

| Čtvrtletní zpráva |

# Slovenské výhledy

Soukromá spotřeba profituje z lepších se podmínek na trhu práce



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

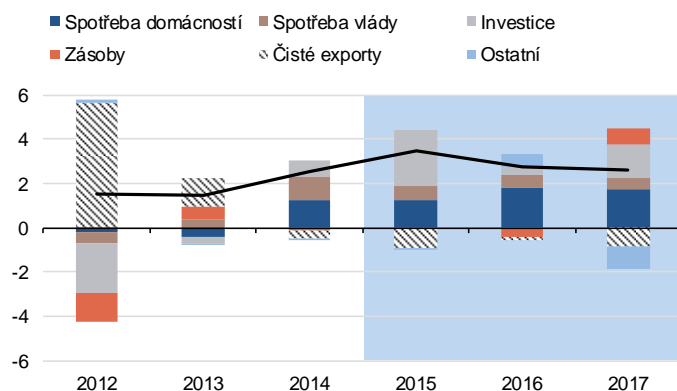


**Jana Steckerová**  
(420) 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz

Slovenská ekonomika zrychlila tempo svého ekonomického růstu. Ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku si polepšila o 4 % y/y (SA), což bylo mezičtvrtletně více o 1 %. Je to zároveň mnohem vyšší růst, než který zaznamenala eurozóna nebo Německo a nejvyšší mezi zeměmi regionu. Po odeznění jednorázového efektu čerpání peněz z fondů EU se ovšem situace mezi klíčovými zdroji růstu změní, když ekonomika bude nadále podporována domácími poptávkou, neboť čistý export bude i letos přispívat negativně.

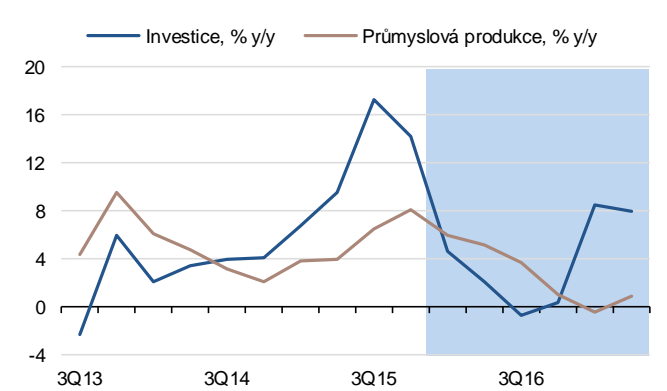
- Investiční aktivita, která byla z velké části tažena vládními investicemi, letos výrazně zpomalí a bude spoléhat hlavně na domácí zdroje. Nicméně i tak je domácí poptávka schopna vytvořit dostatek příležitostí, aby podpořila průmyslovou produkci, která těží i z nízkých cen komodit.
- Ovšem největší příspěvek k ekonomickému růstu tento rok zabezpečí soukromá spotřeba. Ta zásadně spoléhá na lepší se trh práce. Zaměstnanost i mzdy rostou a zvedající se objem mezd a platů je viditelný i na chuti spotřebitelů utrácet. Tento trend se prosadí i v průběhu letošního roku, když meziroční růst investic bude trpět efektem základny.
- Rostoucí domácí poptávka a nevysoký ekonomický růst v eurozóně je důvodem vyšší dynamiky importů než exportů, což opět vyústí v záporný příspěvek čistého exportu k růstu HDP.

## Soukromá spotřeba bude hlavně letos podporovat růst



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Investice stejně jako průmyslová produkce zpomalí



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

- Vývoj inflace byl utlumený a tak tomu bude i letos. Ceny ropy a ostatních komodit jsou všeobecně pod tlakem nízkého světového ekonomického růstu, a tak představují nízkou základnu pro regulované ceny. Ceny potravin jsou volatilní, ale do celkové inflace mnoho nepřispívají. Růstový tlak na meziroční inflaci tedy plyne hlavně ze sílící spotřebitelské poptávky, která pak tlačí korigovanou inflaci vzhůru.

## Makroekonomická prognóza Slovenska

### Vnější prostředí: Domácí poptávka táhne růst, inflace pokulhává



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

I přes určité zakolísání v Q4 15 si americká ekonomika v letošním roce pravděpodobně opět o něco polepší, přičemž Fed by na tento vývoj měl podle ekonomů SG reagovat zvýšením úrokových sazeb. Naproti tomu v eurozóně je inflační cíl stále v nedohlednu. **ECB tak zřejmě v březnu přistoupí ke snížení sazeb o 20 bb na -0,5 % a k prodloužení programu kvantitativního uvolňování.** Německá ekonomika by si díky solidní domácí poptávce měla letos na své konto připsat 1,4 %. Země středoevropského regionu by si měly z makroekonomického pohledu, i přes určité zpomalení způsobené nižším čerpáním fondů EU, vést dobře. Problémem zůstává nízká inflace, přičemž na Polsko doléhá negativní sentiment spojený s politickým děním. Rizikem zůstává i situace v Číně, případný odchod Velké Británie z EU, vývoj cen ropy, přičemž kartami může zamíchat i uprchlická krize.

### Spojené státy americké: Fed bude ve zvyšování sazeb pokračovat

Inflace ve Spojených státech by se měla letos vrátit k normálu.

**Na konci loňského roku přistoupila americká centrální banka k dlouho očekávanému zvýšení úrokových sazeb o 25 bb (na 0,25 – 0,50 %).** A přestože v Q4 15 výkon americké ekonomiky zakolísal (HDP v Q4 15 vzrostl pouze o 1,0 % q/q, anualizovaně, po 2,0 % v Q3 15 a dokonce 3,9 % v Q2 15), ekonomové SG předpokládají, že Fed bude v utahování měnové politiky pokračovat. Podle předpokladů SG však ke zvýšení úrokových sazeb přistoupí pouze jednou a to na konci letošního roku. Situace na trhu práce se totiž vyvíjí velmi pozitivně. Míra nezaměstnanosti na konci roku 2015 dosáhla pěti procent, přičemž v průběhu letošního roku by měla podle SG poklesnout až na 4,5 % (odhad Fedu 4,7 %). To by mělo být spojeno s růstem mezd a vést k větší ochotě domácností utrácet a následně se projevit i ve vyšším růstu HDP. Inflace by se letos měla normalizovat, přičemž i navzdory propadu cen ropy by 2% inflačního cíle mělo být dosaženo na konci letošního roku. Jádrové náklady pro osobní spotřebu (PCE), které jsou z hlediska Fedu důležitým údajem, by podle ekonomů SG měly v březnu dosáhnout 1,4 %, přičemž Fed je na konci roku očekává na úrovni 1,6 %. Ani ty by tedy zvýšení sazeb neměly stát v cestě. Trh je v současné době ovšem skeptičtější, když počítá pouze s jedním zvýšením úrokových sazeb v roce 2016 a to s pravděpodobností pouze 35 %.

### Eurozóna: ECB v březnu sníží sazby o dalších 20 bb

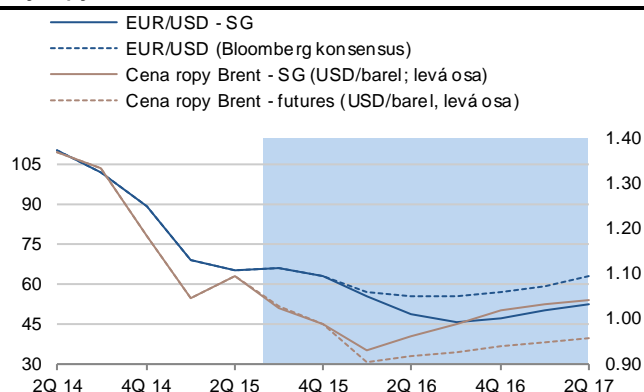
Dosažení inflačního cíle v eurozóně stále v nedohlednu.

**V prosinci Evropská centrální banka přistoupila k dalším krokům v boji s nízkou inflací.** Depozitní sazbu snížila o 10 bb na -0,3 %, program nákupu aktiv prodloužila do března 2017, do programu zařadila i dluhopisy regionálních a municipálních vlád, přičemž rozhodla, že maturující dluhopisy budou reinvestovány. Ani to však podle ekonomů SG k dosažení inflačního cíle ECB stačit nebude. Inflace by v letošním roce měla podle jejich prognózy dosáhnout pouze 0,6 %, příští rok pak 1,6 %. Jádrová inflace se sice nachází o něco výše, tempo jejího růstu ale příliš nezrychluje. Proto ekonomové SG předpokládají, že ECB přijde s balíčkem dalších opatření již na svém březnovém zasedání. Ten by měl zahrnovat snížení úrokových sazeb o 20 bb na -0,5 %, prodloužení dlouhodobých repo tendrů TLTRO do poloviny roku 2017 a prodloužení programu nákupů aktiv až do konce roku 2017. Stejně jako v loňském roce by i letos měl být hospodářský růst v oblasti eurozóny tažen především soukromou spotřebou. Ta je podporována především klesající nezaměstnaností, uvolněnější fiskální politikou a mírným růstem mezd. Naopak investiční aktivita stále zaostává, přičemž

čisté exporty by k růstu měly díky slabšímu euru přispívat mírně pozitivně. V letošním roce by ekonomika eurozóny měla růst o 1,3 %, tedy 0,3 % nad růstem potenciálního produktu (1,0 %).

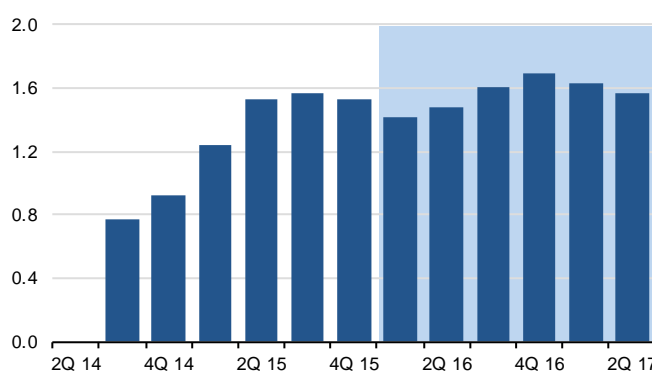
**Německá ekonomika si v loňském roce polepšila o 1,7 %.** K jejímu růstu přispívá především díky dobré situaci na trhu práce spotřeba domácností, rostou i vládní výdaje, brzdou stále zůstávají investice. V letošním roce by německý HDP měl vzrůst o 1,4 %, struktura by měla zůstat zhruba stejná jako v roce 2015. Inflace by podle ekonomů SG měla akcelarovat na průměrných 0,7 % po 0,1 % v roce 2015.

Ceny ropy a kurz USD/EUR



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG forecasts, Bloomberg

HDP v eurozóně (% y/y)



Středoevropský region si v letošním roce udržel slušnou kondici.

## Středoevropský region: měnové podmínky zůstanou uvolněné

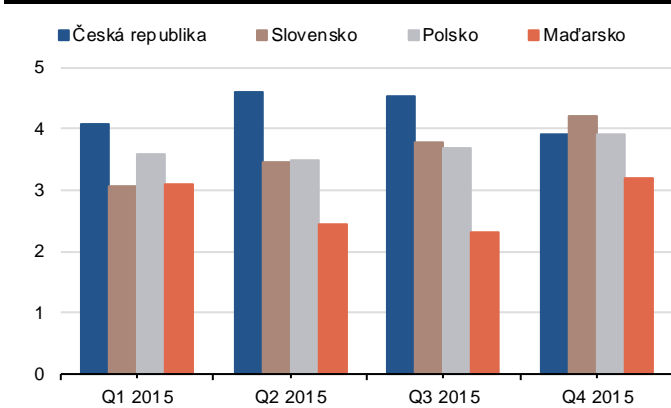
**Makroekonomická situace ve středoevropském regionu (CEE3 – Česká republika, Polsko, Maďarsko) zůstává příznivá.** Pozitivně se vyvíjí především situace na trhu práce, kde dochází k poklesu nezaměstnanosti, což se dále promítá do tlaku na růst mezd. Ten by měl být v letošním roce ještě výraznější. To se pozitivně odráží ve vývoji spotřebitelské důvěry v regionu a následně ve zvyšující se ochotě domácností utrácet, která je patrná na vývoji maloobchodních tržeb. Tyto trendy by měly pokračovat i v letošním roce. Domácí poptávka by tak měla i nadále zůstat rozhodujícím zdrojem růstu zemí CEE3. V důsledku nižšího čerpání fondů EU však v regionu v letošním roce zřejmě dojde ke zpomalení tempa růstu investic. Náběh nového programového období (2014 – 2020) je tradičně spojen s prodlevou v čerpání dotací, což se odrazí v nižším růstu HDP. Ten by měl v České republice v letošním roce dosáhnout 2,6 %, zatímco v Polsku ekonomové SG očekávají HDP na úrovni 3,5 %, v Maďarsku pak prognóza centrální banky počítá s růstem 2,5 %. I do budoucna však budou dotace z fondů EU představovat významný stimul pro ekonomiky regionu. Polsko bude v programovém období 2014-20 největším příjemcem dotací z celé EU. Zatímco v předchozím programovém období mohlo vyčerpat přes 67 miliard EUR, v tomto období se bude jednat dokonce o 86,7 miliard EUR. Česká republika a Maďarsko si co do objemu dotací nepatrně pohorší, i tak se ale bude jednat o značný objem prostředků (Česká republika 24 mld. EUR, Maďarsko 25,3 mld. EUR), přičemž Slovensko by mohlo vyčerpat 15,6 mld. EUR.

Inflace stále výrazně zaostává za inflačními cíli centrálních bank.

**Achillovou patou regionu zůstává inflace.** Ta se ve všech zemích nachází stále výrazně pod cíli centrálních bank. Směrem dolu je tažena především propadem cen komodit, přičemž svoji roli hrají i ceny potravin. V Polsku se spotřebitelské ceny pohybují stále v záporném teritoriu (-0,7 % y/y v lednu). V H1 16 by se podle ekonomů SG meziroční růst cen měl stabilizovat kolem 0 %, přičemž po převážnou část H2 16 zůstane pod 1 %. Inflačního cíle

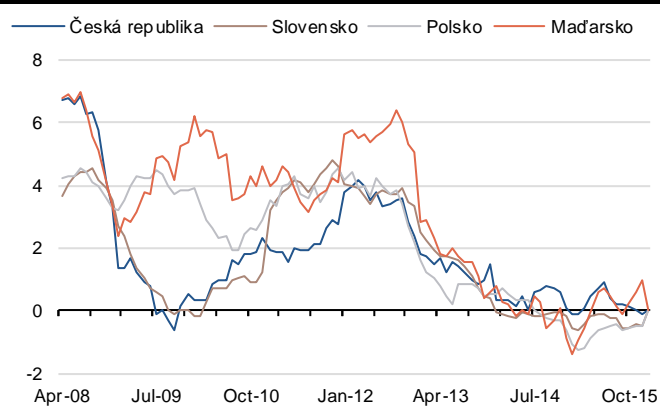
zřejmě spotřebitelské ceny nedosáhnou dříve než v roce 2018. O něco lépe je na tom Maďarsko, kde se inflace nachází již v kladných číslech (+0,9 % y/y v prosinci). 3% inflačního cíle bude nicméně podle maďarské centrální banky dosaženo až na konci roku 2017. Nejdříve by se tak k inflačnímu cíli měla propracovat Česká republika, a to na přelomu let 2016/2017.

Středoevropský region: HDP (% y/y)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Eurostat

Harmonizovaná inflace (% y/y)



Politické dění v Polsku poslalo zlotý na nejslabší úroveň za poslední čtyři roky.

**Navzdory podobným makroekonomickým trendům se vývoj jednotlivých regionálních měn v posledních měsících odlišuje.** Zatímco kurz české koruny se téměř nevzdálil od kurzového závazku (27 CZK/EUR), maďarský forint se držel převážně v pásmu 310 - 315 HUF/EUR, polský zlotý se propadl na nejslabší úroveň za poslední čtyři roky (4,5 PLN/EUR). Nejprve k jeho oslabování vedly obavy z výsledků tamních parlamentních voleb (25. října 2015), přičemž poté, co absolutní většinu získala strana Právo a spravedlnost, pád zlotého pokračoval. Příčinou bylo především přijetí několika kontroverzních zákonů (o ústavním soudu a o veřejnoprávních médiích). Investorům dělá vrásky i případná konverze hypoték denominovaných ve švýcarských francích (zhruba 137 mld. PLN, 7,8 % HDP) do domácí měny za administrativně stanovený zvýhodněný kurz. Náklady této konverze podle současného prezidentského návrhu by podle odhadů ekonomů SG výrazně přesáhly 20 mld. PLN a nesl by je bankovní sektor. Zákon však stále ještě nebyl schválen, takže k jeho implementaci podle ekonomů SG v letošním roce nedojde. Navíc vláda nechce, aby náklady pro bankovní sektor přesáhly 10 mld. PLN, takže návrh pravděpodobně dozná ještě značných změn.

V delším horizontu by měl polský zlotý opět posilovat.

**Výraznou ránu polské měně zasadila agentura Standard & Poor's,** která snížila rating země z A- s pozitivním výhledem na BBB+ s výhledem negativním. Ostatní agentury Polsku rating potvrdily (Fitch na A- se stabilním výhledem, Moody's A2 se stabilním výhledem), což se ale může brzo změnit. Obě agentury se obávají, že nová vláda bude více utrácet, čímž dojde ke zhoršení situace veřejných financí. Agentura Moody's již revidovala svoji prognózu deficitu veřejných financí na 3,1% HDP z původních 2,9 % (fiskální cíl byl v konvergenčním programu stanoven na úrovni 2,3 %). To podle ekonomů SG naznačuje, že by agentura mohla v květnu revidovat rating země na A2 s výhledem negativním. Podobně se vyjádřila i agentura Fitch, která se také obává zhoršení veřejných financí (rozpočtový deficit odhaduje pod 3 % HDP, odhad SG 3,1 %) a negativního dopadu konverze úvěrů ve švýcarských francích na bankovní sektor. Vliv politické situace na kurz zlotého bude tedy nad makroekonomickými fundamenty bohužel pravděpodobně převažovat i v následujícím období. **Proto ekonomové SG nevyklučují prolomení hranice 4,5 PLN/EUR. V delším horizontu by se však zlotý měl díky dobré kondici domácí ekonomiky vrátet zpět k 4,2 PLN/EUR.**

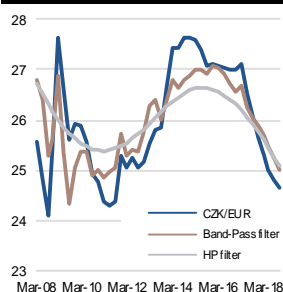
Úrokové sazby zůstanou v roce 2016 beze změny.

**Výraznou změnu v letošním roce dozná i bankovní rada Polské centrální banky.** Již v únoru do ní zasedlo šest nových členů, další dva se připojí v březnu, přičemž obměna bude završena 12. června, kdy do jejího čela usedne nový guvernér. Podle ekonomů SG však nakonec nová bankovní rada bude méně holubičí, než trh očekává (trh počítá se snížením úrokových sazeb o 20 bb na 1,3 % již v březnu) a **sazby zůstanou v letošním roce nakonec beze změny. Podle jejich názoru centrální banka může spíše snížit míru povinných minimálních rezerv** (v současné době 3,5 %, v České republice a Maďarsku 2 %), popřípadě uvažovat o jiných nástrojích, které by podpořily hospodářský růst.

**Česká národní banka v lednu rozhodla, že prodlouží svůj závazek držet kurz koruny poblíž úrovně 27 CZK/EUR** nejméně do konce letošního roku. Podle vyjádření bankovní rady exit s největší pravděpodobností nastane v H1 17. Centrální banka také diskutovala možnost snížení úrokových sazeb do záporu. Tento scénář však považujeme za nepravděpodobný. Snížení úrokových sazeb by mohlo být použito pouze jako prostředek k omezení přílivu spekulativního kapitálu. Nicméně celkově tento krok považujeme za nepravděpodobný. Pokud bude centrální banka nucena na trhu intervenovat, bude to vytvářet tlak na další pokles cross currency swapů ještě více do záporného teritoria, což bude samo o sobě eliminovat nutnost snížení úrokových sazeb.

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

**Vývoj měnového kurzu (CZK/EUR)**



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum,  
Komerční banka, ČNB

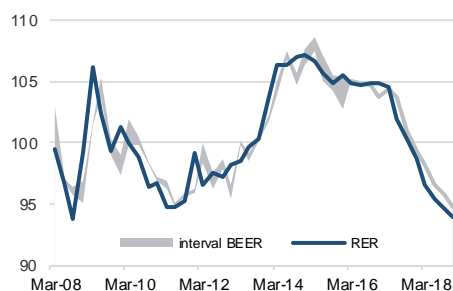
### BOX 1: Analýza rovnovážného kurzu české koruny vůči euru

Identifikace rovnovážného měnového kurzu dovoluje odlišit měnový kurz, který odpovídá makroekonomické situaci, od toho, který je tvořen na trhu a je tedy i nutně ovlivňován pohyby spekulativního kapitálu. Disproporce těchto dvou ukazatelů ukazuje na hloubku nesladěnosti rovnovážného a realizovaného kurzu a v důsledku i možnou velikost a směr korekce. Tato analýza nám totiž může hodně napovědět o směru, kterým by se mohl vyvíjet kurz v momentě, až Česká národní banka opustí svůj kurzový závazek. Samozřejmě si lze představit, že krátkodobě bude kurz hodně volatilní, ale z dlouhodobějšího pohledu by pak měl zamířit ke své rovnovážné úrovni, kterou se v tomto příspěvku snažíme identifikovat.

Metod na určení rovnovážné úrovně kurzu je několik, od čistě statistických filtrů (např. Band-Pass filtr nebo Hodrick-Prescott filtr) přes jednodušší přístupy založené na ekonomické teorii (např. parita kupní síly ve formě Big Mac indexu) až po sofistikované strukturální modely, které jsou založeny na vnějších a vnitřních rovnováhách ekonomiky (např. NATREX<sup>1</sup>). My jsme si pro naši analýzu vybrali přístup behaviorálního rovnovážného měnového kurzu (BEER), který je schopen identifikovat odchylky kurzu ve střednědobém či delším období, protože pracuje s diferencíalem produktivity práce v ČR a EMU, saldem přímých zahraničních investic a podílem investic či čistého exportu na HDP. Jsou to veličiny, které na vývoj reagují postupně a se zpožděním, protože popisují strukturu ekonomiky. Technicky se pak jedná o vektorový model korekce chyby, který vychází z kointegrační analýzy časové řady.

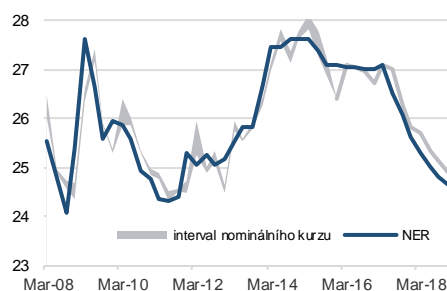
<sup>1</sup> <http://trading.kb.cz/api/file/140795>

Vývoj reálného kurzu (Q1 16 = 100)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Datastream

Vývoj nominálního kurzu (CZK/EUR)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Datastream

Provedená analýza nám ukazuje, že kurz je v současnosti podhodnocený vůči úrovni, na které by si ji jednotlivé modely BEER představovaly. Interval v grafu tvoří dva různé BEER modely. Jeden je založen na reálném kurzu používajícím průmyslové ceny, které lépe odpovídají struktuře zahraničního obchodu, v němž dominuje výměna průmyslového zboží. Na druhou stranu centrální banka se ve své politice cílování inflace orientuje spotřebitelskými cenami, takže druhý model pracuje s reálným kurzem vyjádřeným jimi.

Po opuštění kurzového závazku, které předpokládáme na počátku 2017, dojde k postupnému dlouhodobému posilování kurzu koruny vůči euru. Nominální kurz bude ovšem podle naší prognózy posilovat rychleji než by napovídala rovnovážná úroveň kurzu (kurz tedy bude nadhodnocený). Tento proces by měl trvat až někdy do konce roku 2019, kdy bude obnovena rovnováha někde kolem úrovně 24 CZK/EUR, což je asi o korunu níže, než napovídá dlouhodobá rovnováha modelu NATREX.

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

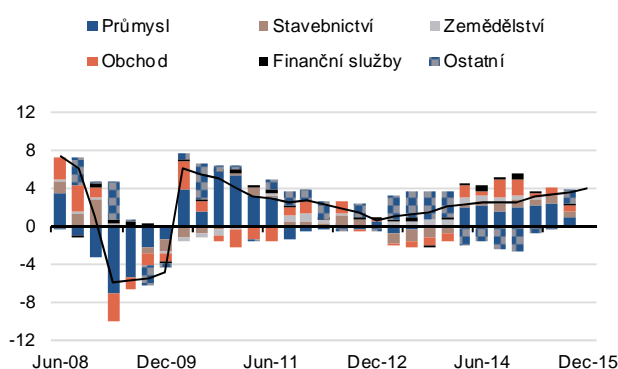
## Makroekonomický výhled: Spotřebitelský apetit podporuje ekonomický růst



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

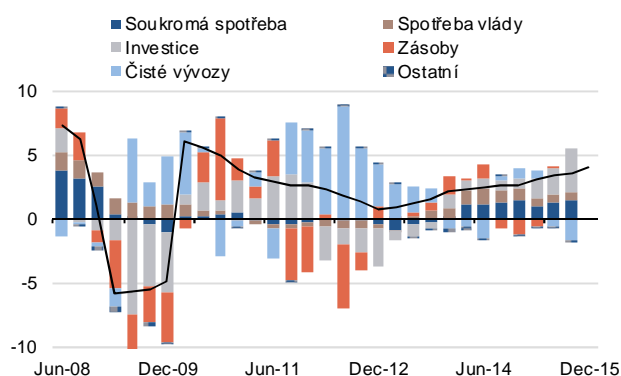
Slovenská ekonomika letos opět poroste, i když nižším tempem než vloni. Důvodem je především efekt chybějících EU fondů, když programovací období 2007-2013 skončilo loni a nové rámce ještě nejsou úplně připravené, tak aby mohly zpracovat podobné množství peněz jako vloni. Kvůli tomu se tedy soukromá spotřeba, která profituje ze zlepšující se situace na trhu práce, stane hlavním přispívatelem k růstu HDP. Rostoucí zaměstnanost a mzdy podporují chuť spotřebitelů utrácet. Celkem vzato tedy letos slovenská ekonomika přidá 2,7 % po loňských 3,5 %. Ekonomika bude i nadále operovat v podmínkách nízké inflace, když mnoho inflačních tlaků není na horizontu tohoto roku vidět a koncentrují se spíše do příštího roku.

Zdroje růstu HDP (v %, y/y)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Eurostat

Složky poptávky HDP (v %, y/y)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Eurostat

Ekonomika vloni vykazovala vysoký ekonomický růst, který letos zpomalí.

Slovenská ekonomika si ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku polepšila o 4 % (SA), což v mezičtvrtletním vyjádření znamená růst o 1 %. Očekáváme, že zdroje růstu na poptávkové straně zůstaly stejné jako ve třetím čtvrtletí. Největším přispívatelem byly investice, především ty fixní, které silně benefitovaly z přílivu zdrojů z EU fondů. Tento složka je následována soukromou spotřebou, která profituje z lepší se situace na trhu práce. Kladný příspěvek byl zaznamenán i díky spotřebě vlády. Jediný záporný příspěvek zaznamenal čistý export. Investice a soukromá spotřeba svou dovozní náročností stimulují import, jehož dynamika překonává příspěvky exportů do ekonomického růstu.

**Zdroje růstu se ovšem změní. Tempo investiční aktivity v ekonomice zpomalí v důsledku chybějících peněz z EU fondů. První housle tedy bude hrát soukromá spotřeba podporovaná stále se lepším trhem práce.**

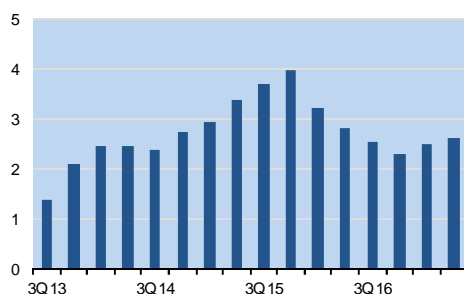
Investiční aktivita se zase navrátí k nefinančním podnikům.

**Zvýšené vládní investice v roce 2015 pomohly vylepšit infrastrukturu v zemi, která přispěla k větší atraktivitě Slovenska pro zahraniční investory.** Několik investic především z automobilového průmyslu a energetiky bylo oznámeno. Jedno z největších investičních rozhodnutí, které bylo ohlášeno koncem minulého roku, je rozhodnutí Jaguar Land Roveru ze skupiny Tata Motor postavit výrobní závod v průmyslové zóně blízko Nitry. Nicméně pozitivní vliv této investice bude především dlouhodobý, rozprostřený do příštích pěti let, po které Jaguar Land Rover očekává, že proinvestuje 1,4 miliardy EUR. Práce na tomto projektu se



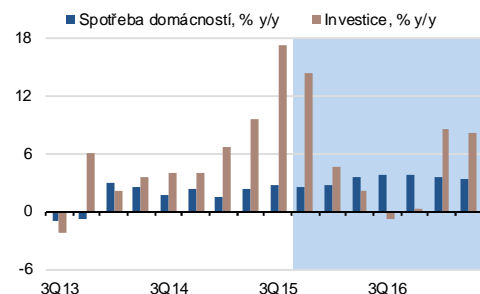
tento rok zaměří na přípravu staveniště (financováno vládou<sup>2</sup>) a výstavbu. V pozdějších letech by měl přijít dovoz technologií a začne náběh výroby.

Výhled růstu slovenského HDP (v %, y/y)



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Domácí poptávka dále poroste (v %, y/y)

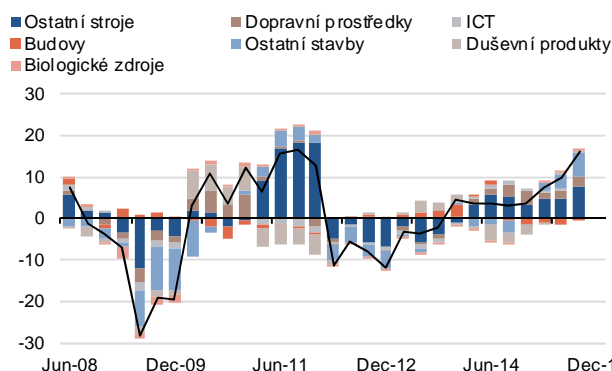


Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Růst investic bude také ovlivňován efektem základny.

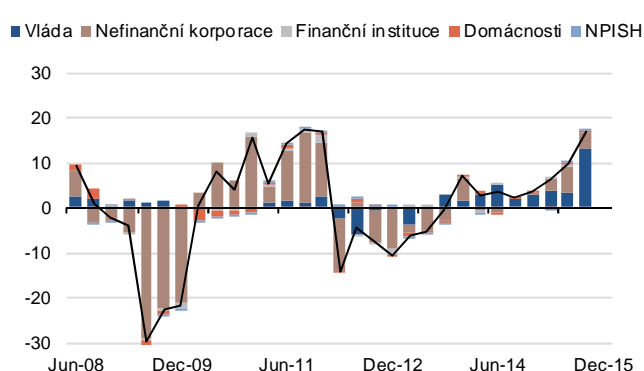
Nicméně investiční boom z minulého roku se už nebude opakovat. Efekt čerpání EU fondů na investiční aktivitu byl bezprecedentní a tak také vytvořil i vysokou základnu pro meziroční dynamiku v letošním roce. Také proto dynamika investiční aktivity tento rok znatelně zpomalí z 12 % y/y na 2 %.

Věcné členění tvorby fixního kapitálu (v %, pb, y/y)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Sektorové členění růstu fixních investic (v %, pb, y/y)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Průmyslová produkce bude profitovat z výroby aut, ale celkově letos poroste pomaleji.

Zpomalení očekáváme i u průmyslové produkce. Nicméně pokles růstového tempa je mírnější (z 5,6 % y/y v roce 2015 na 4 % y/y v roce 2016) ve srovnání s investicemi, protože průmyslová produkce byla ovlivněna evropskými penězi pouze částečně a spíše těží z domácí poptávky a zahraničního vývoje. Všeobecně si slovenská průmyslová výroba ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku udržela svoje růstové momentum. Růst byl rozložen mezi většinu průmyslových sektorů. Nejdůležitější sektor, výroba dopravních prostředků, zaznamenal dvouciferné tempo stejně jako strojírenství a ostatní zpracovatelský průmysl. Výroba dopravních prostředků je podporována počtem nově registrovaných vozidel, který se v segmentu osobních aut zvýšil o 8 % y/y za celý loňský rok a o 25 % za stejné období v segmentu užitkových vozidel. Tyto údaje vycházejí ze statistik evropské asociace automobilových výrobců. Lednové údaje dále meziroční dynamiku zrychlují, když vzrostly

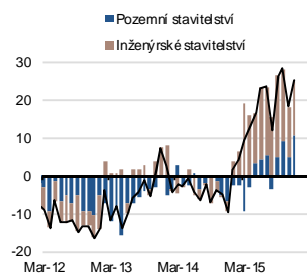
<sup>2</sup> Vláda přepokládá, že na podporu investice Jaguar Land Roveru utratí asi 430 mil EUR. Přímá podpora bude činit asi 130 mil. EUR, nákup pozemku bude stát 111 mil. EUR, příprava staveniště pak dalších 148 mil EUR, protipovodňová opatření si vyžádají 22 mil. EUR a konečně připojení k dálniční a elektrické síti bude stát 21 mil. EUR.



o 20 %. Ale tento zrychlující trend se netýká výhradně slovenského trhu, ale exportů také. Počet registrací nových vozidel se v EU zvýšil o 9 % za celý loňský rok a v lednu přidal 6,2 % y/y. Očekáváme, že růst průmyslové produkce zůstane solidní, protože automobilový průmysl pravděpodobně dále poroste. Pokračující postupné ekonomické ožívání v eurozóně a rostoucí ekonomika Česka tlačí dále vzhůru průmyslovou produkci, ač nižším tempem než v minulém roce, protože i růst české ekonomiky bude nižší stejně jako tempo ožívání ekonomiky eurozóny. Nicméně tím hlavním důvodem pro nižší růst průmyslové produkce je nižší investiční aktivita.

Stavebnictví zpomalí s tím, jak se sníží čerpání evropských fondů.

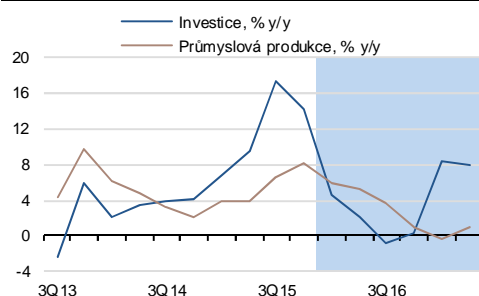
Dekompozice růstu stavebnictví (pb, % y/y)



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

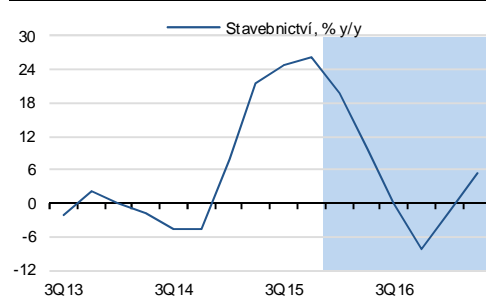
Stavebnictví vloni silně oživilo a konečně tak překročilo období od krize, kterou byl tento sektor hodně zasažen. Stavebnictví loni zaznamenalo dvouciferný růst, což znamenalo, že bylo sektorem, který ze zvýšeného čerpání EU fondů profitoval nejvíce. Stavebnictví bylo podporováno hlavně inženýrským stavitelstvím, ale pozemní stavitelství také rostlo. Nicméně letos stavebnictví zpomalí právě v důsledku výpadku čerpání EU fondů. **Takže po růstu o 20,2 % loni – první růstový rok od roku 2009 – dynamika letos zpomalí na 5,3 % y/y, když čerpání EU fondů bude velmi pomalé a postupné, takže se bude muset spolehnout na domácí poptávku.**

Průmysl a průmyslové zakázky (v %, y/y)



Zdroj: SSO, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

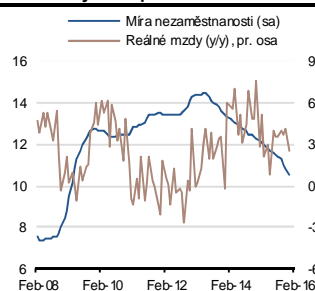
Stavební produkce (v %, y/y)



Zdroj: SSO, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Spotřebitelé těží z lepších se podmínek na trhu práce.

Indikátory trhu práce



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

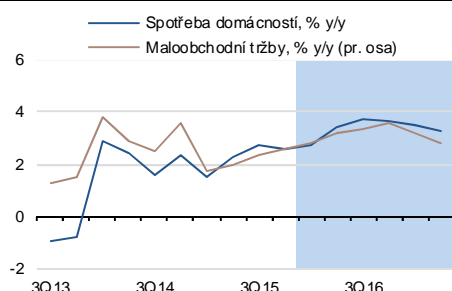
**Spotřeba domácností má velké příspěvky k růstu HDP, což není překvapivé, když se podíváme na vývoj na trhu práce, kde se podmínky zlepšují.** Sezónně očištěná míra nezaměstnanosti dále pokračovala v klesajícím trendu k hodnotě 10,8 % ve čtvrtém čtvrtletí. Ve stejném období se zvýšila i zaměstnanost, což bylo už deváté čtvrtletí v řadě a dosáhla tak historické výše 2,27 mil. osob. Dobrý výkon trhu práce může být také demonstrován na počtu volných pracovních míst. Sezónně očištěný počet volných pracovních míst postupně roste během loňského roku. Dokonce i reálné mzdy zrychlily svou dynamiku, která dosáhla 2,9 % y/y ve třetím čtvrtletí a měsíční indikátory potvrzují, že tohoto tempa by mělo být dosaženo i ve čtvrtém čtvrtletí. Růst reálných mezd je podporován přetrvávající negativní inflací, která podporuje kupní sílu obyvatelstva. Rostoucí kupní síla obyvatelstva také pomáhá zvyšující se objemem mezd a platů, který profituje jak z růstu mezd, tak počtu odpracovaných hodin. To vše dohromady vytváří příznivé podmínky pro spotřebitele, aby utráceli svůj rostoucí příjem, když jejich sezónně očištěná míra úspor stagnuje na úrovni pod 10 %. Není tedy v současné době evidence, že by domácnosti vytvářely opatrnosti úspory.

Tento příznivý vývoj na trhu práce se promítá do posilování spotřebitelského indikátoru důvěry, který navíc v lednu dále zrychlil, když saldo odpovědí respondentů zmínilo negativní hodnotu z -11,9 bodu v prosinci na lednových -4,6 bodu. Lepší se trend spotřebitelské důvěry se zrcadlí ve vývoji maloobchodních tržeb bez prodeje aut, které ve čtvrtém čtvrtletí 2015 vzrostly jak v mezičtvrtletní, tak meziroční dynamice. Prodeje motorových vozidel

v tomto čtvrtletí vzrostly dokonce ještě více, když vykazaly růst o 30 % y/y. **Maloobchodní tržby by tedy letos měly zrychlit svoje tempo na 3,8 % z loňských 1,8 %.**

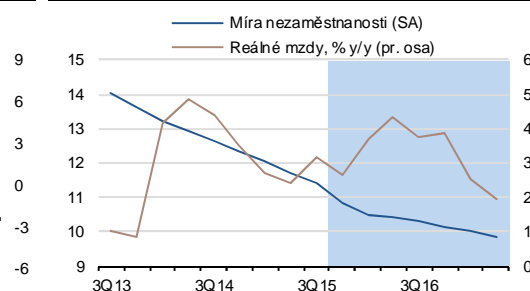
**Očekávané zrychlování dynamiky maloobchodních tržeb je důsledkem růstu reálných mezd o 3,9 % letos (po 2,7 % loni), což bude současně i dynamika nominálních mezd, protože očekáváme, že inflace letos dosáhne nulové změny. Mzdy porostou v důsledku zpříšňování podmínek na trhu práce, protože míra nezaměstnanosti bude dále klesat, ačkoliv nižším tempem než dříve. Situace na trhu práce se také odrazí ve spotřebě domácností, která letos přidá 3,4 %, když loni vzrostla o 2,3 %.**

Spotřeba domácností a maloobchod (v %, y/y)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Nezaměstnanost a mzdy (v %, y/y)



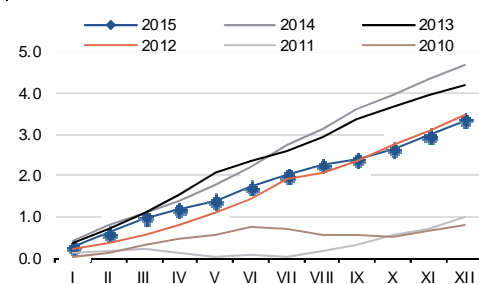
Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekáváme, že příspěvek čistého exportu bude letos opět záporný.

**Jak investice, tak soukromá spotřeba podporují importní dynamiku. Proto také mezičtvrtletní změna importů předstihuje exportní dynamiku už od posledního čtvrtletí roku 2014. V důsledku je tedy příspěvek čistých exportů negativní.** To znamená, že kladný přebytek zahraničního obchodu klesá. Jeho přebytek ve výši 3,3 mld. EUR je nižší, než byly úrovně dosažené v roce 2014 a 2013. Nominální importy klesají s tím, jak klesají ceny komodit na světovém trhu. Dovoz minerálních paliv v říjnu poklesl asi o 24 % y/y. Nicméně, ostatní skupiny zaznamenaly pozitivní dynamiku taženou domácí poptávkou. Všichni hlavní obchodní partneři na tomto výsledku participují s výjimkou Ruska, jehož export na Slovensko je ovlivňován obchodními sankcemi.

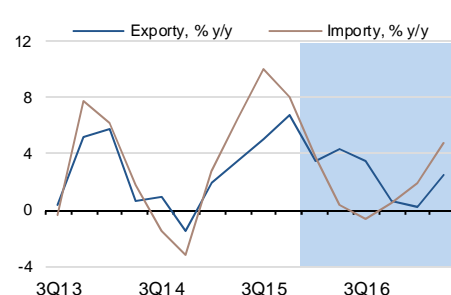
Klíčovým exportním segmentem je automobilový průmysl. Exporty aut se v říjnu zvýšily skoro o 12 % y/y. Geografická orientace exportů je zaměřena na eurozónu, zvláště Německo. Exporty k regionálním partnerům také vykazují solidní výsledky v případě Polska, ale už ne v případě České Republiky, do níž exporty v listopadu poklesly o 0,7 % y/y. Obchodní výměna s USA je živelná, když jak export, tak import v listopadu vzrostly o 8 % y/y.

Vývoj salda zahraničního obchodu



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výhled dynamiky vývozu a dovozu (v %, y/y)



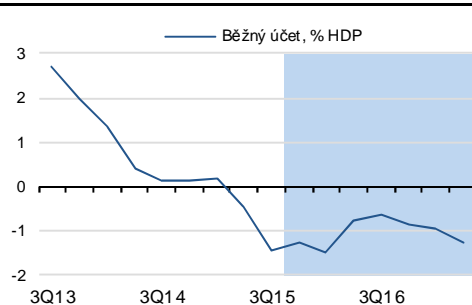
Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Ekonomové SG dále předpovídají solidní růstovou trajektorii pro eurozónu**, která bude pozitivně ovlivňovat slovenské exporty. Importní dynamika bude pod vlivem rostoucí chuti spotřebitelů utrácet a tlumené investiční aktivity. Nicméně jak meziroční dynamika exportu, tak i importu poklesne částečně s tím, jak zpomalí růst HDP. Domácí spotřeba totiž není tak importně náročná jako slábnoucí investice. **Příspěvek čistého exportu do ekonomického růstu bude stejně jako loni, tak i letos negativní.**

Bilance běžného účtu by měla zůstat kolem -1 % HDP.

**Bilance běžného účtu ve třetím čtvrtletí dále prohloubila svůj deficit.** Zvláště pak bilance se zbožím se ve třetím čtvrtletí v meziročním vyjádření zhoršila a stejně jako ke konci roku tak nemohla kompenzovat negativní bilanci prvotních a druhotných důchodů. **Očekáváme, že negativní saldo se v roce 2016 mírně zlepší na -0,8 % HDP, když ani letos bilance se zbožím nebude schopna kompenzovat deficit obou důchodových bilanci.**

Běžný účet (% HDP)



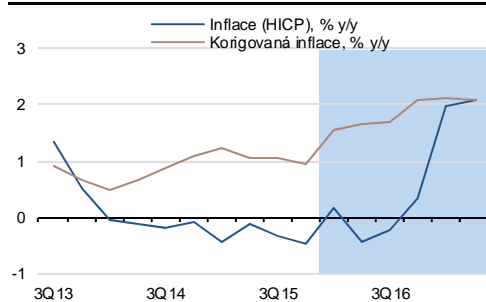
Zdroj: NBS, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vývoj inflace bude letos opět velmi utlumený.

**Nominální stránka ekonomiky vyjádřená inflací spotřebitelských cen stále zůstává pod deflačním tlakem, který byl v lednu opět prohlouben.** Všechny ze složek s výjimkou **jádrové inflace zaznamenaly v lednu negativní vývoj.** Největší negativní tlak přišel ze strany regulovaných cen, které trpí hlavně v důsledku nízkých cen komodit. Další impuls k poklesu cenové hladiny přišel ze strany pohonných hmot. Trh s ropou je pod velkým vlivem zpomalující čínské ekonomiky a nestabilitou, kterou vytváří čínské úřady tím, jak chtějí řešit strukturální problémy své ekonomiky. Dokonce ani ceny potravin nepředstavují žádné významné inflační tlaky. Tyto ceny jsou nicméně volatilní a i do budoucna tomu tak bude, ale bez nějakých výrazných rizik směrem k vyšší inflaci. Jedinou složkou, která je tedy schopna tvořit inflační tlaky, zůstává korigovaná inflace. Ta reaguje svým růstem na zvyšující se soukromou poptávku, protože útraty domácností jsou jisté a budou do budoucna dále růst a s tím i korigovaná inflace.

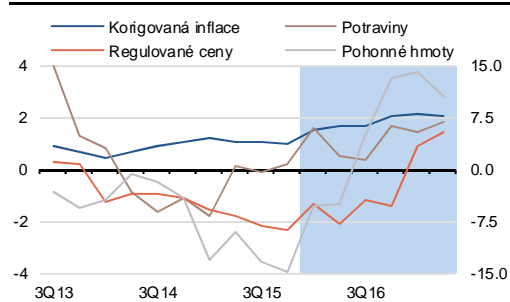
**Pro letošek opět očekáváme velmi utlumený vývoj inflace. Žádná inflace, žádná deflace je naším baseline scénářem.** Ceny pohonných hmot letos přidají 2 % y/y, ale díky jejich nízké váze ve spotřebním koši to nebude zásadně ovlivňovat inflační vývoj. Ceny potravin letos vzrostou v průměru o 1 %. Naproti tomu ceny regulovaných položek podle našich očekávání poklesnou o 1,5 % v roce 2016. V lednu totiž zaznamenaly pokles o 0,7 % m/m, což se potom bude dále propagovat v průběhu roku.

Inflační výhled (v %, y/y)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

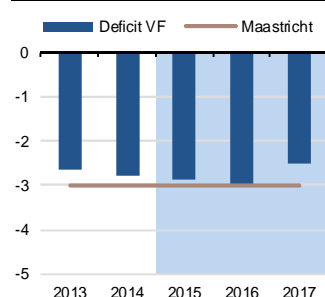
Složky inflace (v %, y/y)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

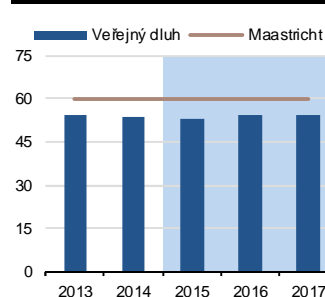
## Veřejný sektor

Deficit veřejných financí (% HDP)



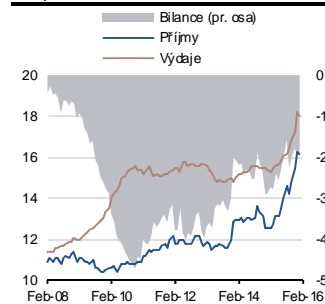
Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Celkový veřejný dluh (% HDP)



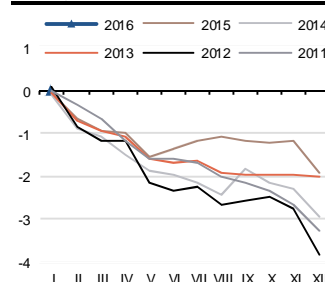
Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Státní rozpočet (12m kumulativně, mil. EUR)



Zdroj: MFSR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Státní rozpočet (kumulativní deficit, % HDP)



Zdroj: MFSR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Letošní deficit by měl skončit na úrovni 3 % HDP

Loňský deficit veřejných financí dosáhl 2,9 % HDP. Rozpočet pro letošní rok předpokládá, že deficit by se měl zlepšit na úroveň 1,9 %. Nicméně my se domníváme, že tohoto cíle nebude dosaženo a veřejný sektor vykáže vyšší deficit ve výši 3 %. Hlavním důvodem pro tento rozdíl je odlišný předpoklad ohledně ekonomického růstu (3,1 vs. 2,7 %).

Příjmy loňského rozpočtu se v prosinci zvedly o 30 % y/y (podle národní metodologie) podporované výběrem daní, zvláště korporátními daněmi. Avšak do takových to výšin je dostaly hlavně transfery peněz z EU. Ty byly vyšší o 30 % y/y, než byl rozpočtový plán a dosáhly 4,3 mld. EUR. Jenom v prosinci do rozpočtu z EU přiteklo 1,4 mld. EUR. Proto také poslední zpráva Ministerstva financí na konci ledna ukazuje, že slovenská vláda dokázala vyčerpat 93,8 % alokované kvóty. Nicméně tok EU fondů v novém programovém období 2014-2020 začne zvolna, když teprve celý proces začne postupně nabírat na rychlosti. Toto je totiž případ všech středoevropských ekonomik, když úřady i politické reprezentace se změřily na čerpání co nejvíce prostředků z minulého programového období 2008-13.

Růst výdajů za celý minulý rok dosáhl 17,8 % y/y. Růstová dynamika výdajů zaostávala za dynamikou příjmů, když byla bržděna vývojem běžných transferů. Na druhou stranu kapitálové výdaje dosahovaly většího růstu, který dosáhl 135 % ve srovnání s přecházejícím rokem 2014, když jenom v prosinci se utratila více jak 1 mld. EUR. Celkově tak kapitálové výdaje dosáhly 183 % plánovaného objemu.

Kvůli vývoji v prosinci nakonec deficit hospodaření vlády neudržel pozitivní vývoj, kterým se ubíral během celého roku a spadl k úrovni, na které byl deficit v roce 2013. Ale ekonomický růst v roce 2013 dosáhl 1,4 %. Takové skokové chování letos nemůžeme očekávat. **Nicméně existují neznámé vztahující se k rozpočtu letošního a příštího roku. Premiér R. Fico se totiž zavázal, že v případě volebního vítězství strany Smer-SD ve volbách konaných 5. března, prosadí další sociální balíček. Rada pro rozpočtovou zodpovědnost ovšem v návrhu rozpočtu na letošní rok identifikovala opatření bez dalšího detailního popisu, která jsou ve výši 1 % HDP, a tak představují riziko pro vývoj rozpočtu.**

**Hrubé výpůjční potřeby by se letos měly podle našeho odhadu vyšplhat na 6,9 mld. EUR a příští rok na 7,3 mld. EUR.** Náš výhled na výpůjční potřeby reflektuje výhled rozpočtového deficitu, který je vyšší ve srovnání s oficiálním údajem. Nicméně 4 mld. EUR z hrubých výpůjčních potřeb je kvůli splatným dluhopisům tento rok včetně emise splatné v japonských jenech.

Veřejný dluh na konci roku 2015 dosáhl 53 % HDP. **V letošním roce by dluh měl stoupnout na 54,6 %, což by mělo reflektovat zvýšený deficit.** V delším horizontu vidíme snahu o fiskální stabilizaci, která bude každý rok postupně podíl dluhu na HDP snižovat. Toto bude zrcadlit postupný pokles deficitu na dlouhém horizontu ke dvěma procentům.

**Výpůjční potřeby a jejich financování v letošním roce, mil. EUR**

	<b>ARDAL</b>	<b>KB (February)</b>
<b>Výpůjční potřeby</b>		
Rozpočtový deficit	1940.9	2377.9
Zpětné odkupy	500.0	500.0
Splatné pokladniční poukázky	0.0	0.0
Splatné dluhopisy		3819.3
Splatné dluhopisy v japonských jenech		199.7
Půjčky		0.0
<b>Celkově</b>		<b>6896.6</b>
<b>Financování</b>		
Hrubá emise pokladničních poukázek (přesahující kal. rok)		
Hrubá emise dluhopisů (v aukcích)		2400.0
Hrubá emise dluhopisů (syndikovaná)		4000.0
Půjčky		0.0
Čerpání likviditní rezervy		496.9
<b>Celkové financování</b>		<b>6896.9</b>
<i>Změna dluhu</i>		<i>1881.0</i>

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ARDAL

**Výpůjční potřeby a jejich financování v příštím roce, mil. EUR**

	<b>ARDAL</b>	<b>KB (February)</b>
<b>Výpůjční potřeby</b>		
Rozpočtový deficit		2100.5
Zpětné odkupy		500.0
Splatné pokladniční poukázky		0.0
Splatné dluhopisy		3727.8
Splatné dluhopisy v japonských jenech		1000.0
Splatný dluh		0.0
<b>Celkově</b>		<b>7328.3</b>
<b>Financování</b>		
Hrubá emise pokladničních poukázek (přesahující kal. rok)		0.0
Hrubá emise dluhopisů (v aukcích)		2800.0
Hrubá emise dluhopisů (syndikovaná)		4000.0
Dluh		0.0
Čerpání likviditní rezervy		528.3
<b>Celkové financování</b>		<b>7328.3</b>
<i>Změna dluhu</i>		<i>1572.2</i>

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ARDAL

## Rizika prognózy

Náš výhled je většinou spojen s externími riziky.

Náš výhled je spojen s následujícími riziky:

- Rizikem, které by způsobilo největší škody světové ekonomice a pak zprostředkovaně přes Německé exporty do Asie i slovenské ekonomice, je **velké zpomalení čínské ekonomiky**. Čínská ekonomika trpí strukturálními problémy (velký přebytek kapacit), které vláda zatím není schopna korektně uchopit a tak tento proces bude ještě chvíli trvat. Dokonce i čínské akciové trhy jsou pravidelně postižovány velkými výprodeji a následnou volatilitou.
- **Brexit** (opuštění EU Velkou Británií) představuje riziko hlavně pro evropskou ekonomiku. To může ještě dále narůstat, když by výzkumy veřejného mínění před referendem (23. června) naznačovaly nerozhodný výsledek či přímo podporu pro odchod Velké Británie z EU. Kdyby opravdu mělo nakonec k Brexitu dojít, tak odhady naznačují, že by ekonomický růst Velké Británie poklesl o 1 pb v každém roce pro příštích deset let. Nicméně i ostatní evropské země by byly postiženy. Jejich souhrnný hospodářský růst by byl v následujících 10 letech nižší o 0,25 pb ročně.
- **Nějaké omezení či zrušení Schengenského systému** by mělo vážný dopad na dodavatelské řetězce v rámci EU, což by samozřejmě poškodilo hospodářství Slovenska, které je příkladem země velmi závislé na volném pohybu zboží a lidí v rámci EU.
- **Další pokles cen ropy může** poškodit světový hospodářský výkon (ze strany producentů ropy). Zvláště v případě, kdy Saudská Arábie a Rusko se nakonec nedomluví na omezení dodávek ropy na světový trh. Nízké ceny ropy na druhou stranu představují pozitivní riziko ekonomického růstu dovozců ropy, kterým tak zbyde část disponibilního důchodu, který může být utracen ve prospěch jiných částí spotřebitelského koše.
- **Fiskální uvolnění v Německu**, které je důsledkem migrační krize, může pozitivně podpořit poptávku po slovenských exportech do Německa a může částečně vykompenzovat případné tvrdé přistání čínské ekonomiky a/nebo problémy plynoucí ze strukturálních problémů eurozóny.

Následující rizika vycházejí pouze z domácí ekonomiky:

- **Výrazné zpomalení investic je předpokládáno převážně z důvodu chybějícího toku EU** fondů a efektu statistické základny z přecházejícího nadopovaného roku. Příznivé podmínky financování a posilující domácí poptávka může ovšem posunout investice výše i přes ten chybějící přítok peněz z EU.
- Rychlejší než předpokládaný vývoj investic může zlepšit fiskální pozici vlády, a to i přes závazek premiéra R. Fica, který slíbil, že v případě volebního vítězství prosadí **další sociální balíček**.

I přes některá pozitivní rizika spojená s prognózou vývoje slovenské ekonomiky (např. nízké ceny ropy, fiskální uvolnění v Německu), je ovšem hodnocení rizik vychýlené směrem dolů, když stále přetrvávají některá rizika ve světové ekonomice a zvýšená volatilita na finančních trzích.



## Klíčové makroekonomické ukazatele

	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	2015	2016	2017
HDP (reálný růst, y/y, %)	3,7	4,0	3,2	2,8	2,6	2,3	2,5	2,6	3,5	2,7	2,6
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	2,8	2,6	2,8	3,4	3,7	3,7	3,5	3,3	2,3	3,4	3,3
Fixní investice (reálně, y/y, %)	17,3	14,2	4,6	2,1	-0,7	0,3	8,5	8,0	11,9	1,6	6,5
Zahraniční obchod (mld, EUR)	0,7	1,0	1,0	1,1	0,8	0,8	0,7	0,7	3,4	3,7	2,8
Průmyslová výroba (reálný růst, y/y, %)	6,5	8,1	5,9	5,2	3,8	1,1	-0,4	1,0	5,6	4,0	2,0
Stavebnictví (reálný růst, y/y, %)	24,7	26,4	19,7	9,7	0,1	-8,3	-1,5	5,6	20,2	5,3	5,5
Maloobchod (reálný růst, y/y, %)	2,2	2,6	3,1	3,7	4,0	4,4	3,7	3,0	1,8	3,8	3,8
Mzdy (reálný růst, y/y, %)	3,2	2,6	3,7	4,4	3,7	3,9	2,5	2,0	2,7	3,9	2,5
Nezaměstnanost (UPSVR, %)	11,4	10,8	11,5	11,4	11,3	11,2	11,0	10,9	11,5	11,4	10,8
Inflace (HICP, y/y, %)	-0,3	-0,5	0,2	-0,4	-0,2	0,3	2,0	2,1	-0,3	0,0	2,0
Korigovaná inflace (y/y, %)	1,1	1,0	1,6	1,7	1,7	2,1	2,1	2,1	1,1	1,8	1,9
Ceny potravin (y/y, %)	-0,1	0,2	1,6	0,6	0,3	1,7	1,5	1,9	-0,4	1,0	1,8
Ceny pohonných hmot (y/y, %)	-13,4	-14,8	-5,4	-5,1	5,2	13,1	14,0	10,7	-12,5	2,0	9,1
Regulované ceny (y/y, %)	-2,2	-2,3	-1,3	-2,1	-1,2	-1,4	0,9	1,5	-2,0	-1,5	1,8

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře, sezónní očištění je vlastní

Zdroj: SSÚ, NBS, MF, UPSVR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Roční makroekonomické ukazatele slovenské ekonomiky

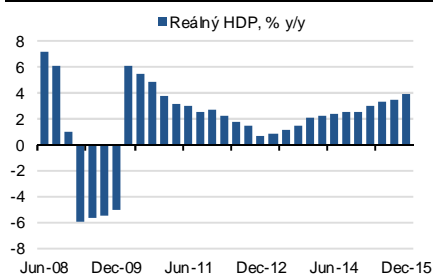
		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Hrubý domácí produkt	běžné ceny, mld, EUR	70,4	72,4	73,8	75,6	77,8	79,6	83,7	87,7	92,2
Hrubý domácí produkt	reálný růst, %	2,8	1,6	1,4	2,5	3,5	2,7	2,6	2,5	2,2
Průmyslová výroba	reálný růst, %	5,6	6,9	5,6	4,1	5,6	4,0	2,0	4,5	1,1
Stavební výroba	reálný růst, %	-0,5	-11,9	-4,4	-2,8	20,2	5,3	5,5	5,1	3,3
Maloobchodní tržby	reálný růst, %	-2,6	-1,1	0,3	3,8	1,8	3,8	3,8	3,9	2,4
Míra nezaměstnanosti	konec období, %	12,5	13,6	14,4	12,3	11,2	11,1	10,5	10,1	10,0
Celkové mzdy	nominální, průměr období, €	786	806	824	858	879	914	956	1000	1044
Celkové mzdy	reálný růst, %	-1,8	-1,2	0,9	4,2	2,7	3,9	2,5	2,6	2,2
Spotřebitelské ceny	HICP, průměr období, %	4,1	3,7	1,5	-0,1	-0,3	0,0	2,0	1,8	2,0
Spotřebitelské ceny	HICP, konec období, %	1,3	4,6	3,4	-0,3	-0,2	1,2	1,7	2,4	1,5
Zahraniční obchod	běžné ceny, mld, EUR	1,0	3,6	4,2	4,7	3,4	4,7	4,0	3,4	3,4
Vývozy	běžné ceny, mld, EUR	56,8	62,1	64,2	64,7	67,9	69,9	72,7	78,2	80,8
Dovozy	běžné ceny, mld, EUR	55,8	58,6	59,9	60,0	64,5	65,2	68,7	74,8	77,5
Vývozy	nominální růst, %	18,5	9,2	3,5	1,5	4,3	3,0	3,9	7,3	3,4
Dovozy	nominální růst, %	18,6	4,9	2,5	0,8	6,8	1,0	5,2	8,5	3,5
Běžný účet platební bilance	běžné ceny, mld, EUR	-3,5	0,7	1,4	0,1	-1,0	-0,7	-0,4	-0,5	-0,6
Běžný účet platební bilance	% HDP	-5,0	0,9	2,0	0,1	-1,2	-0,8	-0,5	-0,6	-0,7
Obchodní bilance	% HDP	-0,1	3,5	4,1	3,8	3,2	4,2	4,2	4,0	4,0
Bilance služeb	% HDP	-0,4	0,6	0,6	0,1	0,3	0,4	0,5	0,4	0,1
Bilance výnosů	% HDP	-3,4	-1,7	-0,9	-2,2	-3,2	-3,9	-3,6	-3,6	-3,4
Státní rozpočet	mld, EUR	-3,3	-3,8	-2,0	-2,9	-1,9	-1,8	-1,5	-1,4	-1,6
Státní rozpočet	% HDP	-4,7	-5,3	-2,7	-3,9	-2,5	-2,2	-1,8	-1,6	-1,7
Saldo veřejného sektoru	% HDP	-4,1	-4,2	-2,6	-2,8	-2,9	-3,0	-2,5	-2,1	-2,0
Dluh vládního sektoru	mld, EUR	30,5	37,6	40,3	40,4	41,2	43,4	45,5	47,4	49,2
Dluh vládního sektoru	% HDP	43,3	51,9	54,6	53,5	52,9	54,6	54,4	54,0	53,4
Zahraniční zadluženost	% HDP	78,5	75,8	81,9	89,7	87,4	80,4	79,3	78,8	79,6

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

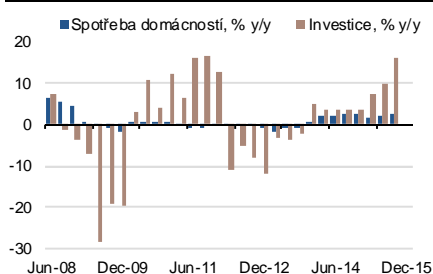
Zdroj: SSÚ, NBS, MF, UPSVR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Makroekonomické ukazatele

HDP (y/y)



Spotřeba domácností, investice (y/y)



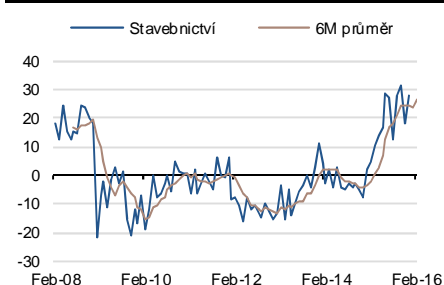
Čistý vývoz



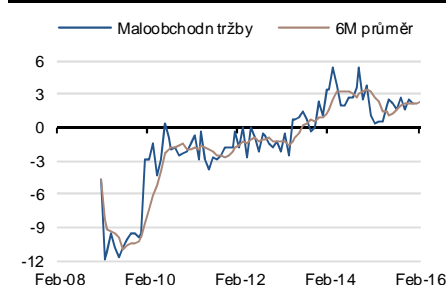
Průmysl (y/y)



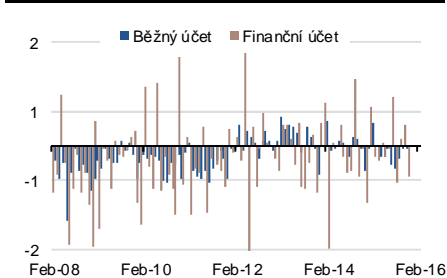
Stavebnictví (y/y)



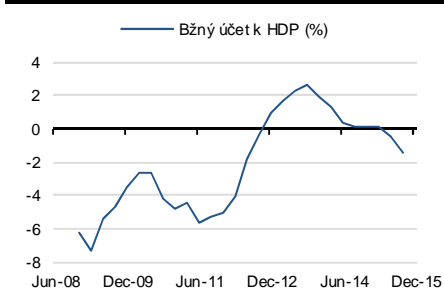
Maloobchodní tržby (y/y)



Platební bilance (mld, EUR)



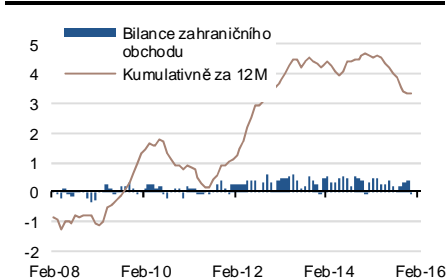
Běžný účet (% HDP)



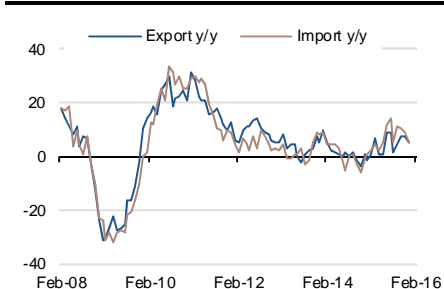
Přímé zahraniční investice (mld, EUR)



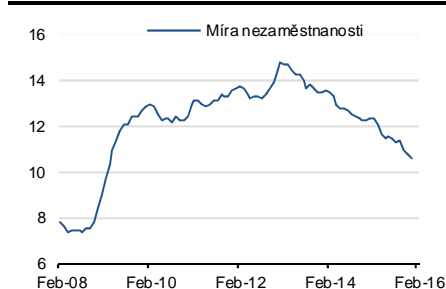
Saldo zahraničního obchodu (mld, EUR)



Dynamika vývozu a dovozu (% y/y)

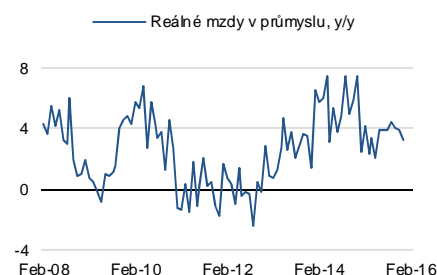


Míra nezaměstnanosti (%)

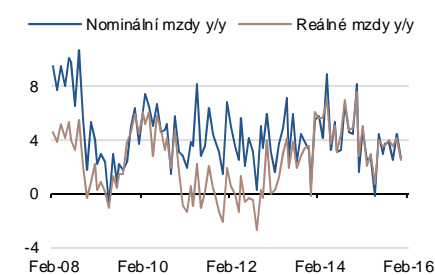


Zdroj: NBS, SSO, Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

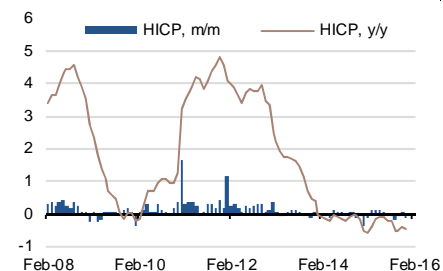
**Reálné mzdy v průmyslu (y/y)**



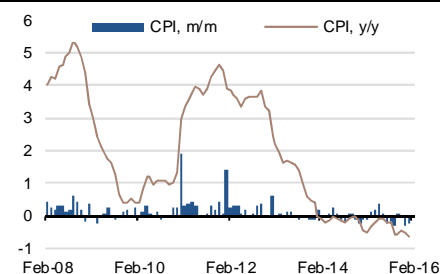
**Mzdy v ekonomice (y/y)**



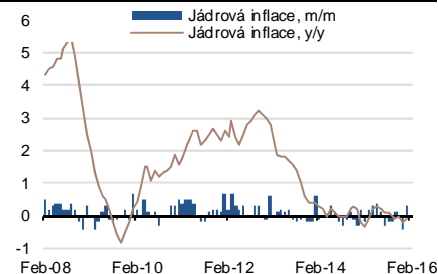
**Spotřebitelské ceny (HICP, %)**



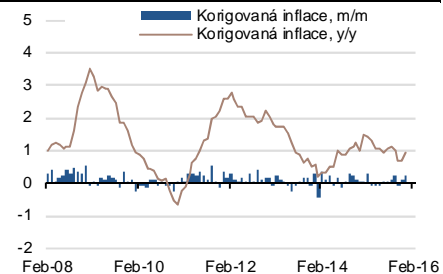
**Spotřebitelské ceny (%)**



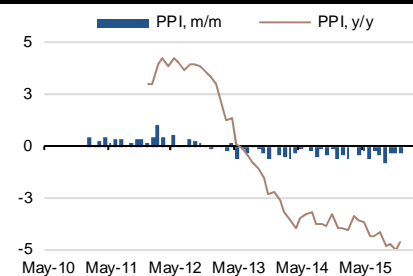
**Jádrová inflace (%)**



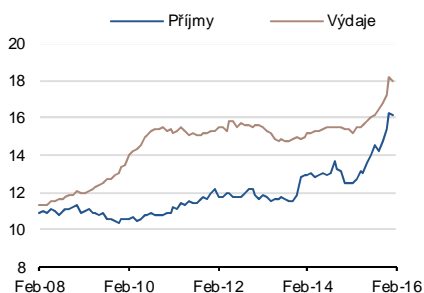
**Korigovaná inflace (%)**



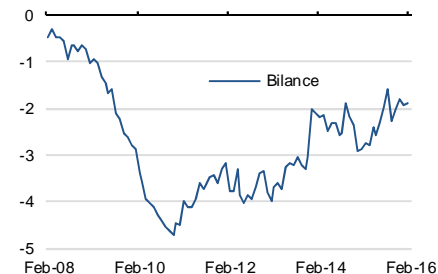
**Ceny průmyslových výrobců (%)**



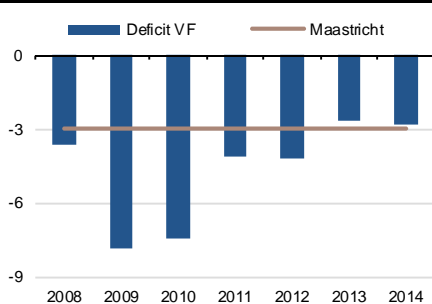
**Státní rozpočet (příjmy, výdaje, v mld, EUR, kumulativně za posledních 12M)**



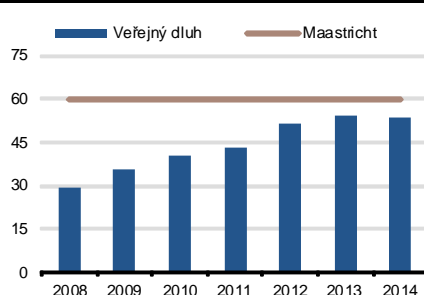
**Státní rozpočet (bilance, v mld, EUR, kumulativně za posledních 12M)**



**Deficit veřejných financí (% HDP)**



**Veřejný dluh (% HDP)**



**Výnos 10letého vládního dluhopisu (Maastricht definice v %)**



Zdroj: NBS, SSO, Datastream, Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM



**Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu**  
**Jan Vejmelík, Ph.D., CFA**  
 (420) 222 008 568  
[jan\\_vejmelik@kb.cz](mailto:jan_vejmelik@kb.cz)



**Ekonomové**  
**Viktor Zeisel**  
 (420) 222 008 523  
[viktor\\_zeisel@kb.cz](mailto:viktor_zeisel@kb.cz)



**Akciovní analytici**  
**Josef Němý, CFA**  
 (420) 222 008 560  
[josef\\_nemy@kb.cz](mailto:josef_nemy@kb.cz)



**Marek Dřimal**  
 (420) 222 008 598  
[marek\\_dřimal@kb.cz](mailto:marek_dřimal@kb.cz)



**David Kocourek**  
 (420) 222 008 569  
[david\\_kocourek@kb.cz](mailto:david_kocourek@kb.cz)



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



**Miroslav Frayer**  
 (420) 222 008 567  
[miroslav\\_frayer@kb.cz](mailto:miroslav_frayer@kb.cz)

## SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ



**Hlavní ekonom SG Poland**  
**Jaroslav Janeček**  
 (48) 225 284 162  
[jaroslav.janecek@sgcib.com](mailto:jaroslav.janecek@sgcib.com)



**Head of Research of Rosbank**  
**Evgeny Koshelev**  
 (7) 495 725 5637  
[ekoshelev@mx.rosbank.ru](mailto:ekoshelev@mx.rosbank.ru)

**Hlavní ekonom BRD-GSG**  
**Florian Libacor**  
 (40) 213 016 869  
[florian.libacor@brd.ro](mailto:florian.libacor@brd.ro)



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

**Ekonom**  
**Simona Tamas**  
 (40) 213 014 472  
[simona.tamas@brd.ro](mailto:simona.tamas@brd.ro)



**Akciový analytik**  
**Laura Simon, CFA**  
 (40) 213 014 370  
[laura.simon@brd.ro](mailto:laura.simon@brd.ro)

## SG GLOBAL ECONOMICS RESEARCH



**Head of Global Economics**  
**Michala Marcussen**  
 (44) 20 7676 7813  
[michala.marcussen@sgcib.com](mailto:michala.marcussen@sgcib.com)



**Euro area**  
**Anatoli Annenkov**  
 (44) 20 7762 4676  
[anatoli.annenkov@sgcib.com](mailto:anatoli.annenkov@sgcib.com)



**North America**  
**Brian Jones**  
 (1) 212 278 69 55  
[brian.jones@sgcib.com](mailto:brian.jones@sgcib.com)



**Asia Pacific**  
**Klaus Baader**  
 (852) 2166 4095  
[klaus.baader@sgcib.com](mailto:klaus.baader@sgcib.com)



**Korea**  
**Suktae Oh**  
 (82) 2195 7430  
[suktae.oh@sgcib.com](mailto:suktae.oh@sgcib.com)



**Michel Martinez**  
 (33) 1 42 13 3421  
[michel.martinez@sgcib.com](mailto:michel.martinez@sgcib.com)



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



**China**  
**Wei Yao**  
 (852) 2166 5437  
[wei.yao@sgcib.com](mailto:wei.yao@sgcib.com)



**India**  
**Kunal Kumar Kundu**  
 (91) 80 6716 8266  
[kunal.kundu@sgcib.cz](mailto:kunal.kundu@sgcib.cz)



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



**United Kingdom**  
**Brian Hilliard**  
 (44) 20 7676 7165  
[brian.hilliard@sgcib.com](mailto:brian.hilliard@sgcib.com)



**Japan**  
**Takuji Aida**  
 (81) 3 5549 5187  
[takuji.aida@sgcib.com](mailto:takuji.aida@sgcib.com)



**Inflation**  
**Hervé Amourda**  
 (91) 80 2808 6779  
[herve.amourda@sgcib.com](mailto:herve.amourda@sgcib.com)



**Yvan Mamalet**  
 (44) 20 7762 5665  
[yvan.mamalet@sgcib.com](mailto:yvan.mamalet@sgcib.com)



**Latin America**  
**Dev Ashish**  
 (91) 80 2802 4381  
[dev.ashish@socgen.com](mailto:dev.ashish@socgen.com)



**Kiyoko Katahira**  
 (81) 3 5549 5190  
[kiyoko.katahira@sgcib.com](mailto:kiyoko.katahira@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](mailto:patrick.legland@sgcib.com)



**Head of Fixed Income & Forex Strategy**  
**Vincent Chaigneau**  
 (44) 20 7676 7707  
[vincent.chaigneau@sgcib.com](mailto:vincent.chaigneau@sgcib.com)



**Fixed Income**  
**Bruno Braizinha**  
 (1) 212 278 5296  
[bruno.braizinha@sgcib.com](mailto:bruno.braizinha@sgcib.com)



**Rahul Desai**  
 (44) 20 7676 7904  
[rahul.desai@sgcib.com](mailto:rahul.desai@sgcib.com)



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



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



**Jorge Garayo**  
 (44) 20 7676 7404  
[jorge.garayo@sgcib.com](mailto:jorge.garayo@sgcib.com)



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



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



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



**Jason Simpson**  
 (44) 2076767580  
[jason.simpson@sgcib.com](mailto:jason.simpson@sgcib.com)



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



**Shakeeb Hulikatti**  
 (91) 80 2802 4380  
[shakeeb.hulikatti@sgcib.com](mailto:shakeeb.hulikatti@sgcib.com)



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



**Foreign Exchange**  
**Jason Daw**  
 (65) 63267890  
[jason.daw@sgcib.com](mailto:jason.daw@sgcib.com)



**Sébastien Galy**  
 (1) 212 278 7644  
[sebastien.galy@sgcib.com](mailto:sebastien.galy@sgcib.com)



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



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



**Head of Emerging Markets Strategy**  
**Guy Stear**  
 (33) 1 41 13 63 99  
[guy.stear@sgcib.com](mailto:guy.stear@sgcib.com)



**Amit Agrawal**  
 (91) 80 6758 4096  
[amit.agrawal@sgcib.com](mailto:amit.agrawal@sgcib.com)



**Régis Chatellier**  
 (44) 20 7676 7354  
[regis.chatellier@sgcib.com](mailto:regis.chatellier@sgcib.com)



**Jason Daw**  
 (65) 6326 7890  
[jason.daw@sgcib.com](mailto:jason.daw@sgcib.com)



**David Hok**  
 (44) 20 7676 7970  
[david.hok@sgcib.com](mailto:david.hok@sgcib.com)



**Roxana Hulea**  
 (44) 20 7676 7433  
[roxana.hulea@sgcib.com](mailto:roxana.hulea@sgcib.com)



**Phoenix Kalen**  
 (44) 20 7676 7305  
[phoenix.kalen@sgcib.com](mailto:phoenix.kalen@sgcib.com)



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



**Bernd Berg**  
 (44) 20 7676 7791  
[bernd.berg@sgcib.com](mailto:bernd.berg@sgcib.com)

## Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeji jakéhokoli 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 vyplývajícemu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice,

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