

| Čtvrtletní zpráva |

# Ekonomické výhledy

## Rostoucí inflace otřese kurzovým závazkem


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

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

**Marek Dřímál**  
 (420) 222 008 598  
 marek\_drimal@kb.cz

**David Kocourek**  
 (420) 222 008 569  
 david\_kocourek@kb.cz

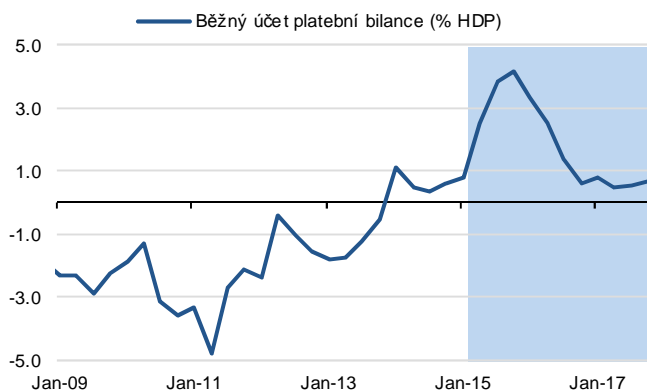
**Jana Steckerová**  
 (420) 222 008 524  
 jana\_steckerova@kb.cz

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

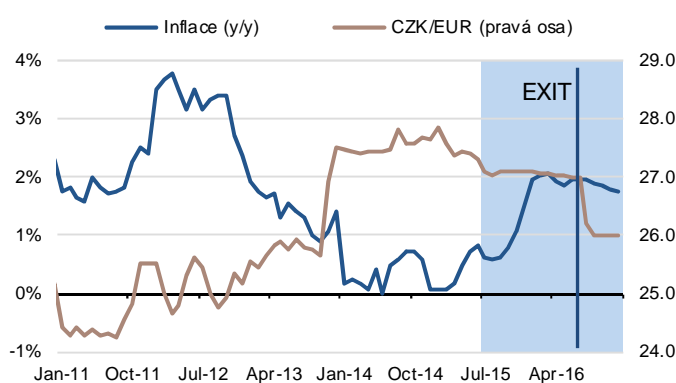
**Josef Němý**  
 (420) 222 008 560  
 josef\_nemy@kb.cz

Nové vydání *Ekonomických výhledů* přichází v době prvního testování kurzového závazku České národní banky. Za posilováním koruny stojí dobré výsledky v reálné ekonomice, které se promítají i do zvyšující se inflace. A právě inflace bude klíčovým ukazatelem pro centrální banku i finanční trhy. Proto jsme se rozhodli věnovat tyto *Ekonomické výhledy* právě tématu rostoucích cen. Na následujících stránkách naleznete tematické *Boxy* věnující se cenám z různých pohledů. Už na začátku příštího roku by totiž měla inflace podle našich očekávání dosáhnout cíle ČNB a nejednou by se tak mohl kurzový závazek otřást pod útokem spekulantů.

Česká ekonomika zažívá letos silný ekonomický růst, díky kterému se konečně na začátku roku dostala nad svoji předkrizovou úroveň. Daří se průmyslu, především automobilovému; dvouciferné meziroční růsty zaznamenáváme ve stavebnictví, které těží z nárůstu veřejných investic do infrastrukturních staveb. Důležité je, že ekonomický vzestup táhne domácí poptávka – především spotřeba domácností, investice, ale i vládní výdaje. Dalším výrazným faktorem letošního vývoje je také obrovský příliv peněz z fondů EU. Společně s příznivou dynamikou zahraničního obchodu by se mělo čerpání evropských peněz projevit v nejvyšším přebytku běžného účtu platební bilance v historii České republiky. Trh práce je z pohledu nezaměstnanosti i volných pracovních míst v nejlepší kondici od doby před krizí roku 2009.

**Běžný účet zaznamená letos masivní přebytek přes 4% HDP**


Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Inflace už na začátku příštího roku dosáhne 2% cíle**


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

Hospodářský vzestup doprovází rostoucí inflace. Ta v posledních měsících výrazně překonávala očekávání České národní banky, když se přiblížila na dohled spodního okraje tolerančního pásma centrální banky. Zlepšující se reálná ekonomika i rychlejší inflace vedou k posílení koruny, jejíž kurz vůči euru od poloviny července testuje závazek ČNB.

Pokračování příznivých trendů v domácí ekonomice očekáváme i v druhé polovině letošního roku a v roce 2016. Hrubý domácí produkt by měl od Q3 15 růst velmi slušným mezičtvrtletním tempem (v průměru 0,6 %). Míra nezaměstnanosti by se měla dále snižovat, což povede především na přelomu roku k tlakům na růst mezd. K tomu přispěje i veřejná sféra

opětovným zvýšením mezd státních zaměstnanců. Spotřebitelská inflace by už měla v prvním čtvrtletí příštího roku dosáhnout dvouprocentního cíle centrální banky. Rizikem je však vývoj cen ropy a dalších komodit.

Z těchto důvodů předpokládáme, že kurzový závazek ČNB bude nadále pod tlakem. Jeho případné opuštění v letošním roce je však velmi nepravděpodobné, protože následné posílení koruny by vedlo k opětovnému poklesu inflace, což by mohlo otřást věrohodností inflačního cílování centrální banky. V první polovině příštího roku je však možné, že kvůli inflaci na cíli útoky vůči závazku ČNB zintenzivní. Přesto je naším hlavním scénářem „exit“ až v srpnu 2016. Rizikem je ale tzv. švýcarská cesta – nečekané opuštění kurzového závazku.

## Střednědobá makroekonomická prognóza ČR

### Vnější předpoklady prognózy



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

**Inflace ve Spojených státech i eurozóně již dosáhla svého dna.** Směřování centrálních bank se však liší. Zatímco americká centrální banka (Fed) přistoupí k prvnímu zvýšení úrokových sazeb pravděpodobně už letos v září, Evropská centrální banka (ECB) bude muset podle ekonomů SG svůj program kvantitativního uvolňování prodloužit a rozšířit. Následující tabulka shrnuje základní vnější předpoklady (založené na odhadech SG nebo cenách futures kontraktů), které vstupují jako vysvětlující proměnné do našich modelů.

Předpokládaný vývoj vnějších proměnných (průměry)

	3Q 14	4Q 14	1Q 15	2Q 15	3Q 15	4Q 15	1Q 16	2Q 16	3Q 16	4Q 16	1Q 17
Cena ropy Brent (USD/barel)	103,6	77,8	54,9	58,0	60,0	65,0	67,0	68,0	69,0	70,0	70,0
HDP y/y - eurozóna	0,8	0,9	1,0	1,4	1,6	1,7	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5
CPI y/y - eurozóna	0,4	0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,4	0,9	1,1	1,5	1,6	1,8
EUR/USD	1,33	1,25	1,13	1,07	1,04	1,03	1,01	1,00	1,00	1,00	1,00
1Y EURIBOR	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2

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

### Spojené státy americké: první zvýšení sazeb v září

Inflace by měla začít opět stoupat.

**Inflace ve Spojených státech dosáhla již svého dna.** V červnu se poprvé od prosince loňského roku vyhoupla do kladného teritoria. V letošním roce inflace podle ekonomů SG dosáhne v průměru 0,2 %, nicméně příští rok by měla akcelarovat na průměrných 2,2 %. Důležité je, že směrem nahoru by se měla pomalu posunovat i jádrová inflace, což je jedna z podmínek Fedu pro zvyšování úrokových sazeb. Ceny v oblasti bydlení, které tvoří 40 % jádrových cen, budou tlačeny směrem nahoru apetitem domácností nakupovat nemovitosti na straně jedné a zaostávající výstavbou na straně druhé. Klesající nezaměstnanost, ukotvená inflační očekávání a stabilizace importních cen by měly k růstu jádrových cen přispět také.

Růst HDP by měl nabrat na tempu.

**Růst HDP v Q1 15 výrazně zklamal, když výkonnost ekonomiky poklesla o 0,2 % q/q.** Ekonomové SG nicméně věří, že slabá data v Q1 15 byla zapříčiněna především extrémně nepříznivým počasím a sezónním zkreslením dat, přičemž svoji roli sehrál i propad cen ropy a silnější dolar. Ekonomové SG však tyto faktory považují za dočasné a očekávají oživení aktivity v Q2/Q3. Spotřebitelská poptávka by měla být podporována nízkými cenami benzínu, nižším zadlužením domácností, vyššími mzdami a lepší se situací na trhu práce. Nízké úrokové sazby a mírnější úvěrové podmínky by měly podporovat investice v oblasti nemovitostí, zatímco firemní investice by měly růst díky lepšímu využití kapacit. Vzhledem k velmi pomalému startu do tohoto roku, ekonomové SG předpokládají, že růst americké ekonomiky letos dosáhne 2,4 % y/y, tedy úrovně loňského roku. Příští rok by růst HDP měl nabrat na tempu a dosáhnout 3,0 % y/y.

K prvnímu zvýšení úrokových sazeb by mělo dojít v září letošního roku.

**Ekonomové SG předpokládají, že k prvnímu zvýšení úrokových sazeb Fed přistoupí v září letošního roku.** Dvě ze tří podmínek pro zvýšení sazeb jsou bez problémů splněny. Jádrová inflace je nejen stabilní, ale dokonce vykazuje mírné známky růstu, zatímco situace na trhu práce se zlepšuje. Podle ekonomů SG má trh práce nakročeno k tomu, aby na konci letošního roku dosáhl NAIRU (míra nezaměstnanosti nezrychlující inflaci). Fed je v tomto směru opatrnější, když předpokládá, že tohoto milníku (na úrovni 5,0 – 5,2 %) bude dosaženo na

počátku roku 2016. Dosažení NAIRU je obvykle spojeno s výraznou akcelerací růstu mezd, což by mělo být významnou pobídkou pro utahování měnové politiky.

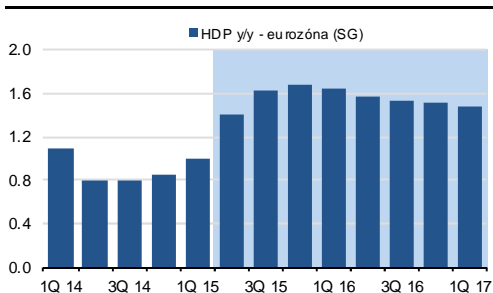
**Největší otázník se vznáší nad růstem ekonomiky, který v prvním čtvrtletí výrazně zklamal.** Podle ekonomů SG faktory které stály za zpomalením ekonomiky, byly pouze dočasné, přičemž propad v Q1 15 by měl být více než vykompenzovaný růstem HDP v Q2/Q3. Šéfka Fedu Janet Yellen ve svém projevu zmínila, že oživení může být rychlejší s tím, jak přechodné nepříznivé faktory pomínou a nižší ceny ropy se výrazněji promítnou do spotřeby domácností. Dále dodala, že by bylo vhodné zvýšit úrokové sazby na konci letošního roku. Podle ekonomů SG dojde ke zvýšení sazeb s největší pravděpodobností v září letošního roku, neboť po říjnovém zasedání nebude následovat tisková konference. V letošním roce by měl Fed podle SG přistoupit ke zvýšení sazeb pouze jednou, v příštím roce čtyřikrát a v roce 2017 šestkrát. Medián úrokových sazeb Fedu (sestavovaný na základě prognóz jednotlivých členů FOMC a prezidentů federálních bank) nyní indikuje dvojí zvýšení úrokových sazeb v letošním roce a čtyři v roce 2016.

### Eurozóna: ECB rozšíří program kvantitativního uvolňování

Inflace v eurozóně i nadále pod cílem ECB.

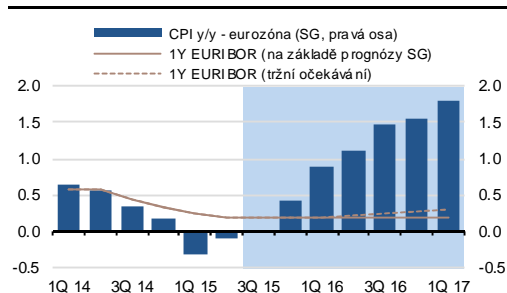
**Inflace v eurozóně se díky vyšším cenám ropy a slabšímu euru vrátila do kladných čísel** (0,2 % y/y v červnu). Díky vlivu srovnávací základny, který pramení z vývoje cen ropy v eurovém vyjádření (kurz USD/EUR ekonomové SG očekávají v roce 2016 na úrovni 1,02 USD/EUR), by se inflace mohla vyšplhat až na 2,1 % na počátku roku 2016, aby pak znovu poklesla na úroveň lehce nad 1 %. V období let 2016 až 2019 by se inflace vzhledem k nízkému růstu jádrových cen měla v průměru pohybovat na úrovni 1,4-1,5 %, tedy stále výrazně pod cílem ECB na úrovni 2,0 %.

Prognóza růstu HDP (y/y, v %) v eurozóně



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

Srovnání pro 1Y EURIBOR a CPI (y/y, v %) eurozóny



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

Program kvantitativního uvolňování bude pravděpodobně rozšířen a prodloužen.

**Podle ekonomů SG bude ECB muset svůj program kvantitativního uvolňování rozšířit a prodloužit.** Ekonomové SG za prvé předpokládají, že na jaře 2016 ECB rozšíří svůj program o nákup korporátních dluhopisů. Za druhé, že prodlouží stávající program TLTRO (cílené dlouhodobé repo tendry) o jeden rok do června 2017 (což by mělo navýšit bilanci ECB o 200 mld. EUR) a prodlouží program kvantitativního uvolňování za horizont září 2016. Celý program QE by měl být podle SG ukončen v polovině roku 2017. Úrokové sazby začne podle ekonomů SG ECB zvyšovat nejdříve v H2 2018, jeden rok předtím než se začne uzavírat mezera výstupu HDP.

Ekonomika eurozóny by v roce 2015 měla vzrůst o 1,5 %.

**V Q1 15 HDP v eurozóně vzrostl o 0,4 % q/q a 1,0 % y/y.** Oživení v oblasti eurozóny je taženo především spotřebou (kterou lze vysvětlit 80 % růstu HDP v roce 2014), obzvláště pak prodeji automobilů a spotřebou energie. Naopak investice mají tendenci za očekávanými zaostávat, čisté exporty růst brzdí. Pokud jde o výhled, ekonomové SG se domnívají, že politická nejistota včetně rizika Grexitu, dluhové zatížení, geopolitické napětí a nižší ekonomické multiplikátory než v minulosti budou cyklické oživení, které pramení z nízkých cen ropy, slabšího eura, nízkých úrokových sazeb atd., limitovat. Z těchto důvodů očekávají, že ekonomika eurozóny v letošním roce vzroste o 1,5 %, přičemž v jednotlivých čtvrtletích si polepší o 0,4 % q/q. Příští rok by tempo růstu HDP mělo být podobné (1,6 %).

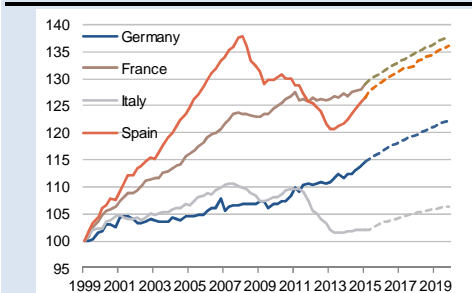
**Jana Steckerová**  
+420 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz

**BOX: Oživení v Německu, ale tak jak ho neznáme!**

**Německo se blíží k významnému mezníku ve své ekonomické historii,** kdy klíčem k jeho dlouhodobému ekonomickému růstu bude místo exportní výkonnosti domácí poptávka. Během následujících pěti let by měl být podle ekonomů SG růst spotřeby mimořádně silný (v průměru 2 %, ve srovnání s průměrnými 1,2 % v období let 1999 a 2004), přičemž tento rok bude spotřeba podporována i nízkou inflací. To by znamenalo, že spotřeba domácností poroste v následujících třech letech rychleji než HDP, což je v německé ekonomice významný zlom. Z hlediska podílu spotřeby na HDP by se však jednalo pouze o stabilizaci na zhruba 56 % (ve srovnání s 68 % ve Spojených státech a 64 % ve Velké Británii).

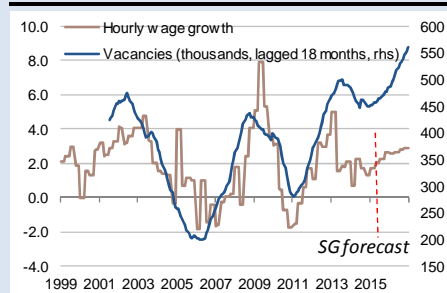
**Podle ekonomů SG povede oživení německé ekonomiky a současné demografické trendy k dalšímu utahování podmínek na trhu práce.** To by se mělo následně odrazit i ve vyšším růstu mezd. Ekonomové SG očekávají, že náhrady zaměstnancům porostou v následujících letech zhruba dvouprocentním tempem ročně, což je dvojnásobek tempa od roku 1994. Z cyklického pohledu je to stále ještě relativně málo, což je dáno tím, že prognóza bere v úvahu i strukturální problémy. Nicméně rizika jsou koncentrována spíše na horní straně odhadu. Podíl mzdových kompenzací ve vztahu k nominálnímu HDP zůstává na historicky nízkých úrovních. Toho pravděpodobně při mzdových vyjednáváních využijí odbory, jejichž pozice je nyní vzhledem k situaci na trhu práce mimořádně silná.

**Reálný růst spotřeby (1999 Q1=100, včetně odhadů SG)**



Zdroj: Datastream, SG Cross Asset Research/Economics

**Odhadovaný mzdový vývoj v Německu**



Zdroj: Datastream, SG Cross Asset Research/Economics

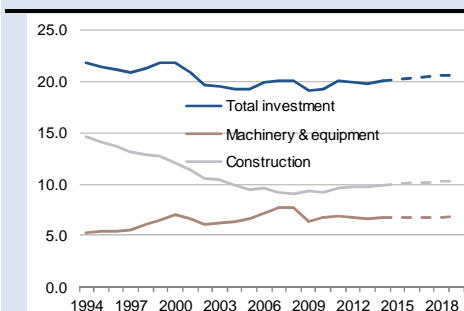
**Vyšší mzdové náklady budou vytvářet tlak na konkurenceschopnost firem a jejich zisky.**

To by mělo vest k postupnému růstu produktivity a investic. Robustnější spotřeba by se měla pozitivně odrazit v prodeích statků dlouhodobé spotřeby, na trhu nemovitostí, ve stavebnictví, maloobchodě i službách. Na druhou stranu rizika spojená s udržením finanční stability budou muset být bedlivě sledována.

**Podle všeho je tedy německá ekonomika nyní na cestě směrem k růstu taženému domácí poptávkou.**

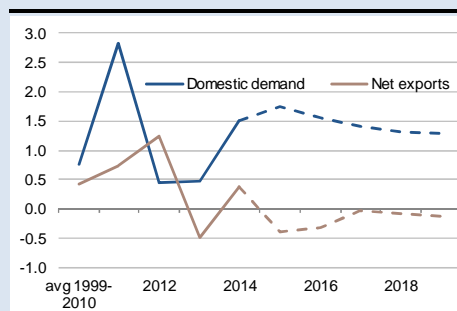
Velmi dobrá situace na trhu práce, silný růst mezd, a nízká inflace by měly výrazně podpořit růst reálných disponibilních příjmů. To by se mělo odrazit v letošním růstu HDP o 1,8 %. Výhled pro soukromou spotřebu i pro investice zůstává pro tento rok pozitivní, zatímco výhled pro zpracovatelský průmysl a exporty je v krátkém horizontu utlumený kvůli nízké světové poptávce. S tím jak inflace v závěru letošního roku začne postupně růst (v důsledku efektu srovnávací základny, který vyplývá z vývoje cen energií), předpokládají ekonomové SG, že domácí poptávka může mírně zpomalit, zatímco průmysl a exporty mohou své tempo naopak zrychlit. V důsledku toho HDP příští rok nepatrně zpomalí (na 1,7 %) a dále poroste tempem kolem potenciálního růstu a to jak v důsledku faktorů cyklických (vyprchávající efekt ropy a eura) tak strukturálních (především demografických).

Investice by měly opět začít růst (% HDP)



Zdroj: Datastream, SG Cross Asset Research/Economics

Domácí poptávka a čisté exporty (%)



Zdroj: Datastream, SG Cross Asset Research/Economics

**Anatoli Annenkov**  
 (44) 20 7676 7625  
 anatoli.annenkov@sgcib.com

# Makroekonomická prognóza ČR



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

## Hlavní změny

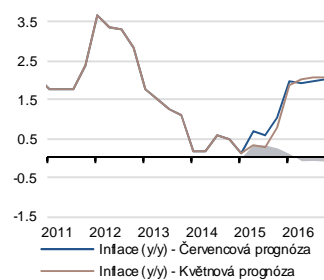
### HDP:

Výchled pro rok 2015 jsme revidovali o 0,3 pb dolů, protože jsme přesvědčeni, že růst v prvním čtvrtletí byl ovlivněn jednorázovými faktory. Výchled pro rok 2016 zůstává beze změn, když by HDP mělo vzrůst o 2,7 %.

### Inflace:

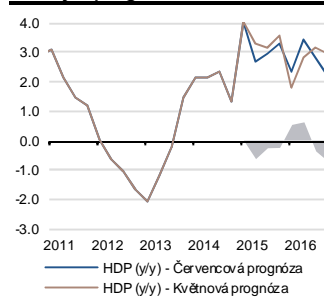
Inflace v posledních měsících překvapovala vyššími hodnotami, když byla podpořena všemi hlavními složkami, což nás vedlo ke zvýšení naší předpovědi pro celý rok. Inflace by měla dosáhnout 0,6 % (o 0,2 pb nad poslední prognózou). Na začátku roku 2016 by měla dosáhnout inflačního cíle ve výši 2 %, kolem nějž by se měla pohybovat po celý rok.

## Změny v prognóze inflace



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

## Změny v prognóze HDP

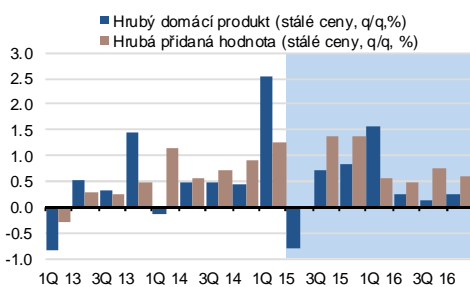


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

## Přiliv fondů z EU si pohrává s čísly

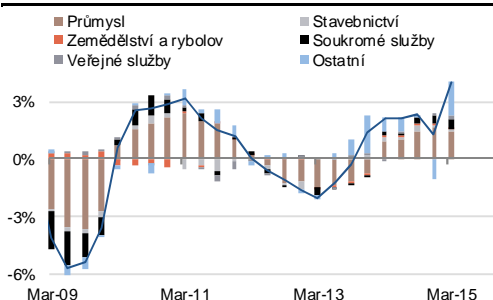
Česká ekonomika v prvním čtvrtletí letošního roku v posledním čtvrtletí minulého roku překvapila výjimečným růstem. I přesto že její dynamika byla ovlivněna jednorázovými vlivy (viz box níže) i z pohledu hrubé přidané hodnoty se jednalo o výrazné zrychlení díky průmyslové produkci a stavebnímu sektoru. Za ekonomické oživení nyní berou daleko více odpovědnosti domácí faktory. To je vidět nejenom na straně spotřeby domácností, ale také na domácích průmyslových zakázkách. Druhé čtvrtletí přinese zpomalení. Tahouni ekonomiky z prvního čtvrtletí vykážou mírný pokles a celková přidaná hodnota prakticky stagnovala. HDP by se mělo mezičtvrtletně HDP snížit. Měnové podmínky zůstávají extrémně uvolněné a vláda provádí výraznou fiskální expanzi. Celkově tedy zůstává ekonomický obrázek pozitivní. Výsledek z prvního čtvrtletí posunul náš odhad pro celý rok 2015 o 0,3 pb výše (v porovnání s posledním vydáním *Ekonomických výhledů*). Největším rizikem směrem k nižšímu růstu zůstává situace v Číně a slabší německý růst, který stále zaostává za odhady analytiků. Také rizika vyššího růstu vidíme v Německu, jak jsme popsali v boxu v předchozí sekci.

## První čtvrtletí vykázalo nevidaný růst ...



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

## ... tažený průmyslem a stavebnictvím

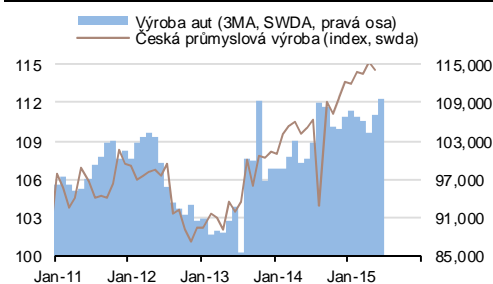


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

Vnější prostředí se postupně zlepšuje a odhady ukazují, že by tento trend měl pokračovat, i když růstová tempa zůstávají slabá. Růst hlavních českých obchodních partnerů a zvýšení celkového světového obchodu bude podporovat domácí exporty i průmysl. Průmyslová výroba je hlavním motorem současného ekonomického cyklu. V prvním čtvrtletí ukázal průmysl výjimečnou sílu, což se projevilo v mimořádném příspěvku do HDP. Druhé čtvrtletí již tak úspěšné nebylo, nicméně základní

fundamenty zůstávají silné. Situace v průmyslu se v poslední době změnila. Růst domácích průmyslových objednávek již převyšuje dynamiku těch zahraničních. Je to viditelné třeba i v automobilovém průmyslu, který za posledních šest měsíců zaznamenal 20,8% růst domácích prodejí osobních aut a lehkých užitkových vozů, zatímco jejich export za stejné období meziročně vzrostl o 7,1 %. Ještě větší posun je vidět u zbytku užitkových vozidel a autobusů. Domácí poptávka zajišťuje průmyslové výrobě větší robustnost. Tlak silící domácí ekonomiky

## Český průmysl a výroba aut



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



podpoří růst průmyslové výroby jak v tomto, tak v příštím roce. Pro letošek očekáváme zvýšení o 5,7 % a v příštím roce dokonce o 8,1%, když průmysl bude těžit z letošních investic, které zvýší průmyslovou kapacitu.

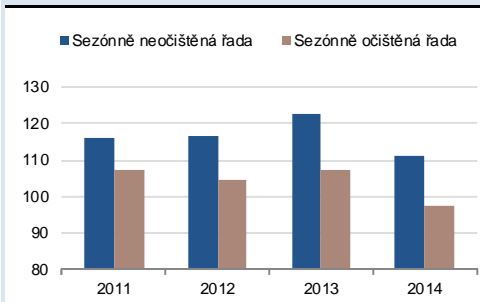
#### BOX: Nezdravé efekty tabákových daní v ČR

**Český statistický úřad již ve své komentáři k bleskovému odhadu vysvětlil výjimečně silný růst HDP v prvním čtvrtletí vysokým nárůstem daní z tabáku. Podle údajů ČSÚ daně z produktů vzrostly o 14,6 % q/q po sezónním očištění. V Česku skutečně není výjimečné, že daně z produktů zkreslují celkový obrázek ekonomiky kvůli změnám ve zdanění tabákových výrobků.**

Český statistický úřad již ve své komentáři k bleskovému odhadu vysvětlil výjimečně silný růst HDP v prvním čtvrtletí vysokým nárůstem daní z tabáku. Podle údajů ČSÚ daně z produktů vzrostly o 14,6 % q/q po sezónním očištění. V Česku skutečně není výjimečné, že daně z produktů zkreslují celkový obrázek ekonomiky kvůli změnám ve zdanění tabákových výrobků.

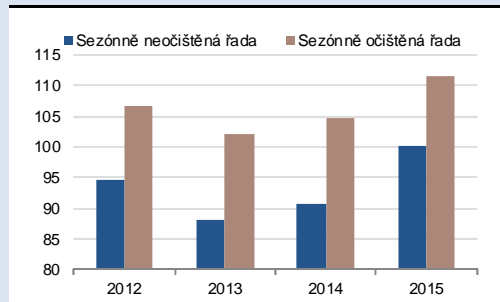
Daně z tabáku tvoří velkou část volatility v položce „daně z produktů“ v rámci národních účtů: na sezónně neočištěné bázi měly v posledních letech daně z produktů tendenci zvyšovat celkový HDP v Q4 a snižovat ho v Q1. Domníváme se, že není důvod, aby samotná výroba cigaret a tvorba jejich zásob vykazovala větší sezónní výkyvy. Sezónnost této složky je podle nás tvořena hlavně daňovými změnami, které jsou provázány právě předzásobováním. Vzhledem k pravidelnosti, s jakou byly měněny daně z tabákových výrobků, se tyto efekty staly součástí běžných sezónních faktorů, kterými jsou upravovány jednotlivé položky HDP. Grafy níže tento efekt dokumentují. Poslední změna daní z tabáku však proběhla jinak (už v prosinci) a zároveň bylo omezeno předzásobení (viz výše). Jinak se proto vyvíjela i položka „daně z produktů“ v rámci národních účtů. Je vidět, že poslední čtvrtletí roku 2014 a letošní první čtvrtletí se od minulosti výrazně lišily, nicméně pro jejich úpravu byly použity v podstatě stejné sezónní faktory jako v minulosti.

Daně z produktů v Q4 (Národní účty), mld. CZK



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

Daně z produktů v Q1 (Národní účty), mld. CZK



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

Sezónní faktory v tomto případě fungují tak, aby vyhladily řadu zkreslenou předzásobením v posledním čtvrtletí (respektive nižším výběrem v prvním čtvrtletí). Sezónní faktor snižuje hodnotu daní z produktů na konci roku a zvyšuje jejich úroveň v prvním čtvrtletí. Ale vzhledem k tomu, že k výraznějšímu předzásobení na konci loňského roku (respektive k poklesu na začátku tohoto roku) nedošlo, sezónní faktory jen bezdůvodně zvyšují rozdíl mezi hodnotami na přelomu minulého a letošního roku. V meziročním vyjádření se výrazně snížily daně z produktů v roce v



Q4 14 a výrazně zvýšily v Q1 15. Proto jsme zaznamenali růst o 14,6 % q/q. To výrazně ovlivnilo mimořádný růst v prvním čtvrtletí a navíc osvětluje slabost, kterou jsme zaznamenali na konci minulého roku.

Mezičtvrtletní růst HDP ve druhém čtvrtletí bude tažen dolů vyšší statistickou bází daní z produktů. Sezónní faktory budou ještě po nějaký čas přetrvávat, což bude mít za následek nadhodnocování HDP v Q1 a podhodnocování růstů v Q2 a Q4. Nicméně je možné, že statistický úřad očistí celou historii dat o vliv daňových změn. Taková korekce by znamenala nižší růst HDP v Q1 15 a vyšší růst v Q4 14. I přes to by však výkon ekonomiky na začátku letošního roku zůstal více než slušný. Hrubá přidaná hodnota, která abstrahuje od daní a dotací, totiž vykazala v Q1 15 silný růst ve výši 1,6 % q/q.

Detailnější popis tohoto fenoménu naleznete v naší analýze *Nezdravé efekty tabákových daní v ČR<sup>1</sup>*.

Fondy EU výrazně podporují veřejné investice do infrastrukturních projektů.

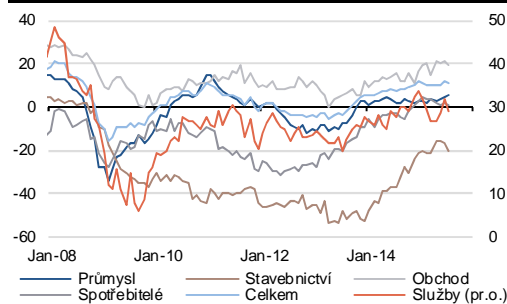
**Sektorem, který ze současné situace profituje nejvíce, je stavebnictví.** Sílicí domácí poptávka a fiskální expanze výrazně podpořená přílivem z fondů EU se projevuje hlavně v infrastrukturních projektech. Objem nových infrastrukturních staveb je ve srovnání s předchozími lety ohromující, což se odráží v jeho dvouciferných růstech od začátku roku. To se projevuje i v konjunkturálních průzkumech. Důvěra ve stavebnictví byla zasažena nejvíce a na oživení se čekalo dlouho, nicméně poslední měsíce ukazují výrazný nárůst.

Stavebnictví je taženo infrastrukturními projekty



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSU

Důvěra ve stavebnictví se rapidně zvyšuje



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSU

**Stavebnictví by mělo ve zbytku tohoto roku svůj růst ještě akcelarovat.** Bude nadále podporováno přílivem fondů z EU, protože letos je poslední šance čerpat prostředky z programovacího období 2007-2013. A stále je hodně co čerpat. Další podpora stavebních firem přichází ze strany domácností, které zvyšují svou poptávku po rezidenčních nemovitostech. Očekáváme, že stavebnictví tento rok přidá působivých 9,9%, zatímco pro příští rok čekáme zpomalení kvůli výrazně nižšímu přílivu financí z rozpočtu EU.

1

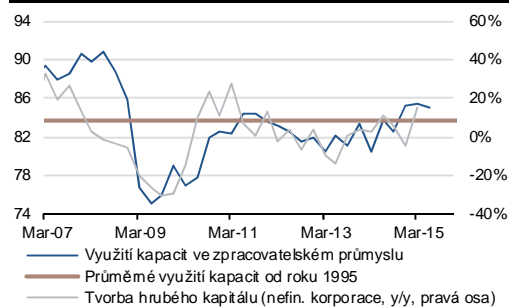
<http://trading.kb.cz/ibweb/analysisSearch.do?fromDay=29&fromMonth=4&fromYear=2015&toDay=29&toMonth=7&toYear=2015&sphere=8&company=&observation=10&reportType=15&reportSubType=-1&pager.offset=10#>

Investice v druhé půlce roku výrazně zrychlí. Zpomalení nastane v roce 2016, kdy se příliv peněz z EU utlumí.

**Na straně spotřeby jsou současným vývojem nejvíce podpořeny investice.**

Ty těží z oživení ve stavebnictví, kdy se většina stavebních výdajů se počítá právě mezi investice. Tvorba fixního kapitálu není podporována pouze veřejnými penězi a fondy EU. Výše zmíněná výkonnost průmyslu přináší investicím další stimulus. Využití výrobních kapacit se nachází nad svým dlouhodobým průměrem a k dalšímu růstu potřebuje investice. Navíc důvěra v průmyslu vzrostla i díky zlepšujícímu se růstovému výhledu, který je oproti předchozím letům daleko stabilnější. Důvěra a stále nízké úrokové sazby vytváří ideální investiční prostředí. **Očekáváme, že druhá polovina roku bude svědkem dalšího výrazného zvýšení investic hlavně díky výše zmíněnému dočerpávání fondů. Soukromé investice budou pokračovat i příští rok, i přes výrazný pokles těch veřejných. Pro tento rok očekáváme růst investic ve výši 5,4 %, zatímco v roce 2016 již jen o 3,8 %.**

**Využití kapacit podporuje soukromé investice**



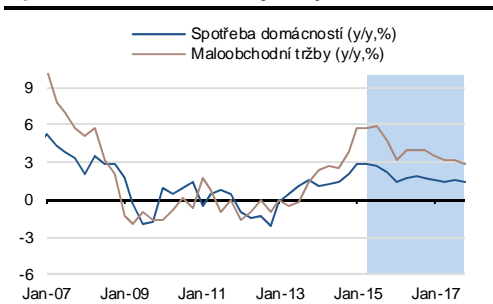
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

**Domácnosti utrácí více díky vyššímu objemu mzdových prostředků**

Situace domácností se zlepšuje. Nezaměstnanost se snižuje a brzy vytvoří další tlak na zvýšení mezd.

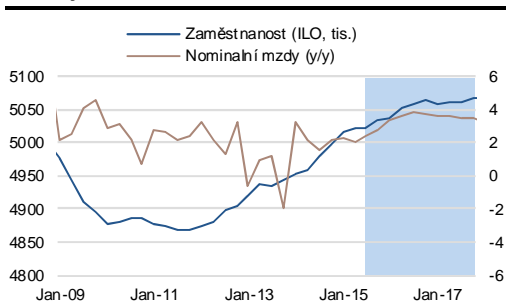
**Zlepšující se situace na produkční straně ekonomiky se projevuje také na situaci českých domácností.** Míra nezaměstnanosti pokračuje v rychlém poklesu a přibližuje se NAIRU (míra nezaměstnanosti, která začíná působit inflační tlaky). Sezónně očištěná míra nezaměstnanosti by měla na konci roku dosáhnout 6,1 % a příští rok by měla dále klesat až k hladině 5,5 %. Jak jsme napsali v minulém vydání *Ekonomických výhledů*, nově vytvořené pozice nebývají ty nejlépe zaplacené, takže průměrná mzda zatím nevykazuje výrazné růsty, ale celkový mzdový objem a s ním i kupní síla domácností rostou. Doba, kdy se objem mezd zvyšuje i z jiných důvodů než pouze díky zvyšující se nezaměstnanosti, je již za dveřmi. Očekáváme, že mzdy porostou o 2,4 % tento rok a o 3,6 % příští. Domníváme se, že zaměstnavatelé budou muset nabídnout vyšší výplaty, aby nalákali nové zaměstnance. Mzdy se budou zvyšovat také proto, aby si zaměstnavatelé v konkurenci své zaměstnance udrželi, protože situace na trhu práce se začíná utahovat. Na druhou stranu růst reálných mezd bude v příštím roce již brzděn rostoucími cenami.

**Spotřeba domácností zrychluje ...**



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

**... díky rostoucí zaměstnanosti a mzdám**



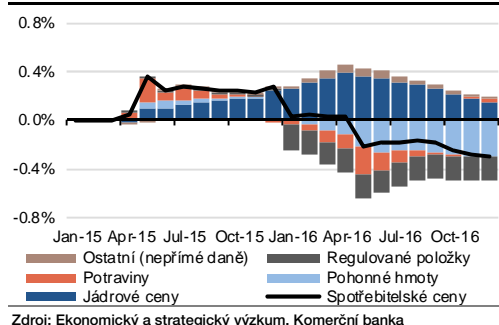
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

Vyšší zaměstnanost a růst mezd budou nadále podporovat spotřebu domácností. Chut utrácet podpoří i zvýšení platů státních úředníků, jednorázové zvýšení penzí v posledním čtvrtletí tohoto roku a stabilní makroekonomický výhled. Dobrá nálada mezi spotřebiteli je vidět i v indikátorech důvěry, které neklesly navzdory vleklé řecké krizi. Maloobchodní tržby vykazují slušné výsledky v obou hlavních kategoriích. Prodeje aut vzrostly za prvních pět měsíců roku o 8 %. Tržby bez aut, které jsou dobrým ukazatelem spotřeby domácností, přidaly za stejné období 3 %. Domácí poptávka zůstane stabilním přispěvatelem do HDP. Tento rok bude ještě spotřeba navíc podpořena nízkým cenovým růstem. V roce 2016 budou pokračovat všechny příznivé faktory až na ceny, který by měly zaznamenat vyšší růst, což by mělo způsobit zpomalení domácí spotřeby. V číslech to znamená, že spotřeba domácností letos poroste o 2,7 % a příští rok o 1,7 %.

## Inflace roste a dosáhne cíle ČNB na začátku příštího roku

**Cenový vývoj v poslední době překvapuje směrem nahoru ve všech hlavních kategoriích.** Rostoucí ceny ropy na světových trzích táhly ve druhém čtvrtletí vzhůru ceny paliv, zatímco efekt loňské dobré úrody se vyčerpává a uvolňuje ceny potravin. Regulované ceny překvapily pouze marginálně. Hlavní pozornost se přesunula na jádrovou inflaci, která ve druhém čtvrtletí zůstala na 1,2 %. Celková inflace ve druhém čtvrtletí výrazně vzrostla z 0,1 % na 0,7 %.

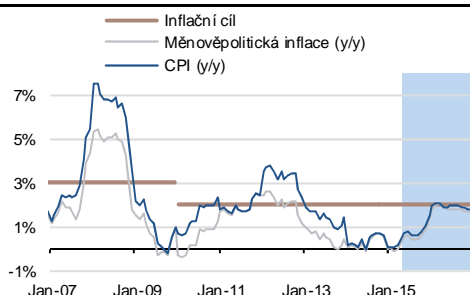
Príspevek jednotlivých složek inflace do revize našeho výhledu (srovnání s dubnovou prognózou)



Solidní růst tažený domácí poptávkou očekáváme i v příštím roce. HDP by se mělo zvýšit o 2,7 %.

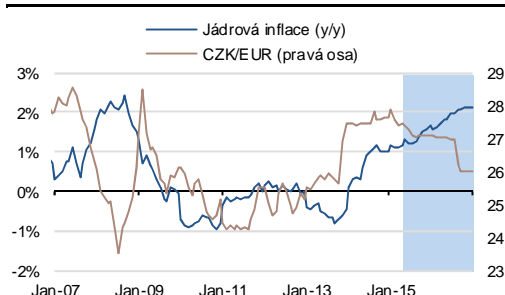
**Jádrové ceny zůstanou v centru pozornosti i v příštích dvou letech. Poté, co se na začátku minulého roku odrazily ode dna (také díky devizové intervenci ČNB) pozorujeme postupný nárůst. Rostoucí spotřebitelské výdaje podpořené vyššími mzdami také pomohly.** Měnový kurz bude tento rok působit mírně negativně a tento efekt se ještě zintenzivní příští rok, až bude ve třetím čtvrtletí odstraněn kurzový závazek. Na druhé straně se domníváme, že dovozci a maloobchodníci část korunového posílení vstřebají do svých marží, stejně jako jejich marže vstřebaly část oslabení koruny po intervencích. Jádrové ceny postupně porostou a jejich inflace dosáhne 2 % v polovině roku 2016. Průměrná jádrová inflace tento rok dosáhne 1,3 % a příští rok by se měla zvýšit na 2 %.

### Český inflační výhled



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

### Jádrová inflace a devizový kurz



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

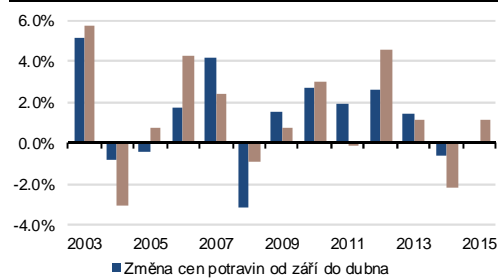
Ceny ropy v současnosti znovu klesají a vytváření protiinflační tlaky skrze ceny pohonných hmot.

Po výrazném propadu cen ropy na světových trzích na přelomu roku, klesly i ceny paliv a dolů s sebou vzaly celý cenový index. Po krátkém oživení dostávají ceny ropy další ránu. Dohoda s Íránem a stále nízká poptávka z Číny tlačí ceny ropy zpět na velmi nízké úrovně. Analytici SG očekávají, že ropa bude postupně zdražovat, ale rozhodně by se neměla dostat ani na dohled k hodnotám z loňského roku. Pro **ceny pohonných hmot** to znamená pokles v následujících měsících, než začnou znovu postupně růst.

**Regulované ceny** také do jisté míry závisí na cenách ropy. Elektřina a plyn se na burze obchodují levněji než před rokem. To by se mělo přelit i do koncových cen elektřiny pro domácnosti. Silová elektřina by tak měla mírně klesnout, což by mělo být částečně vyrovnáno zvýšením regulované složky z důvodu renovace distribuční sítě. Velmi podobná je i situace na trhu s plynem. Ceny plynu by také měly zaznamenat mírný pokles. Celkově by regulované ceny měly prakticky stagnovat tento i příští rok. Ceny zvýší rostoucí daně z tabáku, které v roce 2016 přidají do inflace 0,14 pb.

První odhady letošní sklizně ukázaly na průměrnou úrodu (po dvou letech nadprůměrných výsledků). Nicméně po tomto prvním odhadu nastala vlna veder a sucha, což by podle zemědělských odborníků mohlo poničit plodiny a úrodu ještě snížit. **Ceny potravin** by tak měly v průběhu druhé poloviny tohoto roku zrychlit a v tomto trendu by měly pokračovat v roce 2016.

Nižší úroda zatlačí na ceny potravin



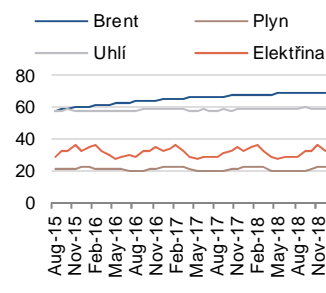
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

**Celková inflace by ve druhé polovině roku měla akcelarovat a v průměru za celý rok by měla dosáhnout 0,6 %. Inflační cíl by měl být dosažen na začátku příštího roku** a nadále by se cenový růst měl držet v jeho blízkosti. Riziko pomalejšího růstu pramení z nízkých globálních cen ropy. Jejich růst by mohl být pomalejší, než ukazují současné výhledy. V takovém případě by bylo dosažení inflačního cíle v ohrožení.

České ekonomické oživení nabírá na síle. HDP v prvním čtvrtletí vykázalo výjimečný výsledek částečně i díky jednorázovému efektu, ale hlavně díky dobrým fundamentům. Domácí poptávka je pro ekonomiku stále důležitější, což je zřejmé nejenom ze spotřeby domácností podpořené snižující se nezaměstnaností, ale i v domácích průmyslových objednávkách, které v posledních měsících rostou rychleji než ty zahraniční. Takové prostředí spolu s fiskální expanzí svědčí investicím. Největší vzpruhou pro investice je však příliv prostředků z fondů EU z končícího programového období 2007-2013. Oživení je patrné i v cenovém vývoji. Jádrové ceny zrychlily a v posledních měsících překvapovaly vyšší inflací. Naše předpovědi ukazují, že tyto trendy budou pokračovat. Investice a stavebnictví by měly ještě zrychlit kvůli dočerpávání fondů EU. Spotřební poptávka bude těžit z nízké cenové hladiny a uvolněné fiskální politiky. Příští rok by růst veřejných investic měl zpomalit, ale soukromé investic se nezastaví, když budou nadále podporovány domácími faktory i zrychlením zahraničního růstu.

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

Výhled cen energetických komodit (futures kontrakty v USD)



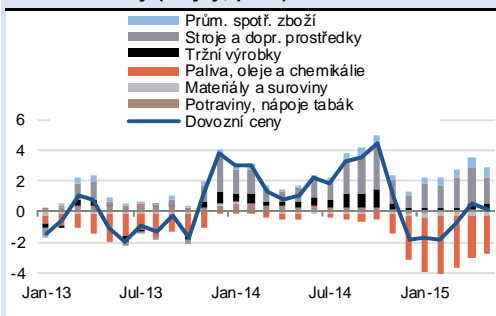
Zdroj: Bloomberg

### BOX: Vývoj primárních cenových okruhů

Pro posouzení budoucího vývoje spotřebitelských cen je důležité se podívat na vývoj v primárních cenových okruzích, které spolu s vývojem marží v odběratelsko-dodavatelském řetězci ovlivňují vývoj spotřebitelských cen a tedy i chování centrální banky snažící se cílovat inflaci na úrovni 2 % y/y.

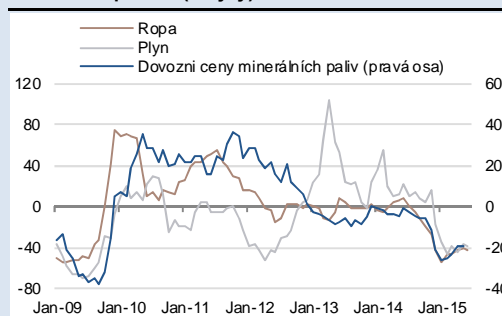
Jedním z důležitých primárních cenových okruhů jsou **dovozní ceny**, které jsou převodním kanálem zahraničních cen a kurzového vývoje do české ekonomiky. Ty podle očekávání vzrostly koncem roku 2013 po intervenci ČNB na devizovém trhu. Oslabený kurz české koruny primárně vůči euru měl na jednu stranu pomoci exportní výkonnosti českých firem, kterým vyšší ziskovost měla umožnit zrychlit mzdový růst, a tak zvýšit domácí inflační tlaky. Dalším cílem intervence bylo zvýšení dovozních cen a dodat tak impuls k růstu cen v české ekonomice i prostřednictvím tohoto transmisního kanálu. Celý loňský rok tedy v reakci na zásah ČNB dovozní ceny v meziročním vyjádření rostly. Tento vzestup byl na přelomu loňského a letošního roku přerušen poklesem cen minerálních paliv a dočasným zpomalením růstu cen strojů a dopravních prostředků. Opětovný růst této položky v posledních měsících při pokračujícím meziročním poklesu energetických komodit je tahounem nárůstu dovozních cen. V květnu ovšem dovozní ceny svůj předchozí mírný růst korigovaly a v podstatě stagnovaly především v důsledku zpomalení meziroční růstové dynamiky cen strojů a dopravních prostředků při skoro stejném meziročním poklesu dovozních cen energií jako v dubnu letošního roku. Po vypřechání tohoto meziročního efektu se ovšem do budoucna nepočítá s dalšími poklesy. Futures kontrakty na ropu Brent míří vzhůru, ale tento růst je pozvolný a rozložený do několika budoucích let. Ostatní energetické komodity ve výhledech stagnují a momentálně tak nepředstavují žádné budoucí inflační riziko.

Dovozní ceny (% y/y, p. b.)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Minerální paliva (% y/y)

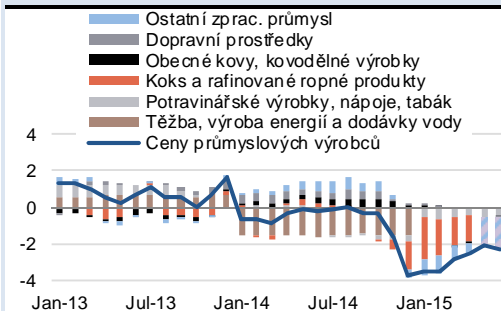


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Dalším důležitým cenovým okruhem v odběratelsko-dodavatelském řetězci jsou pak průmyslové ceny. Tyto ceny v meziročním vyjádření od začátku loňského roku klesaly v důsledku poklesu cen v sektoru těžby, výroby energií a dodávek a zpracování vody. Tento pokles se ovšem po celý rok držel v řádu desetin procenta. V prosinci loňského roku se ale ceny průmyslových výrobců propadly až o 2,7 % y/y vlivem souběhu několika faktorů. Hlavním důvodem bylo promítnutí se poklesu světových cen ropy do cen v sektoru koksů a rafinovaných ropných produktů. Souběžně ovšem také došlo k poklesu cen v potravinářském sektoru spojeným s poklesem cen zemědělských výrobců a dovážených potravin v důsledku velmi dobré loňské úrody ve světě. K těmto dvěma faktorům se také přidalo utlumení růstu

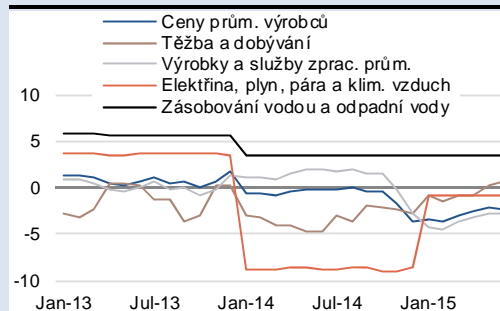
cen v sektoru výroby dopravních prostředků. Od začátku letošního roku se ovšem pokles cen průmyslových výrobců zmiřňuje a jeho vývoj do budoucna bude ovlivněn především meziroční dynamikou cen energetických surovin, která by od vypršení meziročního efektu koncem letošního roku měla stagnovat, jak uvedeno výše v textu.

Ceny průmyslových výrobců (% y/y, p. b.)<sup>2</sup>



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní sektory průmyslových cen (% y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

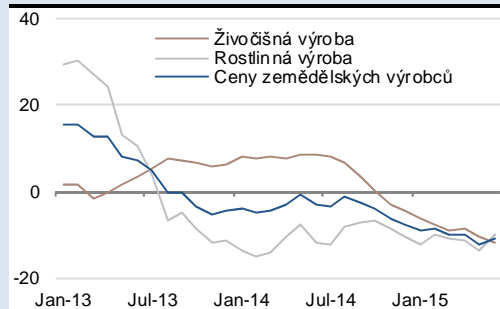
Spotřebitelské ceny, hlavně ceny potravin, jsou kromě těchto dvou výše zmíněných okruhů ovlivňovány také cenami zemědělských výrobců. **Ceny zemědělských výrobců** od poloviny roku 2013 klesají, což bylo především důsledkem poklesu cen rostlinné výroby po velmi dobrých úrodách v letech 2013 a 2014. Tyto prohlubující se poklesy byly v květnu mírně korigovány. Pokles cen zemědělských výrobců z titulu rostlinné výroby bude pravděpodobně do konce roku vyrchávat.

Ceny zemědělských výrobců (% y/y, p. b.)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vývoj jednotlivých skupin zem. výrobců (% y/y)

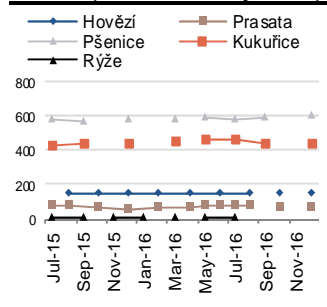


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ceny nejspíše porostou, protože letošní první zveřejněná data ČSÚ ohledně vývoje letošních sklizní v ČR ukazují nižší sklizeň letos, než tomu bylo v minulých letech. Osevní plochy sice v průměru klesly pouze marginálně. Ovšem vzhledem k suchému počasí v červnu a červenci, které rozhodují o výnosu obilovin, bude letošní hektarový výnos nižší a tedy i celková sklizeň. Hodnocení domácí úrody odpovídá i očekávání úrody v hlavních světových producentských státech. Podle zatím dostupných údajů bude letošní úroda nižší než v minulých letech, ale měla by dosahovat dlouhodobých průměrů. Toto se odráží i ve vývoji cen zemědělských komodit na světových trzích, které jsou meziročně vyšší, avšak v na delším horizontu nevykazují žádné růstové tendence, ať už ve složce živočišného či rostlinného původu.

<sup>2</sup> ČSÚ v květnu a červnu nepublikoval z titulu ochrany svých individuálních respondentů údaje za sektor Koksů a rafinovaných ropných výrobků. V grafu je tedy tato skupina sloučena se sektorem Ostatního zpracovatelského sektoru.

**Výhled cen potravinářských komodit (futures kontrakty v USD)**



Zdroj: Bloomberg

Ke konci roku lze tedy očekávat zmírnění poklesu a následný meziroční růst z titulu meziročně vyšších cen zemědělských výrobců v důsledku nižší sklizně. V meziměsíční dynamice by ovšem neměly ceny zemědělských výrobců dosahovat velkých růstů, protože výhledy futures kontraktů na další období neukazují na žádný velký růst zemědělských cen. Naopak současný meziroční pokles energetických surovin by měl odeznít. Do budoucna ovšem ani tyto komodity nepředstavují velký inflační potenciál.

**David Kocourek**  
 +420 222 008 569  
 david\_kocourek@kb.cz



## Klíčové makroekonomické ukazatele

	1Q 15	2Q 15	3Q 15	4Q 15	1Q 16	2Q 16	3Q 16	4Q 16	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>HDP a jeho struktura</b>														
<b>HDP (reálně, y/y, %)</b>	4,0	2,7	2,9	3,3	2,3	3,4	2,8	2,2	2,0	3,2	2,7	2,2	2,2	1,8
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	2,9	2,9	2,7	2,3	1,4	1,7	1,8	1,8	1,5	2,7	1,7	1,5	1,3	1,2
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	2,5	2,2	3,0	1,2	1,5	1,3	0,9	0,6	1,8	2,2	1,1	1,4	1,5	2,0
Fixní investice (reálně, y/y, %)	2,7	2,7	5,6	10,7	6,6	6,3	3,6	-1,5	2,1	5,4	3,8	1,4	2,8	4,7
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	-0,4	0,7	0,6	-0,2	0,3	0,2	0,2	1,2	-0,1	0,2	0,5	-0,1	0,0	-0,2
Zásoby (příspěvek do y/y)	1,9	-0,7	-0,7	0,0	-1,0	0,4	0,8	0,3	0,6	0,1	0,1	0,5	0,5	0,2
<b>Měsíční data z reálné ekonomiky</b>														
<b>Zahraniční obchod (mld. CZK) (*) (***)</b>	107,3	115,7	108,2	94,5	100,5	99,8	101,2	101,0	441,0	426,4	399,3	393,9	380,5	370,6
Vývozy (nominálně, y/y, %)	7,6	6,8	8,3	7,7	8,9	13,5	9,1	9,3	14,1	7,6	10,2	5,5	3,2	3,5
Dovozy (nominálně, y/y, %)	9,6	5,9	9,7	10,8	10,8	17,4	10,8	9,4	12,7	9,0	12,1	6,2	3,8	4,0
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	4,5	4,4	6,3	7,3	7,3	10,6	7,2	7,2	5,0	5,6	8,1	4,8	2,3	2,1
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	7,7	9,5	9,2	13,2	5,9	9,5	6,1	4,2	5,6	9,9	6,4	3,1	4,0	4,2
Maloobchod (reálně, y/y, %)	6,4	5,6	5,9	4,8	3,2	4,1	4,0	3,9	2,9	5,7	3,8	3,2	2,5	1,2
<b>Trh práce</b>														
<b>Mzdy (nominálně, y/y, %)</b>	2,2	2,1	2,4	2,8	3,4	3,6	3,9	3,7	2,3	2,4	3,7	3,5	3,1	3,1
Mzdy (reálně, y/y, %)	2,1	1,4	1,7	1,7	1,4	1,6	1,8	1,7	1,9	1,7	1,6	1,4	1,2	1,2
Mzdy nezaměstnanosti (MPSV, %)	7,2	6,2	6,0	6,2	6,4	5,3	5,3	5,6	7,6	6,4	5,7	5,5	5,3	5,4
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	6,0	5,7	5,5	5,3	5,5	4,8	4,8	4,7	6,1	5,6	4,9	4,7	4,5	4,6
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	1,2	1,3	0,9	0,8	0,5	0,6	0,7	0,6	0,8	1,0	0,6	0,2	0,2	-0,1
<b>Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu</b>														
<b>Inflace (y/y, %)</b>	0,1	0,7	0,6	1,0	2,0	1,9	2,0	2,0	0,4	0,6	2,0	2,1	1,9	1,9
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Jádrová inflace (y/y, %) (**)	1,2	1,2	1,3	1,6	1,7	2,0	2,2	2,2	0,7	1,3	2,0	2,0	1,9	1,9
Ceny potravin (y/y, %) (**)	-1,6	-0,2	0,2	1,2	3,0	2,6	2,2	1,8	2,0	-0,1	2,4	1,6	1,4	1,8
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (**)	-14,4	-10,0	-11,8	-9,4	8,6	6,1	5,8	5,5	0,1	-11,4	6,5	0,7	-0,7	-2,6
Regulované ceny (y/y, %) (**)	0,5	0,6	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-3,0	0,3	0,2	2,5	2,9	3,1
Ceny v průmyslu (y/y, %)	-3,3	-2,3	-1,8	0,3	2,7	2,4	1,8	1,2	-0,7	-1,8	2,0	1,6	1,6	1,5
<b>Finanční proměnné</b>														
<b>2W Repo (průměr)</b>	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	1,09	2,50	3,30
3M PRIBOR (průměr)	0,33	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,36	0,31	0,31	1,31	2,70	3,48
CZK/EUR (průměr)	27,61	27,39	27,09	27,10	27,07	27,02	26,40	26,00	27,5	27,3	26,6	25,5	24,8	24,6
CZK/USD (průměr)	24,53	24,75	24,62	25,65	26,71	26,49	25,88	25,49	20,8	24,9	26,1	23,9	21,5	20,2
<b>Vnější prostředí</b>														
<b>HDP v EMU (reálně, yoy, %)</b>	1,0	1,4	1,6	1,7	1,7	1,6	1,6	1,5	0,9	1,4	1,6	1,5	1,4	1,3
HDP v Německu (reálně, yoy, %)	1,0	1,6	2,0	1,7	1,8	1,6	1,5	1,4	1,6	1,6	1,6	1,4	1,3	1,3
CPI v EMU (yoy, %)	-0,3	0,2	0,4	0,9	1,5	1,4	1,6	1,6	0,4	0,3	1,5	1,5	1,4	1,2
Ropa Brent (USD/bbl, průměr)	54,9	62,9	65,0	65,0	66,0	64,0	64,7	65,4	99,8	62,0	65,0	70,0	75,1	75,0
Euribor 1Y (průměr)	0,26	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,18	0,18	0,48	0,19	0,17	0,20	0,67	1,48
USD/EUR (průměr)	1,13	1,11	1,10	1,06	1,01	1,02	1,02	1,02	1,33	1,10	1,02	1,06	1,15	1,22

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

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

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

## ČNB Focus

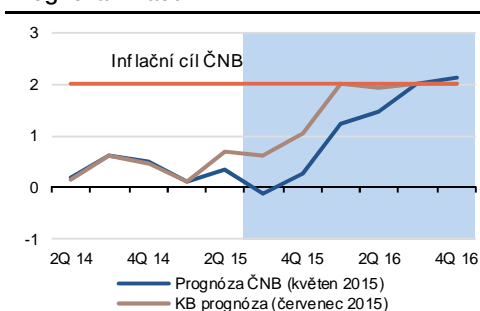
### Švýcarská cesta se stává možností



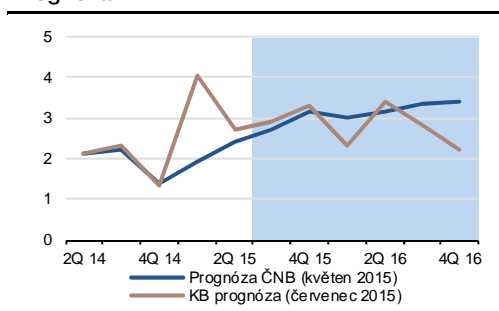
Viktor Zeisel  
(420) 222 008 523  
viktor\_zeisel@kb.cz

Na příštím zasedání bankovní rady 6. srpna neočekáváme žádnou změnu měnové politiky. Sazby by měly zůstat na technické nule, zachován zůstane i kurzový závazek na 27,00 CZK/EUR. Jak údaje z reálné ekonomiky, tak inflační čísla v posledních měsících překvapovala vyššími hodnotami, a tak se diskuze posunula od tématu zvyšování hladiny kurzového závazku nebo prodloužení jeho platnosti k rychlejšímu opuštění intervenčního režimu či negativním úrokovým sazbám. Naším hlavním scénářem zůstává opuštění kurzového závazku ve třetím čtvrtletí 2016, i když vidíme nenulovou pravděpodobnost (20 %) dřívějšího opuštění intervenčního režimu ve švýcarském stylu. Pro jakou variantu se ČNB rozhodne bude záležet na tržních datech.

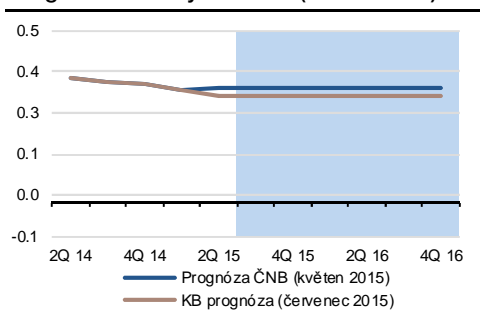
Prognóza inflace



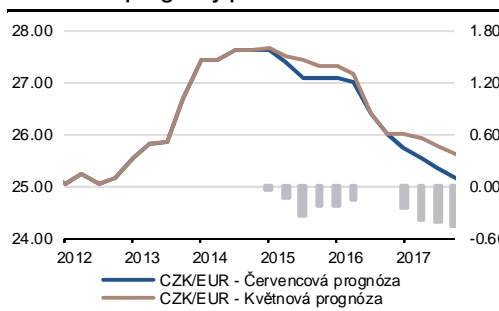
Prognóza HDP



Prognóza úrokových sazeb (3M PRIBOR)



Revize KB prognózy pro kurz CZK/EUR



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

Na svém posledním zasedání zhodnotila bankovní rada ČNB rizika prognózy jako **vyrovnaná**. Všechny makroekonomické údaje překvapily proinflačním směrem a jediným protiinflačním faktorem zůstal devizový kurz. I od této poslední diskuze překvapovala inflace centrální banku vyššími mírami. Hlavním tématem na zasedání byl výrazný růst HDP v prvním čtvrtletí tohoto roku. I když se členové bankovní rady shodli, že byl do velké míry způsoben jednorázovými efekty, **zhodnotili, že se ekonomické oživení dostává do obrátek. Nicméně jedním dechem doplnili, že v případě potřeby, jsou připraveni vstoupit na trhy a zvýšit hladinu kurzového závazku.**

Od posledního zasedání se centrální bankéři ve svých veřejných vystoupeních zabývali hlavně situací v Řecku a jejími dopady na českou ekonomiku. Z hlediska měnové politiky byl zajímavější rozhovor ředitele sekce měnové ČNB Tomáše Holuba z 23. července pro server

*ihned.cz*. Ten zdůraznil význam prognózované inflace nad inflačním cílem pro opuštění intervenčního režimu. V tomto ohledu zmínil možnost odložení konce kurzového závazku. Zajímavá byla také jeho zmínka o negativních sazbách. Tomáš Holub o nich mluvil jako o možném doplňku ke kurzovému závazku.

**Náš inflační výhled nedoznal výraznějších změn a stále vidíme dosažení inflačního cíle na začátku příštího roku.** Spolu s dobrou výkonností reálné ekonomiky to nenasvědčuje dalšímu odkládání konce kurzového závazku. Navíc se výrazně zlepšila vnější rovnováha v podobně běžného účtu. Částečně za to může příliv prostředků z fondů EU, ale svou roli hraje i nižší výplata dividend do zahraničí a vyšší přebytek obchodní bilance, což zvyšuje příliv prostředků do domácí ekonomiky a vytváří tlak na posilování koruny. ČNB již byla tento měsíc přinucena svůj kurzový závazek bránit. I když intervenční objemy jsou stále relativně malé, **pravděpodobnost větších útoků se bude zvyšovat, jak se budeme přibližovat termínu předpokládaného opuštění závazku.** ČNB by tak mohla být donucena k nákupům cizí měny ve velkých objemech. Její další kroky budou záviset na dalším vývoji na devizovém trhu.

#### **Pravděpodobnost snižování sazeb se zvýšila, Švýcarská cesta se stává alternativou**

**V případě, že by příliv spekulativního kapitálu nastal již tento rok, očekáváme, že by ČNB přistoupila k zavedení negativních úrokových sazeb,** aby odradila další příliv deviz do české ekonomiky. Toto opatření se již diskutovalo na zasedání bankovní rady, i když se zatím zdá, že nejde o preferovanou variantu. Vláda byla informována, že negativní sazby se mohou stát realitou a má tak možnost připravit nutné legislativní změny. **Záporné sazby nejsou naším hlavním scénářem.** Domníváme se, že ČNB by zavedla tento krok pouze v případě velkého kapitálového přílivu, který by tlačil na kurzový závazek. Tomuto scénáři přisuzujeme pravděpodobnost 30%.

**V případě, že spekulativní příliv kapitálu přijde v první polovině příštího roku, by ČNB mohla přistoupit ke „švýcarskému scénáři“.** I když členové bankovní rady tvrdí, že neexistuje horní hranice pro akumulaci devizových rezerv, domníváme se, že by nebyli nadšení, kdyby do intervencí museli vložit koruny v hodnotě desítek miliard eur. V takovém případě by mohli následovat příkladu švýcarské centrální banky a zrušit kurzový závazek bez předchozího upozornění ještě v prvním pololetí příštího roku. Tomuto scénáři dáváme pravděpodobnost 20%.

Ať již nastane jakákoliv situace, **česká koruna nebude ponechána v čistě volně plovoucím režimu.** Centrální banka by podle nás intervenovala na předem nespecifikovaných úrovních, aby zabránila skokovému zhodnocení, jaké nastalo po opuštění kurzového závazku ve Švýcarsku. Podle našeho názoru by dalším přechodným cílem byla hranice 26,00 CZK/EUR.

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

**Konec mandátů současných členů BR**

Člen BR	Konec mandátu
Miroslav Singer	30. června 2016
Kamil Janáček	30. června 2016
Lubomír Lízal	12. února 2017
Pavel Řežábek	12. února 2017
Mojmír Hampel	30. listopadu 2018
Vladimír Tomšík	30. listopadu 2018
Jiří Rusnok	29. února 2020

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČNB

**BOX: Složení bankovní rady ČNB po 1. červenci 2016**

O opuštění nestandardního nástroje měnové politiky, měnového kurzu, a návratu ke standardně vykonávanému inflačnímu cílení pomoci základních úrokových sazeb, rozhodne pravděpodobně až bankovní rada ČNB v novém složení. Guvernérovi ČNB Miroslavu Singerovi totiž 30. června 2016 končí jeho druhý mandát a podle zákona o České národní bance nemůže dále v bankovní radě působit. Ke stejnému dni vyprší mandát i dalšímu členovi bankovní rady Kamilu Janáčkoví. Kamil Janáček bude moci být jmenován ještě na další funkční období. I když tuto eventualitu nevylučujeme, tak i pouhým koncem mandátu guvernéra dojde nejen k personální obměně bankovní rady, ale také k jinému hierarchickému uspořádání jejích členů, z čehož může plynout změna náhledu na vykonávání měnové politiky.

Podle zákona o České národní bance členy bankovní rady jmenuje prezident republiky. Je tedy jeho výlučným právem jmenovat, koho chce, pokud tato osoba splňuje zákonné podmínky<sup>3</sup>. V minulosti se už prezident Miloš Zeman vyjádřil k tomu, že guvernérem jmenuje současného člena bankovní rady Jiřího Rusnoka.<sup>4</sup> Na druhou stranu existuje teoretická možnost, že Jiří Rusnok nemusí být nakonec guvernér, protože se s prezidentem Milošem Zemanem rozcházejí v názoru na použití a efektivitu intervencí.<sup>5</sup> To vše v situaci, kdy se prezident Miloš Zeman již dříve vyjádřil, že do bankovní rady nebude jmenovat osoby podporující devalvaci koruny<sup>6</sup>. Jiřímu Rusnokovi už mandát nemůže být omezen, ale o to více se tedy může prezident ČR snažit prosadit svůj názor na zrušení intervenčního zásahu jmenováním osob se souznějícími názory. Guvernér je totiž při hlasování v bankovní radě pouze jedním ze sedmi možných hlasů. Na důležitosti přibírá až v případě rovnosti hlasů<sup>7</sup>.

S výhodou toho, že prezident Miloš Zeman se už v předvolební kampani vyjádřil<sup>8</sup>, koho by do bankovní rady ČNB jmenoval, se můžeme podívat na jejich názory a tak si udělat představu o možném dalším směřování měnové politiky od druhé poloviny příštího roku. Ve výše citovaném rozhovoru Miloš Zeman (v té době prezidentský kandidát) jako své favority do bankovní rady ČNB jmenoval makroekonomy z Českomoravské komory odborových svazů Jaroslava Ungermana a Martina Fassmanna. Oba dva pánové se k intervencím vyjádřili zdrženlivě či spíše negativně. Jaroslav Ungerman řekl: „No, já myslím, že to tak jednoduché není. Samozřejmě ceny porostou, ale jako já si nejsem jist, jestli to skutečně bude mít takový efekt na naše výrobce.“<sup>9</sup>, nebo „Krok centrální banky ukazuje, že cesta ze současné krize nevede přes opatření v měnové politice. Skutečně se o to má centrální banka pokoušet s tím,

<sup>3</sup> Zákon o ČNB tyto podmínky definuje v odst. 6 § 6.

<sup>4</sup> Bloomberg, 20. února 2015

<sup>5</sup> Rusnok: Znehodnocení úspor kvůli intervenci? Zeman se mýlí. DTV, 15. dubna 2015, <http://video.aktualne.cz/dtv/rusnok-znehodnoceni-uspor-kvuli-intervenci-zeman-se-myli/r--d6b2af08e37c11e4a66e0025900fea04/>

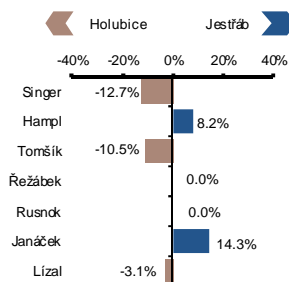
<sup>6</sup> Lang, Václav: Kvůli intervenci ČNB nemusíme přijímat euro ve výhodném kurzu, varoval Zeman. Novinky.cz, 20. dubna 2015, <http://www.novinky.cz/domaci/367488-kvuli-intervenci-cnb-nemusime-prijimat-euro-ve-vyhodnem-kurzu-varoval-zeman.html>

<sup>7</sup> Tedy v případě nepřítomnosti jednoho nebo tří členů bankovní rady. Bankovní rada je totiž usnášenschnopná pouze při účasti minimálně čtyř členů bankovní rady ČNB.

<sup>8</sup> Kunštek, Martin: Miloš Zeman: Zákaz kouření v hospodách bych vetoval!. Blisty.cz, 4. ledna 2013, <http://www.blisty.cz/art/66775.html>

<sup>9</sup> Devizové intervence ČNB, ČRo Radiožurnál - Ozvěny dne – publicistika, 15. listopadu 2013

## Jestřábí a holubice



Poznámka: jestřábí či holubičí postoj je spočítán na základě hlasování jednotlivých členů bankovní rady ve srovnání s finálním rozhodnutím. Údaje jsou očištěny o počet zasedání, kterých se člen zúčastnil.  
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

že přetlačí trh a bude mu diktovat svoji vůli?<sup>10</sup> Martin Fassmann prohlásil: „My jsme ho (zavedení intervenčního režimu) tak úplně nekritizovali. Jenom je podle nás problematické v okamžiku, kdy nevíme, jaké bude mít vlastně efekty. Jestli opravdu přinese podporu ekonomického růstu, zda bude znamenat nějaký zásadní posun v oblasti reálné ekonomiky, zda napomůže vzniku nových pracovních míst a tak dále.“<sup>11</sup>, nebo „Centrální banka se snaží podnítit nákupní horečku, když tak trochu naznačuje, že nepřipustí, aby bylo levněji. Z toho soudím, že má představu, že lidé mají volné peníze ve slamníku. To ale neodpovídá realitě.“<sup>12</sup> a konečně „Samozřejmě, že intervence zafunguje, ale ptejme se, jestli pozitivně, nebo negativně. A já se obávám, že tam, kde jsou pevné platby, například ve zdravotnictví, v celém systému zdravotnictví tato intervence povede jenom k zostření finanční situace. Jsem si tím naprosto jistý.“<sup>13</sup>

Je tedy zřejmé, že zmínění kandidáti prezidenta Miloše Zemana na post v bankovní radě ČNB by jeho podmínku na odstranění intervenčního zásahu splňovali. V nové bankovní radě tedy posílí rezervovaný či přímo odmítavý postoj k intervencím. Paradoxně by se ovšem celkový postoj bankovní rady mohl od poloviny roku 2016 posunout blíže do holubičího spektra (spíše k podpoře růstu i za cenu mírně vyšší inflace).

I přes výše zmíněné zůstávají nezodpovězené otázky. Jak se noví členové bankovní rady zachovají po jmenování do čela velké a důležité instituce, jakou Česká národní banka je, s analytickým týmem několika desítek lidí, kteří případně budou situaci vidět z jiného úhlu? Jak daleko budou ochotni zajít s opouštěním kurzového závazku v situaci, kdy tomu budoucí makroekonomická situace nebude nahrávat? Jak velké diplomatické úsilí budou schopni předvést v tělese s dalšími kolegy, se kterými budou spolu dohromady zodpovědní za vytváření měnové politiky České republiky?

**David Kocourek**  
+420 222 008 569  
david\_kocourek@kb.cz

<sup>10</sup> Zbyněk Fiala: Hrátky s korunou to nespraví. Vasevec.cz, 21. listopadu 2013, <http://www.vasevec.cz/ekonomika/zbynek-fiala-hratky-s-koronou-nespraví>

<sup>11</sup> Ekonom odborů: Přehnané zdražování je marketingový trik. tyden.cz, 12. listopadu 2013, [http://www.tyden.cz/rubriky/byznys/cesko/ekonom-odboru-prehnane-zdravovani-je-marketingovy-trik\\_288611.html](http://www.tyden.cz/rubriky/byznys/cesko/ekonom-odboru-prehnane-zdravovani-je-marketingovy-trik_288611.html)

<sup>12</sup> Svoboda, Jakub a Vavroň, Jiří: ČNB si myslí, že lidé sedí na penězích. Není to tak, varují experti. Novinky.cz, 15. listopadu 2013, <http://www.novinky.cz/ekonomika/319303-cnb-si-mysli-ze-lide-sedi-na-penezich-neni-to-tak-varuji-experti.html>

<sup>13</sup> Ekonomům odborů vychází předpovědi budoucího vývoje tuzemské ekonomiky. Otázky Václava Moravce II., 24. listopadu 2013

## Fiskální výhled České republiky

### Masivní čerpání evropských fondů zvyšuje ekonomický růst



Marek Dřímál  
(420) 222 008 598  
marek\_drimal@kb.cz

**Česká republika letos prochází významnou fiskální expanzí především díky čerpání evropských fondů. V příštím roce ale očekáváme mírnou restriktci. Poměr dluhu k HDP by měl v horizontu predikce klesat z titulu očekávaného ekonomického růstu.**

Česká republika letos prochází významnou fiskální expanzí. Politika vlády vedla (především) ke zvýšení mezd státních zaměstnanců (a to už v listopadu 2014) a sociálních dávek včetně důchodů, zatímco na straně příjmů došlo ke snížení DPH (na nenahraditelnou dětskou výživu, knihy a léky) a navýšení daňových slev na dítě a obnovení slev pro pracující důchodce díky rozhodnutí Ústavního soudu. Nejzásadnějším faktorem je ale růst kapitálových výdajů tažený především čerpáním prostředků z fondů EU (viz níže).

**Navzdory tomu očekáváme, že fiskální úsilí** (změna v cyklicky očištěné primární bilanci veřejných financí o jednorázové faktory) **dosáhne letos „pouhých“ -0,8 pb HDP v porovnání s masivním impulsem ve výši -1,5 pb v roce 2014.** Loňský vývoj byl ale do velké míry uměle ovlivněn propadem daňových příjmů (paradoxně jednorázovým snížením akruálního výnosu daně z tabákových výrobků) a i zakomponováním dalších institucí do veřejného sektoru. V letošním roce předpokládáme, že navzdory nižší (číselné) expanzi bude fiskální stimul efektivnější a výraznější, protože se zaměřuje na zvýšení spotřeby domácností a investic v prostředí rostoucího hospodářství a solidní důvěry v ekonomiku.

#### Dynamika veřejných financí

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Veřejný deficit (% HDP)	-2,0	-2,5	-1,6	-1,3	-1,2	-1,1	-1,1
Fiskální impuls (pb HDP)	-1,5	-0,8	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Veřejný dluh (mld. CZK)	1816	1826	1851	1916	1978	2038	2098
Poměr dluhu (% HDP)	42,6	40,8	39,2	38,7	38,1	37,8	37,5

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

Jedním z hlavních témat letošního ekonomického vývoje je čerpání peněz z evropských fondů. Pravděpodobně nejviditelnějším efektem přílivu evropských peněz je obrovský nárůst stavebnictví, které v posledních měsících zaznamenává dvouciferné růsty. Hlavním tahounem této dynamiky jsou infrastrukturní stavby, které jsou (spolu)financovány především z fondů EU.

#### Proplacené prostředky z fondů EU v prvních měsících roku 2015

Mld. CZK	I	II	III	IV	V	VI
Kumul.	501	505	513	521	530	543
Měsíčně	2,7	3,3	8,5	7,9	8,5	13,8

Zdroj: Ministerstvo pro místní rozvoj, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Česká republika má v letošním roce poslední šanci dočerpat prostředky z EU fondů pro programové období 2007-2013.** Celková alokace pro ČR dosáhla 678 mld. CZK, z čehož na začátku letošního roku zhruba 190 mld. CZK zůstalo stále nevyčerpano. Během první poloviny roku došlo na projektové bázi k vyplacení 45 mld. CZK nových prostředků, přičemž pohled na měsíční statistiky odhaluje poměrně výrazný rostoucí trend (viz tabulka). V hotovostním vyjádření ukazují měsíční plnění státního rozpočtu na ještě vyšší dynamiku. Transfery z EU (ovšem včetně zemědělských dotací) dosáhly v H1 15 celkem 133,3 mld. CZK. Pro následující měsíce předpokládáme, že bude Česká republika pokračovat v čerpání fondů v masivním měřítku. Na základě současných trendů očekáváme v druhé polovině roku příliv zhruba 60 mld. CZK. Celková absorpce fondů za minulé programové období by tak měla dosáhnout cca 600 mld. CZK z celkových možných 678 mld. CZK (tedy cca 88 %).

Nadále předpokládáme, že deficit veřejných financí dosáhne v roce 2015 úrovně 2,5 % HDP. Důvodem jsou především nadále námi předpokládaný schodek státního rozpočtu.

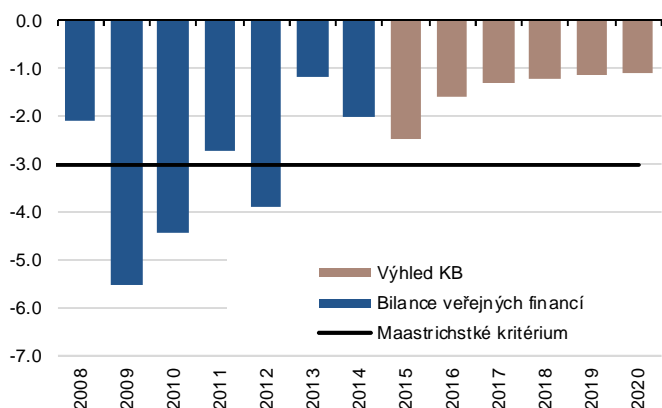
**Nadále předpokládáme, že deficit veřejných financí dosáhne v roce 2015 úrovně 2,5 % HDP. Důvodem jsou především nadále námi předpokládaný schodek státního rozpočtu (100 mld. CZK v hotovostním vyjádření, což je v souladu s rozpočtovým plánem) a jednorázové zaúčtování nového leasingu Gripenů v odhadované hodnotě 10,3 mld. CZK (0,2 % HDP).**

**Vláda plánuje v příštím roce snížit schodek státního rozpočtu z letos očekávaných 100 mld. CZK na 70 mld. CZK. Za tím by mělo stát především zlepšení výběru daní.** Nejdůležitější opatření plánovaná pro příští rok jsou kontrolní hlášení DPH a elektronická evidence tržeb (EET) inspirovaná podobným systémem v Chorvatsku. V souhrnu by tyto dvě novinky měly přinést podle výpočtů ministerstva financí poměrně masivní částku 19,1 mld. CZK díky zlepšení výběru DPH, ale i příjmových daní a pojistného na sociální zabezpečení. V rozpočtu roku 2016 se bude jednat o největší diskreční opatření. Na utahování fiskální politiky bude dále působit plánované zvýšení spotřební daně z tabákových výrobků a růst zdanění hazardu (celkově v objemu 0,1 % - 0,2 % HDP podle výpočtů ministerstva).

**Plánovaná diskreční opatření ve směru expanzivnější politiky jsou pro příští rok méně výrazná.** Vláda přislíbila růst platů státních zaměstnanců o 3 % (zřejmě už od listopadu 2015, ale plně by se mělo projevit až v roce 2016), zvýšení daňových slev na děti a mírný nárůst sociálních dávek. Celkový objem expanzivních politik by měl dosáhnout zhruba 0,2 % HDP.

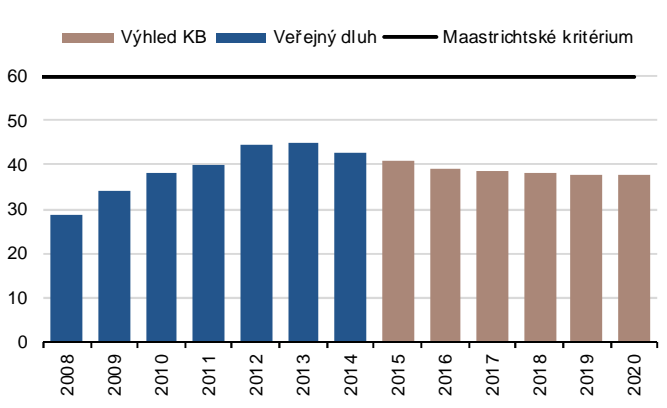
**K novým opatřením určeným k lepšímu výběru daní zaujímáme rezervovanější postoj.** Parlament jednak zatím neschválil zákon o elektronické evidenci tržeb, když opozice dokonce prohlásila, že bude projednávání blokovat obstrukcemi. Důsledkem může být pozdější implementace. Ministerstvo navíc ve svém výhledu předpokládá, že EET povede i ke zvýšení výběru daní z příjmu fyzických osob, kde ale zákon bude mít menší sílu než jeho chorvatský protějšek (v rámci EET v Chorvatsku je možné kontrolovat i zaměstnance poplatníků DPH).

Deficity veřejných financí v % HDP



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Veřejný dluh v % HDP



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka



Schodek veřejných financí v metodice ESA 2010 dosáhne v příštím roce podle našeho očekávání 1,6 % HDP.

**Bilance rozpočtu tak proto podle našich očekávání skončí v mírně hlubším deficitu 75 mld. CZK. Schodek veřejných financí v metodice ESA 2010 dosáhne 1,6 % HDP, když fiskální úsilí očekáváme ve výši 0,2 pb HDP** (ve směru fiskální restrikce).

**Největší neznámou příštího roku je vývoj čerpání prostředků z fondů EU.** V prvních měsících roku 2016 ještě mohou plynout (na hotovostním principu) poslední prostředky z programového období 2007-2013. Nájezd na nové období 2014-2020 ale bude pravděpodobně velmi pomalý. Ministerstvo financí proto v důsledku pro příští rok očekává pouze poloviční kapitálové výdeje.

Solidní ekonomický růst by ale měl vést k poklesu poměru dluhu k HDP. Už v příštím roce tak předpokládáme pokles tohoto poměru pod hranici 40 %.

**Poměr dluhu k HDP by měl pomalu klesat**

**Český veřejný dluh by měl v absolutním vyjádření v letošním roce setrvat prakticky beze změn,** protože schodek rozpočtu (tradičně nejdůležitější faktor zvyšující dluh) by mělo pokrýt čerpání volné vládní likvidity (hlavní výjimkou bude započítání pronájmu Gripenů, který zvýší dluh o cca 10,3 mld. CZK). Už v příštím roce ale bude podle našich předpokladů prostor k dalšímu využití likviditní rezervy výrazně omezenější. Očekáváme, že ministerstvo financí využije jen 50 mld. CZK na pokrytí části schodku a zbývajících 25 mld. CZK zvýší absolutní hodnotu dluhu. **Solidní ekonomický růst by ale měl vést k poklesu poměru dluhu k HDP. Už v příštím roce tak předpokládáme pokles tohoto poměru pod hranici 40 %.**

**Marek Dřimal**  
+420 222 008 598  
marek\_drimal@kb.cz

## Trh českých vládních dluhopisů a IRS

### Zlepšení fundamentů zvýší sklon dluhopisové i swapové křivky



Marek Dřímál  
(420) 222 008 598  
marek\_drimal@kb.cz

Ve zbytku letošního roku očekáváme ve zbytku letošního roku a v roce 2016 relativně velkou nabídku CZGB. Tento faktor spolu se zlepšováním ekonomických fundamentů by měl vyústit v nárůst výnosů dluhopisů s delšími splatnostmi a v důsledku ve zvýšení sklonu výnosové křivky.

Výnosy CZGB v procentech (Bloomberg generic)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

ASW spready v bazických bodech



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

České vládní dluhopisy (CZGB) výrazně zasáhla vlna jarních výprodejů.

České vládní dluhopisy (CZGB) výrazně zasáhla vlna jarních výprodejů. Zatímco v dubnu poklesl výnos desetiletého státního dluhopisu dokonce pod 0,40 %, v červnu naopak přesáhl 1,20 %. Díky korekci na eurovém trhu (především kvůli propadu cen komodit) však nakonec v červenci i výnosy CZGB opětovně poklesly (ten desetiletý směrem k 1,00 %). Krátký konec dluhopisové křivky setrval na velmi nízkých úrovních kolem nuly díky extrémně uvolněné měnové politice ČNB a hodnotám CZK-EUR basis swapů příznivým pro zahraniční investory. Sklon křivky tak plně odrážel vývoj na dlouhém konci. V relativním měřítku došlo v červnu ke zlevnění CZGB oproti swapům především kvůli nervozitě spojené s Řeckem, když výnosy dluhopisů nedokázaly následovat pokles swapových sazeb.

#### Ve zbytku roku 2015 očekáváme solidní nabídku

**Naše očekávání pro (celoroční) výpůjční potřeby vlády a financování ponecháváme prakticky beze změny.** Pouze jsme mírně snížili předpokládanou emisi pokladničních poukázek výměnou za vyšší objem prodaných dluhopisů. Předpokládáme totiž, že se ministerstvo financí pokusí využít pro něj velmi příznivou situaci na krátkém konci dluhopisové křivky, která plyne z relativně hluboce záporných úrovní CZK-EUR basis swapů a tím solidní poptávky zahraničních investorů. Ministerstvo dokonce uvažuje o vydání nového 2Y dluhopisu, což by dále přesunulo emisi z peněžního trhu na krátký konec bondové křivky. Důsledky pro delší splatnosti by však podle našich předpokladů byly omezené.

Předpokládáme, že stát nabídne v aukcích dluhopisů 40 mld. CZK v Q3 a 30 mld. CZK v Q4 (a doplní je prodej pokladničních poukázek).

**V první polovině roku si ministerstvo financí zajistilo jen 51 % z plánovaného celoročního financování po očištění o využití volné likvidity** (pro porovnání Polsko má podle ministra financí zajištěno 78 % až 79 %, Slovensko je na tom podobně jako Česká republika). To by mělo vyústit v relativně velkou nabídku v H2 15 oproti typickému schématu, kdy ministerstvo

vydává podstatně více dluhu v první polovině roku. Předpokládáme, že stát nabídne v aukcích dluhopisů 40 mld. CZK v Q3 a 30 mld. CZK v Q4 (a doplní je prodeji pokladničních poukázek). Nadále uvažujeme čerpání volné vládní likvidity v objemu 100 mld. CZK tak, aby ministerstvo pokrylo celý plánovaný deficit státního rozpočtu.

**Hrubé výpůjční potřeby a financování v roce 2015, mld. CZK**

	KB duben	MF červenec	KB červenec
<b>Výpůjční potřeby</b>			
Schodek rozpočtu	100,0	100,0	100,0
Zpětné odkupy CZGB	20,0	10,0-30,0	20,0
Splátky CZGB	115,3	115,8	115,8
Splátky eurobondů	8,2	8,2	8,2
Splátky spořicíh dluhopisů	11,5	11,8	11,8
Splátky pokladničních poukázek	107,5	107,6	107,6
Splátky ostatních instrumentů peněžního trhu	2,5	2,5	2,5
Splátky půjček od EIB	2,1	2,5	2,5
<b>Celkem</b>	<b>367,2</b>	<b>367,2</b>	<b>367,2</b>
<b>Financování</b>			
Hrubá emise pokladničních poukázek	107,6	min 75	100,0
Ostatní instrumenty peněžního trhu	4,6	?	7,8
Hrubá emise CZGB (v aukcích)	145,0	130,0-180,0	150,0
Přímé prodeje CZGB	10,0	0,0-20,0	10,0
Hrubá emise eurobondů	0,0	0,0-81,0	0,0
Hrubá emise spořicíh dluhopisů	0,0	-0,0	0,6
Půjčky od EIB	0,0	0,0	0,0
Využití likviditní rezervy	100,0	100,0	100,0
Ostatní	0,0	?	0,0
<b>Celkové financování</b>	<b>367,2</b>	<b>358,4-378,4</b>	<b>368,4</b>
<i>Čistá emise CZGB</i>	19,7	?	24,2

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

**Nižší čerpání volné likvidity v roce 2016 povede k nárůstu dluhového financování**

Nejdůležitějším faktorem pro řízení státního dluhu v příštím roce bude nižší čerpání volné likvidity. Předpokládáme, že ministerstvo financí využije 50 mld. CZK oproti letošním 100 mld. CZK z důvodu postupného vyčerpání likviditní rezervy.

Pro příští rok jsme mírně snížili očekávané výpůjční potřeby především z důvodu menšího předpokládaného deficitu státního rozpočtu (vůči našemu předchozímu odhadu o 10 mld. CZK na 75 mld. CZK). Hrubé výpůjční potřeby by tak měly v roce 2016 nakonec vzrůst (jenom) o 12 mld. CZK, viz tabulka níže.

**Nejdůležitějším faktorem pro řízení státního dluhu v příštím roce bude nižší čerpání volné likvidity.** Předpokládáme, že ministerstvo financí využije 50 mld. CZK oproti letošním 100 mld. CZK z důvodu postupného vyčerpání likviditní rezervy. **V důsledku by tak měla v roce 2016 vzrůst emise dluhu.**

Očekáváme, že prodeje CZGB (dluhopisů na domácím trhu v aukcích) ve výši 160,4 mld. CZK doplní ministerstvo nabídkou 2 mld. EUR eurobondů; v opačném případě by došlo k podstatnému růstu domácí nabídky, čemuž se podle nás bude chtít ministerstvo financí vyhnout.

**Hrubé výpůjční potřeby a financování v roce 2016, mld. CZK**

	KB duben	MF červenec	KB červenec
<b>Výpůjční potřeby</b>			
Schodek rozpočtu	85,0	70,0	75,0
Zpětné odkupy CZGB	20,0	10,0-30,0	20,0
Splátky CZGB	122,6	-141,2	132,6
Splátky eurobondů	11,5		13,3
Splátky spořicíh dluhopisů	30,1	30,1	30,1
Splátky pokladničních poukázek	110,0	75,0-100,0	100,0
Splátky ostatních instrumentů peněžního trhu	10,0	5,0-15,0	10,0
Splátky půjček od EIB	1,7	1,7	1,7
<b>Celkem</b>	<b>390,9</b>	<b>338,0-373,0</b>	<b>380,4</b>
<b>Financování</b>			
Hrubá emise pokladničních poukázek	110,0		100,0
Ostatní instrumenty peněžního trhu	10,0		6,0
Hrubá emise CZGB (v aukcích)	160,9		160,4
Přímé prodeje CZGB	10,0		10,0
Hrubá emise eurobondů	50,0		54,0
Hrubá emise spořicíh dluhopisů	0,0		0,0
Půjčky od EIB	0,0		0,0
Využití likviditní rezervy	50,0		50,0
Ostatní	0,0		0,0
<b>Celkové financování</b>	<b>309,9</b>		<b>380,4</b>
<i>Čistá emise CZGB</i>	<i>28,3</i>		<i>17,8</i>

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

**Výhled pro výnosy: očekáváme růst sklonu výnosové křivky**

V horizontu predikce (do konce roku 2016) očekáváme růst dlouhého konce výnosové křivky českých dluhopisů, stejně jako zvýšení jejího sklonu. Důvodem je především makroekonomický růst a zrychlující inflace. Růst by měl i spread mezi 10Y CZGB a výnosem německého Bundu.

**V horizontu predikce (do konce roku 2016) očekáváme růst dlouhého konce výnosové křivky českých dluhopisů, stejně jako zvýšení jejího sklonu.** Důvodem je především makroekonomický růst a zrychlující inflace. Růst by měl i spread mezi 10Y CZGB a výnosem německého Bundu, když na něj bude působit rozdílný vývoj ekonomik obou zemí. Krátký konec výnosové křivky by měl setrvat poblíž současných nízkých úrovní až zhruba do poloviny roku 2016 díky extrémně uvolněné politice ČNB.

**Prognóza výnosů CZGB**

	Q3 15	Q4 15	Q1 16	Q2 16	Q3 16	Q4 16
Výnos 2Y CZGB (%)	0,10	0,15	0,25	0,50	0,70	0,80
Výnos 10Y CZGB (%)	1,15	1,40	1,60	1,90	2,05	2,20
10Y CZGB ASW	-15	-10	-10	-5	-5	-5

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Předpokládáme dvě hlavní rizika pro tento výhled:** (a) V případě snížení sazeb ČNB do záporu by mohl krátký konec výnosové křivky ještě dále poklesnout. (b) Rizika pro vývoj dlouhého konce křivky směřují k nižším výnosům, pokud inflační a makroekonomický vývoj zaostane za očekávaním v horizontu predikce. Konkrétním rizikem je současný propad cen komodit.

V relativním vyjádření předpokládáme mírné zlevnění českých dluhopisů oproti swapům (v delším horizontu výnosové křivky) v H2 15 a v roce 2016 díky relativně vyšší budoucí emisi.

**V relativním vyjádření předpokládáme mírné zlevnění českých dluhopisů oproti swapům** (v delším horizontu výnosové křivky) v H2 15 a v roce 2016 díky relativně vyšší budoucí emisi. Očekávané zvyšování sazeb Fedu by mělo zároveň vyústit v růst dluhopisových výnosů v ostatních zemích regionu CEE, což by mohlo způsobit odliv poptávky z českého trhu.

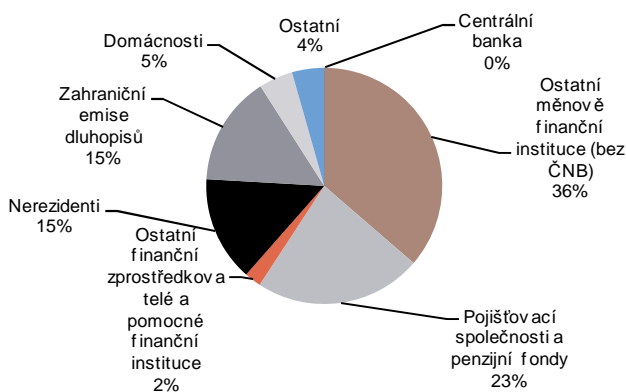
### Regulace: ČNB bude ostře sledovat expozici bank vůči státnímu dluhu

**Viceguvernér ČNB Vladimír Tomšík varoval<sup>14</sup> před vysokou expozicí českých bank vůči domácímu státnímu dluhu.** Držba CZGB v bankách totiž podle Tomšíka představuje 15 % jejich aktiv a 180 % kapitálu. ČNB se tak chce blíže zaměřit na to, zda banky „skutečně zajišťují řádné řízení a krytí rizika koncentrace.“<sup>15</sup> **V případě, že ČNB nebude s řízením rizika expozice spokojena, mohla by centrální banka žádat zvýšení kapitálového polštáře.** Tato opatření by ale mohla být zavedena nejdříve za tři roky. V nejbližším horizontu proto tyto plány podle našeho předpokladu neznamenaají výraznější riziko pro poptávku po CZGB. V dlouhodobější perspektivě ale kroky ČNB mohou samozřejmě vyústit v nižší zájem domácích bank o české státní dluhopisy a v nepříznivé cenové efekty na CZGB.

### Struktura držitelů: podíl zahraničních držitelů nadále vysoký

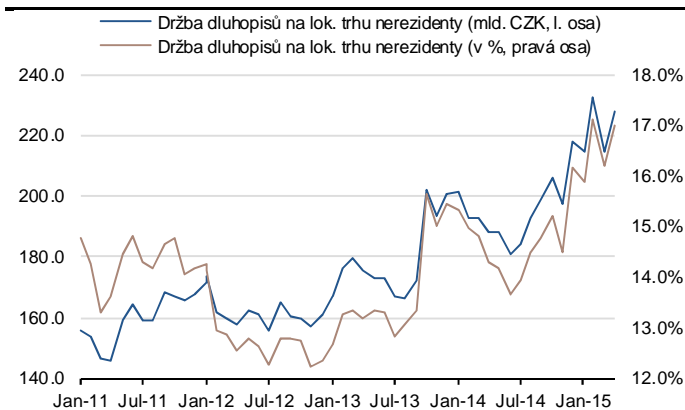
**Podíl zahraničních držitelů českých dluhových instrumentů denominovaných v korunách se v posledních měsících nachází na maximech v dostupné časové řadě** (od začátku roku 2011). Předpokládáme, že se jedná o důsledek solidní zahraniční poptávky především po dluhopisech s kratší dobou splatnosti, která je tažena příznivým CZK-EUR basis swapem (pro investory s eurovou likviditou). **I přesto podíl zahraničních držitelů dosáhl v květnu jen 17 % celkového korunového dluhu.** Pro porovnání tento ukazatel dosahoval v Polsku 39,6 % (květen) a v Maďarsku 29,5 % (červen).

Držba vládních dluhových cenných papírů v CZK, konec května 2015



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

Podíl zahraničních investorů v CZGB na maximu časové řady



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

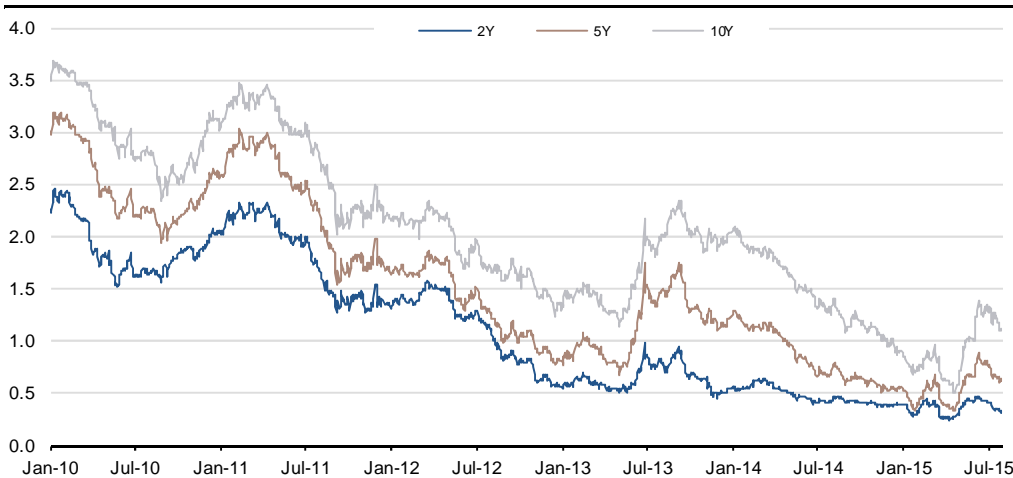
### Trh korunových IRS

**Česká swapová křivka zaznamenala v Q2 15 výrazný růst sklonu tažený svým dlouhým koncem, který následoval pohyb na svém eurovém protějšku.** Ve druhé polovině července nicméně křivka část tohoto pohybu vykompenzovala (opětovně díky pohybu na dlouhém konci eurové křivky), když trhy výrazně ovlivnil pokles cen komodit, nervozita v Číně a otázky nad utahováním měnové politiky amerického Fedu.

<sup>14</sup> V červnovém rozhovoru s HN a v červencovém článku pro časopis Bankovníctví.

<sup>15</sup> Bankovníctví 7-8 2015, str. 21

**Nedávný vývoj CZK IRS (v procentech)**



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Navzdory tomuto nedávnému vývoji v příštích čtvrtletích očekáváme obnovení růstu sklonu výnosové křivky z důvodu pokračujícího ekonomického oživení, zrychlující inflace a úvěrové aktivity (s důsledky pro vyšší poptávku po IRS zajištění).

**Navzdory tomuto nedávnému vývoji v příštích čtvrtletích očekáváme obnovení růstu sklonu výnosové křivky z důvodu pokračujícího ekonomického oživení, zrychlující inflace a úvěrové aktivity (s důsledky pro vyšší poptávku po IRS zajištění).** Tento vývoj bude určován dlouhým koncem výnosové křivky, protože krátký konec zůstane nízko nejméně do začátku roku 2016 kvůli měnové politice ČNB.

**Výhled pro CZK IRS (v procentech)**



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Rizika pro naši prognózu IRS jsou podobná jako v případě našeho výhledu**

**pro výnosy dluhopisů.** Případné snížení sazeb ČNB by vedlo k (dalšímu) poklesu krátkého konce křivky, zatímco rizika (koncentrovaná směrem k nižším výnosům) spatřujeme v pomalejší než očekávané inflaci a ekonomickém růstu.

**Výhled pro CZK IRS (%)**

	Q3 15	Q4 15	Q1 16	Q2 16	Q3 16	Q4 16
2Y	0,40	0,45	0,55	0,70	0,80	0,90
10Y	1,30	1,50	1,70	1,90	2,10	2,25

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Marek Dřimal**  
+420 222 008 598  
marek\_drimal@kb.cz



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

## Korunový devizový trh

### Opuštění intervenčního režimu: do roka a do měsíce

Druhé čtvrtletí bylo pro českou měnu úspěšné.

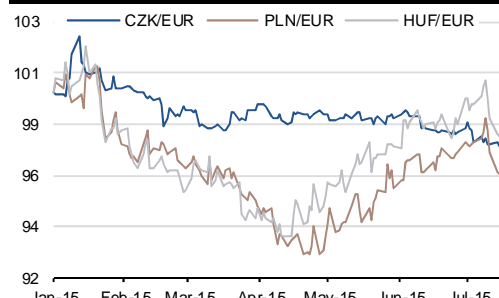
**Koruna se vůči euru dostala v průběhu prvních prázdninových týdnů na nejsilnější hodnotu od zavedení intervenčního režimu v listopadu 2013.** Po volatilním počátku roku bylo druhé čtvrtletí ve znamení stabilizace kurzu kolem průměrné hodnoty 27,38 CZK/EUR. Oproti prvnímu kvartálu si tak česká měna polepšila o téměř procento, v meziročním srovnání byla silnější o čtvrt procenta. Během června a zejména pak v první polovině července se prosadil posilující trend, když se kurz dostal na dosah úrovně kurzového závazku ČNB ve výši 27,00 CZK/EUR. V polovině července se tak kurz na mezibankovním trhu dostal i pod 27,05 CZK/EUR; centrální banka dokonce potvrdila, že 17. července vstoupila na trh. Úspěšná byla česká měna nejenom proti euru, ale dařilo se jí i vůči okolním regionálním měnám. Ty v posledních měsících ztrácely v souvislosti s eskalující řeckou krizí. Naopak česká měna byla vnímána jako regionální bezpečný přístav.

Vývoj kurzu CZK/EUR od počátku roku 2014



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Datastream

Vývoj regionálních měn, 1.1.2015=100



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

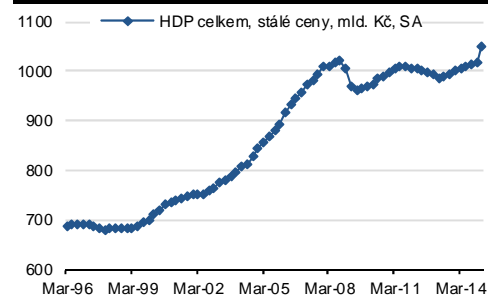
### Zlepšující se reálná ekonomika, rostoucí inflace a slabá dividendová sezóna vytvořily koruně podporu

Korunu podporoval rychle se zlepšující makroekonomický obrázek a slabší dividendová sezóna.

**Tuzemská měna profitovala z lepšícího se makroekonomického rámce.** Růst HDP během Q1 15 překonal veškerá očekávání a byl nejvyšší ze všech zemí EU.

České hospodářství se tím po téměř sedmi letech dostalo nad předkrizovou úroveň. Sílí investiční aktivita podporovaná prostředky z fondů EU, růst je široce založený, patrný prakticky ve všech segmentech ekonomiky. Na udržitelnost trendů ukazuje fakt, že v ekonomice roste zaměstnanost. Pohled na inflační vývoj pak odhaluje, že deflační obavy z počátku roku jsou za námi. Červnový meziroční růst spotřebitelských cen byl nejvyšší za poslední rok a půl. Vliv vyšší než očekávané inflace na měnový kurz diskutujeme v boxu na další straně. V neposlední řadě je při hodnocení druhého čtvrtletí nezbytné uvést, že nebyl pozorován tradiční negativní dopad dividendové sezóny. Jak jsme upozorňovali v předchozím

**Z pohledu úrovně reálného HDP jsme již krizi překonali**



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ



vydání *Ekonomických výhledů*, odliv dividend může být letos oslaben nastupující vyšší investiční aktivitou, která repatriační tendence oslabuje (viz diskusi dále v textu).

### BOX: Korunu podporuje zlepšený inflační výhled

Inflace snižuje kupní sílu měny a přímo tak způsobuje její reálné znehodnocení. To samo o sobě snižuje atraktivitu dané měny a má za následek i znehodnocení nominální. Nicméně v přítomnosti věrohodné měnové politiky může vyšší inflace paradoxně působit na měnu opačným směrem. Kredibilní centrální banka v normálních podmínkách na inflaci, případně na zvýšená inflační očekávání reaguje zvyšováním úrokových sazeb. Investoři zpravidla věří, že se centrální bance tímto krokem podaří udržet budoucí inflaci na uzdě a navíc se měna stává atraktivní vzhledem k vyšším výnosům aktiv. Tento efekt je ještě znásobený v případě, kdy se kurz stává přímým nástrojem měnové politiky, jako je tomu v současnosti v České republice.

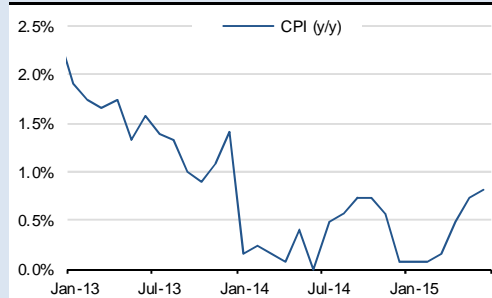
Po vyčerpání úrokových sazeb rozhodla ČNB o použití měnového kurzu jako nástroje měnové politiky. Tím se stal kurz více citlivý na aktuální, respektive očekávanou inflaci. Mechanismus je takový, že pokud je třeba z důvodu nízké očekávané inflace uvolnit měnové podmínky, musí se tak stát oslabením měny. Pokud jedná centrální banka transparentně a je kredibilní, zajistí tento pohyb sám trh. Pokud ne, zasáhne centrální banka. Opačně by to teoreticky fungovalo v situaci, kdy by inflační očekávání byla vysoká. Tady by při absenci úrokového mechanismu centrální banka podporovala zhodnocování své měny.

Vývoj kurzu CZK/EUR od počátku roku 2013



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Inflační vývoj od počátku roku 2013



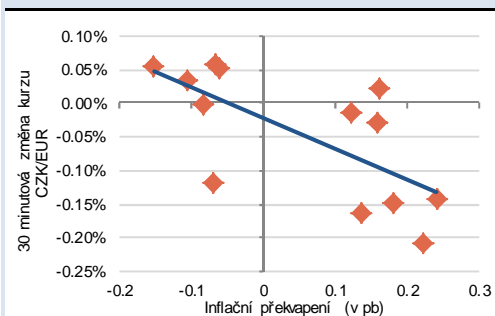
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Jak ukazuje kurzový vývoj koruny vůči euru v posledních dvou letech, **citlivost měnového kurzu na inflační prostředí je patrná**. Inflační očekávání je do značné míry ovlivněno současnou inflací. Testovali jsme citlivost kurzu CZK/EUR na inflační překvapení. Tím chápeme rozdíl mezi skutečnou inflací v daném měsíci a tržním konsensem podle agentury Bloomberg. I z níže uvedeného obrázku je patrné, že reakce měnového kurzu na nová inflační data je v prvních 30 minutách po zveřejnění negativní, tj. na nižší než očekávanou inflaci reaguje koruna oslabením, a naopak. Obdobný, avšak méně robustní výsledek dostaneme, pokud budeme testovat reakci kurzu na inflační překvapení z pohledu centrální banky, tedy pokud budeme posuzovat skutečnou inflaci oproti prognóze ČNB.

Z grafu inflačních překvapení z pohledu centrální banky vyplývá, že ČNB (s jedinou výjimkou) byla v průběhu roku 2013 ČNB až do listopadové intervence překvapována nižší než očekávanou inflací. Obdobný závěr pak platil i v průběhu celého roku 2014. To může vysvětlovat fakt, že kurz koruny se držel poměrně bezpečně nad hladinou kurzového závazku ve výši 27 CZK/EUR, aniž by centrální banka skutečně intervenovala. Deflační obavy vyvolaly

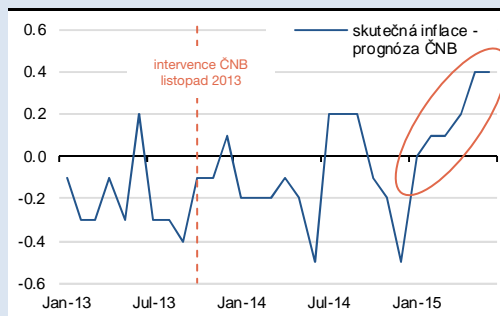
na počátku letošního roku výprodej na české měně. Velmi rychle se ovšem ukázalo, že tato očekávání jsou lichá. Naopak po celou první polovinu letošního roku inflační čísla centrální banky překvapovala svými vysokým hodnotami. A kurz koruny se v první polovině července dostal na nejsilnější hodnotu od zavedení intervenčního režimu.

Reakce kurzu CZK/EUR na zveřejněná inflační data



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn. Za posledních 12 měsíců

Inflační překvapení z pohledu centrální banky (v pb)



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

## Lepší se vnější pozice ekonomiky korunu po opuštění intervenčního režimu podpoří

**České hospodářství profituje z kurzové stability depreciované koruny.** Intervencí z listopadu 2013 se znehodnocená koruna po prvních negativních dopadech v podobě dražších dovozů postupem času proměnila v kurzovou výhodu českých exportérů. Ta přitom nadále přetrvává. Proti koši měn našich nejvýznamnějších obchodních partnerů byl kurz koruny v průběhu Q2 15 nejslabší za posledních osm let. A to samé platí pro efektivní kurz koruny i v reálném vyjádření.

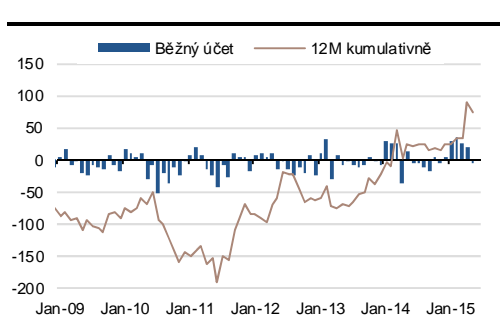
Reálný efektivní kurz koruny



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČNB

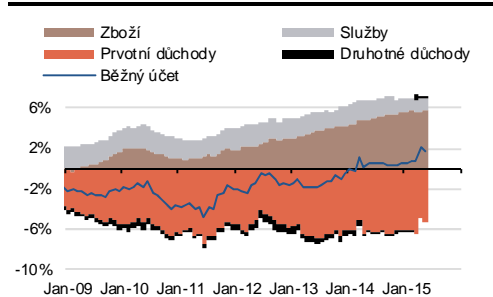
Intervenční režim pomáhá vylepšovat vnější bilanci ekonomiky.

Běžný účet platební bilance, mld. CZK



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

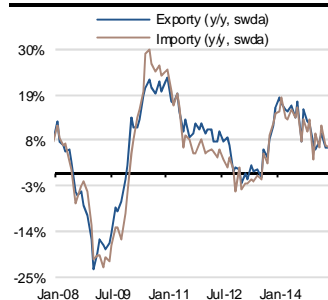
Struktura běžného účtu platební bilance (v % k HDP)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Přebytek na běžném účtu platební bilance se během H1 15 dále zvyšoval.

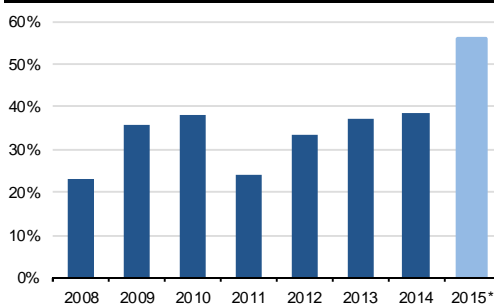
**Meziroční dynamika vývozu a dovozu**



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, CSU

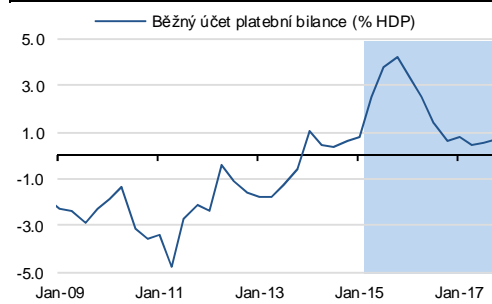
**Navzdory sílící domácí poptávce zůstává běžný účet platební bilance v přebytku.** Poprvé od roku 1993 vykázal vloni běžný účet aktivum (ve výši 0,6 % HDP). Během prvních pěti měsíců letošního roku se pak 12 měsíční kumulativní přebytek dále zvyšoval; v květnu podle našeho odhadu činil již 1,7 % HDP. Dosavadní letošní meziroční růst exportů dosahuje téměř sedmi procent, kumulativní přebytek za posledních 12 měsíců se zvýšil o více než 45 mld. CZK. Svůj podíl na lepším se výsledku běžného účtu má i nezanedbatelný pokles schodku bilance prvotních důchodů (kumulativně o necelých 25 mld. CZK za posledních 12 měsíců). Za ním stojí zejména letošní slabší dividendová sezóna, kdy investoři preferují reinvestice v ČR na rozdíl od repatriace, spolu s přílivem prostředků z rozpočtu EU. Ten je letos posílen nutností vyčerpat prostředky z předchozího programového období 2007-2013.

**Podíl reinvestic na důchodech z přímých investic**



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČNB  
Pozn. \* leden až květen 2015

**Prognóza běžného účtu platební bilance (12M kumulativ, v % k HDP)**



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČNB

Zejména díky čerpání operačních programů EU letos přebytek běžného účtu významně vzroste.

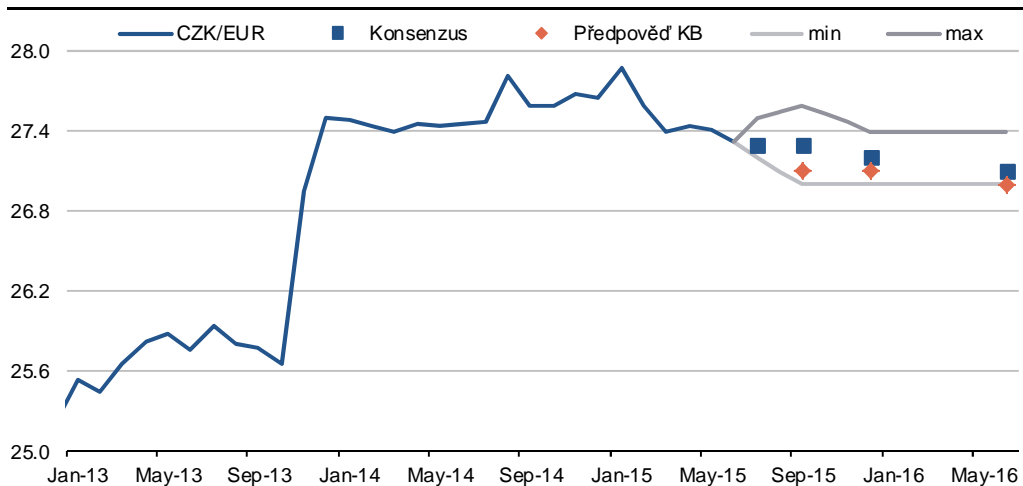
**Dosavadní zlepšující se trend na běžném účtu platební bilance se ve zbytku roku dále výrazně vylepší a podle naší prognózy se přebytek přehoupne dokonce přes 4 % HDP.** Samozřejmě bude pokračovat zlepšující se trend ve výkonové bilanci (obchod se zbožím a službami). Klíčové ale budou důchodové bilance. Nutnost dočerpat evropské peníze z předchozího programovacího období se pozitivně projeví v bilanci prvotních i druhotných důchodů (více viz část věnovaná fiskální politice). Zde je ale třeba uvést, že tyto prostředky neprocházejí devizovým trhem, konverzi na koruny provádí ČNB. Bilanci prvotních důchodů bude i nadále podporovat vyšší reinvestice zisků zahraničních investorů. Po období mnohaleté podinvestovanosti se objevují investiční příležitosti v reálné ekonomice. V dlouhodobější perspektivě investicím nahrává i očekávané budoucí zhodnocení koruny po opuštění intervenčního režimu.

**Ukončení intervenčního režimu nejspíše v Q3 16**

Prognózu kurzového vývoje pro nejbližší čtvrtletí jsme revidovali k silnějším korunovým hodnotám.

**Atakování intervenční úrovně bude v nadcházejících měsících a čtvrtletích nejspíše pravidelným jevem.** Nezvyklá kombinace hospodářského růstu taženého domácí poptávkou na straně jedné a zlepšující se bilance běžného účtu na straně druhé budou české měně jednoznačně vytvářet podporu. Stejným směrem bude působit i zvyšující se inflace, která by na přelomu roku mohla dosáhnout inflačního cíle. Intervenční hladinu však bude centrální banka bránit. Počátek roku 2016 by totiž měl znamenat kulminaci inflace těsně nad cílem. Ve zbytku roku by se měla nacházet víveměně na něm. K tomu očekáváme zpomalení hospodářského růstu, když fiskální politika by již neměla působit expanzivně ale spíše neutrálně. Vzhledem k dosavadní rétorice centrálních bankéřů náš hlavní scénář předpokládá, že ČNB bude chtít dodržet prezentovaný závazek a neukončit intervenční režim před polovinou roku 2016.

**CZK/EUR – tržní konsensus, červenec 2015**



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Reuters

V základním scénáři nevyklučujeme možnost o pár týdnů dřívějšího či pozdějšího ukončení intervenčního režimu na mimořádném zasedání.

**Nadále předpokládáme opuštění intervenčního režimu na srpnovém měnověpolitickém zasedání ČNB.** Nicméně nevyklučujeme v tomto základním scénáři možnost „švýcarské cesty“, tj. rozhodnutí na mimořádném zasedání několik týdnů před řádným srpnovým termínem nebo po něm. Důvodem by bylo to, aby centrální banka snížila rizika spekulací a výrazného nárůstu devizových rezerv těsně před opuštěním intervenčního režimu.

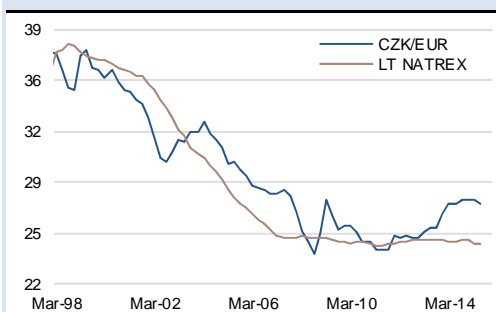
**Po opuštění intervenčního režimu očekáváme posílení koruny k hladině cca 26,00 CZK/EUR a následnou stabilizaci v jejím okolí.** Posílení v rozsahu necelých čtyř procent by mělo být ze strany centrální banky akceptovatelné. Výraznějšímu posílení bude ČNB bránit verbálními intervencemi případně i přímými nákupy EUR na trhu.

Rizikový scénář představuje dřívější ukončení intervenčního režimu. Jeho pravděpodobnost je ale nízká.

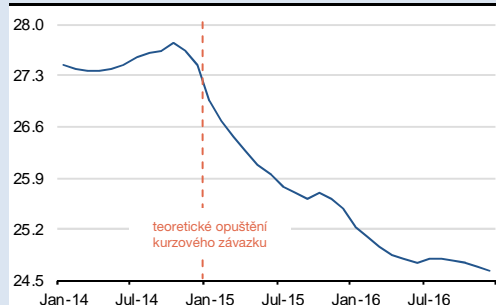
**Rizikový scénář představuje dřívější ukončení intervenčního režimu v situaci, kdy by se ČNB dostala pod dlouhodobý a intenzivní tlak bránit úroveň kurzového závazku.** Vzhledem ke stále utlumeným inflačním očekáváním je extrémně nepravděpodobné opuštění intervenčního režimu ještě letos, pro první polovinu roku 2016 odhadujeme pravděpodobnost tohoto scénáře na 20 %. Podrobněji se k měnové politice vyjadřujeme v části *ČNB Focus*. Jak by se teoreticky měnový kurz vyvíjel, pokud by byl intervenční režim opuštěn na počátku letošního roku, diskutujeme v následujícím boxu.

**BOX: MĚNOVÝ KURZ BEZ INTERVENČNÍHO REŽIMU**

Naše kalkulace dlouhodobého rovnovážného kurzu (dle přístupu NATREX) ukazuje, že v Q2 15 se nacházel těsně pod 25,00 CZK/EUR. Což ovšem neznamená, že by kurz k této úrovni po opuštění intervenčního režimu ihned posílil. Jak by kurz **při absenci spekulativních toků** reagoval na opuštění kurzového závazku na počátku letošního roku, naznačuje naše simulace. Aktuálně by se kurz za uvedených předpokladů nacházel v blízkosti úrovně 25,70 CZK/EUR. Podle této simulace by koruna po opuštění závazku posílila během roku zhruba o pět procent, návrat k rovnovážné úrovni (dle NATREX) pod 25,00 CZK/EUR by nastal zhruba po dvou letech.

**Dlouhodobý kurz CZK/EUR (dle NATREX)**


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Simulace kurzu CZK/EUR při opuštění kurzového závazku na počátku letošního roku**


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Jan Vejmělek**  
 +420 222 008 568  
 jan\_vejmelek@kb.cz

- Head of Technical Analysis**  
**Stéphanie Aymes**  
 (44) 207 762 5898  
 stephanie.aymes@sgcib.com
- Technical Analyst**  
**Tanmay Purohit**  
 (91) 80 6716 8267  
 tanmay.purohit@sgcib.com
- Technical Analyst**  
**Natarajan Visweswaran**  
 (91) 80 6758 7816  
 natarajan.visweswaran@sgcib.com

## Technická analýza CZK/EUR

### Další pokles v dohledu

Měnový pár CZK/EUR podstupuje korekci poté, co dosáhl úrovně 28,52. Kurz tak maximálně využil prostor, který mu poskytla mnohaletá grafická formace „hrníček s ouškem“. Zároveň se jednalo o maximum z března 2009. Měsíční indikátor „stochastic“ zaznamenal negativní překřížení, což představuje medvědí signál. Pokud se podíváme na denní graf, měnový pár se letos pohybuje v klesajícím trendu a testuje mediánový support 27,00 mnohaletého kanálu. Tato úroveň zároveň představuje 50% návratu z minima v říjnu 2013.

Odražení se od úrovně podpory 27,00 by vzhledem k negativnímu překřížení měsíčního stochastiku mělo být pouze limitované, a to horní hranou klesajícího kanálu na denních datech na hodnotě 27,32. Předchozí maximum 27,52 představuje klíčovou úroveň. Na druhou stranu prolomení hladiny 27,00 by znamenalo otevření prostoru pro pokračování sestupného trendu směrem k oblasti podpory 26,76/26,63.

CZK/EUR, měsíční graf



CZK/EUR, týdenní graf



Zdroj: SG Cross Asset Research / Technická analýza

**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).



**Josef Němý, CFA**  
(420) 222 008 560  
josef\_nemy@kb.cz

## Český akciový trh

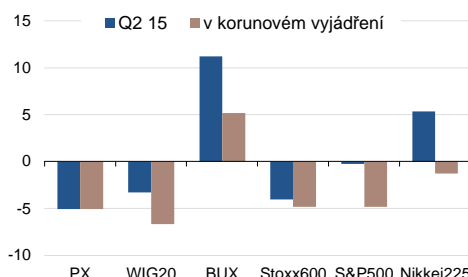
### Pražská burza letos dosahuje menších zisků než hlavní akciové indexy

Akciovým trhům se v letošním roce daří, pražský index PX přidal téměř 10 %, ale mírně zaostal za hlavními indexy.

**Akciovým trhům se v letošním roce daří**, pražskou burzu nevyjímaje. Akciím pomáhá globálně uvolněná měnová politika, nízké výnosy na dluhopisovém trhu a v případě Spojených států se zdá, že zvyšování úrokových sazeb nebude tak rychlé a razantní, jak se ještě na začátku roku předpokládalo. Ve druhém čtvrtletí většina evropských burz mírně korigovala kvůli řecké krizi, díky červencovému zotavení ale za celý dosavadní průběh roku 2015 zůstává v solidních kladných číslech.

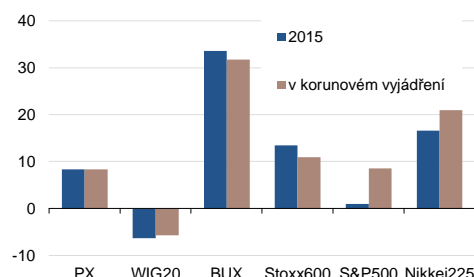
**Index PX v Q2 15 klesl o 5 % poté, co v prvních třech měsících roku vzrostl o 9,2 %**. Ve druhém kvartálu tak PX za výkonnosti polského indexu WIG zaostal jen lehce, za maďarským indexem BUX ale výrazně. Budapešťská burza vyskočila o více než 10 % ve druhém čtvrtletí a přes 30 % od začátku roku díky zhodnocení velkých emisí jako jsou OTP Bank nebo MOL. Ve srovnání s globálními akciovými trhy je letošní výkonnost indexu PX horší než u západoevropského indexu EuroStoxx, japonského Nikkei i amerického S&P (v korunovém vyjádření).

PX vs. ostatní akciové indexy ve Q2 15 (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Letošní srovnání indexů (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Vítězem dosavadního průběhu roku 2015 jsou na pražské burze akcie O2 Czech Republic.

**Vítězem dosavadního průběhu roku 2015 jsou na pražské burze akcie O2 Czech Republic**, jak ukazuje graf na následující straně. Od ledna do května akcie O2 klesly o 24 % kvůli nejistotě spojené s vyčleněním infrastruktury do samostatné společnosti. Stlačená cena akcií a řada dobrých zpráv na konci května ovšem po rozdělení společnosti přinesla značný růst poptávky. Cena akcie O2 se tak od rozdělení více než zdvojnásobila. Akcie Erste Group Bank od začátku roku vzrostly o 38 % mimo jiné proto, že finančním domům do karet hraje především kvantitativní uvolňování ECB. Velkých zisků letos dosahují také akcie Pegas Nonwovens (+30 %) a Unipetrol (40 %).

Největším poraženým jsou v letošním roce opět akcie NWR.

**Největším poraženým jsou v letošním roce opět akcie NWR**, které odepsaly přes 40 %. Provozní ziskovost společnosti sice opakovaně pozitivně překvapila, investoři jsou si ale vědomi toho, že v současném prostředí nízkých světových cen koksovatelného uhlí NWR stále bojuje o přežití. Druhým nejméně úspěšným akciovým titulem je letos sázková společnost Fortuna (-33 %). Akcie patřila v posledních letech mezi ty s nejvyšším dividendovým výnosem

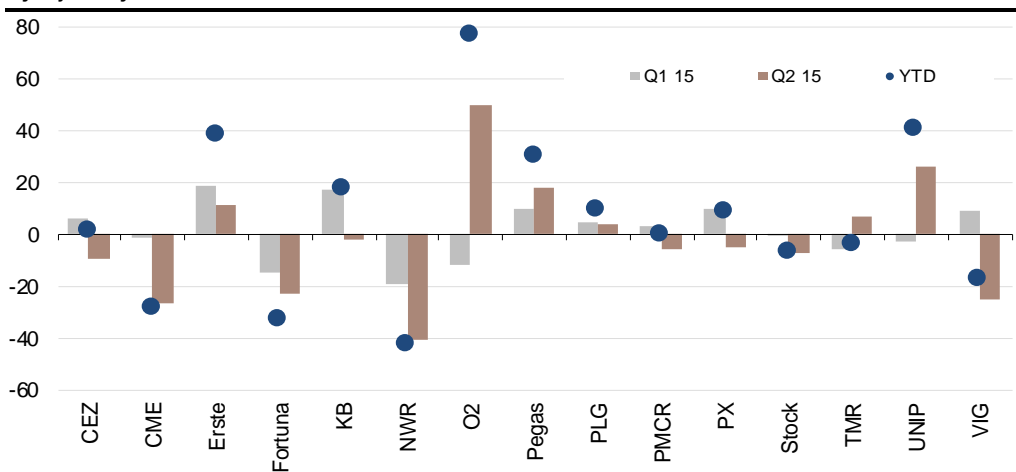


na BCPP, v roce 2015 ale žádnou dividendu platit nebude v důsledku prudkého poklesu zisků a investic do nových produktů.

Akcie O2 dosáhly v červnu obrovských zisků.

**Samostatně za druhé čtvrtletí byly neúspěšnější emisí na BCPP akcie telekomunikační společnosti O2**, které zhodnotily o 49 %. Druhé čtvrtletí bylo velmi úspěšné i pro akcie Unipetrolu (+26 %) díky oživení z předchozích minim a pozitivní náladě v evropském rafinérském odvětví. Akcie Pegas Nonwovens ve druhém kvartálu zpevnily o 18 %.

Vývoj českých akcií v letošním roce



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

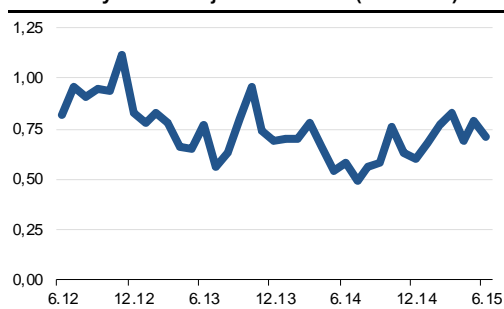
Akcie NWR, VIG, CME a Fortuna byly v Q2 15 pod prodejním tlakem.

**Kromě NWR utrpěly ve druhém čtvrtletí ztráty převyšující 20 % rovněž akcie VIG, CME a Fortuna.** Pojišťovna VIG oslabuje poté, co na začátku dubna vystoupala až na své sedmileté maximum. Akcie VIG v Q2 15 výrazně zaostaly za evropským odvětvím pojišťovnictví. Akcie mediální společnosti CME vymazaly většinu zisků z Q4 14, protože letošní prudké posílení amerického dolaru má negativní dopad na finanční výsledky společnosti. Akcie Fortuny byly pod prodejním tlakem kvůli rozhodnutí managementu nevyplatit žádnou dividendu ze zisku roku 2014.

Obchodní aktivita na pražské burze se letos zlepšuje.

**Obchodní aktivita na pražské burze se letos zlepšuje.** Průměrný objem obchodů za prvních šest měsíců roku 2015 byl 13 % nad průměrem ve stejném období loňského roku. Připomeňme, že rok 2014 byl již sedmým v řadě, kdy klesla obchodní aktivita. Tento dlouhodobý pokles tedy letos pravděpodobně skončí, byť se obáváme negativního vlivu rozdělení O2 Czech Republic na celkovou obchodní aktivitu. Obchodování na domácím trhu nadále dominuje několik největších emisí, když podíl ČEZ dosahuje 37 %, KB 30 %, Erste Bank 17 % a O2 ČR 10 %.

Průměrný denní objem obchodů (mld.CZK)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, BCPP



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

Société Générale dále snížila váhu globálních akcií ve svém portfoliu.

Před očekávaným začátkem zvyšování úrokových sazeb by akciové indexy měly zaznamenat mírné ztráty.

Náš výhled pro pražskou burzu je pozitivní.

## Výhled pro akciové trhy

Náš výhled pro akciové trhy je založen na předpovědích Société Générale (analýza *Multi Asset Portfolio – US to unwind QE: increase cash* zveřejněná 9. června). **Société Générale nechala doporučení pro globální akcie na *podvázat*, ale dále snížila jejich váhu v portfoliu z předchozích 47 % na 45 %.** SG obecně doporučuje ústup z rizikovějších aktiv a zvýšení váhy v peněžních prostředcích. Důvodem je vývoj inflace v posledních měsících, který ukazuje, že se výrazně snížila rizika deflace. To by měl být také důvod pro americkou centrální banku, aby přistoupila ke zvyšování úrokových sazeb. Díky těmto faktorům SG také snížila váhu pro dluhopisy, naopak ji zvýšila kromě hotovosti i u komodit.

Tabulka níže ukazuje prognózy pro globální akciové indexy. **Výkonnost akciových trhů by měla být ve druhé půlce roku ovlivněna očekávaným zpříšňováním měnové politiky americké centrální banky, což by mělo vést k mírným ztrátám.** SG letos očekává jedno zvýšení sazeb, které by mělo přijít na zářijovém zasedání. Ke konci roku by se globální akciový trh měl opět vrátit k růstu. Evropský a asijský region patří mezi preferované lokality, naopak americký index S&P 500 by se na konci roku měl pohybovat nepatrně níže.

**Pražská burza by se mohla během třetího čtvrtletí ještě nacházet pod výprodejním tlakem v souvislosti s předpokládaným poklesem na hlavních akciových trzích.** V ročním horizontu jsme však na vývoj tuzemského akciového indexu mírně pozitivní. Používáme přístup na základě ocenění jednotlivých firem, protože index PX se skládá z pouhých 13 akciových titulů, přičemž čtyři největší z nich mají dohromady více jak 80% váhu v tržním indexu. Z nejobchodovanějších akcií aktivně pokrýváme (vč. SG) osm titulů. Pro ocenění ostatních společností používáme jako odhad v jednom přístupu současnou tržní cenu akcie, ve druhém pak konsensus trhu. Zprůměrováním těchto odhadů pak dostáváme potenciální růst v následujících 12 měsících o zhruba 9 %.

### Cíle SG a KB pro akciové indexy

Index	Aktuálně 27.07.	9.15 odhad	12.15 odhad	3.16 odhad	6.16 odhad	změna 1 rok (%)	korekce Q315 (%)
<b>S&amp;P 500 (USA)</b>	<b>2 080</b>	<b>1 950</b>	<b>2 100</b>	<b>2 000</b>	<b>2 050</b>	<b>-1</b>	<b>-6</b>
<b>DJ Stoxx 600 (Evropa)</b>	<b>389</b>	<b>360</b>	<b>400</b>	<b>405</b>	<b>415</b>	<b>7</b>	<b>-7</b>
FTSE 100 (V.Británie)	6 557	6 250	6 800	6 700	6 600	1	-5
CAC 40 (Francie)	4 977	4 600	5 400	5 600	5 800	17	-8
DAX 30 (Německo)	11 199	10 300	11 500	11 700	12 000	7	-8
FTSE MIB (Itálie)	23 158	21 000	25 000	26 000	27 000	17	-9
IBEX 35 (Španělsko)	11 191	10 000	10 500	11 000	11 000	-2	-11
<b>Nikkei 225 (Japonsko)</b>	<b>20 350</b>	<b>18 500</b>	<b>21 750</b>	<b>21 750</b>	<b>22 000</b>	<b>8</b>	<b>-9</b>
HSCEI (Čína)	11 241	13 500	16 000	16 000	17 000	51	20
ASX 200 (Austrálie)	5 590	5 200	5 400	5 400	5 500	-2	-7
KOSPI (Jižní Korea)	2 039	2 000	2 100	2 125	2 200	8	-2
TAIEX (Taiwan)	8 557	10 000	10 500	11 000	11 500	34	17
<b>PX (KB, tržní ceny)</b>	<b>1 026</b>	<b>990</b>	<b>1 010</b>	<b>1 050</b>	<b>1 120</b>	<b>9</b>	<b>-3</b>
<b>PX (KB, SG, konsensus)</b>	<b>1 026</b>	<b>990</b>	<b>1 020</b>	<b>1 060</b>	<b>1 110</b>	<b>8</b>	<b>-3</b>

Zdroj: SG Cross Asset Research (Multi Asset Portfolio z 9. června 2015); Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zůstáváme pozitivní na vývoj evropských akcií.

**Dle očekávání SG by si evropský index Eurostoxx měl v letošním roce polepšit přes 20 %.** Doposud od začátku roku přidal zhruba 14 %. Podporujícími faktory by měly být uvolněná měnová politika, investiční výdaje, slabé euro a zlepšující se makroekonomický obrázek eurozóny. Akciové trhy ve Francii a v Itálii by navíc měly těžit z probíhajících reforem. Naproti tomu u německého indexu příliš velký prostor k růstu již nevidíme, když ocenění firem

je již vysoké a díky růstu mezd dochází k tlakům na pokles marží. Zvýšenou volatilitu pak očekáváme ke konci roku ve Španělsku, kde se budou konat parlamentní volby. Otázka ohledně setrvání Británie v EU pak zvýší nervozitu na britských trzích.

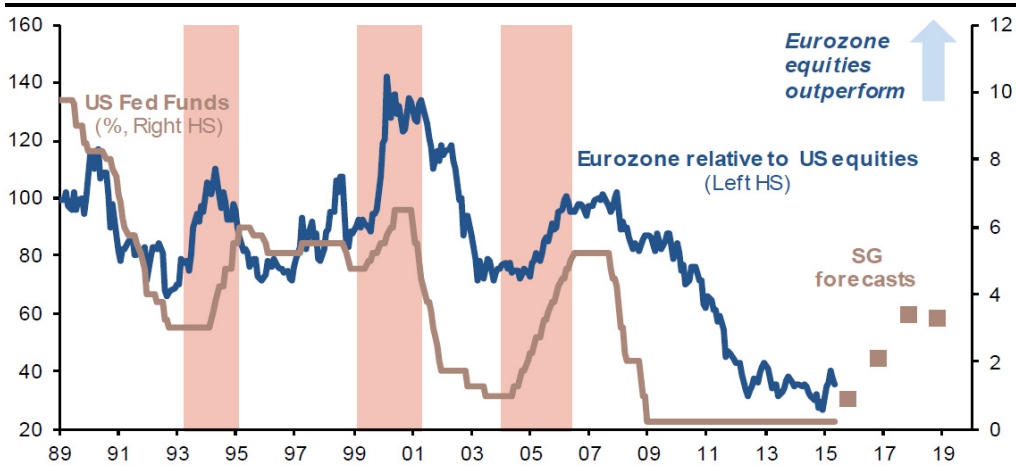
Asijské akcie by také měly mít úspěšný rok.

**Asijské akcie by podle SG také měly mít úspěšný rok**, a to hned z několika důvodů: (1) měnová politika by měla zůstat uvolněná, (2) pokračující strukturální reformy především ve dvou největších ekonomikách, Číně a Japonsku; pokrok však zaznamenáváme i v Indii, Indonésii nebo Jižní Koreji, (3) globální oživení (přestože jen pozvolné) nahrává asijským trhům, zejména tajwanskému, (4) větší zaměření na hodnotu japonských akcií, díky čemuž je Japonsko mezi nejatraktivnějšími trhy v regionu. Mezi potenciálně ziskové trhy řadíme Čínu, Taiwan a Indii, naopak Filipíny, Austrálie, Nový Zéland, Singapur a Malajsie by v zájmu investorů být neměly.

Růstový potenciál amerických akcií se již zdá být vyčerpán.

**Růstový potenciál amerických akcií se po jejich ohromujícím odrazu ze dna roku 2009 již zdá být vyčerpán.** Ocenění je již vysoké a americkým firmám začíná neprospívat silný dolar a rovněž snižování marží kvůli tlakům na vyšší růst mezd. Ekonomický scénář SG předpokládá ukončení politiky nulových sazeb Fedu na jeho zařijovém zasedání. Graf níže ukazuje, že v období rostoucích amerických úrokových sazeb by měla být výkonnost evropského akciového indexu vyšší než amerického.

Výkonnost evropského a amerického akciového indexu v období zvyšování sazeb v USA



Zdroj: SG Cross Asset Research (Multi Asset Portfolio ze 9. června 2015)

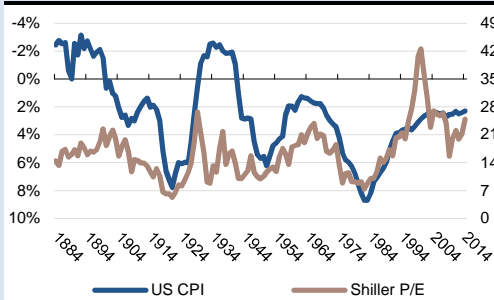
**BOX: Dopad inflace na akciové trhy**

Investoři si obvykle spojují růst inflace s utahováním měnové politiky a tím pádem s negativním dopadem na akciové trhy. Vztah mezi inflací a akciemi je ale komplikovanější. Teoreticky by dopad inflace na akcie měl být neutrální za předpokladu, že firmy dovedou plně přenést nákladovou inflaci do svých prodejních cen. V praxi ovšem tento přenos může být zpožděný nebo neúplný.

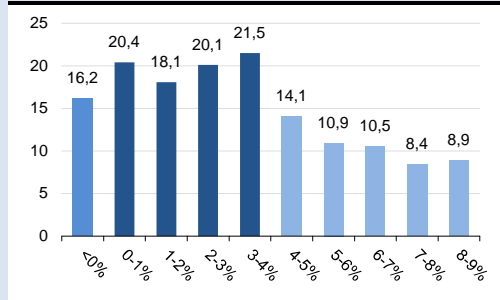
Historická zkušenost z amerických trhů ukazuje, že **obchodní násobky jsou nejvyšší, když je inflace spíše nízká, a klesají, když míra inflace zrychlí nad 4 %**. Za tím stojí rostoucí požadované výnosové míry a také případný negativní dopad vysoké inflace na firemní marže. Graf vpravo na následující straně ukazuje, že zatímco v období vysoké inflace bylo průměrné

P/E pouze 10,9x, v období nízké a stabilní inflace (0-4 %) dosahoval stejný ukazatel v průměru 19,9x. O něco nižší násobky zisku (v průměru 16,2x) se na trzích objevovaly také v období deflace. Dodejme, že zkoumání dopadů inflace na evropské nebo dokonce české akcie by nemělo takovou vypovídající schopnost z důvodu výrazně kratších časových řad. Změny ocenění amerických akcií ovšem ovlivňují ostatní světové akciové trhy.

Historický vývoj násobků P/E indexu S&P 500 a americká inflace\*



Násobky P/E indexu S&P 500 během různých inflačních režimů



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg, Robert J. Shiller. Ukazatel „Shiller P/E“ je založen na desetiletých reálných ziscích, což jsme srovnali s desetiletou průměrnou inflací.

**Domníváme se, že v současné době nebude inflace sama o sobě pro akciové trhy problémem**, protože americká inflace by měla být výrazně pod 4% hranicí. V grafu výše vlevo nicméně vidíme, že současné cyklicky očištěné P/E pro americký akciový trh je vysoké (aktuálně je tzv. Shillerovo P/E na úrovni 26x oproti historickému průměru okolo 16,5x). To potvrzuje výše uvedený mírně negativní výhled strategů SG pro americký index S&P 500.

Dopad inflace na firemní zisky v jednotlivých sektorech závisí především na: 1) tržní struktuře daného odvětví a schopnosti přenést rostoucí náklady do prodejních cen, 2) kapitálové intenzitě daného odvětví a 3) typu inflace (schopnost firem přenést rostoucí ceny vstupů do svých cen bývá nižší, když je inflace tažena hlavně rostoucími cenami komodit). Obecně platí, že **v období zvýšené inflace by měly být preferovány společnosti v koncentrovaných odvětvích s vysokou rentabilitou hmotného majetku**. Často se tak daří akciím firem orientovaných na spotřebitele (např. zboží osobní spotřeby, ale i luxusní zboží nebo mediální firmy). Vysoká inflace naopak obvykle negativně dopadá na firmy s nízkou rentabilitou kapitálu, jako jsou automobilky nebo společnosti z oboru dopravní infrastruktury.

Josef Němý, CFA  
+420 222 008 560  
josef\_nemy@kb.cz

Preferovanými sektory jsou automobilky, IT a finanční domy.

**Z hlediska sektorů mezi nejpreferovanější odvětví v eurozóně patří automobilky, IT a finanční domy.** Pro akcie výrobců automobilů vyzněly pozitivně poslední hospodářské výsledky, které jsou navíc díky slabosti eura podpořeny kurzovými zisky. Přispívat by mělo nadále i postupné ožívání na periferních trzích. Hospodářský vývoj v USA i eurozóně by pak měl nahrávat evropskému IT sektoru, který by mohl být díky stále atraktivnímu ocenění i cílem fúzí a akvizic. Bankovní sektor by měl těžit z kreditní expanze a očekávaného rostoucího volného cash flow v následujících letech.

Akcie síťových odvětví mezi nejméně preferovanými.

**Akcie síťových odvětví by pak měly patřit mezi nejméně preferované,** když v poslední výsledkové sezóně jsme zaznamenali snižování ziskovosti. Ocenění již není zdaleka tak atraktivní a navíc akcie těchto firem nebývají v hledáčku investorů v období hospodářského růstu. SG tak nově doporučuje tento sektor *podvázat*. Naopak poslední vývoj ceny ropy by měl vést ke stabilizaci ziskovosti energetického sektoru, pro který SG zvýšila své doporučení z *podvázat* na *neutrální*.

Mezi nejatraktivnější tituly na pražské burze řadíme akcie ČEZ, negativní výhled naopak máme pro akcie Fortuny a NWR.

**Mezi nejatraktivnější tituly na pražské burze nyní podle našeho názoru patří akcie ČEZ** díky vysokému výplatnímu poměru. Ten bychom mohli i v naší prognóze zvýšit, pokud společnost nepřistoupí v dohledné době k nějaké akvizici. Pozitivně působí i snižování provozních nákladů. S očekávaným růstem úrokových sazeb a po posledních výprodejích se jako zajímavá příležitost naskytují akcie pojišťovny VIG. Svým příběhem se nám líbí i akcie textilky Pegas, nicméně ty se nyní obchodují nad naší cílovou cenou. Novým impulsem by však mohly být detaily ohledně zamýšleného zpětného odkupu akcií.

Na druhou stranu máme negativní výhled pro akcie sázkařské společnosti Fortuna a firmy NWR. Výrazné snížení ziskovosti Fortuny a nulová dividendová politika jsou silnými negativními faktory. NWR může v horizontu několika let opět čelit bankrotu, pokud se nezvednou globální ceny koksovatelného uhlí. Velká neznámá panuje okolo společnosti O2 Czech Republic, která po rozdělení prozatím neposkytla žádné ucelené finanční výkazy o „nové“ O2. Bez nich nelze stanovit cílovou cenu a doporučení pro akcie, proto je nyní držíme v revizi.

**Miroslav Frayer**  
+420 222 008 567  
miroslav\_frayer@kb.cz

#### Očekávané korporátní události v nadcházejících týdnech

Datum	Společnost	Událost
5. srpna	Komerční banka	Výsledky hospodaření za Q2 2015
7. srpna	Erste	Výsledky hospodaření za Q2 2015
11. srpna	ČEZ	Výsledky hospodaření za Q2 2015
19. srpna	Philip Morris	Výsledky hospodaření za H1 2015
20. srpna	Stock Spirits	Výsledky hospodaření za H1 2015
20. srpna	NWR	Výsledky hospodaření za Q2 2015
25. srpna	VIG	Výsledky hospodaření za Q2 2015
27. srpna	Pivovary Lobkowicz	Výsledky hospodaření za H1 2015
27. srpna	Pegas Nonwovens	Výsledky hospodaření za Q2 2015
27. srpna	Fortuna	Výsledky hospodaření za H1 2015

Zdroj: Bloomberg, společnosti

## Klíčové ekonomické ukazatele

### Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
HDP	reálný, %	-0,5	2,0	3,2	2,7	2,2	2,2	1,8	1,6
Inflace	průměr období, %	1,4	0,4	0,6	2,0	2,1	1,9	1,9	2,0
Běžný účet platební bilance	% HDP	-0,5	0,6	4,2	0,6	0,7	0,3	-0,1	-0,5
3M PRIBOR	průměr	0,5	0,4	0,3	0,3	1,3	2,7	3,5	3,8
CZK/EUR	průměr	26,00	27,50	27,30	26,60	25,50	24,80	24,60	24,30
CZK/USD	průměr	19,60	20,80	24,90	26,10	23,90	21,50	20,20	19,70

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

### Měna a úrokové sazby - výhled

		28. 7. 2015	Září 2015	Prosinec 2015	Březen 2016	Červen 2015	Září 2015	Prosinec 2016
CZK/EUR	konec období	27,03	27,10	27,10	27,05	27,00	26,00	26,00
USD/EUR	konec období	1,106	1,09	1,04	1,00	1,03	1,03	1,05
CZK/USD	konec období	24,43	24,90	26,10	27,10	26,20	25,20	24,80
3M PRIBOR	konec období	0,30	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31
10Y IRS	konec období	1,12	1,30	1,50	1,70	1,90	2,10	2,25

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

### Měsíční makroekonomická data

		10-14	11-14	12-14	1-15	2-15	3-15	4-15	5-15	6-15
Inflace (CPI)	%, m/m	0,2	-0,2	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,3	0,3	0,1
Inflace (CPI)	%, y/y	0,7	0,6	0,1	0,1	0,1	0,2	0,5	0,7	0,8
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	-0,4	-0,6	-1,3	-1,0	-0,1	0,5	0,4	0,4	-0,2
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	-0,3	-1,7	-3,7	-3,5	-3,6	-2,9	-2,6	-2,1	-2,3
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	7,1	7,1	7,5	7,7	7,5	7,2	6,7	6,4	6,2
Průmyslové tržby	%, y/y, stálé ceny	8,5	2,3	8,4	2,5	3,0	6,0	3,8	1,3	n.a.
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	2,9	-0,6	7,8	2,5	4,6	6,3	4,3	2,0	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	3,7	4,5	-7,0	4,2	6,6	11,0	10,2	11,9	n.a.
Maloobchodní tržby	%, y/y, stálé ceny	7,8	0,7	5,8	6,9	7,9	8,8	6,4	7,9	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (národní met.)	13,4	11,0	-5,0	20,1	19,2	19,3	19,2	17,3	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	4,5	-4,3	4,8	29,6	34,6	27,4	20,5	-3,4	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	11,1	-16,0	3,1	15,0	58,0	23,8	42,6	-22,0	n.a.
Růst M2	%, y/y	4,0	3,9	4,6	4,9	5,1	4,6	5,0	5,3	n.a.
Státní rozpočet	mld. CZK (od zač. roku)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
PRIBOR 3M	%, průměr	0,35	0,34	0,34	0,33	0,33	0,32	0,31	0,31	0,31
CZK/EUR	průměr	27,59	27,67	27,64	27,87	27,59	27,38	27,44	27,41	27,31
CZK/USD	průměr	21,75	22,18	22,46	23,98	24,30	25,29	25,37	24,57	24,31

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

## KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



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

### Ekonomové



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

### Akciovní analytici



**Josef Němý, CFA**  
(420) 222 008 560  
josef\_nemy@kb.cz



**Marek Dřimal**  
(420) 222 008 598  
marek\_drimal@kb.cz



**David Kocourek**  
(420) 222 008 569  
david\_kocourek@kb.cz



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



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

## SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ

Hlavní ekonom SG Poland



**Jaroslaw Janecki**  
(48) 225 284 162  
jaroslaw\_janecki@sgcib.com

Head of Research of Rosbank



**Evgeny Koshelev**  
(7) 495 725 5637  
ekoshelev@mx.rosbank.ru

Hlavní ekonom BRD-GSG



**Florian Libcor**  
(40) 213 016 869  
florian.libcor@brd.ro

Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG



**Carmen Lipara**  
(40) 213 014 370  
carmen.lipara@brd.ro

Ekonom



**Simona Tamas**  
(40) 213 014 472  
simona.tamas@brd.ro

Akciovní analytik



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

## SG GLOBAL ECONOMICS RESEARCH

Head of Global Economics



**Michala Marcussen**  
(44) 20 7676 7813  
michala.marcussen@sgcib.com

### Euro area



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



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



**Yacine Rouimi**  
(33) 1 42 13 84 04  
yacine.rouimi@sgcib.com



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

### North America



**Brian Jones**  
(1) 212 278 69 55  
brian.jones@sgcib.com



**Aneta Markowska**  
(1) 212 278 66 53  
aneta.markowska@sgcib.com



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



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

### Asia Pacific



**Klaus Baader**  
(852) 2166 4095  
klaus.baader@sgcib.com



**Wei Yao**  
(852) 2166 5437  
wei.yao@sgcib.com



**Takuji Aida**  
(81) 3 5549 5187  
takuji.aida@sgcib.com



**Kiyoko Katahira**  
(81) 3 5549 5190  
kiyoko.katahira@sgcib.com

### Korea



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



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



**Hervé Amourda**  
(91) 80 2808 6779  
herve.amourda@sgcib.com

## SG CROSS ASSET RESEARCH - FIXED INCOME & FOREX GROUPS

Global Head of Research



**Patrick Legland**  
(33) 1 42 13 97 79  
patrick.legland@sgcib.com

Head of Fixed Income & Forex Strategy



**Vincent Chaigneau**  
(44) 20 7676 7707  
vincent.chaigneau@sgcib.com

### Fixed Income



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



**Frances Cheung, CFA**  
(852) 2166 5437  
frances.cheung@sgcib.com



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



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



**Rahul Desai**  
(44) 20 7676 7904  
rahul.desai@sgcib.com



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



**Ciaran O'Hagan**  
(33) 1 42 13 58 60  
ciaran.ohagan@sgcib.com



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



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



**Head of US Rates Strategy**  
**Subadra Rajappa**  
(1) 212 278 5241  
subadra.rajappa@sgcib.com



**Jason Simpson**  
(44) 2076767580  
jason.simpson@sgcib.com



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

### Foreign Exchange



**Jason Daw**  
(65) 63267890  
jason.daw@sgcib.com



**Sébastien Galy**  
(1) 212 278 7644  
sebastien.galy@sgcib.com



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



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

Head of Emerging Markets Strategy



**Guy Stear**  
(33) 1 41 13 63 99  
guy.stear@sgcib.com



**Amit Agrawal**  
(91) 80 6758 4096  
amit.agrawal@sgcib.com



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



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



**David Hok**  
(44) 20 7676 7970  
david.hok@sgcib.com



**Roxana Hulea**  
(44) 20 7676 7433  
roxana.hulea@sgcib.com



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



**Frances Cheung, CFA**  
(852) 2166 5437  
frances.cheung@sgcib.com



**Bernd Berg**  
(44) 20 7676 7791  
bernd.berg@sgcib.com



## Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeji jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkrácený 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, včetně autorů tohoto dokumentu, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. 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 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 investičních doporučení, 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 investičních doporučení ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. obvykle nezasílá investiční doporučení 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.

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