

| Čtvrtletní zpráva |

Slovenské výhledy

Investiční nálada bude pro ekonomický růst v příštím roce klíčová



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

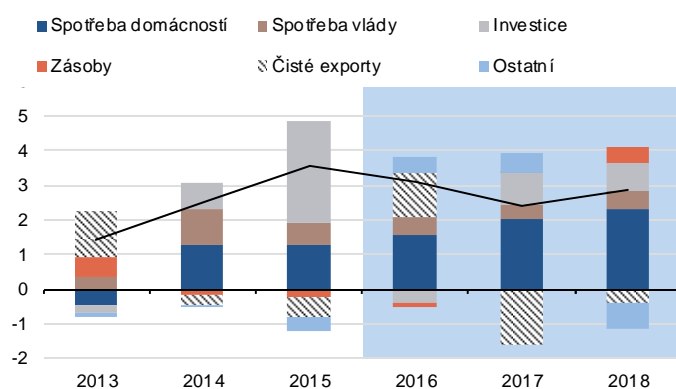


Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz

Růst HDP vyjádřen mezičtvrtletní změnou zpomaluje. Tento vývoj je ještě výraznější, pokud jde o meziroční dynamiku. Politické změny na výhledu vnějšího prostředí budou představovat zásadní výzvu pro slovenskou ekonomiku. Celkově vzato, ekonomický růst v tomto roce dosáhne 3,1 %. Následně pak čekáme zpomalení na 2,4 % v roce 2017. Vidíme také, že ke kladnému vývoji cenového hladiny dojde na počátku příštího roku především díky vlivu statistické základny cen ropy.

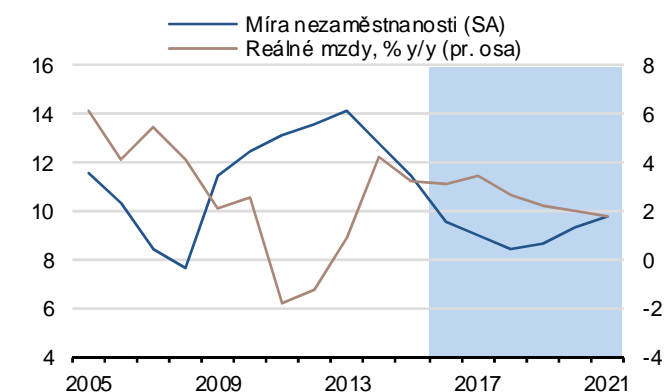
- Objem mezd a platů je stimulován vysokou mírou zaměstnanosti, nízkou mírou nezaměstnanosti a rostoucí mírou participace. Celkově trh práce vytváří solidní základnu pro soukromou spotřebu. Věříme, že v příštím roce je další zlepšení možné a situace na trhu práce by pak měla gradovat v roce 2018.
- Investice budou během letošního roku slabé s tím, jak soukromý sektor není schopen kompenzovat pád vládních investic v důsledku nízkého toku finančních prostředků z EU. Navíc politická nejistota představuje riziko slabšího vývoje investic, přestože očekáváme obecně jejich vyšší dynamiku v příštím roce.
- Nízká investiční aktivita podporuje kladný příspěvek čistého vývozu k růstu HDP kvůli nízkým dovozům. Schodek obchodní bilance zůstane pozitivní, ale do budoucna bude následovat klesající tendenci. Podíl bilance běžného účtu na HDP by měl i nadále stagnovat kolem 0 %.

Soukromá spotřeba představuje solidní základ pro hospodářský růst



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vývoj na trhu práce zůstává v krátkém horizontu pozitivní



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

- Historicky nejvyšší deflace v červenci (meziročně -0,9 %) začala postupně ustupovat a ceny budou dále růst. Očekáváme, že dynamika cen se příští rok přehoupne do kladných čísel a v roce 2018 dále přidá. Tento nárůst je důsledkem hlavně efektu statistické základny cen ropy, které se promítají do administrativních cen, jakož i

jiných cenových položek. Další nárůst korigované inflace je podporován rostoucí spotřebou domácností.

Vnější prostředí a předpoklady prognózy

Domácí poptávka v jednotlivých zemích je v solidní formě



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

Domácí poptávka, především ta soukromá, je v jednotlivých představených zemích v solidní kondici. Trh práce je totiž schopný poskytovat domácnostem dostatečné množství pracovních příležitostí se zajímavým vývojem mezd. Tato situace ale mnohde nevede k velké akceleraci jádrové inflace. Dynamika celkové inflace ovšem profituje z efektu statistické základy cen ropy, které v meziročních tempech stimulují ceny pohonných hmot. Vyšší úroveň inflace a solidní výkon trhu práce v USA by měla vést v prosinci ke zvýšení úrokových sazeb. V eurozóně by sice podstřelování inflačního cíle, ale solidní výhled inflace, mělo vést k postupnému omezování programu kvantitativního uvolňování.

Předpokládaný vývoj vnějších proměnných (průměry)

	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
Cena ropy Brent (USD/barel)	51,3	44,7	35,2	46,8	47,0	50,0	52,5	55,0	57,5	60,0	62,0
HDP y/y - eurozóna	2,0	2,0	1,7	1,6	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4
CPI y/y - eurozóna	0,1	0,2	0,1	-0,1	0,3	0,6	1,2	1,3	1,5	1,7	1,6
HDP y/y - Německo	1,7	1,3	1,8	1,7	1,7	1,9	1,6	1,6	1,8	1,5	1,5
CPI y/y - Německo	0,0	0,2	0,1	0,0	0,4	0,8	1,5	1,5	1,6	1,7	1,6
EUR/USD	1,11	1,10	1,10	1,13	1,1	1,06	1,00	1,05	1,07	1,09	1,09

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

Spojené státy americké: trh práce se utahuje s tím, jak růst HDP zrychluje

Ekonomický růst v druhé polovině roku přesvědčivě předčí tu první polovinu.

Růst HDP v H1 16 ve Spojených státech s průměrným tempem 1,1 % q/q anualizovaně byl zklamáním. Ekonomové SG ovšem očekávají významné zrychlení v H2 16. Rychlejší tempo růstu v druhé polovině roku 2016 ale nemůže plně kompenzovat pomalé tempo v první části roku, a proto celoroční výhled vidíme na úrovni 1,6 %. Hlavním zdrojem ekonomického růstu zůstává soukromá spotřeba. Ta je podporována rostoucími mzdami, nízkými úrokovými sazbami a příznivou situací na trhu s bydlením. To se odráží ve vývoji reálné spotřeby, která ovšem v Q3 16 vzrostla pouze o 2,6 % q/q anualizovaně. Zaměstnanost také vykazuje silnější růstové tendence i kvůli opět solidním číslům o tvorbě pracovních míst v posledních dvou měsících. Navíc týdenní údaje o počtu nově nezaměstnaných se pohybují na úrovni historického minima.

Vliv srovnávací základny cen pohonných hmot pozitivně stimuluje celkovou inflaci.

Celková inflace v příštích čtvrtletích zrychlí kvůli příznivému vlivu srovnávací základny cen pohonných hmot a také díky nedávnému zvýšení cen ropy. Inflace by se pak měla postupně do konce letošního roku zvyšovat směrem ke 2,5 % na počátku roku 2017 a až ke 3 % koncem příštího roku. Jádrová inflace poroste velmi pozvolna i přes lepší se situaci na trhu práce. Pozitivním rizikem pro výhled inflace jsou plánované vládní výdaje a zavedení cel, které by se mohly odrazit i do spotřebitelských cen.

Zvýšení sazeb americkým Fedem se očekává v prosinci.

Kombinace ekonomického růstu, silného trhu práce a růstu celkové inflace dává podle ekonomů SG zelenou americkému Fedu ke zvyšování úrokových sazeb v prosinci tohoto roku. Ve výhledu příštího roku jsou pak další dvě zvýšení, protože se očekává, že inflace dále zrychlí. Nicméně v zápisu z posledního zasedání FOMC v říjnu bylo hodnocení ekonomické situace poměrně vyrovnané. V případě, že dojde ke zvýšení sazeb, tak pak zvětšující se rozdíl mezi americkou a evropskou měnovou politikou (viz dále o dalších možných krocích ECB) pravděpodobně povede k dalšímu oslabení eura vůči dolaru. **Euro tak na počátku roku 2017**

dosáhne parity s USD a poté díky omezování QE ECB a růstu úroků v USA na delším konci křivky povede opět k posilování eura na průměrných 1,05 v 2017 a 1,09 USD/EUR v 2018.

Eurozóna: Solidní domácí poptávka podpoří dovozní aktivitu

Brexit ukrojí 0,7 pb z růstu eurozóny.

Růst HDP v eurozóně bude zasažen brexitem. Podle ekonomů SG brexit ukrojí až do konce roku 2020 z růstu eurozóny kumulativně 0,7 pb. **V letech 2016 - 2017 očekávají, že růst HDP dosáhne v průměru na 1,6 %, zatímco v letech 2018 - 2020 je pravděpodobné, že zpomalí na 1 %.** Pozitivní zprávou je, že postupné oživení investiční aktivity se už stalo viditelné. Díky pozitivním vnějším faktorům (nízké ceny ropy, slabé euro), slabému růstu mezd, nízkým úrokovým sazbám a snížení daní v některých zemích se ziskovost korporací zlepšuje, takže jsou ochotni investovat více. Kromě toho se zdá, že stavebnictví již dosáhlo svého dna, jak je dokumentováno vývojem stavebních povolení. Spotřeba domácností by měla i nadále zůstat v dobré kondici. I když vzhledem ke zvyšující se inflaci růst reálného hrubého disponibilního důchodu domácností pravděpodobně zpomalí. Hlavní potenciální brzdou růstu v eurozóně bude proto i nadále politická nejistota spojená s brexitem, křehkou politickou situací ve Španělsku a francouzskými prezidentskými a německými parlamentními volbami v příštím roce.

Domácí poptávka podporuje růst HDP v Německu.

Německá ekonomika v první polovině roku fungovala lépe, než se očekávalo. Domácí poptávka ukázala svou odolnost, ve které bude kvůli zrychlení mzdového růstu a fiskálnímu uvolnění z důvodu politického cyklu před volbami (podzim 2017) pokračovat i v příštím roce. Celkově vzato, HDP v letošním roce vzroste o 1,9 %, což by bylo nejsilnější tempo růstu od roku 2011. Příští rok se očekává zvýšení o 1,4 %. Nicméně vrcholu mezery výstupu na úrovni 1 % bude dosaženo až příští rok. Reakce mzdové dynamiky v tomto prostředí zůstává sporná. Nicméně ekonomové SG vidí, že růst mezd by mohl kompenzovat očekávané zrychlení inflace.

Inflace bude postupně růst, ale v průměru dosáhne pouze na 1,5 % v roce 2017.

Inflace v eurozóně letos dosáhne 0,2 % a 1,5 % v roce 2017. Inflace začne zrychlovat koncem roku, ale významně povyskočit by mohla v prvním čtvrtletí příštího roku kvůli bazickému efektu cen energií. Na začátku roku 2017 by tempo růstu cenové hladiny mělo dosáhnout 1,2 % y/y a bude dále postupně akcelarovat. Jádrová inflace bude procházet podobným tempem jako celková inflace. Postupná akcelerace tempa je patrná i zde.

Rostoucí inflace umožní ECB začít postupně omezovat program kvantitativního uvolňování.

Tento inflační vývoj bude ještě stále nutit ECB udržovat uvolněnou měnovou politiku, protože ani v dlouhodobém horizontu inflace nedosáhne inflačního cíle ve výši 2 %. Nicméně ekonomové SG předpokládají, že díky rostoucímu výhledu inflace bude program nákupu aktiv sice pokračovat, ale od dubna 2017 se bude zužovat o 10 miliard EUR měsíčně a bude tak trvat až do ledna 2018. Limit na emisi bude zvýšen na 50 % (z 33 %). V opačném případě by totiž ECB čelila významnému riziku, že by neměla pro svoje nákupy k dispozici dostatek aktiv. Nicméně debata o omezování QE programu asi ještě nebude řešena na prosincovém zasedání, i když poslední setkání na konci října nepřineslo nic nového.

Investice táhnou růst HDP
v regionu směrem dolů.

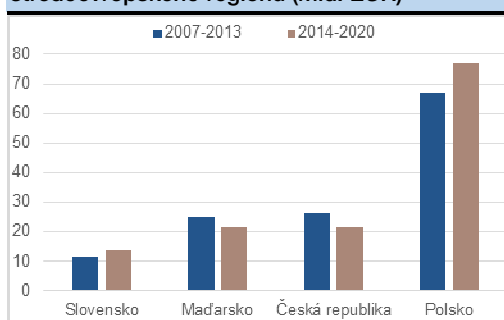
Středoevropský region: Ekonomiky jsou podporovány soukromou spotřebou, protože investice stále zaostávají

Investiční aktivita ve středoevropském regionu v meziročním vyjádření stále ještě neoživila. Nicméně alespoň druhé čtvrtletí přineslo normalizaci dynamiky v mezičtvrtletním růstu. Celý region trpí nízkou investiční aktivitou vlády v důsledku stále chybějících finančních prostředků z evropských fondů. V jakékoliv z těchto zemí státní správy nebyly schopny začít čerpat poměrnou část přidělených prostředků, protože tvorba rámců a výzev k tomu potřebných byla v minulosti odložena z důvodu problémů vyčerpat prostředky z předchozího programového období (viz Box 1). Navíc každá země má své specifické problémy. V Polsku je nedostatek investic způsoben také změnami ve správních radách veřejných společností, které byly po posledních parlamentních volbách vyměněny. Maďarsku a Slovensku chybí politická vůle, aby více investovaly, a to i v situaci, když rozpočtová situace je k tomu příznivá.

BOX 1: Růst investic ve středoevropském regionu je jen otázka času

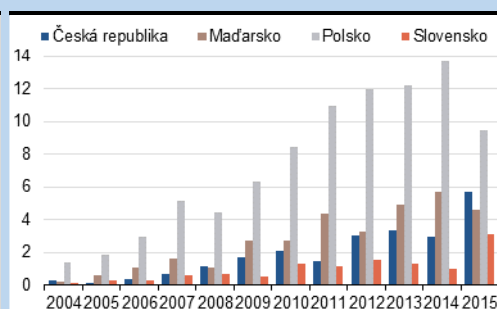
Investiční cyklus ve středoevropském regionu je silně spjat s čerpáním peněz z evropských fondů. To je však značně nerovnoměrné. V roce 2015 investice ve středoevropském regionu výrazně rostly (kromě Maďarska, kde svého vrcholu dosáhly již v roce 2014). Na Slovensku investice loni stouply v průměru o úctyhodných 14 % y/y, v České republice o 9,1 % y/y, v Polsku pak o 6 % y/y. V letošním roce však investice v celém regionu výrazně propadly. Jejich propad v H116 byl jednoznačně spojen nízkou mírou čerpání prostředků z fondů EU. Jak je patrné z grafu ve spodní části boxu, čerpání peněz z fondů EU je v počáteční fázi nového programového období velmi nízké. To však neznamená, že by v novém programovém období bylo pro země regionu alokováno méně peněz než v tom předchozím. Opak je pravdou. Pro období 2007-2013 byl objem prostředků vyčleněných pro země středoevropského regionu 130,1 mld. EUR. V novém programovém období 2014 - 2020 se jedná dokonce o 133,8 mld. EUR, tedy ještě o 3,7 mld. EUR více.

Prostředky fondů EU alokované pro země
středoevropského regionu (mld. EUR)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, KB, Evropská komise

Čistá pozice jednotlivých zemí (mld. EUR)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, KB, Evropská komise

Propadem investic byl nejvíce zasažen stavební sektor. Především oblast inženýrského stavitelství trpí v důsledku nízkých veřejných investic do infrastruktury. Situace ve stavebním sektoru by se však měla postupně zlepšovat, neboť téměř 30 % EU fondů alokovaných pro země regionu by mělo v programovém období 2014 - 2020 směřovat do oblasti dopravy a inženýrských sítí. Podstatná část peněz by také měla investována do výzkumu a inovací, životního prostředí, hospodaření se zdroji a vzdělávání a školení. To by se mělo pozitivně odrazit v růstu potenciálního výstupu jednotlivých zemí. V novém programovém období 2014 - 2020 byla také přidána kategorie nízkouhlíková ekonomika, kam by mělo

směřovat více než 10 % přidělených peněz, což by se mělo odrazit v růstu investic do nízkouhlíkových technologií.

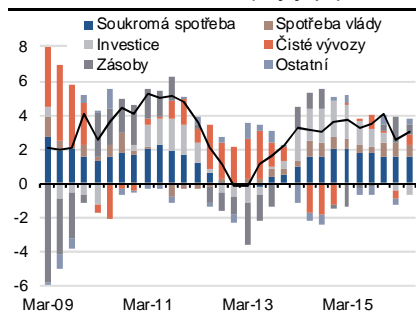
Díky vysoké alokaci peněz zůstanou EU fondy pro středoevropský region významným zdrojem růstu HDP. Nejsilněji však bude jejich vliv patrný až na konci programového období, tedy v letech 2020 - 2022.

Jana Steckerová
+420 222 008 524
Jana_Steckerova@kb.cz

Dobrá situace na trhu práce podporuje soukromou spotřebu.

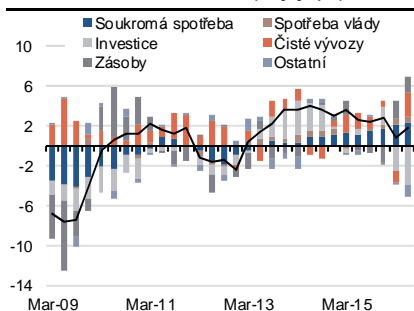
Naštěstí všechny země v tomto regionu se mohou spolehnout na silný domácí trh práce a tím i soukromou spotřebu. Vysoký růst reálných mezd je standardem. Navíc objem mezd a platů se opírá také i o postupné zvyšování zaměstnanosti. Pracovní trhy jsou schopny pojmout více lidí z různých opomíjených sociálních skupin.

PL: rozklad růstu HDP (% y/y, pb)



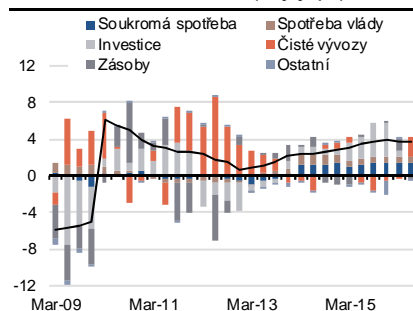
Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, KB

HU: rozklad růstu HDP (% y/y, pb)



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, KB

SK: rozklad růstu HDP (% y/y, pb)



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, KB

Hospodářský růst v příštím roce v Maďarsku a Polsku ožíví.

Klíčovým faktorem budoucího růstu HDP ve středoevropském regionu zůstává soukromá spotřeba. Situace na pracovním trhu by se v roce 2017 měla dále zlepšit. První zhoršení pak přijde se sestupnou fází hospodářského cyklu v americké ekonomice. Ta se v regionu projeví prostřednictvím ekonomiky eurozóny v letech 2019 - 2020. Nicméně předtím ještě investiční aktivita ožíví ve všech zemích střední Evropy. Pokles investic totiž bude pouze dočasný jako reakce na utlumené čerpání fondů EU. Celkově vzato letos růst HDP zpomalí na 2,1 % meziročně v Maďarsku, na 2,5 % y/y v České republice a 3,2 % y/y v Polsku. Ekonomická aktivita v roce 2017 bude zrychlovat. V Maďarsku HDP vzroste o 2,9 % y/y, o 3,5 % v Polsku a o 2,7 % v České republice.

Deflace v příštím roce zmizí díky efektu statistické základny cen ropy.

Deflace v regionu postupně zmizí. To se již stalo v Maďarsku, kde inflace vyskočila v září na 0,2% meziměsíčně a meziroční dynamika se po sedmi měsících přehoupala do kladných hodnot (meziročně 0,6%). Hlubší deflace na Slovensku (letos -0,5 %) a Polsku (letos -0,7 %) by také měla zmírnit. Inflace v České republice se letos zvýší na 0,6 %. Nejvýznamnější pozitivním faktorem bude efekt nízké statistické základny cen ropy na konci letošního roku a stejně tak v příštím roce. Tento vývoj inflace nechá centrální banky v Maďarsku a Polsku ve vyčkávacím režimu. Úroková sazba v Maďarsku byla snížena na 0,9 % a centrální banka naznačila, že není ochotna jít nižší úroveň. Polská centrální banka se zdráhá snížit sazby už od začátku roku 2015. Měnový kurz bude mírně oslabovat. Polský zlotý oslabí k 4,4 PLN/EUR ve čtvrtém čtvrtletí 2017. U maďarského forintu se očekává, že by měl zlomit současný apreciační trend a znehodnotit až k 310 HUF/EUR na konci roku 2017. Kompletní diskuzi situace v České republice si najdete v posledním vydání *Českých ekonomických výhledů* (<http://bit.ly/2ee2A0p>).

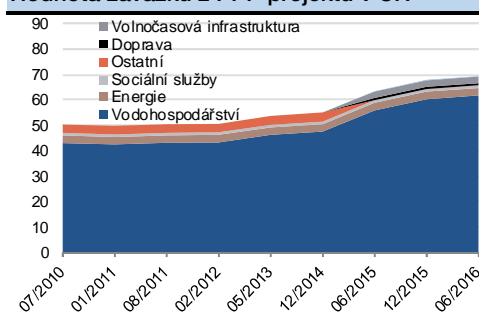
BOX 2: PPP investice v zemích CEE

Projekty PPP v zemích CEE regionu nejsou mnoho využívány. Ve srovnání s některými státy západní Evropy se totiž potýkají s několika problémy. Tím základním nejdříve byly nedostatečně rozvinuté know how na straně státní správy, volatilní politická situace a slabý společenský konsenzus ohledně využití PPP financování.

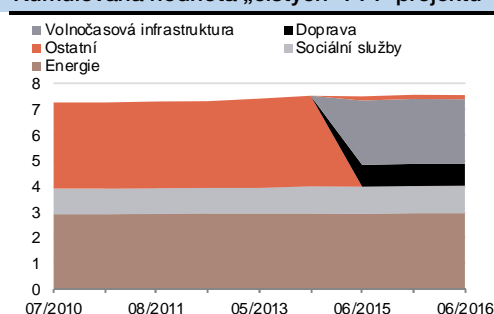
PPP projekty mají v ČR pozoruhodnou historii nepodařených projektů (např. projekt dálnice D47, věznice v Rapoticích, spojení Prahy s letištěm či krajské nemocnice Pardubice či Ústřední vojenské nemocnice). Všechny skončily nezdarem a po těchto pokusech na přelomu století se pokračování PPP zastavilo. Důvodem pro zastavení těchto projektů bylo několik politických kauz, které zničily mediální obraz PPP. Navíc zde nebyl vytvořen právní rámec pro hladký průběh těchto investic. Úřady neměly potřebné know how a pak také priority byly zaměřeny na levné financování ze strany EU fondů a jejich čerpání. To potom veřejnou správu nenutilo přemýšlet o alternativním financování.

Tyto problémy, které byly na úrovni centrální vlády, ovšem neodradily některé vyšší územně správní celky či obce od svých vlastních PPP projektů. Ministerstvo financí, které vydává konsese pro PPP, v současné době eviduje závazky veřejných samospráv na velmi nízké úrovni. Závazky veřejné správy ze všech existujících PPP projektů dosahují asi 70 mld. CZK, což je necelých 7 % roční hrubé tvorby kapitálu a asi 30 % ročních investic vlády. Je třeba si ovšem uvědomit, že velkou část konsesí na PPP projekty tvoří sektor vodohospodářství, kde jsou to většinou konsese na provozování vodohospodářské soustavy a ne přímo tvorba investic. Těch opravdu nových investic bylo pořízeno za necelých 8 mld. CZK a toto číslo za poslední dobu stagnuje.

Na druhou stranu se možná blýská na lepší časy, protože česká vláda na jaře schválila, že dostavbu dálnice D4 na jihozápad země bude realizovat formou PPP projektu. Infrastrukturní projekty, ale ne nutně pouze dopravní, představují do budoucna příležitost v ČR.

Hodnota závazků z PPP projektů v ČR

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

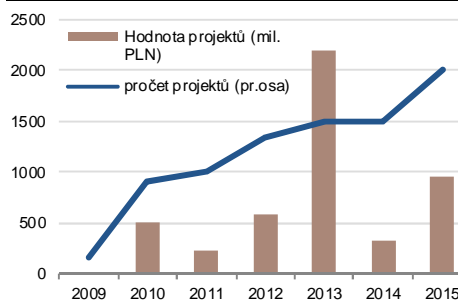
Kumulovaná hodnota „čistých“ PPP projektů

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

Zkušenosti ostatních CEE zemí s realizovanými projekty jsou mnohem větší. **Polsko** je schopno realizovat projekty, které mají podíl soukromého financování větší než 10 mil. EUR a zařazuje je do své databáze EPEC (expertní PPP centrum EIB). Za poslední tři roky takovýchto projektů bylo provedeno pět, což je zajímavé číslo ve srovnání se zbytkem CEE, který má na kontě nula projektů. Národní polský zdroj Centrum Partnerstwa Publiczno-Prywatnego uvádí, že např. v roce 2013 bylo započato 15 PPP projektů v hodnotě 2 bln. zlotých. Ve stejném roce ale byly ohlášeny přípravy 54 projektů za asi 2 bl. zlotých. V období 2009-2013 se k podepsání smlouvy dostalo 22 % uvažovaných projektů. Počet realizovaných projektů tedy podle použitého zdroje dosahuje v průměru asi 13 projektů za rok. Jejich hodnota je ovšem hodně

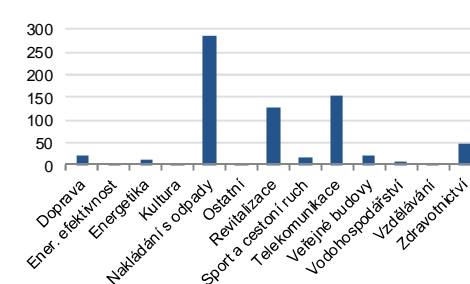
volatilní. Nicméně z roční hodnoty investic v Polsku započaté PPP investice představují zanedbatelné procento. Podíl na vládních investicích tvoří necelé procento. Maximum bylo zaznamenáno v roce 2013 ve výši 3 %.

PPP investice v Polsku



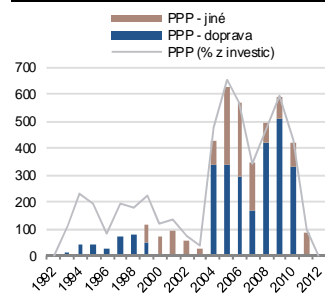
Zdroj: Platforma Partnerstwa Publiczno-Prywatnego, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Průměrná velikost polských PPP projektů v jednotlivých sektorech



Zdroj: Platforma Partnerstwa Publiczno-Prywatnego, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

PPP projekty v Maďarsku



Zdroj: Data s laskavým svolením poskytnuta Mttiasem Juhászem a Péterem Scharle, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Maďarská zkušenost je také bohatší. Vývoj PPP projektů v **Maďarsku** historicky závisel na přístupu vlády, kdy některé z nich této možnosti využívaly více, některé méně. Vláda Viktora Orbána nakonec během let 2012-2013 práva na většinu PPP (některé dopravní, vzdělávací a sportovní projekty pokračovaly) projektů vykoupila zpět. Podle různých odhadů ji to stálo 650 mil. EUR. V dobách, kdy Maďarská vláda tyto investice prováděla, tak se jejich objem pohyboval na úrovni až 4 % procent investic v Maďarské ekonomice. Ve srovnání s úrovní vládních investic to pak dosahovalo desítky procent.

Zkušenosti **Slovenska** s PPP projekty není velká, ale realizované projekty už existují. První dopravní projekt byla rychlostní silnice R1 z Nitry do Banské Bystrice (vč. jejího severního obchvatu). Druhým velkým dopravním projektem je nedávno uzavřená dohoda o stavbě, financování a provozování obchvatu Bratislavy v hodnotě 1,89 mld. EUR. Bohužel se pro Slovensko nepodařilo dohledat statistiku, která by dokumentovala význam PPP projektů pro ekonomiku.

Celková zkušenost CEE zemí s PPP investicemi je smíšená. S výjimkou Polska a Maďarska v některých obdobích nepředstavovaly významný podíl na investicích. Implementace PPP projektů totiž trpí nízkou důvěrou veřejnosti, slabým know how veřejné správy, politickou nestabilitou a v neposlední řadě byly v minulosti vytlačeny ve prospěch EU financování. Pokud tyto problémy budou překonány úspěšnými vláštovkami, tak pro všechny země CEE regionu představují potenciál dodatečných investic do své stále zanedbané infrastruktury, a to nejen dopravní.

David Kocourek
+420 222 008 569
david_kocourek@kb.cz

Makroekonomická prognóza

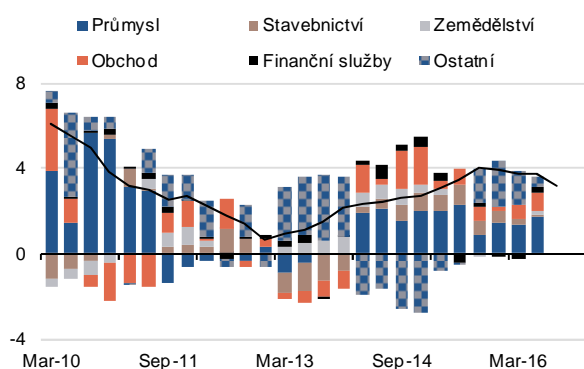
Inflace zásadně zrychlí na počátku roku 2017



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

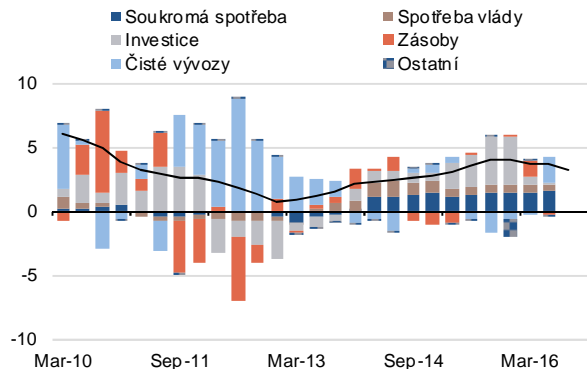
Příběh slovenské ekonomiky je poměrně silně ukotven a bude sledovat aktuální trendy. Investice letos meziročně padají v důsledku slabého toku finančních prostředků z EU. Kromě toho se musí investiční aktivita vypořádat s nejistotami související s brexitem. Nicméně situace na trhu práce je stále na zlepšující se trajektorii. Proto mzdy a platy budou poskytovat solidní podporu pro spotřebu domácností. Pozitivní impuls pro růst HDP v letošním roce také přijde od čistých exportů. To se však příští rok obrátí s tím, jak očekáváme, že investiční aktivita oživí. Inflační tlaky na přelomu roku rychle ožijí a v roce 2018 budou dále zrychlovat.

Zdroje růstu HDP (v %, y/y)



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Složky poptávky HDP (v %, y/y)

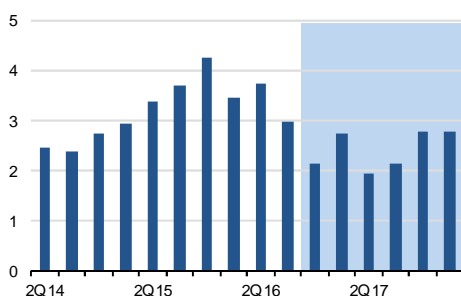


Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Investice jsou hluboce v záporných hodnotách v meziročním vyjádření v Q3 16.

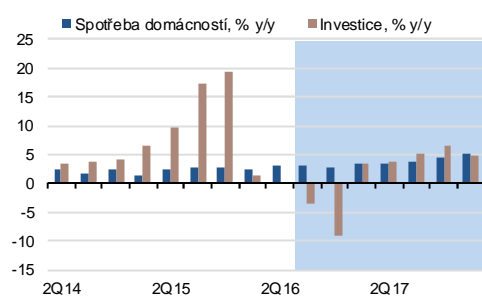
Slovenská ekonomika ve Q3 16 přidala mezičtvrtletně 0,7 % (SWDA), což představuje nárůst o 3,2 % (SA) meziročně. Poslední data nás tak mírně přivádí směrem k očekávanému vývoji růstu HDP po nirváně z EU fondů v loňském roce. Investiční aktivita již padla do záporných hodnot ve srovnání s 3. čtvrtletí 2015 i navzdory našemu odhadu pomalého mezičtvrtletního růstu. Soukromá spotřeba si asi udržela dynamiku z předchozího čtvrtletí, i když situace na trhu práce se postupně dále zlepšuje. Vládní spotřeba potvrdila svůj kladný příspěvek k růstu HDP na úrovni 0,1 pp. Navíc věříme, že příspěvek čistého vývozu se ve třetím čtvrtletí zvýšil.

Vliv statistické základny bude mít v H2 16 větší roli (v %, y/y)



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Soukromá spotřeba je ve srovnání s reakcí investic na EU fondy stabilní (v %, y/y)



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

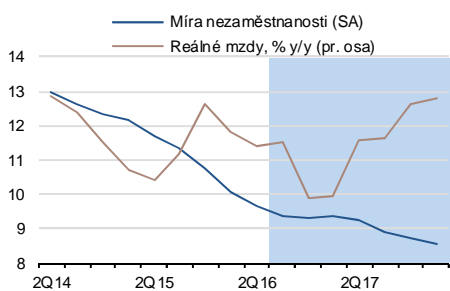
Tedy hlavní úlohu nejdůležitějšího příspěvku k růstu HDP bude mít stále soukromá spotřeba. Situace na trhu práce je totiž nejdůležitějším základem pro zdravý vývoj soukromé spotřeby.

Míra participace dosahuje historických hodnot.

Pokles míry nezaměstnanosti ztratil velkou část svého výkonu, ale obecně stále pokračuje v klesajícím trendu. Počet volných pracovních míst se zvedá a je nejvyšší od začátku roku 2009. Míra participace dosahuje absolutních historických hodnot, a proto není divu, že míra zaměstnanosti je na své nejvyšší úrovni. To přináší pracovní příležitosti i pro skupiny obyvatelstva s horším uplatněním na trhu práce. Nicméně růst mezd s meziroční dynamikou okolo 3% není nijak závratný s ohledem na panující nedostatek pracovních sil.

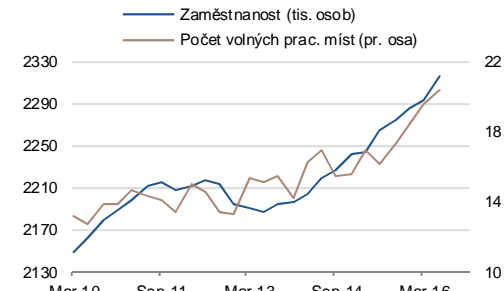
Obecně platí, že vývoj trhu práce bude pokračovat v nastoleném trendu. Nezaměstnanost v průměru v tomto roce dosáhne 9,6 %, v následujícím 9,1 % a dno pak leží na 8,5 % v roce 2018. Mzdy v roce 2016 se v průměru posunou o 3,1 % výše a zpříšňující se podmínky na trhu práce budou stimulovat růst mezd na 3,5 % v roce 2017.

Nezaměstnanost dále klesne a reálné mzdy o něco zvolní s tím, jak se zvýší inflace (v %, y/y)



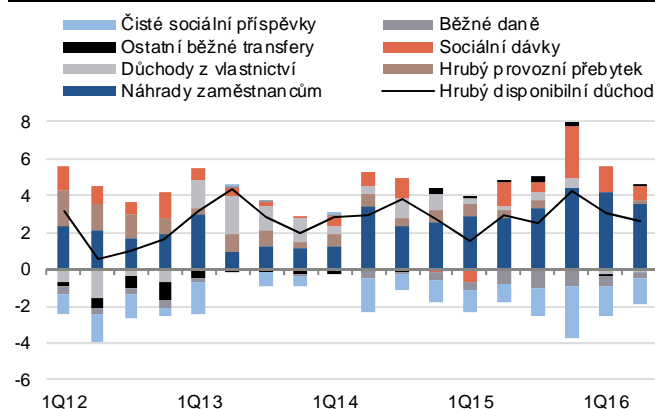
Zdroj: SSÚ, MPSVR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zaměstnanost stejně jako počet volných pracovních míst dosahují historických hodnot



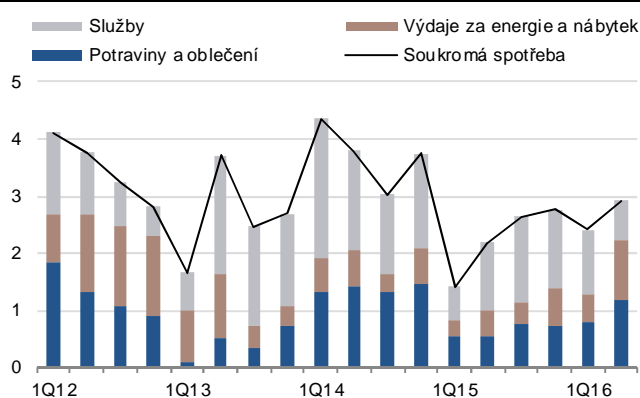
Zdroj: SSÚ, MPSVR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Disponibilní důchod v H2 16 zpomaluje (v % y/y, pp)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Spotřeba služeb se snížila ve srovnání s ostatními (v % y/y, pp)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Disponibilní důchod zpomalil.

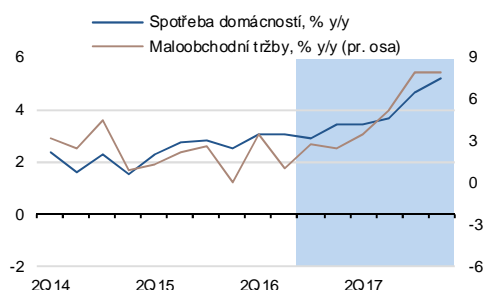
Zpomalující růst mezd se odrazil ve zpomalování dynamiky hrubého disponibilního důchodu. Ty ale ovšem stále přispívají nejvíce. Soukromá spotřeba se zvýšila ve všech segmentech kromě služeb.

Očekáváme tedy, že trh práce bude letos tlačit na růst soukromé spotřeby o 2,9 % více než v loňském roce. Zpřísnění podmínek na trhu práce bude stimulovat spotřebitele, aby v příštím roce utratili o 3,8 % více než v roce 2016.

I přes zpomalení maloobchodních tržeb si prodeje aut drží stále dvouciferné růstové tempo.

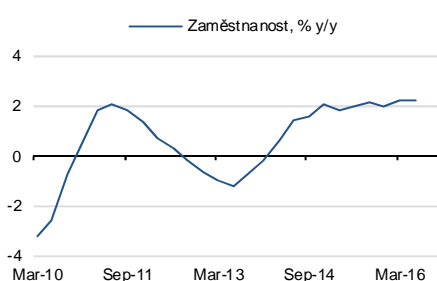
Nižší dynamika disponibilního důchodu se odrazila v pomalejším výkonu maloobchodních tržeb v Q3 16. Maloobchodní tržby mezičtvrtletně stagnovaly, což mělo za následek pouze průměrný růst o 1,5 % y/y. Nižší dynamika byla zaznamenána ve všech sledovaných segmentech s výjimkou segmentu ostatních výrobků pro domácnost. Ty meziročně vzrostly, ale pouze na úkor statistického vlivu srovnávací základny, neboť mezičtvrtletní růst byl záporný. Meziročně dvouciferný růst na úrovni 20 % si také stále udržuje segment prodeje aut a také (11 % meziročně) segment prodeje potravin, který využívá nízkých cen. **Celkově jsme tedy upravili naše očekávání ohledně maloobchodních tržeb pro tento rok na 1,8 %. Zlepšující se příjmová situace domácností přinese tomuto odvětví nárůst o 4,8 % v roce 2017 a o dalších 5,2 % vzroste v roce 2018.**

Zrychlení tempa růstu soukromé spotřeby i maloobchodních tržeb je na horizontu (v % y/y)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zaměstnanost dále roste (v %, y/y)

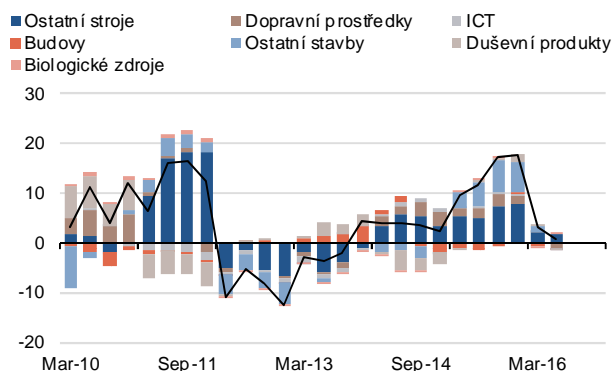


Zdroj: SSÚ, MPSVR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Efekt statistické základny táhne meziroční investice do negativních hodnot a vláda je v tomto směru klíčovým odvětvím. Ale ani soukromý sektor není schopen podpořit investiční aktivitu v meziročním srovnání. S největší pravděpodobností je také investiční apetit zasažen nejistotou spojenou se referendem o brexitu a celkovými politickými

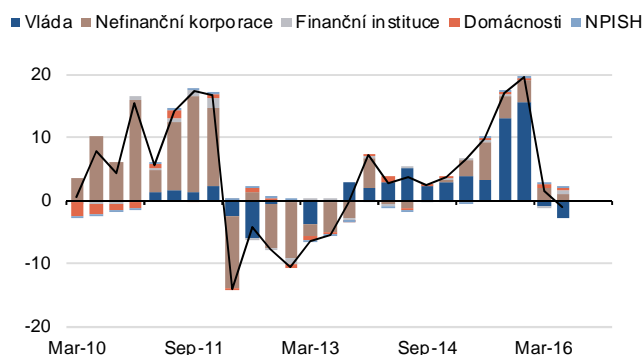
nejistotami, které se šíří po světě. Proto věříme, že to bude tlumit investice i v příštím roce, o kterých ale přepokládáme, že vzrostou. Číselně vyjádřeno, letos vidíme pokles investic o -2,8% a další expanzi o 4,7% v 2017 a normalizaci na 3,5% pro rok 2018.

Tvorba všech typů fixního kapitálu stagnuje (v %, pb, y/y)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vládní investice stahují investiční aktivitu (v %, pb, y/y)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Stavební sektor trpí výpadkem investic nejvíce.

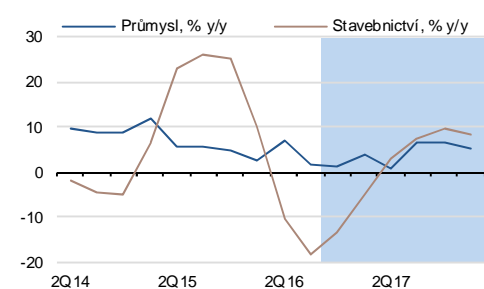
Pád investic je nejvíce patrný ve stavebnictví. To pokleslo o 16% v průměru za 3Q16, když největší pokles byl zaznamenán v červenci. K poklesu nejvíce přispívá inženýrské stavitelství, ale ne výhradně. Pozemní stavitelství klesá také. Proto, i přes relativně slibný začátek tohoto roku a začátkem stavby továrny Jaguar Land Roveru, stavebnictví letos klesne o 7,9 %, i když bude zahájena výstavba bratislavského obchvatu, další PPP projekt na Slovensku (viz Box 2). V roce 2018 stavebnictví využije růstu HDP a přidá 6,5 %.

Průmyslová činnost se pohybuje po stejné dráze s tím rozdílem, že se předpokládá pouze zpomalení tempa růstu. Meziroční míra dosáhne 3,2% v letošním roce, 4,6% v příštím a následně tempo dále přidá na 4,8% v roce 2018.

Průmyslová výroba v Q3 16 byla hodně volatilní díky celozávodním dovoleným v automobilovém sektoru.

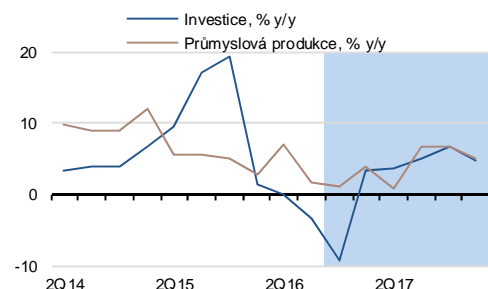
Dynamika průmyslové výroby byla přes léto hodně volatilní. Kumulace celozávodních dovolených v převážné části automobilového průmyslu přineslo v červenci meziroční změnu o -16 %. Téměř z definice pak srpnový údaj toto více méně kompenzoval. A v září pak byl průmyslový výstup o něco slabší. Celkově vzato, průmyslová produkce snížila svou kladnou meziroční dynamiku v minulém čtvrtletí. Zpomalení průmyslu jde na vrub zpracovatelskému průmyslu. Kromě toho existuje několik odvětví, která v průběhu posledního čtvrtletí rostla. Jednalo se o textilní průmysl, těžbu a výrobu elektřiny.

Stavebnictví trpí výpadkem investic nejvíce (v %, y/y)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

I přes propad tempa investic si průmyslová výroba udržuje své růstové tempo (v %, y/y)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

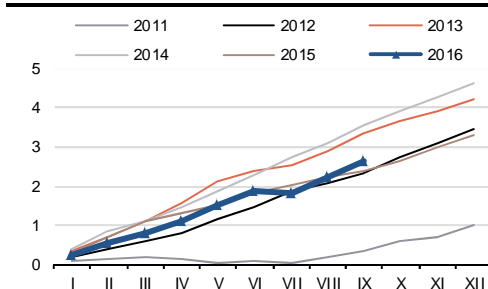
Obnovení investiční aktivity přivede čistý vývoz do záporu.

Čistý vývoz opět ve 3. čtvrtletí přispěl k růstu HDP pozitivně. Ekonomické zpomalení viditelné ve stavebnictví, průmyslové výrobě a maloobchodních tržbách potlačilo dovoz. Solidní výkon vnější poptávky tlačil vývoz výše, alespoň meziročně. Vývozy byly podpořeny všemi segmenty s výjimkou minerálních paliv. Export vozidel se otočil zpátky ke dvoucifernému tempu růstu. Na druhou stranu, import byl stlačen díky dovozu minerálních paliv, která poklesly o 35,2 % y/y a průmyslovým spotřebním zbožím, které zpomalilo svou meziroční dynamiku v Q2 z 30 % na 8,5 %.

Exporty těžily z poptávky v EU, specificky Německu.

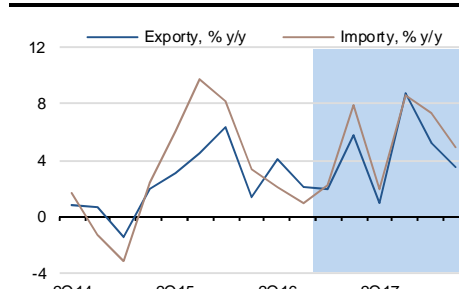
Geografický pohled na vývoz ukazuje, že nejdynamičtější trhem zůstala Evropská unie a specificky Německo. Na rozdíl od toho vývoz do Ruska i nadále klesá s rychlostí mezi 20 – 30 % meziročně už osm čtvrtletí v řadě. Pokles vývozu do USA se prohloubil do dvouciferného tempa. Dovozy z Ruska trpí díky nízkým cenám ropy a mezinárodnímu embargu. Dvouciferný pokles dovozu je ze zřejmých politických důvodů zaznamenán také v obchodu s Ukrajinou.

Bilance zahraničního obchodu kopíruje loňský vývoj (bn. EUR)



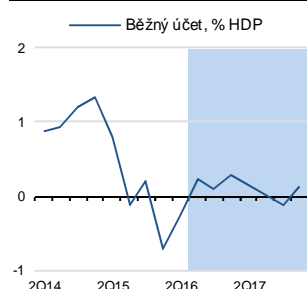
Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Exportní a importní dynamika se vyvíjí ve vzájemném souladu (v %, y/y)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Bilance běžného účtu bude vyrovnaná



Zdroj: NBS, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Dynamika zahraničního obchodu bude zpomalovat a to, jak z hlediska vývozu tak i dovozu. Zpomalení dovozu bude patrnější vzhledem k vypadnutí investiční aktivity. V důsledku toho se přebytek obchodní bilance zvýší a následně příspěvek čistého vývozu k ekonomickému růstu dosáhne kladných čísel. Vzestup investic v příštím roce bude znamenat záporné příspěvky k růstu čistého exportu a přebytek obchodní bilance bude nižší. Stejná situace bude pokračovat v roce 2018.

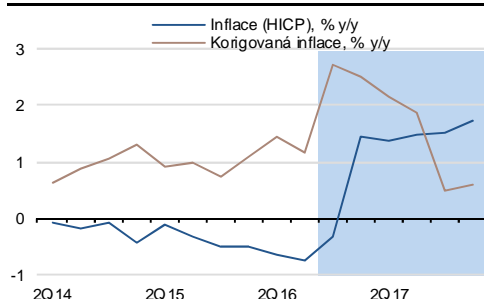
Historické údaje platební bilance byly revidovány o více než jeden procentní bod HDP směrem nahoru. Revize šla z velké části za bilancí výnosů. Proto se naše prognóza běžného účtu platební bilance se ustálila na úrovni kolem 0 % HDP. Přebytek bilance

zboží a služeb by měl být kompenzován schodkem na účtu primárních a sekundárních důchodů.

Deflace ustupuje a od počátku roku zaznamenáme již inflaci.

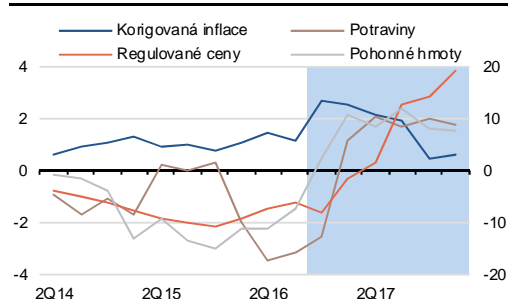
Nominální strana ekonomiky je letos charakterizována deflací. Tak však podle očekávání ke konci roku ustupuje. Tlak na negativní vývoj cenové hladiny přišel ze všech složek kromě korigované inflace, které byla podporována solidním vývojem maloobchodních tržeb a obecně soukromou spotřebou. Vzhledem k příznivému efektu statistické základny cen ropy bude deflace slábnout, a tak inflace na počátku dalšího roku zrychlí. **Z tohoto důvodu by průměrná meziroční míra inflace měla v letošním roce dosáhnout -0,5 %. A očekáváme zrychlení na 1,5 % v příštím roce, protože počítáme, že to podpoří všechny položky inflace. Další zvyšování meziroční dynamiky cen na 2,2 % bude dosaženo v roce 2018.**

Inflace se znovu objevuje díky efektu statistické základny (v %, y/y)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

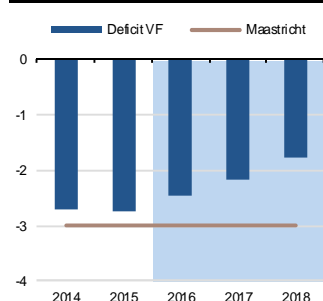
Složky inflace zrychlují (v %, y/y)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

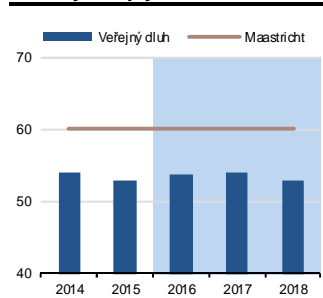
Veřejný sektor

Deficit veřejných financí (% HDP)



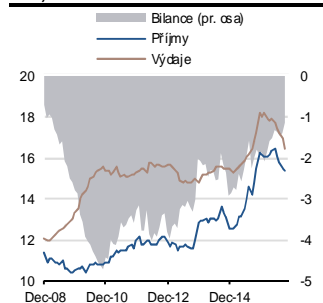
Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Celkový veřejný dluh (% HDP)



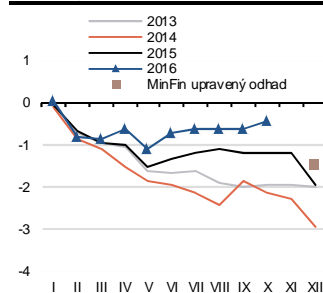
Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Státní rozpočet (12m kumulativně, mld. EUR)



Zdroj: MFSR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Státní rozpočet (kumulativní deficit, mld. EUR)



Zdroj: MFSR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Návrh rozpočtu je implementací vládního politického programu

Vláda v září také schválila balíček rozpočtových opatření, kterými implementuje svůj politický program po volbách letos v březnu. Plánovaný vývoj poměru schodku veřejných financí k HDP však podle našeho názoru zůstává příliš optimistická.

Ke zvýšení letošních rozpočtových příjmů nejvíce přispívají daňové výnosy (7,4 % y/y), především daně z příjmu (25,4 % y/y). Výběr spotřební daň překonává loňský rok o více než 4 %. Nicméně ani daň z přidané hodnoty významně nezaostává (-0,2 % y/y). Nejvýznamnější pokles ale pochází z dotací a transferů, převážně v důsledku poklesu příjmů z rozpočtu EU. Dokonce i nedaňové příjmy přispívají negativně k meziroční dynamice rozpočtových výnosů. Rozpočtové výdaje meziročně klesají (-12,7 %), což jde v podstatě výhradně na vrub kapitálových výdajů, které jsou meziročně nižší o 56 %. Avšak i běžné výdaje jsou meziročně nižší, a to o 0,3 %. Stejný je i jejich příspěvek na poklesu celkových výdajů. Navíc vláda využívá prostředí nízkých úrokových sazeb a úrokové náklady klesly o 12,6 % y/y.

Navzdory skutečnosti, že plnění rozpočtu od začátku roku o něco zaostává za vývojem minulého roku, tak vláda zvýšila svůj odhad letošních příjmů o 18,2 % na 16,9 mld. EUR, což jde však pouze vrub očekávanému zvýšení přílivu EU fondů. Odhad výdajů se také zvýšil, a to o 13,4 % na 18,4 mld. EUR, které se očekává spíše v oblasti kapitálových výdajů. Odhadovaný deficit byl snížen na 1,5 mil. EUR, což je o 21,9 % nižší číslo než původně plánováno. Plánovaná výše poměru schodku veřejných financí k HDP byla na úrovni -2,1 %. Nicméně rozpočtové údaje založené na hotovostní metodice jsou ve srovnání s údaji podle maastrichtské definice o dost optimističtější a nelze proto podle nich usuzovat na notifikované údaje.

Vláda v září schválila soubor opatření, která by do rozpočtu měla přinést 148 mil. EUR v příštím roce a 260 mil. EUR v následujících dvou letech dohromady. Nárůst příjmů je způsoben především dodatečnou daní uvalenou na podniky v regulovaných odvětvích, které dosahují vyššího zisku než 3 mil. EUR, a na finanční instituce (očekávaný dopad do rozpočtu je 130 mil. EUR), jakož i kvůli vyšší spotřební dani z tabákových výrobků. Spotřební daň z tabákových výrobků bude podle plánu zvýšena poprvé v únoru 2017 a očekává se, že přinese 32 mil. EUR ročně. Ve druhém kroku se tato daň zvýší v únoru 2019 a přinese dodatečný příjem ve velikosti 68 mil. EUR ročně. Dalším příjmovým opatřením je daň z dividend. Ta by se měla zvýšit na 7 % a po diskuzích se bude týkat dividend vyplácených ze zisku za rok 2017. Čistý dopad do rozpočtu je odhadován na 70 mil. EUR. Navíc pojišťovny budou platit do státního rozpočtu 8 % z předepsaného pojištění i z neživotního pojištění. V současné době se tato platba týká pouze povinného ručení.

Na druhou stranu se od příštího roku sníží sazba daně PO na 21 % namísto 22 %. Tato změna bude stát rozpočet 132 mil. EUR. Zvýší se také limity paušálních výdajů pro osoby samostatně výdělečně činné. Ty se zvýší na 60 %, maximálně 20 tis. EUR (až do letošního roku to bylo 40 %, max. 5040 EUR). Zvýší se i mzdy ve veřejném sektoru a sociální dávky. Mzdy učitelů vzrostly již počátkem roku 2016 o 4 %. Další 6% nárůst se udal v září (32 mil. EUR). Učitelé by pak měli ještě dostat přidáno dalších 6 % v roce 2018 (70 mil. EUR). Důchodci pak také slaví. Jejich starobní důchody se zvýší o 8,2 EUR měsíčně od začátku příštího roku. Spolu s nižším nárůstem vdovských a sirotčích důchodů to bude stát rozpočet 137 mil. EUR.

Nad rámec těchto úprav běžných výdajů byl představen rozvojový plán veřejných prací. Za 8,55 mld. EUR bude až do roku 2020 realizováno 91 projektů. Většina těchto prostředků je směřována do dobudování dopravní infrastruktury.

Vzhledem ke všem těmto představeným opatřením a navzdory revizi (podle poslední notifikace) směrem k nižšímu schodku za loňský rok je náš odhadovaný vývoj poměru schodku k HDP méně optimistický než ten plánovaný vládou. Domníváme se, že vládní fiskální plány jsou příliš ambiciózní a rizika jsou vychýlena směrem dolů, pokud jde o poměr schodku k HDP.

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

	ARDAL	KB (Listopad)
Výpůjční potřeby		
Rozpočtový deficit	1940,9	1500,0
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		6019,0
Financování		
Hrubá emise pokladničních poukázek (přesahující kal. rok)		
Hrubá emise dluhopisů (v aukcích)		4336,5
Hrubá emise dluhopisů (syndikovaná)		1000,0
Půjčky		330,0
Čerpání likviditní rezervy		352,5
Celkové financování		6019,0
<i>Změna dluhu</i>		<i>1147,5</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		1820,0
Zpětné odkupy		500,0
Splatné pokladniční poukázky		0,0
Splatné dluhopisy		3727,8
Splatné dluhopisy v japonských jenech		1000,0
Splatný dluh		0,0
Celkově		7047,8
Financování		
Hrubá emise pokladničních poukázek (přesahující kal. rok)		2800,0
Hrubá emise dluhopisů (v aukcích)		4000,0
Hrubá emise dluhopisů (syndikovaná)		0,0
Dluh		247,8
Čerpání likviditní rezervy		7047,8
Celkové financování		6800,0
<i>Změna dluhu</i>		<i>1572,2</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:

- **Politická nejistota je největší potenciální riziko pro vznik negativních ekonomických šoků.** To je spojeno s aktivací článku 50 smlouvy o EU britskou vládou (pokud to schválí britský parlament). Kromě toho Francii v příštím roce čekají volby. Prezidentské volby na přelomu dubna a května 2017, které budou následovány všeobecnými volbami v červnu. Kromě toho před parlamentními volbami v Německu v září 2017 proběhnou volby v několika spolkových zemích, které by mohly změnit rozvržení sil. Potažmo také rozkývat pozici Angely Merkel, která se rozhodla kandidovat na svůj čtvrtý kancléřský mandát. Nemluvě také o ústavním referendu v Itálii 4. prosince letošního roku, protože finanční trhy jsou tradičně citlivé na informace o takovýchto politických problémech ve státech eurozóny.
- **Předvolební období ve Francii a v Německu by mohla vygenerovat větší fiskální expanzi** a podpořit tak vnější poptávku po slovenských exportech.

Následující rizika vycházejí pouze z domácí ekonomiky:

- **Prostředí nízkých úrokových sazeb, silný trh práce podpořit soukromou spotřebu a poměrně solidní výkon z největších exportních partnerů jsou dodatečným pozitivním rizikem pro investice.**
- **Možná politická nestabilita vyplývající z dlouhotrvajícího tlaku na místopředsedu vlády a premiéra kvůli skandálu s financování bydlení a následného vyšetřování.**

Klíčové makroekonomické ukazatele

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2015	2016	2017
HDP (reálný růst, y/y, %)	3,7	3,0	2,1	2,8	1,9	2,2	2,8	2,8	3,6	3,1	2,4
Spotřeba domácností (reálné, y/y, %)	3,0	3,0	2,9	3,4	3,5	3,7	4,6	5,2	2,4	2,9	3,8
Fixní investice (reálné, y/y, %)	0,0	-3,4	-9,1	3,4	3,6	5,1	6,6	4,9	13,2	-2,8	4,7
Zahraniční obchod (mld, EUR)	1,1	0,8	0,6	0,4	0,6	0,4	0,3	0,2	3,3	3,3	1,7
Průmyslová výroba (reálný růst, y/y, %)	7,2	1,8	1,1	4,0	0,8	6,8	6,7	5,2	7,1	3,2	4,6
Stavebnictví (reálný růst, y/y, %)	-10,3	-18,1	-13,2	-5,1	2,9	7,4	9,6	8,4	20,1	-7,9	3,7
Maloobchod (reálný růst, y/y, %)	3,4	1,0	2,7	2,5	3,5	5,2	7,9	7,9	1,8	1,8	4,8
Mzdy (reálný růst, y/y, %)	3,4	3,5	1,9	2,0	3,6	3,6	4,6	4,8	3,2	3,1	3,5
Nezaměstnanost (UPSVR, %)	9,5	9,4	10,3	10,4	10,3	9,9	9,7	9,6	11,5	9,8	10,1
Inflace (HICP, y/y, %)	-0,7	-0,7	-0,3	1,5	1,4	1,5	1,5	1,7	-0,3	-0,5	1,5
Korigovaná inflace (y/y, %)	1,5	1,2	2,7	2,5	2,2	1,9	0,5	0,6	1,0	1,6	1,8
Ceny potravin (y/y, %)	-3,5	-3,2	-2,5	1,2	2,1	1,7	2,0	1,8	-0,3	-2,8	1,7
Ceny pohonných hmot (y/y, %)	-11,2	-7,5	2,4	10,8	8,4	12,0	8,0	7,6	-12,6	-6,9	9,8
Regulované ceny (y/y, %)	-1,4	-1,2	-1,6	-0,3	0,3	2,6	2,8	3,9	-1,9	-1,5	1,3

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

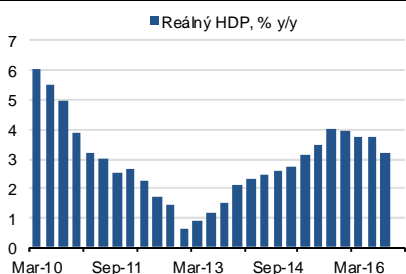
		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Hrubý domácí produkt	běžné ceny, mld, EUR	70,4	72,4	73,8	75,6	78,1	80,2	83,3	87,8	92,1
Hrubý domácí produkt	reálný růst, %	2,8	1,6	1,4	2,5	3,6	3,1	2,4	2,9	1,8
Průmyslová výroba	reálný růst, %	5,3	7,8	3,5	8,7	7,1	3,2	4,6	4,8	2,5
Stavební výroba	reálný růst, %	-0,5	-11,9	-4,4	-2,8	20,1	-7,9	3,7	6,5	2,7
Maloobchodní tržby	reálný růst, %	-2,6	-1,1	0,2	3,7	1,8	1,8	4,8	5,2	3,0
Míra nezaměstnanosti	konec období, %	12,5	13,6	14,4	12,3	10,5	10,4	9,7	9,4	10,0
Celkové mzdy	nominální, průměr období, €	786	806	824	858	883	906	952	999	1044
Celkové mzdy	reálný růst, %	-1,8	-1,2	0,9	4,2	3,2	3,1	3,5	2,7	2,2
Spotřebitelské ceny	HICP, průměr období, %	4,1	3,7	1,5	-0,1	-0,3	-0,5	1,5	2,2	2,2
Spotřebitelské ceny	HICP, konec období, %	1,3	4,6	3,4	-0,3	-0,5	0,6	1,6	2,7	1,8
Zahraniční obchod	běžné ceny, mld, EUR	1,0	3,6	4,2	4,7	3,3	3,6	2,9	2,5	2,3
Vývozy	běžné ceny, mld, EUR	56,8	62,1	64,2	64,7	67,7	69,5	73,2	77,5	80,8
Dovozy	běžné ceny, mld, EUR	55,8	58,6	59,9	60,0	64,4	66,0	70,3	75,0	78,4
Vývozy	nominální růst, %	18,5	9,2	3,5	1,4	4,0	2,4	5,2	5,7	4,1
Dovozy	nominální růst, %	18,6	4,9	2,5	0,8	6,6	2,2	6,4	6,5	4,5
Běžný účet platební bilance	běžné ceny, mld, EUR	-3,5	0,7	1,4	0,9	0,2	0,1	-0,1	0,3	0,1
Běžný účet platební bilance	% HDP	-5,0	0,9	1,8	1,2	0,2	0,1	-0,1	0,3	0,1
Obchodní bilance	% HDP	-0,1	3,5	4,1	3,8	2,7	3,3	3,2	3,5	3,5
Bilance služeb	% HDP	-0,4	0,6	0,5	0,1	0,1	0,5	0,6	0,5	0,1
Bilance výnosů	% HDP	-3,4	-1,7	-0,9	-1,2	-1,2	-2,3	-2,3	-2,1	-2,1
Saldo veřejného sektoru	% HDP	-4,3	-4,4	-2,7	-2,7	-2,7	-2,5	-2,2	-1,8	-2,0
Dlůh vládního sektoru	mld, EUR	30,8	37,9	40,6	40,7	41,3	43,1	44,9	46,5	48,3
Dlůh vládního sektoru	% HDP	43,8	52,4	55,0	53,9	52,9	53,8	53,9	53,0	52,5
Zahraniční zadluženost	% HDP	78,5	75,8	81,9	89,7	86,1	82,2	78,4	75,0	75,5

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

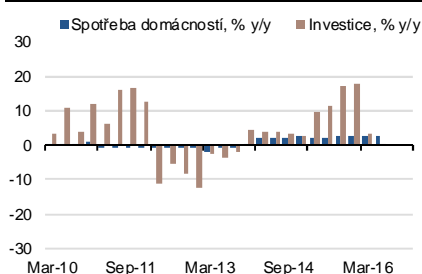
Zdroj: SSÚ, NBS, MF, UPSVR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Makroekonomické ukazatele

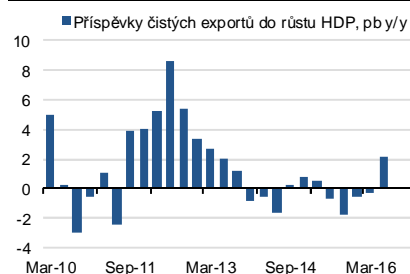
HDP (y/y)



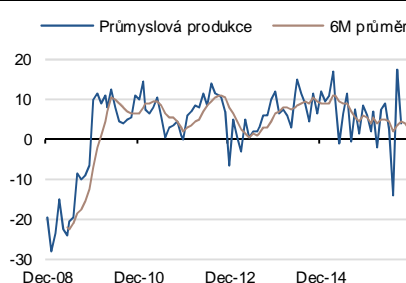
Spotřeba domácností, investice (y/y)



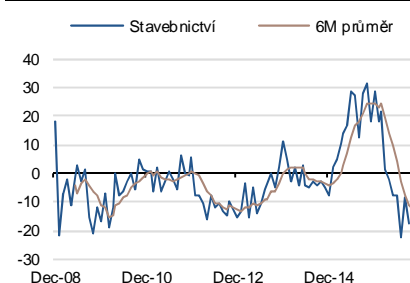
Čistý vývoz



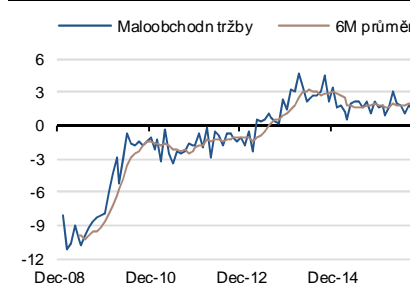
Průmysl (y/y)



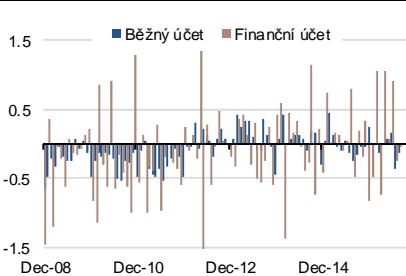
Stavebnictví (y/y)



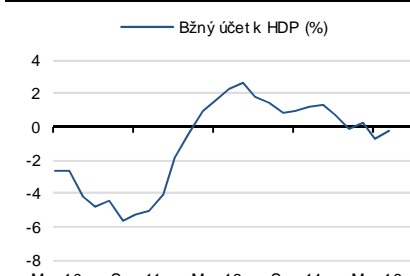
Maloobchodní tržby (y/y)



Platební bilance (mld, EUR)



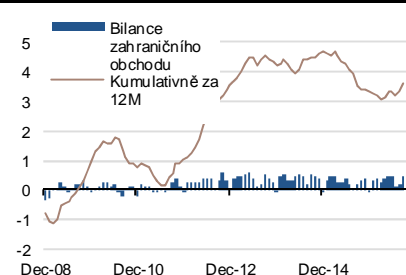
Běžný účet (% HDP)



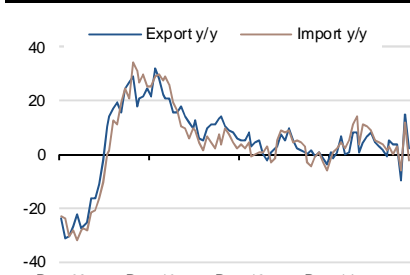
Přímé zahraniční investice (mld, EUR)



Saldo zahraničního obchodu (mld, EUR)



Dynamika vývozu a dovozu (% y/y)

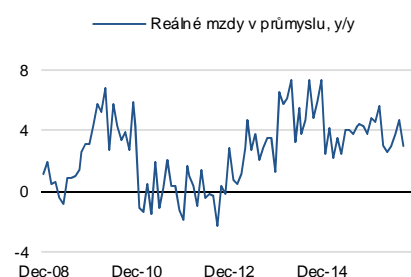


Míra nezaměstnanosti (%)

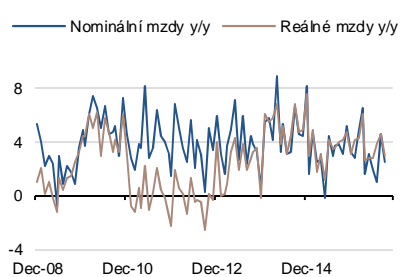


Zdroj: NBS, SSO, Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

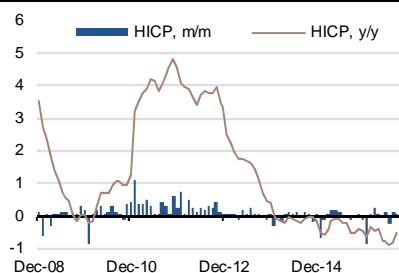
Reálné mzdy v průmyslu (y/y)



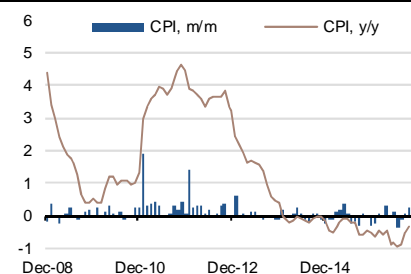
Mzdy v ekonomice (y/y)



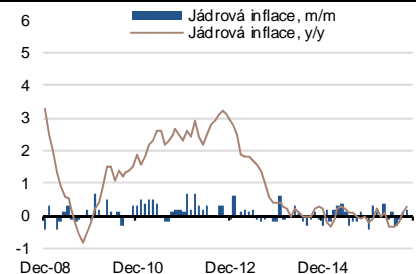
Spotřebitelské ceny (HICP, %)



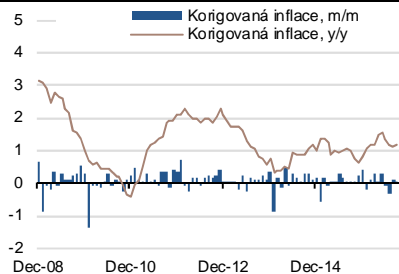
Spotřebitelské ceny (%)



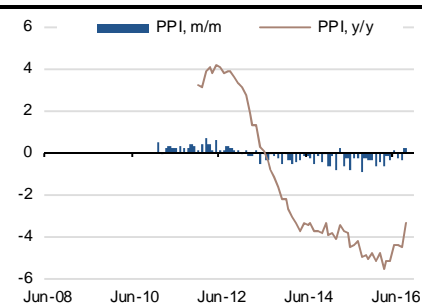
Jádrová inflace (%)



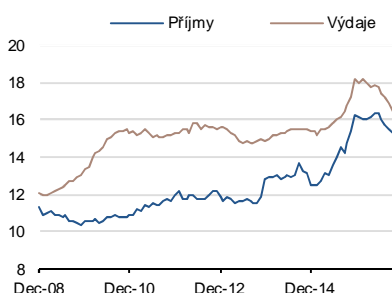
Korigovaná inflace (%)



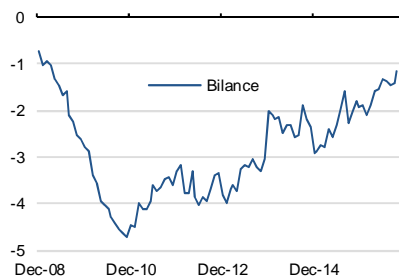
Ceny průmyslových výrobců (%)



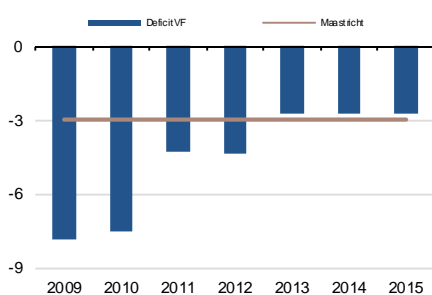
Státní rozpočet (příjmy, výdaje, v mld, EUR, kumulativně za posledních 12M)



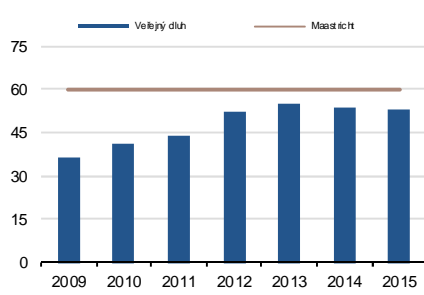
Státní rozpočet (balance, v mld, EUR, kumulativně za posledních 12M)



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

Akcioví analytici



Miroslav Frayer
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@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



Richard Miřátský
(420) 222 008 560
richard_miřatsky@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE

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

Akciový analytik



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



Stephen Gallagher
(212) 278 4496
stephen.gallagher@sgcib.com

Asie a Pacifik



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

Čína



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



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



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



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



Suktae Oh
(82) 2195 7430
suktae.oh@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



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



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



Ankur Shukla
(91) 80 6731 4432
ankur.shukla@sgcib.com



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



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

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu



Brigitte Richard-Hidden
(33) 1 42 13 78 46
brigitte.richard-hidden@sgcib.com

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů



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

Fixed Income



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



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

Head of US Rates Strategy



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



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



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



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



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



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



Adam Kurpiel
(33) 1 42 13 63 42
adam.kurpiel@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 jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkreslený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

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

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, včetně autorů tohoto dokumentu, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

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

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

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

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

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

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

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