

| Čtvrtletní zpráva |

Slovenské výhledy

Investice si vybírají oddech po loňském sprintu



David Kocourek
(420) 222 008 569
david_kocourek@kb.cz

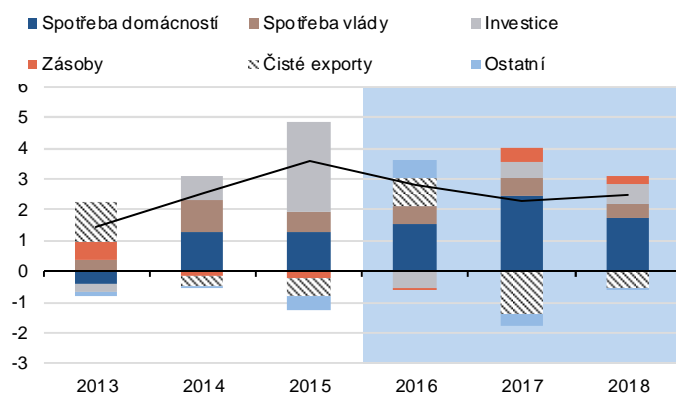


Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz

Překvapivý růst HDP v první polovině roku, kladné rozhodnutí britských voličů v referendu a další zlepšování podmínek na trhu práce změnil počáteční podmínky naší makroekonomické prognózy. Změněný výhled externího prostředí pak představuje další výzvu pro slovenskou ekonomiku. Celkově to znamená, že růst by měl letos dosáhnout 2,8 %. Zpomalení na 2,3 % pak očekáváme v roce příštím s tím, jak se větší investiční aktivita přelije do negativních čistých exportů.

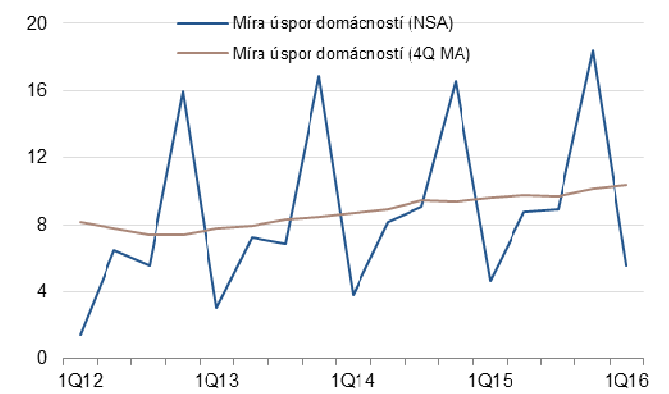
- Rostoucí míra participace tlačí mzdy směrem vzhůru. Jak odpracované hodiny, tak větší mzdy zase podporují objem mezd a platů v ekonomice. V důsledku pak růst disponibilního příjmu umožňuje spotřebitelům spořit. Vyšší úspory ale na druhou stranu nepodkopávají sklon ke spotřebě. Soukromá spotřeba tak zůstane klíčovým růstovým faktorem.
- Investice ztrácejí půdu pod nohama, protože přírodní kanál peněz z EU vyschl a politická nejistota nevytváří podmínky pro nějaká odvážná investiční rozhodnutí. Nicméně investice by se opět v příštím roce měly vrátit do kladného růstu.
- Solidní růst exportu a nízká importní dynamika jako důsledek utlumených investic přispívají k posunu příspěvku čistých exportů do růstu HDP do kladného teritoria. Jakmile se totiž investiční aktivita oživí, pošle příspěvek čistých exportů opět do záporných čísel.

Růst podpoří soukromá spotřeba a čisté exporty



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Míra úspor neustále roste



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

- Deflace v červenci dosáhla historické výše (-0,9 % y/y). Existuje tak malá šance, že by průměr letošního roku mohl být pozitivní. Naše předpověď naznačuje, že změna cenové hladiny v letošním roce dosáhne -0,3 %. S mizejícím efektem vysoké statistické základny na cenách ropy se inflace začne v příštím roce zvedat. Rychlejší tempo bude podporováno také cenami potravin.

Makroekonomická prognóza Slovenska

Ropa zachraňuje cenový růst



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

Od zveřejnění naší poslední prognózy vstoupil na scénu nový fenomén jménem brexit. Nejistota spojená s dopady vystoupení Velké Británie z EU vedla ekonomy SG k revizi růstu HDP v eurozóně i Německu mírně směrem dolů. Zvyšování sazeb v USA v letošním roce vzalo za své, zatímco ECB bude ve své politice zřejmě ještě více holubičí než doposud. Inflační výhled se ale díky rostoucím cenám komodit příliš nezměnil. Ceny by měly postupně růst, a to jak ve Spojených státech, tak v eurozóně a Středoevropském regionu.

Předpokládaný vývoj vnějších proměnných (průměry)

	Q1 15	Q2 15	Q3 15	Q4 15	Q1 16	Q2 16	Q3 16	Q4 16	Q1 17	Q2 17	Q3 17
Cena ropy Brent (USD/barel)	54,9	62,9	51,3	44,7	35,2	46,8	48,0	50,0	52,5	53,0	57,5
HDP y/y - eurozóna	1,3	1,6	1,6	1,7	1,6	1,6	1,6	1,5	1,3	1,3	1,3
CPI y/y - eurozóna	0,2	-0,3	0,2	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,5	1,2	1,7	1,6
EUR/USD	1,13	1,11	1,11	1,10	1,10	1,13	1,10	1,08	1,05	1,05	1,05

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

Spojené státy americké: zvýšení sazeb vzalo za své

Inflace ve Spojených státech by měla v prosinci 2016 vyšplhat na 2 %.

Inflace ve Spojených státech v červenci zpomalila na 0,8 % y/y. Díky efektu statistické základny a očekávanému růstu cen ropy by se však již v prosinci letošního roku měla vyšplhat na 2 % y/y. Ze stejných důvodů by se měla v Q1 17 posunout až na 2,5 %. Vývoj jádrových cen bude poněkud rigidnější. V letošním i příštím roce se budou držet kolem současné úrovně 2,2 % - 2,3 % y/y. Pokud jde o inflaci, nemá tedy americká centrální banka (Fed) výraznější problém. Starosti jí dělá spíše hospodářský růst (v Q2 16 pouze 1,2 % q/q), rizika, která vyplývají z globálního vývoje, a nestabilní vývoj na trhu práce.

Růst táhne domácí poptávka, investice zaostávají.

Květnové statistiky z trhu práce totiž výrazně zklamaly. Červnová data sice obrázek vylepšila, nic to ale nemění na tom, že bylo od počátku roku v privátním sektoru vytvořeno v průměru „pouze“ 160 tisíc nových pracovních míst. To je ve srovnání s průměrnými 220 tisíci za rok 2015 podstatně méně. I tak by ale současné tempo tvorby pracovních míst mělo stačit na to, aby míra nezaměstnanosti (v současné době na úrovni 4,9 %) dále poklesla. To bude vytvářet tlak na růst mezd a podporovat spotřebu domácností, která je v současné době hlavním motorem růstu HDP. Ten by měl v letošním roce dosáhnout 1,9 % y/y. Brzdou stále zůstávají firemní investice, které byly nepříznivě ovlivněny jejich omezováním v energetickém sektoru jako důsledek propadu cen ropy. Díky rostoucím cenám ropy by však tento negativní vliv měl postupně slábnout a investice by měly začít růst. **To by se mělo odrazit v nepatrně rychlejším tempu růstu HDP v roce 2017 (+2,2 %).**

V příštím roce Fed zvýší sazby dvakrát.

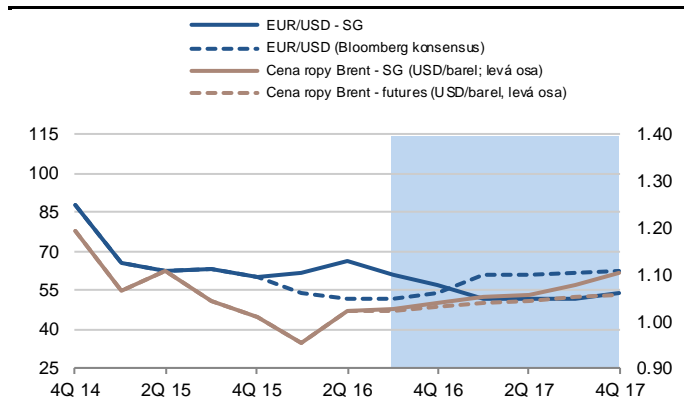
Vystoupení Velké Británie z EU a slabší data z trhu práce přispěla k tomu, že ekonomové SG zrevidovali svá očekávání ohledně zvyšování úrokových sazeb. Podle jejich názoru Fed ponechá sazby letos beze změny, zatímco v roce 2017 je dvakrát zvýší. Ještě před referendem přitom počítali s jedním zvýšením letos a třemi v roce 2017. V roce 2019 už ale ekonomové SG očekávají první snížení sazeb, neboť na přelomu let 2018/2019 vstoupí podle jejich odhadu hospodářství Spojených států do recese. Roztahování nůžek mezi politikou Fedu a ECB povede k oslabování kurzu eura vůči dolaru. Na konci roku 2016 by se kurz USD/EUR měl nacházet na úrovni 1,08 USD/EUR, v roce 2017 by pak měl dosáhnout průměrných 1,06 USD/EUR.

Eurozóna: do prognózy HDP zasáhl brexit

Inflace poroste, ale pomalu.

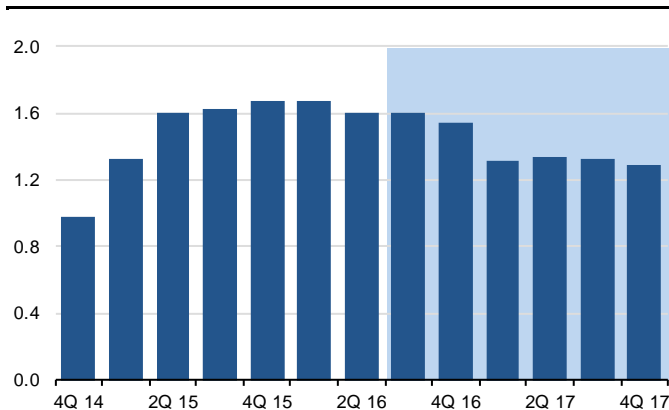
Inflace v eurozóně se v červnu vrátila do kladných čísel (v červenci +0,2 % y/y). Směrem nahoru jí pomohl především efekt nízké statistické základny z roku 2015 vyplývající z cen pohonných hmot. I v následujících měsících by to měla být především ropa a efekt statistické základny, které budou inflaci v eurozóně tlačit směrem nahoru. Celková inflace by v letošním roce měla v průměru dosáhnout 0,4 % y/y, v letech 2017 - 2020 pak již 1,5 % y/y. Podstatně pomalejším tempem poroste jádrová inflace. Růst jednotkových mzdových nákladů zůstává utlumený, přičemž mezera výstupu HDP, kterou pro rok 2016 odhadujeme na úrovni -0,7 % HDP, se uzavírá jen velmi pomalu. Z těchto důvodů jádrové ceny vzrostou v letošním roce pouze o 1,0 % y/y, zatímco ve střednědobém horizontu dosáhne jejich růst průměrných 1,2 % y/y. Tedy méně než je dlouhodobý průměr na úrovni 1,4 % y/y.

Ceny ropy a kurz USD/EUR



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

HDP v eurozóně (% y/y)



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

ECB prodlouží program kvantitativního uvolňování.

Na svém červencovém zasedání Evropská centrální banka k žádným opatřením nepřistoupila. Podle ekonomů SG však vzhledem k brexitu, problémům italských bank a inflaci hluboko pod cílem k dalším krokům ECB sáhne na svém zářijovém zasedání, kdy bude mít k dispozici novou inflační prognózu. **Ekonomové SG předpokládají, že na zářijovém zasedání ECB přistoupí k prodloužení programu nákupu aktiv do září 2017** (v současné době do března 2017). **Zároveň bude ale zřejmě muset upravit i podmínky nákupu dluhopisů.** Vystoupení Velké Británie z EU přispělo k tomu, že se výnos mnoha dluhopisů dostal pod úroveň depozitní sazby ECB (-0,4 %), za kterou si u ní banky ukládají svoji likviditu. To je zároveň i sazba, pod kterou ECB při svých nákupech dluhopisů nesmí jít, neboť by si tím způsobila ztrátu. S omezením 33 % na každého emitenta a při současném tempu nákupů ECB během dvou až čtyř měsíců narazí v Německu, Finsku a Nizozemí na své limity. Proto v rámci prodloužení programu kvantitativního uvolňování bude muset tyto limity zřejmě zvýšit (na 50 % u dluhopisů, kde nebude ohrožena blokační minorita).

Růst HDP v eurozóně byl revidován mírně směrem dolů.

I do prognózy růstu HDP zasáhl brexit. Podle ekonomů SG bude brexit eurozónu do konce roku 2020 stát v průměru 0,1 pb růstu HDP ročně (0,7 pb HDP na kumulativní bázi). Růst HDP by měl v letošním roce dosáhnout 1,6 %, v příštím roce však podle SG zpomalí na 1,3 %. V jeho tempu se negativně odrazí nejistota spojená brexitem, která povede k poklesu firemních investic a vývozu do Velké Británie (kvůli oslabení britské domácí poptávky). Růst HDP zůstane i nadále tažen především spotřebou domácností, které pomáhá oživení na trhu práce, uvolněnější fiskální politika, nízká inflace a nízké úrokové sazby.

BOX 1: Ropa – trh si hledá novou rovnováhu

Naše inflační prognóza pro jednotlivé země je založena na předpokladu, že cena ropy Brent postupně poroste. Přestože světové zásoby ropy jsou stále vysoké, dodávky ropy ze zemí mimo kartel OPEC (především z USA) začínají klesat. V letošním roce by se měly snížit o 0,8 Mb/d, v roce 2017 pak mírně vzrůst (0,1 Mb/d). Naopak celková poptávka by v letošním roce měla podle ekonomů SG stoupat (+1,3 Mb/d v roce 2016, +1,4 Mb/d v roce 2017). Poptávka se zvyšuje především v Číně, ale i v dalších zemích v Asii, včetně Indie. To by mělo postupně vytvářet tlak na růst cen. Ekonomové SG očekávají, že průměrná cena ropy Brent v Q3 16 dosáhne 48 USD za barel, v Q4 16 pak 50 USD za barel, přičemž v roce 2017 by to mělo být 56 USD. V delším horizontu nebude podle ekonomů SG nízkonákladová těžba na Středním východě a středně drahá produkce ve Spojených státech schopna pokrýt rostoucí poptávku. Ke slovu se tak dostane dražší hlubokomořská ropa a ropa z kanadských ropných písků a cena se v období 2018 - 2020 vyhoupne na 70–80 USD/barel.

Mb/d	Q3 16f	Q4 16f	2016f	Q1 17f	Q2 17f	Q3 17f	Q4 17f	2017f
Poptávka OECD	46,5	46,3	46,2	46,3	45,3	46,5	46,3	46,1
Poptávka Non-OECD	50,2	50,5	49,9	50,0	51,5	51,7	52,0	51,3
Světová poptávka	96,7	96,9	96,0	96,3	96,8	98,2	98,4	97,4
Světová nabídka	96,5	96,7	96,4	96,4	96,7	97,2	97,5	96,9
Změna stavu zásob	-0,2	-0,1	0,3	0,1	-0,1	-1,0	-0,9	-0,5
NYMEX WTI (\$/bbl)	46,00	48,00	42,94	50,50	53,00	55,50	58,00	54,25
ICE Brent (\$/bbl)	48,00	50,00	44,78	52,50	55,00	57,50	60,00	56,25

Zdroj: Bloomberg, SG Cross Asset Research/Commodities

Německý růst táhne spotřeba domácností.

Vystoupení Velké Británie z EU dopadne i na našeho největšího obchodního partnera – Německo. Podle ekonomů SG nejistota vyvolaná tímto šokem bude německou ekonomiku stát v letošním roce 0,2 pb růstu HDP (odhad pro letošní rok 1,6 %). Brexit se podle ekonomů SG projeví především ve zhoršení bilance zahraničního obchodu. Zpomalení se však zřejmě nevyhne ani investicím. Čisté exporty tak budou k německému HDP letos přispívat negativně. Růst je naštěstí tažen převážně domácí poptávkou a ta díky příznivému vývoji na trhu práce zůstává silná. V dobré kondici jsou i veřejné finance, které nabízejí prostor pro uvolnění fiskální politiky, pokud by to bylo třeba. Pokud jde o inflační vývoj, stejně jako v ostatních zemích budou prim hrát rostoucí ceny ropy. Inflace by tak v letošním roce měla v průměru dosáhnout 0,5 % y/y, v roce 2017 pak 1,6 % y/y.

Středoevropský region: Achillovou patou jsou investice

Brexit zřejmě zasáhne region na jeho současné největší Achillově patě, a to investicích.

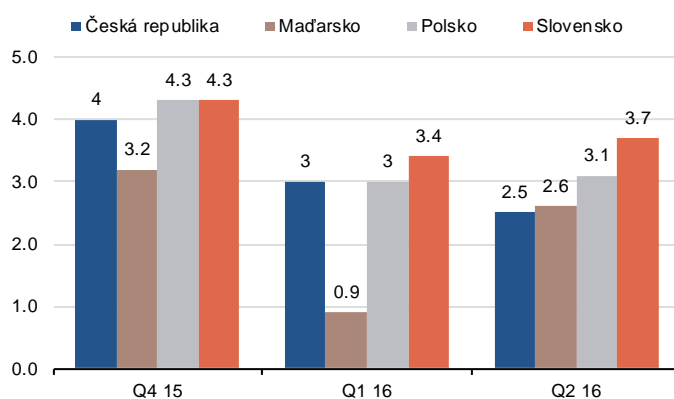
Ty již v prvním čtvrtletí výrazně zklamaly a poslaly růst HDP v regionu na nečekaně nízké úrovni. V Polsku investice propadly nejvíce od roku 2013 (-1,4 % y/y), takže polská ekonomika poprvé od roku 2012 vykazala ve srovnání s předchozím čtvrtletím pokles (-0,1 % q/q). Ve druhém čtvrtletí však regionální ekonomiky svůj obrázek vylepšily. Česká, polská a slovenská ekonomika přidaly ve srovnání s předchozím čtvrtletím shodně 0,9 %, maďarská ekonomika pak 1,1 %. V meziročním srovnání HDP České republiky vzrostl v Q2 16 o 2,5 %, Polsko o 3,1 %, Maďarsko o 2,6 % a Slovensko o 3,7 %.

Investice trpí v důsledku nízkého přílivu prostředků z fondů EU a nejistoty spojené s vystoupením Velké Británie z EU. Podle ekonomů SG bude brexit stát Polsko v období let 2017 až 2019 mezi 0,2 a 0,3 pb růstu HDP. Stejně jako u ostatních zemí regionu, se projeví brexit ve slabších investicích a horším výsledku obchodní bilance. Polsko je navíc největším příjemcem dotací z rozpočtu EU. V programovém období 2014 – 2020 mu bylo přiděleno až 82,5 mld. EUR. V důsledku brexitu však bude čerpání nižší. Investice v letošním roce budou

Investice táhnou růst HDP v regionu směrem dolů.

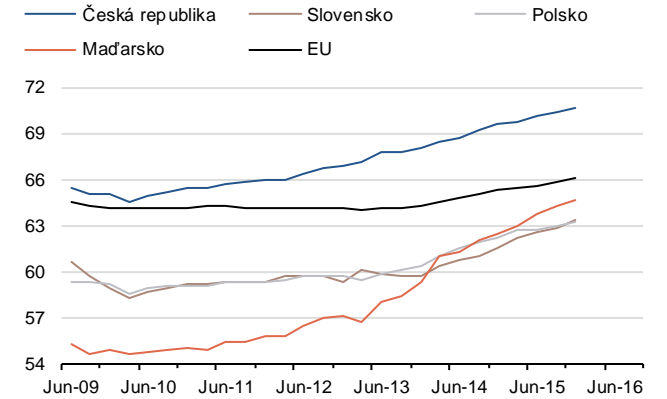
tedy růst ve středoevropském regionu brzdít. **Růst HDP by měl letos v České republice dosáhnout 2,5 %, v Polsku 3,4 %, v Maďarsku 2,8 % (odhad maďarské centrální banky) a na Slovensku 2,6 %.**

CEE region: růst HDP (% y/y)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Eurostat

CEE region: vývoj zaměstnanosti (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Eurostat

Centrální banky budou držet měnovou politiku i nadále uvolněnou.

Hlavním tahounem růstu v regionu zůstává spotřeba domácností. Míra nezaměstnanosti stále klesá, což přispívá k růstu mezd. Reálný disponibilní příjem domácností vylepšuje i inflace, která se kromě České republiky nacházela v červenci v záporném teritoriu (Polsko -0,9 % y/y, Maďarsko -0,3 % y/y, Slovensko -0,9 % y/y). Z tohoto důvodu budou centrální banky v regionu udržovat měnovou politiku i nadále uvolněnou. **Polská centrální banka ponechá v letošním roce s největší pravděpodobností beze změny (na úrovni 1,5 %).** Podle ekonomů SG však může uvažovat o snížení povinné minimální míry rezerv (v současné době na úrovni 3,5 %, v České republice 2 %), aby podpořila investiční aktivitu.

Maďarská centrální banka podporuje domácí úvěrovou aktivitu.

Maďarská centrální banka v červenci již k podobnému opatření přistoupila. Tendre na tříměsíční depozita bude od srpna vyhlášovat pouze jednou měsíčně (doposud to bylo na týdenní bázi), přičemž od října omezí i množství likvidity, které si banky u ní mohou přes tento nástroj ukládat. To by mělo motivovat banky půjčovat více peněz, popřípadě ukládat přebytečnou likviditu do domácích vládních dluhopisů. To by mělo vést k poklesu úrokových sazeb. Klíčovou úrokovou sazbu ponechá centrální banka po delší období zřejmě beze změny. Může však přistupovat k dalším opatřením, která podpoří domácí úvěrovou aktivitu.

Polský zlotý by měl v delším horizontu posilovat.

Pokud jde o vývoj regionálních měn, **s polským zlotým si v letošním roce pohrávají ratingové agentury.** Snížení ratingu agenturou S&P z A- s pozitivním výhledem na BBB+ s výhledem negativním poslalo v lednu zlotý vůči euru na nejslabší úroveň od roku 2012 (4,5 PLN/EUR). Naopak červencové rozhodnutí agentury Fitch ponechat rating beze změny na A- se stabilním výhledem domácí měně prospělo. Ratingové agentury znepokojuje především vývoj veřejných financí. Podle ekonomů SG však bude vláda nakonec schopná deficit veřejných financí i v následujících letech udržet poblíž 3% úrovně. Na konci letošního roku by se podle ekonomů SG měl nacházet na úrovni 4,32 PLN/EUR, v polovině příštího roku pak na 4,34 PLN/EUR. Maďarský forint bude ze současných úrovní 312,5 HUF/EUR zřejmě mírně oslabovat na 315 HUF/EUR na konci letošního roku a na 319 HUF/EUR CZK v polovině roku 2017.

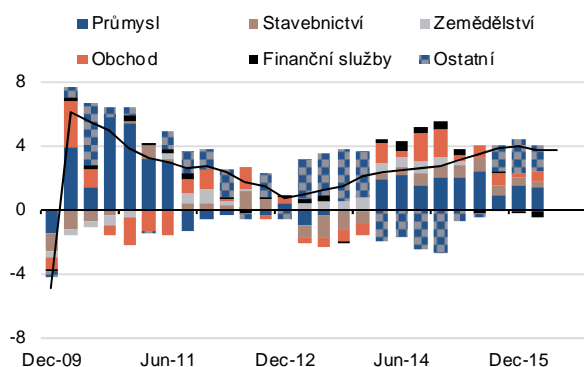
Makroekonomický výhled: Hrubý disponibilní důchod ukazuje svou odolnost



David Kocourek
(420) 222 008 569
david_kocourek@kb.cz

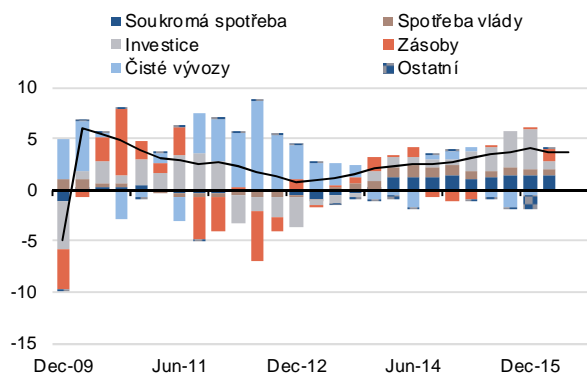
Pádem investic v prvním čtvrtletí se potvrdil náš příběh o tom, že slovenská ekonomika si bude muset letos vystačit bez stimulace evropskými fondy. Navíc se investiční aktivita musí potýkat s nejistotami spojenými s brexitem. Naštěstí má Slovensko trh práce ve velmi slušné kondici. Pracovní příjem poskytuje domácnostem podporu a ty svůj příjem dále utrácí ve vzrůstající míře. Nicméně se ukazuje, že i čisté exporty přispějí do růstu pozitivně. Export, především motorových vozidel do EU, ukazuje svou sílu. Utlučený import je důsledkem skomírající investiční aktivity, která tak umožňuje větší obchodní přebytky. Inflační tlaky tento rok zůstanou záporné a růst cen zrychlí v příštím roce.

Zdroje růstu HDP (v %, y/y)



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Složky poptávky HDP (v %, y/y)

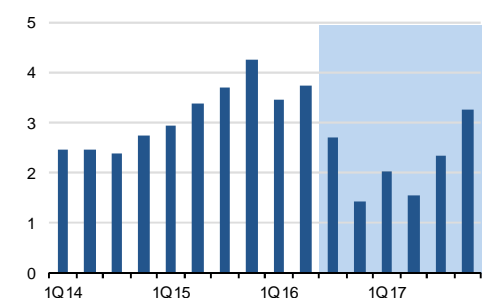


Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ekonomika letos zpomaluje s odeznívajícími investicemi.

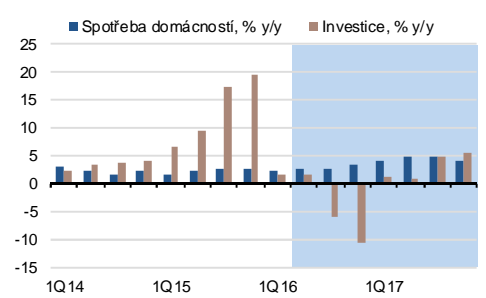
Slovenská ekonomika ve druhém čtvrtletí přidala 0,9 % q/q (SA), což p meziroční nárůst o 3,3 % (SWDA), tedy další příjemné překvapení. Investiční aktivita podle naší prognózy dále zpomalovala. Spotřeba domácností se o něco zrychlila, protože trh práce stále běží na plné obrátky. Vláda se k tomu také pozitivně přičinila. Navíc se předpokládá, že růst v druhém čtvrtletí byl podpořen také čistým vývozem. Nízká investiční aktivita potlačila dovoz a úspěšný vývoz především motorových vozidel do EU přispěl ke kladnému příspěvku čistých exportů.

Vliv statistické základny je v H2 16 patrný
(v %, y/y)



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Soukromá spotřeba předstihuje investice až do H1 17 (v %, y/y)



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

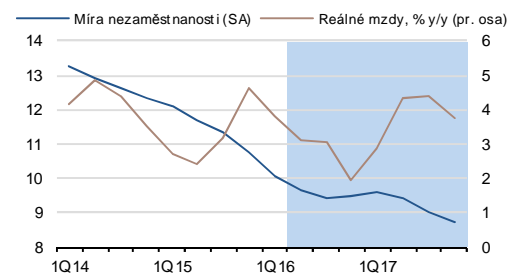
Letos do růstu HDP nejvíce přispěje spotřeba domácností. Pokles investic je pouze částí tohoto příběhu, protože spotřeba domácností je především podporována solidní situací na trhu práce.

Zaměstnanost podporuje míra participace.

Míra nezaměstnanosti stabilně klesá a bude pokračovat v tomto trendu, neboť se zároveň zvedá počet nově vytvořených pracovních míst. Míra participace vzrůstá, a tak podmínky na trhu práce dokonce umožňují zapojení do pracovního procesu lidem z méně reprezentovaných skupin (např. ženy či starší lidé). Dokonce i dlouhodobá nezaměstnanost se snižuje.

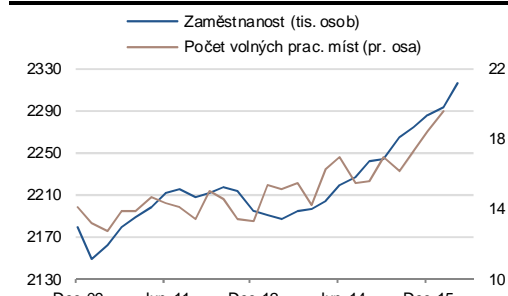
Nicméně soukromá spotřeba není podporována pouze rostoucí mírou participace na trhu práce, ale těží také ze mzdových podmínek. Mzdy letos vzrostou o 3 % a dále klesající nezaměstnanost potom vyžene jejich růst na 3,8 % v příštím roce. Sama nezaměstnanost poklesne na 9,7 % a dále na 9,2 % v 2017.

Nezaměstnanost klesá a mzdy o něco zvolní
(v % y/y)



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

Zaměstnanost stejně jako počet volných pracovních míst rostou

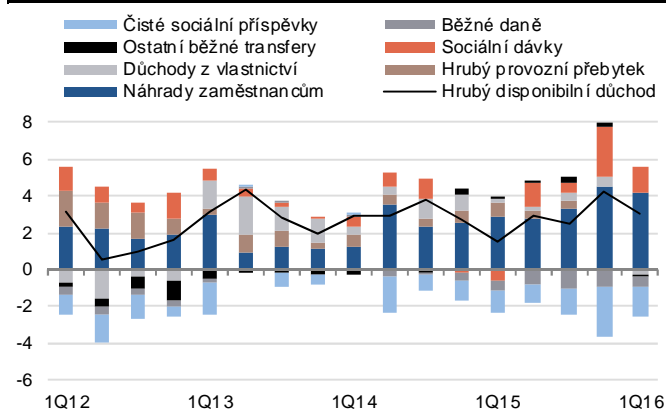


Zdroj: SSÚ, MPSVR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Deflace tlačí tempo růstu reálných mezd nad nominální.

Stále náročnější nárůst míry participace se odráží v nárůstu mezd, i přes to, že dynamika reálných mezd se v Q1 16 zpomalila v porovnání s posledním kvartálem 2015. Díky pokračující deflaci v ekonomice dynamika reálných mezd překonává tempa nominálních. Objem mezd a platů v ekonomice je podpořen nejen rostoucími mzdami, ale také narůstajícím počtem odpracovaných hodin. (Více detailů o trhu práce včetně srovnání se středoevropským regionem najdete v našem speciálním reportu "CEE: Trh práce naráží na limity", který je dostupný na: http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/8fe_trh_prace_narazi_na_limity.

Disponibilní důchod opět dosahuje solidního tempa růstu (v % y/y, pp)

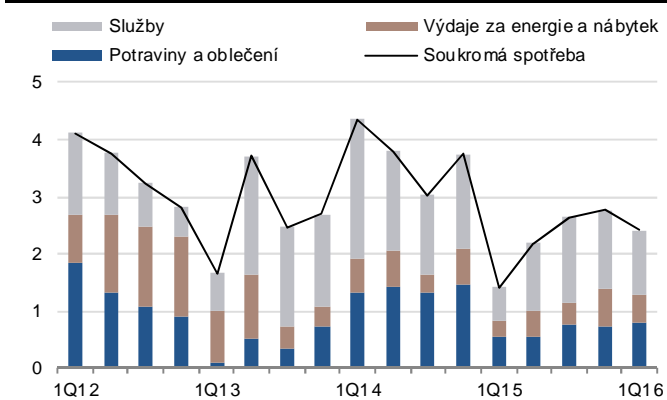


Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pracovní příjem hraje důležitou roli v rozkladu růstu disponibilního důchodu.

Nízké ceny potravin a pohonných hmot se zrcadlí v příslušných segmentech maloobchodu.

Na růstu spotřeby se podílejí stále všechny složky (v % y/y, pp)



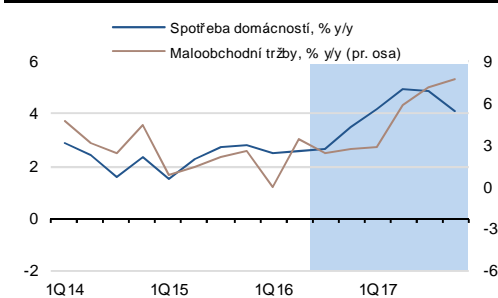
Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Disponibilní příjem opět dosahuje 4% meziroční dynamiku. Jeho rozklad ukazuje důležitost odměn za práci pro růst příjmu domácností. Překvapivý je vzrůstající zastoupení příspěvku sociálních dávek. K tomu všemu ovšem vidíme, že disponibilní příjem je vydáván na všechny tři hlavní segmenty spotřeby domácností.

Zpomalení disponibilního příjmu následované zpomalením spotřeby bylo reflektováno vývojem maloobchodních prodejí. V Q2 16 maloobchodní tržby opět akcelerovaly, což podle našich předpokladů ukazuje na pozitivní stimulaci soukromé spotřeby domácností odpovídající naší předpovědi. Pozoruhodný růst byl ve druhém čtvrtletí zaznamenán v segmentu prodejů potravin a pohonných hmot. Oba dva segmenty totiž těží z nízkých spotřebitelských cen. Nicméně dvouciferný růst dosahující skoro 30 % y/y je stále zaznamenávám v sektoru prodejů vozidel. Tento úchvatný trend už trvá přes rok. Prodeje motorových vozidel jsou také doprovázeny prodejem náhradních dílů. Pouze oprava a údržba automobilů ztrácí tempo v meziročním vyjádření i přes 1% mezičtvrtletní nárůst ve druhém čtvrtletí. Obecně čekáme, že nárůst maloobchodních prodejů dosáhne tento rok 2,2 % a zrychlí dynamiku k 5,9 % s tím, jak ožíví mzdy a spotřeba domácností.

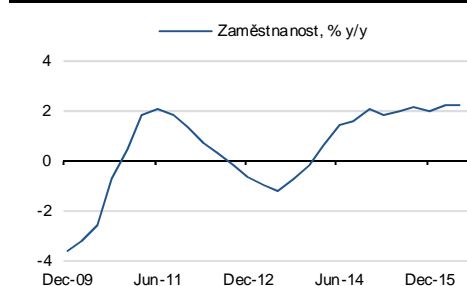
Celkově předpokládáme, že se tento vývoj odrazí ve spotřebě domácností, která přidá 2,8 % tento rok a s vyšším nárůstem mezd stoupne o 4,5 % v roce 2017.

Jak maloobchodní prodej, tak i spotřeba zrychlí (v % y/y)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zaměstnanost si drží solidní růstové tempo (v %, y/y)



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

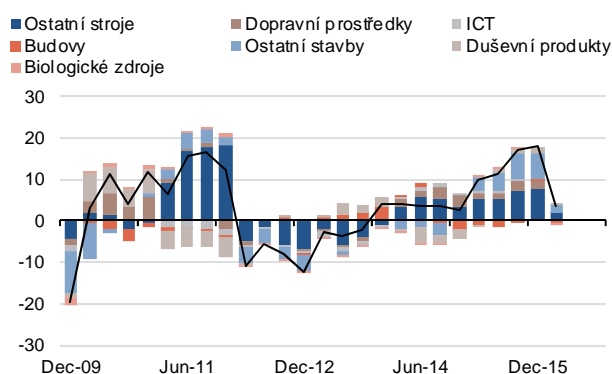
Vláda jakožto hlavní tahoun investic ztratila na začátku roku svou rychlost a není jisté, jestli investiční aktivita bude podpořena soukromým sektorem. Investiční apetit byl

nejvíce zasažen nejistotou spojenou s referendem o brexitu ve Velké Británii. Letos tedy očekáváme pokles v investicích o -3,4 % a nárůst o 3,1% v roce příštím.

Nedostatek EU fondů, nejistota spojená s brexitem a outsourcing vládních investic ovlivňují investiční aktivitu.

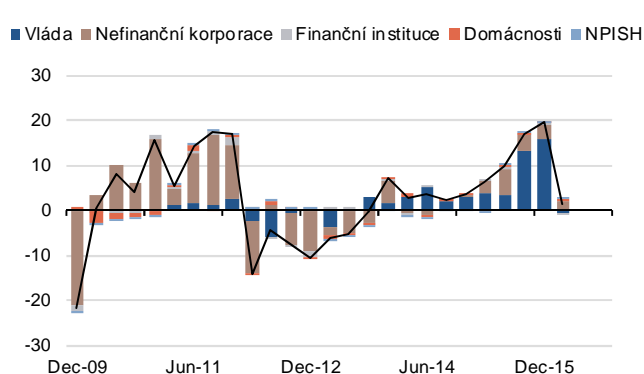
Nejistota vycházející z brexitu omezuje soukromé investice. Spolupráce veřejného a soukromého sektoru formou PPI investic, která je na Slovensku poměrně populární, např. v porovnání s Českem, dále zase podkopává vládní investiční aktivitu. Na druhou stranu Jaguar Land Rover potvrdil svůj zájem postavit továrnu na Slovensku i přes negativní výsledek referenda o brexit. Velké znehodnocení libry jako reakce na výsledek referenda by nemělo tento plán zhatit či změnit. To tedy v důsledku podporuje naši hypotézu, že stavba této továrny má sloužit jako vstup na evropský trh, nezávisle na tom jaký bude vztah EU a VB v budoucnosti.

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

Inženýrské stavitelství stáhne stavebnictví dolů a ani počátek stavby továrny Jaguar Land Rover tento pohyb nebude schopen kompenzovat.

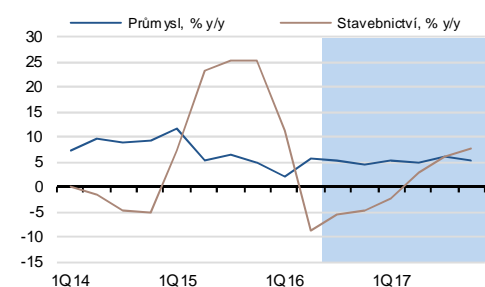
Stavební práce na nové továrny mají začít v půlce září. **Ale i přes silný začátek roku a počátek stavby Jaguar Land Rover se promítne nedostatek peněz z EU na meziročním tempu stavebnictví, které letos dosáhne -2,2 %. Bude se tak jednat o citelný pokles z loňského roku, kdy byl zaznamenán růst o 20,2 %. Příští rok by se měl stavební sektor dát do pořádku a přidat 3,6 %.**

Stejně jako stavebnictví tak i průmyslová aktivita tento rok zpomalí, avšak s nižší amplitudou. Předpokládá se, že meziroční míra růstu dosáhne 4,4% a následně se v roce 2017 zotaví na 5,4 %.

Průmysl těží z registrací aut v EU.

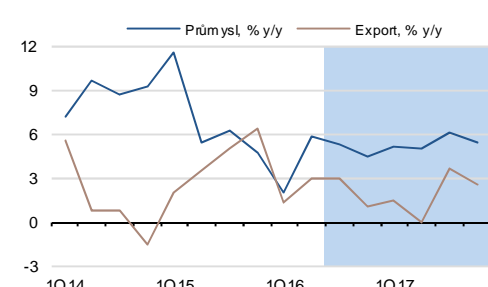
Domácí zdroje průmyslového růstu mohou být omezené z důvodu nedostatku peněz z EU a přeneseny do sektoru průmyslu skrz subdodávky pro stavebnictví. Druhý kvartál letošního roku však ukazuje, že podpora pro průmyslovou produkci přichází primárně ze zahraničí. Sektory zpracovatelského průmyslu a výroby dopravních prostředků vykazují dobré výsledky díky exportní aktivitě. To je hlavně hnáno zvýšenou registrací osobních automobilů v EU. Kovoprůmysl jako sektor, který se v dodavatelském řetězci nachází před automobilovým průmyslem, z toho také velmi těží. Ke všemu se i odvětví textilního průmyslu bylo schopné opět od prvního kvartálu loňského roku dostat do meziročních růstových čísel. Sektor potravinářství byl navíc podpořen solidním růstem maloobchodních prodejů a nízkými spotřebitelskými cenami v odvětví. Ovšem i přes to, co popisujeme výše, zůstává vývoj průmyslové produkce na úrovni měsíčních dat velice nevyrovnaný.

Dynamika průmyslu je stabilní, ale stavebnictví je ovlivněno statistickou základnou (v %, y/y)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Míra růstu exportu zůstává v pozitivním teritoriu (v %, y/y)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

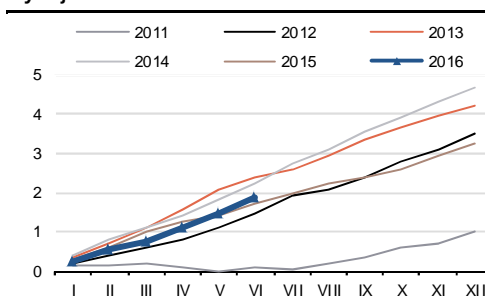
Čistý vývoz přispívá pozitivně, ale vrátí se zpátky do záporu.

Pozitivní příspěvek čistých exportů do růstu HDP je důsledkem překvapivě vysoké dynamiky exportu, hlavně motoristického segmentu. Dovoz zaostává díky utlumené investiční aktivitě, která má větší dovozní náročnost ve srovnání se spotřebou domácností. Obchodní bilance zůstává trvale pozitivní a na podobné úrovni jako vloni. Výše vývozu je snižována exportem minerálních paliv. Ovšem motorová vozidla táhnou exporty nahoru. Růst importu je rovnoměrněji rozložen mezi komoditní segmenty. Jedinou výjimku tvoří minerální paliva, jejichž meziroční pokles je spojen s poklesem cen, které jsou zhruba o 20 % nižší než loni.

V prvním čtvrtletí byl zaznamenán pokles exportů do Česka.

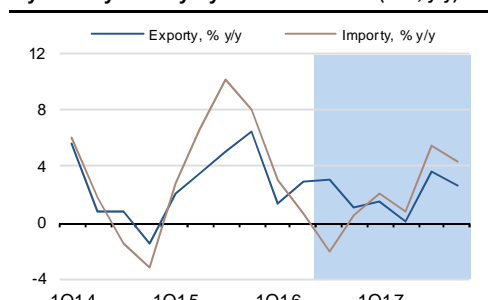
Geografická orientace exportu je podporována silnou dynamikou exportů do EU a specificky Německa. Vývoz do Ruska pokračuje ve dvouciferných poklesech. V prvním čtvrtletí byl dokonce zaznamenán i pokles vývozu do Česka. Dovoz si udržuje pevnou růstovou dynamiku od hlavních obchodních partnerů, hlavně EU, Německa a Číny. Na druhou stranu importy z Česka nebo Ukrajiny a logicky z Ruska zpomalily.

Vývoj salda zahraničního obchodu



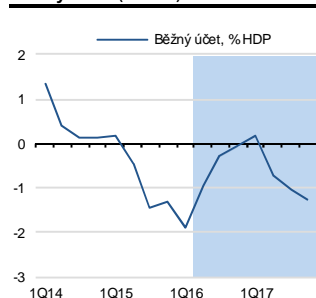
Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

Očekáváme, že letos růstové hodnoty na meziroční bázi pro vývoz i dovoz zpomalí. Zpomalení růstů dovozu je více výrazné, což je zapříčiněno nízkou dynamikou investiční aktivity. Proto očekáváme pozitivní navýšení obchodní bilance tento rok a následovně pozitivní příspěvek exportu k ekonomickému růstu. Nicméně tento vývoj se zpátky otočí do záporu, neboť navýšení investic v příštím roce bude vyžadovat větší dovoz.

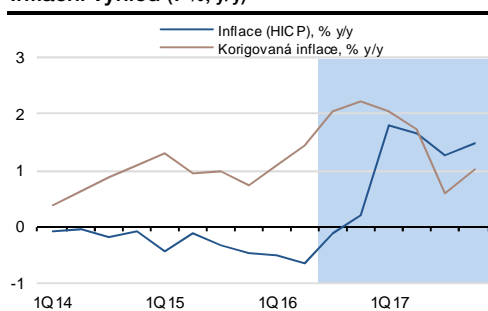
Deficit běžného účtu se na začátku roku prohloubil na -2 % HDP. Bilance zboží byla opět nižší především díky většímu nárůstu vývozu zboží, který nebyl kompenzován dalšími sub-bilancemi na běžném účtu platební bilance. Zaporná bilance se však na konci roku posune k nule, jelikož bilance zboží má dosáhnout vyššího přebytku. Bilance služeb by se také měla zlepšit.

Vývoj inflace bude letos opět velmi utlumený.

Deflace ve slovenské ekonomice nejen stále převládá, ale stává se silnější. Zveřejněná čísla za červenec ukázala -0,9 % y/y. Průměr za druhé čtvrtletí byl 0,6 % y/y. Propad přišel především díky cenám potravin a navíc i ceny pohonných hmot a regulované ceny si udržely svůj negativní příspěvek. Kladný vývoj je stále díky korigované inflaci, která reflektuje zvětšující se spotřebu domácností. Dále zvyšující spotřebou domácností bude odrážet i růst korigované inflace. Záporné příspěvky jsou očekávány od zbývajících složek inflace. Vývoj cen potravin bude příčinou více negativních tlaků ve srovnání s přecházející předpovědí. Jakmile meziroční dynamika cen ropy odezní, zohlední se to v ceně pohonných hmot. Podobně i regulované ceny přispějí pozitivně k dynamice cen, stejně jako ceny potravin, které se příští rok zotaví.

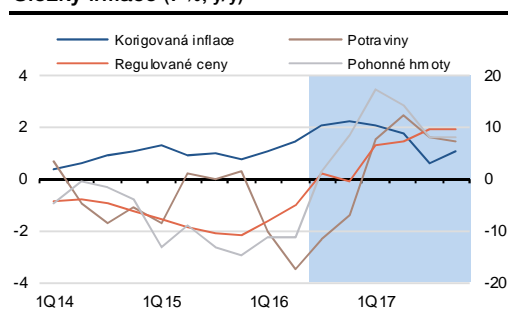
Obecně předpokládáme, že průměrná inflace dosáhne -0,3 % tento rok. Příští rok růst cen zrychlí na 1,6 %, i přes to že korigovaná inflace o něco zpomalí. Další složky inflace tento pohyb však vykompenzují.

Inflační výhled (v %, y/y)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Složky inflace (v %, y/y)

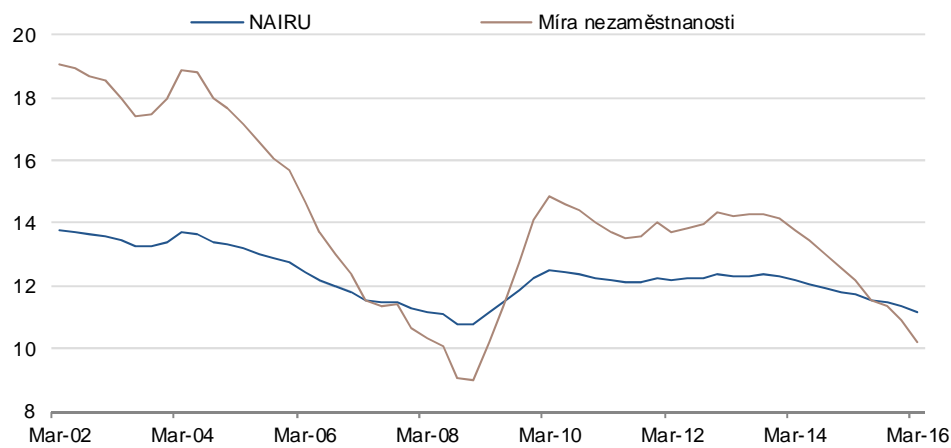


Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

BOX 2: NAIRU, nezaměstnanost a jádrová inflace

Koncept NAIRU (non-accelerating inflation rate unemployment – míra nezaměstnanosti, která nezrychluje inflaci) je nepozorovaná úroveň nezaměstnanosti, která nestimuluje inflaci k většímu růstu, což nastává v případě, že míra nezaměstnanosti poklesne pod tuto hladinu. Naše nová NAIRU odhadnutá Kalmanovým filtrem ukazuje, že tyto teoretické výsledky byly dosahovány v letech 2008-2009, kdy se míra nezaměstnanosti nacházela pod NAIRU a meziroční tempo jádrové inflace vrcholilo na lokálním maximu v tu dobu. Nicméně to není tento případ v současné době. Náš výhled sice ukazuje plynulé zrychlování jádrové inflace, ale o něco pomalejším tempem, než by naznačoval model založený pouze na odhadu NAIRU. Tato analýza tak může naznačovat, že inflační prostředí je teď opravdu jiné a ke zrychlení jádrové inflace bude potřeba utaženějších podmínek na trhu práce. Celková inflace by mohla také těžit ze zrychlení jádrové inflace, které by mohlo být stimulováno uvolněním negativních cenových tlaků v ostatních složkách inflace. Nicméně tento vztah je více uvolněný i v ostatních zemích regionu.

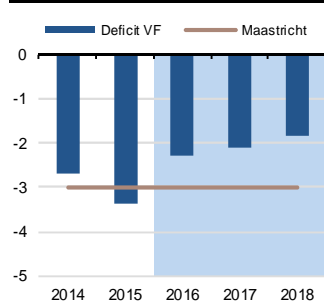
Odhad nové v čase proměnné NAIRU



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

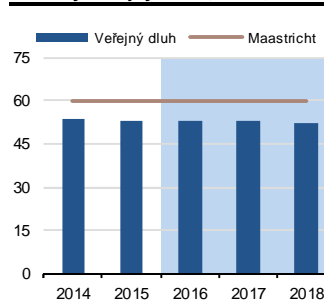
Veřejný sektor

Deficit veřejných financí (% HDP)



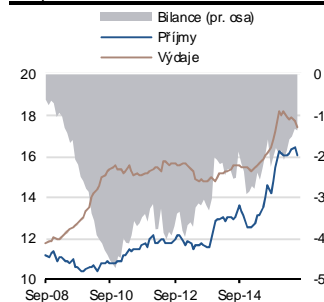
Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Celkový veřejný dluh (% HDP)



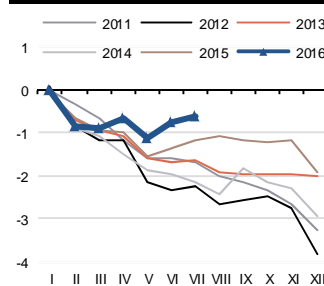
Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

Letošní podíl deficitu na HDP pozitivně překonává očekávání

Vláda už představila první návrh rozpočtu na roky 2017-2019 a zaktualizovala cíle pro letošní rok. Návrh odpovídá tomu, co obsahoval plán stability a růstu, předložený v dubnu Evropské komisi. A tak tyto ambiciózní plány nejsou takovým překvapením. Nicméně riziko, že plány vzdálenější budoucnosti budou revidovány směrem dolů, jako se to stalo v minulosti, přetrvávají. Navíc je tento návrh na začátku své politické cesty.

Návrh obsahuje také vyhodnocení plnění letošního roku. Vláda očekává, že konečný podíl deficitu na HDP dosáhne -2,1 %. To je ale méně než očekává naše prognóza (-2,3 %). Náš odhad je revidován výše pod dojmem dobrého plnění deficitu. Rozpočet už není podporován přílivem EU fondů a tak deficit v červenci dosáhl EUR 624 mil., což je o 47 % méně než loni a z plánovaného schodku bylo vyčerpáno pouze 32 %. Rozpočtové příjmy jsou nižší o 2,1 %, ale výdaje o 8 %.

Příjmy rozpočtu jsou podporovány daňovými příjmy (5,2 % y/y), specificky přímými daněmi (20,3 % y/y). Nicméně ani výběr nepřímých daní ze zboží a služeb o mnoho nezaostává (-0,9 % y/y). Pokles je ovšem tažen nedaňovými příjmy (-34 % y/y) a příjmy z rozpočtu EU. Rozpočtové výdaje tlumí běžné výdaje, které jsou nižší o 2,8 % y/y. Ale co je důležitější, tak kapitálové výdaje poklesly o 32,5 % y/y. Vláda si také užívá prostředků s nízkými úrokovými sazbami a tak výdaje na tuto položku poklesly o 8 % y/y. Z toho vyplývá, že není úplně využívána možnost zainvestovat do budoucího růstu a je spíše podporována současná spotřeba.

Jak už bylo zmíněno v minulém vydání *Slovenských výhledů* považujeme dlouhodobé rozpočtové plány za příliš ambiciózní a rizika jsou spojena spíše s nižším podílem deficitu na HDP. Toto naše hodnocení je založeno na příliš optimistickém odhadu růstu HDP ve srovnání s naším; výhled také nebere do úvahy globální business cyklus, který by měl Slovensko zasáhnout v roce 2019. Rada pro rozpočtovou zodpovědnost také identifikuje rizika ve svých publikacích. My tedy sice také předpovídáme lepší se podíl deficitu na HDP, ale náš odhad zůstává více konzervativní ve srovnání s vládním.

Veřejný dluh na konci roku by měl dosáhnout výše 52,7 % HDP po 52,9 % HDP na konci loňského roku. Stabilizační snaha vlády by tak od příštího roku měla vést ke snižování vládního dluhu v poměru k HDP na úroveň 52 %.

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

	ARDAL	KB (Srpen)
Výpůjční potřeby		
Rozpočtový deficit	1940,9	1824,9
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
Celkově		6343,9
Financování		
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		318,9
Celkové financování		6343,9
<i>Změna dluhu</i>		<i>6025,0</i>

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ARDAL

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

	ARDAL	KB (Srpen)
Výpůjční potřeby		
Rozpočtový deficit		
Zpětné odkupy		1753,3
Splatné pokladniční poukázky		500,0
Splatné dluhopisy		0,0
Splatné dluhopisy v japonských jenech		3727,8
Splatný dluh		1000,0
Celkově		0,0
Financování		6981,1
Hrubá emise pokladničních poukázek (přesahující kal. rok)		
Hrubá emise dluhopisů (v aukcích)		0,0
Hrubá emise dluhopisů (syndikovaná)		2800,0
Dluh		4000,0
Čerpání likviditní rezervy		0,0
Celkové financování		181,1
<i>Změna dluhu</i>		<i>6981,1</i>

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ARDAL

Rizika prognózy

Identifikujeme spíše externí než interní rizika ekonomického vývoje.

Zvýšená politická nejistota je nejdůležitějším rizikem spojeným s touto prognózou. Vyhodnocení rizik je vychýleno směrem dolů. Hlavní rizika spojená s prognózou jsou následující:

- **I po konání referenda o setrvání Velké Británie v EU jsou politická rizika přítomna v důležitých evropských státech. Politická rizika na evropském kontinentu jsou spojena s aktivací článku 50 smlouvy o EU a následnému jednání mezi VB a EU o podobě vzájemných vztahů. Španělské volby (26. června) nevyřešily patovou politickou situaci. V Itálii se bude na podzim konat ústavní referendum o transformaci Senátu republiky na Senát regionů. Ve výhledu roku 2017 jsou pak prezidentské volby ve Francii a parlamentní volby Německu.**
- **Riziko, že čínská měna se dostane pod nadměrný tlak jako výsledek nějaké nerovnováhy** (bublina na akciovém trhu, nová politika měnového kurzu, vznikající bublina na trhu s nemovitostmi nebo množství půjček s problematickým splácením), **které stále bublají pod povrchem.**
- **Větší fiskální uvolnění, které by mohlo vyplývat z politického cyklu v mnoha evropských zemích, je také stále mít na zřeteli.** Větší vládní výdaje by také mohly být spojené s bezpečnostními opatřeními reagující na zvýšené teroristické hrozby.
- **Pozitivní riziko větších investic by mohlo vyplývat z chování firem, které mají přebytečnou hotovost a navíc mají k dispozici financování za nízké úrokové sazby.**

Následující rizika vycházejí pouze z domácí ekonomiky:

- **Příznivé podmínky financování a příznivá situace pro exporty slovenského automobilového průmyslu může být pozitivním rizikem pro investice.**

Klíčové makroekonomické ukazatele

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

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

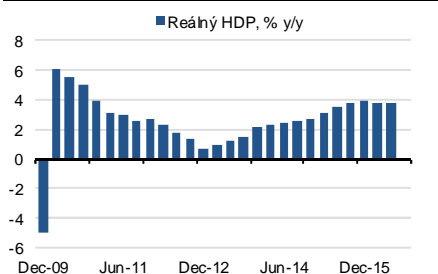
		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Hrubý domácí produkt	běžné ceny, mld, EUR	70,4	72,4	73,8	75,6	78,1	79,9	82,6	86,8	90,3
Hrubý domácí produkt	reálný růst, %	2,8	1,6	1,4	2,5	3,6	2,8	2,3	2,5	1,2
Průmyslová výroba	reálný růst, %	5,3	7,4	3,8	8,7	7,0	4,4	5,4	4,0	1,6
Stavební výroba	reálný růst, %	-0,5	-11,9	-4,4	-2,8	20,2	-2,0	3,6	5,0	2,1
Maloobchodní tržby	reálný růst, %	-2,6	-1,1	0,2	3,7	1,8	2,2	5,9	3,9	3,0
Míra nezaměstnanosti	konec období, %	12,5	13,6	14,4	12,3	10,5	10,6	9,7	9,5	10,2
Celkové mzdy	nominální, průměr období, €	786	806	824	858	883	907	958	996	1039
Celkové mzdy	reálný růst, %	-1,8	-1,2	0,9	4,2	3,2	3,0	3,8	1,7	2,2
Spotřebitelské ceny	HICP, průměr období, %	4,1	3,7	1,5	-0,1	-0,3	-0,3	1,6	2,2	2,1
Spotřebitelské ceny	HICP, konec období, %	1,3	4,6	3,4	-0,3	-0,5	1,0	1,7	2,5	1,7
Zahraniční obchod	běžné ceny, mld, EUR	1,0	3,6	4,2	4,7	3,3	4,4	3,6	3,2	3,3
Vývozy	běžné ceny, mld, EUR	56,8	62,1	64,2	64,7	67,9	69,8	71,1	74,1	76,3
Dovozy	běžné ceny, mld, EUR	55,8	58,6	59,9	60,0	64,6	65,4	67,5	70,9	73,1
Vývozy	nominální růst, %	18,5	9,2	3,5	1,4	4,3	2,1	1,9	4,1	2,9
Dovozy	nominální růst, %	18,6	4,9	2,5	0,8	6,9	0,5	3,2	4,9	3,0
Běžný účet platební bilance	běžné ceny, mld, EUR	-3,5	0,7	1,4	0,1	-1,0	0,0	-1,0	-1,2	-1,1
Běžný účet platební bilance	% HDP	-5,0	0,9	2,0	0,1	-1,3	0,0	-1,3	-1,4	-1,2
Obchodní bilance	% HDP	-0,1	3,5	4,1	3,8	2,4	4,3	3,0	3,0	3,2
Bilance služeb	% HDP	-0,4	0,6	0,6	0,1	0,1	0,2	0,1	-0,1	-0,5
Bilance výnosů	% HDP	-3,4	-1,7	-0,9	-2,2	-2,3	-3,2	-3,2	-2,9	-2,8
Saldo veřejného sektoru	% HDP	-4,1	-4,3	-2,7	-2,7	-3,4	-2,3	-2,1	-1,8	-1,9
Dluh vládního sektoru	mld, EUR	30,5	37,9	40,6	40,7	41,3	42,1	43,8	45,4	47,1
Dluh vládního sektoru	% HDP	43,3	52,4	55,0	53,9	52,9	52,7	53,0	52,3	52,1
Zahraniční zadluženost	% HDP	78,5	75,8	81,9	89,7	86,1	81,2	78,8	77,7	80,4

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

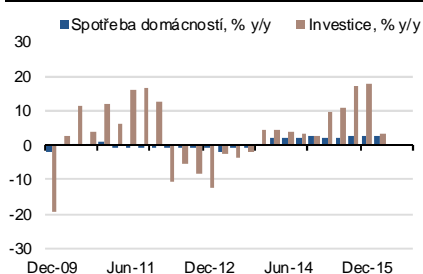
Zdroj: SSÚ, NBS, MF, UPSVR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Makroekonomické ukazatele

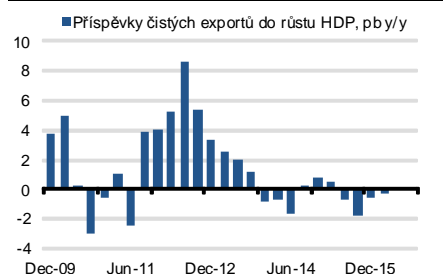
HDP (y/y)



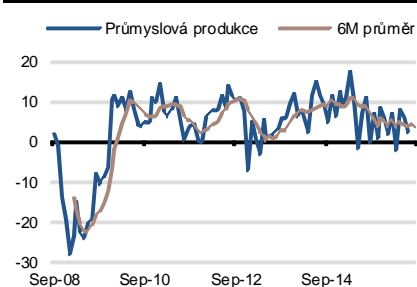
Spotřeba domácností, investice (y/y)



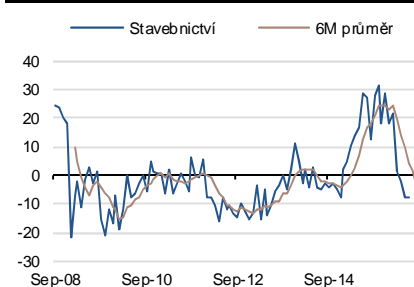
Čistý vývoz



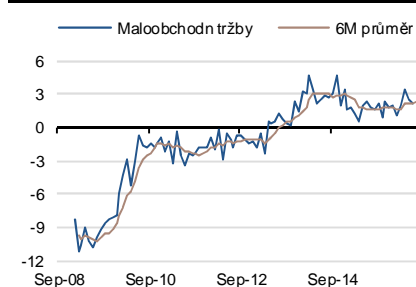
Průmysl (y/y)



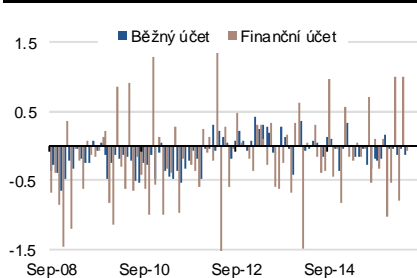
Stavebnictví (y/y)



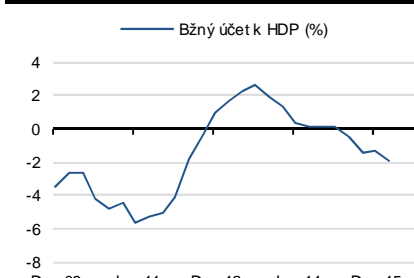
Maloobchodní tržby (y/y)



Platební bilance (mld, EUR)



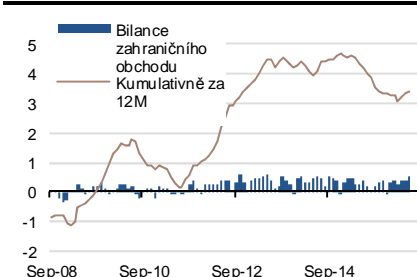
Běžný účet (% HDP)



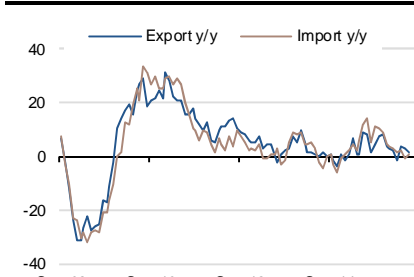
Přímé zahraniční investice (mld, EUR)



Saldo zahraničního obchodu (mld, EUR)



Dynamika vývozu a dovozu (% y/y)

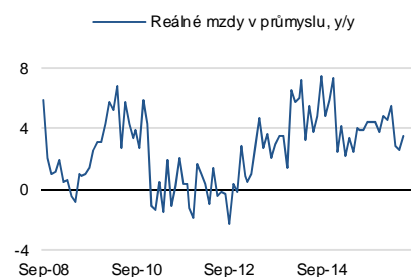


Míra nezaměstnanosti (%)

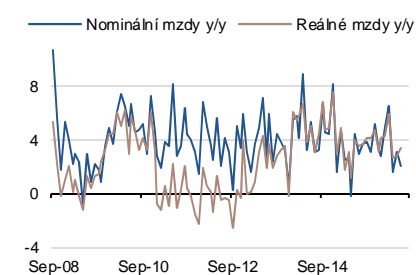


Zdroj: NBS, SSO, Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

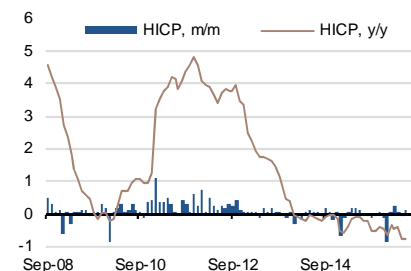
Reálné mzdy v průmyslu (y/y)



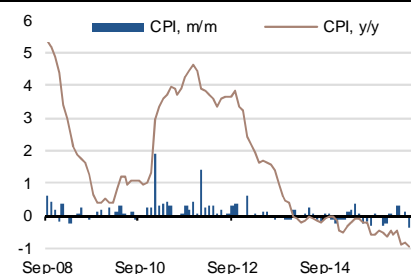
Mzdy v ekonomice (y/y)



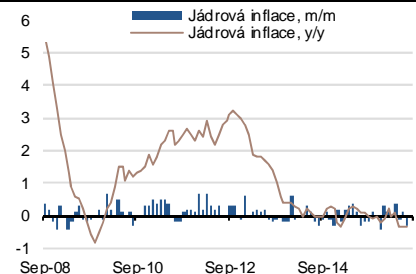
Spotřebitelské ceny (HICP, %)



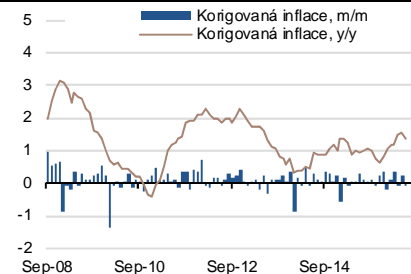
Spotřebitelské ceny (%)



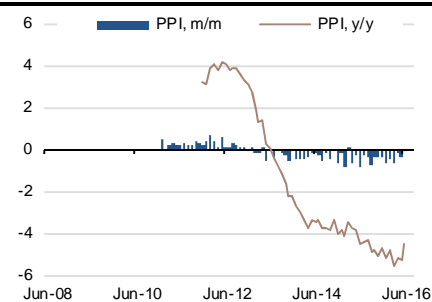
Jádrová inflace (%)



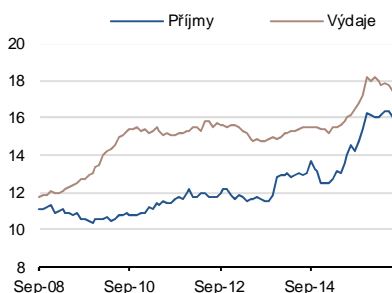
Korigovaná inflace (%)



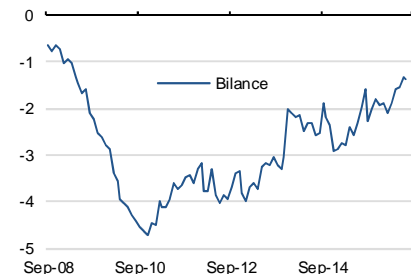
Ceny průmyslových výrobců (%)



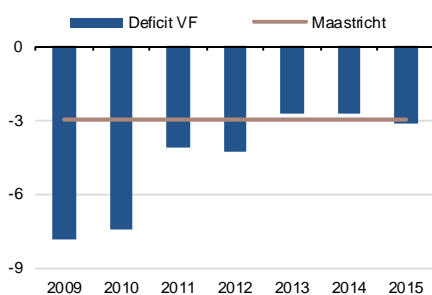
Státní rozpočet (příjmy, výdaje, v mld, EUR, kumulativně za posledních 12M)



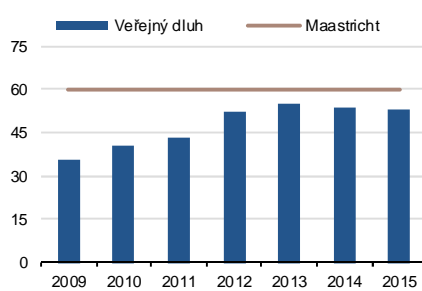
Státní rozpočet (balance, v mld, EUR, kumulativně za posledních 12M)



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 Simion, CFA
(40) 213 014 370
laura.simion@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>