

| Čtvrtletní zpráva |

Slovenské výhledy

Trh práce se dále zlepší, bude stimulovat inflaci a pomůže soukromé spotřebě



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

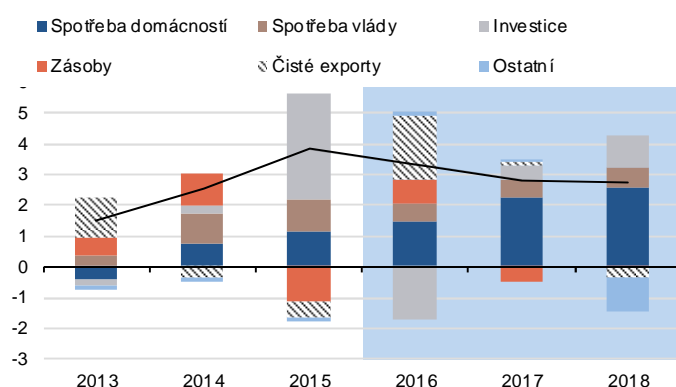


Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz

Růst HDP v roce 2016 dosáhl 3,3 %, což je pozoruhodný výsledek vzhledem k tomu, že šlo o rok po dohánění čerpávání EU fondů z minulého období. Odhadujeme, že ekonomický růst letos zeslábně, protože investiční aktivita s ohledem na politické nejistoty v zahraničí zpomalí. Přebytek obchodní bilance by se měl zvýšit. Soukromá spotřeba zůstane klíčovým faktorem růstu, když jí pomůže zlepšování na trhu práce. Vyšší spotřeba bude stimulovat korigovanou inflaci. Celková inflace poroste i vlivem zvyšujících se cen potravin a pohonných hmot.

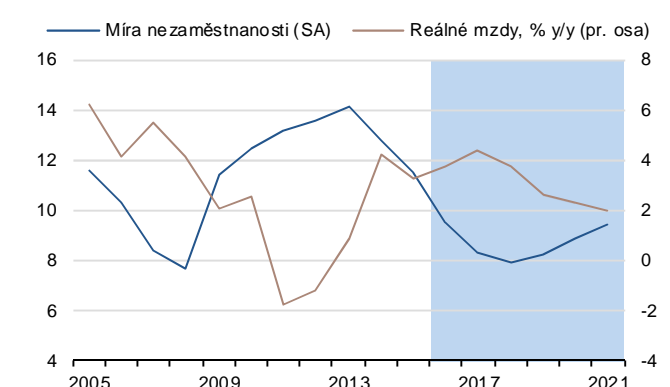
- Vývoj na trhu práce vytváří pevný základ pro soukromou spotřebu. Objem mezd a platů roste v důsledku zvyšování zaměstnanosti, která posiluje tlaky na jejich růst, protože se snižuje dostupnost kvalifikovaných pracovníků. Nicméně věříme, že snížení míry nezaměstnanosti je ještě do příštího roku možné. Svého dna pak dosáhne v roce 2018.
- Investice letos čeká pouze slabé oživení. Omezení, která podle našeho názoru brání růstu investiční aktivity, pramení z politické nejistoty v zemích hlavních obchodních partnerů.
- Očekáváme kladný příspěvek čistého exportu do růstu HDP v důsledku nižšího dovozu. Obchodní bilance pravděpodobně ve srovnání s loňským rokem přidá. Kladné saldo obchodní bilance pak zajistí přebytek běžného účtu platební bilance na horizontu prognózy.

Soukromá spotřeba zůstává klíčovým faktorem růstu (% , y/y)



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

Vývoj na trhu práce zůstává v krátkém horizontu pozitivní



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

- Třileté období deflace skončilo v prosinci. V lednu cenový růst ještě zrychlil. Ceny potravin a pohonných hmot tlačily celkovou inflaci, zatímco trh práce stimuloval korigovanou inflaci. Celková inflace by měla letos dosáhnout 1,5 % a 2,2 % v roce příštím.

Vnější prostředí a předpoklady prognózy

Inflace stoupá, ekonomický růst táhne domácí poptávka



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

Ve srovnání s naší minulou prognózou zůstaly hlavní předpoklady beze změny. Spojené státy, eurozónu i středoevropský region čeká v letošním roce slušný hospodářský růst, který bude tažen především domácí poptávkou. Inflace díky vyšším cenám ropy i potravin dále stoupá. Vzhledem k nadcházejícím volbám ve Francii, Německu, Nizozemí a možná i v Itálii jsou rizika politického charakteru.

Předpokládaný vývoj vnějších proměnných (průměry)

	Q4 15	Q1 16	Q2 16	Q3 16	Q4 16	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18
Cena ropy Brent (USD/barel)	44,7	35,2	46,8	47,0	52,8	52,5	55,0	57,5	60,0	62,0	64,0
HDP eurozóna (y/y)	2,0	1,7	1,6	1,8	1,7	1,7	1,8	1,7	1,5	1,4	1,4
CPI eurozóna (y/y)	0,2	0,1	-0,1	0,3	0,7	1,6	1,5	1,6	1,5	1,5	1,5
USD/EUR (konec období)	1,10	1,10	1,13	1,12	1,05	1,00	1,05	1,07	1,09	1,08	1,08
1Y EURIBOR	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1

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

Spojené státy americké: efekt Trump zvýší růst HDP

Hlavním tahounem růstu HDP v USA zůstane spotřeba domácností.

Podle ekonomů SG přispěje zvolení Donalda Trumpa v prezidentských volbách k vyššímu růstu HDP v roce 2017 a k oddálení námi očekávané recese o jeden rok (na konec roku 2019). Letošní rok by si americká ekonomika měla polepšit o 2,3 % po loňských 1,6 %. Hlavním zdrojem růstu zůstane spotřeba domácností, kterou navíc podpoří daňové škrtky. K ochotě domácností utrácet napomáhá i klesající míra nezaměstnanosti, která tlačí mzdy směrem nahoru. Nezaměstnanost se drží poblíž nejnižších hodnot od roku 2007 (4,8 % v únoru) a nachází se již na úrovni míry nezaměstnanosti nezrychlující inflaci (NAIRU). Firemní investice a zásoby byly v minulém období naopak brzdou ekonomického růstu. Díky stabilizaci v oblasti energetického sektoru by však firemní investice měly začít v letošním roce opět růst. Riziko pro naši prognózu představuje především nejistota ohledně politiky Donalda Trumpa, u které stále ještě není jasné, nakolik se předvolební prohlášení promění v reálné kroky.

Inflace bude oscilovat kolem cíle Fedu.

Meziroční růst spotřebitelských dosáhl v lednu 2,5 %. V následujících měsících inflace ještě zrychlí, a to kvůli příznivému vlivu srovnávací základny cen pohonných hmot a také díky nedávnému zvýšení cen ropy. Poté však vliv srovnávací základny na ceny pohonných hmot vyprchá a inflace opět klesne pod 2 %. Nad dvě procenta pak opět vyskočí na jaře 2018, přičemž kolem této úrovně se bude držet až do konce příštího roku. Rizikem na horní straně inflačního výhledu jsou plánované vládní výdaje a zavedení cel, které by se mohly promítnout i do spotřebitelských cen. Jádrový deflátor osobní spotřeby, který je hlavním inflačním ukazatelem pro Fed, by měl v letošním roce dosáhnout 1,8 %, v příštím roce pak 2,0 %.

Fed letos zvýší sazby dvakrát.

V letošním roce očekáváme dvojnásobné zvýšení sazeb, v roce 2018 pak trojnásobné. Fed je v tomto ohledu stále mnohem optimističtější než finanční trhy. Medián úrokových sazeb prognózy guvernérů jednotlivých federálních bank předpokládá růst úrokových sazeb až na 2,9 % v roce 2020. Podle našeho očekávání dosáhnou úrokové sazby svého vrcholu již v polovině roku 2019 (na úrovni 1,75 – 2,00 %). V letošním roce Fed podle ekonomů SG přistoupí k prvnímu zvýšení sazeb v červnu, přičemž druhé bude následovat v prosinci. Kurz eura vůči dolaru by se měl držet na průměrných 1,05 v roce 2017 a 1,09 USD/EUR v příštím roce.

Eurozóna: investiční aktivita pomalu ožívá

Růst potáhne domácí poptávka.

Ekonomika eurozóny by v letošním roce měla vzrůst o 1,7 %. Od roku 2014 je růst HDP tažen především domácí poptávkou, což by mělo platit i v následujících letech. Slabší euro by sice mělo pomoci zvýšit podíl exportů eurozóny na zahraničních trzích, zároveň však nebude schopno kompenzovat propad celosvětové poptávky. Příspěvek čistých exportů k HDP tak bude v letošním roce zřejmě mírně negativní. Dobrou zprávou je, že stavební investice již dosáhly svého dna. Zatímco v letech 2007 – 2015 klesaly v průměru o 2,4 % ročně, v letech 2017 – 2021 by měly v průměru přidat 1,9 %. K růstu HDP by tedy měly pozitivně přispívat i investice. Jejich rozložení však bude nerovnoměrné. 75 % z celkové investiční aktivity na území eurozóny si v roce 2017 na své konto zřejmě připiše Německo, Francie, Itálie a Španělsko. Ostatní země budou zaostávat. K letošnímu růstu HDP by investice měly přidat 0,4 pb. Rizika jsou tentokrát spíše politického charakteru. Čekají nás volby ve Francii, Německu, Nizozemí a možná i v Itálii. Nejistý je výsledek vyjednávání o podmínkách výstupu Velké Británie z EU, přičemž otázky se vznášejí i nad politikou Donalda Trumpa. To vše představuje riziko především pro investiční aktivitu, se kterou by korporace za těchto podmínek mohly váhat.

Inflace poprvé od roku 2013 stoupne nad 1%.

Inflace v eurozóně by v letošním roce měla akcelarovat na průměrných 1,5 % díky efektu nízké statistické základny cen pohonných hmot. Výraznějšího růstu dosáhla celková inflace již v prosinci loňského roku, když poprvé od roku 2013 vyskočila nad úroveň jednoho procenta. Přestože inflace v eurozóně postupně stoupá, 2% cíle Evropské centrální banky v nejbližších letech zřejmě nedosáhne. V období 2017 – 2021 by se měla v průměru nacházet na úrovni 1,5 %, zatímco jádrová inflace zřejmě v průměru nepřekročí 1,3 %. Z těchto důvodů ECB v listopadu přistoupila k prodloužení programu nákupů aktiv o devět měsíců, tedy do prosince 2017. Zároveň oznámila, že od dubna 2017 sníží objem nakupovaných dluhopisů o 20 mld. EUR, tedy na 60 mld. EUR. I tak je ale v souhrnu objem nakupovaných aktiv vyšší, než s čím počítal původní program.

Omezování nákupu aktiv zahájí podle našeho názoru ECB v červenci 2017, přičemž toto rozhodnutí oznámí letos v červnu s rizikem pozdějšího oznámení. Lednová inflace dosáhla již 1,7 %, zatímco HDP za Q4 16 vzrostl o slušných 0,4 % q/q, což vytvoří tlak na ukončení používání nestandardních nástrojů měnové politiky. ECB tak podle našeho názoru od července sníží objem nakupovaných dluhopisů o 10 mld. EUR měsíčně, což by znamenalo ukončení programu kvantitativního uvolňování v lednu 2018.

Německo: vyhlídky jsou příznivé

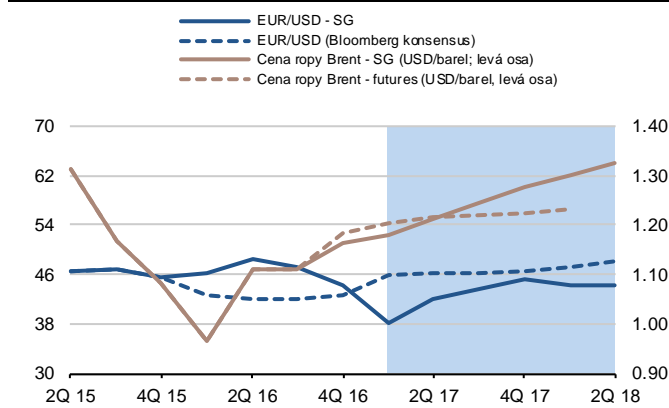
Nezaměstnanost klesá, mzdy rostou, firmy by konečně mohly začít investovat.

Německá ekonomika v loňském roce vykázala růst o 1,8 % (SWDA) a dobře by se jí mělo dařit i letos (1,6 %, SWDA). Hlavním zdrojem růstu zůstane domácí poptávka, která je podporována dobrou situací na trhu práce. Míra nezaměstnanosti poklesla v lednu na 5,9 %, což je nejnižší hodnota od sjednocení Německa v roce 1990. V roce 2018 by měla poklesnout až na 5,7 %, což je výrazně pod NAIRU, kterou odhadujeme na úrovni 6,6 %. To by mělo vést k dalšímu růstu mezd. Vyšší mzdy budou na druhou stranu tlačit zisky firem směrem dolů. Nižší ziskovost bude motivovat firmy k tomu, aby se snažily zvýšit vlastní produktivitu, což by se mohlo odrazit v růstu investic. Ty doposud za růstem ekonomiky zaostávaly. Přestože firmy mají hodně hotovosti a finanční podmínky jsou příznivé, investiční aktivitu mohou ohrozit politická rizika a nejistota spojená s globálním ekonomickým vývojem. Pokud jde o spotřebu domácností, riziko představuje především nečekaná akcelerace inflace. Ta by mohla srazit spotřebitelskou důvěru a ochotu domácností utrácet. Vzhledem k vysoké míře úspor a rostoucím mzdám však riziku poklesu spotřeby nedáváme velkou váhu.

Indikátory důvěry na několikaletých maximech.

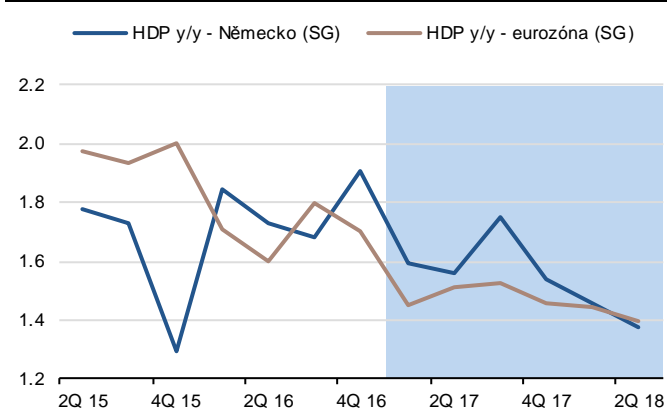
Dobré vyhlídky německé ekonomiky naznačují indikátory důvěry. Důvěra v oblasti průmyslu je nejvyšší od roku 2014. Ze svého dramatického propadu v srpnu a září loňského roku se rychle vzpamatovala i důvěra v oblasti služeb, přičemž v dobré náladě jsou i němečtí průmyslníci. Ti současnou situaci hodnotí jako nejlepší od roku 2012. Růstu německé ekonomiky nahrává i uvolněná politika Evropské centrální banky a očekávané daňové škrty. Ty by měly dosáhnout až 0,5 % HDP, pokud u moci zůstane vládnoucí CDU.

Ceny ropy a kurz USD/EUR



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

HDP v eurozóně a Německu (% y/y)



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

Investice ve středoevropském regionu by měly již k růstu HDP přispívat kladně.

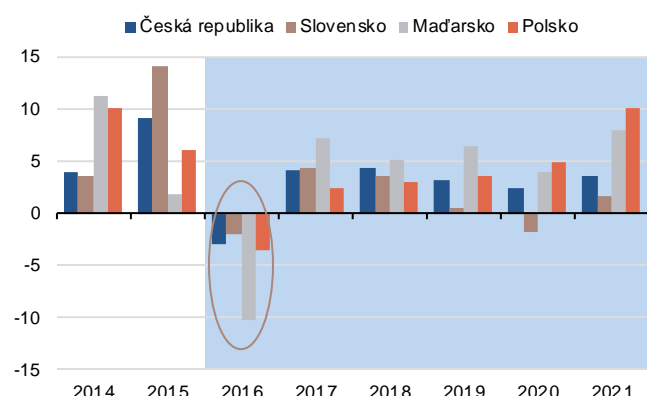
Středoevropský region: investice již dosáhly svého dna

Hospodářský růst středoevropského regionu (CEE) byl v loňském roce silně zasažen propadem investic spolufinancovaných z fondů Evropské unie. Zatímco v roce 2015 se CEE země ze všech sil snažily dočerpat peníze z programového období 2007-2014 a investiční aktivita prudce rostla, rok 2016 zastihl region opět nepřipravený. Chyběly rámce pro čerpání prostředků z fondů EU, nedostávalo se nových projektů, což se odrazilo ve výrazném propadu investiční aktivity. V letošním roce však předpokládáme, že by se tento trend měl otočit a investice by měly začít opět postupně růst. Jejich příspěvek k růstu HDP by měl být v letošním roce již pozitivní.

Domácnosti těží z dobré situace na trhu práce a z rostoucích mezd.

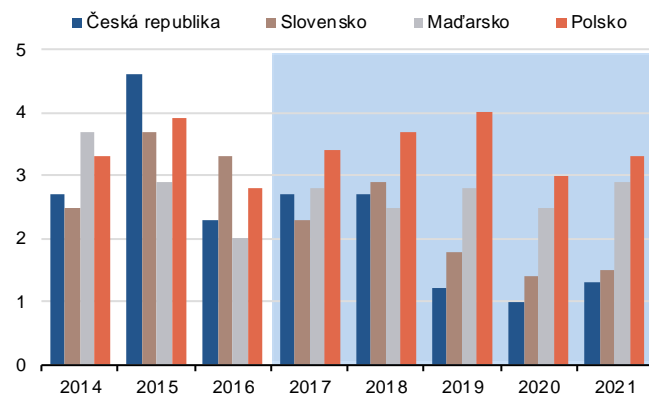
Hlavním tahounem růstu HDP v letošním roce zůstane spotřeba domácností. Nezaměstnanost v regionu se nachází na historicky nejnižších úrovních, přičemž některé obory již mají problém nalézt kvalifikovanou pracovní sílu. Míra nezaměstnanosti je navíc již pod NAIRU. To vše vede k akceleraci růstu mezd. V Maďarsku se k tomu přidává i výrazné zvýšení minimální mzdy (15 % v lednu 2017 a dalších 8 % v roce 2018). Rostou i platy státních zaměstnanců. V Polsku běží program na podporu rodin s dětmi 500+. Zvyšovány jsou i penze. To vše se odráží v pozitivním sentimentu spotřebitelů a v jejich ochotě utrácet, což je vidět i na vývoji regionálních maloobchodních tržeb. Vyšší spotřeba domácností bude společně s obnovenou investiční aktivitou vytvářet tlak na dovozy. Čisté exporty tedy budou k růstu HDP ve většině zemí regionu přispívat negativně. I tak by měl ale regionální HDP v letošním roce zrychlit (kromě Slovenska, kde čekáme zpomalení ekonomické aktivity).

Investice již nebudou brzdou (růst y/y, %)



Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Středoevropský region: růst HDP (%)



Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rostoucí inflace uvolní ruce centrálním bankám.

Inflace v celém regionu poměrně rychle stoupá. Vzhledem k efektům statistické základny, které vyplývají z cen ropy, dosáhne nejvyšších hodnot v H1 17, přičemž dále své tempo zvolní. K růstu spotřebitelských cen by v letošním roce měly přispívat i potraviny. V Polsku se inflace během prvního čtvrtletí může vyšplhat až na 1,5 %, v Maďarsku pak ke 2,5 %. V České republice se bude držet těsně nad 2% inflačním cílem. To by mělo uvolnit ruce centrálním bankám, které doteď udržovaly měnovou politiku velmi uvolněnou. V Polsku může rostoucí inflace vyvolat spekulace o dřívějším zvyšování úrokových sazeb. To sice zatím očekáváme až v roce 2018, zvýšení sazeb v roce 2017 je však naším rizikovým scénářem. Maďarská centrální banka bude držet svou klíčovou sazbu po delší období beze změny na úrovni 0,9 %, neboť inflace nedosáhne jejího 3% cíle dříve než v polovině roku 2018. Omezit však může využívání nestandardních nástrojů měnové politiky. Česká národní banka podle našeho názoru přistoupí vzhledem k vyšší inflaci k opuštění kurzového závazku. K tomu pravděpodobně dojde 4. května, kdy bude diskutovat novou inflační zprávu. Úrokové sazby zůstanou v letošním roce beze změny, v Q2 18 však již očekáváme první „hike“.

Volatilita kurzu koruny vůči euru po odstranění závazku vzroste.

Nejistota spojená s globálním ekonomickým vývojem a politickými riziky bude podle našeho očekávání držet kurz PLN/EUR a HUF/EUR na současných, popřípadě slabších úrovních. Kurz zlotého by se na konci letošního roku měl podle odhadu strategií SG nacházet na úrovni 4,4 PLN/EUR, maďarský forint pak na 310 HUF/EUR. Bezprostředně po opuštění kurzového závazku očekáváme posílení koruny směrem ke 26,00 CZK/EUR. Ve druhé polovině roku však předpokládáme korekci zpět na 26,50 CZK/EUR. V roce 2018 se kurz koruny pravděpodobně vrátí ke svému dlouhodobému trendu posilování. I nadále očekáváme, že i případnou zvýšenou volatilitu po opuštění závazku se ČNB bude snažit svými intervencemi omezovat. Podle vyjádření centrálních bankéřů ČNB nedovolí posílení kurzu pod úroveň, kde intervence zahajovala, tedy pod 25,70 CZK/EUR. Na druhou stranu podle našeho názoru bude bránit i oslabení koruny nad 28,00 CZK/EUR.

Makroekonomická prognóza

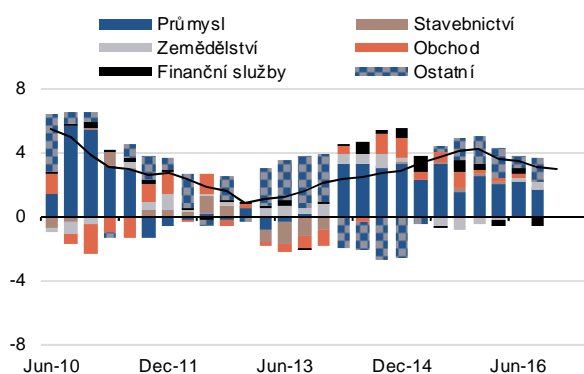
Zaostávající investice se letos zlepší relativně slabě



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

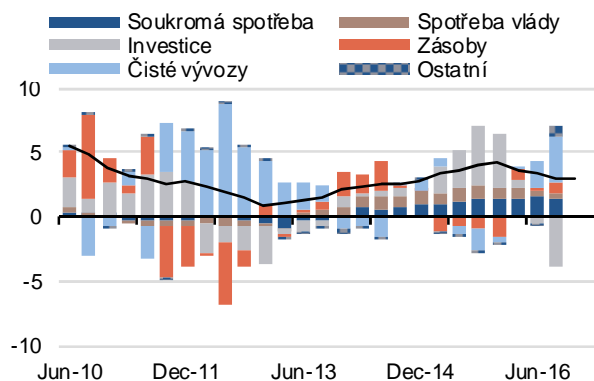
Slovenská ekonomika vzrostla v minulém roce o 3,3 %. Očekáváme, že letos zpomalí na 2,8 %. Investiční aktivita ožije jen málo kvůli politickým rizikům, které ovlivňují rozhodování firem o investicích. Na druhou stranu soukromá spotřeba zůstane silná a i nadále zůstane klíčovým faktorem růstu, protože trh práce očekává další zlepšení zahrnující urychlení mzdového růstu. Utahování na trhu práce tak bude dále stimulovat korigovanou inflaci. Ceny potravin a pohonných hmot budou na druhou stranu podporovat celkovou inflaci.

Zdroje růstu HDP (% , y/y)



Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Složky poptávky HDP (% , y/y)

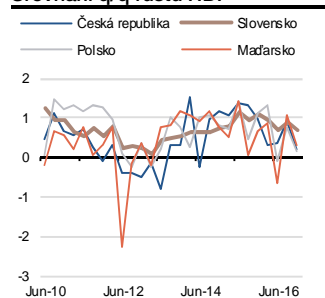


Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pokles investic v H2 16 dosáhl na dvouciferná záporná čísla.

Slovenská ekonomika opět v posledním čtvrtletí předchozího roku zrychlila na 0,8 % mezičtvrtletně (SWDA), což představuje nárůst o 2,9 % (SA) meziročně. Prokázala svou pozoruhodnou odolnost i době po zvýšeném čerpání EU fondů v roce 2015. Podle naší prognózy, investiční aktivita zopakovala svůj dvouciferný pokles stejně jako ve Q3 16. K tomu došlo i přes malé zlepšení mezičtvrtletního růstu. Soukromá spotřeba v posledním čtvrtletí roku 2016 zrychlila svou mezičtvrtletní dynamiku, což se odrazilo i v meziročním tempu. Na rozdíl od soukromé spotřeby tempo růstu vládní spotřeby na konci minulého roku zpomalilo na 0,4 % mezičtvrtletně. A konečně, věříme, že příspěvek čistého vývozu ve srovnání s třetím čtvrtletím významně pokročil.

Srovnání q/q růstu HDP

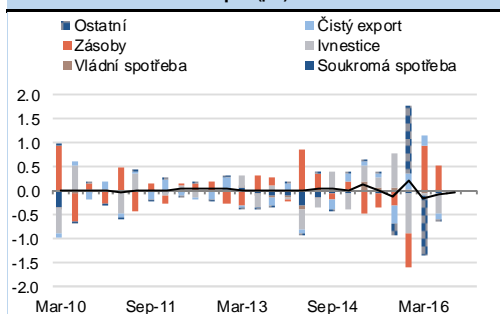


Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

BOX 1: Revize struktury HDP a srovnání se středoevropským regionem

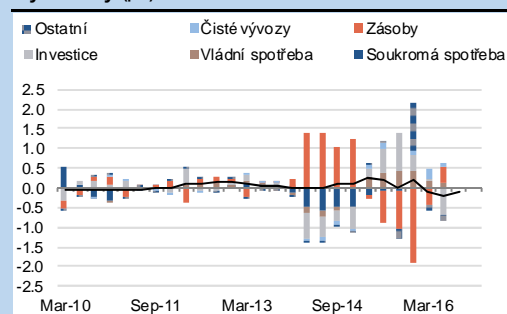
Časová řada HDP nebyla zásadně zrevidována, což se ovšem nedá říct jeho struktuře. Následující graf znázorňuje změnu velikosti příspěvku složky do meziročního růstu mezi současným a minulým zveřejněním údajů o HDP. Z tohoto grafu je nejvíce patrná změna zvýšení velikosti příspěvku zásob a vykompenzování příspěvku ostatních na konci roku 2015. Zároveň je patrné, že došlo k vyšší volatilitě investic mezi roky 2015 a 2016 a také snížení efektu soukromé spotřeby v roce 2015. Ve srovnání se zeměmi středoevropského regionu dosahuje slovenská ekonomika relativně stabilního mezičtvrtletního růstu. Tato dynamika reagovala na cyklus ekonomiky spojený s čerpáním EU fondů relativně slabě. Jak tento důvod, tak i představená revize struktury jsou jedním z důvodů pro revizi naší prognózy.

Revize struktury ekonomického růstu na úrovni mezičtvrtletního tempa (pb)



Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Revize časové řady na úrovni meziroční dynamiky (pb)

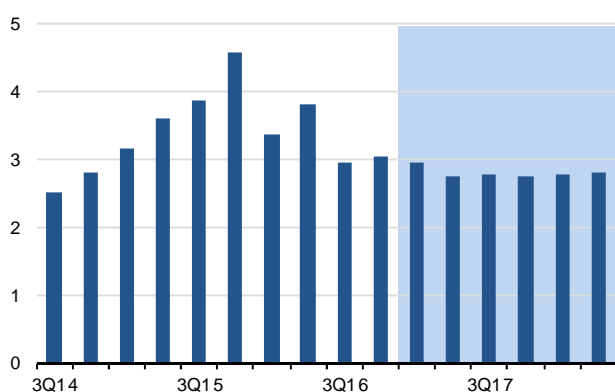


Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výkonnost trhu práce podporuje soukromou spotřebu jako klíčový faktor růstu.

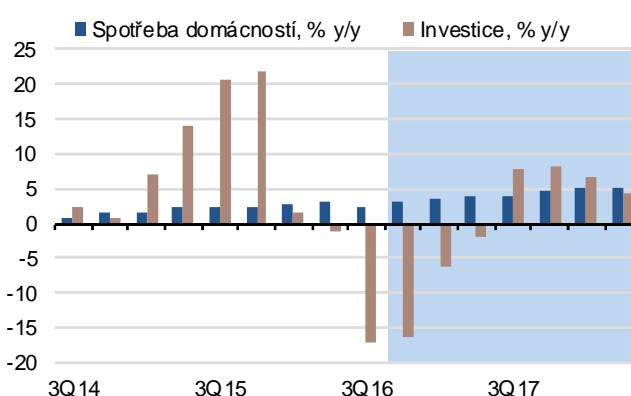
Stejně jako v předchozím popisu růstu HDP v posledním čtvrtletí roku 2016, bude i letošní celoroční růstu HDP spoléhat na domácí poptávku, konkrétně soukromou spotřebu. Domácnosti budou těžit z dalšího snižování míry nezaměstnanosti, které bude podporovat jejich příjem. Očekáváme, že trh práce v tomto roce podpoří růst soukromé spotřeby o 4,1 % výše. Vrcholící situace na trhu práce pak v roce 2018 bude stimulovat spotřebitele, aby utratili o 4,8% více než v roce 2017.

Slovenská ekonomika mírně zpomalí (% y/y)



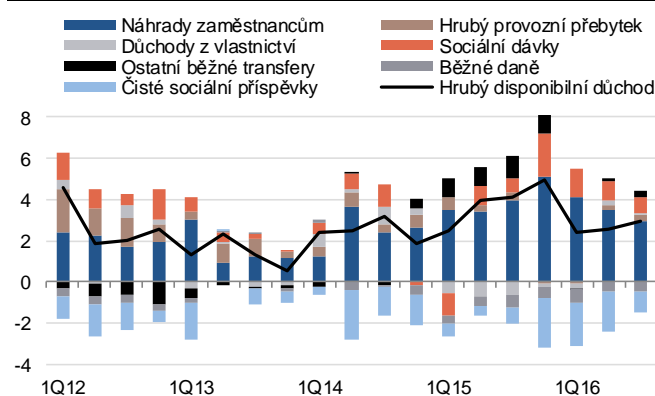
Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Investice se vrátí k růstu v H2 17 (% y/y)



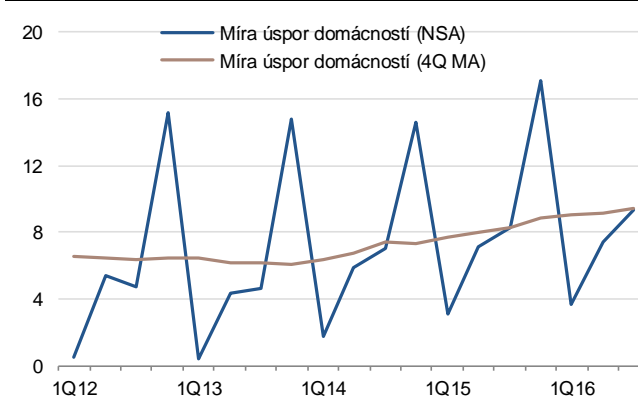
Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Disponibilní příjem opět ve Q3 16 zrychlil (% y/y, pb)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Míra úspor postupně roste (%)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hrubý disponibilní důchod získává na síle.

Růst hrubého disponibilní důchod opět od začátku minulého roku zrychlil a udržuje si solidní tempo podporované nižším růstem čistých sociálních odvodů zaměstnanců. Náhrady zaměstnancům směřují k dalšímu posilování v důsledku zvyšování zaměstnanosti, klesající míře nezaměstnanosti a růstu mzdové dynamiky.

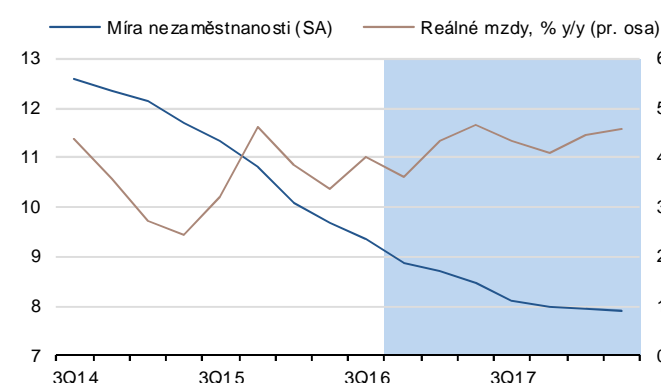
Míra nezaměstnanosti bude v příštím roce vrcholit na úrovni 7,9 %.

Pokles míry nezaměstnanosti pokračuje podél klesajícího trendu a bude pokračovat až do začátku příštího roku, kdy očekáváme, že nezaměstnanost dosáhne svého lokálního minima na úrovni 7,9 %. Historicky nejnižší nezaměstnanost je však ještě nižší o 0,5 pb na hranici 7,4 % zaznamenané v srpnu 2008. Růst zaměstnanosti přesahuje 2 % y/y a spolu se snížením míry nezaměstnanosti způsobí, že míra participace se bude nadále zvyšovat.

Narůstající nedostatek pracovní síly podpoří růst mezd.

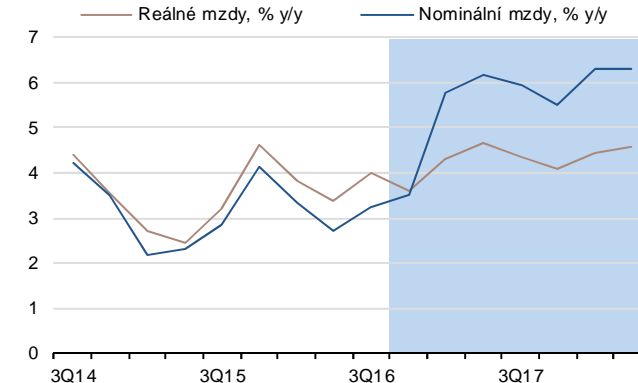
Nedostatek nabídky pracovní síly na trhu se zvyšuje. Jako limitující faktor to uvádějí v konjunkturálních průzkumech průmyslníci a podnikatelé ve službách. To bude vyvolávat silnější mzdové tlaky. Reálná mzda by letos měla vzrůst o 4,4 % poté, co v předchozím roce její růst dosáhl 3,7 %. Očekáváme, že dynamika mezd v roce 2018 zpomalí, neboť rostoucí inflace si z růstu nominálních mezd ukousne větší podíl.

Klesající nezaměstnanosti podpoří růst reálných mezd (% y/y)



Source: Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Nominální mzdy se zvýší s tím, jak poroste inflace (% y/y)

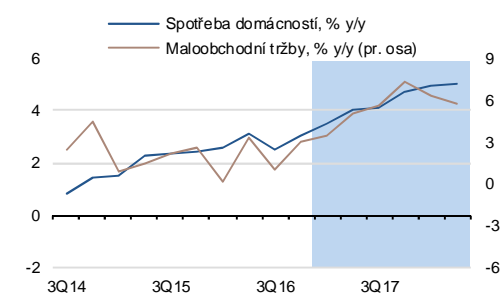


Jak bylo uvedeno výše, odhadujeme, že situace na trhu práce se vrátí k vyšší míře nezaměstnanosti a zpomalení mzdové dynamiky počínaje rokem 2019. Spouštěcím mechanismem bude šíření americké recese, jejíž počátek je v prognóze ekonomů SG předpokládán ve druhé polovině roku 2019.

Maloobchodní tržby budou také profitovat ze solidní situace na trhu práce.

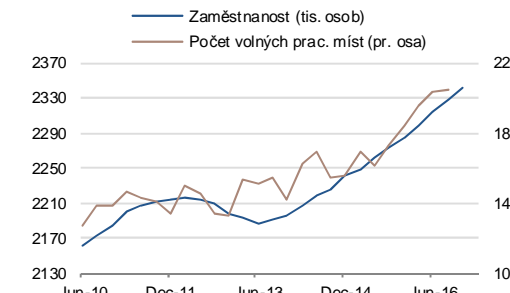
V krátkodobém horizontu se dobré výsledky trhu práce budou přelévat do **maloobchodních tržeb. Ty podle nás letos přidají 5,3 % a v roce 2018 podobných 5,2 %**. Akcelerace byla dokonce vidět už na konci minulého roku. Maloobchodní tržby reflektovaly zvyšující se dynamiku disponibilního důchodu a přidaly 1,2 % mezičtvrtletně. Zrychlené tempo mezičtvrtletního tempa bylo zaznamenáno ve všech sledovaných segmentech. Tím se vytvořil pevný základ pro předpokládaný letošní nárůst. Prodeje motorových vozidel zrychlily o 3,6 % mezičtvrtletně ve čtvrtém čtvrtletí roku 2016 a udržely si dvoucifernou dynamiku růstu v meziročním vyjádření.

Trh práce podporuje růst maloobchodu i soukromé spotřeby (% y/y)



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

Zaměstnanost dále roste (% y/y)

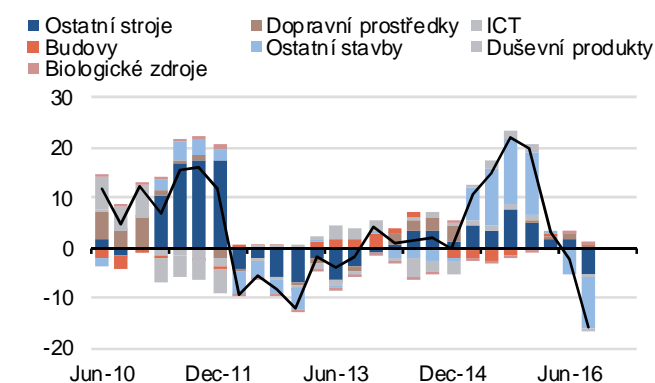


Zdroj: SSÚ, MPSVR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Soukromé investice nejsou schopny kompenzovat pokles veřejných investic.

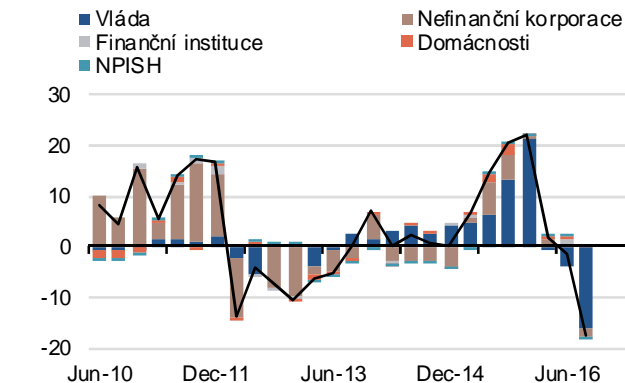
Po roce investice letos opět pozitivně přispějí do růstu HDP. Vliv statistické srovnávací základny stáhl po revizi časové řady meziroční dynamiku investic během H2 16 ještě hlouběji. Tento tlak přichází z investiční činnosti vlády, která v meziroční dynamice trpí i vlivem vysoké statistické srovnávací základny. Mezičtvrtletní tempo ovšem k poklesu také přispívá. Nicméně tlak na pokles je také podporován investicemi nefinančních podniků. Slabá dynamika soukromých investic je v rozporu se skutečností, že využití výrobní kapacit dosahuje historických maxim. Jsme přesvědčeni, že ekonomika by mohla být náchylná k výkyvům v rámci politických nejistot, které jsou důsledkem především vývoje v zahraničí a materializace těchto rizik by vedla k mnohem nižší dynamice investic (podrobnosti viz kapitola *Rizika* na konci zprávy), **proto v letošním roce vidíme pouze malý růst investic o 2,1 %, což bude následováno zrychlením na 4,8 % v roce 2018.**

Investice do staveb zažívají kocovinu z období hojnosti EU fondů (% y/y, pb)



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

Investice nefinančních podniků nekompensují pokles veřejných investic (% y/y, pb)



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

Stavebnictví se v H2 17 vrátí k růstu.

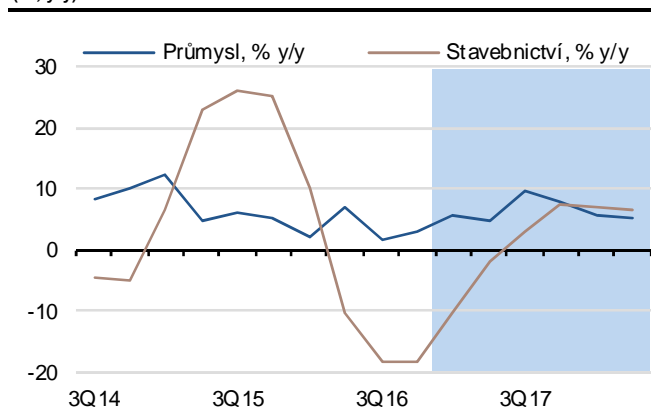
Pád investic je nejlépe vidět ve stavebnictví. To pokleslo loni o 9,1 %. V samotném prosinci meziročně přišlo téměř o 20 % y/y. Největší brzdou je inženýrské stavitelství, ale ne výhradně. Produkce v pozemním stavitelství také přispívá k poklesu. Vládní aktivita čerpání EU fondů je stále pomalá, když se ke konci ledna vyčerpalo pouze 4,1 % z přidělené kvóty na programové období 2014 - 2020. Reakce stavebnictví na horečku EU fondů v roce 2015 byla o jedno čtvrtletí opožděná díky dlouhodobé povaze prací v tomto sektoru. Proto se slabá meziroční dynamika přelije i do současného roku. **Podstatné oživení ve stavebním sektoru předpokládáme až v roce 2018.**

Průmyslová výroba v posledním čtvrtletí zrychlila díky naprosté většině odvětví.

Po nevyzpytatelných letních měsících v posledním čtvrtletí roku dynamika průmyslu zrychlila. Byla podporovaná drtivou většinou subsektorů. V mezičtvrtletní optice průmyslová výroba přidala 1,9 % s tím, že výroba dopravních prostředků se mezičtvrtletně zvýšila téměř o 6 %. Jedinou významnou výjimkou mezi růstovými odvětvími byla výroba chemických látek a chemických přípravků, která poklesla o více než 17 % mezičtvrtletně.

Průmyslová aktivita přidala v loňském roce 3,5 % a očekáváme, že v tomto roce dále posílí o 7 %. V roce 2018 se pak zvýší o 5,6 %. Průmyslová výroba, stejně jako jiná odvětví hospodářství, by z dlouhodobějšího hlediska měla zpomalit.

Stavebnictví ožije až v druhé polovině roku



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

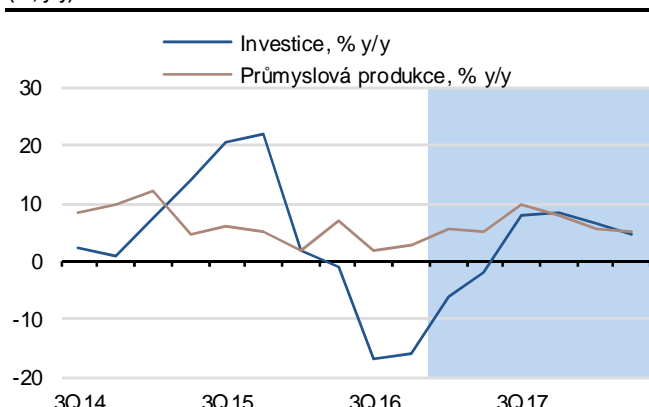
Dovoz minerálních paliv roste, ale meziročně stále zůstává ve dvojciferném propadu.

Věříme, že čistý vývoz pozitivně přispěl k růstu HDP i v posledním čtvrtletí roku 2016. Solidní ekonomická výkonnost u většiny důležitých obchodních partnerů totiž podpořila export, který ovšem nebyl kompenzován dovozem do domácí ekonomiky. Exportní aktivita v Q3 16 byla podporována téměř všemi skupinami zboží, včetně minerálních paliv, což nemohlo být pouze důsledkem cenového efektu, protože cena ropy v Q3 16 byla v průměru srovnatelná s Q2 16 či Q3 15. Vývoz vozidel vzrostl vysokým jednociferným tempem růstu. Dynamika importu, i když nižší než vývozu, byla podpořena minerálními palivy, která přidala 14,1 % mezičtvrtletně, což je však stále o 25 % níže než před rokem. Tento vývoj je pravděpodobně projevem reexportu energetických surovin na Ukrajinu.

Nejvyšší dynamika zahraničního obchodu byla překvapivě zaznamenána s Ruskem a Ukrajinou.

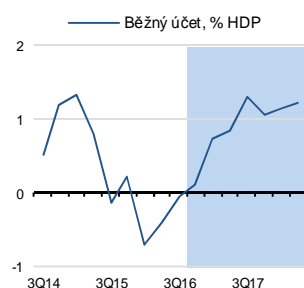
Geografický pohled na vývoz překvapivě ukazuje, že nejdynamičtější trhy v Q3 16 byly Spojené státy americké, Rusko a Ukrajina, k nimž vývoz vzrostl přibližně o 28 % mezičtvrtletně, respektive o 17 % mezičtvrtletně na Ukrajinu. Toto se stalo při zachování solidního tempa růstu exportu k partnerům v EU. I dovoz z Ukrajiny a Ruska byl také nejdynamičtější viděno mezičtvrtletním tempem. Tento vývoj přehoupl dovoz z Ukrajiny do meziročního růstu, zatímco dovoz z Ruska je stále ve dvojciferném meziročním poklesu.

Průmyslová výroba i přes oživení investic drží svoje tempo



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

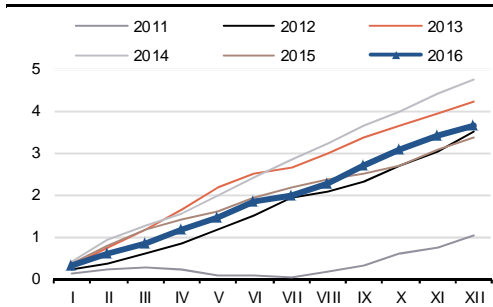
Bilance běžného účtu se zlepší



Zdroj: NBS, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

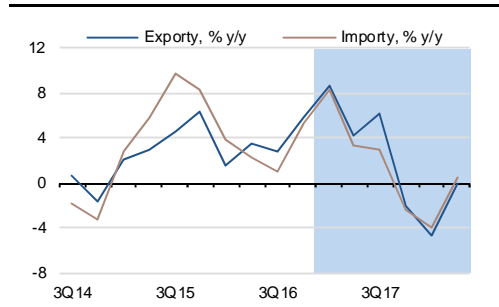
Deflace zmizela a inflace by v roce 2018 měla překonat 2 %.

Bilance zahraničního obchodu v loňském roce na úrovni roku 2015 (mld. EUR)



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

Exportní a importní dynamika by měla na počátku roku zrychlit (% y/y)

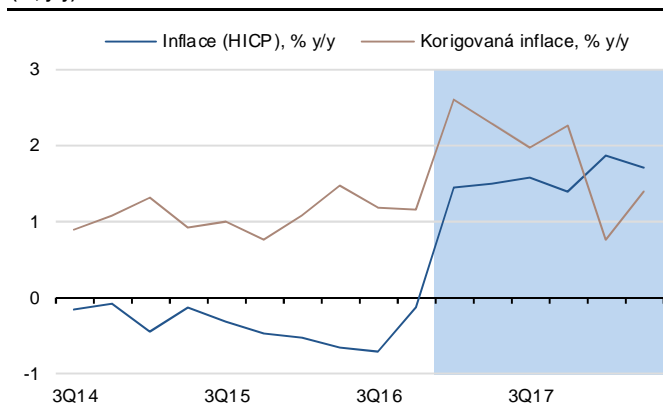


Zdroj: SSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Dobré výsledky slovenských obchodních partnerů budou dále stimulovat vývoz. Věříme, že to bude mít vliv na zlepšení obchodní bilance v tomto roce. Odhadujeme, že dovoz by si měl udržet svou dynamiku, protože investiční aktivita se bude zlepšovat jen pomalu. V roce 2018 se obchodní bilance zhorší o 0,4 mld. EUR, s tím jak se investice výrazněji vzrostou. V důsledku tohoto vývoje zaznamená čistý vývoz v tomto roce mírně pozitivní příspěvek k hospodářskému růstu, ale v roce 2018 bude opět negativní.

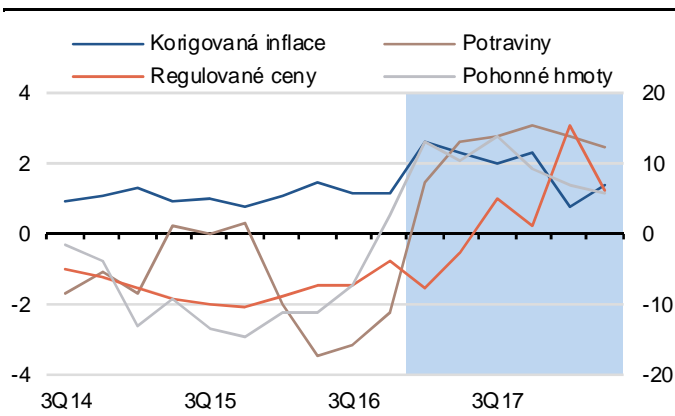
Nominální strana ekonomiky uzavřela na konci minulého roku po třech letech deflační kapitulu. Lednová čísla tento vývoj potvrdila, když inflace meziročně vzrostla o 0,9 %. Přejít do kladné dynamiky je důsledkem růstu cen volatiličních položek potravin a pohonných hmot. Dynamika korigované inflace zůstává okolo 1 % meziročně, ale v H2 16 postupně zpomalovala. Vzhledem k poklesu míry nezaměstnanosti a posílení mzdových tlaků, korigovaná inflace v tomto roce zrychlí. S tím, jak se dynamika cen pohonných hmot a potravin dále zvýší, celková inflace dosáhne v letošním roce 1,5 %. Jedinou položkou, která přispěje negativně, budou administrativní ceny. Ty v lednu prohloubily svůj meziroční pokles navzdory zvýšení regulovaných cen plynu a elektřiny na Středním Slovensku. Situace se však v nadcházejících měsících může změnit (pro více informací viz kapitola *Rizika*).

Inflace se znovu objevuje díky efektu statistické základny



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

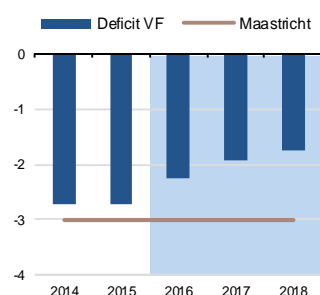
Složky inflace zrychlují (% y/y)



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

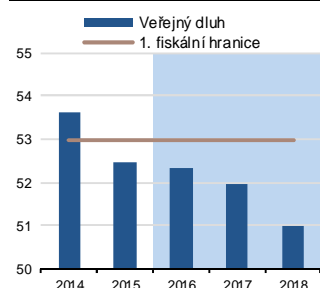
Veřejný sektor

Deficit veřejných financí (% HDP)



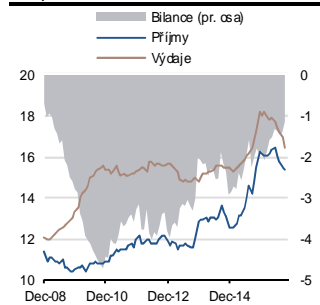
Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Celkový veřejný dluh (% HDP)



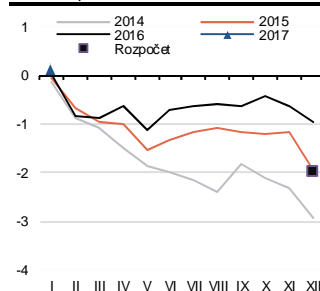
Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Státní rozpočet (12m kumulativně, mld. EUR)



Zdroj: MFSR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Státní rozpočet (kumulativní deficit, mld. EUR)



Zdroj: MFSR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rozpočet 2016 uzavřel s nejnižším schodkem od roku 2008

Vládní deficit v roce 2016 zaznamenal schodek ve výši 1 mld. EUR, 50 % rozpočtového plánu, což představuje nejnižší schodek od roku 2008. Vzhledem k tomu, že plnění rozpočtových příjmů bylo pozoruhodně přesné, stejně jako plnění kapitálových výdajů, tak za nižším schodkem stály nižší běžné výdaje.

Příjmy rozpočtu v roce 2016 byly ve srovnání s rokem 2015 o 12 % nižší, což však bylo v souladu s plánem. Rozpočet v roce 2016 byl totiž bez masivní podpory EU fondů. Jejich skutečný příliv byl o 40 % nižší než v roce 2015. Před blížící se polovinou současného programového období oznámilo slovenské Ministerstvo financí, že ke konci ledna bylo vyčerpáno pouze 4,1 % z přidělené kvóty. Na druhou stranu není Slovensko ve středoevropském regionu s pomalým náběhem čerpávání EU fondů výjimkou

Výdaje na rozdíl od příjmů už tak přesně plánovaný rozpočet nedodržely. Výdaje zaostaly nejen ve srovnání s rokem 2015, jak bylo plánováno, ale i ve srovnání s rozpočtovým plánem. Výdaje dosáhly pouze 93 % plánu. Při pohledu do struktury je pak vidět, že tento rozdíl byl dílem běžných výdajů, protože kapitálové výdaje byly realizovány v souladu s rozpočtovým plánem.

Zaostávající běžné výdaje za plánem byly důvodem pro o 50 % nižší schodek, 1 mld. EUR. To je nejnižší výsledek od roku 2008, který v poměru k HDP dosáhl 1,2 %. Nicméně podle metodiky ESA 2010 čekáme deficit veřejného sektoru v roce 2016 v poměru k HDP na úrovni -2,2 %. Další postupné snižování poměru schodku veřejných financí k HDP je taženo lepším ekonomickým výkonem. Nicméně naše prognóza je nižší než vládní plány, protože nesdílíme tak optimistický pohled na budoucí růst HDP. Navíc se domníváme, že pokud jde o poměr schodku k HDP, vládní fiskální plány se jeví jako příliš ambiciózní a rizika vývoje jsou spíše směrem dolů. Pro podrobnější popis fiskálních plánů a rozpočtových opatření pro tento rok vyhledejte naše minulé vydání *Slovenských ekonomických výhledů* na <http://bit.ly/SEO4q16CZ>.

Hrubé výpůjční potřeby budou podle našich odhadů v letošním roce činit zhruba 7 mld. EUR a asi 5,2 mld. EUR v příštím roce. Náš odhad pro financování výpůjčních potřeb odráží náš odhad deficitu státního rozpočtu, který je v absolutních číslech o něco nižší než schválený rozpočet.

Další pokračování programu kvantitativního uvolňování ECB bude i nadále pokračovat byť možná v nižším objemu. Bude tak podporovat poptávku po slovenských vládních dluhopisech. Snižování objemu odkupů spolu s růstem inflace přesto posune dlouhý konec výnosové křivky výše, než je viditelné už nyní díky globálnímu pohybu dluhopisových výnosů. Kratší konec křivky setrvá na současných nízkých úrovních, protože diskuze o zvyšování sazeb ECB není na pořadu dne.

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

	ARDAL	KB (Únor)
Výpůjční potřeby		
Rozpočtový deficit	2014,4	1646,1
Zpětné odkupy		500,0
Splatné pokladniční poukázky	300,0	400,0
Splatné dluhopisy		3495,9
Splatné Eurodluhopisy	1000,0	1000,0
Půjčky		20,0
Celkově	6500,0	7062,0
Financování		
Hrubá emise dluhopisů (v aukcích)		3600,0
Hrubá emise dluhopisů (syndikovaná)		3000,0
Hrubá emise pokladničních poukázek (přesahující kal. rok)		400,0
Půjčky		0,0
Čerpání likviditní rezervy		62,0
Celkové financování		7062,0
<i>Změna dluhu</i>		<i>1584,1</i>

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ARDAL

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

	ARDAL	KB (Únor)
Výpůjční potřeby		
Rozpočtový deficit		1556,9
Zpětné odkupy		500,0
Splatné pokladniční poukázky		400,0
Splatné dluhopisy		2400,0
Splatné dluhopisy ve švýcarských francích		318,1
Splatné dluhopisy v japonských jenech		32,5
Splatný dluh		20,0
Celkově		5227,5
Financování		
Hrubá emise dluhopisů (v aukcích)		2800,0
Hrubá emise dluhopisů (syndikovaná)		2000,0
Hrubá emise pokladničních poukázek (přesahující kal. rok)		400,0
Půjčky		0,0
Čerpání likviditní rezervy		27,5
Celkové financování		5227,5
<i>Změna dluhu</i>		<i>1561,9</i>

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ARDAL

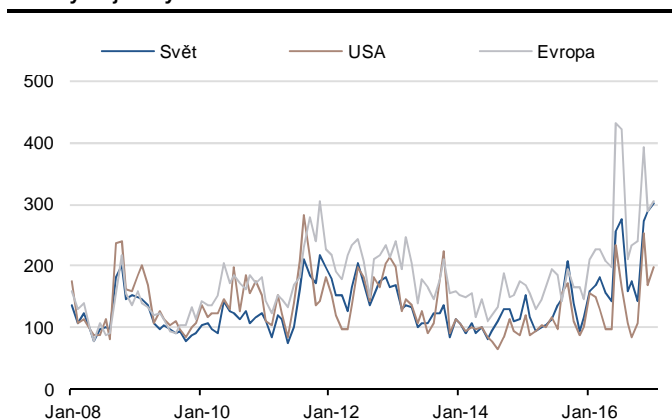
Rizika prognózy

Politická nejistota je hlavním rizikem vývoje v letošním roce.

Zvýšená politická nejistota je nejdůležitějším rizikem spojeným s touto prognózou. Vyhodnocení rizik je vychýleno směrem dolů. Nicméně jsme schopni identifikovat i pozitivní rizika prognózy. Hlavní rizika spojená s prognózou jsou následující:

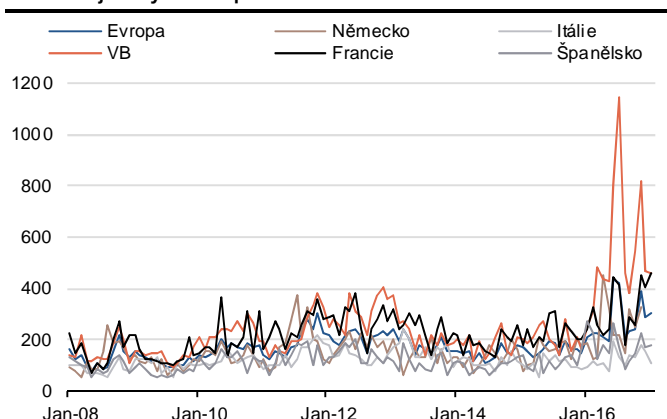
- **Politická situace ve Spojených státech i v Evropě zůstává křehká. Politickou scénu v USA** formuje usazující se prach po prezidentské volební kampani a také první kroky prezidenta Trumpa ve funkci. **Politická nestabilita v Evropě je tvořena počátky dlouhodobého brexit procesu, francouzskými prezidentskými volbami** na přelomu dubna a května a následně všeobecnými volbami v červnu. Kromě toho před **parlamentními volbami v Německu** v září 2017 budou volby v několika spolkových zemích. Jejich výsledky mohou rozkolísat pozici Angely Merkelové, která v poslední době získala silného konkurenta v osobě Martina Schulze, bývalého předsedy Evropského parlamentu, a současného vůdce SPD, což odhad budoucího vývoje neulehčuje.

Indexy nejistoty ve světě



Zdroj: "Measuring Economic Policy Uncertainty" od Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis, více na www.PolicyUncertainty.com.

Index nejistoty v Evropě



Zdroj: "Measuring Economic Policy Uncertainty" od Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis, více na www.PolicyUncertainty.com.

- **Předvolební období ve dvou největších evropských státech, Francii a Německu, možná vygeneruje větší fiskální impuls**, a tudíž i větší poptávku po slovenském exportu.

Následující rizika vycházejí pouze z domácí ekonomiky:

- **Rizikem je, že investice mohou být limitovány nedostatkem kvalifikované pracovní síly ještě více.**
- **Politické tlaky na předsedu nezávislého regulačního úřadu pro síťová odvětví a jeho následná rezignace přinesla nejistotu ohledně cen energií**, protože některá rozhodnutí úřadu by mohla být zrušena nebo změněna s retroaktivní platností.

Klíčové makroekonomické ukazatele

	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	2016	2017	2018
HDP (reálný růst, y/y, %)	3,0	3,1	3,0	2,8	2,8	2,7	2,8	2,8	3,3	2,8	2,8
Spotřeba domácností (reálné, y/y, %)	2,5	3,0	3,5	4,0	4,1	4,7	4,9	5,0	2,8	4,1	4,8
Fixní investice (reálné, y/y, %)	-17,0	-16,1	-6,0	-1,9	8,0	8,3	6,6	4,5	-8,1	2,1	4,8
Zahraníční obchod (mld, EUR)	0,8	1,0	0,9	0,9	1,0	0,8	0,7	0,8	3,7	3,5	3,1
Průmyslová výroba (reálný růst, y/y, %)	1,9	2,9	5,7	4,9	9,8	7,7	5,6	5,2	3,5	7,0	5,6
Stavebnictví (reálný růst, y/y, %)	-18,0	-18,3	-10,1	-1,9	3,2	7,5	7,2	6,5	-9,1	-0,3	6,1
Maloobchod (reálný růst, y/y, %)	1,0	3,1	3,5	5,0	5,6	7,3	6,3	5,7	1,9	5,3	5,2
Mzdy (reálný růst, y/y, %)	4,0	3,6	4,3	4,6	4,4	4,1	4,4	4,6	3,7	4,4	3,7
Nezaměstnanost (UPSVR, %)	9,4	8,9	9,7	9,5	9,1	9,0	9,0	8,9	9,5	9,3	8,9
Inflace (HICP, y/y, %)	-0,7	-0,1	1,4	1,5	1,6	1,4	1,9	1,7	-0,5	1,5	2,2
Korigovaná inflace (y/y, %)	1,2	1,1	2,6	2,3	2,0	2,3	0,8	1,4	1,2	2,3	1,8
Ceny potravin (y/y, %)	-3,2	-2,3	1,5	2,6	2,8	3,1	2,7	2,5	-2,7	2,5	2,4
Ceny pohonných hmot (y/y, %)	-7,5	2,8	13,1	10,5	13,7	9,3	7,0	5,9	-6,8	11,7	6,0
Regulované ceny (y/y, %)	-1,4	-0,7	-1,6	-0,6	1,0	0,2	3,1	1,3	-1,4	-0,2	2,7

Zdroj: Eurostat, SSÚ, NBS, MF, UPSVR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře, sezónní očištění je vlastní

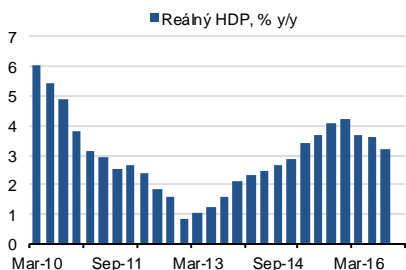
Roční makroekonomické ukazatele slovenské ekonomiky

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Hrubý domácí produkt	běžné ceny, mld, EUR	72,7	74,2	75,9	78,7	81,0	84,8	89,4	94,6	98,8
Hrubý domácí produkt	reálný růst, %	1,7	1,5	2,6	3,8	3,3	2,8	2,8	2,2	1,6
Průmyslová výroba	reálný růst, %	7,9	3,8	8,6	7,1	3,5	7,0	5,6	3,7	1,7
Stavební výroba	reálný růst, %	-11,9	-4,4	-2,8	20,1	-9,1	-0,3	6,1	3,7	2,2
Maloobchodní tržby	reálný růst, %	1,3	0,2	3,7	1,8	1,9	5,3	5,2	3,6	1,5
Míra nezaměstnanosti	konec období, %	12,5	13,6	14,4	10,5	9,3	9,0	9,0	9,5	10,2
Celkové mzdy	nominální, průměr období, €	806	824	858	883	912	966	1026	1080	1130
Celkové mzdy	reálný růst, %	-1,2	0,9	4,2	3,2	3,7	4,4	3,7	2,6	2,3
Spotřebitelské ceny	HICP, průměr období, %	3,7	1,5	-0,1	-0,3	-0,5	1,5	2,2	2,5	2,3
Spotřebitelské ceny	HICP, konec období, %	1,3	4,6	3,4	-0,5	0,7	1,6	2,8	2,2	2,4
Zahraníční obchod	běžné ceny, mld, EUR	3,6	4,2	4,7	3,3	3,7	4,7	4,3	4,5	4,7
Vývozy	běžné ceny, mld, EUR	62,1	64,2	64,7	67,7	70,1	73,0	75,1	80,2	83,6
Dovozy	běžné ceny, mld, EUR	58,6	59,9	60,0	64,4	66,4	68,4	70,8	75,6	78,9
Vývozy	nominální růst, %	9,2	3,5	1,5	4,0	3,4	4,2	2,7	6,6	4,1
Dovozy	nominální růst, %	4,9	2,4	0,8	6,7	3,1	3,1	3,4	6,6	4,2
Běžný účet platební bilance	běžné ceny, mld, EUR	0,7	1,1	0,9	0,2	0,1	0,9	1,0	1,0	1,1
Běžný účet platební bilance	% HDP	0,9	1,5	1,2	0,2	0,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Obchodní bilance	% HDP	3,4	4,1	3,8	2,7	3,5	4,6	4,6	4,8	4,9
Bilance služeb	% HDP	0,6	0,5	0,1	0,1	0,5	0,5	0,3	-0,1	-0,4
Bilance výnosů	% HDP	-1,7	-0,9	-1,1	-1,2	-2,4	-2,7	-2,6	-2,5	-2,4
Saldo veřejného sektoru	% HDP	-4,3	-2,7	-2,7	-2,7	-2,2	-1,9	-1,7	-2,1	-2,1
Dluh vládního sektoru	mld, EUR	37,9	40,6	40,7	41,3	42,4	44,0	45,6	47,6	49,7
Dluh vládního sektoru	% HDP	52,2	54,7	53,6	52,5	52,4	52,0	51,0	50,3	50,3
Zahraníční zadluženost	% HDP	75,5	81,5	89,2	85,4	89,4	85,7	80,5	79,0	74,5

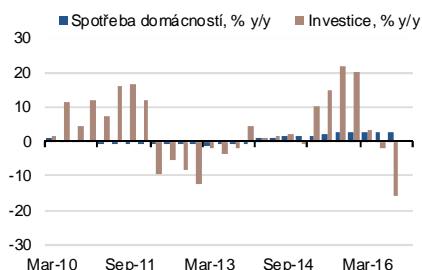
Zdroj: Eurostat, SSÚ, NBS, MF, UPSVR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

Makroekonomické ukazatele

HDP (y/y)



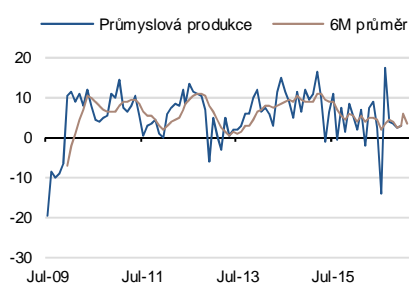
Spotřeba domácností, investice (y/y)



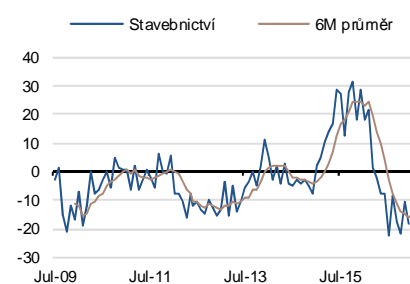
Čistý vývoz



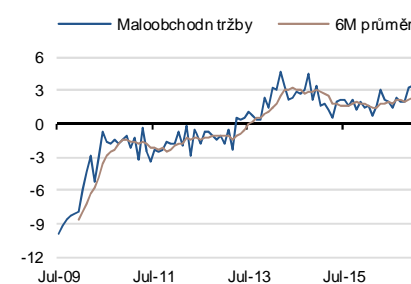
Průmysl (y/y)



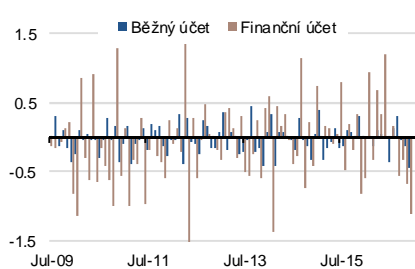
Stavebnictví (y/y)



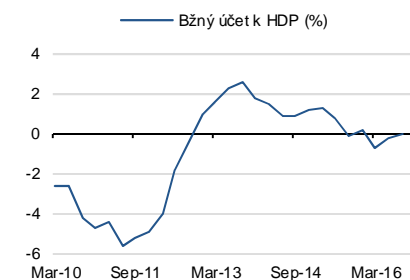
Maloobchodní tržby (y/y)



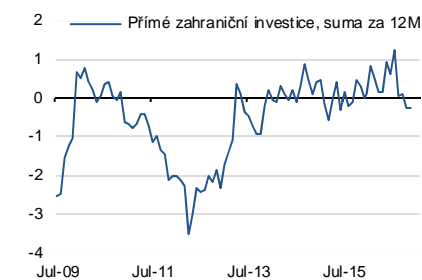
Platební bilance (mld, EUR)



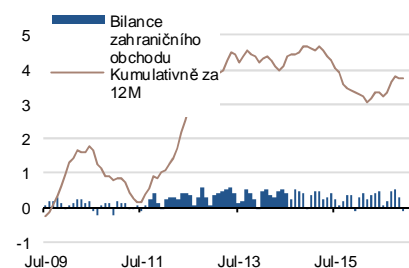
Běžný účet (% HDP)



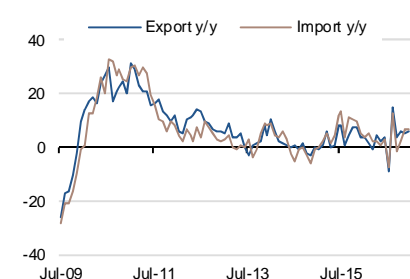
Přímé zahraniční investice (mld, EUR)



Saldo zahraničního obchodu (mld, EUR)



Dynamika vývozu a dovozu (% y/y)

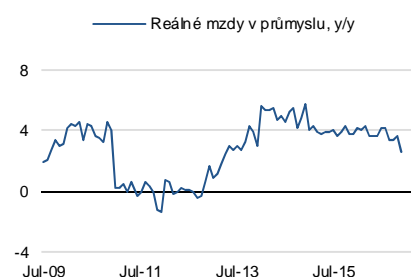


Míra nezaměstnanosti (%)

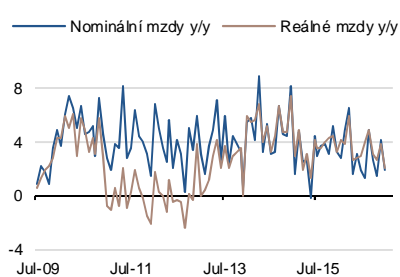


Zdroj: NBS, SSO, Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

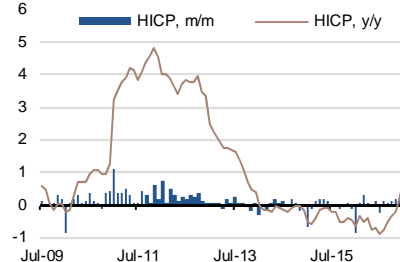
Reálné mzdy v průmyslu (y/y)



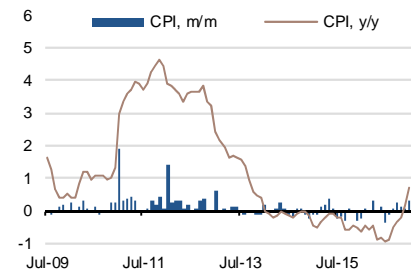
Mzdy v ekonomice (y/y)



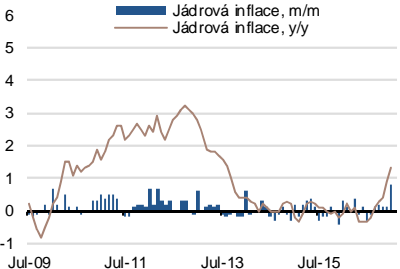
Spotřebitelské ceny (HICP, %)



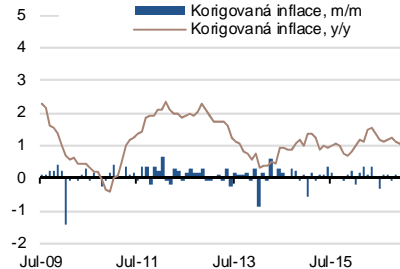
Spotřebitelské ceny (%)



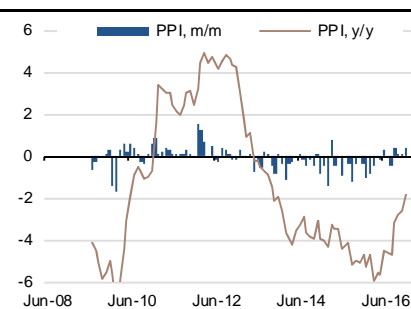
Jádrová inflace (%)



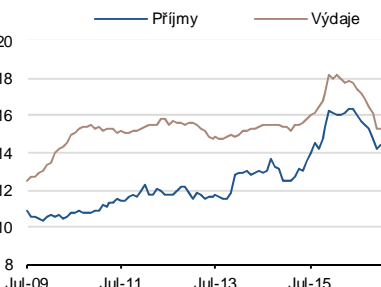
Korigovaná inflace (%)



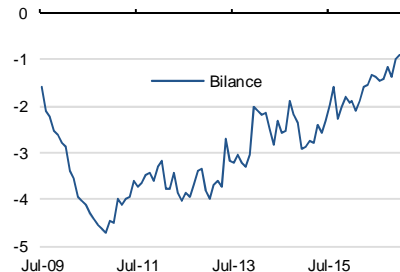
Ceny průmyslových výrobců (%)



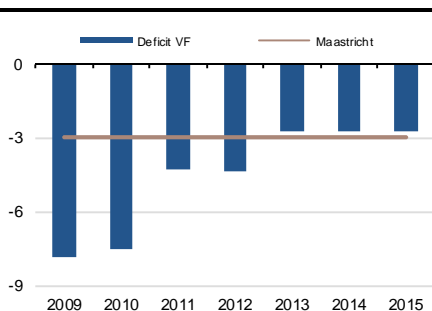
Státní rozpočet (příjmy, výdaje, v mld, EUR, kumulativně za posledních 12M)



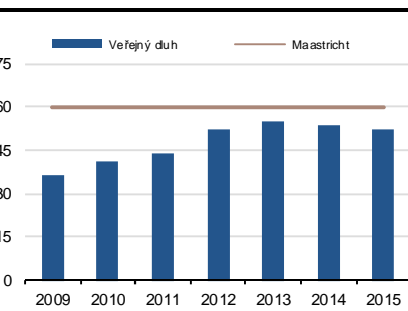
Státní rozpočet (balance, v mld, EUR, kumulativně za posledních 12M)



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

Akčioví 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_miratsky@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



Yury Tulinov, CFA
(7) 495 662 13 00 (ext. 14836)
yury.tulinov@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



Ioan Mincu
(40) 213 014 472
george.mincu-radulescu@brd.ro

Akčiový 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

Korea



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

Indie



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

Inflace



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



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



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



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

Jorge Garayo



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



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



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



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

Head of US Rates Strategy



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



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



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



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



Phoenix Kalen
(44) 20 7676 7305
phoenix.kalen@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 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 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>