

| Čtvrtletní zpráva |

# Slovenské výhledy

Večírek konzumu pokračuje



- **Slovenská ekonomika stabilně roste:** Slovenský ekonomický růst je podporován především růstem domácí spotřeby, příští rok se přidají i vládní a soukromé investice.
- **Spotřebitelská důvěra podporuje soukromou poptávku:** Důvěra spotřebitelů je na nejvyšší úrovni za posledních deset let, což nahrává především maloobchodníkům. Růst maloobchodních tržeb příští rok ještě zrychlí.
- **Investice vzrostou tento rok jen nepatrně:** Investice čekají na svůj moment v příštím roce, kdy vzrostou jak vládní tak soukromé investice a výrazněji přispějí k růstu HDP. Rizikem však nadále zůstává omezená schopnost vlády čerpat prostředky z evropských fondů v stanoveném termínu.
- **Dynamika importů vzroste:** V důsledku růstu investic přidají dovozy na dynamice a čistý příspěvek vývozu k HDP se sníží.
- **Růst cenové hladiny zrychluje:** Inflace akceleruje především kvůli vyšším cenám potravin a pohonných hmot. Vzhledem k utáhnutému trhu práce, který vede k růstu mezd, bude v roce 2018 růst i korigovaná inflace.
- **Schodek rozpočtu veřejné zprávy se zhoršuje:** Tento rok bude deficit rozpočtu veřejných financí v poměru k HDP o 0.6pb vyšší než se předpokládalo v jeho návrhu. Nicméně i ve střednědobém horizontu je vláda optimistická, k dosažení avizovaného vyrovnaného rozpočtu v roce 2020 ji ale chybí opatření s dlouhodobějším efektem.



**Monika Junicke**  
(420) 222 008 509  
monika\_junicke@kb.cz



**David Kocourek**  
(420) 222 008 569  
david\_kocourek@kb.cz



**Jana Steckerová**  
(420) 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz

## Vnější prostředí a předpoklady prognózy



**Jana Steckerová**  
(420) 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz

Ekonomický růst v USA táhne spotřeba domácností.

### Hospodářský cyklus vstupuje do fáze pokročilé expanze

Ekonomika Spojených států se nachází ve fázi pokročilé expanze. K prodloužení této fáze přispěje plánovaná daňová reforma. Dobře se daří i ekonomice eurozóny. Díky tomu začne ECB postupně omezovat program kvantitativního uvolňování, což by mělo vést k posílení eura vůči dolaru. Růst pokračuje i ve středoevropském regionu. Hlavním motorem expanze je spotřeba domácností, ke slovu se vrací i investice.

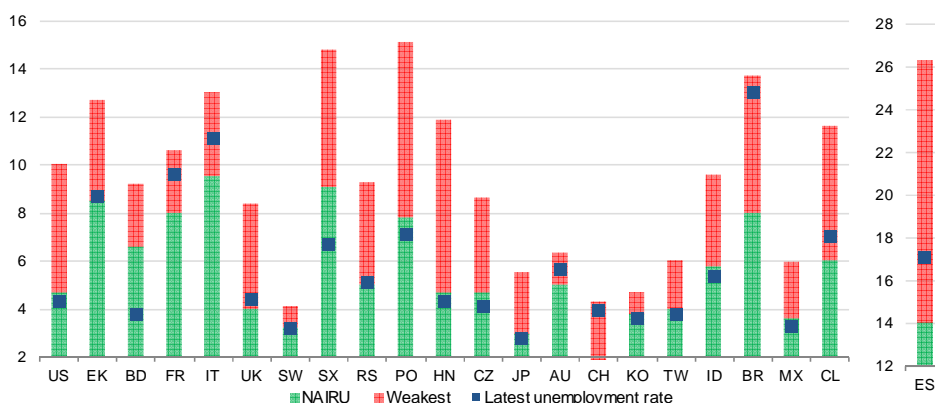
### Spojené státy americké: další zvýšení sazeb v prosinci

Ve třetím čtvrtletí ekonomika Spojených států přidala 3,0 % q/q (anualizovaně) po 3,1 % q/q v Q2 17. Hlavním tahounem domácího růstu zůstává spotřeba domácností, která by měla být motorem ekonomiky USA i do budoucna. Nasvědčuje tomu dobrá situace na trhu práce, klesající míra úspor i relativně vysoký zájem o nehypoteční úvěry. Míra nezaměstnanosti v říjnu poklesla na 4,1 %, nejnižší hodnotu od roku 2000 a podle ekonomů SG by se měla ještě dále snižovat. Výrazně klesá i počet nových uchazečů o dávky v nezaměstnanosti. Ten je nejnižší za několik posledních desetiletí. Spotřebu by navíc měly podpořit i schválené daňové škrtky. K hospodářskému růstu by letos měly více přispět i firemní investice především díky oživení aktivity v oblasti energetického sektoru. Po loňských 1,5 % stoupne letos podle ekonomů SG americký HDP o 2,1 %. Podobné tempo očekáváme i v roce 2018.

#### Box 1: Hospodářský cyklus v USA je již ve své pozdní fázi

Současná expanze ve Spojených státech začala v červnu 2009 a nyní je již třetí nejdelší v historii Spojených států. V únoru 2018 zaujme, pokud jde o délku trvání, druhé místo a pokud vydrží až do května 2019, bude nejdelší v celé historii USA vůbec. Ve druhé polovině roku 2019 však v USA podle ekonomů SG začne nastupovat recese. O tom, v jaké fázi se současná etapa globálního hospodářského růstu nachází, dobře vypovídá vývoj míry nezaměstnanosti. Ta se již v mnoha vyspělých ekonomikách pohybuje pod NAIRU, jak ukazuje následující obrázek.

#### Míra nezaměstnanosti versus NAIRU



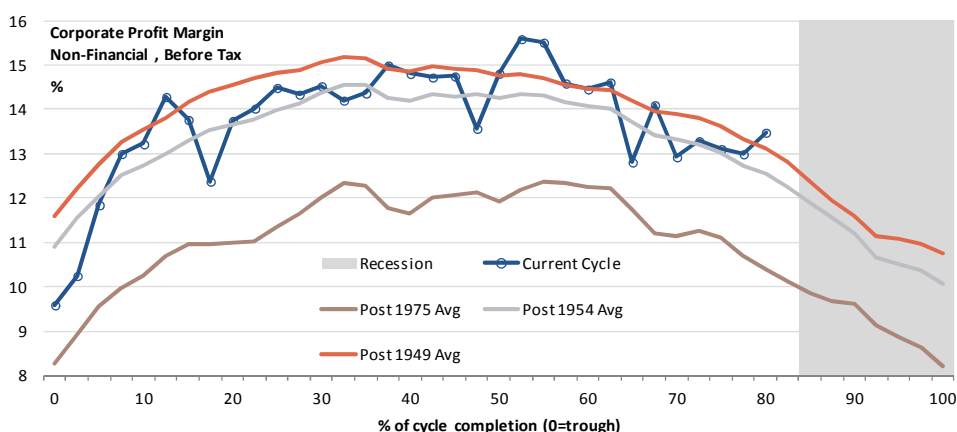
Zdroj: Datastream, SG Cross Asset Research/Economics

Míra nezaměstnanosti pod NAIRU naznačuje, že se ekonomiky nacházejí v pozdní fázi expanze. To platí i pro Spojené státy. Pokles nezaměstnanosti pod NAIRU je zpravidla spojen s rychlým nárůstem mezd a akcelerující inflací. To vytváří tlak na zvyšování úrokových sazeb.

V důsledku toho klesají ziskové marže korporací, snižují se investice a hospodářský růst zpomaluje.

Ziskové marže jsou tak dalším dobrým vodítkem k posouzení, v jaké fázi cyklu se ekonomika nalézá. V Q2 17 ziskové marže ve Spojených státech překvapily růstem, což bylo dáno zvýšením produktivity. V následujících čtvrtletích však podle našeho odhadu jednotkové mzdové náklady opět porostou, což bude vytvářet další tlak na pokles ziskových marží.

#### Spojené státy: ziskové marže a hospodářský cyklus



Zdroj: Datastream, Haver analytics, SG Cross Asset Research/Economics

Známky toho, že se expanze v USA již nachází v pozdní fázi, jsou patrné i na míře úspor domácností, která výrazně poklesla.

Ekonomika Spojených států tedy vykazuje jasné známky pokročilé expanze a v H2 19 vstoupí podle našeho názoru do recese. Recese ve Spojených státech se bude postupně přelévat i do eurozóny. Následně se zpomalení nevyhne ani Slovensko.

Další zvýšení sazeb ještě před koncem letošního roku.

**Americká centrální banka (Fed) začala v říjnu s normalizací bilanční sumy.** Objem splatných dluhopisů, které již nebudou znovu reinvestovány, byl stanoven na 6 mld. USD měsíčně u vládních dluhopisů a 4 mld. USD u dluhopisů krytých hypotékami (MBS). Tento objem se bude každé tři měsíce zvyšovat až do cílové výše 30 mld. USD pro vládní dluhopisy a 20 mld. USD pro MBS. Po jak dlouho bude tato cílová výše v platnosti, respektive kam až Fed plánuje bilanční sumu snížit, zatím oznámeno nebylo. V současné době bilanční suma Fedu dosahuje necelých 4 500 mld. USD, zatímco před zahájením programu kvantitativního uvolňování se její výše pohybovala na úrovni přibližně 900 mld. USD. V každém případě by nižší reinvestice dluhopisů měly postupně tlačit úroky na delším konci výnosové křivky směrem nahoru a pomáhat tak Fedu ve zpřísňování měnové politiky. Fed bude nicméně měnové podmínky utahovat dále i prostřednictvím zvyšování klíčové sazby. K tomu podle ekonomů SG přistoupí již na svém prosincovém zasedání (12.-13. prosince). V příštím roce Fed zvýší sazby celkem třikrát.

Příští rok euro posílí až na 1,27 USD/EUR.

**Jestřábí rétorika Fedu společně s nadějí, že se Donaldu Trumpovi podaří prosadit daňové škrt, zastavila posilování eura na 1,20 USD/EUR.** Na této hladině by se kurz měl podle ekonomů SG nacházet i na konci letošního roku. Příští rok se však díky omezování programu kvantitativního uvolňování v eurozóně ke slovu opět vrátí euro. Na konci roku 2018 by se měnový pár měl nacházet na úrovni 1,27 USD/EUR.

## Eurozóna: zvyšování sazeb v nedohlednu

V letech 2018-2019 růst eurozóny zpomalí.

**Růst HDP eurozóny dosáhl v Q3 17 solidních 0,6 % q/q.** V meziročním srovnání ekonomika přidala 2,5 %, což je nejrychlejší tempo od roku 2011. Přestože detailní strukturu růstu zatím neznáme, předpokládáme, že byl široce rozprostřený. Domácnosti těží z dobré situace na trhu práce. Zářijová míra nezaměstnanosti poklesla o další dvě desetiny na úroveň 8,9 %, nejnižší hodnotu od roku 2009 a snižovat by se měla i nadále. To se pak odráží v rostoucí spotřebitelské důvěře, která se poprvé od roku 2001 dostala do kladného teritoria (záporné hodnoty znamenají nedostatek důvěry spotřebitelů). Dobrá nálada spotřebitelů se pak promítá i do vývoje maloobchodních tržeb, které v září rostly nejrychleji od července 2015 (3,7 % y/y). Ekonomika eurozóny těží i z oživení světové poptávky. To by mělo být vidět na vývoji čistých exportů, které ještě ve druhém čtvrtletí hospodářský růst brzdily. Významným přispěvatelem zůstávají i investice (+0,5 pb v roce 2017 i 2018). Za celý letošní rok by si ekonomika eurozóny měla polepšit o 2,3 y/y, rizika se však koncentrují ve směru nahoru. V letech 2018-2019 hospodářský růst mírně zpomalí s tím, jak bude ECB postupně opouštět program QE, projeví se důsledky Brexitu a v H2 19 začne podle našeho odhadu recese ve Spojených státech (viz box 1).

### Inflace v eurozóně zůstane utlumená



Zdroj: Eurostat, Datastream, SG Cross Asset Research/Economics

První zvýšení sazeb v červnu 2019.

**Evropská centrální banka v říjnu oznámila, že svůj program kvantitativního uvolňování prodlouží o devět měsíců, tedy do konce září 2018.** Zároveň však s platností od ledna 2018 sníží objem nakupovaných aktiv ze současných 60 mld. EUR na 30 mld. EUR. To, zda program v září definitivně skončí, bude záviset především na vývoji mezd, investic a inflace. Inflace v eurozóně dosáhla svého vrcholu již v dubnu (na úrovni 1,9 % y/y). Od té doby v důsledku vyprchávajícího efektu statistické základny zpomaluje. Příští rok by spotřebitelské ceny měly v průměru dosáhnout 1,4 % y/y po letošních předpokládaných 1,5 % y/y. Za nedostatkem inflačních tlaků v eurozóně stojí mimo jiné nízké jednotkové mzdové náklady. Výraznější růst mezd by mohla přinést nová ujednání s odbory v oblasti průmyslu a ve veřejné sféře v Německu (stará končí v prosinci 2017 a březnu 2018). I tak ale jádrová inflace v období let 2017-2021 nepřesáhne v průměru 1,3 % y/y. Inflační vývoj bude podle ekonomů SG důvodem, proč Evropská centrální banka prodlouží program QE ještě jednou a to do konce příštího roku. Objem nakupovaných aktiv v posledním čtvrtletí příštího roku by měl však být již jen 15 mld. EUR. První a zároveň poslední zvýšení úrokových sazeb nastane podle ekonomů SG v červnu 2019. Depozitní sazba by měla stoupnout o 20 bb na -0,2 %, repo sazba o 5 bb na 0,05 %.

## Německo: nejvyšší tempo růstu HDP od roku 2011

Ekonomie by se mělo dobře dařit politické nejistotě navzdory.

**Německá ekonomika v Q3 17 překvapila růstem o 0,8 % q/q.** Meziroční dynamika dosáhla dokonce 2,8 %, což je nejrychlejší tempo od roku 2011. Růst byl tažen především čistými exporty, domácí poptávka za očekáváními mírně zaostala. Směrem nahoru byl revidován i růst HDP za Q2 17 a to z původních 2,1 % na 2,3 % y/y. Dobře by se německé ekonomice mělo dařit i nadále. Za celý letošní rok by měla přidat 2,5, příští rok pak očekáváme růst na úrovni 2,1 %. Hlavním motorem německé ekonomiky zůstane domácí poptávka. Domácnosti těžší z utážené situace na trhu práce. Náladu jim vylepšuje i očekávaný růst mezd a vyhlídka na snížení daně z příjmu. Míra nezaměstnanosti by měla v příštím roce dále poklesnout, a to z letos očekávaných 5,7 % až na 5,3 %, tedy výrazně pod NAIRU (6,6 %). Významným přispěvatelem k růstu HDP by měly být i investice. Inflace podle ekonomů dosáhne příští rok v průměru 1,3 %, po letošních 1,7 %. Směrem dolů ji bude tlačit především silné euro.

**Povolební vyjednávání Angely Merkelové (CDU/CSU) o sestavení nové vlády se Zelenými a FDP skončila krachem.** Především kvůli otázkám ohledně migrace a ochrany klimatu se FDP rozhodla ukončit vyjednávání o nové vládě. Variantami nyní jsou velká koalice s SPD, nové parlamentní volby, popřípadě minoritní vláda Angely Merkelové.

## Středoevropský region: utážený trh práce tlačí mzdy nahoru

Solidní růst HDP bude pokračovat, ke slovu se vrátí investice.

**Růst HDP v zemích středoevropského regionu předčil v Q3 17 očekávání.** Společným jmenovatelem zůstala pravděpodobně spotřeba domácností, která těžší z mimořádně dobré situace na trhu práce. Nezaměstnanost se nalézá na historicky nejnižších úrovních, což tlačí mzdy směrem nahoru. K tomu se přidává i zvyšování minimálních mezd (v Maďarsku v letošním roce o 15 % pro nekvalifikovanou pracovní sílu a o 25 % pro kvalifikovanou, v České republice příští rok o 11 %, v Polsku o 5 %) a růst platů ve veřejném sektoru. To se následně přelévá i do mezd v privátní sféře. I tak je ale problém v regionu pracovní sílu sehnat. Částečně tuto situaci řeší najímání zahraničních pracovníků, což je patrné především v Polsku (v roce 2016 zde pracovalo více než 700 tisíc Ukrajinců). V ostatních zemích, především v České republice a Maďarsku, tlačí utážený trh práce mzdy nahoru. Prostor pro další pokles nezaměstnanosti v regionu je podle našeho názoru limitovaný. Firmy by měly začít více investovat, pokud chtějí uspokojit rostoucí poptávku. Investiční aktivitu by mělo významně podpořit čerpání peněz z fondů Evropské unie. O stavu čerpání peněz z fondů EU vypovídá následující tabulka:

Čerpání peněz z fondů EU (říjen 2017)

mln. EUR	Česká republika	Polsko	Maďarsko	Slovensko
Plánovaný objem čerpání	32,4	104,9	29,7	20,1
Rozhodnuto	9,9	35,8	19,9	5,9
Vyčerpano	1,4	6,8	2,1	1,1

Zdroj: Evropská komise, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Inflace v Polsku by měla v příštím roce akcelarovat.

**Navzdory solidnímu růstu HDP a rostoucím mzdám zůstávají inflační tlaky v polské ekonomice stále utlumené.** Nízká je především jádrová inflace, která se drží kolem úrovně 0,7 %. To by se ale mělo podle našeho odhadu v příštím roce změnit, když díky utážené situaci na trhu práce, rostoucím cenám potravin a pohonných hmot začne akcelarovat i celková inflace. V H2 18 by se inflace mohla dokonce vyhoupnout ke 3 %. Centrální banka bude muset inflační tlaky začít krotit utahováním měnových podmínek. To podle našeho názoru nastane v červenci 2018. Do té doby zůstanou sazby beze změny na úrovni 1,5 %. Lépe by se mělo začít dařit i polskému zlotému, který od května trpěl spory kolem ústavního zákona, holubičí rétorikou centrální banky i rostoucími výnosy na rozvinutých trzích. Dobrá

kondice domácí ekonomiky, vyhlídky na zvyšování sazeb i to, jak si investoři postupně zvykají na spory Polska s Evropskou unií, hovoří ve prospěch silnějšího zlotého vůči euru (strategové SG vydali doporučení na nákup zlotého s cílovou hodnotou 4,119 PLN/EUR<sup>1</sup>).

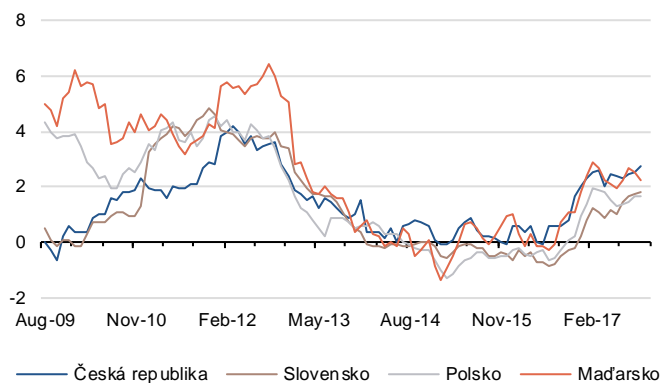
Maďarská centrální banka bude udržovat měnovou politiku i nadále uvolněnou.

**Inflační cíl se zatím nedaří plnit ani maďarské centrální bance.** Inflace se v současné době pohybuje kolem úrovně 2,5 %. V následujících měsících však podle prognózy centrální banky opět zpomalí ke 2 % a 3% cíle dosáhne až v Q2 19. Tomu odpovídá i měnová politika MNB, která bude i nadále velmi uvolněná. Na svém zářijovém zasedání centrální banka sice ponechala klíčovou úrokovou sazbu beze změny (na úrovni 0,9 %), jednodenní sazbu však snížila z -0,05 % na -0,15 %. Zároveň omezila limit pro vstup komerčních bank do tříměsíční depozitní facility, a to z původních 300 mld. HUF na 75 mld. HUF. Snaží se tak zvyšovat mezibankovní likviditu. Centrální banka také vyjádřila svůj záměr stlačit BUBOR a výnosy podél celé výnosové křivky (obzvláště pak na jejím dlouhém konci) ještě níže. Plánuje to provést skrze rozšíření nabídky FX swapů, skrze které mohou banky za výhodných podmínek převádět cizoměnové úvěry do domácí měny.

ČNB bude ve zvyšování úrokových sazeb pokračovat.

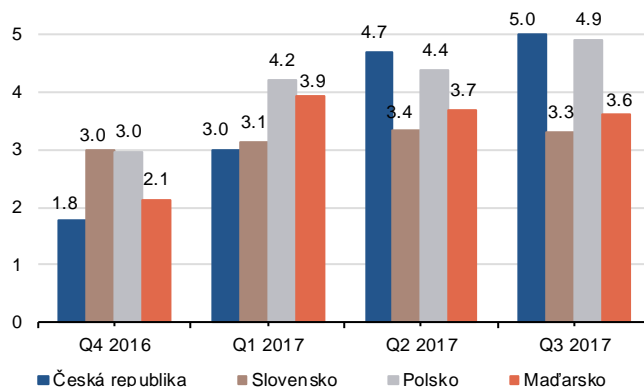
**Z hlediska plnění inflačního cíle je na tom nejlépe Česká republika.** Inflace se již bezpečně drží nad 2% cílem, a tak centrální banka začala měnové podmínky utahovat. Do konce roku však zůstane klíčová úroková sazba zřejmě beze změny (na úrovni 0,5 %). V příštím roce očekáváme, že centrální banka zvýší úrokové sazby celkem čtyřikrát, a to o 25 bb každé čtvrtletí. Více se na toto téma dočtete v našem reportu <http://bit.ly/ceo4Q17>.

Inflace v regionu pomalu stoupá (% , y/y)



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

HDP v regionu příjemně překvapil (% , y/y)



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

<sup>1</sup> Z reportu Société Générale vydaného 20. září 2017: Poland Short EUR-PLN as improving macro outlook outweighs political noise



## Makroekonomická prognóza

### Soukromé investice rostou, příští rok se přidají i ty veřejné



Monika Junicke  
(420) 222 008 509  
monika\_junicke@kb.cz

#### Hlavní změny

##### HDP:

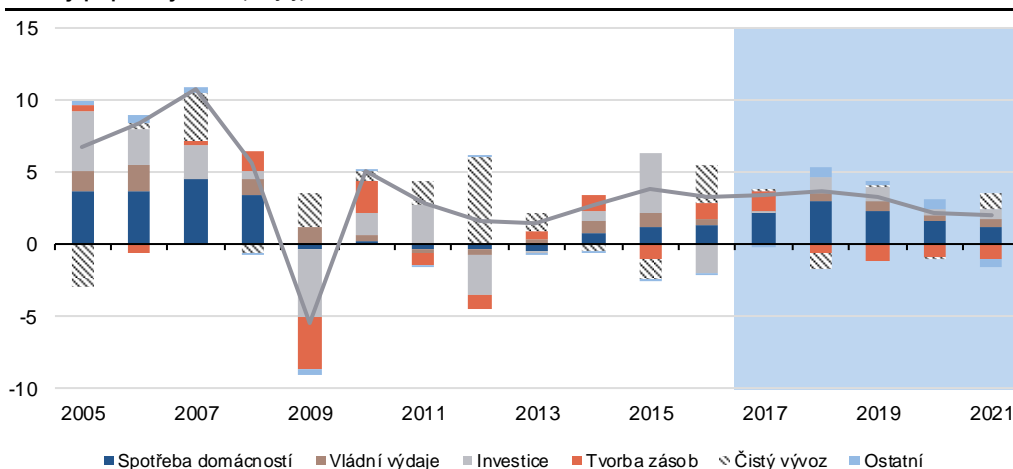
Celoroční výhled na růst HDP pro rok 2017 jsme revidovali o 0,2 pb nahoru na 3,4 %. Důvodem je vyšší než předpokládaná dynamika ve třetím čtvrtletí, kterou by si slovenská ekonomika měla zachovat i v posledním kvartále. Rovněž jsme mírně nahoru revidovali svůj výhled na HDP v roce 2018 na 3,7 %.

##### Inflace:

Náš inflační výhled počítá pro letošní rok s růstem spotřebitelských cen tempem 1,4 %, což je o 0,3 pb více než v minulém vydání prognózy. Výhled pro rok 2018 jsme revidovali o desetinku nahoru na 2,0 %.

Slovenská ekonomika potvrdila v Q3 17 svou dobrou kondici, když si zopakovala mezičtvrtletní růst 0,8 %. Hlavním tahounem zůstává nadále domácí spotřeba, na plyn šlapou i investice. Avšak přes vysokou poptávku po domácích výrobcích v zahraničí je příspěvek čistých vývozu k celkovému růstu mírně záporný. Nedostatek zaměstnanců tlačí reálné mzdy vzhůru, což se odráží v růstu korigované inflace. Přesto však letos nejvíce k dynamice inflace přispívají vyšší ceny potravin a pohonných hmot.

Složky poptávky HDP (% y/y)



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

První odhad Slovenského statistického úřadu (SSÚ) předpokládá, že slovenská ekonomika přidala ve třetím kvartále 0,8 % q/q, a meziročně si tak udržela své dobré tempo 3,4 % z druhého čtvrtletí. Podle našeho názoru nejvíce k meziročnímu růstu přispěla již tradičně spotřeba domácností následovaná složkou investic a zásob.

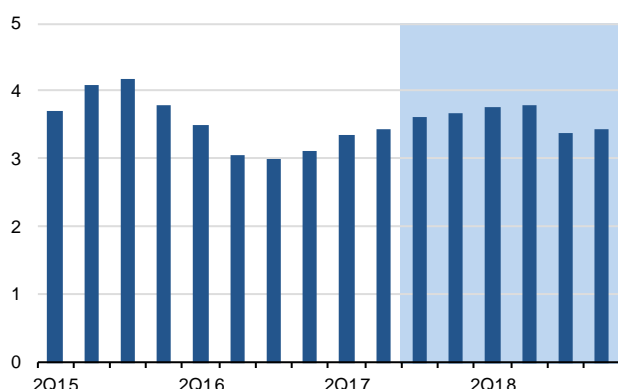
Revize časové řady vývoje slovenské ekonomiky při zveřejnění posledního čtvrtletního údaje ukázala, že investice v letech 2014 až 2015 rostly každý rok o 3 pb více, než se původně předpokládalo. Avšak k největší změně došlo v druhém čtvrtletí tohoto roku, ve kterém dynamika slovenského HDP zrychlila na 3,4 % y/y, což je o 0,3 pb více než ukazoval předchozí odhad SSÚ. Na základě této změny jsme zvýšili svůj celoroční výhled na růst HDP pro tento rok o 0,2 pb na 3,4 %.

V posledním čtvrtletí letošního roku by měla slovenská ekonomika nadále zrychlovat, a to jak díky domácí spotřebě tak i investicím, které si připsou meziroční růst kolem 5 %. Naopak čisté exporty přispějí k růstu HDP negativně, a to především kvůli větší dynamice v dovozech. K navyšování investic je totiž potřeba především strojů, dopravních prostředků, ale i elektrických a optických přístrojů, jejichž značná část bude pocházet ze zahraničí.

Slovenská ekonomika operuje nad svým potenciálem, svou dynamiku však příští rok ještě zvýší.

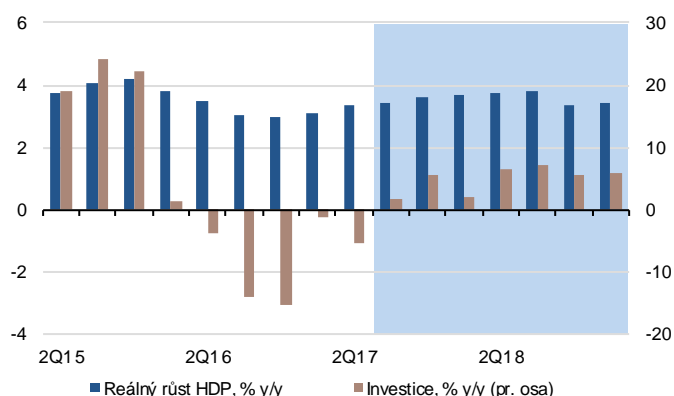
Přestože už v současné době operuje slovenská ekonomika nad svým potenciálem, příští rok její růst ještě zrychlí, přičemž dynamika investic bude vrcholit. Kromě soukromých investic vzrostou také kapitálové výdaje vlády zejména díky projektům napojeným na čerpání finančních prostředků fondů Evropské unie.

**Slovenská ekonomika příští rok zvýší své růstové tempo (% y/y)**



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

**Investice se postupně rozbíhají**



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

## Důvěra spotřebitelů je nejvyšší za deset let

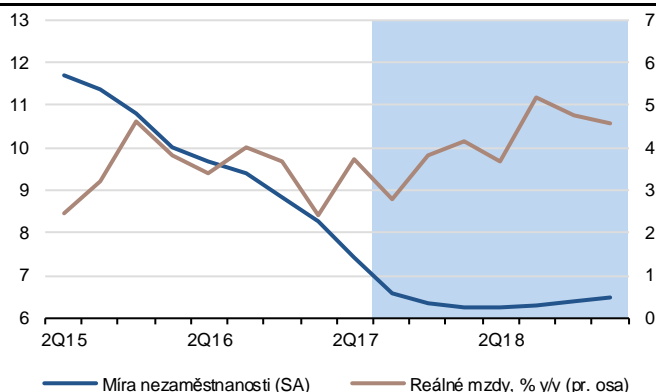
Spotřeba domácností zůstane i nadále hlavním pilířem ekonomického růstu.

**Dynamika slovenské ekonomiky se bude i nadále opírat především o spotřebu domácností.** Soukromá poptávka, jejíž příspěvek v Q2 tvořil celou polovinu růstu HDP, si svou dynamiku zachová i v nadcházejícím období. Spotřeba domácností si za celý letošní rok připíše 3,8 %, avšak svého vrcholu dosáhne během příštího roku. V té době bude domácí poptávka podporovaná především pokračující ekonomickou expanzí, která povede k dalšímu utahování na trhu práce a zvyšování disponibilního příjmu.

Hrubý disponibilní důchod ve druhém čtvrtletí zrychlil tempo svého růstu, a to jak v důsledku vyšších mezd a náhrad zaměstnancům tak i většího množství odpracovaných hodin. Míra nezaměstnanosti se v současné době nachází na svém historickém minimu, stejně jako počet uchazečů, kteří mohou okamžitě do práce nastoupit.

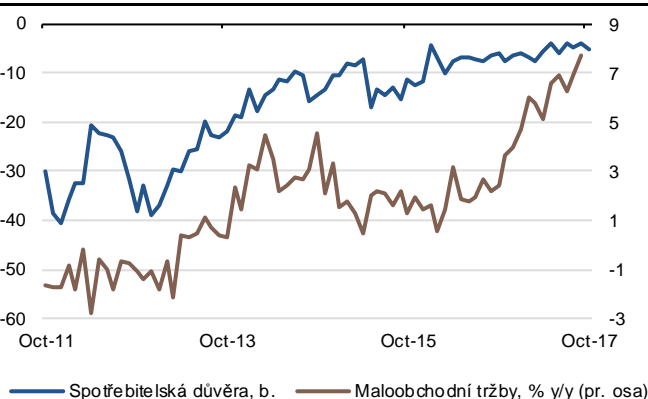
**V následujícím období bude míra nezaměstnanosti dále klesat, a svého absolutního minima dosáhne v první polovině příštího roku.** Na rok 2018 jsme tedy revidovali náš výhled o 0,5 pb dolů na průměrných 6,3 %.

**Nízká nezaměstnanost zvyšuje tlaky na růst mezd**



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

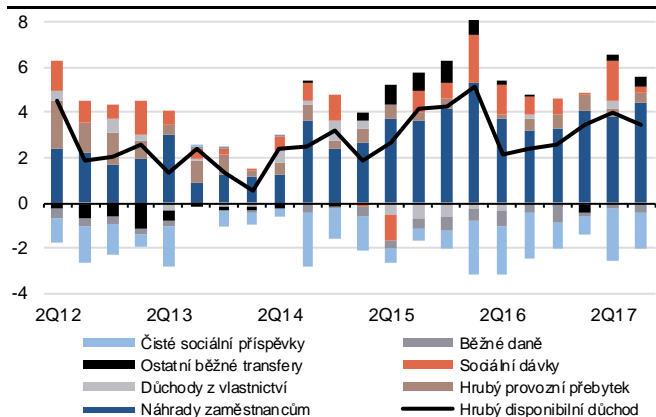
**Spotřebitelská důvěra podporuje maloobchodní prodej**



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



**Disponibilní příjem roste se zrychlováním dynamiky mezd**  
(% y/y, pb)



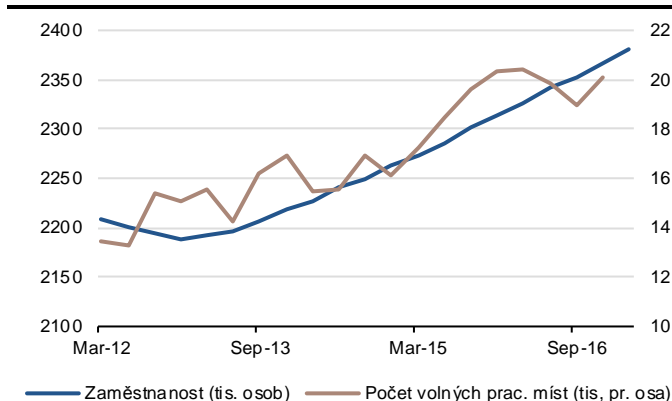
Zdroj: SSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Historicky nejnižší míra nezaměstnanosti v kombinaci s reálným růstem mezd zvedá spotřebitelskou důvěru nad hodnoty před finanční krizí.

Vzhledem k výše vyjmenovaným faktorům není překvapením, že se spotřebitelská důvěra v současnosti pohybuje v okolí svého 10letého maxima, což podporuje **vyšší spotřebu a snižuje tempo růstu míry úspor**. Průměrná míra úspor domácností, počítaná za poslední čtyři kvartály, v druhém čtvrtletí letošního roku mírně klesla, pořád se ale drží kolem svého 15letého maxima.

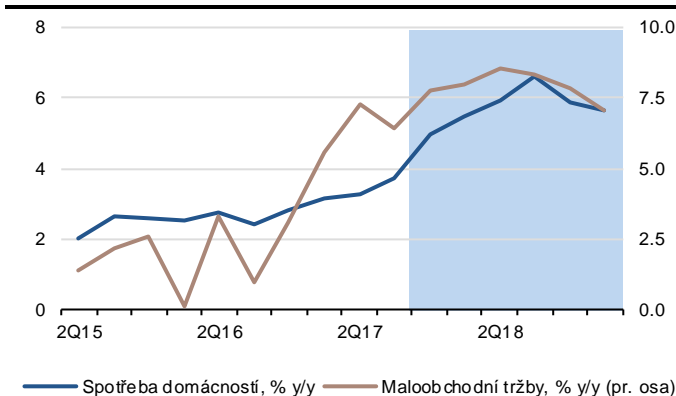
**Z rostoucí poptávkou po zboží profitují maloobchodníci**, jejichž tržby vzrostly ve třetím čtvrtletí o 6,4 % meziletočně, a to napříč sektory. Nejvíce se zvýšily tržby obchodníků za zboží zbytné, pořízené přes internet, dařilo se však i prodeji zboží ve specializovaných prodejnách. Zákazníci pokračují v utrácení s chutí, a to i za věci, které nutně nepotřebují. Domníváme se, že přicházející vánoční svátky ruku v ruce s pokračující ekonomickou expanzí ještě dynamiku maloobchodních tržeb zrychlí. Celkově letos porostou průměrným tempem 6,8 %. Příští rok, vzhledem k pokračující konjunktúře, si maloobchodníci na tržbách připsou přes 8 %.

**Počet volných pracovních míst se zvyšuje**



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

**Maloobchodní tržby zrychlují svou dynamiku**



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

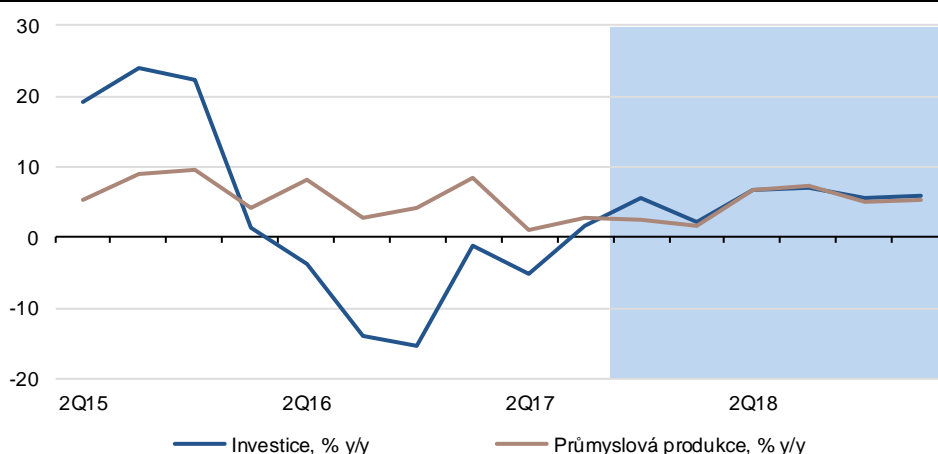
## Investice znovu přispějí k růstu ekonomiky

EU fondy pomohou příští rok investiční aktivitě v růstu.

I když struktura růstu HDP v 3Q ještě není známá, vše nasvědčuje tomu, že po období pěti kvartálů negativních příspěvků k meziročnímu růstu došlo k prvnímu oživení investic. Zdravý ekonomický vývoj, utažený trh práce s rostoucími náklady na zaměstnance i tlak na čerpání podpory z Evropských fondů vedou k tomu, že investice od poloviny letošního roku znovu přibývají.

V průměru si letos investice připsou mírný, ale kladný příspěvek k celoročnímu růstu HDP. Tempo tvorby fixního kapitálu pak v následujícím roce zrychlí přes 5 %, a po letech tak opět významněji přispěje k celkové dynamice HDP.

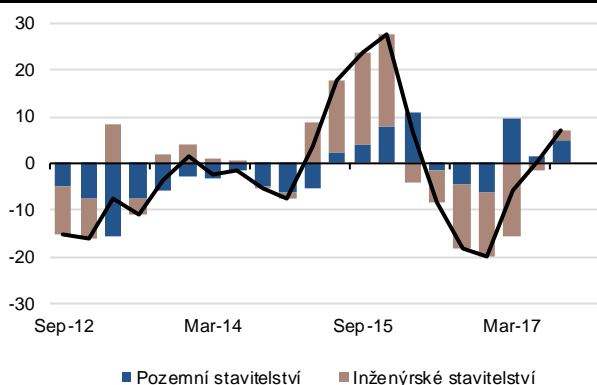
### Investice porostou i díky rozšiřování výrobních kapacit



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

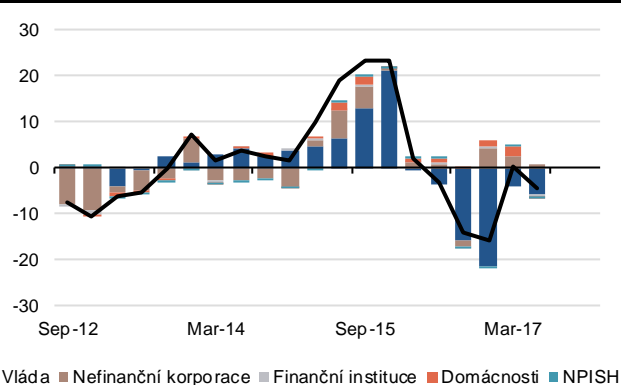
Rostoucí domácí i zahraniční poptávka po slovenských výrobcích vede k tomu, že průmyslové závody navyšují svou výrobu. Naráží však na překážky v podobě omezení výrobních kapacit, jejichž využití je srovnatelné s obdobím před poslední krizí. V době, kdy se nedostatek kvalifikovaných pracovníků stal jednou z hlavních bariér růstu napříč všemi odvětvími, se zaměstnavatelům nabízí řešení v podobě investic do zvýšení výrobní kapacity, popřípadě do produktivity pomocí digitalizace a robotizace.

### Stavebnictví zpět v kladném růstu (% y/y)



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

### Vládní investice byly v H1 17 záporné (% y/y)



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

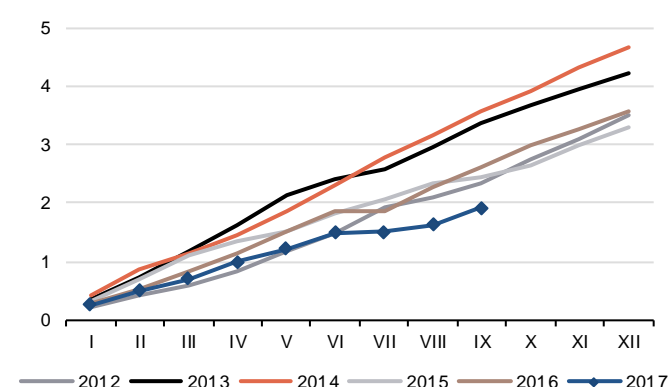
Čerpání z evropských fondů zaostává za plánem, nejvíce investice do výzkumu a inovací.

### Rovněž investice z veřejných zdrojů začnou v následujícím období znovu růst.

V současnosti investiční aktivita vlády dosáhla svého dna, když se kapitálové výdaje ze státního rozpočtu propadly v porovnání s loňským rokem o 23 %. Také schvalování prostředků čerpání z evropských fondů výrazně zaostává za plánem. Do konce října bylo čerpáno pouze 8 % z celkově přidělené kvóty na programové období 2014-2020. Podle pravidla n+3 však musí být ke konci letošního roku vyčerpáno přes 632 mil. EUR, v posledních dvou letošních měsících zbývá tedy schválit dotace ve výši 178 mil. EUR. Nejvíce z této částky připadá na výzkum a inovace (64,4 mil. EUR) a na investice do lidských zdrojů jako např. vzdělání (40,3 mil. EUR).

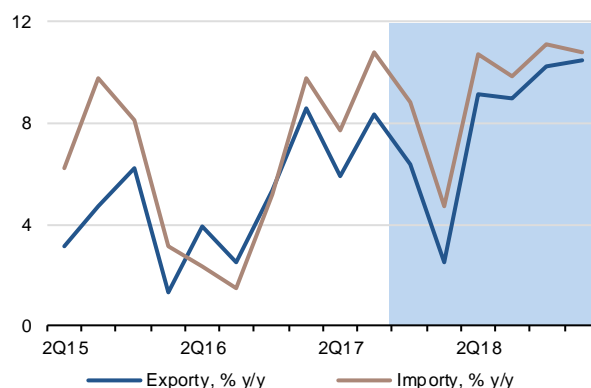
Na fakt, že investice znovu ožívají, ukazují měsíční indikátory. Inženýrské stavitelství, jehož produkce se od začátku roku 2016 pohybovala v červených číslech, ve třetím čtvrtletí vzrostlo meziročně o 13,5 %. Částečně je sice tato dynamika vysvětlitelná nízkou srovnávací základnou z minulého roku, výrazný mezičtvrtletní růst ale pozorujeme celý letošní rok. Podobným vývojem prochází i pozemní stavebnictví, které si v Q3 připsalo 5,9 % meziročně. Dařilo se rovněž průmyslu, jehož aktivita ve třetím čtvrtletí rostla meziročním tempem 3,4 %. Nejrychleji přibýval sektor oprav a instalace výrobních zařízení a výroba elektrického zařízení.

Bilance zahraničního obchodu zůstává podprůměrná (mld. EUR)



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

Dynamika dovozu bude i nadále převažovat nad vývozem



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

**Solidní vnější prostředí nadále podporuje poptávku po slovenských výrobcích, ale silný vývoz je vyvažován dynamickým tempem dovozu, který je potřeba k růstu investic.** Měsíční statistiky ukazují, že v průměru vzrostly vývozy ve třetím čtvrtletí meziročně o téměř 8,5 %, zatímco dovozy za stejné období vzrostly o téměř 11 %. Celkově kumulovaná bilance zahraničního obchodu za první tři čtvrtletí vykázala přebytek ve výši 2,2 mld. EUR, tedy o téměř 725 mil. EUR méně než za srovnatelné období minulého roku.

### Box 2: Závislost na automobilovém průmyslu se zvyšuje a bude hůř!

Automobilový průmysl je ve slovenské ekonomice stále důležitější a jeho význam bude dále umocněn s náběhem výroby v nové továrně automobilky Jaguar Land Rover na západním Slovensku na konci roku 2018. Vysoká procykličnost tohoto sektoru výrazně ovlivní celkový vývoj slovenské ekonomiky.

Význam automobilového průmyslu pro slovenskou ekonomiku je dobře známý, ale **motor ekonomického cyklu ekonomiky zvyšuje svou kubaturu. Jeho podíl na tržbách zpracovatelského průmyslu za posledních deset let přidal více než deset procentních**

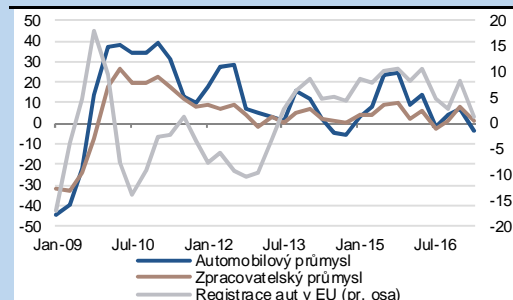
**bodů.** Ve druhém čtvrtletí letošního roku činil automobilový průmysl více než 35 % příjmů zpracovatelského průmyslu, který sám má čtvrtinový podíl na HDP.

Podíl tržeb automobilového průmyslu na zpracovatelském průmyslu (%)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

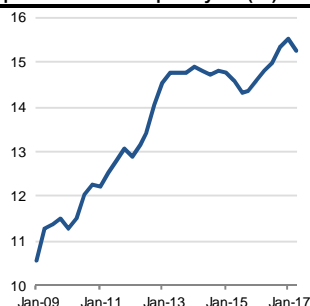
Cykličnost automobilového průmyslu ve srovnání s registracemi aut v EU (% y/y)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Vyšší váha automobilového průmyslu ve výrobním sektoru se odráží ve vyšší volatilitě celého průmyslu.** Vzhledem k velikosti a geografické orientaci vývozu na trhy EU to vystavuje slovenskou ekonomiku potenciálně ještě více negativním šokům, než by mohly čelit trhy EU. To představuje výzvu pro hospodářskou politiku, zejména s ohledem na rychlost reakce na změnu v průběhu hospodářského cyklu. Slovensko je ve srovnání s jinými státy v regionu v komplikovanější situaci v tom smyslu, že odpovědnost spočívá výlučně na bedrech fiskální politiky. Naštěstí z hlediska analýzy existuje jedna výhoda, že má snadno dostupný indikátor vývoje automobilového průmyslu – registrace vozidel v EU. Výše uvedený graf porovnává meziroční tempo růstu tržeb automobilového průmyslu s meziročním tempem růstu registrací automobilů v EU. Ten dokládá korelaci registrace vozidel v EU s vývojem tržeb automobilového průmyslu.

Podíl počtu pracovníků v automobilovém průmyslu na zpracovatelském průmyslu (%)

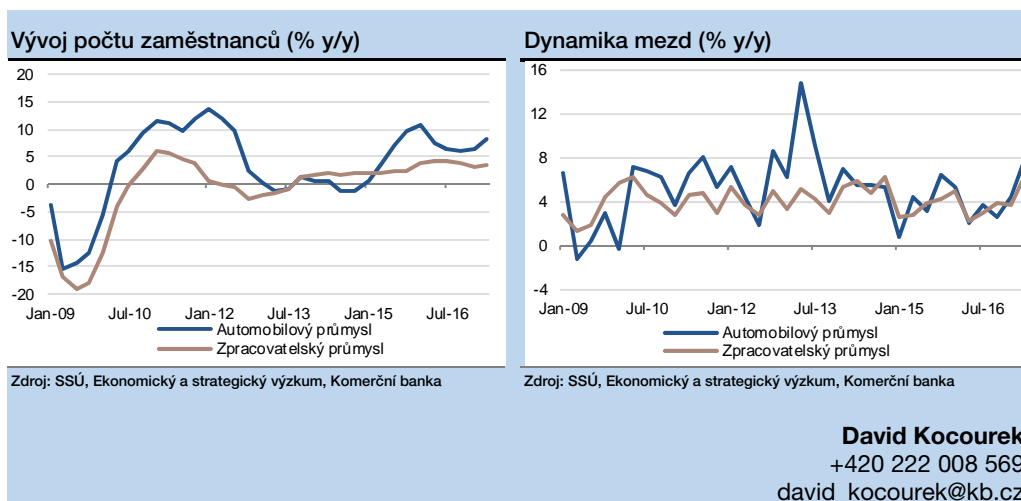


Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Vysoká procykličnost automobilového průmyslu se na trhu práce silně projevuje nejen vyšší dynamikou růstu pracovní síly, ale také vyšším tempem růstu mezd.** Výrazně rychlejší růst počtu zaměstnanců v automobilovém průmyslu vedl ke zvýšení podílu automobilového průmyslu ve zpracovatelském průmyslu z 14,5 % na počátku roku 2015 na téměř 16 % ve druhém čtvrtletí letošního roku, což ovšem neznamená významný posun ve struktuře zaměstnanosti. Nicméně dlouhodobější perspektiva od počátku časové řady v Q1 08 už robustnější posun zaměstnanosti ukazuje, když před deseti lety automobilový průmysl zaměstnával 10,5 % pracovní síly ve zpracovatelském průmyslu.

**Dynamika mezd v automobilovém sektoru je hnací silou celého průmyslu, neboť konkurence jednotlivých průmyslových odvětví mezi sebou vede k vyšší dynamice mezd.**

Tento trend se pravděpodobně v příštím roce ještě zintenzivní, protože Jaguar Land Rover už zahájil hlavní fázi náborového procesu pro závod, který postavil v blízkosti Nitry. Odhaduje se, že továrna vytvoří téměř tři tisíce nových pracovních míst a ve firmách v navázaném dodavatelském řetězci vzniknou další tisíce míst. Utažené podmínky na trhu práce proto zvyšují tlak na růstovou dynamiku výdělků. Nově postavená továrna by splnit tyto mzdové požadavky mohla plnit kvůli své vysoké produktivitě. Silnější růst mezd v důsledku zvýšené konkurence v automobilovém a souvisejících průmyslových odvětvích však představuje riziko pro naši prognózu mzdového růstu v příštím roce.

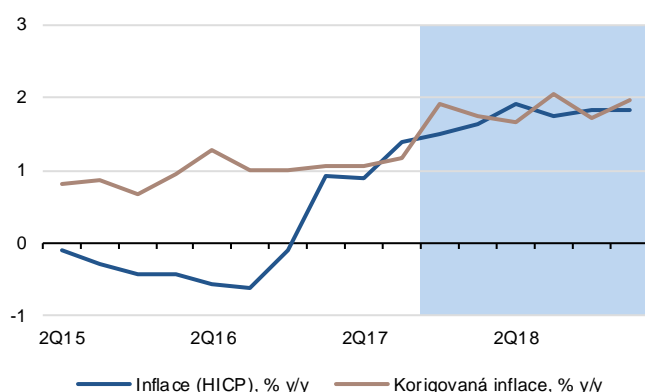


Struktura dovozu napovídá, že se podniky připravují na rozšiřování kapacit i modernizaci.

Z dostupných dat vyplývá, že v prvních dvou měsících třetího čtvrtletí vzrostl dovoz investičních statků, jakými jsou stroje a dopravní zařízení. Zatímco v první polovině roku si dovoz strojů, přístrojů a elektrických zařízení připsal v meziročním srovnání 3 %, o letních měsících se dynamika tohoto dovozu zvedla na 14 %. Prázdninové výluky totiž řada podniků využila k modernizaci a rozšiřování produkčních linek. Pozadu nezůstaly ani dovozy nových technologií, které automobilové závody potřebují na spuštění výroby nových typů aut naplánované v příštích dvou letech. V boxu 2 popisujeme slovenský automobilový průmysl a jeho vliv na celkovou ekonomickou situaci ve větším detailu.

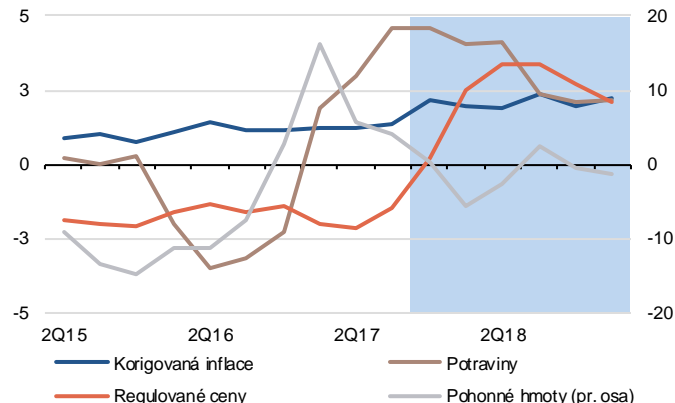
**Nižší saldo zahraničního obchodu se odrazilo i ve statistice platební bilance.** Ta na konci Q3 vykázala deficit ve výši 906 mil. EUR. To je o 414 mil. EUR větší schodek než před rokem. Za tímto zhoršením stojí především nižší saldo zboží a služeb. Podle našich odhadů bude v následujícím období tempo růstu importu převažovat nad exporty a nadále tak zpomalovat růst běžného účtu. Na konci letošního roku očekáváme, že kumulovaný deficit platební bilance překročí výši 350 mil. EUR a o rok později by se měl tento schodek prohloubit o dalších 100 mil. EUR.

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



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

Složky inflace (% y/y)



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

## Ceny potravin ženou letos inflaci nahoru

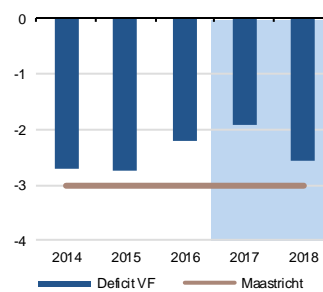
Spotřebitelskou inflaci ženou nahoru vyšší ceny potravin a pohonných hmot, příští rok se přidá i jádrová inflace.

**Spotřebitelské ceny ve třetím čtvrtletí akcelerovaly nad naše očekávání.** Velký podíl na tom má růst cen potravin, který si vzhledem k celosvětové neúrodě připsal meziročně 4,6 %. Výrazně vzrostly také ceny pohonných hmot, a to o 4,1 % y/y. Korigovaná inflace se držela zpátky, když si meziročně připsala pouhé 1,3 %, a to především díky nízké srovnávací základně. Vyjádřeno v mezičtvrtletní změně vzrostla o pouhých 0,05 %. V posledním čtvrtletí letošního roku však s ohledem na růst mezd a vývoj soukromé spotřeby očekáváme, že tempo růstu korigovaných cen překročí 2 % y/y, kolem kterých se udrží i v roce 2018. Také ceny potravin nadále porostou, naopak ceny pohonných hmot budou vzhledem k posilujícímu euru i cenám ropy na světových trzích klesat. **Průměrná inflace v letošním roce dosáhne 1,4 % y/y a příští rok zrychlí ke 2,0 %.**



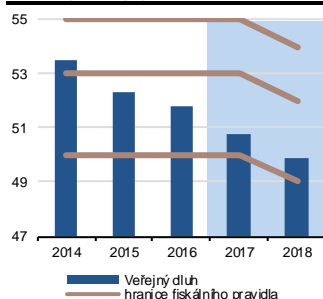
## Veřejný sektor

Deficit veřejných financí (% HDP)



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

Celkový veřejný dluh (% HDP)



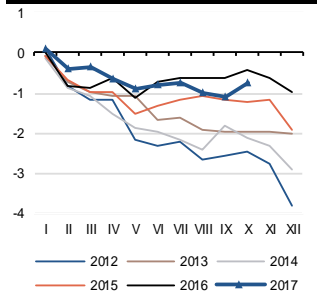
Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn: Sankční pásma počínaje příštím rokem budou klesat o 1 pb ročně až dokud horní limit (letos ještě 60 %) nedosáhne 50 %.

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 zůstane v deficitu

Říjnová notifikace Eurostatu ukázala, že v roce 2016 byl schodek veřejných financí, což v poměru k slovenskému HDP 2,2 %. Deficit k poměru HDP byl tedy o téměř 0,5 pb vyšší, než se původně předpokládalo.

Ze statistiky o plnění státního rozpočtu vyplývá, že se deficit SR v průběhu roku 2017 začal zhoršovat, a to především v důsledku nižších rozpočtových příjmů. Ke konci listopadu se celkové příjmy propadly meziročně o téměř 372 mil. EUR, přičemž daně z příjmů právnických osob byly nižší o více 20 %, tedy 600 mil. EUR. Naopak díky vyšší spotřebě domácností se vybralo více na nepřímých daních.

Státnímu rozpočtu však chybí také příspěvky z evropských fondů, kterých bylo o téměř 200 mil. EUR méně než v loňském roce. Celkové výdaje se změnilo pouze nepatrně, a to i přesto, že investice ze státního rozpočtu se propadly o více než 240 mil. EUR. Za vyššími výdaji stojí především mandatorní výdaje, a to jak na důchody a na mzdy a platy, tak i vyšší transfery krajům a obcím. Očekáváme, že v následujících měsících růst výdajů ještě zrychlí, a to i díky obnovení vládních investic.

V důsledku aktuálního plnění rozpočtu změnila vláda svůj výhled na deficit na konci roku 2017. Schodek hospodaření vlády vyjádřen podílem na HDP by mohl letos dosáhnout 1,6 % HDP namísto původně plánovaných 1,3 %. My si však myslíme, že současná expanzivní fiskální politika vlády odpovídá vyššímu deficitu 1,9 % HDP. Vzhledem k rychlejšímu růstu ekonomiky by ale měl podle naší prognózy celkový podíl hrubého vládního dluhu na HDP klesnout na 50,8 % oproti loňským 51,9 %.

Podle našeho odhadu je vláda optimistická i ve střednědobém horizontu. Podle jejího návrhu tříletého rozpočtu by se deficit hospodaření veřejné zprávy na období 2018-2020 měl plynule snižovat. V roce 2020 počítá návrh dokonce s vyrovnaným rozpočtem, přičemž podíl hrubého vládního dluhu na HDP by měl klesnout na 45,5 %. Vzhledem k tomu, že naše prognóza počítá se zpomalením ekonomického růstu v důsledku globální recese, se nám uvedené tempo snižování vládního dluhu jeví jako nepravděpodobné.

Naopak předpokládáme, že v důsledku nižšího růstu domácí i zahraniční poptávky dojde k poklesu dynamiky příjmů státu v podobě přímých i nepřímých daní, přičemž se v rozpočtu počítá s růstem na výdajové straně. Z těchto důvodů očekáváme v dlouhodobějším horizontu prohloubení deficitu veřejných financí v poměru k HDP až za hranici maastrichských 3 %.

V minulosti vedla ke snižování veřejného deficitu pouze jednorázová opatření jako příjmy z privatizace nebo dividendy a současná vláda zatím nepřijala žádné dostatečné opatření s dlouhodobějším efektem. Proto, i přes snahu ministerstva financí vyrovnat veřejné finance do roku 2020, je současný návrh rozpočtu podle našeho názoru velice optimistický.

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

	<b>ARDAL</b>	<b>KB (listopad)</b>
<b>Výpůjční potřeby</b>		
Rozpočtový deficit		-372.4
Zpětné odkupy dluhopisů		0.0
Splatné pokladniční poukázky		0.0
Splatné dluhopisy		2900.0
Splatné dluhopisy ve švýcarských francích		318.1
Splatné dluhopisy v japonských jenech		32.5
Splatné půjčky		20.0
<b>Celkově</b>		<b>5601.5</b>
<b>Financování</b>		
Hrubá emise dluhopisů (v aukcích)		3000.0
Hrubá emise dluhopisů (syndikovaná)		2000.0
Hrubá emise pokladničních poukázek (přesahující kal. rok)		500.0
Splatné půjčky		0.0
Čerpání likviditní rezervy		101.5
<b>Celkové financování</b>		<b>5601.5</b>
<i>Změna dluhu</i>		<i>2229.4</i>

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ARDAL

## Rizika prognózy

Politická nejistota v eurozóně může vést k oslabení eura a zvýšit inflační tlaky.

Politická nejistota plynoucí převážně ze zahraničí tvoří výrazné riziko spojené s prognózou, které ji vychyluje spíše negativním směrem. Avšak i domácí ekonomika vytváří několik rizik. Identifikovali jsme následující:

- **Německé volby zatím žádnou jistotu do regionu nepřinesly.** Dva měsíce poté, co si němečtí občané zvolili nové zastupitele do parlamentu, není jasné, se kterou stranou půjde vítězná CDU-CSU do koalice. Naději v současnosti přináší nová vyjednávání o velké koalici s SPD. Výsledek bude mít vliv na kurz eura, jehož oslabení by mohlo přinést další inflační tlaky do slovenské ekonomiky.
- **Vyjednávání o Brexitu stále představují určitou nejistotu.** Její výsledek bude mít vliv na růst HDP v eurozóně. Především jednání o omezení obchodu zůstávají nadále otevřená. Jelikož je Velká Británie důležitým obchodním partnerem Slovenska, výrazné restriktce by měly negativní vliv na dynamiku HDP.
- **Význam automobilového průmyslu na celkové produkci výrazně roste.** Jeho cykličnost představuje značné riziko pro slovenskou ekonomiku. Jestli se přenesou pokles globální poptávky po autech i do eurozóny, bude to mít výrazný negativní efekt na dynamiku HDP.

Následující rizika vycházejí pouze z domácí ekonomiky:

- **Rizika související s investiční činností jsou rovnoměrně rozdělena. Nedostatek nabídky kvalifikované pracovní síly by však mohl 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.
- **Vláda nebude schopna vyčerpat část prostředků z evropských fondů ve stanoveném termínu** a dynamika investic bude slabší, než jak ukazuje prognóza.

## Klíčové makroekonomické ukazatele

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2017	2018	2019
<b>HDP (reálný růst, y/y, %)</b>	3,4	3,4	3,6	3,7	3,8	3,8	3,4	3,5	3,4	3,7	3,3
Spotřeba domácností (reálné, y/y, %)	3,3	3,7	5,0	5,5	5,9	6,6	5,9	5,7	3,8	6,2	4,3
Fixní investice (reálné, y/y, %)	-5,3	1,7	5,7	2,1	6,7	7,2	5,6	5,8	0,2	5,5	4,6
Zahraníční obchod (mld. EUR)	0,8	0,4	0,4	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	2,3	0,9	0,8
Průmyslová výroba (reálný růst, y/y, %)	1,0	2,8	2,5	1,8	6,8	7,4	5,0	5,2	3,7	5,2	4,8
Stavebnictví (reálný růst, y/y, %)	5,0	10,7	8,0	7,1	6,0	6,0	5,9	5,9	3,9	6,2	5,3
Maloobchod (reálný růst, y/y, %)	7,3	6,4	7,8	8,0	8,6	8,3	7,8	7,1	6,8	8,2	4,7
Mzdy (reálný růst, y/y, %)	3,7	2,8	3,8	4,2	3,7	5,2	4,7	4,6	3,2	4,4	3,3
Nezaměstnanost (UPSVR, %)	7,4	6,6	6,3	6,3	6,2	6,3	6,4	6,5	7,2	6,3	6,6
Inflace (HICP, y/y, %)	1,0	1,6	1,7	1,9	2,2	2,0	2,1	2,1	1,4	2,0	2,4
Korigovaná inflace (y/y, %)	1,2	1,3	2,2	2,0	1,9	2,3	2,0	2,2	1,5	2,1	2,4
Ceny potravin (y/y, %)	3,0	4,6	4,6	4,1	4,1	2,4	2,1	2,1	3,5	3,2	2,2
Ceny pohonných hmot (y/y, %)	5,8	4,1	0,3	-5,7	-2,7	2,5	-0,4	-1,2	6,6	-1,6	1,5
Regulované ceny (y/y, %)	-2,2	-1,5	0,2	2,5	3,4	3,4	2,7	2,1	-1,4	3,0	2,5

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

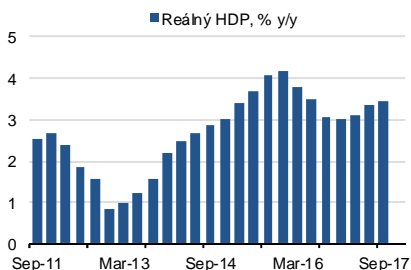
		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Hrubý domácí produkt</b>	běžné ceny, mld. EUR	74,2	76,1	78,9	81,2	84,9	91,1	97,1	101,7	106,6
<b>Hrubý domácí produkt</b>	reálný růst, %	1,5	2,8	3,9	3,3	3,4	3,7	3,3	2,1	2,0
<b>Průmyslová výroba</b>	reálný růst, %	3,8	3,6	7,2	4,8	3,7	5,2	4,8	2,7	1,9
<b>Stavební výroba</b>	reálný růst, %	-4,6	-2,8	20,1	-7,6	3,9	6,2	5,3	3,0	2,4
<b>Maloobchodní tržby</b>	reálný růst, %	0,2	3,7	1,8	1,9	6,8	8,2	4,7	2,2	1,2
<b>Míra nezaměstnanosti</b>	konec období, %	13,6	14,4	10,5	8,6	7,3	7,5	7,7	8,4	8,9
<b>Celkové mzdy</b>	nominální, průměr období, €	824	858	883	912	954	1018	1077	1131	1185
<b>Celkové mzdy</b>	reálný růst, %	0,9	4,2	3,2	3,7	3,2	4,4	3,3	2,6	2,3
<b>Spotřebitelské ceny</b>	HICP, průměr období, %	1,5	-0,1	-0,3	-0,5	1,4	2,0	2,4	2,3	2,4
<b>Spotřebitelské ceny</b>	HICP, konec období, %	4,6	3,4	-0,5	0,5	1,8	2,1	2,4	2,4	2,5
<b>Zahraníční obchod</b>	běžné ceny, mld. EUR	4,2	4,7	3,3	3,6	2,5	1,6	1,6	1,3	2,3
<b>Vývozy</b>	běžné ceny, mld. EUR	64,2	64,7	67,7	70,0	74,7	80,8	89,3	95,5	100,8
<b>Dovozy</b>	běžné ceny, mld. EUR	59,9	60,0	64,4	66,4	72,2	79,2	87,8	94,2	98,6
<b>Vývozy</b>	nominální růst, %	3,5	1,5	4,0	3,3	7,3	7,7	10,1	6,7	5,5
<b>Dovozy</b>	nominální růst, %	2,5	0,8	6,6	3,1	9,3	9,1	10,4	7,1	4,6
<b>Běžný účet platební bilance</b>	běžné ceny, mld. EUR	1,4	0,9	0,1	-1,2	-1,2	-1,6	-2,0	-2,6	-1,6
<b>Běžný účet platební bilance</b>	% HDP	1,9	1,1	0,2	-1,5	-1,5	-1,8	-2,1	-2,5	-1,5
<b>Obchodní bilance</b>	% HDP	3,9	3,6	1,3	2,0	1,7	1,9	2,0	1,8	2,8
<b>Bilance služeb</b>	% HDP	0,7	0,2	0,2	0,6	0,7	0,4	-0,1	-0,6	-0,8
<b>Bilance výnosů</b>	% HDP	-0,7	-1,0	-1,7	-2,3	-2,2	-2,9	-2,8	-2,7	-2,6
<b>Saldo veřejného sektoru</b>	% HDP	-2,7	-2,7	-2,7	-2,2	-1,9	-2,6	-2,7	-3,4	-3,5
<b>Dluh vládního sektoru</b>	mld. EUR	40,6	40,7	41,3	42,1	43,2	45,5	48,0	51,5	55,2
<b>Dluh vládního sektoru</b>	% HDP	54,7	53,5	52,3	51,8	50,8	49,9	49,5	50,6	51,8
<b>Zahraníční zadluženost</b>	% HDP	81,5	89,1	85,3	90,9	83,9	83,2	82,7	80,9	78,7

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

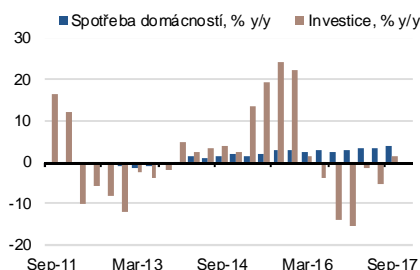
Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

## Makroekonomické ukazatele

**HDP (y/y)**



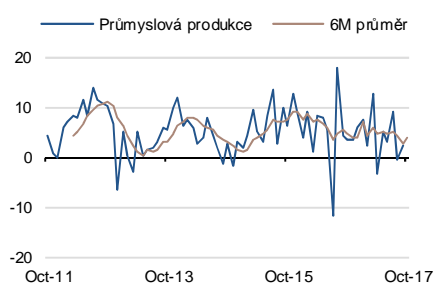
**Spotřeba domácností, investice (y/y)**



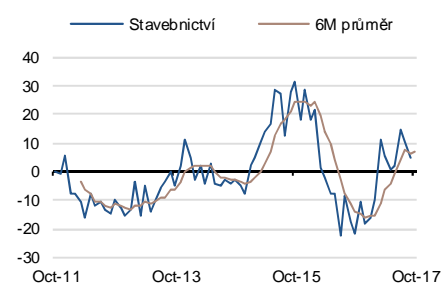
**Čistý vývoz**



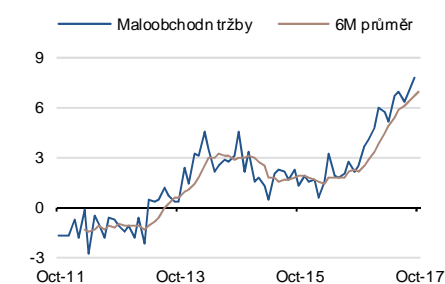
**Průmysl (y/y)**



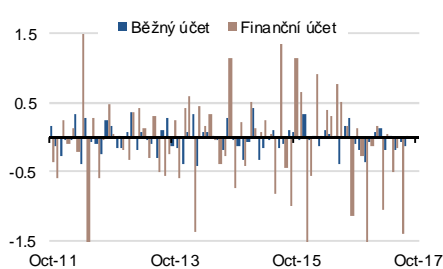
**Stavebnictví (y/y)**



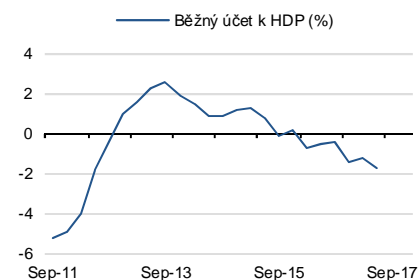
**Maloobchodní tržby (y/y)**



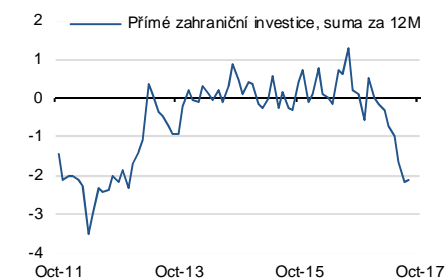
**Platební bilance (mld, EUR)**



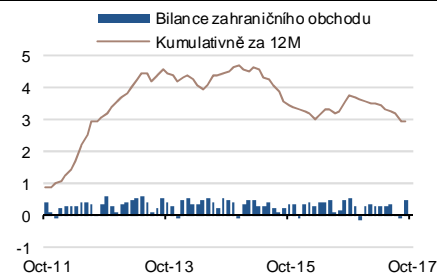
**Běžný účet (% HDP)**



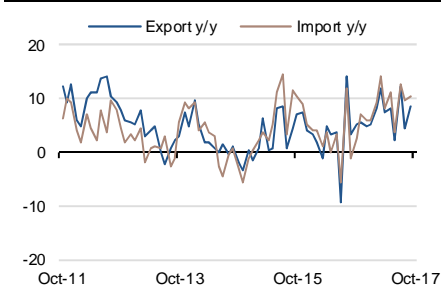
**Přímé zahraniční investice (mld, EUR)**



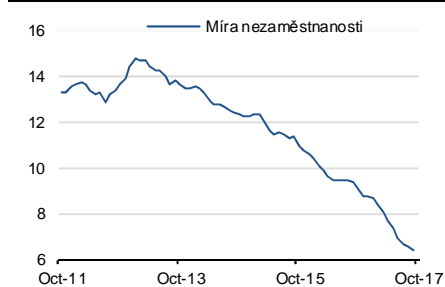
**Saldo zahraničního obchodu (mld, EUR)**



**Dynamika vývozu a dovozu (% y/y)**



**Míra nezaměstnanosti (%)**

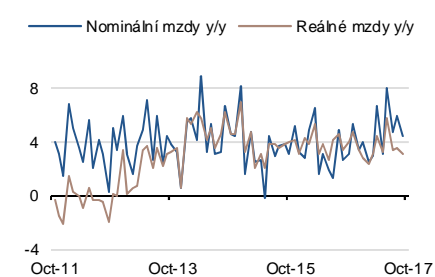


Zdroj: Eurostat, SSÚ, NBS, MF, UPSVR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

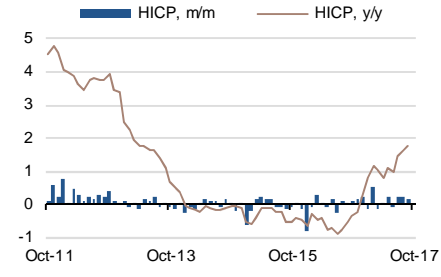
**Reálné mzdy v průmyslu (y/y)**



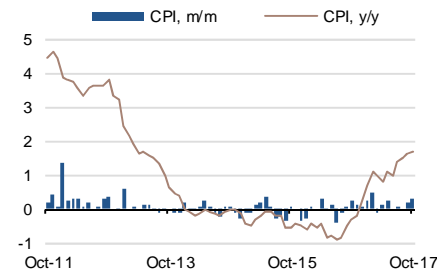
**Mzdy v ekonomice (y/y)**



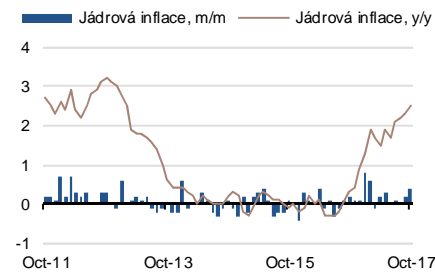
**Spotřebitelské ceny (HICP, %)**



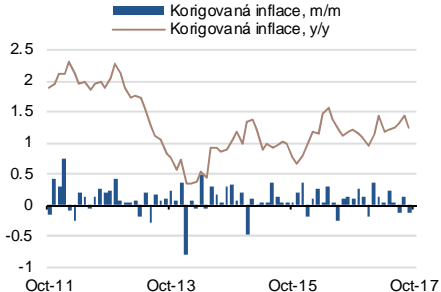
**Spotřebitelské ceny (%)**



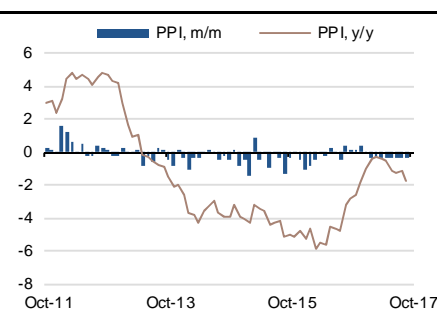
**Jádrová inflace (%)**



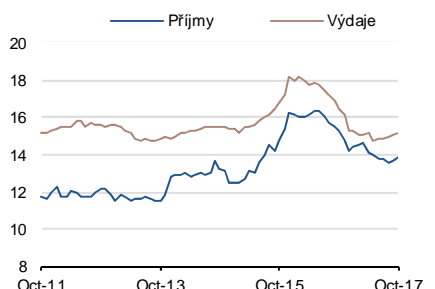
**Korigovaná inflace (%)**



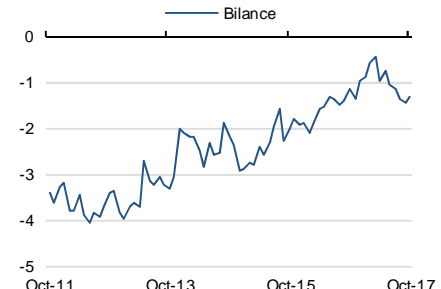
**Ceny průmyslových výrobců (%)**



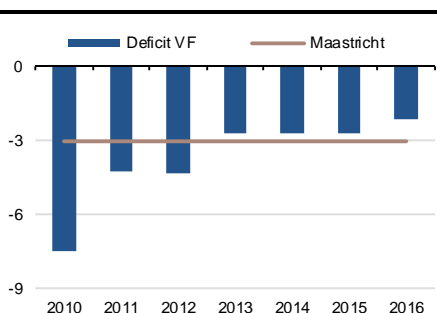
**Státní rozpočet (příjmy, výdaje, v mld, EUR, kumulativně za posledních 12M)**



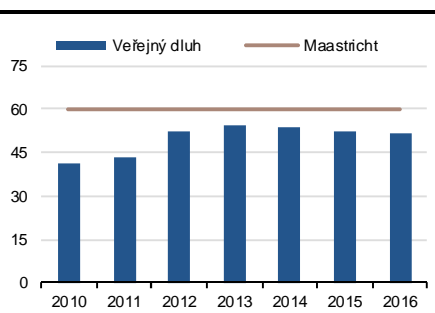
**Státní rozpočet (balance, v mld, EUR, kumulativně za posledních 12M)**



**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

### Akcioví analytici



**Miroslav Frayer**  
(420) 222 008 567  
miroslav\_frayer@kb.cz



**Marek Dřimal**  
(420) 222 008 598  
marek\_dřimal@kb.cz



**Jiří Kostka**  
(420) 222 008 560  
jiri\_kostka@kb.cz



**Monika Junické**  
(420) 222 008 509  
monika\_junické@kb.cz



**David Kocourek**  
(420) 222 008 569  
david\_kocourek@kb.cz



**Jana Steckerová**  
(420) 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz

## SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ

Hlavní ekonom SG Poland



**Jaroslaw Janecki**  
(48) 225 284 162  
jaroslaw.janecki@sgcib.com

Hlavní ekonom Rosbank



**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

Akcioví analytik



**Laura Simion, CFA**  
(40) 213 014 370  
laura.simion@brd.ro

## SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky



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

### Eurozóna



**Anatoli Annenkov**  
(44) 20 7762 4676  
anatoli.annenkov@sgcib.com

### Severní Amerika



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

### Čína



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

### Korea



**Suktae Oh**  
(82) 2195 7430  
suktae.oh@sgcib.com



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



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



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



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



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



**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

## 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 sazeb pro Evropu



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

### Vedoucí strategie sazeb 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 vyplývajícemu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

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

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

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

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>