

| Čtvrtletní zpráva |

Slovenské výhledy

Nesmělá investiční činnost by měla (letos) plně rozkvést



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

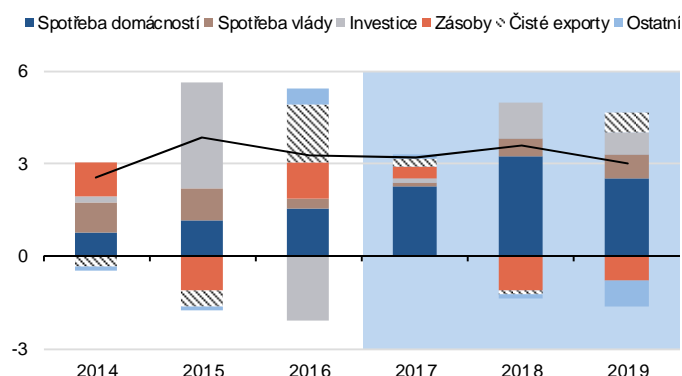


Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz

Domníváme se, že HDP v letošním roce vzroste o 3,2 %. Příští rok pak přidá 3,6 %. Slovenskou ekonomiku bude podporovat převážně soukromá spotřeba, která těží z dalšího utažení podmínek na trhu práce. Investiční aktivita se v letošním roce zlepší pouze mírně, v příštím roce ale znatelně zrychlí. Očekáváme, že přebytek zahraničního obchodu zůstane kladný, i když nižší, protože vývoz zpomalil svou dynamiku. Spotřebitelská inflace je podporována především korigovanou inflací. Nicméně celková inflace bude růst i kvůli pohonným hmotám a zejména potravinám.

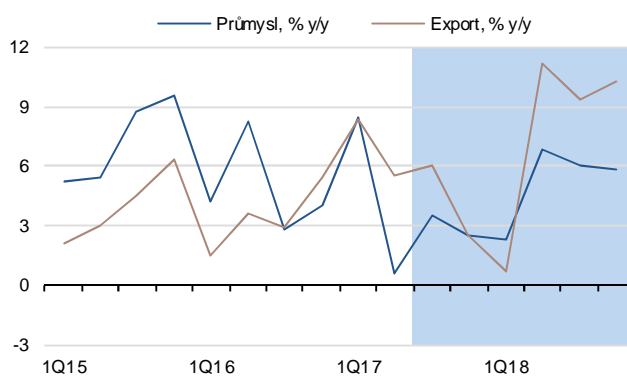
- **Postavení soukromé spotřeby jako klíčového faktoru růstu nebude investicemi zpochybňováno. Spotřeba těží z přísných podmínek na trhu práce.** Objem mezd profituje z historicky vysoké zaměstnanosti, nízké míry nezaměstnanosti a je podporován rostoucími mzdami, i když jejich růst není závratný.
- **Investice v letošním roce vzrostou jen nepatrně.** Navzdory některým pozitivním signálům ohledně nárůstu investic jsme ve Q2 zaznamenali korekci, která asi pohřbila naděje na jejich významnější růst. Prognóza investic se vyznačuje velkými riziky, a to kvůli rostoucím omezením při hledání kvalifikované pracovní síly. Investice jsou ale současně jediný způsob, jak mohou podniky realizovat růst produktivity.
- **Očekáváme, že obchodní bilance zůstane kladná, stejně jako čistý příspěvek vývozu k růstu HDP.** Obchodní partneři ze zahraničí podporují vývoz i přes současné zpomalení světového obchodu. Importní aktivita pak bude trpět slabými investicemi.

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



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

Reálná ekonomika vykáže pozitivní dynamiku



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

- **Spotřebitelské ceny se v letošním roce zvýší o 1,1 % podporovány korigovanou inflací, která těží z utaženějšího trhu práce.** K růstu cen se také přidaly ceny potravin a pohonných hmot. Celková inflace v roce 2018 zrychlí na 1,9 % i kvůli pozitivnímu vlivu regulovaných cen.

Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

Daňová reforma prodlouží etapu hospodářského růstu.

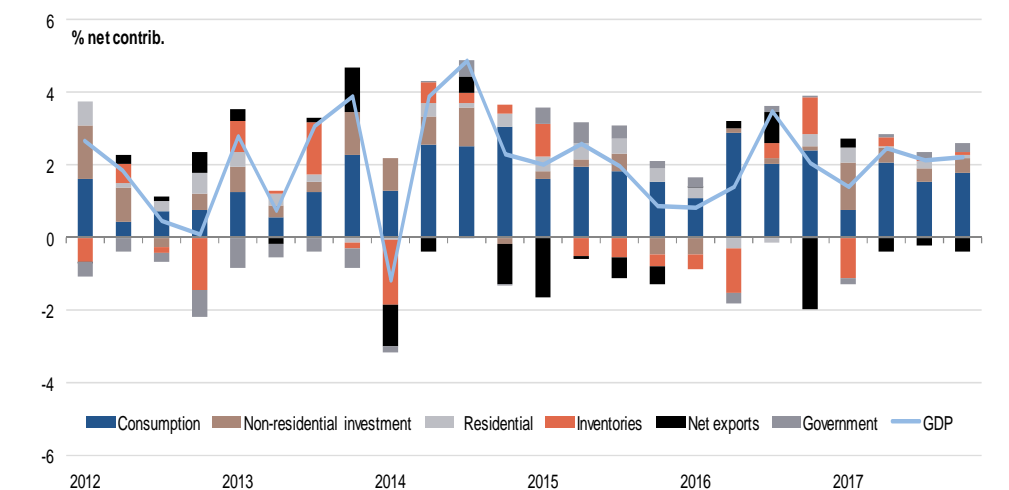
Centrální bankéře opět znepokojuje slabá inflace

Od naší poslední prognózy došlo ke zpomalení cenového růstu jak ve Spojených státech, tak i v eurozóně. Z tohoto důvodu jsme posunuli očekávání pro další zvýšení úrokových sazeb ve Spojených státech z letošního září na prosinec. V eurozóně první zvýšení sazeb předpokládáme až v březnu 2019, zatímco minulá prognóza počítala s prosincem 2018. Růst HDP v Německu jsme revidovali směrem nahoru. Dobře by se mělo i nadále dařit středoevropskému regionu.

Spojené státy americké: další zvýšení sazeb až v prosinci

První odhad růstu HDP ve Spojených státech za Q1 17 na úrovni 0,7 % q/q anualizovaně přinesl zklamání. Později však byl revidován na 1,2 % q/q anualizovaně. **V Q2 17 pak ekonomika přidala 3,0 % q/q anualizovaně.** K růstu přispěla především spotřeba domácností, která zřejmě zůstane hlavním tahounem americké ekonomiky i do budoucna. Více by letos měly přispět i firemní investice, které by se měly vrátit do energetického sektoru. Podle ekonomů SG letos stoupne americké HDP o 2,1 % po ložských 1,6 %. Podobným tempem by ekonomika měla růst i v roce 2018. Tyto odhady jsou však založeny na předpokladu, že se Donaldu Trumpovi podaří prosadit daňovou reformu. Její schválení by mělo pomoci americké ekonomice prodloužit fázi hospodářského růstu o jeden rok, tedy do poloviny roku 2019. Současná expanze by tak byla nejdelší v celé historii USA (její začátek spadá do poloviny roku 2009).

Spojené státy: růst HDP táhne spotřeba domácností



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

Nejednotnost Republikánské strany a slabá pozice Trumpa ohrožuje prosazení reformy.

Hlavní riziko směrem dolů pro náš odhad HDP představuje neschválení daňové reformy.

Neúspěch se zrušením zákona o zdravotní péči (Obamacare) ukázal na nejednotnost i uvnitř Republikánské strany. Vyjednávací pozice prezidenta Trumpa je tedy oslabená. Na druhou stranu ohledně snižování daní fyzických osob a o jejich reformě panuje mezi republikány shoda. Reforma korporátních daní je však kontroverzní.

Inflace zpomalila a znepokojuje Fed.

Americká centrální banka přistoupila v červnu ke zvýšení úrokových sazeb o 25 bb na 1,0-1,25 %. Další očekávané zvýšení sazeb však ekonomové SG posunuli z letošního září

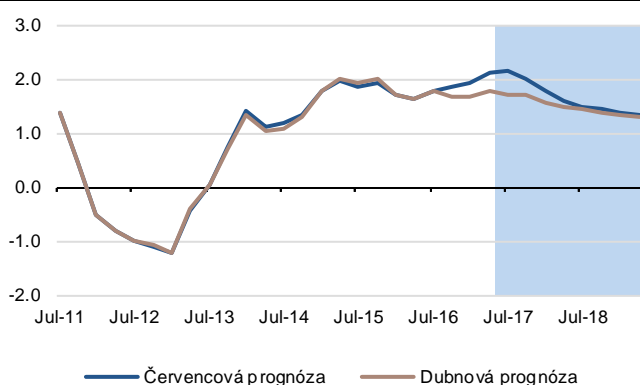
až na prosinec. Hlavním důvodem je poslední inflační vývoj, ale i to, že Fed nebude chtít sazby zvyšovat před projednáváním federálního rozpočtu a navyšováním dluhového limitu. Inflace ve Spojených státech dosáhla svého vrcholu letos v únoru (na úrovni 2,7 % y/y) a od té doby její tempo zpomaluje. Problémem je především jádrová inflace. Ta se ještě v lednu nacházela na úrovni 2,3 %, v červenci to však bylo již pouze 1,7 %. Nejedná se navíc o jednorázový výkyv či pokles koncentrovaný do několika málo kategorií. I přes nižší dynamiku jádrových cen však Fed věří, že 2% inflačního cíle (u jádrového deflátoru osobní spotřeby) bude ve střednědobém horizontu dosaženo. To se však naposledy podařilo v období let 2004-2008. Od té doby se jádrový PCE deflátor nacházel pod 2% cílem. Fed si tedy pravděpodobně bude chtít počkat na další inflační data, aby se ujistil, že inflace skutečně směřuje ke svému cíli. Příští rok očekáváme, že Fed zvýší sazby celkem třikrát. V roce 2019 pak už jenom jednou.

Eurozóna: první zvýšení sazeb v březnu 2019

Mzdový růst v EMU bude v letošním roce ještě umírněný.

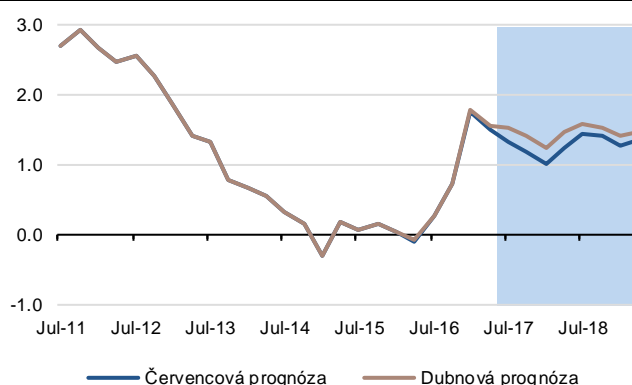
Odhad růstu HDP eurozóny pro letošní rok zvýšili ekonomové SG z původních 1,8 % na 2,2 %. Hlavním důvodem byla revize údajů za Q3 16 – Q1 17, ale i lepší než očekávaná výkonnost německé ekonomiky v Q1 17. Růst HDP v eurozóně zůstává tažen domácí poptávkou. Nezaměstnanost se postupně snižuje, což by mělo vést k vyšší spotřebě domácností a k postupnému snížení míry úspor. V letošním roce by nezaměstnanost měla poklesnout o dalších 0,8 pb a za celý letošní rok dosáhnout v průměru 9,2 %. Mzdový růst bude v letošním roce ještě umírněný. V prosinci však v Německu končí několik významných mzdových ujednání v oblasti průmyslu a v únoru 2018 dohody s odbory ve veřejném sektoru, což by mohlo vést k výraznému zvýšení mezd v roce 2018. Podstatným zdrojem růstu HDP zůstanou v eurozóně i investice, které by, stejně jako v loňském roce, měly do celkového růstu přispět 0,5 pb. Inflace by podle ekonomů SG by měla v letošním roce dosáhnout 1,5 %, v letech 2018-2021 by měla činit 1,4 %.

Růst HDP v eurozóně byl revidován směrem nahoru (%)



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

Inflace v eurozóně bude slabší (%)



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

Program nákupů aktiv skončí v březnu 2019.

Ekonomové SG očekávají, že ECB v říjnu oznámí rozhodnutí prodloužit program QE o šest měsíců (do června 2018) a zároveň snížit jeho objem na 40 mld. EUR měsíčně (s platností od ledna 2018). V březnu prodlouží program o další tři měsíce (do září 2018), nakupovat bude však už jen 30 mld. EUR měsíčně. V červnu 2018 zredukuje ECB podle ekonomů SG program na 20 mld. EUR a v tomto objemu bude dluhopisy nakupovat od září 2018 do konce roku 2018. V září 2018 pak oznámí snížení nákupů na 10 mld. EUR s tím, že celý program bude ukončen v březnu 2019. Důvodem, proč očekáváme postupné omezování nákupů aktiv, je solidní ekonomický růst, který by se měl nakonec projevit i v růstu mezd a přelít se do vyšší inflace. Ke zvýšení úrokových sazeb přistoupí podle našeho názoru ECB

v březnu 2019 a poté v červnu 2019. Zbaví se tak negativní depozitní sazby, zatímco repo sazba stoupne na 0,25 %.

Německo: rok 2018 slibuje výrazný růst mezd

Německá ekonomika poroste rychleji.

Růst německé ekonomiky byl pro letošní rok revidován směrem nahoru. Po kalendářním očištění by měl dosáhnout 2,1 %, což je nejvyšší tempo od roku 2011. Hlavním zdrojem růstu zůstane domácí poptávka. Míra nezaměstnanosti je na nejnižší úrovni od dob sjednocení Německa (5,7 %) a drží se výrazně pod mírou nezaměstnanosti nezrychlující inflaci (NAIRU). To vytváří tlak na růst mezd a zvyšuje ochotu domácností utrácet. Mzdový růst však vzhledem k ujednáním mezi odbory a zaměstnavateli zatím zůstává umírněný. Díky vypršení mzdových dohod na konci letošního roku a na počátku roku příštího by se však tato situace měla změnit a růst mezd by měl od roku 2018 výrazně zrychlit.

Popularita německé CDU stoupá.

Na podzim (24. září) čekají Německo volby. Poslední volební průzkumy naznačují, že popularita CDU stoupá, zatímco SPD ztrácí. To by mohlo vést k vytvoření nové koalice mezi CDU, Zelenými a FDP. Mezi hlavní úkoly nové vlády bude patřit začlenění imigrantů do pracovního procesu, reforma trhu práce a také opatření, která by zvýšila konkurenceschopnost a produktivitu v oblasti služeb a energetického sektoru.

Středoevropský region: ke slovu se opět vrátí investice

Růst táhne domácí poptávka.

Zemím středoevropského regionu se v první polovině letošního roku dařilo. Růst HDP v Q2 17 předčil očekávání, když v České republice dosáhl 4,7 % y/y, na Slovensku 3,3 % y/y, v Maďarsku 3,2 % a v Polsku 3,9 %. Společným jmenovatelem růstu HDP byla spotřeba domácností. Ta je podporována nezaměstnaností na historicky nízkých úrovních a také rychlým růstem mezd. Ten by měl v H2 17 a v příštím roce ještě zesílit. Ke slovu se také začínají vracet i investice. Vyhledy pro země regionu zůstávají příznivé. Růst HDP by v letošním roce měl v Česku dosáhnout 4,3 %, na Slovensku 3,2 %, v Maďarsku 3,4 % a v Polsku 3,8 %. V roce 2018 by to mělo být 3,2 % v České republice, 3,0 % na Slovensku, 3,4 % v Maďarsku a 4,0 % v Polsku.

Cenový růst v regionu zpomalil.

Politika centrálních bank v regionu se liší v závislosti na inflačním vývoji. Zatímco v České republice se inflace již bezpečně drží nad 2% cílem a centrální banka po deseti letech sazby zvýšila, v Polsku a Maďarsku inflace za cílem stále pokulhává. V prvních měsících letošního roku spotřebitelské ceny díky efektu statistické základny a rostoucím cenám potravin vystřelily směrem nahoru. V následujících měsících však inflace v důsledku poklesu cen ropy a cen potravin opět zpomalila. V Polsku se nyní nachází na úrovni 1,5 %, přičemž v intervalu 1,5 %-2,0 % se bude podle našeho odhadu držet i ve zbytku letošního roku. Jádrové ceny by se měly stabilizovat kolem 0,8 % y/y. Inflační cíl na úrovni 2,5 % bude dosažen až v H2 18. Tomu by měla odpovídat i politika centrální banky. Přestože se zde vyskytují hlasy, že by úrokové sazby měly být zvýšeny již tento rok, převaha členů výboru pro měnové otázky preferuje stabilitu úrokových sazeb. K prvnímu zvýšení klíčové úrokové sazby (v současné době na úrovni 1,5 %) dojde podle našeho názoru v H2 18.

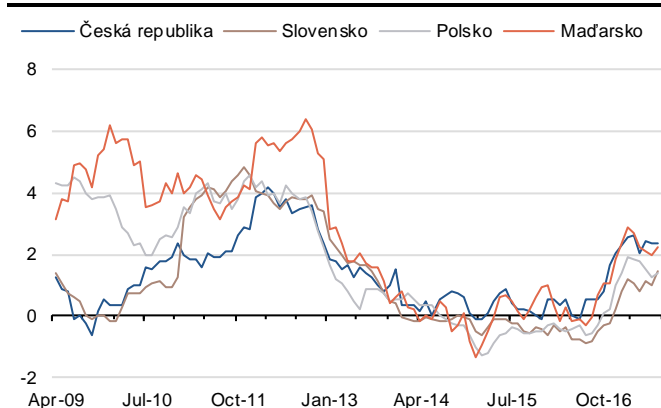
Posilování lze očekávat jen od kurzu koruny, ostatní regionální měny budou ztrácet.

Brzké zvyšování úrokových sazeb nelze očekávat ani v Maďarsku. Podle maďarské centrální banky nebude 3% inflačního cíle dosaženo dříve než v H1 19. Úrokové sazby tak na stávající úrovni 0,9 % zůstanou zřejmě po ještě relativně dlouhé období. Centrální banka je však připravena pokračovat ve využívání nestandardních nástrojů měnové politiky. Patří k nim například snižování limitu pro vstup komerčních bank do tříměsíční depozitní facility, čímž se centrální banka snaží zvyšovat likviditu na trhu a tlačí tak úrokové sazby směrem dolů.

Maďarský forint bude vůči euru podle našeho odhadu v H2 17 mírně ztrácet. Letošní rok by měl uzavřít na úrovni 313 HUF/EUR.

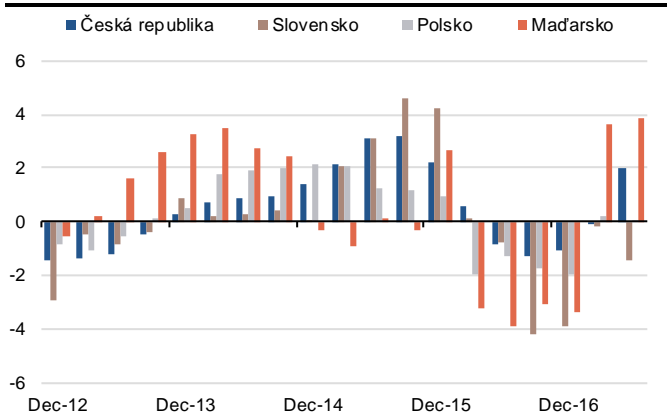
Na polském devizovém trhu se situace po rozhodnutí polského prezidenta Andrzeje Dudy vetovat dva ze tří zákonů týkající se reformy polského soudnictví zklidnila. Prezident prohlásil, že chce do dvou měsíců navrhnout novou verzi obou zákonů, což by mělo polské měně poskytnout oddechový čas. I tak ale bude dění na polské politické scéně stále udržovat polský zlotý pod tlakem. Na druhou stranu dobrá kondice polské ekonomiky by měla zabránit výraznějšímu oslabení polské měny. **Jedinou měnou, která má šanci na výraznější posílení, je česká koruna.** Inflační tlaky v Česku sílí a tak je centrální banka bude muset krotit utahováním měnových podmínek. Do konce letošního roku očekáváme ještě jedno zvýšení úrokových sazeb, v příštím roce pak trojí. Kurz koruny by se tak v příštím roce mohl v příštím roce podívat i pod hladinu 25 CZK/EUR.

Inflace v regionu ubrala na tempu (% , y/y)



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

Fixní investice v regionu (příspěvek k HDP, y/y, pb)



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

Makroekonomická prognóza

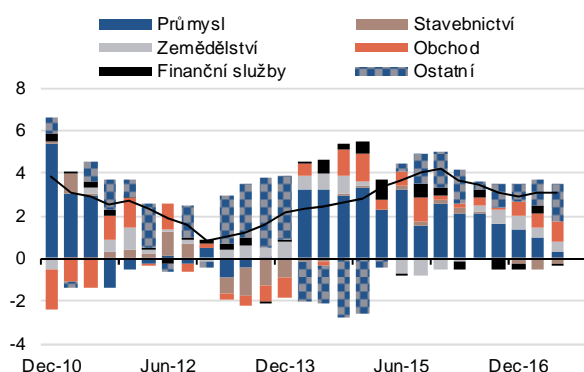
Spotřebitelé čerpají svou důvěru z utaženého trhu práce



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

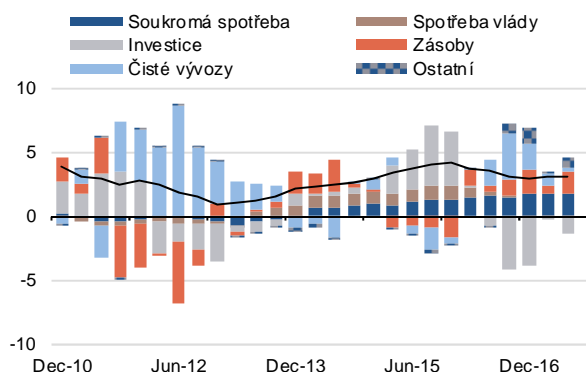
Slovenská ekonomika potvrzuje svou dobrou kondici zopakováním růstu o 0,8 % q/q. Proto jsme v letošním roce zvýšili svůj odhad celkového růstu na 3,2 % a na 3,6 % v roce příštím, což je především důsledkem soukromé spotřeby. Ta se spoléhá na přísné podmínky na trhu práce. Investiční aktivita ukazuje svou volatilitu, když ve druhém čtvrtletí korigovala dojem z ožívajících investic. Solidní stav na trhu práce se odráží v korigované inflaci, která zůstává hlavním hnacím motorem inflace. Pohonné hmoty, ale hlavně ceny potravin, mají přispět k celkové inflaci, která v letošním roce dosáhne 1,1%.

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

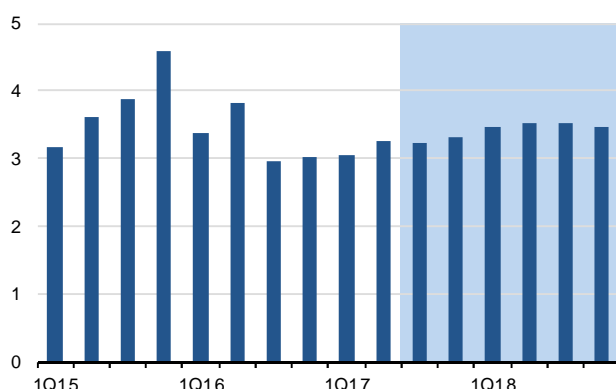
Obnovující se investice v Q2 opět propadly.

Slovenská ekonomika v posledních třech čtvrtletích včetně Q2 17 vyskočila o 0,8 % qoq (SWDA). Meziroční dynamika se v Q2 mírně zvýšila na 3,3 % (SA). Pokud jde o strukturu růstu, největší příspěvek k mezičtvrtletnímu růstu byl zaznamenán soukromou spotřebou. Ta se zvýšila se o 1 %, když zásadně čerpala ze situace na trhu práce. Vládní spotřeba zrychlila svůj růst na 0,2 % q/q. Zklamáním pak byl vývoj investic, které v prvním čtvrtletí zrychlily, ale ve druhém čtvrtletí opět poklesly o 4,6 % q/q. Investice proto nevyvolaly dovozy, které se snížily o 2,7 % q/q. Dokonce i exporty ztratily svou dynamiku, když poklesly o 2,5 % q/q. To srazilo q/q příspěvek čistého vývozu na 0,1 pb.

Investice nezpochybňují soukromou spotřebu v roli klíčového růstového faktoru.

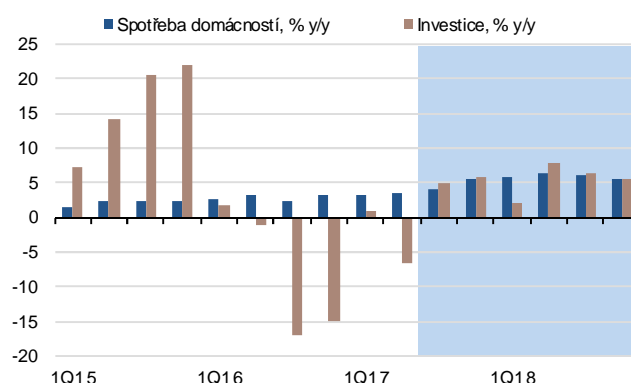
Odhadujeme, že letošní růst HDP se bude zásadně opírat o soukromou spotřebu navzdory skutečnosti, že investice letos mají zrychlit. Domácnosti budou i nadále těžit ze zpřísnění podmínek na trhu práce, které budou pozitivně stimulovat jejich příjem. **V důsledku toho bude soukromá spotřeba v letošním roce růst o 4,2 % a ještě přísnější podmínky na trhu práce v roce 2018 zvýší soukromou spotřebu o 6,2 %.**

Slovenská ekonomika o něco zvýší své růstové tempo (% , y/y)



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

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



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

Spotřeba je podporována trhem práce, který jede na plné obrátky

Prognóza soukromé spotřeby je založena na dalším zpřísnění podmínek na trhu práce, neboť předpokládá, že ekonomická situace bude následovat lepší vnější prostředí.

Míra nezaměstnanosti pokračuje podél klesajícího trendu.

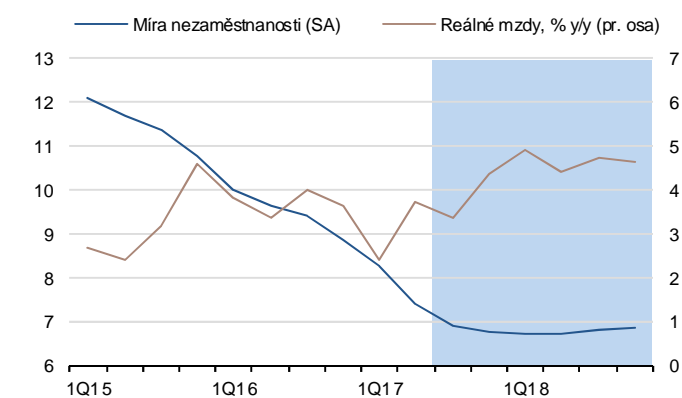
Trend růstu míry participace na trhu práce bude pokračovat, i když pomaleji a i navzdory poklesu v prvním čtvrtletí. Zvyšující se zaměstnanost (o 0,2 % q/q v Q2 17) dále zvyšuje historické maximum. Zaměstnanost je podporována přílivem zahraničních pracovníků, avšak nejdůležitějším faktorem je prodloužení délky aktivity nebo návratu starších pracovníků, zejména žen na trh práce. Tento proces následně tlačí na další snížení míry nezaměstnanosti, která podle našeho očekávání poklesne až na 6,7 % na přelomu tohoto a příštího roku.

Dokonce i počet nezaměstnaných by mohl v absolutním vyjádření klesat, neboť v tomto hospodářském cyklu jejich počet ještě zatím nezdolal úroveň zaznamenanou v posledním čtvrtletí v roce 2008. V průměru míra nezaměstnanosti letos dosáhne 7,3 % a v roce 2018 poklesne ještě na 6,8 %. Obě čísla, vyšší míra participace a nižší míra nezaměstnanosti, zvyšují počet odpracovaných hodin.

Nedostatečná nabídka práce podle konjunkturálních průzkumů vyvolává mzdové tlaky. Nicméně jsou překvapivě nižší, než jsme očekávali. Dynamika reálných mezd byla proto v letošním roce revidována na 3,5 %. Rostoucí tlaky na trhu práce povzbudí reálné mzdy, aby do roku 2018 přidaly 4,7 %.

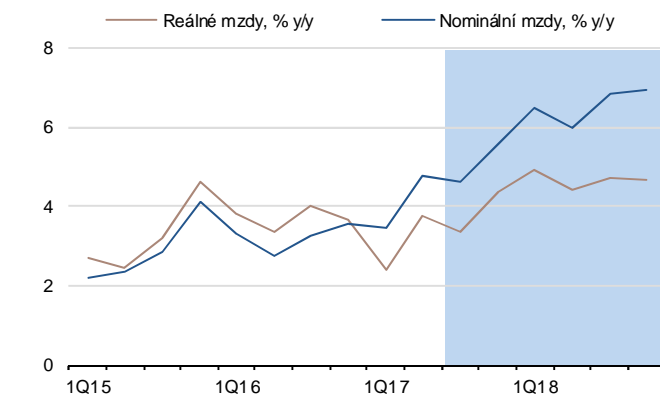
Nedostatek nabídky práce, který je v podnikatelských průzkumech zaznamenáván stále více jako překážka, vyvolává silnější mzdové tlaky. Reálná mzda se v letošním roce zvýší o 5,1 %. Akcelerující inflace v příštím roce omezí její dynamiku na stále solidních 3,9 %.

Dále klesající nezaměstnanost zrychlí mzdový růst (% y/y)



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

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

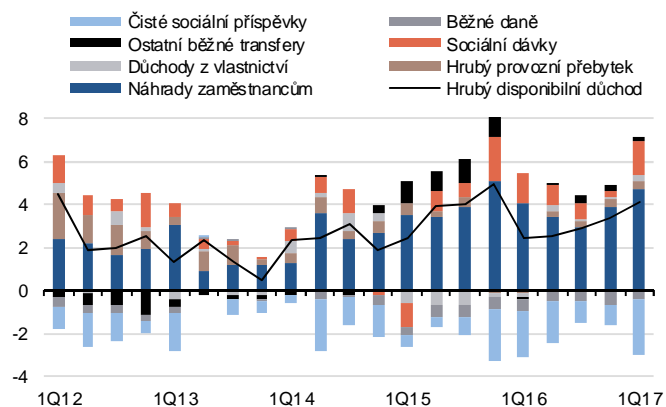


Zdroj: SSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hrubý disponibilní příjem dále akceleroje.

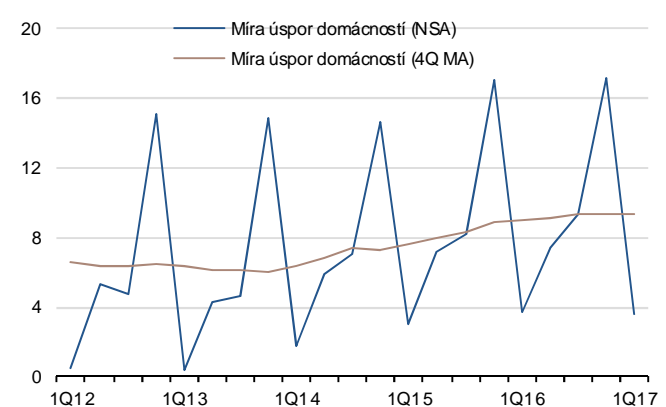
Hrubý disponibilní důchod je stimulován jak počtem odpracovaných hodin, tak i mzdami, což reflektuje jeden z největších příspěvků náhrad zaměstnanců do růstu disponibilního důchodu v období na grafu níže. Odměny zaměstnanců však také zaznamenaly vyšší příspěvky k růstu disponibilního důchodu. Proto se domníváme, že z obou stran mince (odpracované hodiny a mzdy) je dynamika mezd ta zaostávající vzhledem k utaženému trhu práce (viz kapitola *Rizika* na konci této zprávy).

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



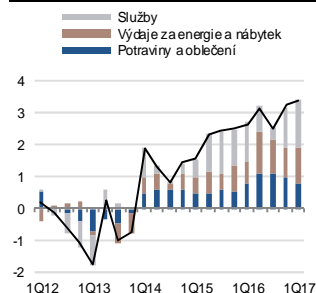
Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Míra úspor postupně dosáhla solidní úrovně, aniž by omezovala spotřebu (%)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

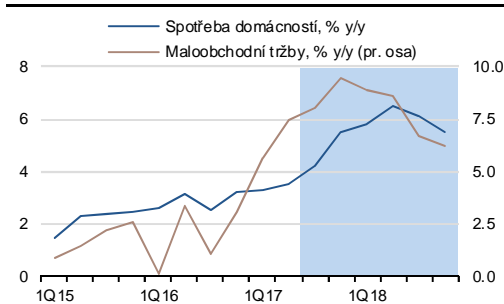
Služby zaznamenaly nejvyšší příspěvek do spotřeby (% y/y, pb)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

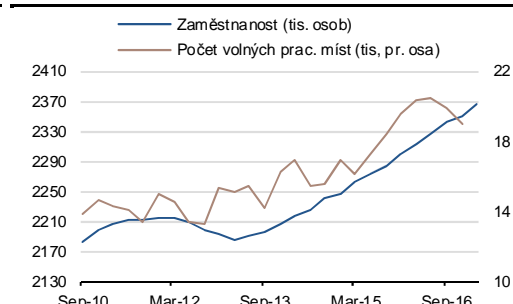
Maloobchodní prodej výrazně těžil z rostoucího disponibilního příjmu domácností. Dokonce ani poměrně vysoká míra úspor nenarušuje spotřebu a maloobchodní prodej současně. Očekáváme, že maloobchodní tržby v letošním roce přidají 7,7 % a v roce 2018 vrostou o 7,6 %. Naše prognóza je revidována o něco níže v důsledku revize prvního čtvrtletí a mírně nižšího výsledku ve druhém čtvrtletí. Stablnější trh práce pak v příštím roce poskytne další živnou půdu pro významný nárůst maloobchodního prodeje. Tržby za elektronický obchod zůstaly významnou podporou meziroční dynamiky, ale zaznamenaly mírné zpomalení. Kromě maloobchodních prodejí urychlují domácnosti i jejich výdaje na služby.

Trh práce podporuje růst maloobchodu (% y/y)



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

Zaměstnanost stále raketově stoupá (% y/y)



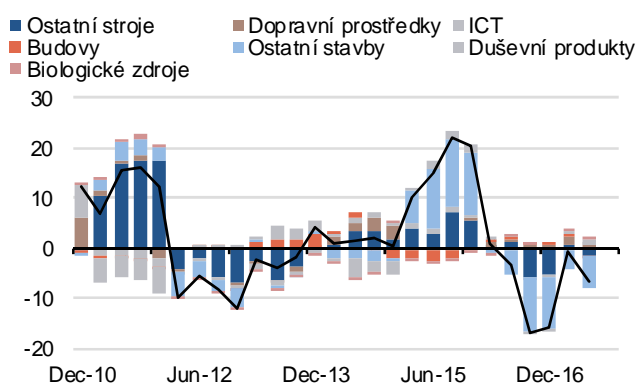
Zdroj: SSÚ, MPSVR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Investice v příštích čtvrtletí postupně ožijí

Investice zkorigovaly svůj růst v Q2 17.

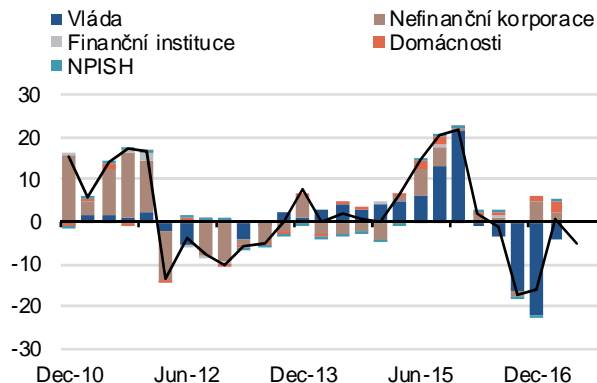
Investice překvapivě neposílily svůj pozitivní přínos předpokládaný v předchozím vydání Slovenských ekonomických výhledů. Vývoj investic v loňském roce byl důsledkem převážně vládní investiční aktivity. Meziroční tempo zmírňuje svůj pokles kvůli vymizení efektu statistické základny z loňského roku. Nicméně vzhledem k tomu, že vládní kapitálové výdaje jsou na polovině minulého roku, nelze spoléhat na významnou podporu z veřejných zdrojů. Naopak, soukromý sektor (jak domácnosti, tak nefinanční podniky) postupně zvyšují svou investiční aktivitu, která však ještě plně nevyrovnala nedostatek vládních investic. S investiční činností souvisí několik rizik (viz kapitola *Rizika* na konci zprávy), což podkopává větší podporu. **Celkově očekáváme dynamiku investic ve výši 0,7 % v letošním roce, což bude v příštím roce následováno 5,5 %.**

Stavební investice se překvapivě vrátily k poklesu (% y/y, pb)



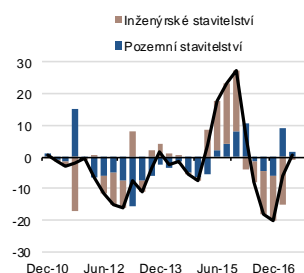
Zdroj: SSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Z poklesu podezříváme vládní investice (% y/y, pb)



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

Inženýrské stavitelství zmírnilo svůj pokles (% y/y, pb)

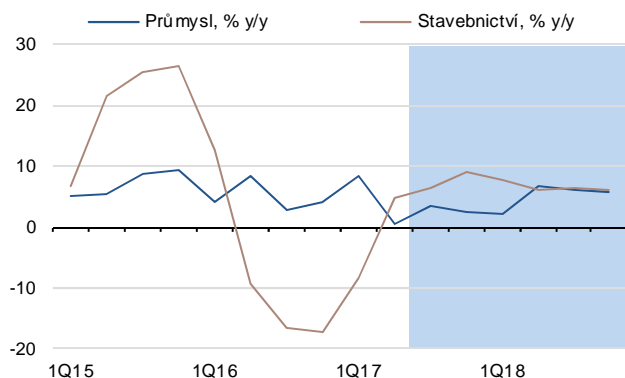


Zdroj: SSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Měsíční indikátory pro investice z reálné ekonomiky poskytují náznaky obrázku s dalším růstem investic. Stavebnictví se odrazilo ode dna, přestože růst pozemního stavitelství ve druhém čtvrtletí zpomalil. Ovšem vzhledem k tomu, že inženýrské stavitelství zmírnilo své negativní příspěvky, tak stavebnictví neposlalo do červených čísel. Inženýrské stavitelství však z velké části profituje z vyprchání efektu statistické základny, neboť vládní kapitálové výdaje neposkytovaly významnou podporu. Navíc také vládní aktivita při čerpání prostředků z fondů EU zatím rovněž stále nenabírá na síle. **Celkově očekáváme, že se stavebnictví v letošním roce zvýší o 3,0 % a v roce 2018 dále poroste o 6,6 %.**

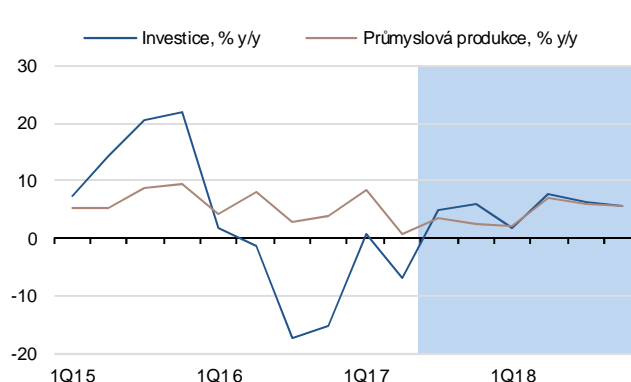
Průmyslová aktivita do letošního roku vstoupila pravou nohou, ale pak ve druhém čtvrtletí zpomalila v důsledku vývoje ve většině subsektorů. Očekáváme, že dynamika ve zbytku roku opět ožije. Přesto předpokládáme, že celkový výsledek pro rok 2017 bude nižší, než uváděla poslední prognóza v důsledku vývoje ve druhém čtvrtletí. V roce 2017 bude růst o 3,8 % a v roce 2018 pak o 5,3 %.

Stavebnictví by mělo dále přidat a průmysl udržet tempo (% y/y)



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

Investice ožijí spíše až v H2 17 ve srovnání s H1 17 (% y/y)



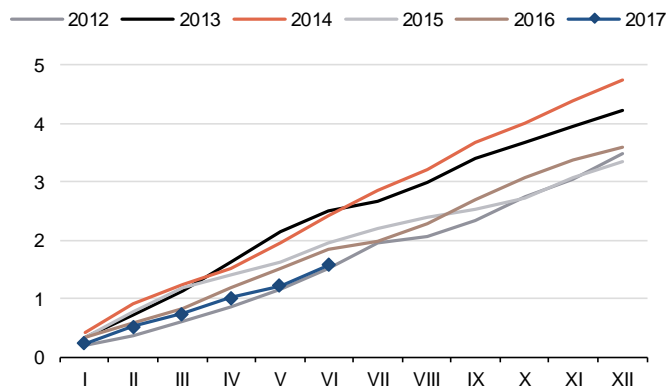
Zdroj: SSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Exporty budou těžit z dobré ekonomické situace obchodních partnerů

Exportní aktivitu podporovali partneři v EU s výjimkou Německa.

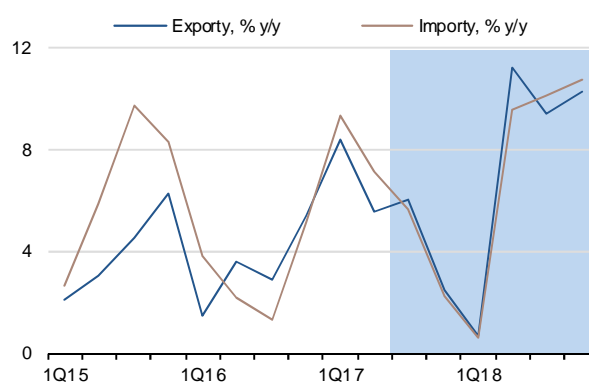
Čistý vývoz v Q2 17 přispěl pozitivně k meziročnímu růstu HDP, ačkoliv na nižší úrovni než v 1. čtvrtletí, jelikož tempo vývozu i dovozu polevilo. Nižší dynamika investic ve čtvrtém čtvrtletí je důvodem k poklesu dovozu. Dobrá ekonomická výkonnost většiny důležitých obchodních partnerů však podpořila dynamiku vývozu na solidních úrovních. Vývozní aktivita v 1. čtvrtletí byla podpořena obchodními partnery EU, ale opět jako v Q4 16 překvapivě ne Německem. Vývozní činnost byla podporována s výjimkou ostatních zemí EU poptávkou ve Spojených státech a Rusku, do nichž se vývoz zvýšil dvojciferným tempem.

Bilance zahraničního obchodu je ve srovnání s minulými roky spíše utlumená (mld. EUR)



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

Exportní a importní dynamika by měla na počátku roku 2018 zpomalit (% y/y)



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

Z komoditního pohledu vyplývá, že vývozy v prvním čtvrtletí byly podpořeny všemi hlavními vývozními výrobky, s výjimkou produktů chemického průmyslu, jejichž objem však nelze připsat ceně ropy, neboť v prvním čtvrtletí roku 2006 to byla o 60 % nižší než v Q1 17.

Rozhodně ovšem ovlivnila dynamiku dovozu, když dovoz minerálních výrobků vzrostl v prvním čtvrtletí téměř o 90 %.

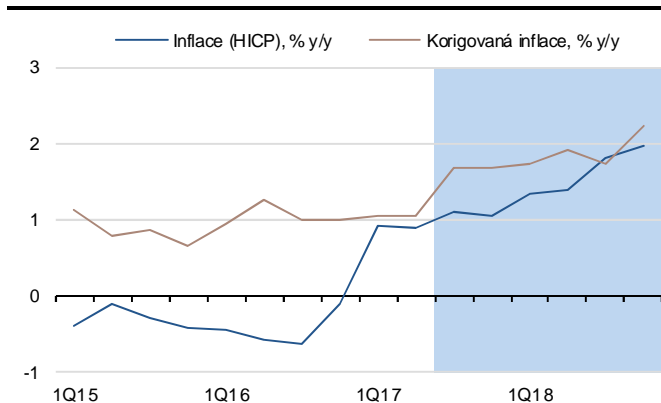
Navzdory nedávnému zpomalení světového obchodu se domníváme, že výkon hlavních slovenských obchodních partnerů by měl v letošním roce stimulovat růst vývozu o 5,6 %. Zlepšení investiční aktivity ve druhém čtvrtletí však přiměje tento rok dovoz k růstu o 6,1 %. Navzdory tomuto vývoji dosáhne obchodní bilance přebytku ve výši 3,5 mld. EUR a podle našeho odhadu se zlepší na 3,9 mld. EUR v roce 2018. V důsledku toho zůstane obchodní bilance spolu s bilancí služeb hlavním hnacím motorem přebytku běžného účtu, jelikož primární i sekundární příjmy budou přispívat dále negativně.

Spotřebitelská inflace zrychlí díky všem položkám

Spotřebitelská inflace je tažena všemi složkami s výjimkou regulovaných cen.

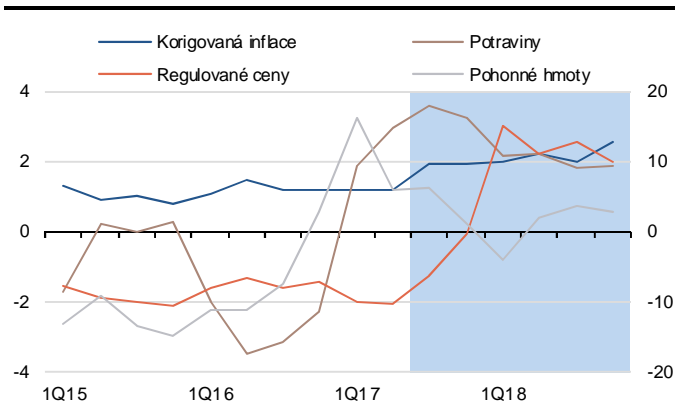
Spotřebitelská inflace v prvním čtvrtletí zrychlila, avšak od té doby inflace nedokázala získat další impuls až do července, kdy ceny opět výrazněji vzrostly. Během druhého čtvrtletí byla inflace podpořena všemi položkami kromě regulovaných cen. Ale regulované ceny alespoň zaznamenaly v červenci silné zmírnění meziročního poklesu. Navzdory tomuto vývoji zůstává korigovaná inflace klíčovým faktorem růstu cen a předpokládáme, že tomu tak zůstane i ve zbytku roku. Tato její pozice je důsledkem neustálého zpřísňování na trhu práce a posilování mzdových tlaků (viz kapitola *Rizika* pro diskusi o přenosu vývoje mezd do korigované inflace). Korigovaná inflace zrychluje s tím, jak se situace na trhu práce dále utahuje. Očekáváme však, že i ceny pohonných hmot a potravin budou zrychlovat svou dynamiku. **Inflace tak v letošním roce dosáhne 1,1 %, což je o 0,2 pp nižší odhad než byl náš předešlý, a to v důsledku vývoje ve druhém čtvrtletí. Věříme, že administrativní ceny se v roce 2018 odrazí ode dna a dosáhnou na kladnou dynamiku růstu. Kromě toho zpřísňující trh práce bude stále více stimulovat korigovanou inflaci a s vyššími cenami potravin a pohonných hmot celková inflace v roce 2018 dosáhne v průměru 1,9 %.**

Růst spotřebitelských cen bude v roce 2018 akcelarovat (% y/y)



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

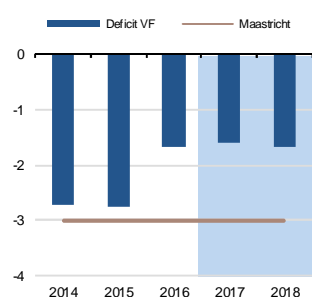
Všechny složky inflace zaznamenají růst (% y/y)



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

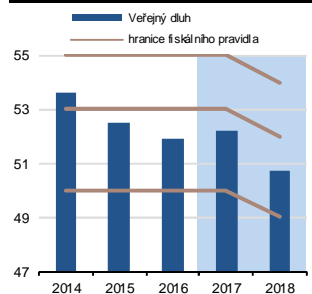
Veřejný sektor

Deficit veřejných financí (% HDP)



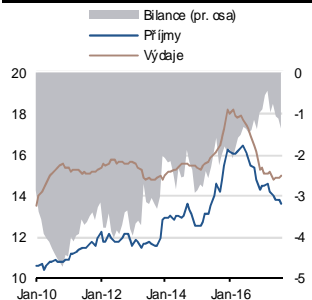
Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Celkový veřejný dluh (% HDP)



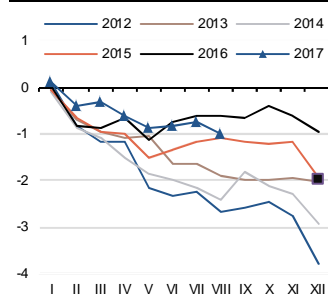
Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn: Sankční pásma počínaje příštím rokem budou klesat o 1 pb. ročně až dokud horní limit (letos ještě 60 %) nedosáhne 50 %.

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 trpí nedostatkem příjmů z EU

Hospodaření vlády se začalo v druhé polovině roku zhoršovat, když především vládní příjmy vykazují sestupnou tendenci. Ke schodku přispívají i vládní výdaje, které rostou s tím, jak se zvyšují běžné výdaje. Kapitálové výdaje vlády vlivem stále slabého čerpání EU fondů zaostávají za plánem.

Vládní příjmy za prvních osm měsíců roku 2017 byly o 7,5 % nižší než v loňském roce, když především příjmy z fondů EU zaostávají za čerpáním z loňského roku, ale i za plánem, jehož plnění na konci srpna dosahuje pouze 21,2 %. Slovenské ministerstvo financí oznámilo, že na konci července čerpání EU fondů dosáhlo pouze 5,9 % přidělené kvóty pro současné programové období 2014-2020, což je relativně slabý náběh během roku.

Příjmy rozpočtu nerostou ani na daňové straně. Ekonomická situace dosahuje solidních měřítek, ale daňové příjmy byly ke konci srpna nižší o 3,1 %. Tahounem těchto příjmů jsou příjmy ze závislé činnosti. Naopak daně právnických osob či samostatně výdělečné osoby odvádějí méně. Spotřeba a maloobchodní tržby, jakožto hlavní tahouni ekonomického růstu se podepisují i pod výběrem daní ze zboží a služeb. DPH přidalo 8,2 % a spotřební daň je vyšší o 4,2 % oproti stejnému období loňského roku.

I výdaje zaostávají za vývojem v loňském roce (v srpnu -3 %). Zatímco běžné výdaje vzrostly o 2,5 % y/y a jejich růst se týká všech podskupin, tak kapitálové výdaje jsou výrazně slabší (-42,5 % y/y). Tento výsledek nevystavuje vládě dobré vysvědčení. Přes všechny proklamace o investičních plánech toho mnoho sama nekoná a pravděpodobně příliš spoléhá na příjmy z EU fondů.

V polovině srpna vláda schválila sérii zákonů upravující podnikání, které omezují vyhýbání se daním a zvyšují transparentnost daňové správy. Zákonem s největším dopadem do rozpočtu je zavedení tzv. důchodové inflace, která zaručuje minimální zvýšení důchodů o 2 % počínaje příštím rokem s odhadovaným vlivem -93 mil. EUR v příštím roce až po -153 mil. EUR v roce 2020. Dalším je pak zvýšení daňové uznatelnosti nákladů na výzkum a vývoj (ze 125 % na 200 %).

Schodek hospodaření státu vyjádřen podílem na HDP by se tedy podle metodiky ESA 2010 měl v letošním roce zlepšit z loňských -1,7 % na -1,6 %. Podíl vládního dluhu by se ovšem podle naší prognózy měl letos zvýšit o 0,3 pb na 52,2 %, což je především vlivem nárůstu dluhu v prvním čtvrtletí roku. V delším horizontu je dlouhodobý rozpočtový výhled poměrně optimistický. V minulosti totiž podle zprávy o hodnocení plnění pravidel rozpočtové zodpovědnosti Rady pro rozpočtovou zodpovědnost (RRZ) snižovala dluh pouze jednorázová opatření. Samotné saldo bez těchto vlivů přispívalo k růstu dluhu. Vláda nevyužívala pozitivní vlivy (vyšší rozpočtové příjmy) ke snížení dluhu. Podle nás je velmi pravděpodobné, že dodatečná opatření, která jsou nutná schválit, aby vládní dluh poklesl v roce 2020 pod hranici fiskálních pravidel, jak si předsevzala vláda, nebudou přijata. RRZ také upozorňuje, že vyšší konsolidace dluhu není podporována závaznějšími tříročními rozpočty a nezavedení výdajových limitů, které dokonce zákon předpokládá. Naše prognóza s těmito dodatečnými úpravami nepočítá, a proto je trajektorie vývoje dluhu méně optimistická ve srovnání s vládní prognózou.

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

	ARDAL (prosinec 2016)	KB (září)
Výpůjční potřeby		
Rozpočtový deficit	2014,4	1349,8
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	6765,7
Financování		
Hrubá emise dluhopisů (v aukcích)		3100,0
Hrubá emise dluhopisů (syndikovaná)		3000,0
Hrubá emise pokladničních poukázek (přesahující kal. rok)		400,0
Půjčky		200,0
Čerpání likviditní rezervy		65,7
Celkové financování		6765,7
<i>Změna dluhu</i>		<i>1284,1</i>

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ARDAL

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

	ARDAL (prosinec 2016)	KB (září)
Výpůjční potřeby		
Rozpočtový deficit		1501,1
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		5171,7
Financování		
Hrubá emise dluhopisů (v aukcích)		2500,0
Hrubá emise dluhopisů (syndikovaná)		2000,0
Hrubá emise pokladničních poukázek (přesahující kal. rok)		400,0
Splatné půjčky		200,0
Čerpání likviditní rezervy		71,7
Celkové financování		5171,7
<i>Změna dluhu</i>		<i>1429,4</i>

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ARDAL

Rizika prognózy

Množina domácích rizik se zvětšuje.

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

- **Politická situace v Evropě nepřinesla v létě nic nového. Proto se centrum politické křehkosti přesunulo do Asie. Severokorejský vůdce Kim Čong-un eskaluje situaci na poloostrově a v regionu obecně intenzivními zkouškami raket a náloží.**
- **To přináší na vrcholné politické představitele v USA větší tlak.** Stále markantnější jsou jejich problémy s pověstí a kompetentností. Navíc některé otázky zůstávají nevyřešené (ruské vměšování do voleb v USA), zatímco další domácí otázky se přidávají s větší intenzitou (hurikán Harvey, zpožďující se daňová reforma).
- **Křehkost politické situace v Evropě je latentně formována procesem Brexitu, který je po předčasných parlamentních volbách pro Brity ještě náročnějším úkolem.** Plán předsedkyně vlády T. May na "tvrdý" Brexit je pravděpodobně ze stolu, protože labouristé, kteří posílili své postavení ve volbách, budou vyžadovat více proevropskou verzi postbrexitského uspořádání.
- **Německé všeobecné volby jsou druhým politickým vrcholem v Evropě až do konce roku. CDU, strana současné kancléřky Merkelové, posílila své postavení v předvolebních průzkumech, protože Schulzův efekt¹ pro preference SPD se vytratil a strana není schopna dát svým volebním preferencím další impuls. Nejdůležitějším faktem ovšem je, že podpora radikálnějších stran zůstává na nízké úrovni.**

Následující rizika vycházejí pouze z domácí ekonomiky:

- **Rizika související s investiční činností jsou rovnoměrně rozdělena. Nedostatek nabídky kvalifikované pracovní síly by mohl dále omezit investiční aktivitu.** Toto riziko je zesíleno kvůli zaostávajícím vládním kapitálovým výdajům. Nicméně v situaci nedostatku kvalifikované pracovní síly jsou investice jediným způsobem, jak dosáhnout růstu produktivity, aby bylo možné uspokojit silnou poptávku.
- **Jsme schopni identifikovat také pozitivní riziko pro dynamiku mezd, neboť růst mezd se jeví jako slabý vzhledem k současnému utaženému trhu práce.**
- **Pokud by měl slabý přenos z trhu práce na mzdy pokračovat, mohl by představovat spíše negativní riziko pro korigovanou inflaci.**

¹ Martin Martin Schulz, bývalý prezident Evropského parlamentu a současný vůdce SPD, když se v březnu ujal funkce, tak následně vyskočily volební preference SPD.

Klíčové makroekonomické ukazatele

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

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

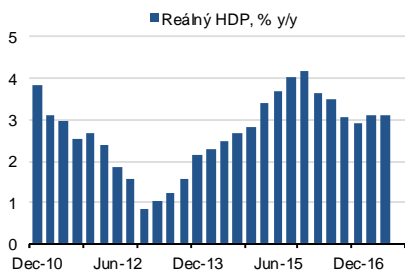
Roční makroekonomické ukazatele slovenské ekonomiky

		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	84,3	89,6	95,4	100,6
Hrubý domácí produkt	reálný růst, %	1,7	1,5	2,6	3,8	3,3	3,2	3,6	3,0	2,1
Průmyslová výroba	reálný růst, %	7,9	3,9	3,6	7,2	4,9	3,8	5,3	4,4	3,9
Stavební výroba	reálný růst, %	-11,8	-4,6	-2,8	20,1	-7,6	3,0	6,6	4,8	2,6
Maloobchodní tržby	reálný růst, %	1,3	0,2	3,7	1,8	1,9	7,7	7,6	4,7	1,9
Míra nezaměstnanosti	konec období, %	12,5	13,6	14,4	10,5	8,6	7,8	8,0	8,5	9,4
Celkové mzdy	nominální, průměr období, €	806	824	858	883	912	955	1020	1083	1141
Celkové mzdy	reálný růst, %	-1,2	0,9	4,2	3,2	3,7	3,5	4,7	3,8	2,6
Spotřebitelské ceny	HICP, průměr období, %	3,7	1,5	-0,1	-0,3	-0,5	1,1	1,9	2,3	2,6
Spotřebitelské ceny	HICP, konec období, %	1,3	4,6	3,4	-0,5	0,5	1,4	2,2	2,3	2,9
Zahraníční obchod	běžné ceny, mld. EUR	3,6	4,2	4,7	3,3	3,7	3,5	3,9	4,4	4,7
Vývozy	běžné ceny, mld. EUR	62,1	64,2	64,7	67,7	70,1	73,7	79,9	86,8	93,5
Dovozy	běžné ceny, mld. EUR	58,6	59,9	60,0	64,4	66,4	70,3	76,0	82,5	88,8
Vývozy	nominální růst, %	9,2	3,5	1,5	4,0	3,3	5,6	7,9	8,4	7,4
Dovozy	nominální růst, %	4,9	2,4	0,8	6,7	3,1	6,1	7,7	8,2	7,4
Běžný účet platební bilance	běžné ceny, mld. EUR	0,7	1,4	0,9	0,1	-0,6	0,5	0,7	0,8	0,9
Běžný účet platební bilance	% HDP	0,9	1,9	1,1	0,2	-0,7	0,6	0,8	0,8	0,9
Obchodní bilance	% HDP	3,4	3,9	3,6	2,6	2,8	3,8	4,6	4,9	5,1
Bilance služeb	% HDP	0,6	0,7	0,2	0,2	0,5	0,6	0,4	0,0	-0,4
Bilance výnosů	% HDP	-1,7	-0,7	-1,0	-1,0	-2,4	-1,7	-2,3	-2,3	-2,3
Saldo veřejného sektoru	% HDP	-4,3	-2,7	-2,7	-2,7	-1,7	-1,6	-1,7	-1,9	-2,7
Dluh vládního sektoru	mld. EUR	37,9	40,6	40,7	41,3	42,1	44,0	45,5	47,3	49,9
Dluh vládního sektoru	% HDP	52,2	54,7	53,6	52,5	51,9	52,2	50,7	49,5	49,6
Zahraníční zadluženost	% HDP	75,5	81,5	89,2	85,5	91,1	87,4	81,1	78,0	72,4

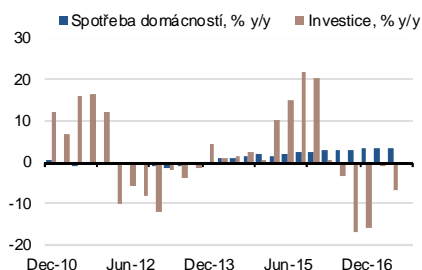
Zdroj: Eurostat, SSÚ, NBS, MF, UPSVR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

Makroekonomické ukazatele

HDP (y/y)



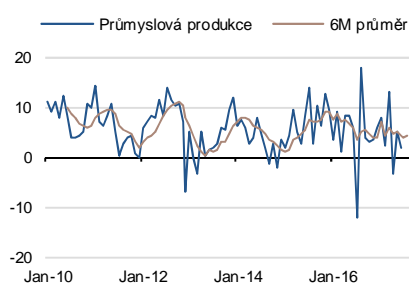
Spotřeba domácností, investice (y/y)



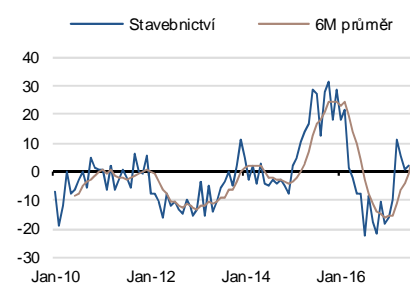
Čistý vývoz



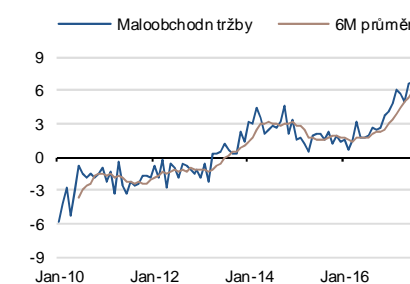
Průmysl (y/y)



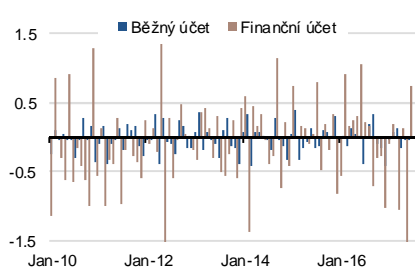
Stavebnictví (y/y)



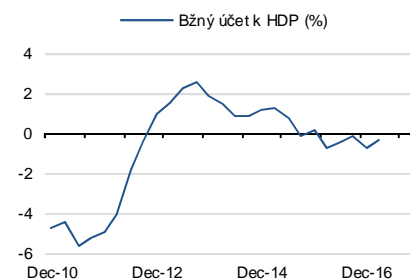
Maloobchodní tržby (y/y)



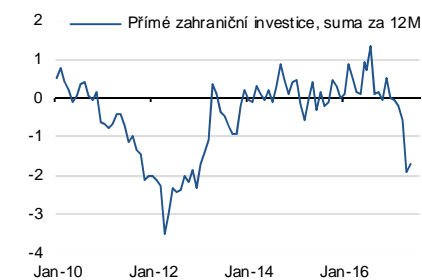
Platební bilance (mld, EUR)



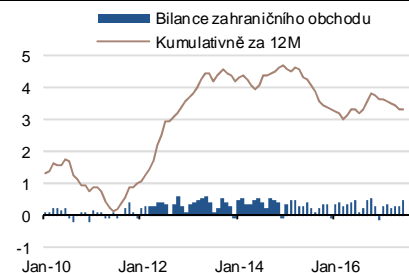
Běžný účet (% HDP)



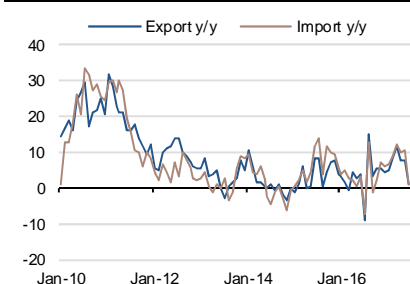
Přímé zahraniční investice (mld, EUR)



Saldo zahraničního obchodu (mld, EUR)



Dynamika vývozu a dovozu (% y/y)

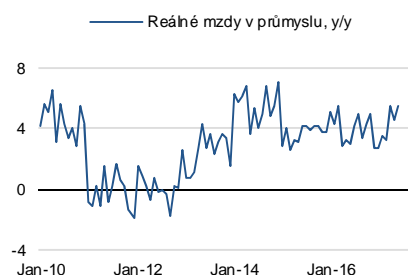


Míra nezaměstnanosti (%)

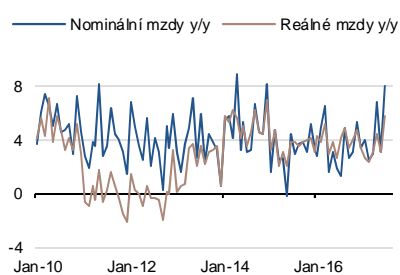


Zdroj: Eurostat, SSÚ, NBS, MF, UPSVR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

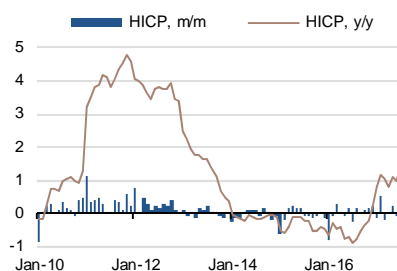
Reálné mzdy v průmyslu (y/y)



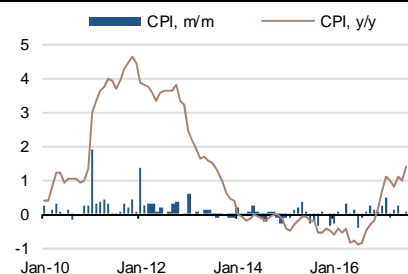
Mzdy v ekonomice (y/y)



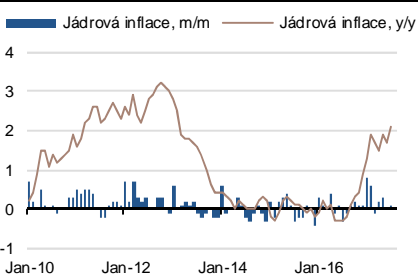
Spotřebitelské ceny (HICP, %)



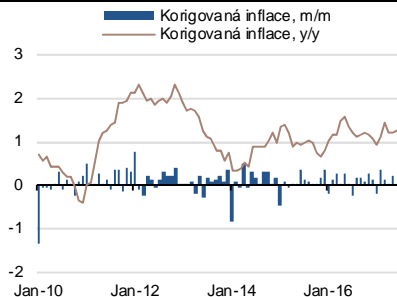
Spotřebitelské ceny (%)



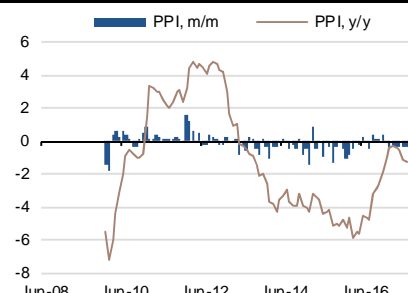
Jádrová inflace (%)



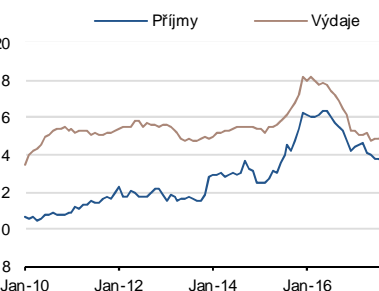
Korigovaná inflace (%)



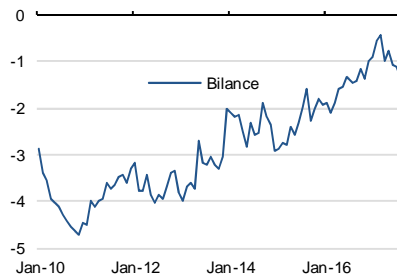
Ceny průmyslových výrobců (%)



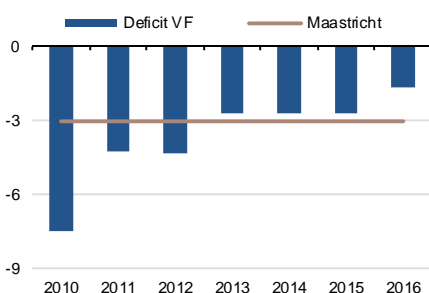
Státní rozpočet (příjmy, výdaje, v mld, EUR, kumulativně za posledních 12M)



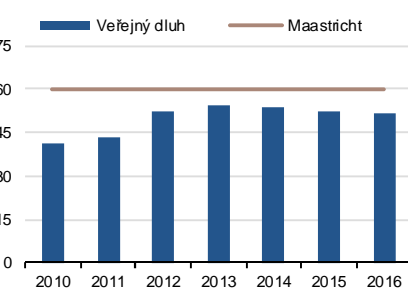
Státní rozpočet (balance, v mld, EUR, kumulativně za posledních 12M)



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

Akciovní 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) 213 284 162
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

Akciovní 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



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

Fixed Income



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

Vedoucí strategie sazby pro Evropu



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

Vedoucí strategie sazby pro USA



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



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



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



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



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



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



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



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

Měnové kurzy



Kit Juckes
(44) 20 7676 7972
kit.juckes@sgcib.com



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



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

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



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



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



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



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

Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje 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 vyplývajcímu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

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

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

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. obvykle nezasílá investiční doporučení jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

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.

Tento dokument není investičním doporučením dle nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, o zneužívání trhu, ani nepředstavuje investiční poradenství dle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

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