

| Čtvrtletní zpráva |

# Slovenské výhledy

2018: Silná ekonomika navzdory politické nejistotě



© Shutterstock

- **Slovenský ekonomický cyklus dosáhne letos vrcholu.** Za růstem slovenského hospodářství bude zejména domácí spotřeba a investice.
- **Trh práce je napjatější než kdy dřív** a nahrává zaměstnancům, kteří se nebojí říct si o vyšší mzdy. Průměrná míra nezaměstnanosti letos klesne na minimum. Stabilní a z hlediska spotřebitele příznivá situace na trhu práce podporuje důvěru spotřebitelů a růst tržeb.
- **Obchod se zahraničím na konci roku překvapil svou dynamikou**, avšak silný vývoz je vyvažován dynamickým tempem dovozu, který je potřeba k růstu investic. Struktura dovozu indikuje přípravy na rozšiřování kapacit i modernizaci.
- **Inflace letos zrychlí**, podporována všemi složkami. Významným tahounem se po letech stane korigovaná inflace podporovaná mzdovou dynamikou.
- **Veřejný dluh poklesne**, ale vyrovnaný rozpočet ve střednědobém horizontu se jeví jako nereálný.

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

### Vyhledky pro rok 2018 zůstávají příznivé

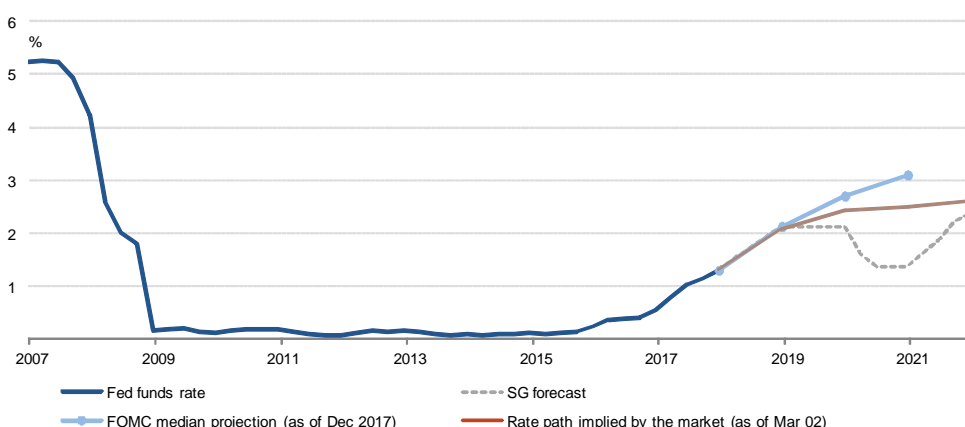
Hospodářský růst ve Spojených státech, v eurozóně i ve středoevropském regionu by si měl v letošním roce udržet solidní dynamiku. Společným jmenovatelem zůstane spotřeba domácností, která těží z utažené situace na trhu práce a rostoucích mezd. Významným přispěvatelem k růstu zůstanou i investice. Centrální banky budou pokračovat v normalizaci měnové politiky. Fed letos podle naší prognózy zvýší úrokové sazby celkem třikrát, zatímco ECB definitivně opustí program QE. To by mělo umožnit euru vůči dolaru posílit na úroveň 1,29 USD/EUR. V regionu se vedle České národní banky přidá k utahování měnových podmínek Polská národní banka.

### Spojené státy americké: daňové škrty podpoří spotřebu domácností

Současná fáze expanze vydrží až do poloviny roku 2019.

V závěrečném čtvrtletí loňského roku dosáhl růst ekonomiky Spojených států „pouze“ 2,6 %. Struktura růstu však byla zdravá, tažená především domácí poptávkou. Za celý rok 2017 ekonomika přidala 2,3 %. V letošním roce by růst měla táhnout především spotřeba domácností. Tomu nasvědčuje vysoká spotřebitelská důvěra, klesající míra nezaměstnanosti (nejnižší od roku 2000) i rostoucí bohatství domácností. Míra nezaměstnanosti by navíc měla ještě dále klesat. Na konci letošního roku by se měla nacházet na úrovni 3,5 %. Spotřebu podpoří i schválená daňová reforma. Ta se již pozitivně odrazila na míře úspor domácností, která v lednu vzrostla na 3,2 % z prosincových 2,5 %. Daňová reforma by měla současnou fázi expanze prodloužit o jeden rok, a to až do H2 19. Po té ve Spojených státech nastoupí recese. V letošním roce by měl růst HDP podle našich odhadů dosáhnout 2,4 %. Rizika se však koncentrují spíše ve směru rychlejšího růstu. V roce 2019 pak dynamika HDP zpomalí na 1,2 %.

### Příští rok už Fed podle nás sazby zvyšovat nebude



Zdroj: Bloomberg, Federal Reserve, SG Cross Asset Research/Economics

Fed bude letos ve zvyšování sazeb pokračovat.

Podle mediánu úrokových sazeb (sestaveného na základě prognózy prezidentů jednotlivých regionálních rezervních bank) zvýší Fed sazby celkem třikrát. To je i v souladu s naší prognózou, když očekáváme zvýšení sazeb v březnu, v červnu a v září. Zvyšování úrokových sazeb by mělo podle Fedu pokračovat i v letech 2019 a 2020, a to tempem 50 bb za rok. V tomto ohledu je naše prognóza skeptičtější. V roce 2019 očekáváme recesi a zpomalení

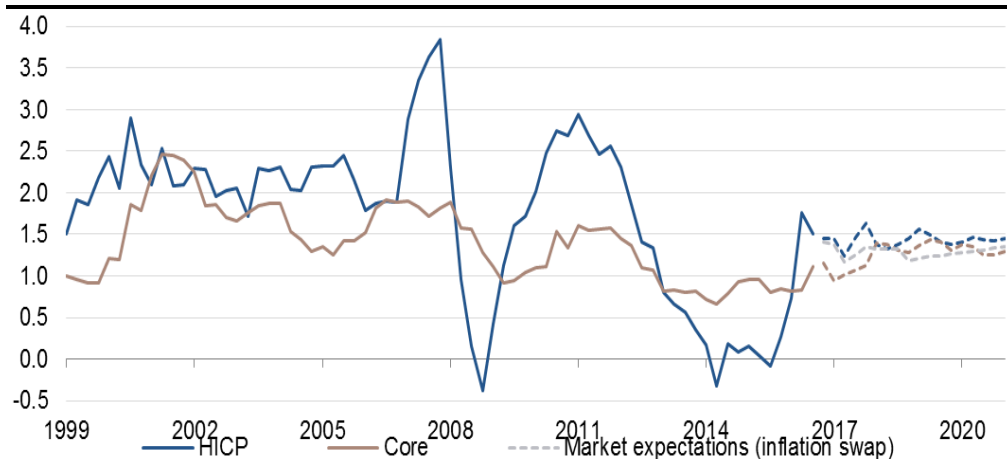
inlace, a tak s žádným dalším zvyšováním sazeb už nepočítáme. Naopak v roce 2020 předpokládáme uvolňování měnové politiky.

## Eurozóna: Silný růst HDP bude pokračovat

Růst HDP potáhne spotřeba domácností a investice.

**V loňském roce dosáhl růst HDP eurozóny 2,5 %.** Růst byl široce rozprostřený, tažený především domácí poptávkou. **Stejnou dynamiku by si HDP měl udržet i v letošním roce** s tím, že rizika se koncentrují ve směru ještě rychlejšího růstu. **V letech 2019-2020 pak tempo růstu zpomalí v důsledku recese ve Spojených státech (2019 1,5 %, 2020 0,6 %).** V letošním roce by spotřebě domácností měla nahrát dobrá situace na trhu práce. Růst mezd dosáhne v eurozóně podle našeho odhadu 2,0 %. Inflace pravděpodobně zpomalí na průměrných 1,4 %, přičemž růst reálného hrubého disponibilního příjmu se udrží na relativně silných úrovních z loňského roku (mírně pod 2 %). Díky rostoucí zaměstnanosti bude podle našeho očekávání růst i spotřebitelská důvěra, což by se mělo odrazit v poklesu míry úspor. Významným přispěvatelem zůstávají i investice (+0,5 pb v roce 2017 i 2018).

Inflace v eurozóně zůstane utlumená



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

ECB program QE ještě jednou prodlouží.

**Achylovou patou eurozóny zůstává inflace.** Jádrová inflace v období let 2018-2021 zřejmě nepřesáhne v průměru 1,4 % y/y. Celková inflace se v letošním roce bude nacházet v průměru na úrovni 1,5 %. Inflační vývoj bude podle ekonomů SG důvodem, proč ECB prodlouží program QE ještě jednou, a to do konce letošního roku. Objem nakupovaných aktiv v posledním čtvrtletí letošního roku by měl však být již jen 15 mld. EUR. K prvnímu zvýšení úrokových sazeb přistoupí podle ekonomů SG ECB v červnu 2019. Depozitní sazba by měla stoupnout o 20 bb na -0,2 %, repo sazba o 5 bb na 0,05 %. Druhé a zároveň poslední zvýšení sazeb nastane podle SG v září (depozitní i repo sazba o 20 bb). Společně s postupným opouštěním programu QE by mělo euro postupně posilovat, aby se na konci letošního roku dostalo až na úroveň 1,29 USD/EUR.

## Středoevropský region: utažený trh práce tlačí mzdy nahoru

Solidní růst HDP bude pokračovat.

**Po velmi silném hospodářském růstu v roce 2017 slibuje i letošní rok regionu solidní vyhlídky.** Dynamiky z loňského roku však nedosáhne (kromě Slovenska, kde čekáme ještě výraznější růst než loni). Na struktuře HDP se toho zřejmě příliš nezmění. Hlavním tahounem zůstane spotřeba domácností, které hraje do karet rekordně nízká nezaměstnanost a rostoucí mzdy. Ty v Maďarsku rostou více než 10% tempem, zatímco v Polsku se jejich dynamika pohybuje kolem 7 %. Růst mezd tak převyšuje zvyšování produktivity, která ve

středoevropském regionu dosahuje zhruba 3%. To by se mělo dříve či později odrazit v růstu spotřebitelských cen. Doposud vyšší mzdy ukrajovaly z marží podniků.

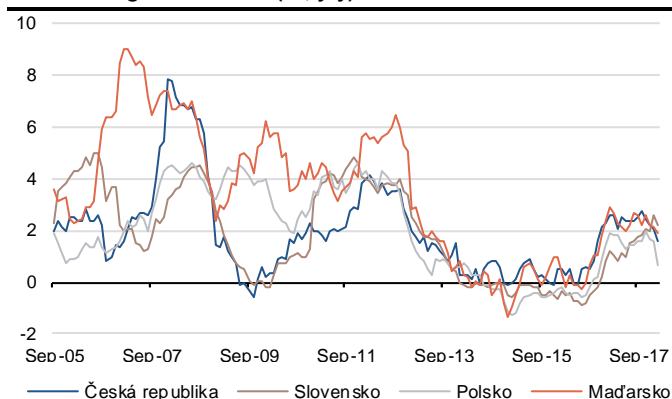
Investice budou pokračovat v růstu.

Růst by ve středoevropském regionu měly letos i investice, a to jak v privátním sektoru, kde firmy nutí ke zvyšování produktivity nedostatek pracovní síly, tak ve státním sektoru, kde se rozjíždí čerpání z fondů EU. Vzhledem k vysoké dovozní náročnosti investic i apetitu domácností po dovážném zboží budou čisté exporty v regionu hospodářský růst spíše brzdit, popřípadě bude jejich příspěvek velmi nízký. Za celý letošní rok očekáváme, že růst HDP v Česku dosáhne 3,8 %, na Slovensku 3,7 %, v Polsku 4,0 % a v Maďarsku 3,6 %.

S utahováním měnových podmínek začne v letošním roce i Polská národní banka.

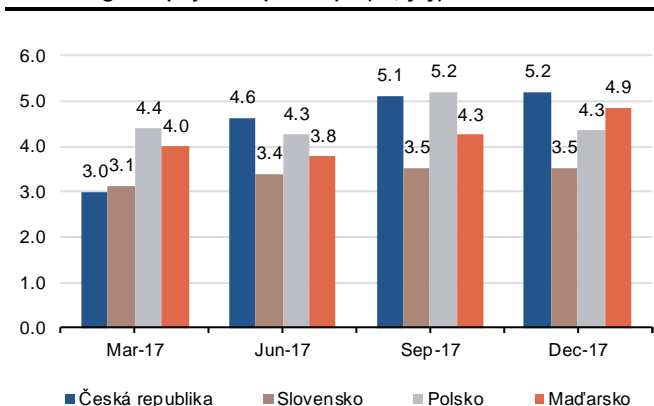
**V loňském roce Česká národní banka jako první z regionu zahájila utahování měnových podmínek.** V letošním roce bude ve zpřísňování měnových podmínek pokračovat, když podle naší prognózy zvýší úrokové sazby v srpnu a v listopadu. Přidat by se k ní měla i Polská národní banka, která podle ekonomů SG zvýší sazby letos v listopadu (na úroveň 1,75 %). **Naopak maďarská centrální banka (MNB) plánuje udržovat měnovou politiku i nadále uvolněnou.** Letos spustila program nákupu hypotečních zástavních listů se splatností delší než tři roky a začala nabízet swapy s pěti a desetiletou splatností. Těmito kroky se snaží stlačit výnosy na delším konci výnosové křivky směrem dolů. Maďarská inflace se totiž stále drží pod 3% cílem a nejinak tomu bude i v letošním roce.

Inflace v regionu zvolnila (% , 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

# Makroekonomická prognóza

## Růst ekonomiky na vrcholu



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

### Hlavní změny

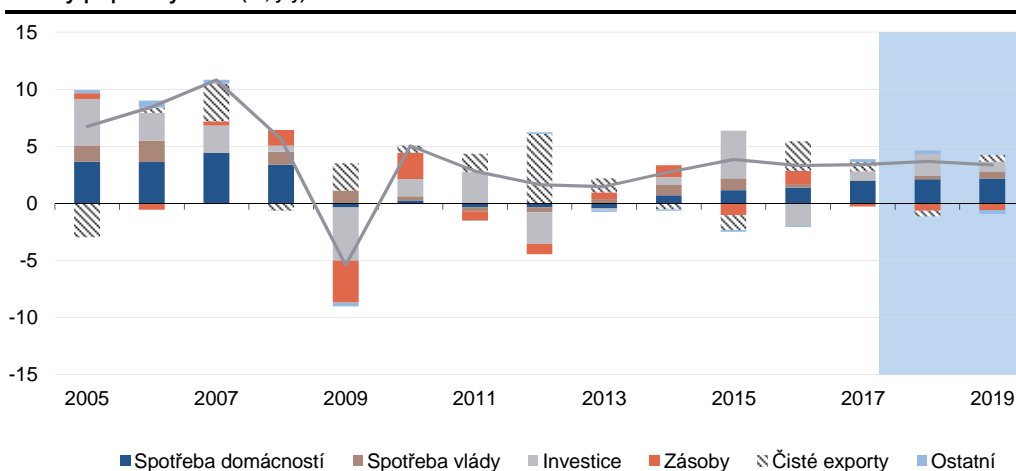
#### HDP:

Celoroční výhled na růst HDP pro rok 2018 jsme ponechali beze změny na 3,7 %. Hlavním tahounem růstu zůstane i nadále domácí spotřeba a investice. Mírně nahoru jsme revidovali náš výhled na HDP v roce 2019 na 3,4 %.

#### Inflace:

Náš inflační výhled počítá pro letošní rok s růstem spotřebitelských cen tempem 2,3 %, což je o 0,3 pb více než v minulém vydání prognózy. Výhled pro rok 2019 jsme revidovali o desetinku nahoru na 2,4 %.

Složky poptávky HDP (% y/y)



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

**Slovenská ekonomika si sice minulý rok mezi zeměmi V4 nepřipsala prvenství v rychlosti růstu, přesto ale nepatrně vylepšila svou dynamiku na 3,4 %.** Tento růst můžeme označit za zdravý, podpořený jak domácí tak i zahraniční poptávkou. V samotném čtvrtém kvartále slovenská ekonomika přidala 3,5 % y/y.

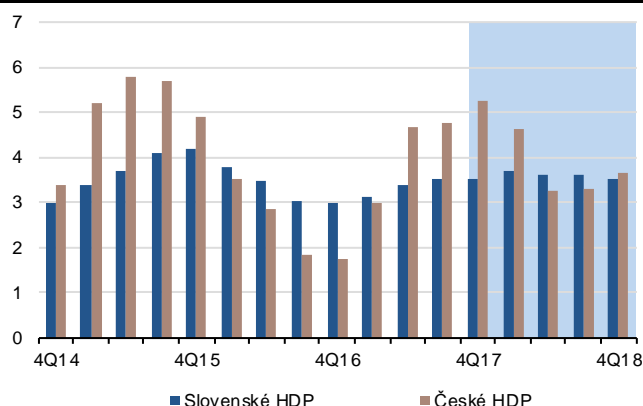
**Konec roku výrazným úspěchem zakončil zahraniční obchod.** Ten k celkové meziroční dynamice přispěl 2,7 pb, a to i přesto, že importy poměrně výrazně vzrostly. **V posledních dvou měsících roku 2017 se také dařilo průmyslové výrobě a dynamika ve stavebnictví byla dokonce dvouciferná.** Vpředhledící ukazatele, které se drží nad svým dlouhodobým průměrem, indikují, že očekávání v průmyslu a ve službách na další období je vysoké. Je tedy pravděpodobné, že si průmyslová produkce své tempo udrží i v první polovině tohoto roku. Na své si přišli také obchodníci, jelikož v současné situaci se také spotřebitelská poptávka drží stále na vysokých úrovních.

**Slovenské ekonomice by se však letos mělo dařit ještě lépe, jelikož její dynamika v průměru zrychlí na 3,7 %.** Za tímto růstem stojí především vyšší domácí poptávka, podporovaná investiční činností podniků i vlády. Silný zůstane i zájem o slovenské výrobky v zahraničí.

Dobrá ekonomická situace indikuje, že **rozpočet letos opět skončí jen v mírném deficitu.** Veřejný dluh relativně k HDP by se tak měl tento rok nadále snížit.

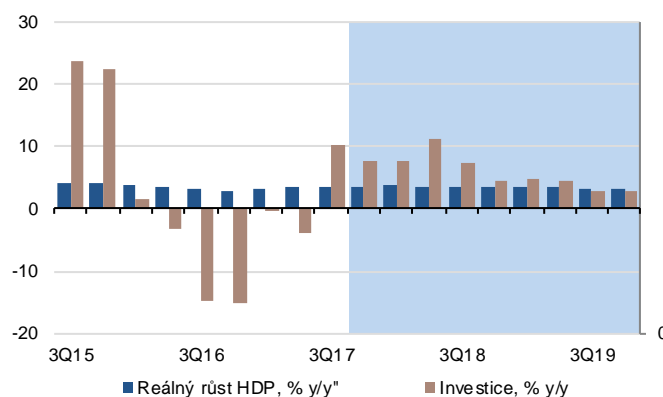
Slovenská ekonomika operuje od roku 2015 nad svým potenciálem, dynamika růstu však příští rok ještě zrychlí.

Slovenská ekonomika letos zrychlí (% , y/y)



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

Investice se rozbíhají naplno



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

### Box 1: Českou ekonomiku trápí stejné problémy jako na Slovensku, koruna nepomáhá

Slovenská ekonomika si připsala 3,4 % v roce 2017, avšak česká ekonomika se může chlubit růstem 4,5 %, nejvyšším mezi zeměmi V4 a za posledních 10 let. Zatímco na Slovensku překvapily investice svým růstem až v Q3, v České republice to bylo o čtvrtletí dříve. Tehdy česká ekonomika zažívala nejvyšší růst z celého roku. Na růstu se ale nepodílely jen investice.

Podobně jako na Slovensku k dynamice českého HDP nejvíce přispívá poptávka tuzemských domácností, jejichž důvěra v ekonomiku je v současnosti rekordně vysoká. Česko se v tak pyšný nejenom nejnížší nezaměstnaností v historii, ale i v celé Evropské unii. Rovněž růst mezd se zrychluje, počet volných pracovních míst se dostal na svou historicky nejvyšší hodnotu a je zajímavé sledovat, kde až jsou limity českého trhu práce.

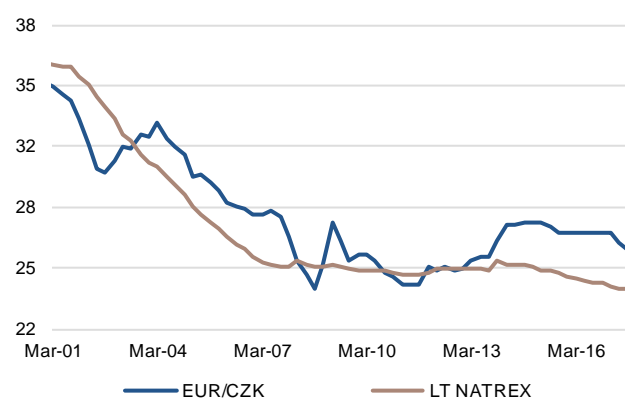
I když jsou domácnosti v ČR dost konzervativní, očekáváme, že své výdaje zvýší a spotřeba tak letos ještě vzroste. Stejně jako na Slovensku tak bude půlka růstu HDP tvořena právě spotřebou domácností.

Rovněž investice by letos měly navázat na svůj loňský růst. Zatímco soukromým investicím se dařilo i v loňském roce, veřejné

investice zaostávaly. Kapitálové výdaje by měly přinést růst produktivity a podpořit konkurenceschopnost i přes současnou situaci na trhu práce a posilující korunu.

Uvolnění režimu kurzového závazku koruně v dubnu loňského roku otevřelo prostor pro zhodnocení, které za celý rok dosáhlo vůči euru téměř šest procent. Česká měna bude i letos v trendu apreciacie pokračovat.

Dlouhodobý rovnovážný kurz CZK/EUR dle NATREX



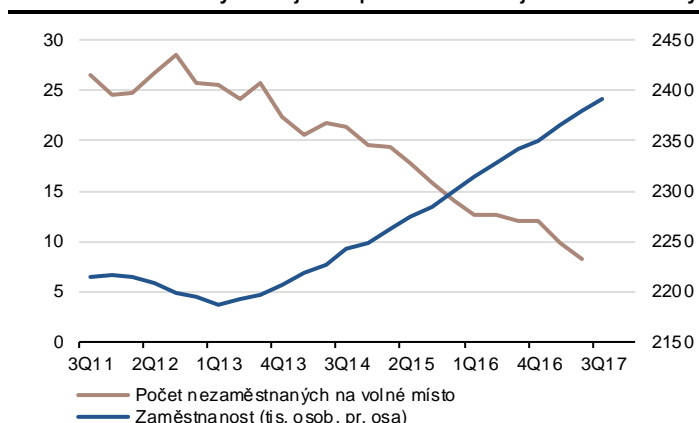
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka



## Míra nezaměstnanosti dosáhne letos na dno

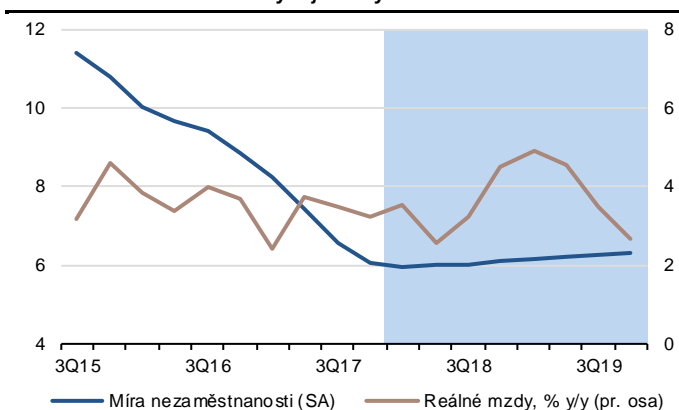
V loňském roce rostla spotřeba domácností v průměru o 3,6 % y/y a přispěla k celkovému ekonomickému růstu dvěma procentními body. Za růstem spotřeby stojí především vyšší příjem, který mají domácnosti k dispozici, plynoucí především ze situace na trhu práce. Velkou roli hraje také vysoká spotřebitelská důvěra, kdy domácnosti věří, že si slovenská ekonomika své tempo udrží i v příštím období.

Počet nezaměstnaných na jedno pracovní místo je rekordně nízký



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

Nízká nezaměstnanost zvyšuje tlaky na růst mezd



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

Slovenský trh práce je napjatější než kdy dřív. **Míra nezaměstnanosti vytváří nová historická minima, ruku v ruce s ní jde počet nezaměstnaných na jedno volné pracovní místo.** Zaměstnanost naopak dynamicky roste především v průmyslu a to také díky zaměstnávání cizinců.

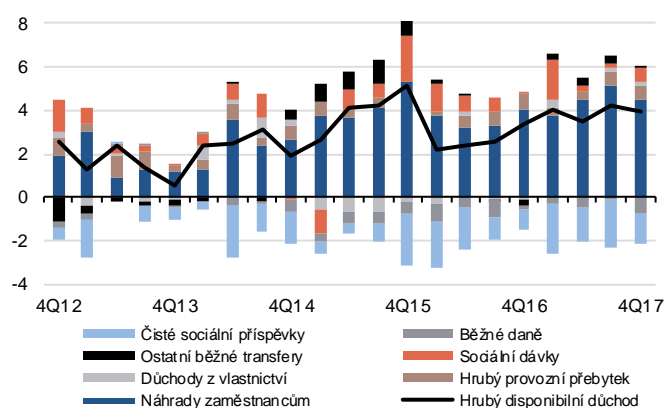
Míra nezaměstnanosti klesá nepřetržitě od roku 2012, a od té doby se snížila o více než polovinu. Nejnížší nezaměstnanost pod 3 % mají v Trnavském kraji, druhé a třetí místo patří kraji Bratislavskému a Trenčianskému. Všechny tři kraje spojuje vysoké zastoupení automobilového průmyslu. Podíl automobilového průmyslu na slovenské ekonomice se ještě zvýší během roku s otevřením nových závodů v Nitranském kraji. Zároveň se stávající automobilové závody předhánějí s přechodem na výrobu elektroaut. **Protože Slovensko je v přepočtu na počet obyvatel největším výrobcem aut na světě, je extrémně citlivé na změny vnější poptávky po nich.**

Spotřeba domácností je nejdůležitějším pilířem slovenské ekonomiky a v loňském roce přispěla k celkové dynamice růstu více než polovinou.

V současnosti se však není čeho obávat, světová i domácí ekonomika šlape a poptávka po autech i ostatních výrobcích ze slovenského portfolia je stabilní. Proto je pravděpodobné, že se **průmyslová výroba bude i nadále držet nad svým dlouhodobým průměrem, čímž se bude zvyšovat poptávka po práci ze strany firem a tlačit nezaměstnanost ještě více dolů.** Průměrná míra nezaměstnanosti, která se loni držela okolo 7 %, by měla klesnout k 6 % a poté mírně růst v příštím roce.

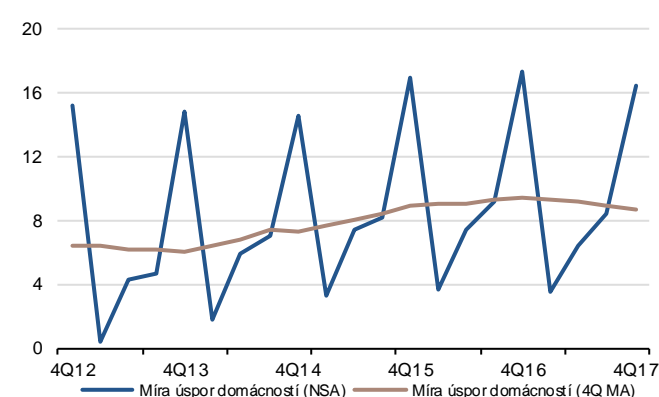
Takto napjatý trh práce samozřejmě nahrává zaměstnancům, kteří se nebojí požádat o vyšší mzdy. Pro růst mezd během letošního roku hovoří také novela Zákoníku práce, podle které od prvního května vzrostou příplatky za noční práci a práci o víkendech. Reálně by se tak tlak na růst mezd měl zvyšovat. **Poté, co loni rostly průměrným tempem 3,2 %, by letos i příští rok měly svou dynamiku zrychlit.**

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



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

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



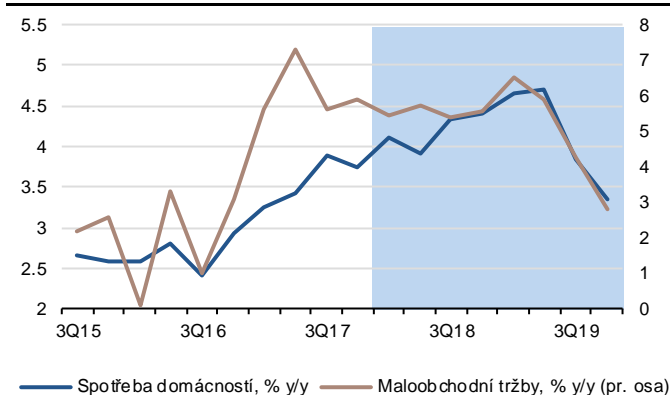
Zdroj: SSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Stabilní a z hlediska spotřebitele velice příznivá situace na trhu práce podporuje důvěru spotřebitelů. I přes mírný pokles na začátku roku se stále nachází kolem svého desetiletého maxima. **Za nižší důvěrou spotřebitelů stojí především pokles hodnocení vývoje finanční situace domácností.** Průměrné úspory domácností relativně k disponibilnímu příjmu v roce 2017 byly totiž nižší než předchozí dva roky.

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

Vyšší disponibilní příjem a relativně nižší míra úspor napovídají, že **slovenské domácnosti dávají přednost nakupování před dalším šetřením, přičemž si užívají odloženou spotřebu z let minulých.** Loňský rok si maloobchodníci připsali v průměru kolem 6 % a tato dynamika bude podle našeho výhledu zachována i letos. Celková spotřeba letos ještě nabere na síle a k růstu HDP bude přispívat více než z poloviny. Domácnosti budou i nadále nakupovat nejen zboží každodenní spotřeby, ale i zboží zbytné.

Růst maloobchodních tržeb zůstane letos stabilní



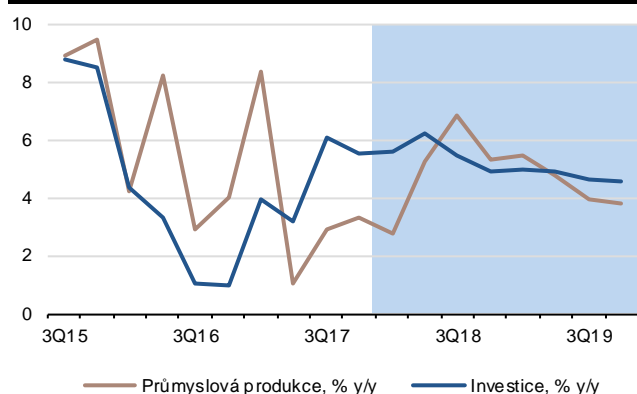
Zdroj: SSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka



## Investice znovu výrazně přispějí k růstu ekonomiky

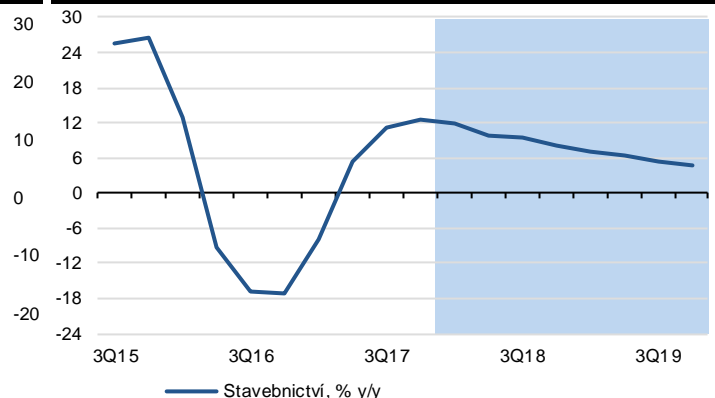
Investice, které ve třetím čtvrtletí nabraly druhý dech, na konci roku mírně zkorigovaly. Letos by měly být druhým největším přispěvatelem k růstu HDP. Výrazné investice hlásí nejenom firmy z automobilového sektoru.

Průmysl bude těžit z vyšších investic především v druhé polovině roku (% y/y)



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

Stavebnictví opět výrazně roste (% y/y)



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

**Složka investic je nejvíce volatilní část HDP**, což se potvrdilo v druhé polovině loňského roku. **Zatímco ve třetím čtvrtletí nás investice překvapily svým silným mezičtvrtletním růstem**, ve čtvrtém kvartále mírně mezičtvrtletně poklesly. Za tímto poklesem však stojí částečná korekce. V průměru v roce 2017 vzrostly investice o 3,2 %.

Investice letos zažijí výrazný růst nejen díky čerpání eurofondů.

Zrychlení růstu kapitálových výdajů v druhé polovině loňského roku spolu s dalšími impulsy povedou k tomu, že **investice zažijí letos svůj vrchol**. Slovenská ekonomika pracuje nad svým potenciálem a své kapacity využívá na úrovni let před finanční krizí. **Z důvodu rostoucí domácí i zahraniční poptávky je tedy potřeba současné kapacity rozšiřovat a modernizovat.**

Na letošní rok je plánováno několik výrazných investic, z nichž nejvýznamnější bude otevření nového automobilového závodu v Nitře. Navíc stávající automobilky začaly představovat či realizovat své plány na výrobu aut s elektrickým pohonem. Jedna už začala i s výrobou.

Mimo soukromé investice vzrostou také ty veřejné. Vláda plánuje kapitálové výdaje především do infrastruktury, a to jak do železniční dopravy, tak do výstavby dálnic a silnic.

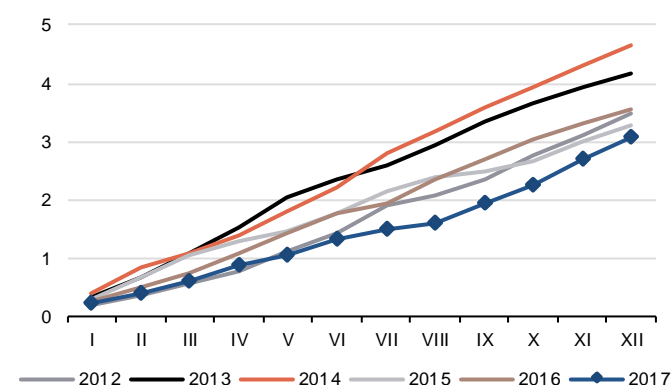
Z vyšších investic těží průmyslová výroba i stavebnictví. Průmysl, který si za minulý rok připsal v průměru téměř 4 %, ještě svou dynamiku zrychlí a to především v druhé půlce letošního roku.

Pozadu nezůstane ani stavebnictví, které už v druhé polovině minulého roku rostlo dvouciferným meziročním tempem a v lednu si připsalo přes pětinu navíc. Částečně je sice tato dynamika vysvětlitelná nízkou srovnávací základnou z minulého roku, avšak výrazný mezičtvrtletní přírůstek jsme pozorovali po celý rok. Především v posledním čtvrtletí se dařilo inženýrskému stavitelství, které mezičtvrtletně přidalo 8 %, tedy nejvíce od Q1 2015. **I přesto, že neočekáváme návrat dynamiky z roku 2015, stavební sektor má letos našlápnuto k dobrému výsledku.**

## Dynamika zahraničního obchodu zůstává vysoká

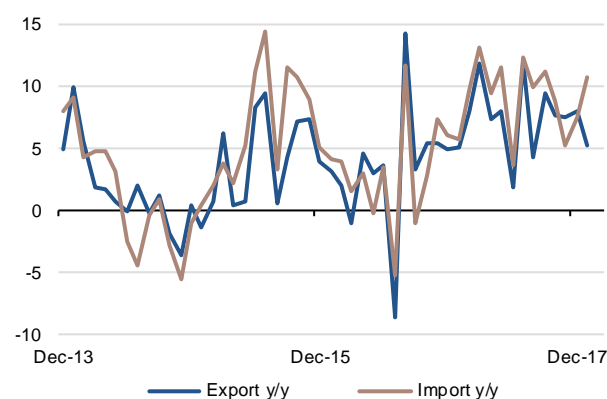
**Solidní vnější prostředí nadále podporuje poptávku po slovenských výrobcích. Silný vývoz je vyvažován dynamickým tempem dovozu, který je potřeba k růstu investic.**

Loňské saldo zahraničního obchodu bylo nejnižší za posledních 5 let (mld. EUR)



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

Exportní dynamika zůstává vysoká i letos (% y/y)



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

V Q4 17 to byly právě čisté vývozy, které byly největším přispěvovatelem do růstu HDP. Důvodem byla především dynamika exportů, která ke konci roku výrazně zrychlila. Vývozy si oproti Q3 připsaly krásných 4,6 % a **rostly tak nejrychleji za poslední rok a půl**. Z měsíční statistiky vyplývá, že si exporty tuto dynamiku uchovaly i na začátku letošního roku, přičemž my si myslíme, že s rozšířením kapacit je tady letos ještě prostor k dalšímu růstu exportů.

Avšak vezmeme-li v úvahu celý loňský rok, **dynamika importů převládla nad dynamikou vývozu**. Především v druhé polovině roku hrály mezi importy první roli investiční statky, jakými jsou stroje a dopravní zařízení, ale i nové technologie tolik potřebné ke spuštění automobilové výroby.

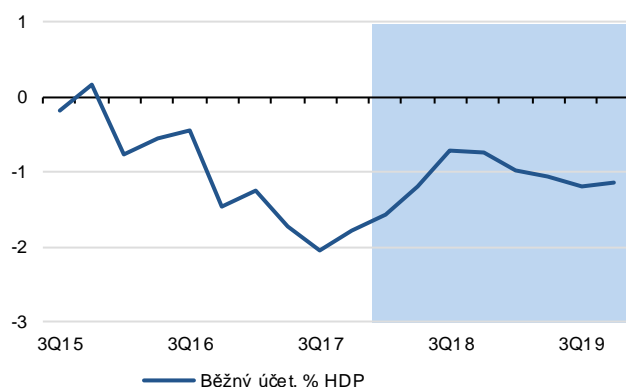
Struktura dovozu napovídá, že se podniky připravují na rozšiřování kapacit i modernizaci.

Ne nízká dynamika vývozu, ale naopak výrazný růst dovozu je důvodem, proč kumulovaná bilance zahraničního obchodu loni vykázala přebytek ve výši 3,2 mld. EUR, což je o 457 mil. EUR méně než v roce 2016.

**Nižší saldo zahraničního obchodu se odrazilo i ve statistice platební bilance.**

Ta loni vykázala deficit ve výši 1,5 mld. EUR, což odpovídá 1,8 % HDP. To je o 330 mil. EUR větší schodek než na konci roku 2016. Samotný deficit bilance zboží a služeb se prohloubil meziročně o 430 mil. EUR. Podle našich odhadů by letošní deficit měl dosáhnout výše 0,7 % HDP s tím, že se bude v následujícím období deficit běžného účtu stabilizovat v rozmezí okolo 1 % HDP.

Deficit běžného účtu zůstane během příštích let stabilní

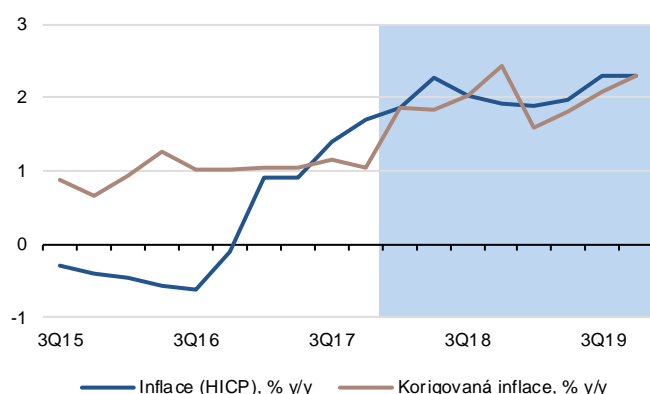


Zdroj: SSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Inflaci poženou nahoru všechny složky

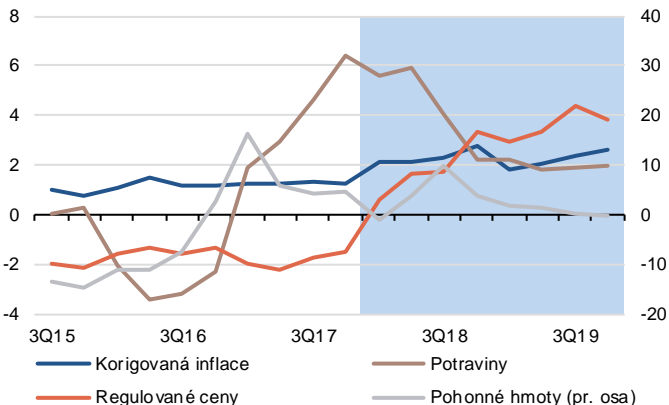
Růst spotřebitelských cen byl minulý rok podporován především růstem cen potravin a pohonných hmot. Letos se významným tahounem inflační dynamiky stane po letech korigovaná inflace, ceny potravin budou hrát důležitou roli především v první polovině roku.

Růst spotřebitelských cen bude akcelerovat (% y/y)



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

Letos porostou všechny složky inflace (% y/y)



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

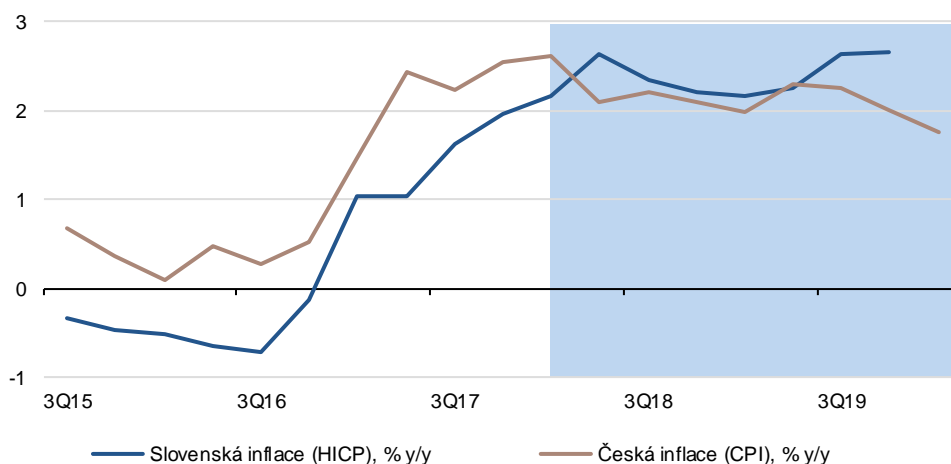
**Spotřebitelská inflace loni zrychlila v souladu s naším očekáváním.** Rostly především ceny potravin, k jejichž růstu na konci roku výrazně přispěly ceny vajec a mléčných výrobků. Růstu se neubránily ani ceny pohonných hmot, a to v důsledku vyšších cen ropy na mezinárodním trhu. Přes jedno procento v průměru si loni připsala i korigovaná inflace. Naopak regulované ceny klesaly po celý rok.

Letos ale **spotřebitelská inflace zrychlí v důsledku růstu všech složek.** V první polovině letošního roku porostou opět ceny potravin, jejich dynamika ale bude v důsledku vysoké srovnávací základny v druhé polovině roku zpomalovat. **Naopak v druhé polovině roku se spotřebitelé mohou připravit na vyšší ceny pohonných hmot** především kvůli vyšším cenám ropy na světových trzích. Na začátku roku jsme také zaregistrovali výrazný růst regulovaných cen, obzvláště spotřebitelských cen energií, které letos vzrostou v průměru o 1,8 %.

**Významným tahounem spotřebitelské inflace se však v roce 2018 stane korigovaná inflace.** Ta sice ve čtvrtém kvartále loňského roku mírně zpomalila, letos ale postupně nabere na síle. Důvodem budou především pokračující mzdové tlaky a rostoucí poptávka. Korigovaná inflace by měla letos podle našeho odhadu zrychlit ke 2,4 % v průměru, přičemž v prvním čtvrtletí by měla dosáhnout 2 %.

Celková spotřebitelská inflace se pak během roku bude držet nad 2 %, v průměru očekáváme její tempo okolo 2,4 %. Slovensko je tedy jednou z mála zemí eurozóny, jejíž inflace letos překoná cíl Evropské centrální banky.

## Slovenské ceny porostou letos rychleji než české



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

## Box 2: Česká inflace bude oscilovat kolem cíle ČNB

Na rozdíl od slovenské inflace, celková inflace v České republice na konci loňského roku zvolnila. I přes výrazný růst mezd jsme pozorovali pokles růstového tempa jádrových cen. Domníváme se však, že letos by jádrová inflace již výrazněji klesat neměla, silnější bude zejména vliv napjatého trhu práce, nicméně posilování české koruny bude i nadále tvořit desinflační tlaky.

Stejně jako na Slovensku to však byly ceny potravin, které loni tahaly celkovou inflaci nahoru. Nicméně inflace cen potravin bude mít v obou zemích podobný průběh, když se bude během roku postupně snižovat.

Rovněž ceny pohonných hmot nebudou letos hrát tak výraznou roli jako v minulých letech. Silnější koruna způsobí, že vyšší cena ropy se projeví pouze ve slabém růstu cen pohonných hmot.

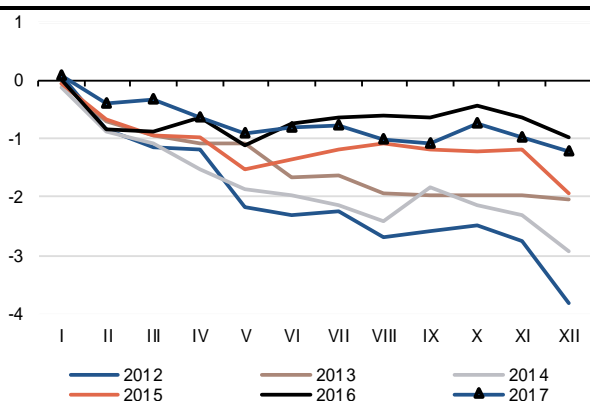
Na začátku roku povyskočily ceny energií a tak v lednu vzrostly regulované ceny o 1,2 % y/y. Celkově letos regulované ceny vzrostou podle našeho odhadu o 2,2 %.

## Veřejný sektor

### Rozpočet zůstane v deficitu

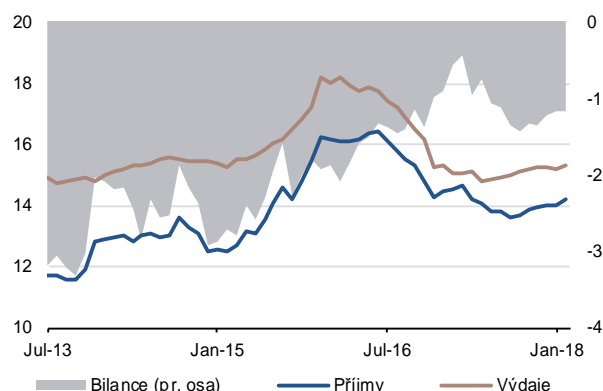
**Státní rozpočet na konci 2017 pozitivně překvapil svým výsledkem. Přesto ke slavení není důvod, za menším deficitem stojí především nízké kapitálové výdaje. V dlouhodobějším horizontu vláda zůstává nadále příliš optimistická, zpomalení globální ekonomiky neumožní další snižování schodku, tak jak to má ve výhledu.**

Státní rozpočet (kumulativní deficit, mld. EUR)



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

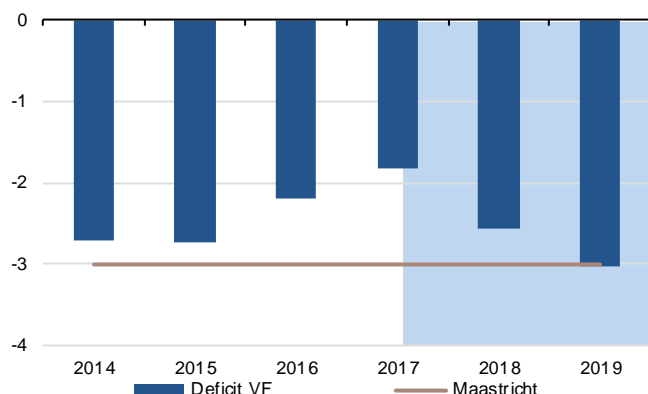
Státní rozpočet (12m kumulativně, mld. EUR)



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

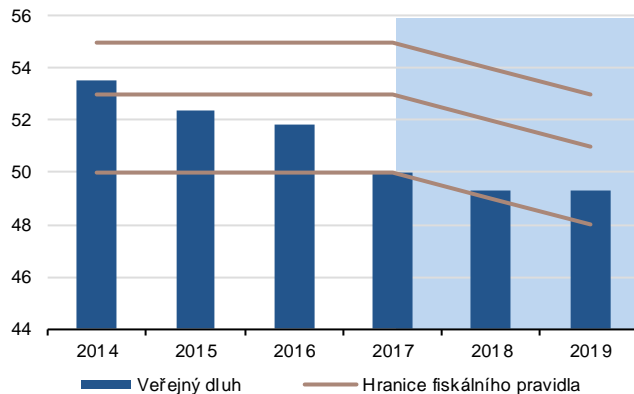
**Minulý rok byl pro státní finance příznivý.** Státní rozpočet dosáhl druhého nejmenšího deficitu za posledních devět let, který byl dokonce o 0,8 mld. EUR nižší, než ten, který byl schválen vládou. I přes stabilní ekonomický růst, rekordně nízkou nezaměstnanost a růst mezd, příjmy dosáhly pouze 91 % toho, co vláda ve svém rozpočtu plánovala. Rozpočtu chyběly hlavně příjmy z Evropské unie, výrazně kleslo také inkaso daně z příjmu právnických osob. Státní rozpočet počítal s tím, že výběr daní právnických osob bude srovnatelný s rokem 2016, skutečná částka ale odpovídá spíše výši výběru roku 2015. To proto, že rok 2015 byl z hlediska zisku firem velice příznivý, což se zobrazilo právě na výběru daní v následujícím roce. Ziskově průměrný rok 2016 se zase odráží ve výsledku inkasa roku 2017.

Deficit veřejných financí (% HDP)



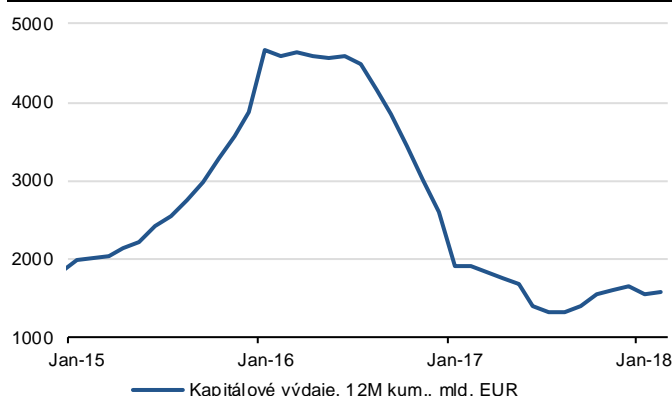
Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Celkový veřejný dluh (% HDP)



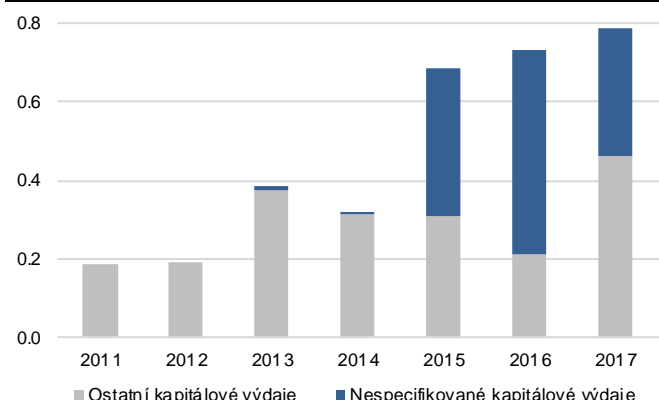
Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn: Sankční pásma počínaje příštím rokem budou klesat o 1 pb ročně až dokud horní limit (letos ještě 60 %) nedosáhne 50 %.

Kapitálové výdaje mírně rostou z nejnižší úrovně



Zdroj: MFSR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Kapitálové výdaje přesunuté do dalších let (% HDP)



Zdroj: RRZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rovněž výdaje rozpočtu nesplnily očekávání vlády. Velkou roli v tom hrají nižší kapitálové výdaje, které jsou napojeny právě na projekty spolufinancované z EU. Zatímco vláda plánovala loni investovat 2,7 mld. EUR, skutečná výše kapitálových výdajů se pohybovala mírně nad polovinou této částky. Výdaje na investice tak loni klesly zpět na úroveň před rokem 2015.

Letos už státní rozpočet není tak štedrý a na investiční výdaje si vyčlenil 1,3 mld. EUR, tedy o 200 mil. méně, než bylo loni realizováno. **Přesto si myslíme, že k růstu vládních investic dojde tím, jak se budou realizovat odkládané projekty.** Naopak letošní rozpočet počítá s nárůstem výdajů na platy a na sociální pojištění celkově o 270 mil. EUR.

Deficit státního rozpočtu, který loni činil 1,4 % HDP, by podle výhledu vlády měl dále klesat až k vyrovnanému saldu v roce 2020. V té době by měl veřejný dluh dosáhnout 45 % HDP. Naše prognóza také předpokládá na tento a příští rok snížení veřejného dluhu, kterému napomůže solidní ekonomický růst spojený s vysokou zaměstnaností. **Avšak vzhledem ke globálnímu zpomalení s efektem na slovenskou ekonomiku je další pokles ve střednědobém horizontu nereálný.** K splnění cíle by mohly pomoci opatření s dlouhodobějším efektem, které ale v současnosti nejsou předmětem diskuse.

### Box 3: Výdaje státního rozpočtu ČR letos porostou

Rozpočet centrální vlády v hotovostním vyjádření uzavřel loňský rok v menším schodku, než bylo původně plánováno. Daňové příjmy výrazně překonaly očekávání díky růstu ekonomiky, zatímco nedaňové příjmy za svojí rozpočtovanou výši mírně zaostaly. Investiční výdaje – stejně jako na Slovensku – zůstaly hluboko pod plánovanou úrovní. Především projekty spolufinancované z EU se minimálně v první polovině roku opět nedařilo pořádně nastartovat.

Na rozdíl od státního rozpočtu, veřejný sektor dosáhl podle našich odhadů v loňském roce mírný přebytek. Důvodem jsou vyšší přebytky místních rozpočtů díky dobré ekonomické situaci a tedy i lepším daňovým příjmům, stejně jako nižším kapitálovým výdajům.

Rovněž letos jsou kapitálové výdaje rozpočtované níže než loni. Přesto očekáváme, že investice porostou, a to jak kvůli nerealizovaným výdajům z posledních let, tak i znovuoobnovení financování z fondů EU.

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

	ARDAL	KB (listopad)
<b>Výpůjční potřeby</b>		
Rozpočtový deficit	730.0	542.7
Zpětné odkupy dluhopisů	0.0	0.0
Splatné pokladniční poukázky	0.0	0.0
Splatné dluhopisy	2900.0	2900.0
Splatné dluhopisy ve švýcarských francích	318.1	318.1
Splatné dluhopisy v japonských jenech	32.5	32.5
Splatné půjčky	20.0	20.0
<b>Celkově</b>	<b>4000.6</b>	<b>3813.3</b>
<b>Financování</b>		
Hrubá emise dluhopisů (v aukcích)	1500.0	1300.0
Hrubá emise dluhopisů (syndikovaná)	2000.0	2000.0
Hrubá emise pokladničních poukázek (přesahující kal. rok)	500.0	500.0
Splatné půjčky	0.0	0.0
Čerpání likviditní rezervy	0.0	13.3
<b>Celkové financování</b>	<b>4000.0</b>	<b>3813.3</b>
<b>Změna dluhu</b>	<b>4000.0</b>	<b>3800.0</b>

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ARDAL



## Rizika prognózy

Stávající politická nejistota může odradit zahraniční investory.

- **Politická nejistota plynoucí ze současné situace, může pro naši prognózu znamenat negativní riziko.** Rokování ohledně nové vlády, protesty a možnost předčasných voleb vznášejí nejistotu do budoucnosti země, která může vést ke zvýšeným obavám zahraničních investorů.
- **Rizika související s investiční činností jsou rovnoměrně rozdělena. Mírné negativní riziko představuje nedostatek nabídky kvalifikované pracovní síly.** Nicméně investice jsou jediným způsobem, jak dosáhnout růstu produktivity, aby bylo možné uspokojit rostoucí poptávku po slovenských výrobcích.
- **Vláda nebude schopna vyčerpat část prostředků z evropských fondů ve stanoveném termínu** a dynamika investic bude slabší, než jak ukazuje prognóza.
- Reálné mzdy, které i v důsledku implementace nové legislativy rostou rychleji než produktivita, mohou snížit konkurenceschopnost na mezinárodních trzích s negativním dopadem na zahraniční obchod.
- **Význam automobilového průmyslu na celkové produkci výrazně roste.** Jeho cykličnost představuje značné riziko pro slovenskou ekonomiku. Pokles globální poptávky či zavedení cel na evropská auta ze strany USA by pak bezprostředně ovlivnily průmyslovou výrobu. Americký trh je totiž čtvrtým největším odběratelem slovenských automobilových výrobků.

## 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

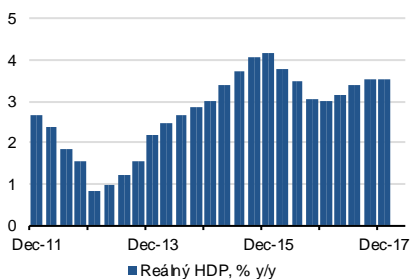
		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Hrubý domácí produkt</b>	běžné ceny, mld. EUR	74,2	76,1	78,9	81,2	84,9	91,1	97,1	101,7	106,6
<b>Hrubý domácí produkt</b>	reálný růst, %	1,5	2,8	3,9	3,3	3,4	3,7	3,3	2,1	2,0
<b>Průmyslová výroba</b>	reálný růst, %	3,8	3,6	7,2	4,8	3,7	5,2	4,8	2,7	1,9
<b>Stavební 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

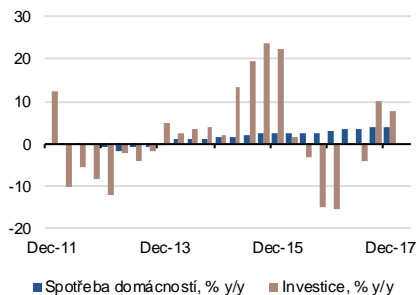
Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

## Makroekonomické ukazatele

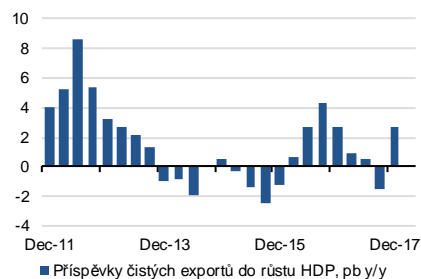
HDP (y/y)



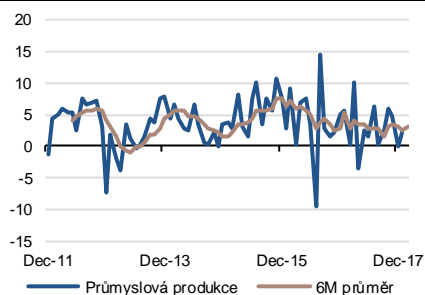
Spotřeba domácností, investice (y/y)



Čistý vývoz



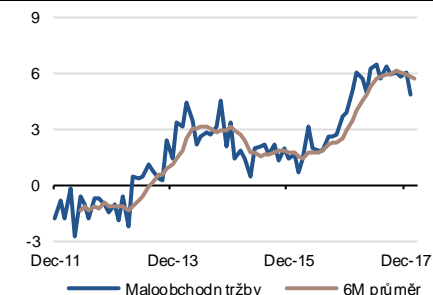
Průmysl (y/y)



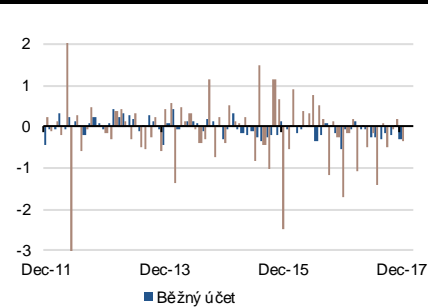
Stavebnictví (y/y)



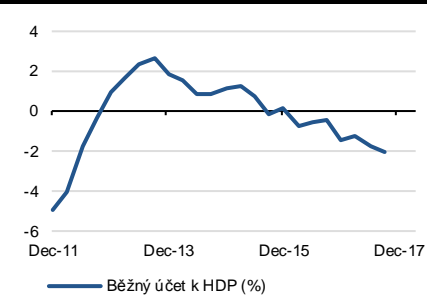
Maloobchodní tržby (y/y)



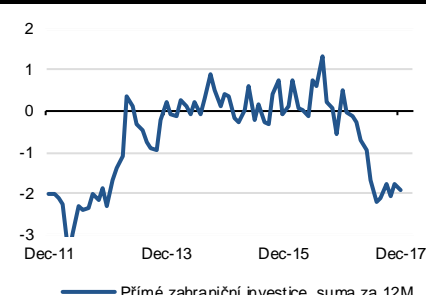
Platební bilance (mld, EUR)



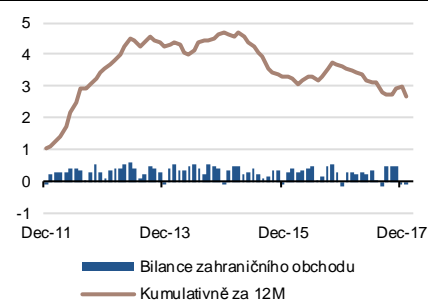
Běžný účet (% HDP)



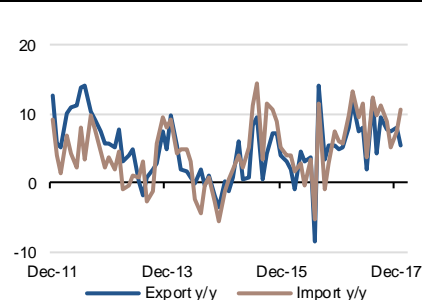
Přímé zahraniční investice (mld, EUR)



Saldo zahraničního obchodu (mld, EUR)



Dynamika vývozu a dovozu (% y/y)

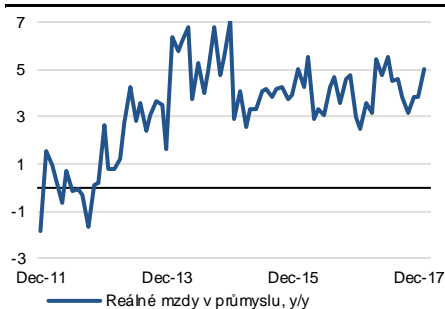


Míra nezaměstnanosti (%)

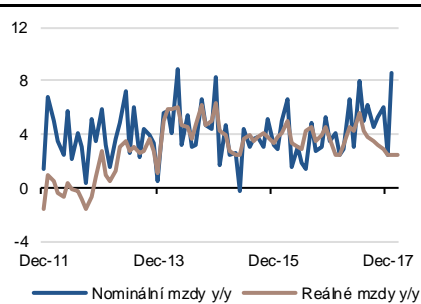


Zdroj: Eurostat, SSÚ, NBS, MF, UPSVR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

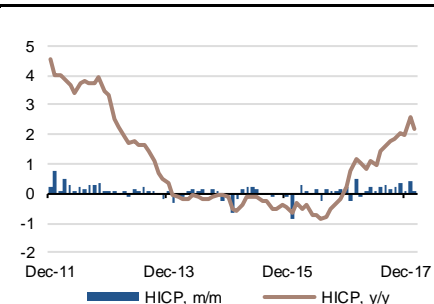
Reálné mzdy v průmyslu (y/y)



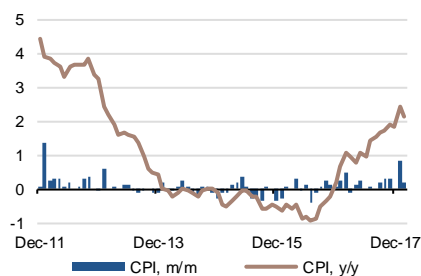
Mzdy v ekonomice (y/y)



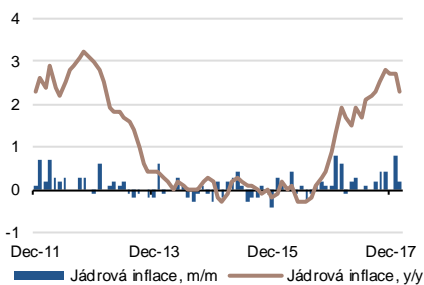
Spotřebitelské ceny (HICP, %)



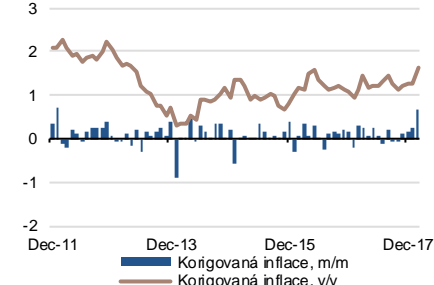
Spotřebitelské ceny (%)



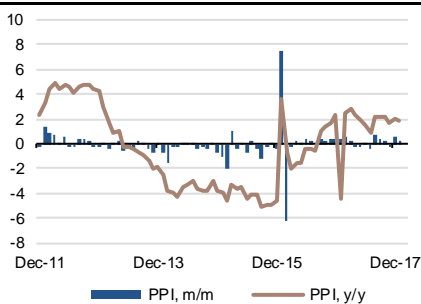
Jádrová inflace (%)



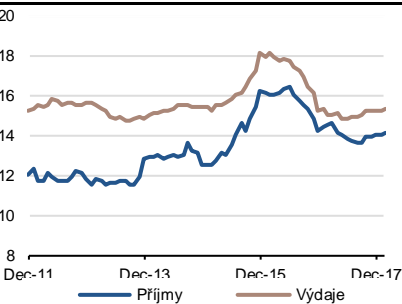
Korigovaná inflace (%)



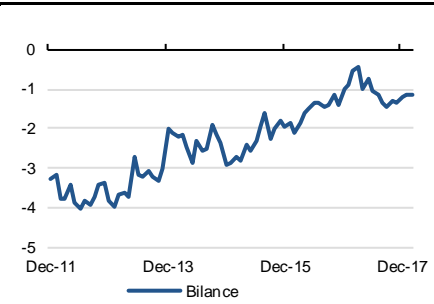
Ceny průmyslových výrobců (%)



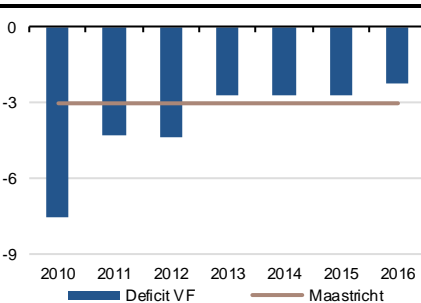
Státní rozpočet (příjmy, výdaje, v mld, EUR, kumulativně za posledních 12M)



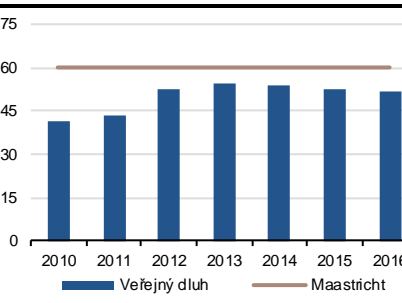
Státní rozpočet (balance, v mld, EUR, kumulativně za posledních 12M)



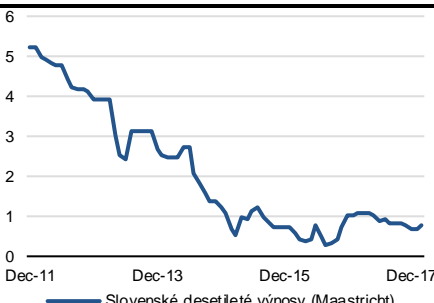
Deficit veřejných financí (% HDP)



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

### Akioví 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

Akioví analytici



**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 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>