

| Čtvrtletní zpráva |

# Slovenské výhledy

Show na trhu práce pokračuje



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

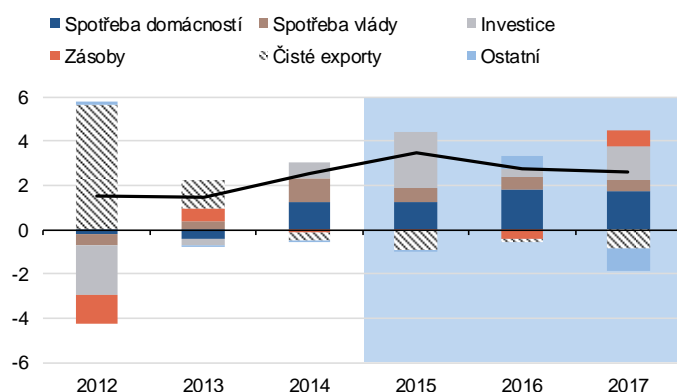


**Jana Steckerová**  
(420) 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz

Silný příliv peněz z fondů EU je již minulostí, a tak slovenská ekonomika začala zpomalovat. V prvním čtvrtletí si polepšila o 0,7 % q/q (SA), což znamenalo růst o 3,6 % y/y (SA). Je to první zpomalení meziroční dynamiky od konce roku 2012. Nicméně je to stále dlouhodobě rychlejší tempo než v eurozóně a také nejvyšší ve srovnání s ostatními ekonomikami v regionu. Další zpomalení by však mělo nastat ve zbytku roku. HDP by tak měl letos dosáhnout 2,7 %.

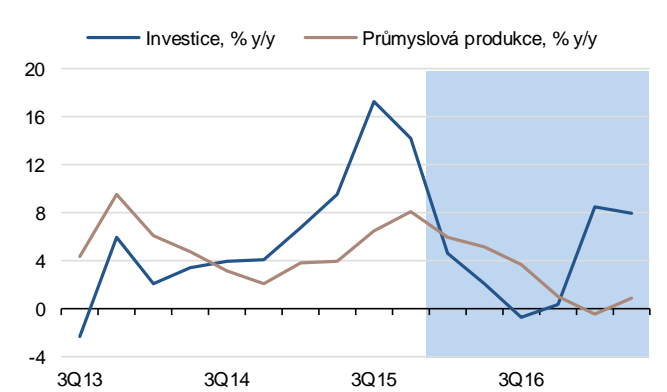
- Soukromá spotřeba bude klíčovým růstovým faktorem v období po konci programového období 2007-2014. Spotřebitelé profitují z velmi dobrých podmínek na trhu práce, zvyšující se zaměstnanosti, klesající míry nezaměstnanosti a z toho vyplývajícího mzdového růstu.
- Přestože investiční aktivita ztratila svou nejvyšší dynamiku, stále očekáváme, že do růstu HDP přispěje kladně. Vládní investice by měly být částečně nahrazeny soukromými kvůli solidní domácí poptávce.
- Růst dovozu je také stimulován výkonem domácí poptávky a překonává dynamiku vývozu. Z tohoto důvodu je příspěvek čistého exportu do růstu HDP záporný.

Růst podpoří především soukromá spotřeba



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Investice stejně jako průmyslová produkce zpomalí



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

- Dynamika spotřebitelských cen tažená dolů cenami potravin, pohonných hmot a administrativními cenami letos opět poklesne. Nicméně již na přelomu letošního a příštího roku očekáváme zrychlení cenového vývoje v rámci cen potravin a pohonných hmot. V důsledku toho meziroční inflace v příštím roce vzroste na úroveň 1,7 %.

# Makroekonomická prognóza Slovenska

## Vnější prostředí: nižší růst HDP, riziko představuje Brexit



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

**Ve srovnání s naší minulou prognózou se růstové vyhlídky Spojených států ani eurozóny příliš nezměnily.** Společným rysem je to, že růst HDP je tažen domácí poptávkou, což platí i pro země středoevropského regionu. Ve Spojených státech došlo i ke značné redukci, pokud jde o očekávané zvyšování úrokových sazeb. V letošním roce ekonomové SG očekávají pouze jedno zvýšení, v příštím roce tři. Rizika zůstávají v podstatě nezměněna. Patří mezi ně případný odchod Velké Británie z EU, zpomalení čínské ekonomiky, vývoj cen komodit či uprchlická krize.

## Spojené státy americké: růst táhne poptávka

Ekonomika Spojených států si letos polepší o 1,8 %.

**Vyhlídky pro růst americké ekonomiky ekonomové SG revidovali pouze minimálně.**

Hlavním tahounem zůstává domácí poptávka. Trh práce již dosáhl NAIRU (míra nezaměstnanosti nezrychlující inflaci), což vytváří tlak na růst mezd. Nezaměstnanost by podle ekonomů SG měla ještě nepatrně poklesnout (v současné době se nachází na úrovni 5 %), jednotkové mzdové náklady rostou více než 2 % tempem již nyní, přičemž participace na trhu práce podstatně stoupla. Spotřebu domácností podporují i nízké ceny energií, přičemž k ochotě utrácet přispívá i vyšší míra úspor naakumulovaná v minulém roce. K růstu by měly přispět i investice do rezidenčních nemovitostí. Naopak firemní investice zůstávají pod tlakem nižších cen energií a silnějšího dolaru (navzdory oslabení od ledna je kurz dolaru vůči euru stále o 18 % silnější ve srovnání s létem 2014). Nižší investice v oblasti energetického sektoru pravděpodobně z letošního růstu HDP ukrojí 0,4 %, zatímco čisté exporty zredukovat HDP o dalších 0,5 %. Sečteno podtrženo, v letošním roce by HDP měl vzrůst o 1,9 %. Příští rok by ekonomika měla své tempo nepatrně zrychlit na 2,3 %.

V letošním roce Fed podle SG zvýší sazby pouze jednou.

**Navzdory globálním desinflačním tlakům si jádrová inflace ve Spojených státech udržela slušnou dynamiku.**

Jádrové ceny rostou především díky utahující se situaci na trhu práce a vývoji na trhu nemovitostí. Hypoteční úrokové sazby jsou nejnižší za poslední tři roky, což společně s převahou poptávky po nemovitostech nad jejich nabídkou vytváří tlak na růst jádrových cen. Na konci letošního roku by se podle ekonomů SG měla jádrová inflace pohybovat kolem současných úrovní, tj. 2,1 %. Celková inflace, která se pohybuje kolem 1 %, by měla díky vyšším cenám energií na počátku roku 2017 dosáhnout 2 %. Pokud jde o nastavení měnové politiky, předpokládají ekonomové SG, že Fed zvýší letos úrokové sazby pouze jednou, a to v prosinci. Do té doby se však zřejmě bude trh snažit přesvědčit, že jeho očekávání ohledně budoucího zvyšování sazeb jsou příliš pesimistická (trh vidí pouze jedno zvýšení sazeb v letošním roce s pravděpodobností 75 %). Samotný Fed ve své prognóze počítá pro letošní rok s dvojnásobným utažením měnové politiky. Rétorika Fedu bude tedy v letních měsících zřejmě více jestřábí, aby si Fed připravil půdu pro případné zvyšování úroků. V příštím roce by podle ekonomů SG měl Fed sazby zvednout celkem třikrát. Svého vrcholu by podle SG sazby měly dosáhnout na úrovni 1,625 %.

## Eurozóna: Inflace by měla začít pomalu stoupat

Inflace letos dosáhne v průměru 0,4 %.

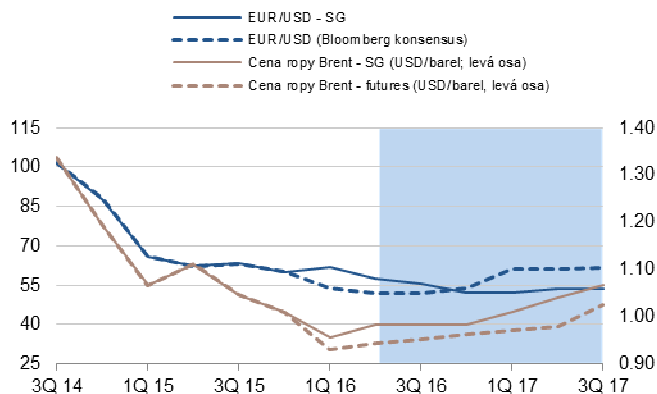
**Inflace v eurozóně zůstává stále na nízkých úrovních. Podle ekonomů SG se do letošního léta bude pohybovat na úrovních kolem nuly, přičemž ve druhé polovině roku by díky bazickým efektům měla začít stoupat.** Za celý letošní rok však její průměr zřejmě dosáhne pouze 0,4 %. Na počátku roku 2017 by inflace měla dočasně akcelarovat k úrovni okolo 2 %, což může vyvolat diskuzi o adekvátnosti nastavení úrokových sazeb. V průměru se

však inflace v období let 2016 – 2020 bude pohybovat kolem 1,4 %, tedy stále výrazně pod 2% cílem ECB. Ekonomové SG proto nepředpokládají, že by ke zvýšení sazeb došlo v průběhu prognózovaného období (2020). Pokud jde o růst HDP, měla by podle ekonomů SG ekonomika eurozóny přidat 1,6 %. Růstu napomáhá především domácí poptávka, zatímco investice stále pokulhávají a čisté exporty růst spíše brzdí. Odhad růstu pro příští rok zůstal beze změny na úrovni 1,5 %.

Prezident Draghi prostor pro další snížení sazby nevidí.

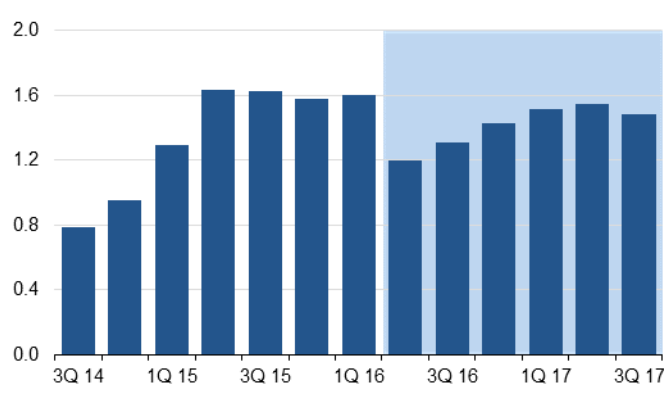
**Evropská centrální banka ve snaze přiblížit inflaci k cíli přišla v březnu s dalším balíčkem opatření.** Snížila všechny klíčové úrokové sazby, přičemž depozitní sazbu posunula dolů o dalších 10 bb na -0,4 %. Prezident Draghi ale zároveň uvedl, že v tuto chvíli již prostor pro další snížení úrokových sazeb nevidí. Měsíční objem nakupovaných aktiv byl s platností od dubna zvýšen o 20 mld. EUR na 80 mld. EUR. Mezi aktiva, která bude moci ECB nakupovat, byly nově zahrnuty i korporátní dluhopisy investičního stupně. Od června také startuje nový program čtyřletých TLTRO II, přičemž úročení peněz v rámci tohoto programu se bude pohybovat od -0,4 do 0 % podle objemu poskytnutých úvěrů. Vzhledem k tomu, že v letošním roce bude inflace díky bazickým efektům stoupat, nelze od ECB očekávat příliš mnoho dalších akcí. Hlavní otázkou je, jaké kroky ECB podnikne v letech 2017 a dál, pokud se inflace bude stále držet pod jejím cílem. Zatím se nezdá, že by měla chuť jít do nákupů akcií či bankovních dluhopisů. Podle ekonomů SG je mnohem pravděpodobnější, že ECB prodlouží program nákupů aktiv do konce roku 2017, prodlouží program TLTRO, popřípadě ho rozšíří i na hypoteční úvěry.

Ceny ropy a kurz USD/EUR



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

HDP v eurozóně (% y/y)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG forecast

Silný trh práce v Německu podporuje spotřebu domácností.

**Německá ekonomika by v letošním a v příštím roce měla vzrůst o 1,7 %.** Hlavním zdrojem růstu zřejmě zůstane soukromá spotřeba, zatímco investice budou i nadále utlumené, přičemž čisté exporty část růstu umažou. Spotřeba domácností je podporována dobrou situací na trhu práce. Počet volných pracovních míst dosahuje rekordních úrovní, zatímco pomalý růst inflace vylepšuje reálný disponibilní důchod domácností. Inflace zůstává na nízkých úrovních. V letošním roce by měla podle ekonomů SG dosáhnout v průměru 0,5 %, v příštím roce pak 1,8 %. Rizika jsou podle jejich názoru vyvážená. Směrem nahoru by ve druhé polovině roku měly inflaci tlačit ceny ropy, naopak riziko představuje nižší růst mezd, který by mohl nastat v důsledku slabší zahraniční poptávky a přílivu pracovní síly (uprchlíci).

## Středoevropský region: inflační cíle stále v nedohlednu

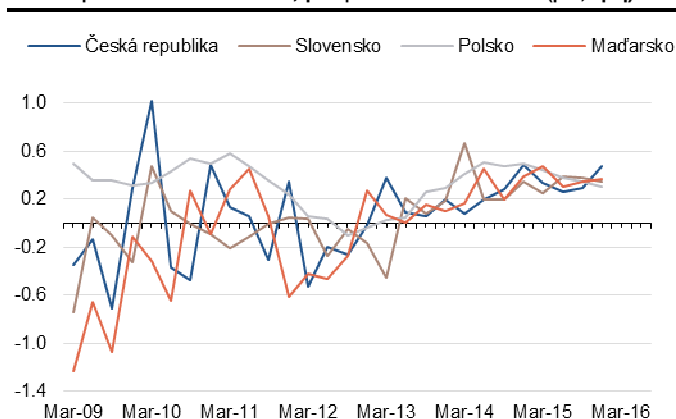
**Inflace se ve středoevropském regionu stále drží na velmi nízkých úrovních.** V kladném teritoriu se nachází pouze v České republice (+0,6 % y/y v dubnu) a Maďarsku (+0,2 %

v dubnu). Neslavně je na tom Polsko, kde se spotřebitelské ceny drží v záporu již od července 2014 (-0,9 % y/y v dubnu 2015). Přestože by spotřebitelské ceny v regionu měly začít postupně stoupat, dosažení inflačních cílů jednotlivých centrálních bank se hned tak nedočkáme. V České republice by inflace měla dosáhnout cíle centrální banky v příštím roce. Pro Slovensko a Polsko bude úspěch, pokud se do konce letošního roku vymaní alespoň z deflace (ekonomové SG předpokládají výstup z deflace nejdříve v Q3 16). Lépe na tom nebude ani Maďarsko, které podle maďarské centrální banky dosáhne inflačního cíle nejdříve v H1 18 a ostatně ani Polsku se 2,5% inflačního cíle zřejmě nepodaří dosáhnout dříve než v roce 2018.

Centrální banky udržují uvolněnou měnovou politiku.

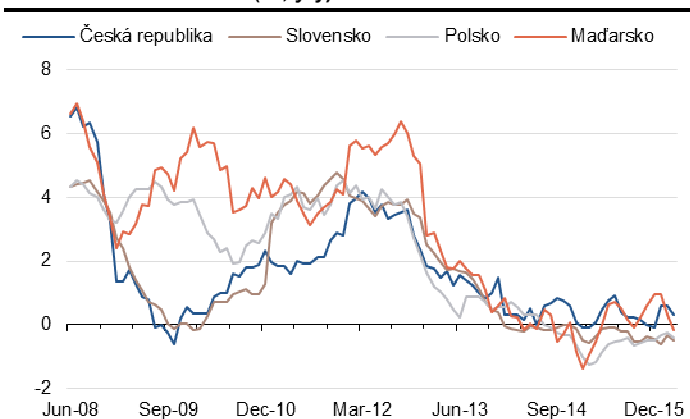
**Vývoji inflace odpovídá i nastavení měnové politiky jednotlivých centrálních bank.** Česká národní banka stále drží svůj kurzový závazek na úrovni 27 CZK/EUR a podle našich předpokladů ho ukončí v Q3 17. Maďarská centrální banka v březnu opět obnovila cyklus snižování úrokových sazeb. Od té doby snížila sazby celkem třikrát a to až na současnou úroveň 0,9 %. Po posledním snížení v květnu však prohlásila, že současná pozice reálné ekonomiky a inflační výhled umožňují, aby sazby zůstaly beze změny po delší dobu. Beze změny ponechá úrokové sazby podle ekonomů SG v následujících měsících polská centrální banka (1,5 %). Změnu by mohlo doznat nastavení inflačního cíle, který je v současné době stanoven na 2,5 % +/- 1 pb. Podle ekonomů SG by centrální banka k tomuto kroku mohla přistoupit v rámci projednávání strategie měnové politiky pro rok 2017, přičemž podle jejich názoru by optimálním řešením bylo zvolení asymetrického inflačního cíle, tedy inflace ne vyšší než 2,5 %.

CEE: spotřeba domácností, příspěvek k růstu HDP (pb, q/q)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Eurostat

Harmonizovaná inflace (% , y/y)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Eurostat

Fiskální politika stimuluje hospodářský růst

**Hlavním zdrojem růstu ve středoevropském regionu zůstává domácí poptávka.** Chuť domácností utrácet je podporována nejen pozitivním vývojem na trhu práce, ale i opatřeními jednotlivých vlád, která vylepšují rodinné rozpočty. Maďarská vláda snížila o 1 % daň z příjmu fyzických osob, zvýšila daňový odpočet pro rodiny se dvěma dětmi, o 5,7 % zvýšila minimální mzdu. Reálné mzdy státních zaměstnanců v lednu meziročně vzrostly dokonce o 10,8 %, přičemž nezaměstnanost je nejnižší od roku 2004 (5,8 % v dubnu). Podobně je na tom Polsko, kde opatření vlády také stimuluje spotřebu. Od prvního dubna vešel v platnost balíček 500+, který přináší finanční podporu pro každé druhé a další narozené dítě bez ohledu na výši příjmů rodiny. Podle ekonomů SG by toto opatření mohlo zvýšit privátní spotřebu o 1,0 – 1,3 pb v následujících čtvrtletích a HDP o 0,2 – 0,3 pb. Zatímco fiskální politika růst HDP v regionu podporuje, zpomalení investic v důsledku náběhu nového programového období pro čerpání peněz z fondů EU tempo růstu HDP brzdí. HDP v Polsku by mělo v letošním roce vzrůst

o 3,4 %, na Slovensku o 2,7 %, v Maďarsku o 2,8 % (předpověď maďarské centrální banky) a v České republice o 2,1 %.

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

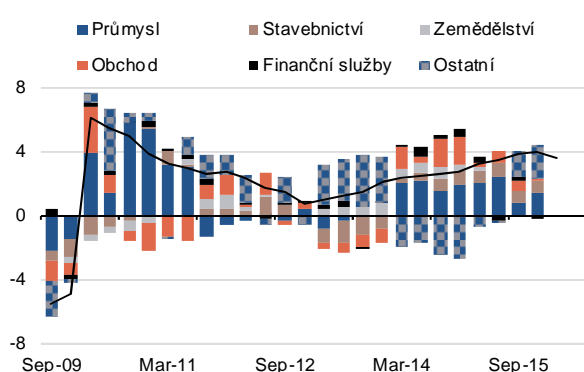
## Makroekonomický výhled: inflace bude i nadále utlumená



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

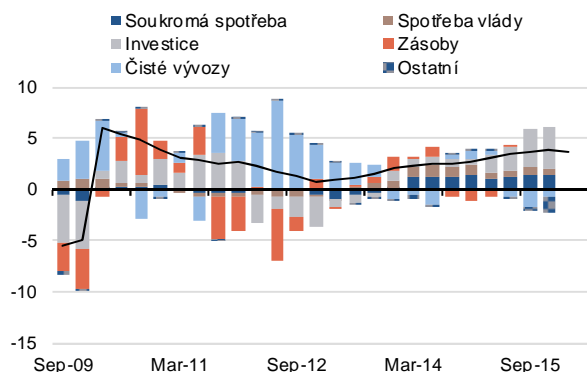
Slovenská ekonomika se letos bude muset obejít bez stimulantů ve formě EU fondů. Jednotlivé rámce, přes které budou proudit peníze z EU na Slovensko během třetího programového období 2014-2020, se teprve tvoří a tak jimi ještě zatím neprošla žádná velká suma. Proto pára pro ekonomiku bude dodávána soukromou spotřebou, která těží z vynikajících podmínek na trhu práce. Zaměstnanost roste, míra nezaměstnanosti postupně klesá, což se odráží v solidním mzdovém růstu. Očekáváme tak, že ekonomika letos přidá 2,7 %. Inflační tlaky zůstanou utlumené a inflace dosáhne v průměru -0,2 %. Dynamika cen by nicméně měla zrychlit na přelomu letošního a příštího roku.

Zdroje růstu HDP (v %, y/y)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Eurostat

Složky poptávky HDP (v %, y/y)

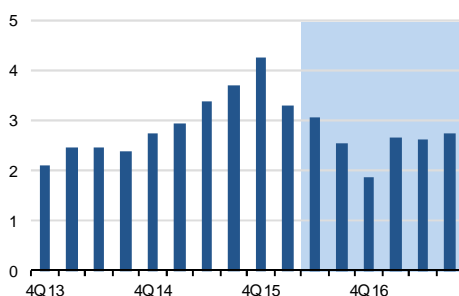


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Eurostat

Ekonomika letos zpomalí s tím, jak vyschne příliv EU fondů.

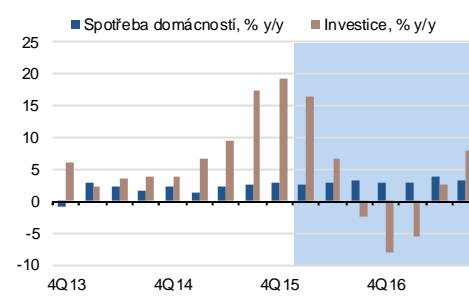
**Slovenská ekonomika vzrostla v prvním čtvrtletí o 0,7 % (SA), což v meziroční dynamice činilo 3,6 % (SA).** Tento růst překonal naše očekávání. Je velmi pravděpodobné, že investiční aktivita podpořena zvýšeným čerpáním EU fondů v minulém roce se ve větší míře přelila na počátek letošního roku. Avšak očekáváme, že vývoj investic by měl dále zpomalovat. Soukromá spotřeba profituje, a i nadále, bude z dobrých podmínek na trhu práce. I vládní spotřeba by měla k růstu HDP přispět kladně. Záporně do růstu HDP přispěje čistý vývoz. Dovozní náročnost investic a soukromé spotřeby pomáhají dovozu, jehož dynamika bude letos opět vyšší než dynamika vývozu.

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

Zaměstnanost podporují starší věkové ročníky.

**Soukromá spotřeba bude letos tvořit největší příspěvek do HDP.** Není to pouze v důsledku poklesu fixních investic, ale spíše kvůli solidní situaci na trhu práce. Klesá míra nezaměstnanosti, jak vyjádřená registrovanou mírou od Ministerstva práce, sociálních věcí a

rodiny, ale také ta měřená statistickým zjišťováním Statistickým úřadem SR. Navíc roste zaměstnanost z už tak dost vysokých hodnot. Zdrojem tohoto růstu je věková skupina 50-64 let. Rostoucí podíl této věkové skupiny je spíše strukturální, související s odkládáním věku odchodu do důchodu, prodlužující se střední délka života, ale také motivací a schopností pracovat až do pozdního věku. Tento vývoj je více patrný u žen. Participace na trhu práce ve věkové kategorii 50-64 let za posledních 20 let totiž vzrostla o 20 pb na 30 %. Zatímco u mužů se participace této věkové skupiny na pracovním trhu zvýšila o 10 pb na 25 %. Míra participace opět v poslední době roste a po 12ti letech dosahuje 60% slovenské populace. Navíc i míra volných pracovních míst stejně jako jejich počet se stále zvyšují. Slovenská ekonomika tedy generuje dostatek pracovních příležitostí.

**Slovenští spotřebitelé neprofitují z dobrých podmínek na trhu práce pouze z titulu pracovních příležitostí, ale sklízají i plody ve formě mzdových podmínek.**

Dynamika reálných mezd  
překonává růst nominálních.

Situace na trhu práce také zvedá mzdy. Jejich vývoj dále ve čtvrtém čtvrtletí 2015 zrychlil jak v reálném, tak i v nominálním vyjádření. Meziroční tempo růstu nominálních mezd dosáhlo 4,1 %. To je nižší než tempo reálných mezd díky stále záporné inflaci. Tempo reálných mezd tedy bylo 4,6 %. Rostoucí mzdy podporují zvyšující se objem mezd a platů v ekonomice stejně tak jako počet odpracovaných hodin.

Tato příznivá situace na trhu práce se zrcadlí ve zlepšování spotřebitelské důvěry. A to nejen na celkové úrovni, ale i na úrovních jednotlivých dílčích indikátorů. Pouze indikátor očekávané nezaměstnanosti koriguje svoje prudké zlepšení z počátku roku.

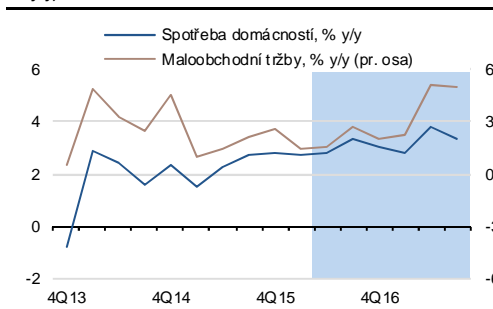
Maloobchodní tržby na počátku  
roku zaostávají.

Nicméně lepší se situace na trhu práce není z počátku roku vidět na tržbách v maloobchodu bez automobilových prodejů. Jejich mezičtvrtletní dynamika zatím zaostává za hodnotami z minulých čtvrtletí. Tempo totiž zpomalilo z průměrné hodnoty 0,5 % na 0,2 % z titulu zpomalení v mnoha jednotlivých segmentech. Vývoj v segmentu prodejů aut pokračuje ve svých vysokých tempech. V prvním čtvrtletí přidalo 12 % q/q. Navíc i prodej náhradních dílů vzrostl o 4 % q/q.

**Očekáváme, že meziroční růst maloobchodních tržeb se v letošním roce bude pohybovat kolem hodnot z loňského roku na úrovni 2 %. Dynamika mezd by měla být o něco nižší než v loňském roce z důvodu rostoucí absorpce trhu práce kvůli rychlejšímu poklesu míry nezaměstnanosti. Situace se pak obrátí v příštím roce, když míra nezaměstnanosti poklesne o dalších 0,6 pb, což by mohlo stimulovat mzdový růst na úrovni 3,2 %. Maloobchodní tržby by se pak v příštím roce mohly zvýšit o 5 %.**

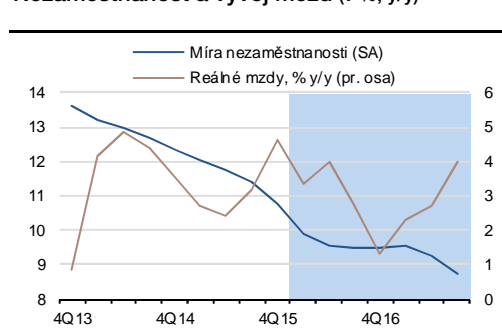
**Vývoj na trhu práce se bude odrážet i ve spotřebě domácností, která letos přidá 3 % a příští rok 3,5 %.**

Spotřeba domácností a maloobchodní tržby (v % y/y)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Nezaměstnanost a vývoj mezd (v %, y/y)



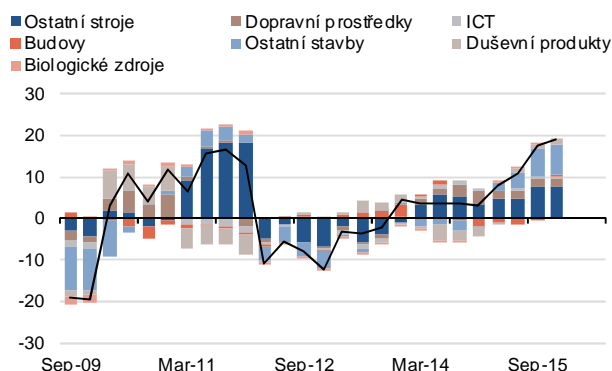
Zdroj: SSÚ, MPSVR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vláda některé své investice provede jako PPP projekty.

**Vládní aktivita byla v loňském roce tahounem. To bylo umožněno zvýšeným čerpáním EU fondů, které už ale letos nebude opakováno. V důsledku toho se struktura fixních investic podle sektorů posune opět zpátky směrem k nefinančním podnikům.** Nedostatek fondů EU nebude jediným důvodem k tomuto posunu. Vláda totiž plánuje několik PPP<sup>1</sup> projektů. K těm nejvíce diskutovaným patří dálniční obchvat Bratislavy, který připravuje konsorcium ve složení Cintra (development dopravní infrastruktury), Macquarie (financování stavby) a Porr (stavební práce). Zvýšené využití PPP projektů při stavbách infrastruktury z definice povedou k nižší investiční aktivitě vlády ve prospěch nefinančních podniků, které takovou investici reálně provedou. Tento efekt bude nicméně více patrný až v delším období.

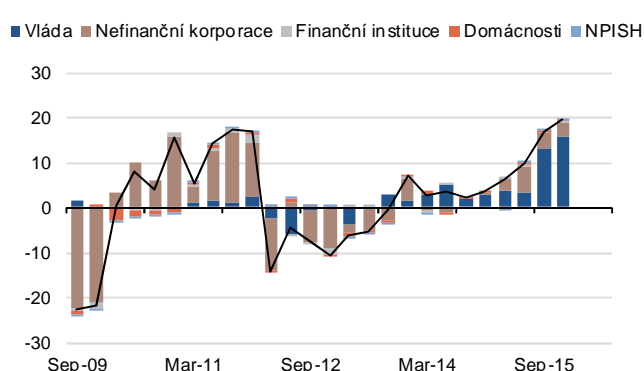
**Krátkodobý pohled nabízí jiný příběh. Nadopovaná investiční aktivita EU fondy v minulém roce se mohla přelít i na počátek letošního roku.** Ne všechny projekty, které byly v loňském roce započaty, se dokončily včas ve čtvrtém čtvrtletí 2015, a tedy byly hotovy až v prvním čtvrtletí letošního roku. Administrativní úkony spojené s čerpáním evropských fondů musí být dokončeny do konce letošního roku. Toto všechno jsou důvody, proč investiční aktivita prudce nezpomalila, ale bude zpomalovat spíše postupně v průběhu celého roku. Proto tedy, fixní investice letos zpomalí z 13,9 % v roce 2015 na 3,2 % letos.

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

<sup>1</sup> PPP (public private partnership) umožňuje vládě provést investice, které provede soukromý sektor a vláda je pak splácí v ročních splátkách.

Inženýrské stavitelství táhne sektor dolů.

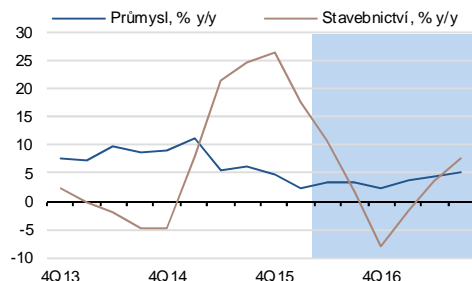
Dynamika fixních investice může být v kostce představena na příkladu stavebnictví. Tento sektor má podobnou dynamiku meziročního tempa, pouze vyšší amplitudu. Stavebnictví profitovalo z přílivu EU fondů v loňském roce především díky inženýrskému stavitelství. Toto zvýšené meziroční tempo přetrvalo ještě v prvních dvou měsících letošního roku a znatelně pokleslo až v březnu. I přes solidní začátek roku očekáváme, že vprchání vlivu EU fondů bude pokračovat a tempo růstu zpomalí až na 5,5 % z 20,2 %. Předpokládáme, že kanálem, který toto zprostředkuje, bude inženýrské stavitelství.

**Zpomalení průmyslové aktivity se očekává také, ačkoliv ve srovnání se stavebnictvím toto zpomalení bude mírnější. Utlumená investiční aktivita by měla podpořit růst průmyslové produkce tento rok o 2,8 %.**

Zpracovatelský průmysl a výroba elektronického zařízení pomáhá růstu odvětví.

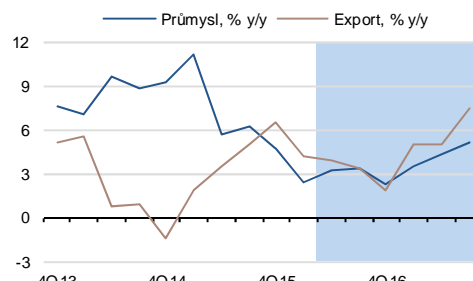
Můžeme identifikovat několik příčin tohoto vývoje. Jeden z nejvýznamnějších důvodů je efekt EU fondů, který se bude do průmyslu propagovat přes subdodávky do stavebnictví. Druhým důvodem je zklamání z počátku roku, které pravděpodobně nebude během roku dohoněno. Průmyslová aktivita totiž během prvního čtvrtletí 2016 zpomalila v mnoha sektorech. Nicméně některé výjimky z tohoto pravidla stále přetrvávají. Těmito sektory jsou výroba elektronického zařízení a zpracovatelský průmysl. Zpracovatelskému průmyslu se daří dobře i přes jisté zpomalení v sektoru dopravních prostředků. Toto zpomalení je důsledkem vývoje v ostatních transportních prostředcích na domácí trh, protože produkci aut se daří jak na domácím trhu, tak i v oblasti exportu.

Průmysl a stavebnictví (v %, y/y)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Stavební produkce (v %, y/y)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

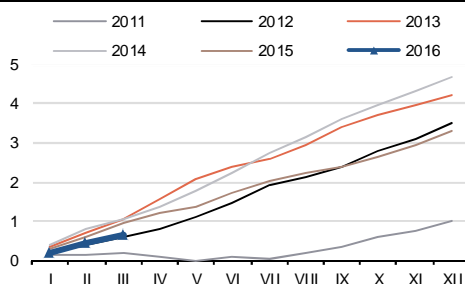
Čistý vývoz přispívá negativně.

**Záporný příspěvek čistého vývozu do růstu HDP bude pokračovat i letošní rok. Dynamika vývozu je překonávána vývojem dovozu. Dovozní dynamika profituje jak z investiční aktivity, tak i soukromé spotřeby.** Nicméně obchodní bilance zůstává kladná, ačkoliv přebytek je nižší než v minulých letech. Je to především zpomalením vývozu v rámci velké části položek. Naproti tomu stabilní výkonnost vykazuje vývoz aut, který roste o skoro 1 % m/m od ledna minulého roku a udržuje si tak dvouciferné tempo meziročního růstu.

Dvě položky zahraničního obchodu díky zpomalení tempa vývozu i dovozu ale vyčnívají z řady. Těmi položkami jsou potraviny a minerální produkty, což ovšem není překvapivé vzhledem k vývoji jejich cen na globálním trhu.

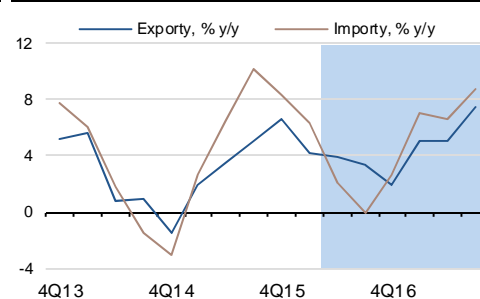
Geografickým pohledem je orientace vývozu podporována solidní dynamikou vývozu do EU, eurozóny a specificky Německa. Vývoz do Ruska pokračuje v poklesu dvoucifernými tempy a počátek roku nebyl dobrý ani pro vývoz do USA. Dovoz si udržuje solidní tempo růstu např. z EU, eurozóny či Česka, ale zpomaluje u ostatních ne tak významných obchodních partnerů.

Vývoj salda zahraničního obchodu



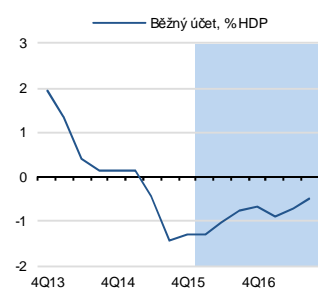
Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Běžný účet (% HDP)



Zdroj: NBS, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Růst dovozu i vývozu na meziroční bázi by měl letos zpomalit a dále pak akcelarovat v roce 2017 s tím, jak zrychlí i růstová trajektorie eurozóny a oživení investic bude stimulovat rychlejší dovoz domácí ekonomiky. Příspěvek čistého dovozu do růstu HDP bude v letech 2016-2017 záporný, stejně jako loni.**

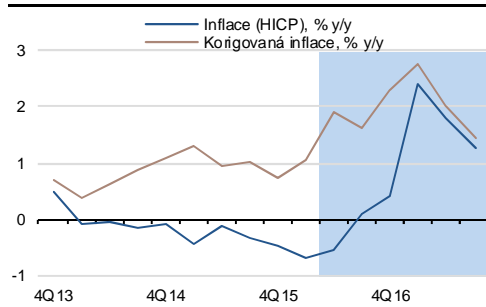
**Deficit běžného účtu na konci loňského roku dočasně stagnoval na úrovni -1,3 % HDP.** Bilance zboží na konci roku 2015 byla skoro o miliardu EUR nižší než ke konci 2014 a tento propad nebyl kompenzován bilancí služeb a ani podpořen primárními či sekundárními příjmy. Záporná bilance běžného účtu bude letos dále pokračovat. Avšak očekáváme, že by díky lepší obchodní bilanci měl dosáhnout -0,7 % HDP.

Vývoj inflace bude letos opět velmi utlumený.

**Ve slovenské ekonomice i nadále přetrvává deflace. Cenová hladina během prvního čtvrtletí klesala díky většině položek spotřebitelské inflace až na položku korigované inflace.** Tato položka obsahuje ceny volně tvořené na trhu, které nepatří k těm velmi volatilním. Růst cen v této položce představuje znak rostoucí soukromé spotřeby. Ostatní položky zaznamenaly záporné příspěvky. Největší tlak byl ze strany potravin, pro které první čtvrtletí už bylo čtvrtým čtvrtletím v řadě se záporným příspěvkem do celkové inflace. Záporný příspěvek by měl přetrvat až do konce roku. Čtvrt procentním bodem do poklesu inflace přispěly i pohonné hmoty a administrativní ceny. Tento vývoj není až tak překvapivý, když cena surové ropy na globálním trhu je stále o 23 % nižší než před rokem. Ceny pohonných hmot u čerpacích stanic v prvním čtvrtletí poklesly meziročně o 11,3 %. Vývoj administrativních cen kopíruje vývoj cen pohonných hmot, protože energetické ceny tvoří velkou většinu administrativních cen.

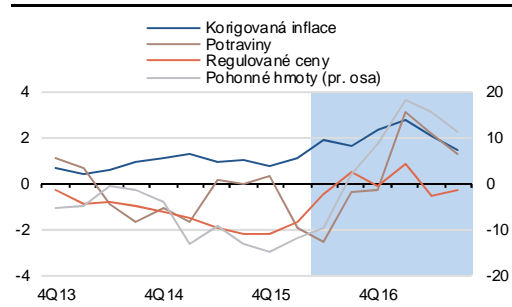
**Celkový vývoj zůstane tento rok utlumený. Ceny v průměru letošní rok poklesnou o 0,2 %. Dynamika cen by ovšem měla v příštím roce zrychlit na 1,7 % y/y, když i korigovaná inflace by měla dále růst. Ceny potravin přispějí také kladně v roce 2017 stejně jako ceny pohonných hmot, u kterých ke konci roku vymizí efekt vysoké statistické základny.**

Inflační výhled (v %, y/y)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

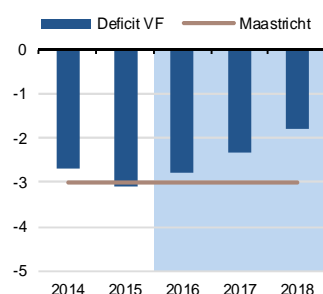
Složky inflace (v %, y/y)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

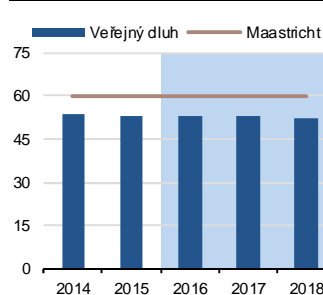
## Veřejný sektor

Deficit veřejných financí (% HDP)



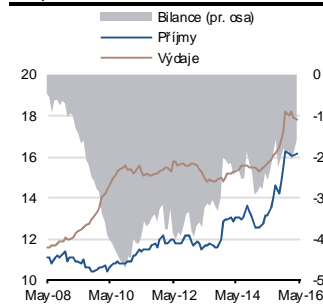
Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Celkový veřejný dluh (% HDP)



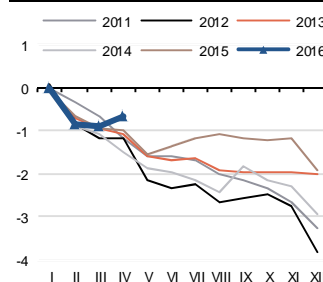
Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Státní rozpočet (12m kumulativně, mld. EUR)



Zdroj: MFSR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Státní rozpočet (kumulativní deficit, % HDP)



Zdroj: MFSR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Žádný stimulus z EU fondů, ale ambiciózní plány

Loňský deficit veřejných financí dosáhl 3 % HDP, ale ambicí vlády je mít letošní schodek na úrovni 2,1 % HDP. Avšak dlouhodobým plánem po březnových volbách nově utvořené koaliční vlády je postupné snižování schodku, který by v roce 2019 měl být překllopen do podoby přebytku. Program stability dále vysvětluje, že zlepšení by mělo být dosaženo jak zlepšením cyklického salda, tak i konsolidačním úsilí vlády. Poměr dluhu k HDP by měl také postupně klesat.

Ekonomika letos už nedostane podporu ve formě přílivu EU fondů, protože programové období 2007-2013 skončilo ke konci roku 2015. Finální platby ještě stále do rozpočtu plynou, jak se zdát z dubnových dat. Pravděpodobná míra čerpání přidělených fondů bude blízko k hodnotě 94,21 %, která byla vykázána ke konci dubna 2016. Avšak závěrečný údaj bude publikován v březnu 2017, kdy budou ukončeny všechny administrativní procesy související s druhým programovým obdobím 2008-2013. Čerpání z nového programového období 2014-2020 je zahájeno velmi pomalu, když státní byrokracie potřebuje přesunout svou pozornost z čerpání prostředků z minulého období na současné programové období.

Rozpočtový deficit za loňský rok by nakonec revidován o 0,5 pb níže. Avšak koalice čtyř vládních stran utvořená po volbách v březnu letošního roku potvrdila ambiciózní plán snížit letošní deficit na -2,1 % HDP. Nám se tento plán zdá jako ambiciózní, když spolufinancování ze strany EU bude chybět a vláda bude tedy muset spoléhat na standardní vývoj rozpočtových příjmů. Ty by měly profitovat z letošního solidního ekonomického růstu. Navíc je pravděpodobné, že některé sociální opatření, které navrhovala vítězná strana Smer-SD před a během volební kampaně, nebudou zavedeny. Nicméně naše prognóza ukazuje deficit rozpočtu ve výši 2,8 % HDP na letošní rok, hlavně díky nižšímu růstu HDP než se kterým pracuje vláda.

Vláda má ambiciózní plán i v delším časovém horizontu, o kterém si myslíme, že je založen na příliš optimistickém odhadu ekonomického vývoje. Avšak v porovnání s našimi předpoklady vláda nezahrnuje do své předpovědi globální hospodářský cyklus, který bude ovlivňovat slovenskou ekonomiku jako součást globálního obchodního řetězce od roku 2019. Navíc Rada pro rozpočtovou zodpovědnost identifikovala rizika předpovědi fiskálního schodku pouze na letošní rok ve výši 0,8 pb díky nepokrytým výdajům, přesunutím odhadovaného horizontu výdajů za horizont rozpočtu. V neposlední řadě, pak rozpočet předpokládá pouze malou rezervu na neočekávané ekonomické zpomalení. Takže, i když také vidíme snižování schodku, tak náš pohled je více konzervativní.

**Hrubé výpůjční potřeby budou muset kompenzovat i splácení maturujících emisí dluhopisů včetně emise denominované v japonských jenech.** Proto je také na letošní rok odhadujeme ve výši EUR 6,5 mld. a EUR 7,2 mld. v příštím roce.

Veřejný dluh na konci roku by měl dosáhnout výše 53,2 % HDP a na konci příštího roku 52,9 % HDP. Stabilizační snaha vlády by tak od příštího roku měla vést ke snižování vládního dluhu v poměru k HDP.

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

	ARDAL	KB (May)
<b>Výpůjční potřeby</b>		
Rozpočtový deficit	1940,9	1932,6
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>6451,6</b>
<b>Financování</b>		
Hrubá emise pokladničních poukázek (přesahující kal. rok)		
Hrubá emise dluhopisů (v aukcích)		3800,0
Hrubá emise dluhopisů (syndikovaná)		2000,0
Půjčky		225,0
Čerpání likviditní rezervy		426,6
<b>Celkové financování</b>		<b>6451,6</b>
<i>Změna dluhu</i>		<i>1506,0</i>

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ARDAL

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

	ARDAL	KB (May)
<b>Výpůjční potřeby</b>		
Rozpočtový deficit		1973,1
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>7200,9</b>
<b>Financování</b>		
Hrubá emise pokladničních poukázek (přesahující kal. rok)		0,0
Hrubá emise dluhopisů (v aukcích)		3000,0
Hrubá emise dluhopisů (syndikovaná)		4000,0
Dluh		0,0
Čerpání likviditní rezervy		200,9
<b>Celkové financování</b>		<b>7200,9</b>
<i>Změna dluhu</i>		<i>1772,2</i>

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ARDAL

## Rizika prognózy

Náš výhled je většinou spojen s externími riziky.

Rizika míří směrem dolů díky zvýšené politické nejistotě. Hlavní rizika spojená s prognózou jsou následující:

- **Politická rizika na evropském kontinentu jsou spojena** rozhodnutím německého ústavního soudu ohledně OMT programu (program nákupu dluhopisů) Evropské centrální banky (21. června) a **hlavně s referendem ohledně opuštění EU Velkou Británií** (23. června) následované opakované volby ve Španělsku (26. června) a ústavní referendum v Itálii o transformaci Senátu republiky na Senát regionů. Ve výhledu roku 2017 jsou pak volby ve Francii, Německu a pravděpodobně Itálii.
- **Tvrdé přistání čínské ekonomiky má stále vysokou pravděpodobnost.** Čínské úřady bojují s řadou výzev pro jejich hospodářskou politiku už od léta loňského roku. Nejdříve to byla akciová bublina, pak nové nastavení politiky měnového kurzu. Současným problémy jsou vznikající bublina na trhu s nemovitostmi a narůstající množství půjček s problematickým splácením.
- S tím, že uprchlická krize může v létě vstoupit do další fáze, tak **nějaké případné omezení či zrušení Schengenského systému** by mělo vážný dopad na slovenské hospodářství, které je příkladem malé otevřené ekonomiky, která je velmi závislá na mezinárodním dodavatelském řetězci, volném pohybu zboží a osob v rámci EU.
- **Větší fiskální uvolnění, které by mohlo vyplývat z politického cyklu v mnoho evropských zemích**, které by tím mohly kompenzovat efekty strukturálních reforem.
- **Investice v eurozóně představují pozitivní riziko**, protože investice stále zaostávají za úrovní, která je obvyklá v této fázi hospodářského cyklu. Firmy vybavené hotovostí, nízké úrokové sazby, vysoké využití kapacit a příznivé ziskové marže by mohly stát za zvýšením investic.

Následující rizika vycházejí pouze z domácí ekonomiky:

- **Fiskální vývoj představuje riziko pro ekonomiku**, protože sám je spojen s vysokou nejistotou, která vyplývá z nízké rezervy a nesprávného rozpočtového plánování. Navíc se objevuje diskuze o uvolnění dluhových limitů, která by mohla zvýšit nejistotu spojenou s negativním výsledkem.
- **Příznivé podmínky financování a silící domácí poptávka** by mohla zvýšit investice i navzdory jejich poklesu z důvodu poklesu přílivu EU fondů.

## Klíčové makroekonomické ukazatele

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	2015	2016	2017
<b>HDP (reálný růst, y/y, %)</b>	4,3	3,3	3,1	2,6	1,9	2,7	2,6	2,8	3,6	2,7	2,7
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	2,8	2,7	2,8	3,3	3,0	2,8	3,8	3,3	2,4	3,0	3,5
Fixní investice (reálně, y/y, %)	19,4	16,4	6,8	-2,3	-8,2	-5,5	2,7	7,9	13,2	3,2	3,8
Zahraniční obchod (mld, EUR)	0,9	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	3,3	2,7	1,8
Průmyslová výroba (reálný růst, y/y, %)	4,8	2,5	3,3	3,4	2,2	3,6	4,4	5,2	7,0	2,8	4,6
Stavebnictví (reálný růst, y/y, %)	26,3	17,5	10,7	1,5	-7,9	-1,5	3,7	7,5	20,2	5,5	4,9
Maloobchod (reálný růst, y/y, %)	2,6	1,5	1,5	2,6	2,0	2,2	5,1	5,0	1,8	1,9	5,0
Mzdy (reálný růst, y/y, %)	4,6	3,3	4,0	2,8	1,3	2,3	2,7	4,0	3,2	2,8	3,2
Nezaměstnanost (UPSVR, %)	10,8	10,1	10,5	10,5	10,5	10,6	10,2	9,7	11,5	10,4	10,0
Inflace (HICP, y/y, %)	-0,5	-0,7	-0,6	0,1	0,4	2,4	1,8	1,3	-0,3	-0,2	1,7
Korigovaná inflace (y/y, %)	0,7	1,1	1,9	1,6	2,3	2,7	2,0	1,4	1,0	1,7	1,9
Ceny potravin (y/y, %)	0,3	-1,9	-2,5	-0,4	-0,3	3,1	2,2	1,3	-0,3	-1,3	2,1
Ceny pohonných hmot (y/y, %)	-14,8	-11,9	-9,9	2,0	8,6	17,9	15,5	11,3	-12,6	-2,8	14,3
Regulované ceny (y/y, %)	-2,2	-1,6	-0,5	0,5	-0,1	0,9	-0,6	-0,3	-1,9	-0,4	-0,1

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

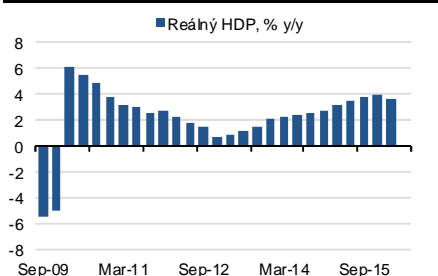
		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Hrubý domácí produkt</b>	běžné ceny, mld, EUR	70,4	72,4	73,8	75,6	78,1	80,5	84,4	88,3	92,2
<b>Hrubý domácí produkt</b>	reálný růst, %	2,8	1,6	1,4	2,5	3,6	2,7	2,7	2,4	1,6
<b>Průmyslová výroba</b>	reálný růst, %	5,4	7,2	3,9	8,7	7,0	2,8	4,6	4,1	2,0
<b>Stavební výroba</b>	reálný růst, %	-0,5	-11,9	-4,4	-2,8	20,2	5,5	4,9	7,2	3,0
<b>Maloobchodní tržby</b>	reálný růst, %	-2,6	-1,1	0,3	3,8	1,8	1,9	5,0	4,2	3,5
<b>Míra nezaměstnanosti</b>	konec období, %	12,5	13,6	14,4	12,3	10,5	10,5	9,5	9,3	9,6
<b>Celkové mzdy</b>	nominální, průměr období, €	786	806	824	858	883	907	953	994	1037
<b>Celkové mzdy</b>	reálný růst, %	-1,8	-1,2	0,9	4,2	3,2	2,8	3,2	2,0	2,2
<b>Spotřebitelské ceny</b>	HICP, průměr období, %	4,1	3,7	1,5	-0,1	-0,3	-0,2	1,7	2,2	2,1
<b>Spotřebitelské ceny</b>	HICP, konec období, %	1,3	4,6	3,4	-0,3	-0,6	1,4	1,5	2,7	1,7
<b>Zahraniční obchod</b>	běžné ceny, mld, EUR	1,0	3,6	4,2	4,7	3,3	4,0	3,0	2,0	1,8
<b>Vývozy</b>	běžné ceny, mld, EUR	56,8	62,1	64,2	64,7	67,9	69,4	73,9	78,8	81,7
<b>Dovozy</b>	běžné ceny, mld, EUR	55,8	58,6	59,9	60,0	64,6	65,5	70,9	76,8	79,8
<b>Vývozy</b>	nominální růst, %	18,5	9,2	3,5	1,4	4,3	3,4	6,2	6,4	3,6
<b>Dovozy</b>	nominální růst, %	18,6	4,9	2,5	0,8	6,9	2,7	7,9	8,0	3,9
<b>Běžný účet platební bilance</b>	běžné ceny, mld, EUR	-3,5	0,7	1,4	0,1	-1,0	-0,5	-0,5	-0,9	-1,1
<b>Běžný účet platební bilance</b>	% HDP	-5,0	0,9	2,0	0,1	-1,3	-0,7	-0,6	-1,1	-1,2
<b>Obchodní bilance</b>	% HDP	-0,1	3,5	4,1	3,8	2,4	3,5	3,3	2,9	2,9
<b>Bilance služeb</b>	% HDP	-0,4	0,6	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,5
<b>Bilance výnosů</b>	% HDP	-3,4	-1,7	-0,9	-2,2	-2,3	-2,7	-2,5	-2,4	-2,3
<b>Státní rozpočet</b>	mld, EUR	-3,3	-3,8	-2,0	-2,9	-1,9	-1,0	0,0	0,2	-0,1
<b>Státní rozpočet</b>	% HDP	-4,7	-5,3	-2,7	-3,9	-2,5	-1,3	0,0	0,3	-0,1
<b>Saldo veřejného sektoru</b>	% HDP	-4,1	-4,3	-2,7	-2,7	-3,1	-2,8	-2,3	-1,8	-1,5
<b>Dluh vládního sektoru</b>	mld, EUR	30,5	37,9	40,6	40,7	41,3	42,8	44,8	46,4	47,7
<b>Dluh vládního sektoru</b>	% HDP	43,3	52,4	55,0	53,9	52,9	53,2	53,1	52,6	51,8
<b>Zahraniční zadluženost</b>	% HDP	78,5	75,8	81,9	89,7	86,1	83,9	81,5	79,8	82,4

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

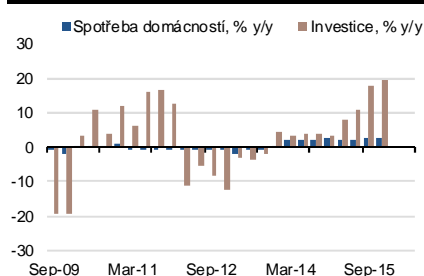
Zdroj: SSÚ, NBS, MF, UPSVR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Makroekonomické ukazatele

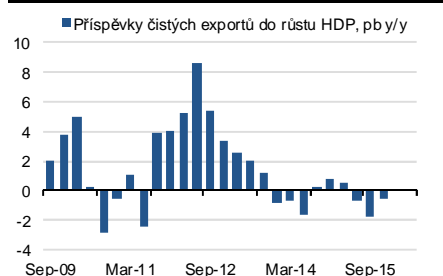
**HDP (y/y)**



**Spotřeba domácností, investice (y/y)**



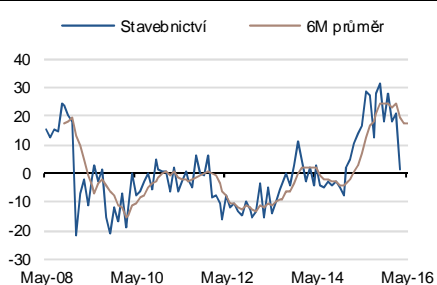
**Čistý vývoz**



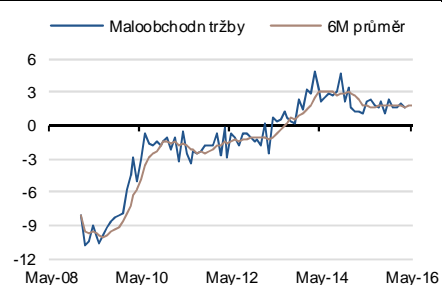
**Průmysl (y/y)**



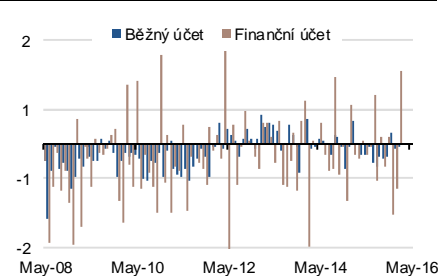
**Stavebnictví (y/y)**



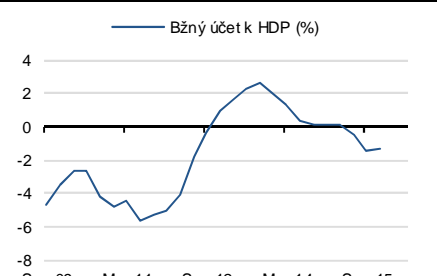
**Maloobchodní tržby (y/y)**



**Platební bilance (mld, EUR)**



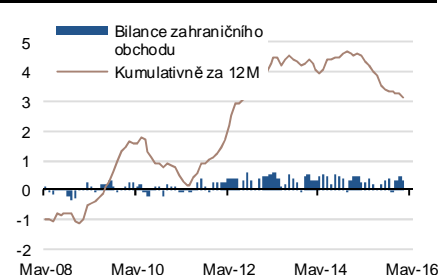
**Běžný účet (% HDP)**



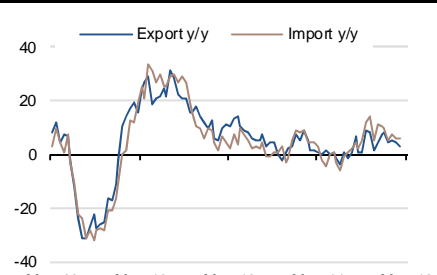
**Přímé zahraniční investice (mld, EUR)**



**Saldo zahraničního obchodu (mld, EUR)**



**Dynamika vývozu a dovozu (% y/y)**

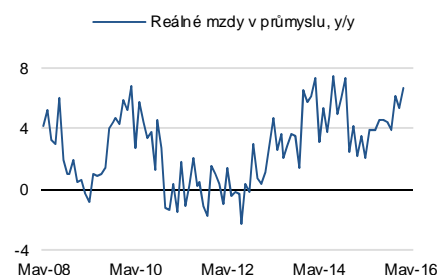


**Míra nezaměstnanosti (%)**

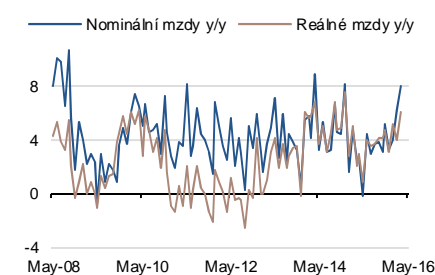


Zdroj: NBS, SSO, Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

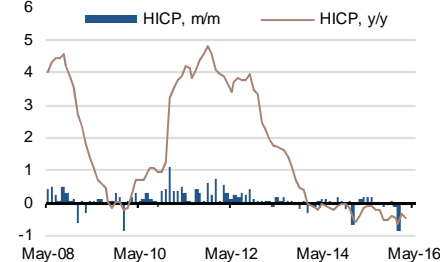
Reálné mzdy v průmyslu (y/y)



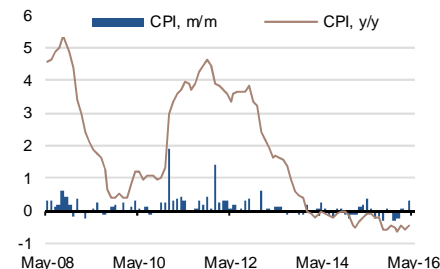
Mzdy v ekonomice (y/y)



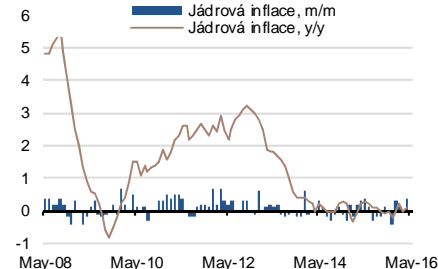
Spotřebitelské ceny (HICP, %)



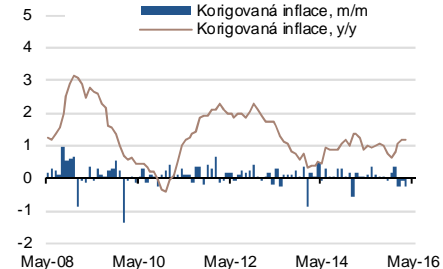
Spotřebitelské ceny (%)



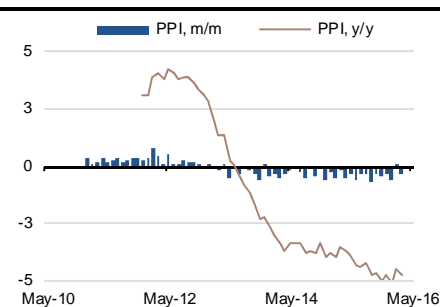
Jádrová inflace (%)



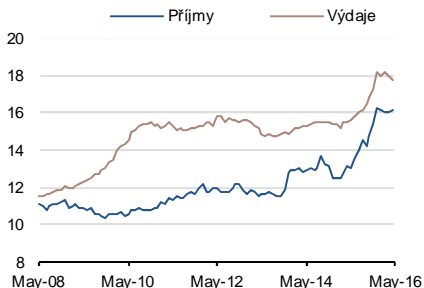
Korigovaná inflace (%)



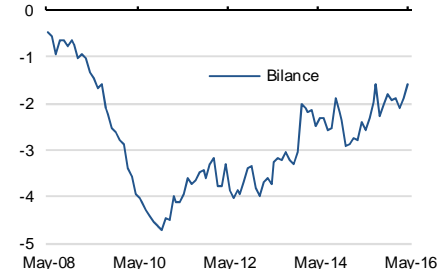
Ceny průmyslových výrobců (%)



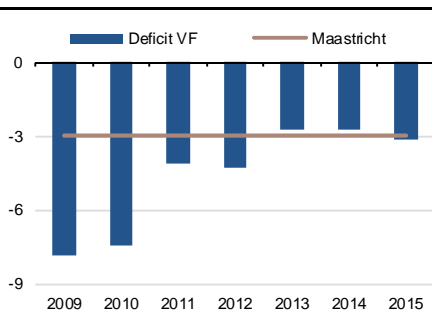
Státní rozpočet (příjmy, výdaje, v mld, EUR, kumulativně za posledních 12M)



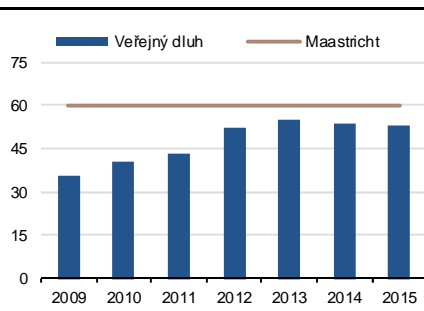
Státní rozpočet (balance, v mld, EUR, kumulativně za posledních 12M)



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

### Ekonomové



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

### Akioví analytici



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



**Marek Dřimal**  
(420) 222 008 598  
marek\_dřimal@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

Hlavní ekonom Rosbank



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

Hlavní ekonom BRD-GSG



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

Akioví analytici



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

## SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonomka výzkumu globální ekonomiky



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

### Eurozóna



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

### Severní Amerika



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

### Asia a Pacifik



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

### Korea



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



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



**Omair Sharif**  
(1) 212 278 48 29  
omair.sharif@sgcib.com



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



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



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



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



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



**Vaibhav Tandon**  
(91) 80 6731 9449  
vaibhav.tandon@sgcib.com



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



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



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

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

Globální vedoucí výzkumu



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

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů



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

### Dluhopisový trh



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



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



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



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



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



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



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



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



**Jason Simpson**  
(44) 20 7676 7580  
jason.simpson@sgcib.com



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



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



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

### Měnové kurzy



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



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



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

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



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



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



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



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



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



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



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