

| Čtvrtletní zpráva |

Slovenské výhledy

Na růstu slovenské ekonomiky se podílejí všechny složky HDP



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

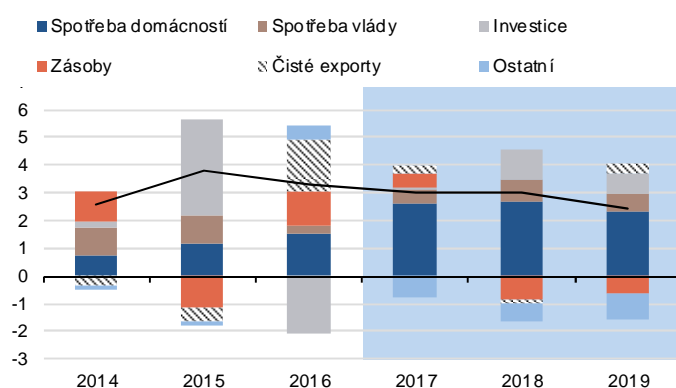


Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz

Očekáváme, že růst HDP dosáhne v letošním roce 3 %. Hlavním hybatelem zůstane zejména soukromá spotřeba dále podporovaná zpříšňováním podmínek na trhu práce. Investiční aktivita se v letošním roce také zlepší, když už některé známky pozorujeme navzdory souvisejícím nejistotám. Očekáváme, že obchodní bilance zůstane kladná, i když na nižší úrovni než vloni, protože vyšší investice zvýší dovozní aktivitu. Spotřebitelská inflace je podporována především korigovanou inflací. Celková inflace však bude stimulována také cenami pohonných hmot a potravin.

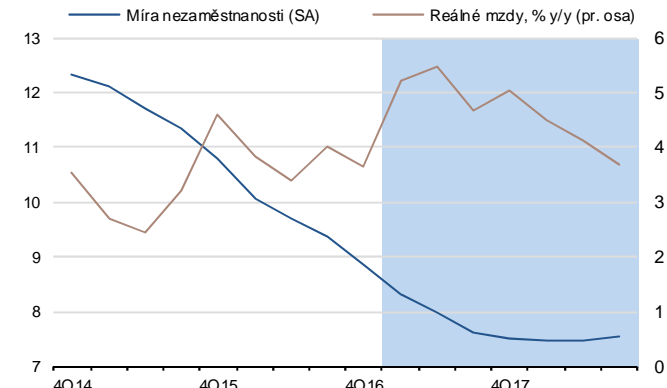
- **Soukromá spotřeba je podporována stále přísnějšími podmínkami na trhu práce.** Objem mezd a platů roste díky historicky vysoké zaměstnanosti a bude dále stimulován rostoucími mzdami. Přesto očekáváme, že situace na trhu práce se bude ještě zpříšňovat i příští rok.
- **Investice v letošním roce ožijí.** Investiční aktivita však podléhá několika (hlavně politickým) rizikům ze zahraničí, stejně jako rostoucím problémům firem nalézt dostatečně kvalifikovanou pracovní sílu.
- **Zlepšená investiční aktivita bude podporovat dovoz.** Současně zlepšování situace zahraničních obchodních partnerů povzbudí vývoz. Obchodní bilance zůstane v přebytku a čistý vývoz přispěje letos k růstu HDP pozitivně.

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



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

Podmínky na trhu práce se dále zpříšní



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

- **Meziroční inflace spotřebitelských cen dosáhla v únoru 1,2 % y/y, i když od té doby zpomalila na 0,8 % y/y v dubnu.** Přísné podmínky na trhu práce však přispějí k dalšímu zrychlení korigované inflace v letošním, ale hlavně v příštím roce. Ceny potravin a pohonných hmot také přispívají k celkové inflaci. Celková inflace v letošním roce dosáhne na 1,3 % a v roce 2018 zrychlí na 2,4 %.

Vnější prostředí a předpoklady prognózy

Rizika jsou spíše politického charakteru



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

Vyhlídky ekonomiky Spojených států i eurozóny zůstávají příznivé. Inflace se již dostala na vyšší úroveň, přičemž domácí poptávka slibuje slušný hospodářský růst. Oproti naší minulé prognóze došlo ke změně výhledu na politiku ECB. Ta podle našeho názoru oznámí další omezování odkupů aktiv už v září. Celý program bude ukončen v září 2018. V prosinci 2018 a v březnu 2019 pak podle ekonomů SG zvýší ECB úrokové sazby. Rizika naší prognózy jsou spíše politického charakteru. Čekají nás parlamentní volby ve Francii a Německu.

Spojené státy americké: daňová reforma podpoří růst

Hlavním tahounem růstu HDP zůstane spotřeba domácností.

Hospodářský růst Spojených států potáhne i nadále domácí poptávka. Spotřeba bude podporována růstem reálných mezd, přičemž plánované daňové škrtky zvýší disponibilní důchod domácností. Ožít by měly v letošním roce i firemní investice, a to především díky zlepšení situace v energetickém sektoru. Čisté exporty však zůstanou brzdou. HDP by tak za celý letošní rok měl vzrůst o 2,1 % po loňských 1,6 %. Inflace ve Spojených státech již pravděpodobně v únoru dosáhla svého vrcholu na úrovni 2,7 % y/y a v následujících měsících opět zpomalí. Za celý letošní rok by se v průměru měla pohybovat na úrovni 2,2 %, jádrová inflace pak na 2,0 %. Deflátor osobní spotřeby, preferovaný inflační indikátor Fedu, v únoru poprvé po pěti letech překročil úroveň 2 %. V dubnu však opět klesl na 1,7 %, což by nemělo být pro další zvyšování úrokových sazeb překážkou.

Ekonomové SG očekávají do konce letošního roku ještě dvojí zvýšení úrokových sazeb.

Obamacare a změny v zákoně Dodd-Frank jsou hlavní legislativní priority prezidenta Trumpa. Jejich dopad do růstu HDP by však byl, alespoň v krátkodobém horizontu, minimální. Vliv daňové reformy a daňových škrtů na reálnou ekonomiku je oproti tomu velmi podstatný a představuje v současné době jednu z hlavních nejistot spojených s vývojem v USA. To, v jaké podobě bude nakonec daňová reforma prosazena, bude mít vliv i na politiku americké centrální banky. Ekonomové SG očekávají do konce letošního roku ještě dvojí zvýšení úrokových sazeb (v červnu a září), v příštím roce pak trojí. V případě většího fiskálního stimulu by však mohlo být utižení měnových podmínek v USA ještě výraznější.

Eurozóna: omezování nákupů aktiv ECB oznámí v září

Růst HDP zůstane tažen domácí poptávkou.

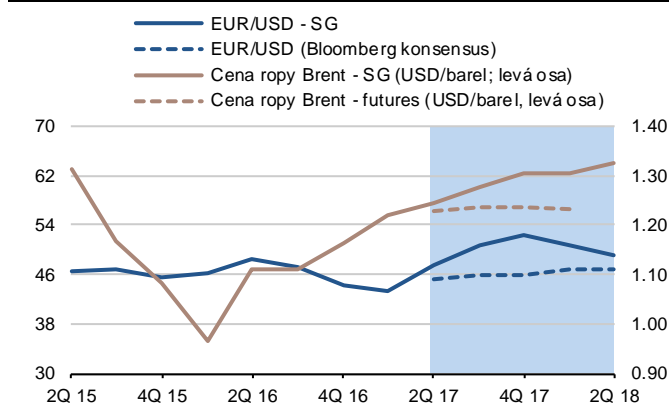
Růst HDP v eurozóně zůstane v letošním roce tažen domácí poptávkou. Mzdová dynamika bude nicméně pouze umírněná, zatímco inflace je ve srovnání s loňským rokem výrazně vyšší. Tempo růstu reálného hrubého disponibilního důchodu domácností tedy zpomalí. Mírně zvolní i růst zaměstnanosti. I tak ale důvěra spotřebitelů zůstane pravděpodobně na solidních úrovních, což by mělo vést k vyšší spotřebě a nižší míře úspor. Podstatným zdrojem růstu HDP by do budoucna měly zůstat i investice. Ty v roce 2016 přispěly do dynamiky HDP 0,5 pb. V roce 2017 a 2018 by to mělo být dalších 0,5 pb. Vzhledem k lepší než očekávané ekonomické výkonnosti německé ekonomiky v Q1 17 jsme růst HDP eurozóny pro letošní rok revidovali ze 1,5 % na 1,8 %.

K oznámení dalšího omezování odkupů aktiv ECB podle ekonomů SG přistoupí letos v září.

Inflace v eurozóně se pohybuje poblíž inflačního cíle ECB (v dubnu 1,9 % y/y). Za celý letošní rok by měla podle ekonomů SG dosáhnout v průměru 1,6 %, v roce 2018 pak 1,5 %. Jádrová inflace se zatím drží na nízkých úrovních. Její průměr v letošním roce dosáhne 1,0 %, přičemž v období 2018 – 2021 by to mělo být 1,3 %. Nízká inflace je důvodem, proč rétorika ECB zůstává stále holubičí. **K oznámení dalšího omezování odkupů aktiv ECB podle**

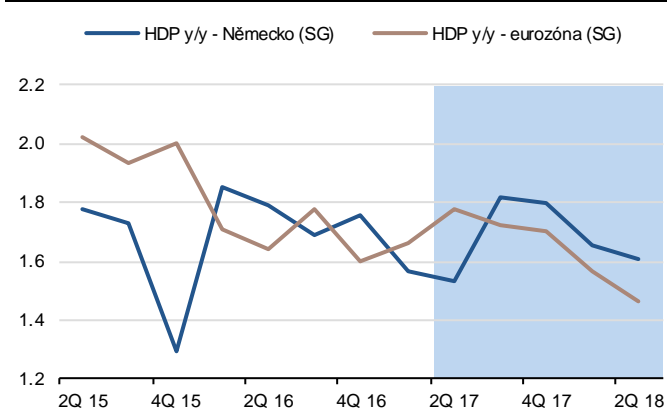
ekonomů SG přistoupí letos v září. Mělo by se jednat o 20 mld. EUR a proběhnout by mělo v říjnu. Další snížení o 10 mld. EUR by pak mělo následovat v lednu, v březnu, červnu a v září, kdy by měl být celý program ukončen. K výraznější změně ekonomové SG přistoupili u výhledu pro zvyšování úrokových sazeb. Vzhledem k tomu, že ekonomika eurozóny se v roce 2018 nad úroveň svého potenciálního produktu, zvýší ECB úrokové sazby už v prosinci 2018. Další zvýšení by mělo následovat v březnu 2019. To by znamenalo zvýšení depozitní sazby na nulu a repo sazbu na úroveň 0,25 %. **Z tohoto důvodu očekáváme kurz USD/EUR na konci letošního roku na úrovni 1,18 USD/EUR.**

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

Situace na trhu práce zůstává utažená, mzdy rostou.

Německo: ekonomika si udrží solidní růst

Německá ekonomika si v loňském roce připsala 1,9 %. V letošním roce by růst HDP měl podle ekonomů SG dosáhnout úrovně 1,8 %, v příštím roce pak 1,6 %. Hlavním motorem ekonomiky zůstane domácí poptávka. Situace na trhu práce zůstává utažená. Míra nezaměstnanosti by v příštím roce měla klesnout na 5,8 % a zůstat tak výrazně pod mírou nezaměstnanosti nezrychlující inflaci (NAIRU), kterou odhadujeme na úrovni 6,6 %. To by mělo vytvářet další tlak na růst mezd. Jejich nejvýraznější nárůst ovšem očekáváme až v příštím roce, kvůli končícím mzdovým ujednáním v oblasti v průmyslovém sektoru. Spotřebitelská důvěra zůstává vysoká, což se odráží v ochotě domácností utrácet. K tomu přispívá i již zmiňovaná příznivá situace na trhu práce a očekávané povolební daňové škrtky. Spotřeba vlády bude s největší pravděpodobností nafouknuta výdaji spojenými s migrací, očekáváme i vyšší veřejné investice. Naopak čisté exporty budou hospodářský růst zřejmě brzdit. Riziko pro domácí spotřebu představuje rostoucí inflace. Za celý letošní rok však v průměru zřejmě nepřesáhne 1,8 %.

V září Německo čekají volby.

Hlavní nejistoty jsou spíše politického charakteru. Na podzim (24. září) čekají Německo parlamentní volby. To by mohlo znamenat konec současné vládnoucí velké koalice, přičemž novými vládními partnery CDU by se mohli stát Zelení a FDP.

Středoevropský region: inflace stoupá

První zvýšení sazeb v Česku již v Q4 17.

Inflace ve středoevropském regionu zaměřila v prvních měsících letošního roku směrem nahoru. V Maďarsku v dubnu činila 2,2 % y/y, v Polsku se pohybuje kolem 2 % y/y. Rostoucí spotřebitelské ceny se promítají i do měnové politiky regionálních centrálních bank. Česká národní banka reagovala na rostoucí inflaci zrušením kurzového závazku. Ve druhém pololetí by inflace měla dále nabrat na tempu, což podle našeho názoru přiměje Českou národní

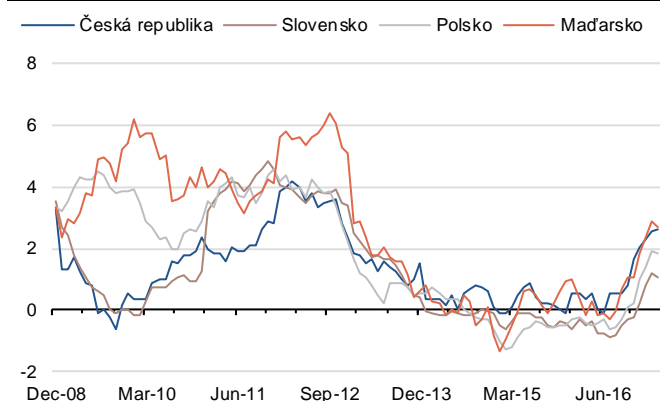
banku v Q4 17 zvýšit úrokové sazby. V příštím roce pak sazby zvýší celkem čtyřikrát. Pokud koruna výrazněji neposílí (směrem k úrovním kolem 26,00 CZK/EUR), může první zvýšení sazeb přijít již na srpnovém zasedání (více naleznete v našich *Ekonomických výhledech* na bit.ly/CEO2q17CZ). V Polsku zůstanou úrokové sazby letos zřejmě beze změny na úrovni 1,5 %. Rostoucí inflace však představuje pro naši prognózu riziko. Maďarská centrální banka udržuje měnové podmínky velmi uvolněné, a to i navzdory rostoucí inflaci. Na svém březnovém zasedání rozhodla o dalším snížení limitu pro vstup komerčních bank do tříměsíční depozitní facility, a to z původních 750 mld. HUF na 500 mld. HUF. Snaží se tím zvýšit likviditu na mezibankovním trhu a zároveň tlačí úrokové sazby směrem dolů. Maďarský forint bude tedy podle našeho očekávání do konce roku mírně oslabovat (na 314 HUF/EUR na konci roku), polský zlotý by měl naopak posílí na 4,13 PLN/EUR.

HDP v regionu letos zrychlí.

Hospodářský růst regionu by měl letos ve srovnání s loňským rokem mírně zrychlit.

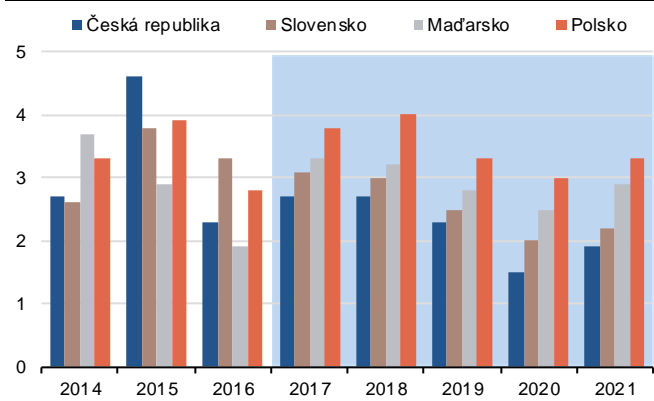
Hlavním hnacím motorem by měla zůstat spotřeba domácností. Kvůli nedostatku pracovní síly a trhu práce mzdy v regionu porostou i letos. Z disponibilního příjmu domácností však již výrazněji ukrojí inflace. I navzdory oživené světové poptávce budou čisté exporty hospodářský růst regionu zřejmě brzdit. Naopak investice by po loňském propadu měly nabrat na tempu.

Inflace v regionu rychle stoupá



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

Růst HDP nabere na tempu



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

Makroekonomická prognóza

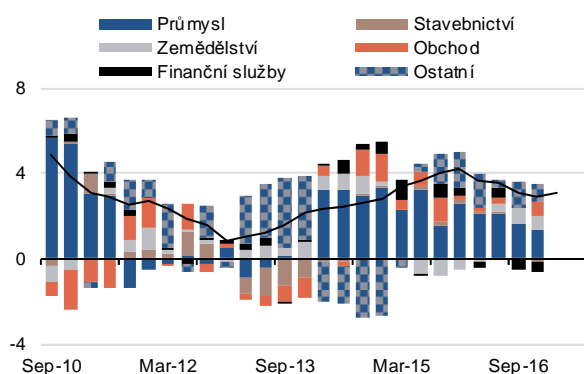
Domácí inflační tlaky budou narůstat



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

Slovenská ekonomika prokázala svou dobrou ekonomickou kondici tím, že v prvním čtvrtletí zaznamenala růst o 0,8 % q/q. Celkově v letošním roce pak podle našeho odhadu přidá 3 %, což bude způsobeno především soukromou spotřebou. Ta bude benefitovat z dalšího zpřísnění podmínek na trhu práce. Růst bude podpořen také oživením investiční aktivity, jehož první známky jsou už viditelné. Přísné podmínky na trhu práce se odráží v korigované inflaci, která je hlavním faktorem podporujícím celkovou inflaci. Ovšem i ceny potravin a pohonných hmot pozitivně přispějí k celkové inflaci, která letos dosáhne 1,3 %.

Zdroje růstu HDP (% , y/y)

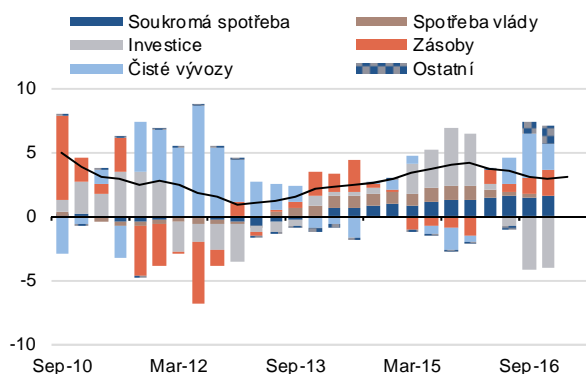


Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Investice se na počátku roku odrazily ode dna.

Soukromá spotřeba zůstává klíčovým faktorem růstu podporovaná utahujícím se trhem práce.

Složky poptávky HDP (% , y/y)

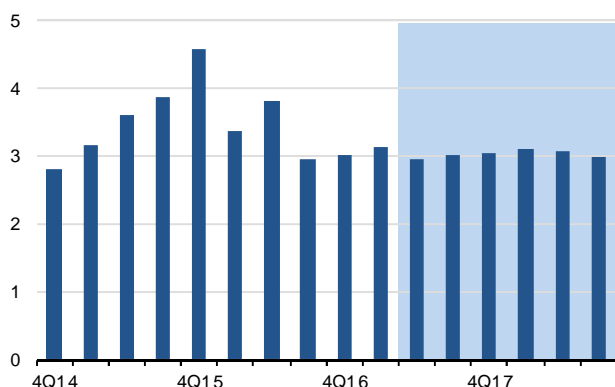


Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Slovenská ekonomika zopakovala svůj růst z posledního čtvrtletí roku 2016 a v Q1 17 opět přidala 0,8 % q/q (SWDA). Meziroční dynamika tak zrychlila na 3,1 % (SA). Předpokládáme, že investiční aktivita se už odrazila ode dna. Mezičtvrtletní dynamika investic se vrátila k pozitivním hodnotám, ale v meziročním vyjádření zůstala stále mírně negativní. Dovožní náročnost investic stimulovala zrychlení importu. Ten srazil příspěvek čistého vývozu do negativních hodnot stejně jako v Q4 16. Soukromá spotřeba dále zlepšila svou mezičtvrtletní dynamiku na 1,1 %. Podobně tak spotřeba vlády přidala 0,4 % q/q oproti poklesu na konci loňského roku.

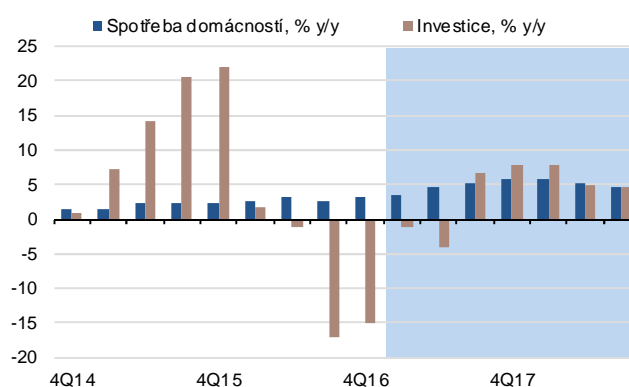
Obecně by růst HDP v letošním roce měl opět záviset na soukromé spotřebě jako na klíčovém faktoru růstu. Domácnosti budou těžit ze zpřísněných podmínek na trhu práce, které podpoří jejich příjmy. Očekáváme, že to posune soukromou spotřebu k 4,7 % růstu v letošním roce a dále utahující se trh práce v roce 2018 pak bude podněcovat spotřebitele k útratám o 5,1 % vyšším než v roce 2017.

Slovenská ekonomika si udrží své současné tempo (% y/y)



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

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



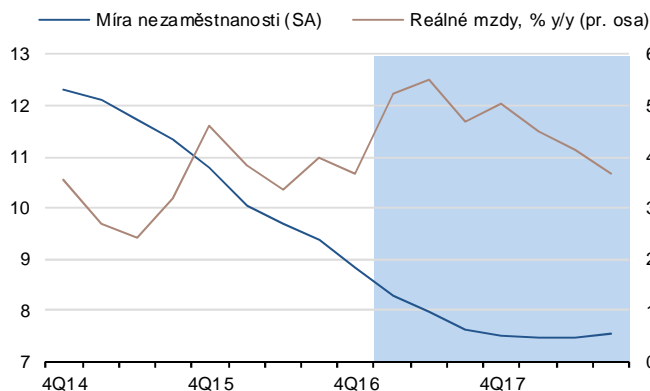
Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Utahující se situace na trhu práce podporuje výdaje domácností díky rostoucí zaměstnanosti i mzdám.

Míra nezaměstnanosti klesne v příštím roce na 7,5%.

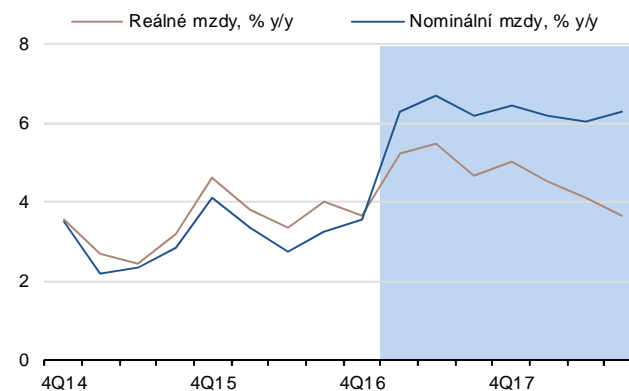
Zvyšující se participace na trhu práce, stejně jako postupný pokles míry nezaměstnanosti podél klesajícího trendu, zvyšuje počet odpracovaných hodin. Míra nezaměstnanosti dosáhne v první polovině roku 2018 svého lokálního minima na úrovni 7,5 %. V průměru pak míra nezaměstnanosti v letošním roce dosáhne 7,9 % a v roce 2018 dále poklesne na 7,5 %.

Klesající nezaměstnanost podpoří mzdový růst (% y/y)



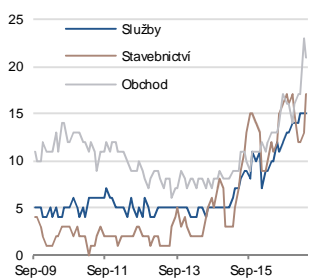
Zdroj: SSÚ, MPSVR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rostoucí inflace bude omezovat tempa růstu reálných mezd (% y/y)



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

Nedostatek pracovní síly se zvyšuje (bilance konjunkturního šetření)



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

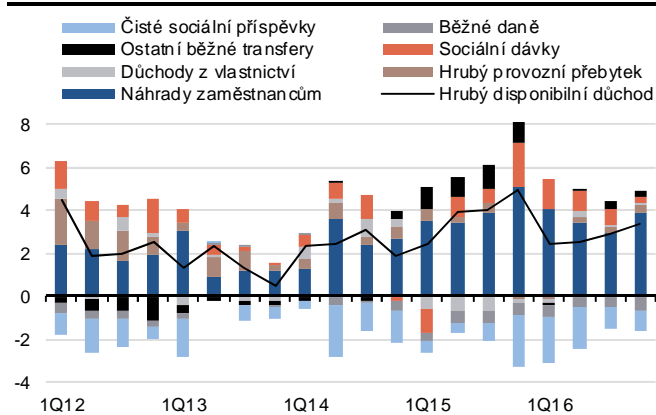
Nejen klesající míra nezaměstnanosti je pro trh práce pozitivní, ale i zaměstnanost se dále zvyšuje (0,3 % v Q1 17). Meziroční růst dosáhl 2 %. Očekáváme, že zaměstnanost bude dále růst, ač pomalejším tempem, jelikož zásoby dostupné pracovní síly se snižují navzdory přílivu zahraničních pracovníků. Klesající nezaměstnanost a rostoucí zaměstnanost ženou míru participace k historickým maximům.

Nedostatek nabídky práce, který je v podnikatelských průzkumech zaznamenáván stále více, vyvolává silnější mzdové tlaky. Reálná mzda se v letošním roce zvýší o 5,1 %. Akcelerující inflace v příštím roce omezí dynamiku reálné mzdy na stále solidních 3,9 % v roce 2018.

Hrubý disponibilní příjem se zvyšuje.

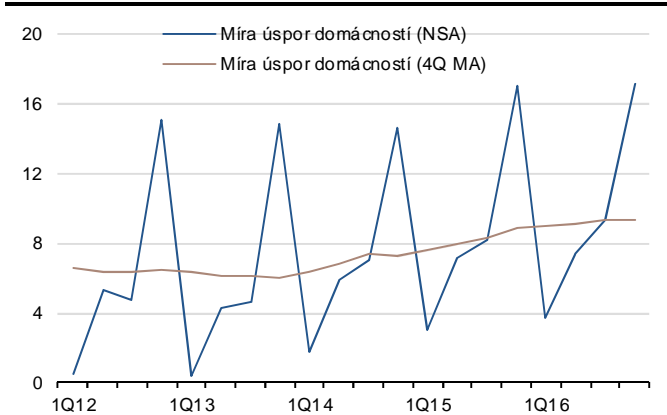
Jak objem práce (odpracované hodiny), tak i kompenzace (mzdy) stimulují hrubý disponibilní důchod, zejména zrychlující se tempo růstu odměn zaměstnancům. **Očekáváme, že solidní dynamika disponibilního důchodu bude pokračovat i v příštím roce, neboť podmínky na trhu práce budou stále přísnější.**

Disponibilní příjem zrychluje s rostoucím objemem mezd (% y/y, pb)



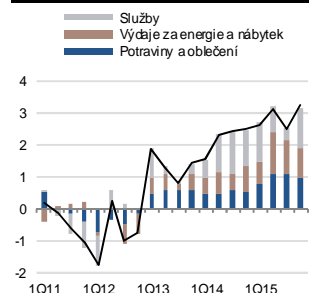
Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Míra úspor postupně roste, ale nesnižuje spotřebu (%)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

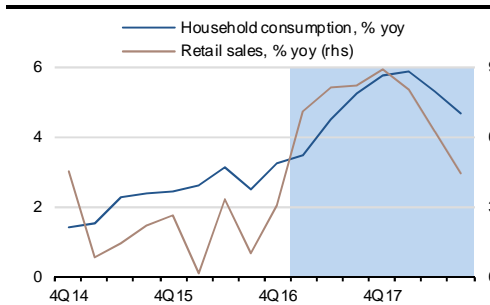
Zbytné zboží podporuje růst spotřeby domácností (% y/y, pb)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

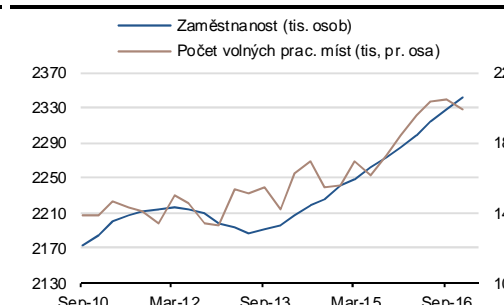
Maloobchodní prodej silně těží z rostoucího disponibilního důchodu domácností. Současně to dokazuje, že rostoucí míra úspor není překážkou pro spotřebu ani pro maloobchodní tržby. Očekáváme, že maloobchodní tržby v letošním roce zrychlí na 8,1 % a v roce 2018 přidají 5,6 %. Naše revize růstu směrem vzhůru je způsobena rychlým tempem v prvním čtvrtletí roku. Maloobchodní tržby zrychlily meziroční dynamiku z 3 % v posledním čtvrtletí roku 2016 na 6,8 % v Q1 17 hlavně díky růstu internetového prodeje. Domácnosti utrácí více i za služby, což je viditelné v rozdělení soukromé spotřeby podle účelu.

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



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

Zaměstnanost stále roste (% y/y)



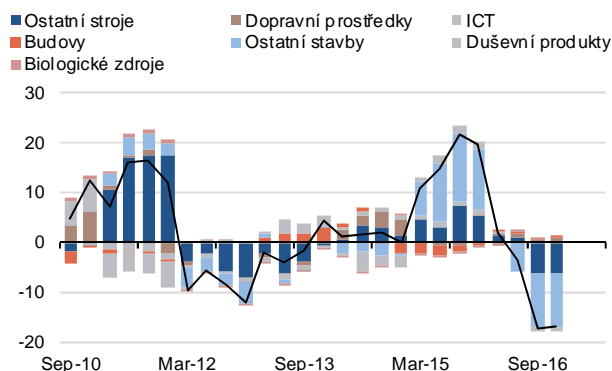
Zdroj: SSÚ, MPSVR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Soukromé investice konečně ve Q4 16 vzrostly.

Naše předpověď ukazuje, že investice budou tento rok přispívat do růstu HDP pozitivně, i když jejich růst bude marginální. Ke snížení investic došlo hlavně z důvodu omezení vládních investic. Nicméně tento pokles byl podpořen i investicemi nefinančních podniků během celého loňského roku s výjimkou posledního čtvrtletí. Ty však stále plně nevyvážily nedostatek vládních investic, neboť firmy se obecně zdráhají investovat v důsledku zvýšené nejistoty plynoucí převážně ze zahraničí (viz kapitola *Rizika* na konci zprávy). Dynamika soukromých investic je slabá i přes vysoké využití průmyslových kapacit, které zaútočilo na

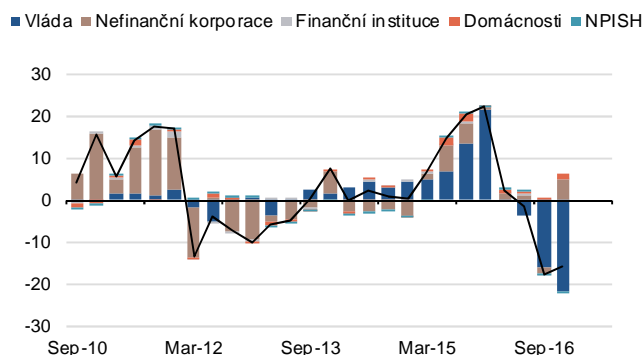
historicky nejvyšší hodnoty z roku 2007. V celku tedy vidíme jen malý nárůst investic o 2,4 % v tomto roce, který v následujícím roce zrychlí na 5,4 %.

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



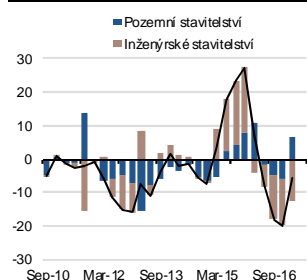
Zdroj: SSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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



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

Pozemní stavitelství už přispívá kladně (% y/y, pb)

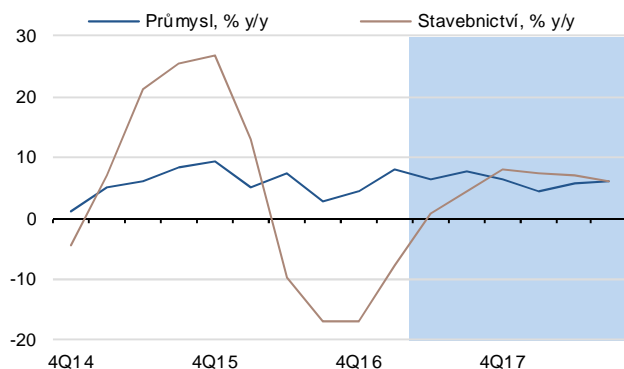


Zdroj: SSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Některé náznaky odrazení investic ode dna jsou již viditelné. Růst pozemního stavitelství snižuje pokles celého sektoru. Inženýrské stavitelství však stále přispívá negativně, což je způsobeno zaostávajícími kapitálovými výdaji vlády a stále pomalou vládní činností při čerpání prostředků z fondů EU. Čerpání dosáhlo ke konci dubna 2017 pouze 5 % z přidělené kvóty na období 2014-2020. Nicméně očekáváme, že stavebnictví letos přidá 1,3 % a v následujícím roce dále vzroste o 6,5 %.

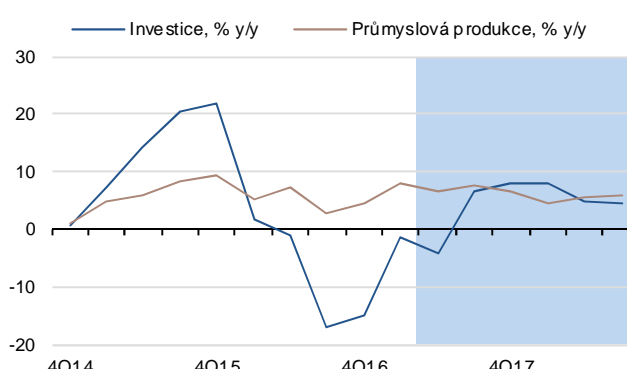
Průmyslová činnost ve srovnání se stavebnictvím vstoupila do letošního roku pravou nohou, když v Q1 17 přidala 3,5 % q/q (meziročně 7,9 %). Tento růst podpořila většina subsektorů. Neočekáváme, že dynamika zaznamenaná na začátku roku bude pokračovat. Zpomalení však bude postupné. Proto očekáváme, že průmysl v průběhu celého roku 2017 v průměru přidá 7,1%.

Stavebnictví ožije a průmysl si udrží svoje růstové tempo (% y/y)



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

Investice ožijí v H2 17 (% y/y)



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

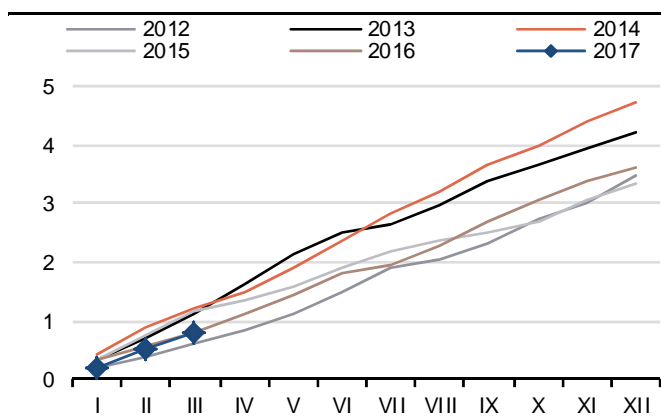
Domníváme se, že čistý vývoz přispěl k meziročnímu růstu HDP v Q1 17 pozitivně, ačkoliv o něco méně. Obnovené investice totiž vyvolaly nárůst importu z důvodu jejich vysoké dovozní náročnosti. Nicméně solidní ekonomická výkonnost většiny významných

Exportní aktivitu podporovali partneři v EU s výjimkou těch největších: Německa, Polska a České republiky.

obchodních partnerů podpořila i dynamiku vývozu na solidní úrovni. Vývozní činnost za Q4 16 byla podpořena obchodními partnery v EU, ale překvapivě ne Německem, Polskem či Českou republikou. Vývozní výkonnost slovenské ekonomiky tak byla pak dána ostatními evropskými partnery, stejně jako USA a Ruskem, do nichž se vývoz zvýšil. Dovozní výkonnost byla meziročně vyšší i u většiny zemí důležitých obchodních partnerů s výjimkou České republiky.

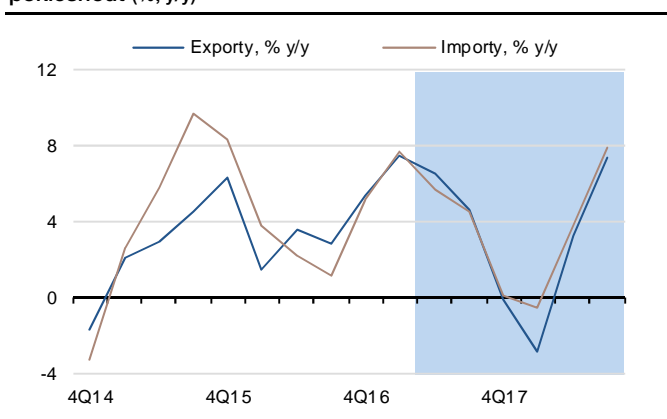
Z pohledu komoditní struktury vyplývá, že vývozy v Q4 16 byly podporovány všemi hlavními exportními položkami. Vývozy dopravních prostředků vzrostly meziročně o 5,3 %. Dynamika dovozu byla také tažena všemi hlavními komoditními položkami. Tedy i přes měnící se geografickou strukturu obchodu hlavní obchodní položky se podílejí na zahraničním obchodu a mělo by tomu tak zůstat i v dalším období.

Bilance zahraničního obchodu kopíruje rok 2016 (mld. EUR)



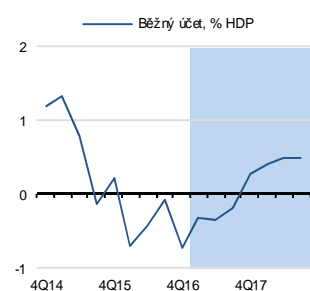
Zdroj: SSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Exportní a importní dynamika by měla na konci roku dočasně poklesnout (% y/y)



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

Bilance běžného účtu se zlepší

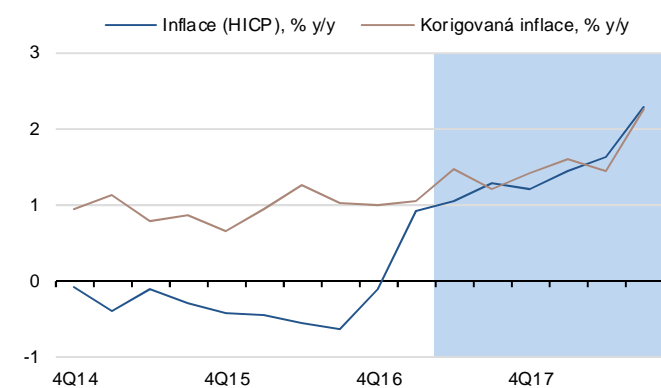


Zdroj: NBS, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výkonnost slovenských obchodních partnerů by měla v letošním roce dále stimulovat vývoz (4,7 %). Nicméně se domníváme, že zlepšení investiční aktivity podpoří i růst dovozu, a to o 4,5 %. Navzdory této dynamice by obchodní bilance měla dosáhnout přebytku ve výši 3,9 mld. EUR. Pokud jde o rok 2018, předpokládáme, že obchodní bilance se mírně zhorší o 0,4 mld. EUR, neboť investice se výrazně zlepší, což způsobí akceleraci dovozu. I přesto zůstane obchodní bilance hlavním faktorem přebytku běžného účtu, neboť primární i sekundární důchody budou mít negativní dopad.

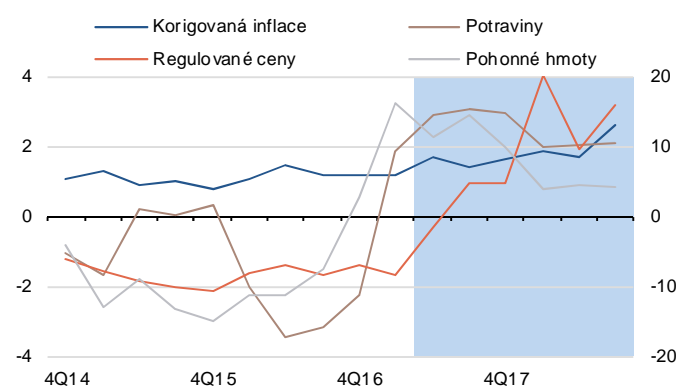
Podle našeho očekávání spotřebitelská inflace zrychlila v prvním čtvrtletí roku až na 1,2 % y/y v únoru. Od té doby sice inflační tlaky polevily na 0,8 % y/y v dubnu, ale i tak je spotřebitelská inflace podporována všemi hlavními položkami kromě regulovaných cen. Jejich dynamika zůstává záporná, což odráží minulé nízké ceny energií a politickou neochotu regulované ceny zvyšovat. Korigovaná inflace je klíčovým růstovým faktorem inflace a zůstane tomu tak i do budoucna. Vzhledem k neustále se zpříšňujícím podmínkám na trhu práce, což reprezentuje zejména klesající míra nezaměstnanosti a posilující mzdové tlaky, bude korigovaná inflace udržovat svou dynamiku v letošním roce a zrychlí v roce 2018. Vzhledem k tomu, že se předpokládáme další růst cen pohonných hmot i potravin, dosáhne celková inflace v letošním roce 1,3 %. Dokonce i regulované ceny by měly ukončit svůj pokles a zůstat stabilní. Utahující se trh práce bude stále více stimulovat korigovanou inflaci a zrychlovat celkovou inflaci na 2,3 % v roce 2018.

Růst spotřebitelských cen bude dále akcelerovat (% y/y)



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

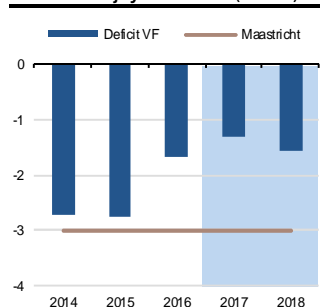
Všechny složky inflace zrychlují (% y/y)



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

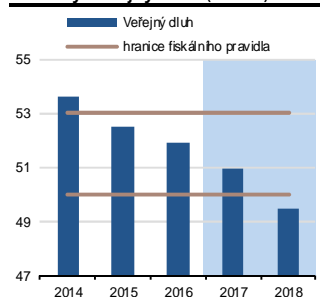
Veřejný sektor

Deficit veřejných financí (% HDP)



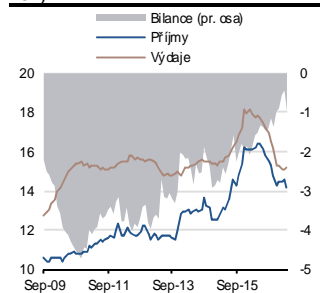
Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Celkový veřejný dluh (% HDP)



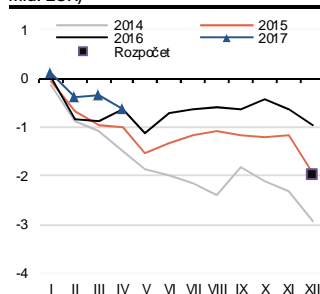
Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

Výkon ekonomiky zvyšuje rozpočtové příjmy

Podíl deficitu veřejných financí na HDP za loňský rok byl potvrzen na úrovni -1,7 %, což pozitivně překonalo naše očekávání. Současná rozpočtová situace je také dobrá, protože solidní výkonnost domácí ekonomiky podporuje růst rozpočtových příjmů. Na snižování rozpočtového schodku mají vliv i zaostávající kapitálové výdaje.

Notifikovaný poměr schodku veřejných financí k HDP v roce 2016 dosáhl -1,7 %. Deficit centrální vlády ve výši -1,9 % a deficit fondů sociálního pojištění -0,3 % byly částečně kompenzovány přebytkem hospodaření místních rozpočtů ve výši 0,6 % HDP. Mezi další pozitivní faktory loňského lepšího hospodaření vlády patřily nižší potřeba spolufinancování fondů EU ale i příspěvky do rozpočtu EU, jakož i vyšší rozpočtové příjmy. Veřejný dluh loni klesl na 51,9 % HDP. Obě čísla nás svým loňským vývojem příjemně překvapila.

Vládní příjmy za první čtyři měsíce roku 2017 byly o 2,6 % nižší než v loňském roce. Tento pokles je ovšem pouze dočasný, a to kvůli jednorázovým efektům. Očištěno o tyto efekty dosahují rozpočtové příjmy konzistentně od začátku roku lepší výsledky a vykazují solidní dynamiku díky daňovým příjmům profitujících z dobrého výkonu ekonomiky. Daňové příjmy rostou jak kvůli výnosům z daní z příjmů, tak i výběru daní z produktů. Daň z příjmů fyzických osob se meziročně zvýšila o 8,5 %, ovšem daň z příjmu právnických osob je dočasně nižší kvůli jednorázovým vlivům. Naopak daní z výrobků se vybralo o 14,5 % více než loni, o 19 % vzrostl výběr DPH a 4,3 % přidal výběr spotřebních daní. Příjmy státního rozpočtu ovšem postrádají významnější příliv finančních prostředků z EU, který se stále nezotavil a značně zaostává za rozpočtovým plánem. Ke konci dubna byl příliv evropských peněz meziročně nižší o 62,8 %, protože ještě v dubnu 2016 byl zaznamenán relativně vysoký příliv prostředků z fondů EU dozívající po zvýšené snaze o čerpání v roce 2015. Slovenské ministerstvo financí oznámilo, že na konci dubna čerpání EU fondů dosáhlo pouze 5 % přidělené kvóty pro současné programové období 2014-2020.

Na rozdíl od příjmů výdaje zaostávají konzistentně za vývojem v loňském roce (v dubnu -2,5 %). Zatímco běžné výdaje vzrostly o 2,3 % y/y a jejich růst byl rovnoměrně rozložen mezi jednotlivé podskupiny, kapitálové výdaje jsou výrazně nižší (o 46 % y/y), což svědčí o neschopnosti vlády investovat.

Celkově podle metodiky ESA 2010 očekáváme, že podíl schodku na HDP se v letošním roce zlepšil z loňských -1,7 % na -1,3 %. V důsledku toho poměr veřejného dluhu k HDP poklesne na 51 %. V delším horizontu je dlouhodobý rozpočtový výhled vlády předložený v rámci Paktu o stabilitě a růstu oproti našemu odhadu opět poměrně optimistický. Optimismus vlády pochází ze dvou zdrojů. Prvním je vyšší růst HDP než v naší prognóze. Druhým důvodem je loňská výkonnost rozpočtu a oznámené výsledky, které byly daleko lepší, než se očekávalo. To tak zrevidovalo vládní očekávanou trajektorii dále směrem k nižšímu schodku. Nesdílíme optimismus vlády ohledně snižování schodku od příštího roku, protože v roce 2018 vidíme zvýšenou investiční aktivitu, která by měla opět zhoršit poměr rozpočtového schodku k HDP. Od roku 2019 pak očekáváme zhoršující se ekonomickou situaci v zahraničí, která by měla snížit výkonnost domácí ekonomiky a být důvodem zhoršování fiskální situace. Poměr dluhu k HDP by podle našich odhadů měl klesnout v letech 2017 a 2018. Na základě vývoje rozpočtového schodku a zpomalení hospodářství pak začne poměr dluhu k HDP opět narůstat.

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

	ARDAL (prosinec 2016)	KB (květen)
Výpůjční potřeby		
Rozpočtový deficit	2014,4	1094,3
Zpětné odkupy dluhopisů		500,0
Splatné pokladniční poukázky	300,0	400,0
Splatné dluhopisy		3495,9
Splatné Eurodluhopisy	1000,0	1000,0
Splatné půjčky		20,0
Celkově	6500,0	6510,2
Financování		
Hrubá emise dluhopisů (v aukcích)		3300,0
Hrubá emise dluhopisů (syndikovaná)		3000,0
Hrubá emise pokladničních poukázek (přesahující kal. rok)		0,0
Půjčky		200,0
Čerpání likviditní rezervy		10,2
Celkové financování		6510,2
<i>Změna dluhu</i>		<i>1084,1</i>

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ARDAL

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

	ARDAL (prosinec 2016)	KB (květen)
Výpůjční potřeby		
Rozpočtový deficit		1416,7
Zpětné odkupy dluhopisů		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
Splatné půjčky		20,0
Celkově		5087,3
Financování		
Hrubá emise dluhopisů (v aukcích)		2800,0
Hrubá emise dluhopisů (syndikovaná)		2000,0
Hrubá emise pokladničních poukázek (přesahující kal. rok)		0,0
Splatné půjčky		200,0
Čerpání likviditní rezervy		87,3
Celkové financování		5087,3
<i>Změna dluhu</i>		<i>1329,4</i>

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ARDAL

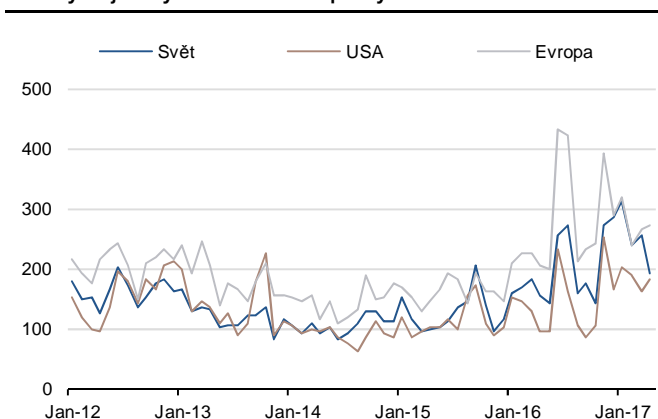
Rizika prognózy

Politická nejistota je hlavním rizikem pro vývoj v letošním roce.

Politická nejistota plynoucí převážně ze zahraničí je hlavním rizikem spojeným s prognózou, které ji vychyluje negativním směrem. Avšak i domácí ekonomika vytváří několik rizik. Identifikovali jsme následující rizika:

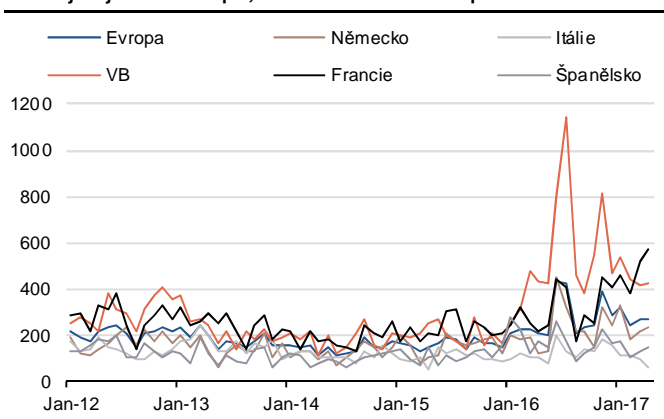
- **Hlavní riziko související s politikou bylo vyřešeno pozitivním směrem, když prezidentské volby ve Francii vyhrál centristický a proevropský kandidát E. Macron. Obecné parlamentní volby ve Francii v červnu potom naznačí, jak silný mandát bude francouzský prezident vykonávat.**
- Politická reprezentace ve Spojených státech nepřesvědčila finanční trhy o své kompetenci. Opakovaná nedorozumění a protichůdná prohlášení uvnitř vlády a/nebo zaměstnanců Bílého domu dále přispívají k politické nejistotě.
- **Politická nestabilita v Evropě je formována britským procesem odchodu z EU (nemluvě o předčasných volbách ve Velké Británii, které budou 8. června).** Nejistota plynoucí z brexitu se zvýšila od doby, kdy Evropský soudní dvůr rozhodl, že obchodní ujednání se Singapurem nemohou být ratifikována vládami na úrovni Rady EU¹, ale potřebují schválení 38 celostátních a regionálních shromáždění v celé EU. Tento precedens pro jednání o brexitu naznačuje buď delší trvání procesu brexitu a/nebo vyšší pravděpodobnost „tvrdého“ brexitu.
- **Vyhledky výsledku v parlamentních volbách v Německu v září jsou pro dosavadní kancléřku Merkelovou a její CDU/CSU pozitivní.** Podařilo se jí totiž vyhrát všechny tři nedávné volby ve spolkových státech. Schulzův efekt² tedy mizí a velká koalice už není nejpravděpodobnějším volebním výsledkem. A co je nejdůležitější, podpora radikálnějších stran zůstává na nízké úrovni.

Indexy nejistoty ve světě míří zpátky dolů...



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

... stejně jako v Evropě, ale i ve Francii brzo poklesnou.



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

¹ Obchodní dohody, včetně dohod o nepřímých zahraničních investicích a řešení sporů mezi investory a státy, musí být schváleny na vnitrostátní úrovni. Tak se vyjádřili soudci evropského soudu v Lucemburku.

² Martin Schulz, bývalý prezident Evropského parlamentu a současný vůdce SPD, se v březnu vrátil do německé stranické politiky a předvolební průzkumy SPD v reakci na to následně vyskočily.

Následující rizika vycházejí pouze z domácí ekonomiky:

- **Nedostatek nabídky kvalifikovaných pracovních sil by mohl omezit investice ještě více než v základním scénáři prognózy.** Toto riziko může být ještě zvětšeno kvůli zaostávajícím vládním kapitálovým výdajům.
- Negativní riziko souvisí s vývojem korigované inflace. **Síla přenosu z utaženého trhu práce na růst mezd a následně korigovanou inflaci může být dočasně utlumená.**

Klíčové makroekonomické ukazatele

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	2016	2017	2018
HDP (reálný růst, y/y, %)	3,0	3,1	3,0	3,0	3,0	3,1	3,1	3,0	3,3	3,0	3,0
Spotřeba domácností (reálné, y/y, %)	3,2	3,4	4,5	5,2	5,7	5,9	5,3	4,7	2,9	4,7	5,1
Fixní investice (reálné, y/y, %)	-15,0	-1,2	-4,0	6,8	8,0	7,9	5,0	4,5	-7,8	2,4	5,4
Zahraníční obchod (mld. EUR)	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6	0,7	0,8	3,6	3,1	2,9
Průmyslová výroba (reálný růst, y/y, %)	4,5	7,9	6,5	7,6	6,5	4,5	5,7	6,0	5,0	7,1	5,5
Stavebnictví (reálný růst, y/y, %)	-16,9	-7,7	0,7	4,3	8,0	7,6	7,1	6,0	-7,6	1,3	6,5
Maloobchod (reálný růst, y/y, %)	3,1	7,0	8,1	8,2	8,8	8,0	6,2	4,4	1,9	8,1	5,6
Mzdy (reálný růst, y/y, %)	3,7	5,2	5,5	4,7	5,0	4,5	4,1	3,7	3,7	5,1	3,9
Nezaměstnanost (UPSVR, %)	8,8	8,3	8,0	7,6	7,5	7,5	7,5	7,5	9,5	7,9	7,5
Inflace (HICP, y/y, %)	-0,1	1,0	1,2	1,5	1,4	1,7	1,9	2,6	-0,5	1,3	2,3
Korigovaná inflace (y/y, %)	1,2	1,2	1,7	1,4	1,6	1,9	1,7	2,6	1,2	1,5	2,3
Ceny potravin (y/y, %)	-2,3	1,9	2,9	3,1	3,0	2,0	2,0	2,1	-2,7	2,7	2,0
Ceny pohonných hmot (y/y, %)	2,8	16,2	11,4	14,5	9,9	4,0	4,5	4,1	-6,8	13,0	4,2
Regulované ceny (y/y, %)	-1,4	-1,7	-0,3	0,9	0,9	4,0	1,9	3,2	-1,5	0,0	3,2

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

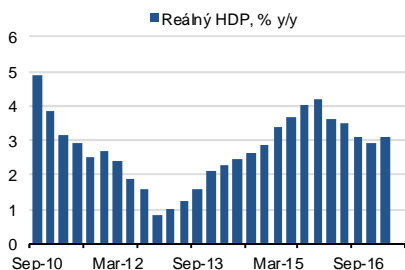
Roční makroekonomické ukazatele slovenské ekonomiky

		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	84,4	89,7	95,2	100,0
Hrubý domácí produkt	reálný růst, %	1,7	1,5	2,6	3,8	3,3	3,0	3,0	2,4	1,9
Průmyslová výroba	reálný růst, %	7,9	3,9	3,5	7,2	5,0	7,1	5,5	4,3	3,0
Stavební výroba	reálný růst, %	-11,8	-4,6	-2,8	20,1	-7,6	1,3	6,5	4,2	2,6
Maloobchodní tržby	reálný růst, %	1,3	0,2	3,7	1,8	1,9	8,1	5,6	4,1	1,7
Míra nezaměstnanosti	konec období, %	12,5	13,6	14,4	10,5	8,6	8,5	8,7	9,2	9,9
Celkové mzdy	nominální, průměr období, €	806	824	858	883	912	972	1033	1094	1149
Celkové mzdy	reálný růst, %	-1,2	0,9	4,2	3,2	3,7	5,1	3,9	3,2	2,4
Spotřebitelské ceny	HICP, průměr období, %	3,7	1,5	-0,1	-0,3	-0,5	1,3	2,3	2,6	2,4
Spotřebitelské ceny	HICP, konec období, %	1,3	4,6	3,4	-0,5	0,5	1,5	2,9	2,3	2,5
Zahraníční obchod	běžné ceny, mld. EUR	3,6	4,2	4,7	3,3	3,7	3,9	3,5	3,7	3,9
Vývozy	běžné ceny, mld. EUR	62,1	64,2	64,7	67,7	70,1	73,8	77,2	83,4	88,6
Dovozy	běžné ceny, mld. EUR	58,6	59,9	60,0	64,4	66,4	69,9	73,7	79,7	84,7
Vývozy	nominální růst, %	9,2	3,5	1,5	4,0	3,3	4,7	4,4	7,8	6,0
Dovozy	nominální růst, %	4,9	2,4	0,8	6,7	3,1	4,5	5,3	7,9	6,0
Běžný účet platební bilance	běžné ceny, mld. EUR	0,7	1,1	0,9	0,2	-0,6	0,2	0,5	0,6	0,7
Běžný účet platební bilance	% HDP	0,9	1,5	1,2	0,2	-0,7	0,3	0,6	0,6	0,7
Obchodní bilance	% HDP	3,4	4,1	3,8	2,7	2,9	4,2	4,4	4,5	4,7
Bilance služeb	% HDP	0,6	0,5	0,1	0,1	0,4	0,3	0,1	-0,2	-0,5
Bilance výnosů	% HDP	-1,7	-0,9	-1,1	-1,2	-2,5	-2,7	-2,5	-2,4	-2,3
Saldo veřejného sektoru	% HDP	-4,3	-2,7	-2,7	-2,7	-1,7	-1,3	-1,6	-2,1	-2,8
Dluh vládního sektoru	mld. EUR	37,9	40,6	40,7	41,3	42,1	43,0	44,4	46,5	49,2
Dluh vládního sektoru	% HDP	52,2	54,7	53,6	52,5	51,9	51,0	49,5	48,8	49,2
Zahraníční zadluženost	% HDP	75,5	81,5	89,2	85,5	91,1	87,0	82,0	79,5	74,2

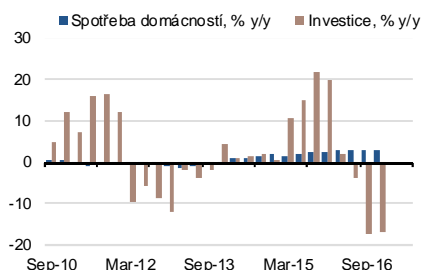
Zdroj: Eurostat, SSÚ, NBS, MF, UPSVR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

Makroekonomické ukazatele

HDP (y/y)



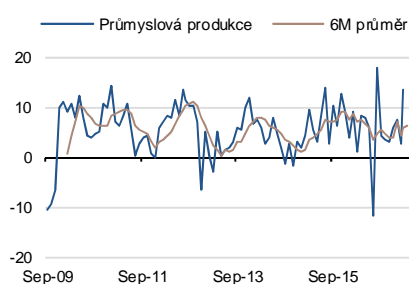
Spotřeba domácností, investice (y/y)



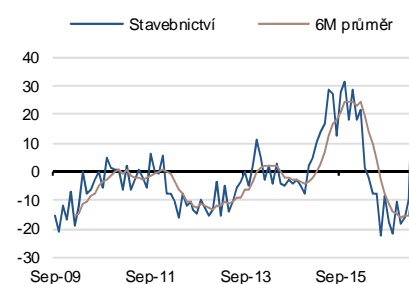
Čistý vývoz



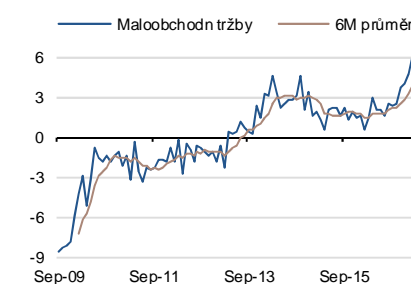
Průmysl (y/y)



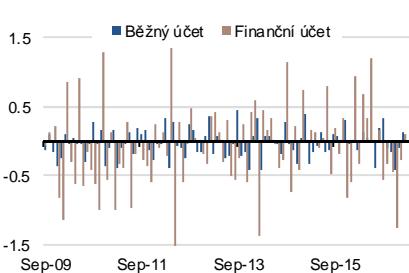
Stavebnictví (y/y)



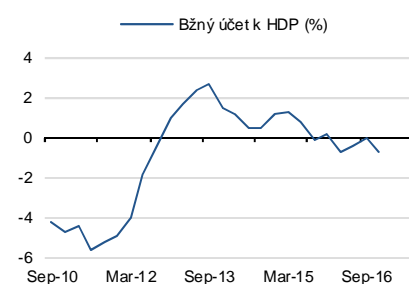
Maloobchodní tržby (y/y)



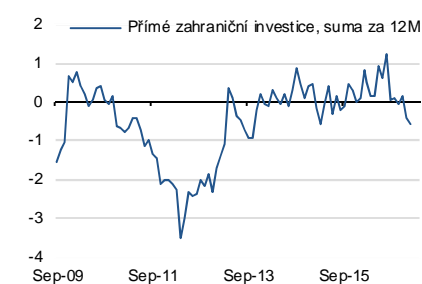
Platební bilance (mld, EUR)



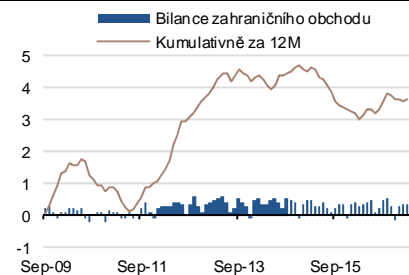
Běžný účet (% HDP)



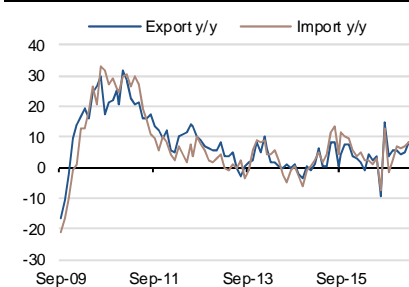
Přímé zahraniční investice (mld, EUR)



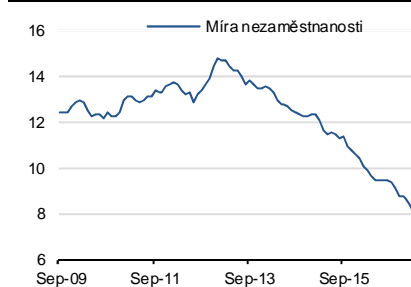
Saldo zahraničního obchodu (mld, EUR)



Dynamika vývozu a dovozu (% y/y)

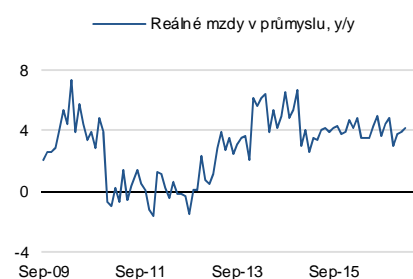


Míra nezaměstnanosti (%)

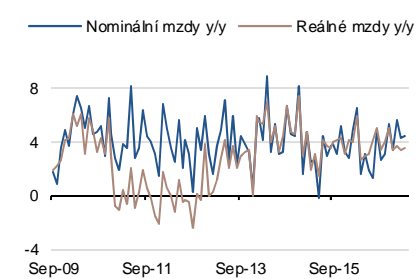


Zdroj: Eurostat, SSÚ, NBS, MF, UPSVR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

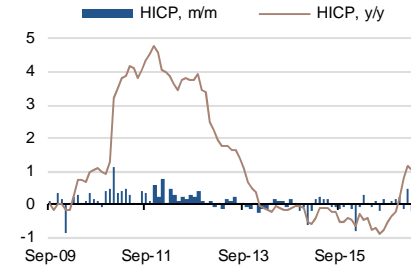
Reálné mzdy v průmyslu (y/y)



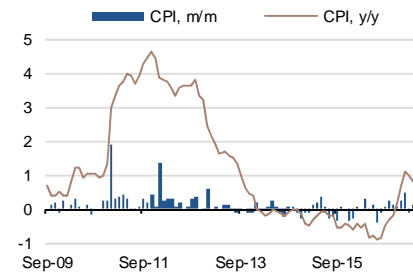
Mzdy v ekonomice (y/y)



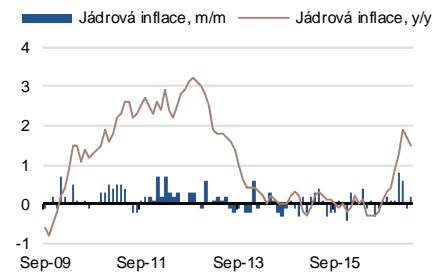
Spotřebitelské ceny (HICP, %)



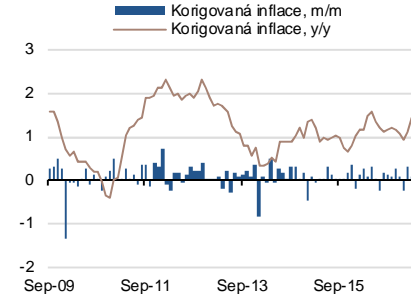
Spotřebitelské ceny (%)



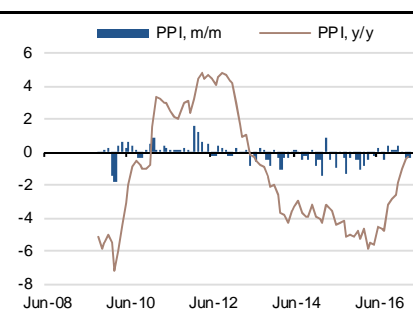
Jádrová inflace (%)



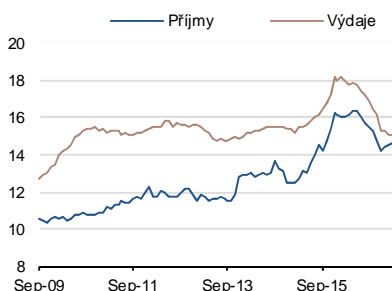
Korigovaná inflace (%)



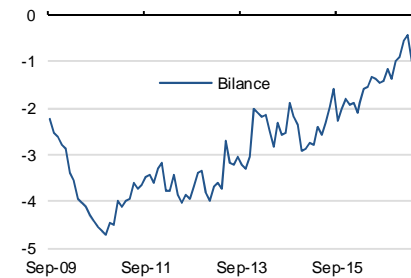
Ceny průmyslových výrobců (%)



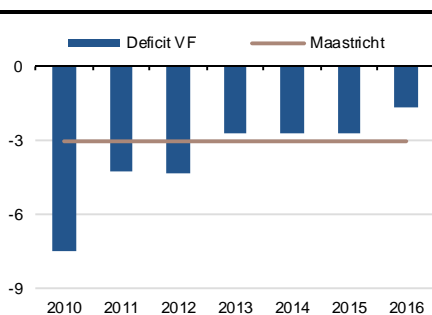
Státní rozpočet (příjmy, výdaje, v mld, EUR, kumulativně za posledních 12M)



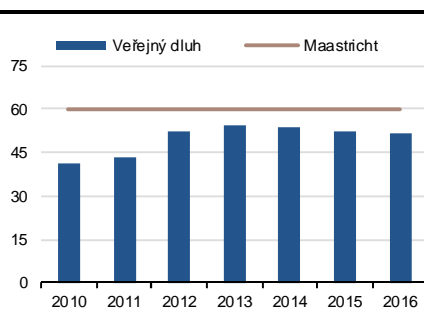
Státní rozpočet (balance, v mld, EUR, kumulativně za posledních 12M)



Deficit veřejných financí (% HDP)



Veřejný dluh (% HDP)



Výnos 10letého vládního dluhopisu (Maastricht definice v %)



Zdroj: Eurostat, SSÚ, NBS, MF, UPSVR, Macrobond, 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_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



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



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



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
ciarano.hagan@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.rajjappa@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 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 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>