měly být vyšší, ale je pochopitelné, proč se tak nestalo.

### ČNB se bude držet na uzdě

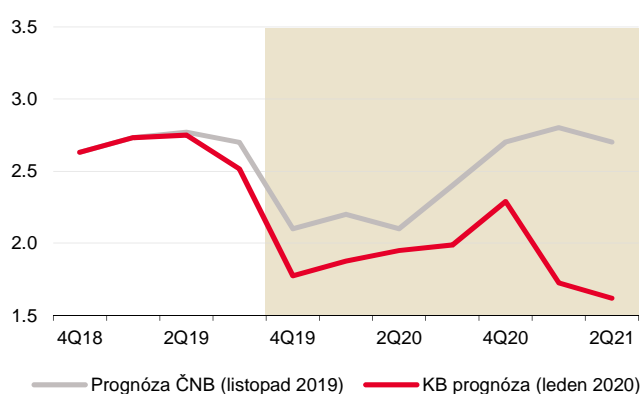
Od května loňského roku zůstává hlavní úroková sazba beze změny na 2,0 %. **Z pohledu toho, kde se nyní inflace nachází a jak se pravděpodobně bude vyvíjet v nejbližších čtvrtletích, lze říci, že měnová politika měla být utaženější.** Proč ale ČNB nezvyšovala úrokové sazby výše, bylo zřejmé. Hrozil nekontrolovaný brexit a rostlo riziko negativního dopadu obchodních válek. Německo, klíčový obchodní partner Česka, balancovalo na hraně recese, přičemž český výrobní sektor začal ve druhé polovině roku klesat. Prognóza ČNB sice ukazovala potřebu vyšších úrokových sazeb, nicméně ani ta nepočítala s takovým nárůstem inflace, jaký nyní pozorujeme. Navíc s ohledem na budoucí vývoj prognóza ČNB indikovala utaženější měnové politiky a v horizontu do jednoho roku naopak potřebu nižších úrokových sazeb. Stabilita měnově-politických sazeb tak byla volba chladného rozumu. Nicméně situace na počátku letošního roku se proměnila. Čekali jsme nárůst inflace, ale ten je ještě mírně vyšší. Koruna naopak výrazně posílila. Vnější rizika mírně zeslábla.

Inflace aktuálně roste výrazně nad očekávání ČNB (%) ...



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

... i když HDP bude slabší, než ČNB čeká (%)



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

Pomalá expanze ekonomiky v nejbližších letech implikuje stabilitu úrokových sazeb nyní a v budoucnu mírné snížení.

**Počítáme s tím, že inflace v prvním čtvrtletí letošního roku dále zrychluje.** Meziroční údaj, který je bohužel tím nejčastěji zmiňovaným vyjádřením cenových změn, dosáhne pravděpodobně vrcholu v dubnu, a to blízko či lehce nad 3,5 %. My v prognóze počítáme s tím, že česká ekonomika poroste letos pomalejším tempem, přičemž mezera výstupu HDP bude mírně záporná. Růst mezd zvolna zpomalí a míra nezaměstnanosti se začne také zvyšovat. Klíčový z hlediska našeho očekávání do budoucna je předpokládaný pokles americké ekonomiky, který bude následně tlumit ekonomický růst v Evropě včetně ČR. Ruku v ruce s tím čekáme poměrně rychlý ústup inflace ve druhé polovině letošního roku. **Z pohledu naší prognózy bychom proto volili stabilitu úrokových sazeb a očekávali jejich snížení v horizontu jednoho roku.**

Prognóza ČNB bude oproti našim odhadům ukazovat pomalejší ústup inflace.

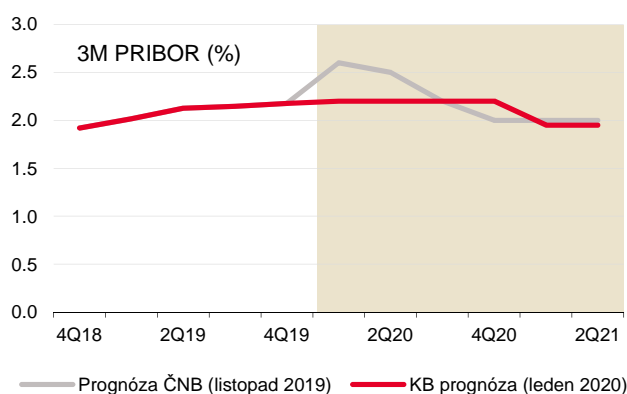
**Rozhodování ČNB ale bude vypadat poněkud jinak.** Nová prognóza ČNB ukáže velmi pravděpodobně také nárůst inflace v první polovině roku. Otázkou je, jak vyhodnotí prognóza ČNB vývoj ekonomiky v rámci cyklu, ale sázeli bychom na uzavřenou či mírně kladnou mezeru výstupu. ČNB pracuje oproti našim předpokladům s pozitivnějším výhledem na vnější prostředí, a tudíž očekává hospodářské oživení. **S těmito předpoklady nebude inflace v prognóze ČNB velmi pravděpodobně ustupovat tak rychle jako v naší prognóze. A z těchto důvodů bude ČNB velmi váhat, zda úrokové sazby nezvýšit.** Předchozí vyjádření členů bankovní rady, ale dost významně naznačují, že se nyní budou klonit ke stabilitě. Na minulých zasedáních dva ze sedmi členů hlasovali ve prospěch zvýšení úrokových sazeb. V září to byl Vojtěch Benda a Marek Mora. Na dalších zasedáních Marek Mora hlasoval pro stabilitu, ale ve prospěch vyšších sazeb se vyslovil Tomáš Holub, jehož erudice z hlediska prognostického aparátu ČNB je nepopíratelná a jeho hlas má tedy signální značný význam.

V debatě o sazbách opět může zaznít problém kredibility měnové politiky, kdy v situaci vyšší inflace ČNB nereaguje. Jak jsme dříve uváděli, důležitější je především výhled než současnost. **Klíčovou proměnnou nyní sehraje nárůst inflace na začátku roku a v jeho průběhu pak vývoj vnějšího prostředí tedy to, zda se dostavuje ekonomické oživení.** Důležitý pak mezitím bude skutečný i očekávaný vývoj české koruny. Koruna začátkem roku výrazně posílila. Pokud by centrální bankéři očekávali návrat ke slabším hodnotám, výrazně by to mohlo ovlivnit ochotu úrokové sazby zvýšit.

Finanční trh podhodnocuje riziko zvýšení úrokových sazeb.

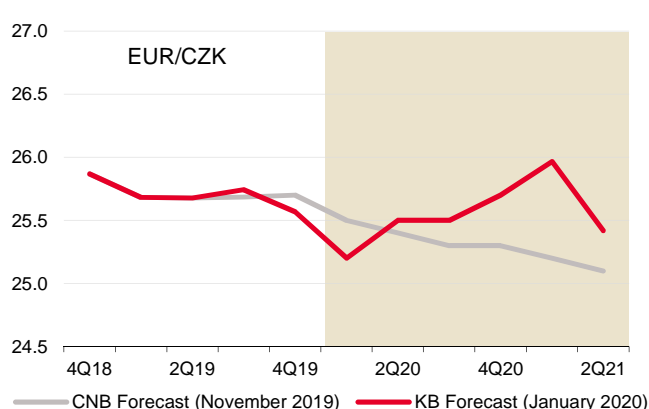
**Finanční trh aktuálně započítává téměř nulovou pravděpodobnost zvýšení hlavní úrokové sazby ČNB na 2,25% v první polovině roku. To z našeho pohledu s ohledem na nejbližší inflační výhled není adekvátní.** V podstatě se domníváme, že pravděpodobnost zvýšení je mnohem blíže 50 %. Na druhou stranu připomeňme fakt, že v zemích eurozóny je inflace velmi nízká a dlouhodobá inflační očekávání jsou hluboko pod cílem ECB (desetileté inflační swapy 5Y5Y se zvýšily na 1,3 %). Členové ČNB v tomto ohledu přiznávají určitou vychýlenost v tom smyslu, že vyšší inflaci lze celkem účinně zchladit, zatímco v případě obnovených deflačních tendencí by se mohlo stát, že ČNB bude opět řešit nepříjemnou otázku využití nekonvenčních nástrojů.

Čekáme letos nezměněné úrokové sazby ...



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

... a mírně slábnoucí korunu



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

**Pro letošek tedy očekáváme i nadále nezměněné úrokové sazby s tím, že trh bude započítávat vyšší pravděpodobnost jejich růstu.** Hospodářský útlum a zpomalující inflace s ohledem na předpokládanou recesi ve Spojených státech povede k nižším odhadům ekonomického růstu pro rok 2021. V naší prognóze tak pro rok 2021 čekáme snížení hlavní úrokové sazby o 25bp.



## Korunový devizový trh

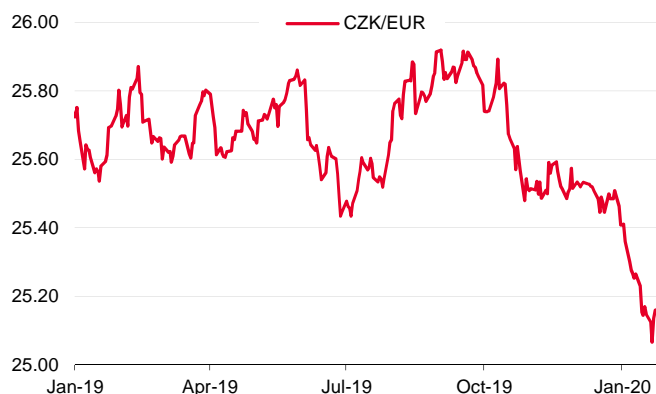


**František Táborský**  
(420) 222 008 598  
frantisek\_taborsky@kb.cz

### Jestřábí ČNB udrží korunu silnější

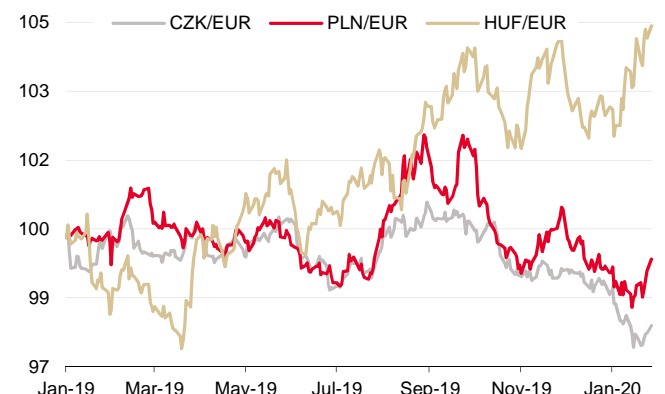
Koruna v novém roce překvapila rekordním posílením a dominancí v regionu. Očekáváme, že si svou sílu udrží do konce první poloviny roku. Podpoří ji spekulace na růst úrokových sazeb ČNB a optimismus na globálních finančních trzích. V druhé polovině roku opět oslabí, své dlouholeté pásmo si však udrží. Velký objem pozic zahraničních investorů i nadále činí korunu citlivou na zahraniční dění.

Vývoj kurzu CZK/EUR od počátku roku 2017



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Relativní vývoj středoevropských měn (1.1.2019 = 100)



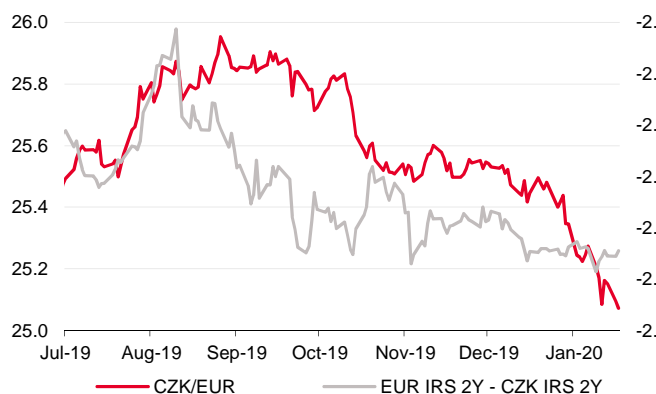
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Koruna s výrazným náskokem poráží ostatní měny regionu.

### Korunu pohání pozitivní sentiment a spekulace na vyšší sazby

Koruna vstoupila do tohoto roku překvapivým nástupem, kdy jen během ledna vůči euru posílila zhruba o procento. V rámci regionu tak výrazně překonala své konkurenty. Podle agentury Bloomberg tak zaskočila všechny odhady včetně nás. Překvapivé vyřešení brexitové otázky a uzavření první obchodní dohody mezi USA a Čínou přineslo překotný nárůst optimismu, který se projevuje ve všech oblastech globálních finančních trhů. V případě koruny se však ve spojení s rychlejší inflací projevily i obnovené spekulace na růst úrokových sazeb ČNB. Díky tomu úrokový diferenciál mezi korunovými a eurovými sazbami dosáhl nejvyšších úrovní v tomto milénium. Dohromady s poklesem rizikové averze na trhu se tak koruna posunula na dosah psychologické hranice 25,0 CZK/EUR a na nejsilnější hodnoty od začátku roku 2013.

Korunu podporuje rekordní úrokový diferenciál...



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

... a pokles rizikové averze na rozvíjejících se trzích



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka



Pozitivní sentiment globálních trhů a spekulace na zvýšení úrokových sazeb ČNB udrží v první polovině roku korunu v pásmu 25,00 a 25,50 CZK/EUR. V druhé polovině roku pak mírně oslabí.

## Vyšší úrokové sazby podpoří korunu, vnější prostředí zůstává rizikem

Vzhledem k překvapivě prudkému posílení koruny na začátku roku prošla naše prognóza kurzu výraznou proměnou. Tuzemská měna potvrdila výraznou závislost na vývoji v zahraničí, kterou zesílil objem zahraničních pozic vzniklých při konci kurzového závazku ČNB. Vnější vývoj tak zůstává i přes současné posílení největším rizikem pro další vývoj kurzu koruny. Nicméně vyřešení hlavních geopolitických rizik rozpoutalo vlnu pozitivního sentimentu napříč finančními trhy, která by podle nás měla přetrvávat i v první polovině roku. K tomu se přidávají domácí podmínky, které podporují posilování koruny. Ve spojení s inflací vysoko nad třemi procenty bude pokračovat jestřábí naladění bankovní rady a přetrvávají spekulace na zvýšení úrokových sazeb. Ty udržují tržní úrokové sazby na vyšších úrovních a ztraktivňují její úrokový diferenciál vůči eurovým sazbám. Tyto podmínky podle nás přetrvávají až do květnového zasedání centrální banky, kdy by měly vrcholit inflační tlaky. Následně potřeba zvyšování úrokových sazeb z pohledu centrální banky poleví a s tím i tlak na silnější korunu. Do té doby tak **předpokládáme, že se koruna udrží v pásmu od 25,00 do 25,50 za euro**. V druhé polovině roku však očekáváme prudké zpomalení americké ekonomiky a celkové zhoršení sentimentu na finančních trzích. Koruna by tak měla prolomit zmíněné pásmo a **oslabit až ke 25,70 za euro na konci tohoto roku**. Aktuálně silnou korunu tak považujeme za vhodnou příležitost k nákupu či zajištění proti budoucímu oslabení.

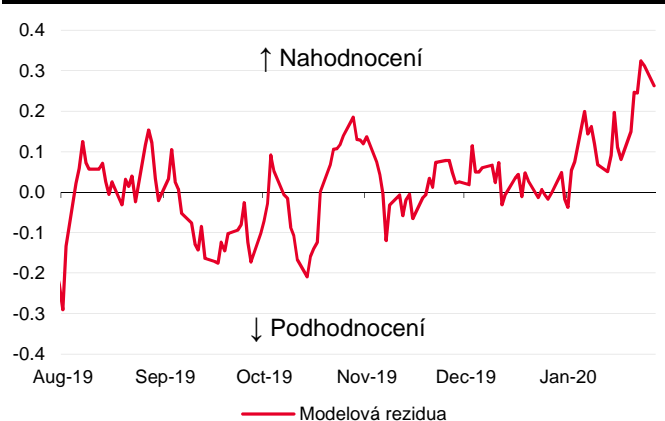
Pro posouzení krátkodobé rovnováhy koruny jsme sestrojili jednoduchý model korekce chyby, který bere v potaz úrokový diferenciál tuzemských sazeb vůči eurozóně (2Y IRS) a kurz čínského renminbi vůči americkému dolaru. Ten v době obchodních sporů mezi USA a Čínou stále více určuje trend měn rozvíjejících se zemí. Proto ho lze použít jako proxy proměnnou pro rizikovou averzi finančních trhů. **Výsledky ukazují aktuální nadhodnocení koruny vůči euru zhruba o dvacet pět haléřů.**

Model krátkodobé rovnováhy naznačuje...



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

... aktuální nadhodnocení koruny



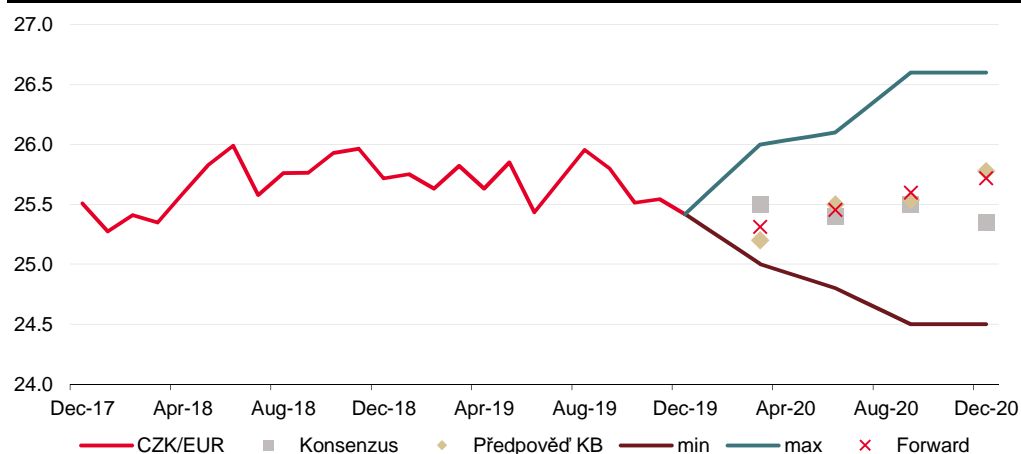
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Rizika: koruna zůstává významně citlivá na vnější prostředí

**Model také ukazuje, že k dalšímu posílení koruny pod 25 za euro by byl potřebný další nárůst tuzemských úrokových sazeb nebo další pokles rizikové averze na trhu.** Samotní centrální bankéři však zmiňují, že by případné zvýšení základní úrokové sazby bylo na dlouhou dobu poslední. Podle nás by taková situace nastala pouze v případě dalšího nárůstu inflace nad rámec naší prognózy, který by centrální bankéře donutil k agresivnějšímu utahování úrokových sazeb. Druhým faktorem je riziková averze investorů a jejich náklonost k měnám rozvíjejících se trhů. Ta je podle nás v současnosti na svém vrcholu a v průběhu roku bude naopak spíše klesat.

Na korunových pozicích se ani za poslední čtvrtletí téměř nic nezměnilo, což bude i nadále limitovat případný potenciální zisk koruny. Předpokládáme, že s opadnutím spekulací na zvýšení úrokových sazeb ČNB přijde vlna uzavírání pozic zahraničních investorů a realizace zisku, což by vedlo k oslabení koruny. Tomu jsme byli svědky již v minulém roce, kdy se koruna dostala na silnější hodnoty.

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 28. 1. 2020)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podle průzkumu ČNB byla ke konci minulého roku **polovina exportérů zajištěna pro nadcházející čtvrtletí proti kurzovému riziku** a lehce přes čtyřicet procent jich bylo zajištěno na následujících dvanáct měsíců. V obou případech je tak poměr jen lehce pod svými maximy z poloviny minulého roku. 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.

## Technická analýza (CZK/EUR)



Po otestování mnohaleté trendové linie se kurz v srpnu odrazil od hladiny odporu na 25,98 a kontinuálně klesal. Při této cestě zdolal 200denní klouzavý průměr i vzestupnou trendovou linii formující se od roku 2018. Kurz tak dosáhl prozatímního cíle 25,00. V současnosti jsme svědky korekce, která by se měla udržet pod úrovní odporu 25,40. V případě jejího zdolání se silná oblast technické rezistence nachází na 25,75/25,80. Na druhé straně se po zdolání hladiny 25,00 CZK/EUR otevře prostor pro pokles k úrovním odporu na 24,90 respektive 24,66.

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

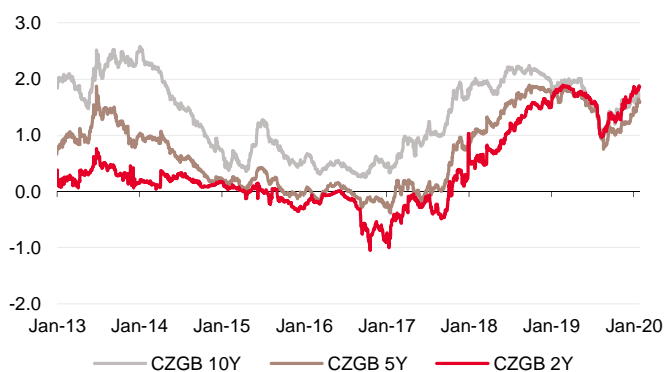


František Táborský  
(420) 222 008 598  
frantisek\_taborsky@kb.cz

### Výnosová křivka zůstane i v tomto roce plochá

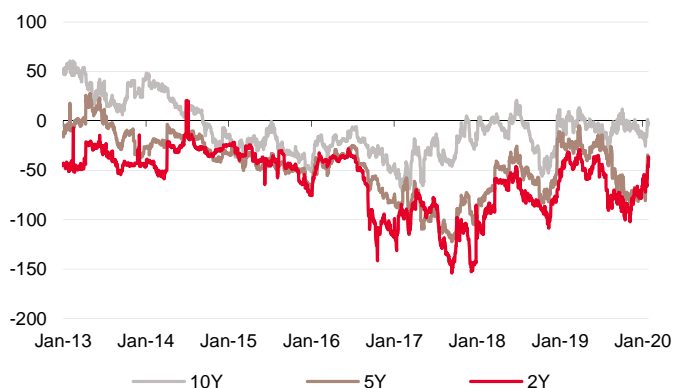
Nabídka státních dluhopisů po dvou rekordních letech mírně poklesne. V čistém vyjádření však bude emise vyšší. Poptávka dále zůstane vysoká vzhledem k atraktivnímu poměru výnosů k riziku a záporným výnosům v eurozóně. Úrokové swapy potáhnou v první polovině roku výnosy státních dluhopisů nahoru. V jejich případě se výnosová křivka vrátí k normálnímu růstovému tvaru již v druhé polovině roku, zatímco úrokové swapy si budou muset počkat až do příštího roku. Inverzní tvar IRS křivky však stále nabízí výhodné podmínky zajištění úrokového rizika v delším horizontu.

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

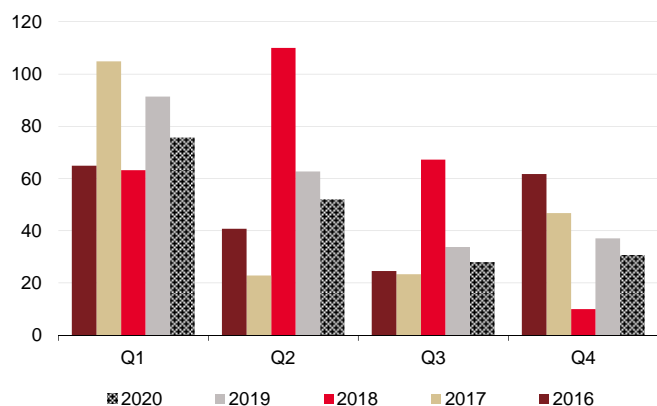
Emisní aktivita státu bude letos nižší. V čistém vyjádření však meziročně vzroste zejména kvůli vyššímu deficitu státního rozpočtu, než s jakým v současnosti počítá Ministerstvo financí.

### Nabídka v roce 2020: nižší hrubá emise oproti předchozím rokům

Pro letošek očekáváme pokračování nastolené strategie Ministerstva financí z uplynulého roku. Předpokládáme, že se bude pohybovat spíše na delším konci výnosové křivky. Aktuální průměrná vážená splatnost vydaných státních dluhopisů dosahuje 6,5 roku. To je dokonce lehce nad dlouhodobým cílem ministerstva (tj. 6 let). **Celková nabídka nových státních dluhopisů by měla být oproti dvěma předchozím rokům, které byly historicky rekordní, nižší.** Nahrává tomu slabší splatnostní kalendář v tomto roce. Na druhou stranu však očekáváme, že státní rozpočet skončí letos v hlubším deficitu, než očekává Ministerstvo financí. **Čistá emise CZGB by tak naopak ale měla být vyšší ve srovnání s předchozím rokem.**

Hrubá emise korunových CZGB by měla dosáhnout 186,3 mld. CZK.

Čtvrtletní emise CZGB na primárním trhu (mld. CZK)



Zdroj: Ministerstvo financí, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka \* 2020 odhad

**Nabídka nových pokladničních poukázek by měla být opět nízká, meziročně však vzroste.** Rozhodující bude opět vývoj státního rozpočtu v průběhu roku. Ministerstvo také i nadále deklaruje, že bude aktivně využívat výhodných podmínek na trhu k získání

dodatečného příjmu do státního rozpočtu. V takovém případě by jsme se mohli dočkat vyšší emise pokladničních poukázek v průběhu roku. Na druhou stranu je rizikem nízká poptávka po cenných papírech tohoto druhu.

**Letos se s velmi vysokou pravděpodobností dočkáme představení nových emisí s delší dobou splatnosti.** Téměř všechny dosavadní dluhopisy od splatnosti čtyř let a výše totiž již narazily na své emisní limity. Je tak téměř jisté, že letos uvidíme nové benchmarkové emise.

Dále očekáváme, že ministerstvo bude letos pokračovat v úspěšném projektu státních dluhopisů denominovaných v eurech. V březnu maturuje standardní eurobond v objemu 1 mld. EUR a zároveň je splatný úvěr z eurového peněžního trhu ve zhruba poloviční velikosti.

**Podle nás tak ministerstvo pokryje své cizoměnové potřeby opět novým úvěrem a novou emisí eurových státních dluhopisů podle tuzemského práva.** Prvotní emise tohoto druhu měla splatnost pouhé dva roky. Tentokrát by však měla být splatnost delší tak, aby pokryla i budoucí maturity již vydaných eurobondů a dluhopisů denominovaných v eurech v roce 2021 a 2022 v celkovém objemu 4,75 mld. EUR. Za dnešních tržních podmínek lze očekávat, že by ministerstvo dosáhlo touto cestou záporného výnosu i s pětiletou splatností. Zároveň by ale výnos byl méně záporný, než jeho korunová varianta s měnovým zajištěním. Proto předpokládáme, že by tento způsob financování měl i nadále úspěch zejména u zahraničních investorů. Na druhou stranu zůstává nevýhodou nízká likvidita, absence možnosti využití pro operace s ECB či neobchodování na hlavních mezinárodních platformách. Na posledních dvou zmíněných nedostacích však ministerstvo již aktivně pracuje snahou zapojit centrální depozitář cenných papírů do zúčtovacího systému TARGET2.

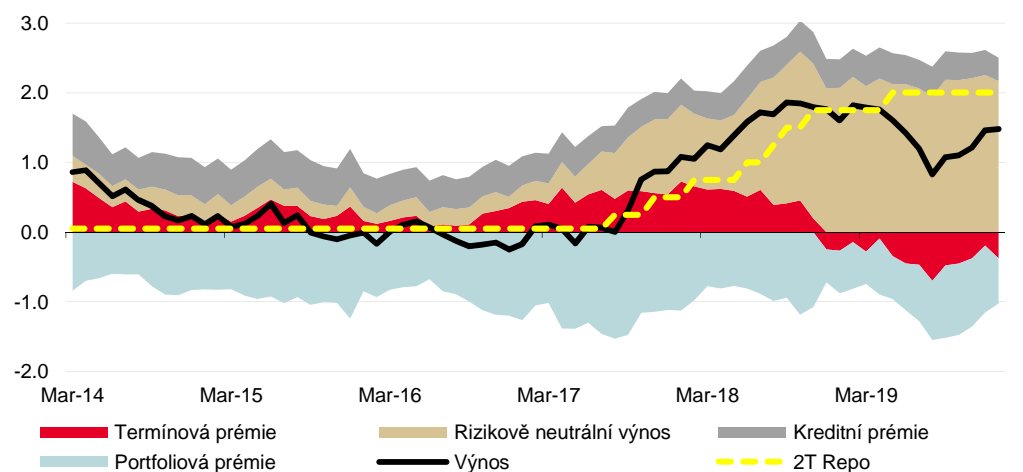
#### Hrubé výpůjční potřeby a financování v roce 2020, mld. CZK

|  | 2020f            |               |
|--|------------------|---------------|
|  | MF prosinec 2019 | KB leden 2020 |
| <b>Výpůjční potřeby</b>                            |                  |               |
| Schodek rozpočtu                                   | 40,0             | 60,0          |
| Splátky CZGB                                       | 158,6            | 153,6         |
| Výměna dluhopisů                                   |                  | 5,0           |
| Splátky CZGB v EUR (CZK)                           | 0,0              | 0,0           |
| Splátky dluhopisů v zahraniční měně                | 26,0             | 25,2          |
| Splátky spořicí dluhopisů                          | 2,6              | 2,6           |
| Splátky pokladničních poukázek                     | 40,0             | 4,6           |
| Splátky ostatních instrumentů peněžního trhu       |                  | 12,6          |
| Splátky půjček od EIB                              | 3,8              | 3,8           |
| <b>Celkem</b>                                      | <b>271,1</b>     | <b>267,4</b>  |
| <b>Financování</b>                                 |                  |               |
| Hrubá emise pokl. poukázek (splatnost v roce 2021) | 40,0             | 10,0          |
| Ostatní instrumenty peněžního trhu                 |                  | 12,6          |
| Hrubá emise CZGB (v aukcích)                       | min. 120         | 186,3         |
| Přímé prodeje CZGB                                 |                  | 10,0          |
| Výměna dluhopisů                                   |                  | 5,0           |
| Hrubá emise CZGB v EUR (CZK)                       |                  | 25,5          |
| Hrubá emise spořicí dluhopisů                      |                  | 3,0           |
| Půjčky od EIB                                      |                  | 5,0           |
| Využití likviditní rezervy                         |                  | 10,0          |
| Čistý efekt výměn dluhopisů                        |                  | 0,0           |
| <b>Celkové financování</b>                         |                  | <b>267,4</b>  |
| Čistá emise CZGB                                   |                  | 47,7          |

Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Předpokládáme, že bude letos pokračovat i projekt Dluhopisů Republiky.** Ten v loňském roce zaznamenal při svém spuštění překvapivě vysoká zájem. Doposud se touto cestou dostalo do oběhu 12,1 mld. CZK, což překonalo očekávání Ministerstva financí i naše. Pro letošek aktuálně běží první úpis a pravděpodobně se dočkáme minimálně dalších dvou. Očekáváme však, že zájem bude výrazně menší oproti minulému roku, a to v celkovém objemu 3 mld. CZK.

Dekompozice výnosu pětiletého státního dluhopisu ČR (bb)<sup>1</sup>



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Výnosy CZGB: stabilní rok s příležitostmi k nákupu

I přes oživení růstu výnosů věříme, že stále solidní stav tuzemské ekonomiky a vysoký rating v budoucnu ještě zvýší poptávku po tuzemských dluhopisech a udrží výnosy pod dvěma procenty.

Poptávka po tuzemských státních dluhopisech zůstává i přes několik výkyvů stále vysoká. Jejich výnosy tak i nadále zaostávají za růstem úrokových swapů a spíše dohanějí jejich pohyb. S takovým scénářem počítáme i v tomto roce. **Emisní aktivita bude tradičně vyšší v první polovině roku, zatímco v druhé polovině poleví. To se podepíše na více záporných ASW vůči úrokovým swapům a jejich postupném uvolňování v průběhu roku.** Jestřábí tón bankovní rady ČNB spolu s vyšší inflací udrží celou křivku na vyšších úrovních do květnového zasedání centrální banky. Tou dobou očekáváme desetiletý výnos na úrovni 1,80 %. V druhé polovině roku by pak měl s horším výkonem ekonomiky a zhoršením globálního sentimentu opět klesnout. Předpokládáme, že tuzemské státní dluhopisy poslouží jako bezpečný přístav v rámci zemí rozvíjejících se ekonomik. Teprve až stagnace či recese tuzemské ekonomiky spojená s prudkým zhoršením veřejných financí by posloužila jako důvod k náhlému výprodeji českých státních dluhopisů a výraznému nárůstu jejich výnosů. I nadále tak bude pokračovat vysoká poptávka po tuzemských dluhopisech, které stále nabízí relativně vysoký výnos vůči přijatelnému riziku a vysokému ratingu země.

### Prognóza výnosů CZGB

|                    | Q1 20f | Q2 20f | Q3 20f | Q4 20f | Q1 21f |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Výnos 2Y CZGB (%)  | 1,90   | 1,75   | 1,70   | 1,75   | 1,65   |
| Výnos 5Y CZGB (%)  | 1,75   | 1,65   | 1,50   | 1,65   | 1,75   |
| Výnos 10Y CZGB (%) | 1,80   | 1,80   | 1,70   | 1,65   | 2,00   |
| 10Y CZGB ASW (bb)  | 0,00   | 0,00   | -0,05  | -0,05  | 0,00   |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

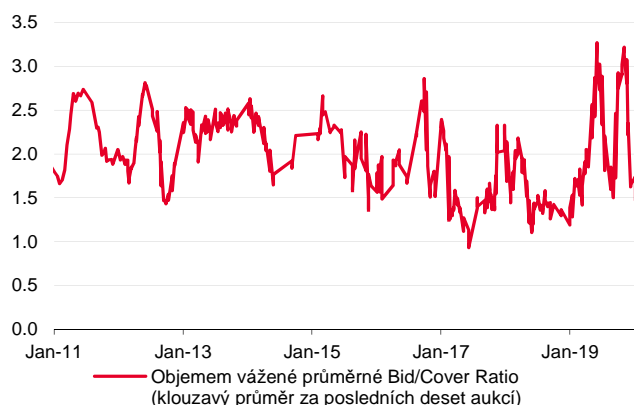
<sup>1</sup> Termínová prémie je odměnou za úrokové riziko k délce splatnosti drženého dluhopisu.

Rizikově neutrální výnos odráží krátkodobá očekávání o budoucí měnově politické sazbě.

Kreditní prémie reflektuje riziko nesplacení státního dluhopisu.

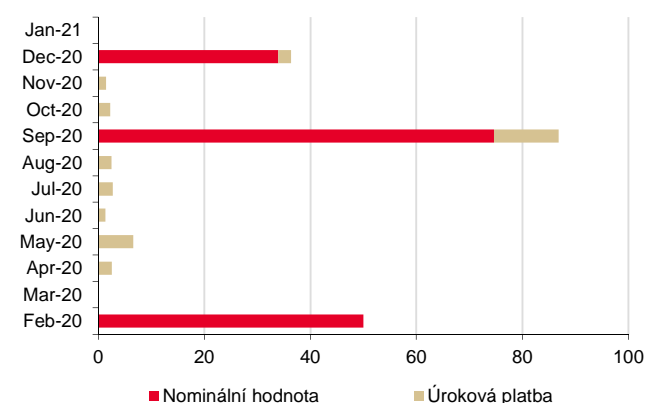
Portfoliová složka vyjadřuje vývoj poptávky po státních dluhopisech.

## Poptávka po nových CZGB na přelomu roku poklesla



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Vysoký objem splatných CZGB bude letos pokračovat (mld. CZK)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Rating: potvrzení silné pozice České republiky

Od říjnového zvýšení ratingu země agenturou Moody's na čtvrtou nejvyšší příčku nedošlo k žádné další významné události. V tomto roce již proběhla první ze dvou pravidelných revizí agentury Fitch. Ta i nadále zmiňuje silnou vnější rovnováhu ekonomiky, solidní veřejné finance a stabilní bankovní systém. Na druhou stranu negativně hodnotí nízké HDP na hlavu a vyspělost veřejné správy ve srovnání s ostatními zeměmi s obdobným ratingem.

I další významné agentury již zveřejnily kalendář plánovaných revizí ratingu pro letošek, 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 její pozitivní náklonosti. To by mohlo předznamenávat zlepšení výhledu. Proti tomu však půjde námi očekávané zhoršení makroekonomické a fiskální situace v tomto roce.

## Přehled ratingu hlavních agentur pro Českou republiku

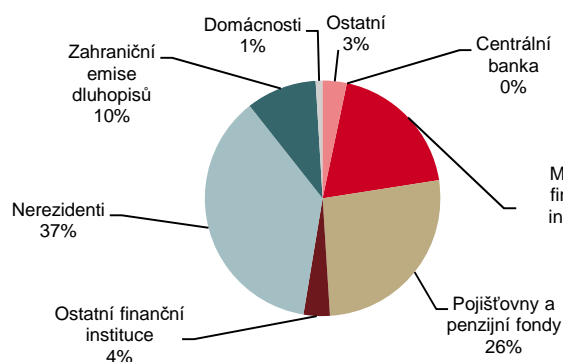
|         | Domácí závazky | Výhled   | Zahraniční závazky | Výhled   | Další hodnocení |
|---------|----------------|----------|--------------------|----------|-----------------|
| S&P     | AA             | STABILNÍ | AA-                | STABILNÍ | 01.05.2020      |
| Moody's | Aa3            | STABILNÍ | Aa3                | STABILNÍ | 07.02.2020      |
| Fitch   | AA-            | STABILNÍ | AA-                | STABILNÍ | 24.07.2020      |

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Struktura držitelů CZGB: pozice zahraničních investorů zůstávají beze změny

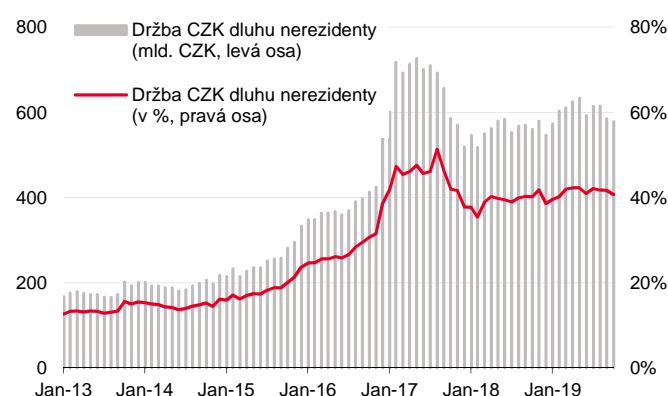
Struktura držitelů tuzemských státních dluhopisů zůstává i nadále beze změny. Lehce přes čtyřicet procent státních dluhopisů je v držení zahraničních subjektů, což je stále zhruba třikrát více ve srovnání s obdobím před začátkem kurzového závazku ČNB. Neočekáváme, že by se tento poměr měl vrátit ke svým 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. Na druhou stranu přetrvává riziko výrazného negativního dopadu na korunový trh v případě náhlého odlivu zahraničních investorů.

## Držba státních dluhopisů podle typu držitele (listopad 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 začátkem příštího roku.

## Trh českých sazeb IRS: křivka zůstane inverzní i v tomto roce

Sklon křivky úrokových swapů zůstává už více než rok inverzní a podle nás se na tom nic nezmění ani letos. Rozdíl mezi dlouhým a krátkým koncem se ale bude v průběhu roku snižovat. K normálnímu rostoucímu tvaru by se pak měla vrátit až v příštím roce, kdy očekáváme první snížení úrokových sazeb ČNB a zároveň odlepení německých bundů od svého dna. **V první polovině tohoto roku však předpokládáme, že právě jestřábí tón bankovní rady udrží krátký konec křivky na lehce vyšších úrovních.**

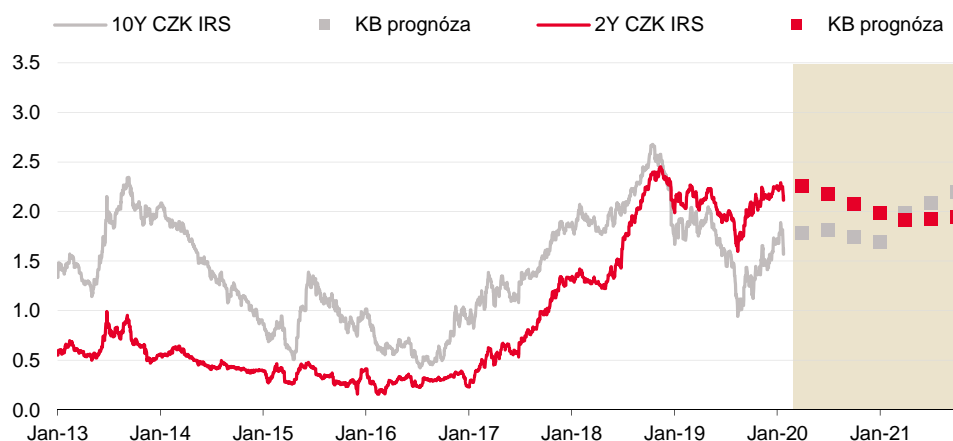
## Výhled pro CZK IRS (%)

|     | Q1 20f | Q2 20f | Q3 20f | Q4 20f | Q1 21f |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2Y  | 2,25   | 2,15   | 2,05   | 2,00   | 1,90   |
| 5Y  | 2,00   | 2,00   | 1,90   | 1,85   | 1,95   |
| 10Y | 1,80   | 1,80   | 1,75   | 1,70   | 2,00   |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zároveň vyšší domácí inflace a pozitivní sentiment v zahraničí podpoří i dlouhý konec křivky. S takovým domácím vývojem však trh v současnosti nepočítá. V nejbližších šesti měsících trh neočekává žádnou změnu úrokových sazeb ČNB a v ročním horizontu dokonce vidí jejich pokles o 15 bps. Ve svých současných cenách tak výrazně podceňuje možné zvýšení úrokových sazeb ČNB. Podle nás však s vyšší inflací v prvních měsících roku bude tato očekávání postupně přehodnocovat, což posune celou křivku nahoru.

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

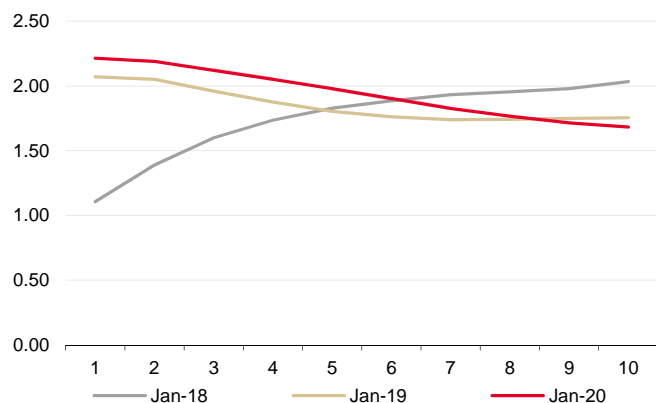


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka



Nejvyšší míru inverze máme již pravděpodobně za sebou. I tak ale **tvár křivky IRS stále nabízí možnost výhodného zajištění úrokového rizika** zejména pro delší horizont. Například pro 1Y5Y lze dosáhnout až na sazbu 1,65 % (vs. 6M PRIBOR), což lze stále považovat za atraktivní příležitost ještě před nárůstem inflace a vyostřením jestřábího tónu centrálních bankéřů či případným zvýšením základní úrokové sazby.

Sklon křivky úrokových swapů nabízí stále výhodné zajištění



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Kotace forwardů úrokových swapů (% p.a., vs. 6M PRIBOR)

|      | 6M   | 1Y   | 18M  | 2Y   | 3Y   | 4Y   | 5Y   |
|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Spot | 2.23 | 2.23 | 2.19 | 2.10 | 1.99 | 1.91 | 1.82 |
| 3M   | 2.23 | 2.19 | 2.13 | 2.06 | 1.95 | 1.87 | 1.78 |
| 6M   | 2.20 | 2.14 | 2.07 | 2.00 | 1.91 | 1.82 | 1.74 |
| 9M   | 2.13 | 2.06 | 2.00 | 1.94 | 1.86 | 1.77 | 1.69 |
| 1Y   | 2.06 | 1.98 | 1.94 | 1.88 | 1.81 | 1.72 | 1.65 |
| 18M  | 1.88 | 1.86 | 1.82 | 1.79 | 1.71 | 1.63 | 1.57 |
| 2Y   | 1.82 | 1.77 | 1.76 | 1.72 | 1.63 | 1.56 | 1.50 |
| 30M  | 1.71 | 1.71 | 1.69 | 1.64 | 1.56 | 1.50 | 1.45 |
| 3Y   | 1.70 | 1.66 | 1.61 | 1.56 | 1.49 | 1.43 | 1.40 |

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ke dni 27. 1. 2020

## Bankovní sektor



Michal Brožka  
(420) 222 008 569  
michal\_brozka@kb.cz

### Smíšený vývoj na úvěrových trzích

Růst cen nemovitostí v roce 2019 přibrzdil. Námi odhadovaný vývoj nabídkových cen bytů v roce 2019 zpomalil k 6 % po nárůstu o téměř 11 % v předchozím roce. Cenový růst byl tlumen faktory, jako jsou přísnější doporučení ČNB pro hypotéky, vyšší úrokové sazby a obecně nižší dostupností bydlení. **Tyto důvody dohromady s nástupem tlumenější fáze hospodářského cyklu dle našich odhadů povedou letos k nižšímu nárůstu cen nemovitostí v průměru o 3,5 %.** S tímto vývojem je konzistentní očekávání pozvolného zpomalení růstu hypoték. **Pro letošek čekáme růst úvěrů spojených s bydlením lehce pod 5 %, když za minulý rok činil odhadovaný nárůst cca 7 %.**

Korporátní úvěrování bylo v roce 2019 ve srovnání s odhadovaným šestiprocentním růstem nominálního HDP relativně pomalé. Privátní sektor byl velmi opatrný a omezoval nové investice. Za celý rok 2019 čekáme růst korporátních úvěrů pouze o 4,2 %. **Pro letošní rok čekáme zpomalení české ekonomiky, nicméně naše simulace ukazují, že pro letošek by tempo růstu korporátních úvěrů mělo nepatrně zrychlit, ale přesto zůstane pod odhadovaným růstem nominálního HDP (5,1 %).** Spotřební úvěry jsou podporovány příznivou situací českých domácností a v roce 2019 vzrostly o více než 6 %. **V letošním roce by s očekávaným mírným růstem nezaměstnanosti a zpomalením růstu mezd mělo dojít i ke zpomalení tempa růstu spotřebitelských úvěrů k cca 5 %.**

Nižší ekonomický růst a postupný pokles ziskových marží by měl v letošním roce vést k mírnému snížení růstu korporátních depozit k 3,5 %. Růst depozit domácností při podpoře silné domácí ekonomiky by měl zůstat vyšší než u korporací. Nicméně i zde by s ohledem na hospodářské zpomalení mělo dojít ke snížení tempa růstu.

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

|                                   | Q3 19 | Q4 19 | Q1 20 | Q2 20 | Q3 20 | Q4 20 | Q1 21 | Q2 21 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Bankovní úvěry</b>             |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |      |      |      |      |
| <b>Celkem</b>                     | 4,1   | 4,8   | 3,2   | 3,9   | 3,8   | 5,8   | 5,3   | 5,0   | 5,5  | 5,0  | 4,2  | 5,1  | 5,3  | 5,7  |
| Úvěry domácnostem na byt. potřeby | 7,1   | 5,9   | 4,2   | 4,3   | 4,3   | 6,5   | 5,7   | 5,9   | 8,4  | 7,1  | 4,8  | 6,1  | 5,7  | 6,1  |
| Spotřebitelské úvěry domácnostem  | 7,2   | 5,9   | 4,9   | 4,5   | 3,9   | 5,9   | 5,1   | 5,5   | 5,8  | 6,3  | 4,8  | 5,8  | 5,2  | 6,1  |
| Úvěry nefinančním podnikům        | 3,3   | 3,8   | 3,5   | 4,7   | 3,9   | 5,3   | 4,8   | 3,7   | 4,4  | 4,2  | 4,4  | 3,9  | 5,1  | 5,2  |
| <b>Bankovní vklady</b>            |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |      |      |      |      |
| <b>Celkem</b>                     | 11,6  | 11,6  | 6,6   | 4,8   | 3,2   | 5,4   | 4,3   | 3,7   | 6,1  | 10,9 | 5,0  | 3,7  | 4,1  | 4,3  |
| Obyvatelstvo                      | 7,4   | 4,8   | 3,1   | 3,9   | 3,6   | 5,4   | 4,7   | 3,2   | 7,3  | 6,8  | 4,0  | 3,2  | 3,4  | 3,5  |
| Nefinanční podniky                | 6,3   | -0,4  | 3,6   | 2,9   | 2,5   | 5,0   | 4,1   | 3,3   | 2,0  | 3,7  | 3,5  | 4,1  | 4,9  | 5,2  |
| Ostatní                           | 24,0  | 39,0  | 14,9  | 7,6   | 3,1   | 5,7   | 3,9   | 4,5   | 7,2  | 25,6 | 7,8  | 4,4  | 4,8  | 4,9  |
| <b>Podíly na HDP</b>              |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |      |      |      |      |
| Podíl úvěrů na HDP                | 62,1  | 61,4  | 60,8  | 61,4  | 61,9  | 61,8  | 60,4  | 60,3  | 62,3 | 61,8 | 61,5 | 60,3 | 58,7 | 57,4 |
| Podíl vkladů na HDP               | 90,0  | 88,0  | 89,4  | 90,2  | 89,3  | 88,2  | 88,0  | 87,5  | 85,0 | 89,1 | 89,3 | 86,5 | 83,2 | 80,2 |
| Podíl úvěrů na vkladech           | 68,9  | 69,8  | 68,0  | 68,0  | 69,3  | 70,1  | 68,7  | 68,9  | 73,3 | 69,4 | 68,9 | 69,8 | 70,6 | 71,5 |
| <b>Úrokové sazby</b>              |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |      |      |      |      |
| Úvěry pro bytové potřeby          | 2,8   | 2,7   | 2,8   | 2,8   | 2,8   | 2,8   | 2,7   | 2,7   | 2,7  | 2,8  | 2,8  | 2,7  | 2,7  | 2,8  |
| Spotřebitelské úvěry              | 8,4   | 8,4   | 8,7   | 9,0   | 9,2   | 9,4   | 9,6   | 9,6   | 8,5  | 8,4  | 9,1  | 9,8  | 10,2 | 10,5 |
| Úvěry nefinančním podnikům        | 2,8   | 2,8   | 2,9   | 2,9   | 3,0   | 3,0   | 2,8   | 2,8   | 2,8  | 3,0  | 2,9  | 2,8  | 3,1  | 3,7  |
| <b>Podíl úvěrů v selhání</b>      |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |      |      |      |      |
| Úvěry pro bytové potřeby          | 1,3   | 1,3   | 1,4   | 1,4   | 1,4   | 1,5   | 1,6   | 1,6   | 1,7  | 1,4  | 1,4  | 1,6  | 1,8  | 1,9  |
| Spotřebitelské úvěry              | 4,2   | 4,2   | 4,5   | 4,8   | 5,3   | 5,8   | 6,3   | 7,0   | 5,4  | 4,3  | 5,1  | 7,1  | 8,5  | 9,2  |
| Úvěry nefinančním podnikům        | 3,3   | 3,3   | 3,5   | 3,8   | 4     | 4,2   | 4,4   | 4,7   | 3,7  | 3,4  | 3,9  | 4,8  | 5,4  | 5,4  |

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

## Klíčové ekonomické ukazatele

### Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

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

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

### Měna a úrokové sazby - výhled

|           |              | 28.01.2020 | Březen 2020 | Červen 2020 | Září 2020 | Prosinec 2020 | Březen 2021 |
|-----------|--------------|------------|-------------|-------------|-----------|---------------|-------------|
| CZK/EUR   | konec období | 25,2       | 25,2        | 25,5        | 25,5      | 25,7          | 25,9        |
| USD/EUR   | konec období | 1,10       | 1,11        | 1,14        | 1,17      | 1,20          | 1,21        |
| CZK/USD   | konec období | 22,9       | 22,7        | 22,4        | 21,8      | 21,4          | 21,4        |
| 3M PRIBOR | konec období | 2,17       | 2,20        | 2,20        | 2,20      | 2,10          | 1,95        |
| 10Y IRS   | konec období | 1,61       | 1,80        | 1,80        | 1,75      | 1,70          | 2,00        |

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

### Měsíční makroekonomická data

|                      |                         | IV-19 | V-19  | VI-19 | VII-19 | VIII-19 | IX-19 | X-19  | XI-19 | XII-19 |
|----------------------|-------------------------|-------|-------|-------|--------|---------|-------|-------|-------|--------|
| Inflace (CPI)        | %, m/m                  | 2,8   | 2,9   | 2,7   | 2,9    | 2,9     | 2,7   | 2,7   | 3,1   | 3,2    |
| Inflace (CPI)        | %, y/y                  | 0,1   | 0,7   | 0,2   | 0,4    | 0,1     | -0,6  | 0,5   | 0,3   | 0,2    |
| Výrobní ceny (PPI)   | %, m/m                  | 4,3   | 3,8   | 2,5   | 2,1    | 2,1     | 1,9   | 0,9   | 0,9   | 2,1    |
| Výrobní ceny (PPI)   | %, y/y                  | 0,7   | 0,5   | -0,7  | -0,1   | 0,1     | 0,1   | -0,3  | -0,1  | 0,1    |
| Míra nezaměstnanosti | %, MPSV                 | 2,7   | 2,6   | 2,6   | 2,7    | 2,7     | 2,7   | 2,6   | 2,6   | 2,9    |
| Průmyslové tržby     | %, y/y, stálé ceny      | 3,7   | 3,1   | -6,0  | 5,5    | -4,3    | 4,6   | -3,0  | -5,7  | n.a.   |
| Průmyslová produkce  | %, y/y, stálé ceny      | 7,7   | 6,6   | -3,8  | 8,4    | -4,3    | 6,2   | -2,1  | -6,0  | n.a.   |
| Stavebnictví         | %, y/y, stálé ceny      | 8,9   | 0,2   | 2,6   | 3,6    | -2,4    | -0,3  | -0,3  | 4,5   | n.a.   |
| Maloobchodní tržby   | %, y/y, stálé ceny      | 5,0   | 2,5   | 0,4   | 5,9    | 1,5     | 8,4   | 2,4   | 2,7   | n.a.   |
| Zahraniční obchod    | mld. CZK (národní met.) | 16,5  | 23,5  | 16,2  | -2,0   | 8,5     | 21,3  | 8,6   | 10,2  | n.a.   |
| Běžný účet PB        | mld. CZK                | 21,8  | 13,7  | -4,2  | -36,5  | -17,0   | -5,0  | -2,6  | -3,2  | n.a.   |
| Finanční účet PB     | mld. CZK                | 34,4  | -0,2  | 24,2  | -71,4  | -21,5   | 37,8  | 0,8   | -11,5 | n.a.   |
| M2                   | %, y/y                  | 6,3   | 6,5   | 7,0   | 7,0    | 7,3     | 7,9   | 8,1   | 7,6   | n.a.   |
| Státní rozpočet      | mld. CZK (od zač. roku) | -29,7 | -50,9 | -20,7 | -9,7   | -15,4   | -21,0 | -19,6 | -38,6 | -28,5  |
| 3M PRIBOR            | %, průměr               | 2,02  | 2,19  | 2,17  | 2,16   | 2,14    | 2,14  | 2,17  | 2,18  | 2,18   |
| CZK/EUR              | průměr                  | 25,7  | 25,8  | 25,6  | 25,6   | 25,8    | 25,9  | 25,7  | 25,5  | 25,5   |
| CZK/USD              | průměr                  | 22,9  | 23,0  | 22,7  | 22,8   | 23,2    | 23,5  | 23,2  | 23,1  | 22,9   |

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

## Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkreslený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případech, kdy informace uvedené v tomto dokumentu představují šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

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

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

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

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

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

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

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

## KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



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

### Ekonomové



**Michal Brožka**  
(420) 222 008 569  
michal\_brozka@kb.cz



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



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



**Akciový analytik**  
**Bohumil Trampota**  
(420) 222 008 560  
bohumil\_trampota@kb.cz

## SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE

Hlavní ekonom Rosbank



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

Hlavní ekonom BRD-GSG

**Florian Libocor**  
(40) 213 016 869  
florian.libocor@brd.ro

### Ekonom BRD-GSG

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



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



**Ekonom 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.com



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



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



**Čína a okolí**  
**Michelle Lam**  
(85) 2 2166 5721  
michelle.lam@sgcib.com



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



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



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



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



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



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

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

Globální vedoucí výzkumu



**Brigitte Richard-Hidden**  
(33) 1 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.com



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



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

Vedoucí strategie sazeb pro Evropu



**Ciaran O'Hagan**  
(33) 1 4213 5860  
ciaran.ohagan@sgcib.com

Dluhopisový trh a SSA



**Cristina Costa**  
(33) 1 5898 5171  
cristina.costa@sgcib.com



**Jean-David Cirotteau**  
(33) 1 4213 7252  
jean-david.cirotteau@sgcib.com



**Rohit Gaurav**  
(91) 80 6731 8958  
rohit.gaurav@sgcib.com

Vedoucí strategie sazeb pro USA



**Subadra Rajappa**  
(1) 212 278 5241  
subadra.rajappa@sgcib.com



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



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

Vedoucí strategie pro měnové kurzy



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



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

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



**Jason Daw**  
(65) 6326 7890  
jason.daw@sgcib.com



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



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



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



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