


| Čtvrtletní zpráva |

# Slovenské výhledy


2018: Trh práce = bariéra dalšího růstu?



- **Slovenská ekonomika se letos drží na vrcholu.** Spotřebě domácností pomáhá strmý růst mezd, zatímco investice porostou, aby se zvýšily produkční možnosti ekonomiky.
- **Situace na trhu práce vytváří inflační tlaky.** Trh práce naráží na své limity. Nezaměstnanost už nemá kam klesat a zvyšuje se dále tlak na růst mezd. Ten se projeví v i cenách. Inflace se do konce roku udrží nad 2 %.
- **Nedostatek pracovní síly se projevuje v průmyslu i ve stavebnictví.** Hnací motorem ekonomiky je především růst zaměstnanosti, který ale zpomaluje s tím, jak klesá míra nezaměstnanosti. Produktivita dlouhodobě zaostává za dynamikou mezd.
- **Příznivá ekonomická situace nadále pomáhá veřejnému rozpočtu k menšímu deficitu.** Státní rozpočet sice zaznamená vyšší výdaje, jeho příjmová stránka ale poroste o něco rychleji. Dynamika vládní spotřeby bude vrcholit v následujícím půlroce.



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



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

## Obsah

Vnější prostředí a předpoklady prognózy .....	3
Solidní růst obchodním válkám navzdory .....	3
USA: současná fáze expanze aspiruje na nejdelší v historii.....	3
Eurozóna: druhé pololetí bude úspěšnější.....	4
Německo: externí nejistoty vyrovná prorůstová politika .....	5
Středoevropský region: domácnosti těží z rychle rostoucích mezd .....	5
Box 1: Obchodní války – hrátky s ohněm .....	6
Ekonomický cyklus vrcholí .....	8
Box 2: Česká ekonomika zpomaluje, na trhu práce to ale vidět není:.....	9
Nedostatek pracovníků brzdí růst ekonomiky .....	10
Zahraniční obchod ožíví, příspěvek je ale nepatrný .....	13
Inflační tlaky v ekonomice přetrvávají.....	14
Box 3: Česká inflace zůstane vysoko .....	15
Veřejný sektor .....	16
Deficit státního rozpočtu se snižuje .....	16
Box 4: Fiskální politika ČR: příjmy zaostávají za růstem výdajů.....	17
Rizika prognózy .....	19
Makroekonomické ukazatele.....	21
Upozornění.....	24

## Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

### Solidní růst obchodním válkám navzdory

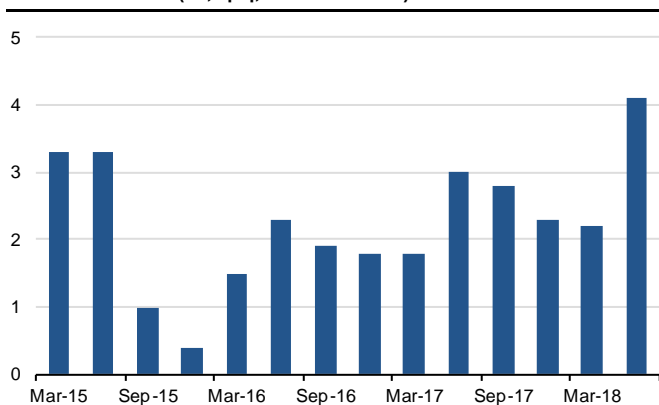
Ekonomika Spojených států si stále užívá fázi expanze. Ta by jí měla vydržet až do přelomu let 2019/2020, kdy očekáváme, že se zdroje současného růstu vyčerpají. Dynamika HDP eurozóny v první polovině roku zvolnila. Příčinou však byla souhra několika nepříznivých faktorů, nikoliv změna trendu. Vyhledy pro druhé pololetí a první polovinu roku 2019 jsou příznivé. Riziko pro naši prognózu představují obchodní války. Ty se zatím promítly do zhoršení indikátorů důvěry, na zpomalení hospodářského růstu v USA, eurozóně ani střeoevropském regionu zatím nestačily.

### USA: současná fáze expanze aspiruje na nejdelší v historii

Reálná spotřeba domácností nabere na tempu.

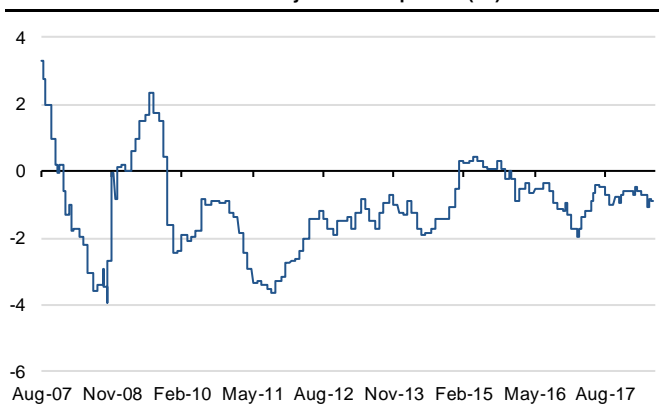
**Hospodářský růst ve Spojených státech dosáhl ve druhém čtvrtletí úrovně 4,1 % q/q anualizovaně.** K růstu výrazně přispěly čisté exporty (příspěvek 1,1 pb), což se však podle našeho názoru nebude opakovat. Reálná spotřeba vyskočila o 4,0 %. V následujících čtvrtletích se však podle našeho odhadu vrátí k průměrným úrovním z posledních dvou let (2,7 %). Daňové změny totiž podle naší prognózy povedou spíše ke zvýšení míry úspor domácností a k udržení reálné spotřeby na rozumných úrovních, než k jejímu výraznému růstu. Kromě daňových změn nahrává spotřebitelům i klesající nezaměstnanost, kterou na konci roku očekáváme na úrovni 3,5 %. Dobře by se mělo dařit i investicím. Za celý letošní rok by dynamika HDP podle naší prognózy měla dosáhnout 2,8 %. V roce 2019 však růst HDP zpomalí na 1,6 %. K tomuto závěru nás vede několik faktorů. Nezaměstnanost se nachází pod NAIRU, což tlačí mzdy směrem nahoru. To bude společně s růstem úrokových sazeb vytvářet tlak na pokles ziskových marží korporací, přičemž následně očekáváme pokles investic a celkového hospodářského růstu.

USA: Růst HDP (% , q/q, anualizovaně)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Reálná klíčová sazba Fedu je stále záporná (%)



Zdroj: BEA, Datastream, Bloomberg, SG Cross Asset Research/Economics

Fed bude pokračovat ve zvyšování sazeb.

**Americká centrální banka přistoupila v červnu ke zvýšení úrokových sazeb o 25 bb na 1,75–2,00 %, tak jak se očekávalo.** K mírnému posunu došlo v mediánu výhledu pro úrokové sazby pro konec letošního roku. Ten se přehoupil z 2,1 % na 2,4 %. Výsledek byl však poměrně těsný a zdá se, že v této otázce v rámci Fedu nepanuje úplná shoda. Zatímco sedm prezidentů regionálních rezervních bank předpokládá, že sazby půjdou letos nahoru ještě dvakrát, pět z nich očekává pouze jedno zvýšení. Ve zvyšování úrokových sazeb hodlá Fed pokračovat i v roce 2019 a 2020. V roce 2019 by k němu podle mediánu sazeb mělo dojít třikrát, v roce 2020 už jenom jednou. Takto optimistická ale naše prognóza není. Vzhledem

k tomu, že na přelomu let 2019/2020 očekáváme nástup recese, přepokládáme v příštím roce pouze dvojnásobné zvýšení úrokových sazeb (v březnu a červnu 2019), v letošním roce pak jedno (v září 2018).

## Eurozóna: druhé pololetí bude úspěšnější

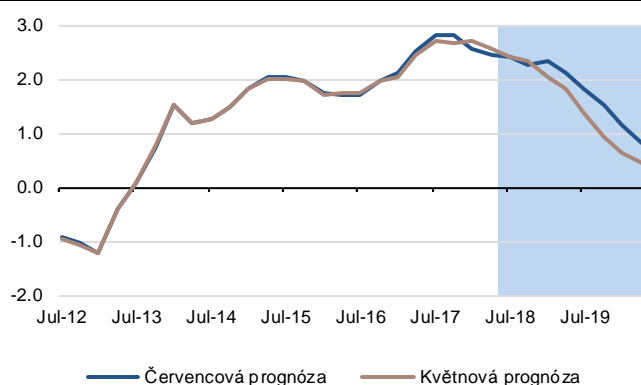
Slabší výkon ekonomiky eurozóny v Q1 18 byl ovlivněn mimořádnými faktory.

**V prvním čtvrtletí letošního roku si ekonomika eurozóny připsala 0,4 % q/q.** Ve srovnání s předchozími kvartály, kdy růst dosáhl čtyřikrát po sobě úrovně 0,7 % q/q, se jedná o citelné zpomalení. Ekonomika eurozóny však byla zasažena několika mimořádnými faktory. Sužovala ji chřipková epidemie, nepříznivé počasí, stávky spojené se mzdovým vyjednáváním, svůj vliv sehrálo i dřívější načasování Velikonoc. Druhé čtvrtletí bylo pro změnu poznamenáno obavami z obchodních válek, které se negativně promítly do indikátorů důvěry. Ekonomika eurozóny tak ve druhém kvartále rostla o 0,4 % q/q a 2,2 % y/y.

Výhledy ekonomiky eurozóny zůstávají příznivé.

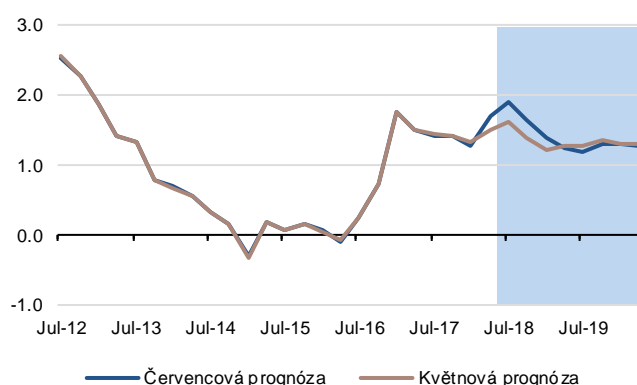
**Výhledy eurozóny pro zbytek letošního roku však zůstávají příznivé.** Spotřeba domácností je podporována klesající nezaměstnaností (na konci letošního roku ji očekáváme na úrovni 8,2 %) a vyššími mzdami, zatímco investice rostou kvůli nedostatečným výrobním kapacitám. Dobré zprávy přicházejí i ze stavebního sektoru, který v loňském roce po osmi letech propadů konečně narazil na své dno a nyní již vykazuje silné známky oživení. Dynamika ekonomiky eurozóny tak podle naší prognózy v letošním roce dosáhne 2,2 % (po 2,5 % v roce 2017). Ekonomické dopady ochranné politiky Donalda Trumpa na eurozónu byly zatím minimální. Výraznější zpomalení hospodářského růstu by podle našeho názoru muselo být vyvoláno zásadnějším externím šokem, který v tuto chvíli nepředpokládáme. V letech 2019-2020 však růst ekonomiky eurozóny zpomalí v důsledku námi předpokládané recese v USA a negativních dopadů Brexitu (v roce 2019 na 1,9 %, v 2020 na 0,6 %). Achillovou patou eurozóny zůstává inflace, která se v příštích pěti letech v průměru nedostane přes 1,5 %.

Eurozóna: solidní růst HDP bude pokračovat



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

Inflace v Eurozóně



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

Program QE se chýlí ke konci.

**Evropská centrální banka v červnu ohlásila konec programu kvantitativního uvolňování.**

Ten by měl skončit letos v prosinci s tím, že v posledním čtvrtletí bude objem nakupovaných aktiv již jen poloviční (15 mld. EUR). I po skončení programu QE však bude ECB maturující dluhopisy reinvestovat. Jako obvykle se však prezidentu Draghimu povedl husarský kousek, když navzdory konci programu QE červnové zasedání vyznělo v holubičím tónu. Podařilo se to především díky výroku, že úrokové sazby zůstanou beze změny nejméně po celé léto příštího roku. Naš odhad počítá s tím, že úrokové sazby vzrostou již v červnu a podruhé v září 2019 a ECB se tak zbaví negativní depozitní sazby.

Od závěrečného čtvrtletí letošního roku by euro mělo posilovat.

**Konec programu QE tedy nepřinesl posílení eura, tak jak se obecně očekávalo.** Na to si společná evropská měna bude muset podle naší prognózy počkat až do závěrečného čtvrtletí letošního roku. Kromě roztahujících se nůžek mezi politikou evropské a americké centrální banky budou euro držet na slabších úrovních geopolitická rizika, politická situace v Itálii i strach z obchodních válek. Vládní koalice italské populistické strany Liga Severu a Hnutí pěti hvězd bude finanční trhy strašit snahou prosadit svůj vládní program, který zahrnuje výrazný, avšak nerealistický fiskální stimul (prohloubení deficitu veřejných financí na 3 % HDP). Po schválení rozpočtu by se situace měla zklidnit. V závěrečném čtvrtletí letošního roku by tedy euru v posilování již nic bránit nemělo. Na konci letošního roku ho vidíme na úrovni 1,22 USD/EUR. Příští rok by společná evropská měna měla díky předpokládanému utahování měnové politiky v eurozóně vyšplhat až na 1,36 USD/EUR.

Druhé pololetí slibuje německé ekonomice slibné vyhlídky.

## Německo: externí nejistoty vyrovná prorůstová politika

**V Q1 18 růst německé ekonomiky ve srovnání s předchozími čtvrtletími citelně zpomalil.**

Dynamika HDP dosáhla pouze 0,3 % po 0,6 % v Q4 17. Nejvíce přispěly investice, dále pak spotřeba domácností, přičemž vládní spotřeba a čisté exporty byly brzdou. Zatímco v prvním čtvrtletí na německou ekonomiku dopadala nejistota spojená se mzdovým vyjednáváním, ve druhém čtvrtletí přišly na scénu obavy z obchodních válek a geopolitické situace. To vedlo k výrazným propadům německých indikátorů důvěry. Růst německé ekonomiky v Q2 18 nakonec dosáhl 0,5 % q/q a 2,3 % y/y. Za celý letošní rok proto očekáváme dynamiku německého HDP na úrovni 2,2 %. Negativní dopady obchodních válek by měly být vykompenzovány plánovanými daňovými škrty, růstem mezd i uvolněnou měnovou a fiskální politikou. V letech 2019 a 2020 však čeká Německo, stejně jakou celou eurozónu, zpomalení. Růst HDP podle naší prognózy dosáhne pouze 1,9 % a 0,8 %.

### Německo: očekávaný vývoj HDP



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

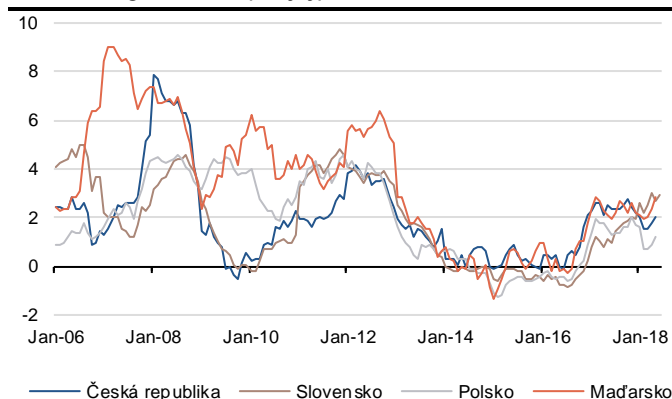
## Středoevropský region: domácnosti těží z rychle rostoucích mezd

Solidní růst HDP ve střední Evropě bude pokračovat.

**Zemím středoevropského regionu se daří.** Polská i maďarská ekonomika ve druhém čtvrtletí přidala shodně 0,9 % q/q, slovenská ekonomika dokonce 1,0 % q/q. Za regionálními protějšky pokulhávala pouze Česká republika s růstem 0,5 % q/q. Silným motorem středoevropského regionu zůstává spotřeba domácností, která těží z rychle rostoucích mezd (Maďarsko v červnu 11,2 %, Polsko v červenci 7,2 %). Rizikem je, že růst mezd bude i nadále

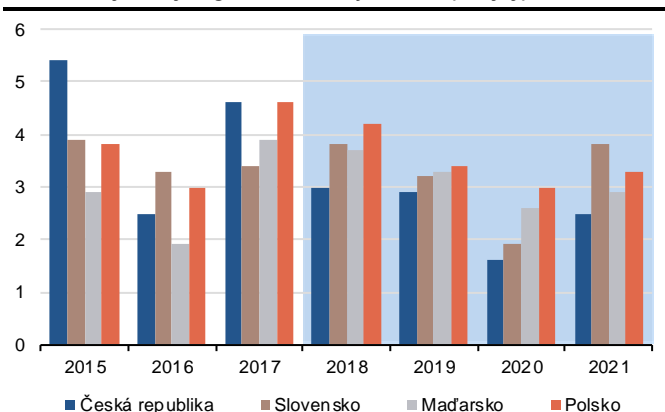
předstihovat produktivitu práce. To ještě více stlačí ziskové marže korporací a donutí je přelít stoupající náklady práce do konečných cen výrobků. V takovém případě by utahování měnových podmínek mohlo přijít dříve (případ Polska a Maďarska). Více se tématu produktivity práce věnujeme v našem reportu na <http://bit.ly/2ITtMGd>. Významným rizikem je zavedení cel na dovoz automobilů.

Inflace v regionu ožila (% , y/y)



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

Růstové vyhlídky regionu zůstávají solidní (% , y/y)



Zdroj: Eurostat, Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka3

Maďarská centrální banka naznačila, že její měnová politika nebude uvolněná navěky.

**Inflace v regionu nabrala na tempu.** Stojí za tím především vyšší ceny ropy na světových trzích, ke slovu se ale dostávají i ceny potravin a jadrová složka inflace. V Maďarsku inflace v červenci akcelerovala na úroveň 3,4 % a nachází se tak nad 3% inflačním cílem. To se odrazilo i v nové prognóze Maďarské centrální banky, která zvýšila svůj inflační odhad pro letošní rok z 2,5 % na 2,8 %. Zároveň naznačila, že uvolněná měnová politika může skončit dříve, než původně předpokládala. Ke změně rétoriky jí přimělo i výrazné oslabení domácí měny, která ztrácela v důsledku uvolněné měnové politiky a rostoucí inflace. Maďarský forint zůstane zřejmě pod tlakem i nadále. V polovině příštího roku ho očekáváme na úrovni 333 HUF/EUR. Inflace zrychlila i v Polsku. Ke 2,5% inflačnímu cíli má však stále daleko (v červenci na úrovni 2,0 %). Na utahování měnových podmínek si tedy Polsko bude muset ještě počkat. První zvýšení sazeb očekáváme až v Q3 19. Díky dobré kondici polské ekonomiky, utišení sporů s EU a tlaku na zvýšení ratingu očekáváme, že polský zlotý bude postupně posilovat. V horizontu jednoho roku ho vidíme na úrovni 4,16 PLN/EUR.

### Box 1: Obchodní války – hrátky s ohněm

**V březnu letošního roku si Spojené státy začaly hrát s ohněm, když uvalily nová cla na dovoz oceli ve výši 25 % a hliníku ve výši 10 %.** EU na oplátku uvalila 25% cla na dovoz oceli, hliníku, zemědělských produktů a dalších výrobků (motocykly, whisky, jeansy, atd). Opatření se týkalo dováženého zboží v hodnotě 2,8 mld. EUR. Donald Trump na toto opatření reagoval hrozbou zvedení 20% cel na dovoz automobilů z EU. Nejsilněji se však spor rozhořel mezi Spojenými státy a Čínou. Od 6. července bylo uvaleno 25% clo na čínské výrobky, jejichž roční vývoz dosahuje 34 mld. USD. O clech na výrobky za dalších 16 mld. USD se nyní rozhoduje. Čína na tento krok reagovala zavedením cel na dovoz amerického zboží ve stejné hodnotě (tj. 50 mld. USD). Prezident Trump pak reagoval hrozbou, že pokud Čína nezmění své praktiky, zavede 10% cla na dovoz čínského zboží v hodnotě 200 miliard USD.

**Otázkou je, jaké dopady budou mít tato opatření na další vývoj globální ekonomiky. Podle ekonomů SG by zavedení cel růst amerického HDP nijak výrazně zpomalit nemělo, a to ani v případě, že by se jednalo o položky v hodnotě 200-400 mld. USD.**



Dopad na růst HDP by byl podle jejich odhadu přibližně 0,2 pb ročně. Tato úvaha se opírá o to, že zavádění volného obchodu od počátku devadesátých let přispělo k růstu amerického HDP zhruba 0,2 pb ročně. Pokud tedy Amerika o část těchto benefitů přijde, nemůže to ukrojit z jejího růstu o mnoho více. Negativního vlivu obchodních válek na růst HDP se zatím neobává ani americká centrální banka. Rizik s nimi spojených si je sice vědoma, odhad růstu HDP pro letošní rok však v červnu dokonce ještě o desetinu zvýšila (na 2,8 %). Dopady zavedených cel do inflace by podle našeho názoru měly být spíše jednorázového charakteru, přičemž do spotřebitelských cen by se měly promítat hlavně nepřímo. Důvodem je to, že se USTR (Úřad amerického obchodního zmocněnce) snaží uvalovat tarify pouze na průmyslové zboží, nikoli na dovážené spotřebitelské zboží. Výjimkou byla cla na pračky na počátku letošního roku, která pak vedla k jednorázovému zvýšení cen těchto výrobků.

**Z hlediska dopadů obchodních válek na tom bude hůře Čína.** Nicméně i v případě uvalení cel v plném rozsahu by se dopady do HDP blížily 1 pb ročně. Nepříjemné by mohly být dopady na čínský trh práce, kde by v případě zavedení cel v plném rozsahu mohlo být podle ekonomů SG zrušeno 3-4 milióny pracovních pozic. Cla z prvního seznamu zboží (za 50 mld. USD) mohou mít dopad do čínského HDP na úrovni 0,1 pb ročně.

**Spíše než na celkovém růstu HDP Spojených států budou dopady obchodních válek vidět na konkrétním zboží a konkrétních regionech.** Například zavedení cel na ocel výrazněji dopadne na ocelářský průmysl, výrobu, která je na něj silně navázaná, a na regiony, kde takto zaměřené firmy sídlí. V průměru však dopady na celý průmyslový sektor budou malé. Výrazněji mohou cla dopadnout na mezinárodní firmy, které doposud těžily z globalizace a budovaly v Číně své výrobní závody. Zavádění cel by pak mohlo donutit tyto firmy z Číny stáhnout své aktivity a poškodit tak jejich ziskové vyhlídky. Z hlediska rozsahu dopadů bude hrát svoji roli i to, zda budou cla zavedena pouze jako dočasná a jak bude vypadat následný dialog mezi zeměmi, jichž se cla týkají. Nejhorší variantou je pochopitelně uvalení cel v plném rozsahu a neochota zemí k dialogu. Dopady na globální ekonomiku by pak byly mnohem výraznější.

# Makroekonomická prognóza

## Ekonomický cyklus vrcholí



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

**Slovenská ekonomika ve druhém čtvrtletí letošního roku překvapila vyšší růstem, ten si udrží i po zbytek roku. Utažený trh práce brzdí nabídkovou stranu, která k dalšímu růstu potřebuje zvýšit produktivitu. Zároveň ale podporuje spotřebu domácností. Zahraniční obchod bude k celkové dynamice HDP v tomto roce přispívat negativně.**

### Hlavní změny

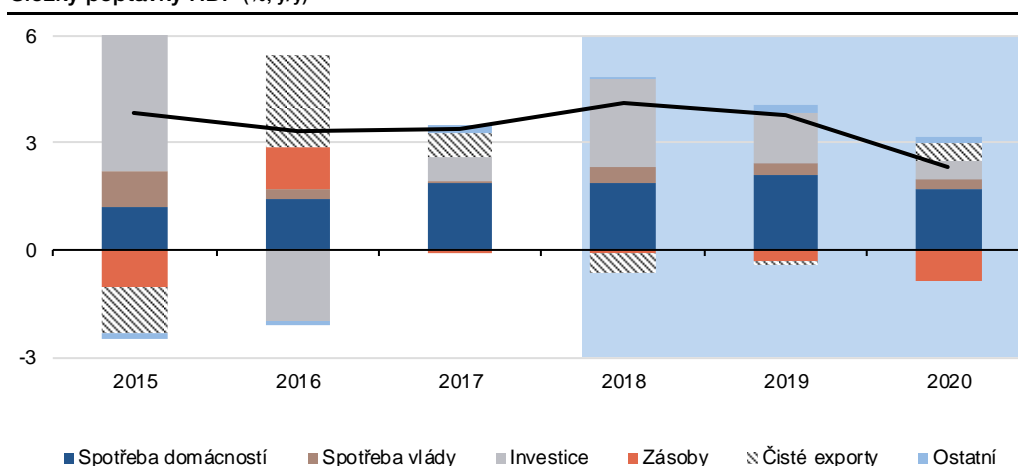
#### HDP:

Celoroční výhled na růst HDP pro rok 2018 jsme upravili nahoru, tentokrát o tři desetiny na 4,1 %. Hlavním tahounem slovenské ekonomiky zůstane i nadále domácí poptávka. Rovněž náš odhad na rok 2019 jsme revidovali nahoru na 3,8 %.

#### Inflace:

Inflační výhled pro letošní rok vzrostl v porovnání s předchozí prognózou o desetinu na 2,7 %. Rovněž výhled pro rok 2019 jsme revidovali o dvě desetiny nahoru na 1,9 %.

Složky poptávky HDP (% , y/y)



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

**Ve druhém čtvrtletí slovenská ekonomika přidala oproti Q1 solidní 1 % a meziročně si tak připsala 4,1 %.** Tento růst je i nadále založen především na domácí poptávce a čisté exporty mu přispěly pouze nepatrně.

**Jak jsme již psali v minulém vydání *Slovenských ekonomických výhledů*<sup>1</sup>, ekonomika je letos na vrcholu svého cyklu. Ruku v ruce s její expanzí roste poptávka po pracovnících, přičemž nabídka je už delší dobu omezená. Míra nezaměstnanosti klesá již několik let a poslední rok překonává stále nová minima. Ekonomický růst je tažen jak zaměstnaností, která je podmíněna novými příchozími na trh práce, tak i vyšší produktivitou.** HDP za průměrně odpracovanou hodinu se mezi lety 2010 až 2017 zvýšil o 17 %, což Slovensko řadí v rámci OECD k zemím s nadprůměrným růstem produktivity. Její další růst je podmínkou k vyššímu HDP, jelikož se zdá, že trh práce je již vyčerpaný a ekonomika naráží na své produkční možnosti.

Vyčerpaný trh práce spolu s vyšší statistickou základnou i postupným globálním zpomalováním pak povede k nižší celkové dynamice HDP v nadcházejících letech. Pomoci mohou jenom investice, které zvýší produktivitu. Jejich nutnost je viditelná především v průmyslu, jehož dynamika byla v prvním pololetí nejnižší za posledních pět let.

Fixní investice v prvním čtvrtletí přidaly v porovnání s loňským rokem téměř 12 % a překonaly tak naše optimistické očekávání. **Podle našeho odhadu dosáhla jejich dynamika vrcholu**

<sup>1</sup> Více na <http://bit.ly/2LMUr5c>.

Slovenská ekonomika je letos na vrcholu, od příštího roku však zpomalí. K dlouhodobějšímu růstu ji může pomoci jenom vyšší produktivita.



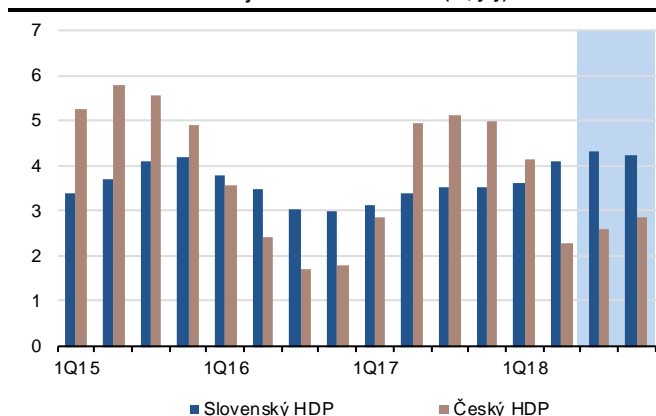
**v druhém čtvrtletí, výrazně do celkového růstu HDP budou ale přispívat po celý rok.** Přestože úroveň z roku 2015 nedosáhnou, zůstane jejich dynamika dvojciferná.

Disponibilní příjem poroste především díky vyšším mzdám. Jejich růst by však měl být ospravedlněn růstem produktivity. Investice jsou v současnosti klíčovou složkou slovenské ekonomiky.

**Z utaženého trhu práce, tedy rekordně nízké nezaměstnanosti a solidní mzdové dynamiky, však nadále profitují spotřebitelé.** Nezaměstnanost ale v příštím období už nemá moc kam klesat, zvyšující se disponibilní příjem domácností tak bude tažen především růstem mezd. Tomu napomáhají i další opatření vlády, která zvyšuje skokově jak minimální mzdu, tak i platy ve státní správě.

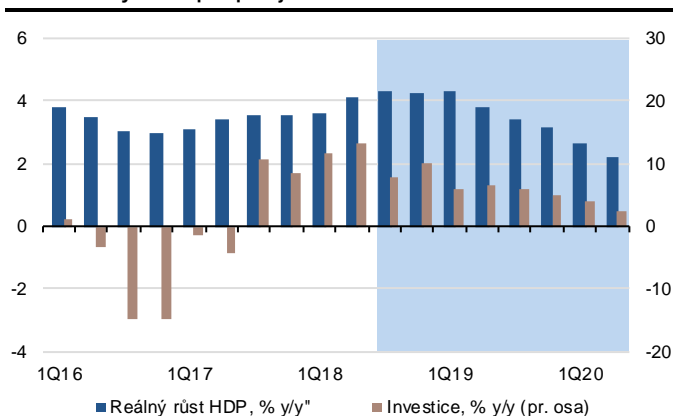
**Příznivá ekonomická situace i nadále pomáhá veřejnému rozpočtu k menšímu deficitu než loni.** Státní rozpočet sice zaznamená vyšší výdaje způsobené jak růstem mandatorní složky, tak i investicemi, přesto jeho příjmová stránka poroste o něco rychleji. Dynamika vládní spotřeby bude vrcholit v následujícím půlroce, především tím, jak se vláda bude snažit dočerpávat fondy z Evropské unie.

Slovenská ekonomika je letos na vrcholu (% y/y)



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

Investice výrazně přispívají k růstu HDP



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

## Box 2: Česká ekonomika zpomaluje, na trhu práce to ale vidět není:

Po velmi dobrém výkonu v první polovině loňského roku česká ekonomika začala výrazně zpomalovat, když v průměru dosáhla růstu pouze 0,6 % q/q. Podle našeho odhadu se přiblížila na hranici svých produkčních možností a již nemůže zvyšovat produkci zvedáním zaměstnanosti.

Růst produktivity je pomalejší, než jsme očekávali, i přesto, že investiční aktivita, která má za cíl zvyšovat produktivitu, jasně přidala. Hlavním hnacím motorem růstu ekonomiky je spotřeba. Těží z velmi nízké míry nezaměstnanosti a rychlého mzdového růstu. Rovněž investice pokračují v růstu, zatímco čisté exporty by znovu měly přispět negativně.

Trh práce zůstává utažený, protože je na něm stále velký převis poptávky nad nabídkou. Ale stejně jako na Slovensku, průmyslová produkce zpomaluje a motor průmyslu z poslední doby, automobilový sektor, ztratil své růstové momentum.

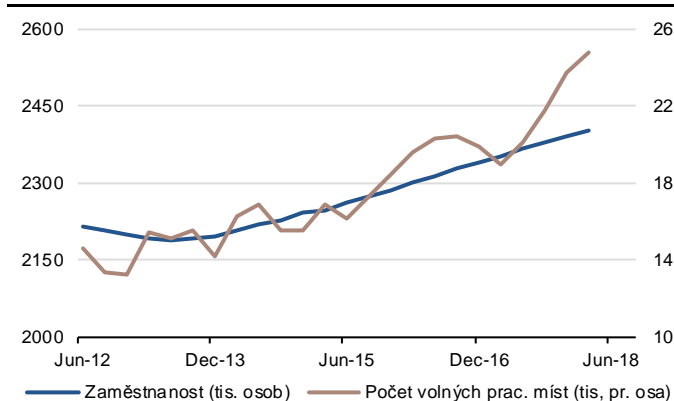
## Nedostatek pracovníků brzdí růst ekonomiky

**Nedostatek volných pracovníků na trhu nutí firmy zvyšovat mzdy. K růstu platů přispívají i dodatečná opatření vlády včetně postupně se zvedající minimální mzdy. Dynamika mezd je však dlouhodobě vyšší než růst produktivity.**

Dynamika mezd se bude postupně zrychlovat tím, jak vstoupí v platnost opatření vlády.

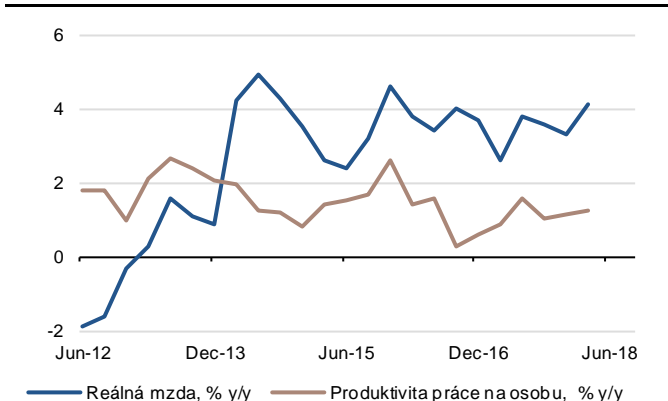
Trh práce se delší dobu označuje superlativy. Nezaměstnanost již několik měsíců překonává nové rekordy a mzdy rostou v reálném vyjádření přes 3 % už více než 5 let v řadě. Letos odhadujeme, že mzdy reálně přidají 4,3 %, tlaky na ně zesílí především v druhé polovině letošního roku. Vrcholu dynamika mezd dosáhne na začátku příštího roku, kdy se budou zvyšovat platy ve veřejné správě o 10 %. Toto opatření se dotkne 300 tisíc zaměstnanců, včetně učitelů, sociálních pracovníků a státních úředníků. V současnosti se jedná o zvyšování minimální mzdy na 520 euro a je velice pravděpodobné, že k němu dojde.

Dynamika zaměstnanosti zpomaluje, naopak počet volných míst výrazně přibývá



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

Reálná mzda již několik let roste rychleji než produktivita práce



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

Dynamika mezd značně předbíhá rychlost růstu produktivity, která celkově dosahuje pouze 55 % průměrné hodnoty Evropské unie.<sup>2</sup> Skoro dvě třetiny zaměstnanců pracuje ve firmách, které celkově vytváří pouze 30 % veškeré přidané hodnoty, což ukazuje na jejich relativně nízkou produktivitu.<sup>3</sup> Tyto firmy tedy nemají moc prostoru ke zvyšování mezd a další zvedání minimální mzdy může dokonce ohrozit jejich existenci. V případě negativního šoku nebudou totiž schopny reagovat ani již tak nepružným snižováním mezd a budou nuceny z trhu odejít.

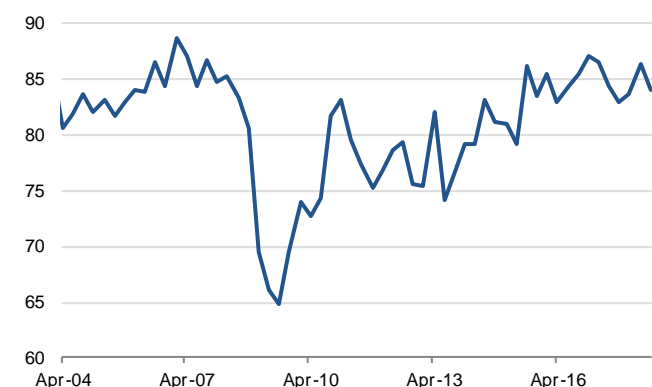
Soukromý sektor vnímá potřebu investic za účelem zvyšování produktivity. Předpokládáme, že největšího růstu dosáhly kapitálové výdaje právě ve druhém čtvrtletí. Tomu nasvědčuje i fakt, že podle statistiky NBS klesají vklady firem, přičemž průmysl financuje investice především z vlastních zdrojů. V druhém pololetí pak vlivem vysoké statistické základny bude meziroční dynamika kapitálových výdajů zpomalovat, za celý letošní rok by ale měly přidat přes 10 %.

<sup>2</sup>Viz Výškrabka, M., 2018, *Lesk a bída firem na Slovensku*, Inštitút finančnej politiky.

<sup>3</sup>Více v našem reportu „Mzdy i produktivita práce v regionu mají co dohánět“ na <http://bit.ly/2TtMGd>.

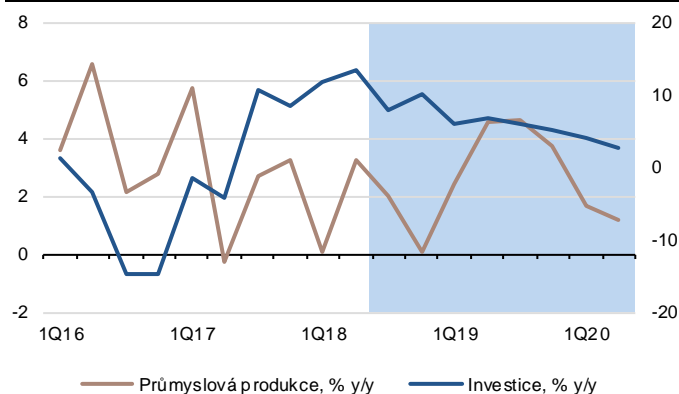
V současnosti je ekonomický růst tažen především zaměstnaností, její dynamika ale postupně zpomaluje s tím, jak klesá míra nezaměstnanosti. Trh práce je už vyčerpaný a zaměstnanost se tak zvyšuje především díky novým zaměstnancům, kteří přichází ze zahraničí.

Využití kapacit je téměř na předkrizových úrovních (%)



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

Nedostatek pracovníků brzdí průmysl a nutí firmy k investicím (% y/y)



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

Přes dvě třetiny dotázaných zaměstnavatelů uvádí jako největší překážku omezující růst průmyslové produkce nedostatek zaměstnanců, což je nejvíce v historii. Pomoci tento problém překlenout jim může nová legislativa platná od července, která celý proces nábory zaměstnanců ze zahraničí značně zjednodušila.

Průmyslová výroba zpomaluje, přestože o zakázky není nouze. V růstu ji především brání nedostatek pracovníků.

Není tedy překvapením, že průmyslová výroba v první polovině roku svou dynamiku zpomalila, když přidala v průměru pouze 1,7 %. **Svou roli v Q1 sice hrály odstávky v automobilovém průmyslu a v rafinériích, my ale vidíme další zpomalení i v Q2, přestože o zakázky není nouze.** Ty rostly v průměru o 8,6 % meziročně, jenom objednávek na motorová vozidla přibýlo v průměru téměř 17 %. **Průmysl může v současnosti nakopnout také otevření nových závodů v Nitře, které by mohlo proběhnout už ve třetím čtvrtletí.** Přesto pro budoucí produkci automobilového průmyslu, který je hlavní doménou slovenské ekonomiky, vidíme riziko v tom, jak dopadne jednání mezi Spojenými státy a Evropskou unií ohledně obchodních bariér.

**Nedostatek zaměstnanců se projevuje i ve stavebnictví. To od začátku roku zažívá boom.** Za první pololetí přidalo přes 8 %, což je nejsilnější růst od roku 2015. Důvěra v sektoru se drží na vysokých úrovních, rekordy od začátku roku trhá hodnocení úrovně objednávek. Spolu s finančním omezením to je ale právě nedostatek pracovní síly, který dělá stavebním firmám vrásky.

Návrat stavebnictví k téměř 16% růstu z roku 2015 se asi letos konat nebude, očekáváme ale, že si dobrý růst udrží do konce roku. Důvodem je nejen vysoká soukromá poptávka po stavebních pracích, ale i plánované vládní investice do výstavby dálnic a silnic.

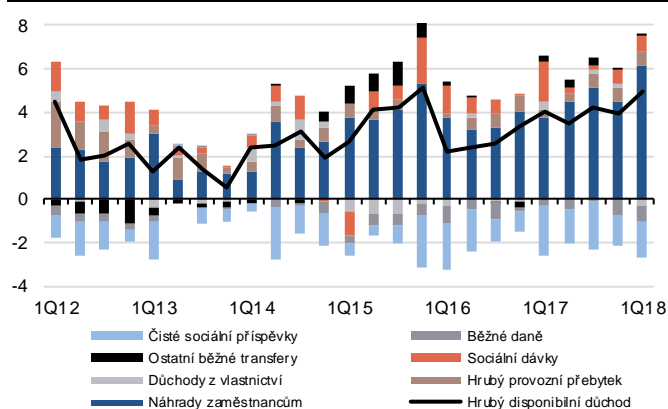
## Disponibilní příjem roste a s ním i spotřeba domácností

**Napjatý trh práce nahrává do karet domácnostem. Zvyšuje jejich důvěru v ekonomiku, která se drží stále nadprůměrně vysoko. Míra úspor pozvolna již druhým rokem klesá. Velká část zadlužení jde na vrub hypotékám.**

Soukromá spotřeba podporována růstem disponibilního důchodu zůstává nadále hlavním tahounem ekonomické aktivity.

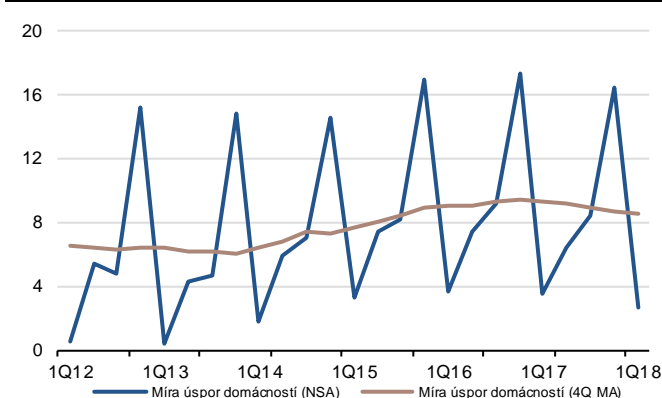
**To co pálí nabídkovou stranu slovenské ekonomiky, nahrává do karet té poptávkové.** Slovenské mzdy pokračují v solidním růstu, a ve druhém čtvrtletí podle našeho odhadu přidaly přes 4 % v reálném vyjádření a během příštího půl roku jejich meziroční dynamika ještě zrychlí.

Disponibilní příjem roste ruku v ruce s utahováním trhu práce (% y/y, pb)



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

Míra úspor se stabilizovala a zvolna klesá (%)



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

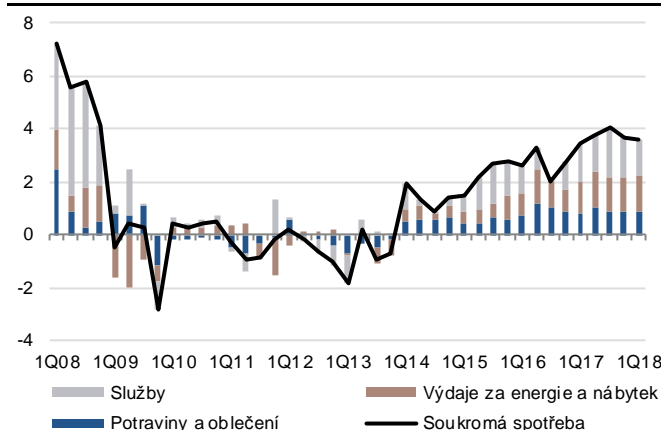
Spotřeba domácností, která zůstává nadále hlavním přispěvatelem do celkové dynamiky HDP, je podporována růstem disponibilního příjmu. Podle našich předpokladů v Q2 tvořila její kontribuce téměř polovinu dynamiky HDP, podobný poměr by si měla udržet i po zbytek roku.

Domácnosti totiž příjem navíc vydávají z velké části na spotřebu. Sice v nominálním vyjádření ušetří více než kdy dříve, míra úspor ale dosáhla svého maxima koncem roku 2016 a od té doby postupně klesá.

Růst maloobchodních tržeb letos zpomaluje kvůli vysoké srovnávací základně.

**Spotřebitelská atmosféra zůstává stále optimistická a pomáhá ekonomické důvěře udržet se na předkrizových úrovních.** Optimismus ohledně vyhlídek do budoucna, hlavně s ohledem na zaměstnanost, vede k růstu úvěrů. **Zadlužování podporují především nízké nominální úrokové sazby,** velká část jde ale na vrub hypotékám. Situace se však v nadcházejících měsících

Podíl služeb na růstu spotřeby dlouhodobě roste (% y/y, pb)



Zdroj: SSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

může značně změnit. **V červenci vstoupila v platnost nová opatření NBS, jehož cílem je zpomalit růst objemu úvěrů.** Centrální banka tak reguluje maximální výši hypoték v poměru k hodnotě nemovitostí i možné zadluženosti domácností.

Z růstu disponibilního důchodu však profituje maloobchod. Jeho dynamika sice v druhém čtvrtletí zpomalila kvůli vysoké srovnávací základně, během druhého pololetí by ale měla tuto ztrátu částečně dohnat. Spotřebitelé dávají přednost nakupování ve specializovaných prodejnách a přes internet. Čím dál více utrácí za zbytečné zboží a daří se i službám. Vzhledem k rozmachu v pořízování nového bydlení, které jsme pozorovali v posledních letech, není ani překvapením, že se daří obchodům se spotřebním zbožím pro domácnost.

## Zahraniční obchod ožíví, příspěvek je ale nepatrný

**Dopad čistého vývozu do celkové dynamiky HDP byl podle našeho odhadu ve Q2 nepatrný. Vzhledem k měsíčním statistikám se dá očekávat, že dynamika exportů mírně převyší dovoz, tento poměr se ale v druhé polovině roku otočí a příspěvek zahraničního obchodu bude negativní.**

Dopad čistého vývozu do celkové dynamiky HDP v Q2 není jednoznačný. Díky růstu zahraniční poptávky se daří exportům. Importy pak profitují z domácího zázemí, chutí spotřebitelů nakupovat i

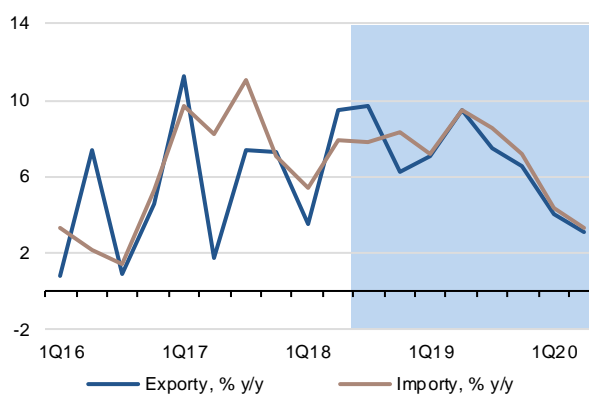
Otázkou zůstává dopad čistého vývozu do celkové dynamiky HDP. V prvním čtvrtletí byl jejich příspěvek do celkového růstu silně negativní (-2,7 pb), ve druhém čtvrtletí očekáváme mírný nárůst.

Krátkodobé statistiky ukazují, že se celkový vývoz v Q2 zvýšil o 9,5 % meziročně. Po slabším prvním čtvrtletí byl tento výrazný nárůst způsoben především vyššími exporty automobilů, strojů a zařízení. Mírně pozadu zůstal růst importů, i když i ty si připsaly krásných 8,9 % y/y. Je tedy pravděpodobné, že celkový příspěvek čistých vývozu do růstu HDP bude mírně kladný.

Naopak ve druhém pololetí podle našeho názoru růst dovozů předčí vývozy. Důvodů je k tomu několik. Solidní poptávka nejen v zemích Evropské unie sice nadále podporuje vývoz slovenských výrobků, dynamika investic ale žádá více importovaných statků k jejich uskutečnění. Stejně tak rostoucí poptávka spotřebitelů zvyšuje dovoz konzumního zboží včetně aut ze zahraničí.

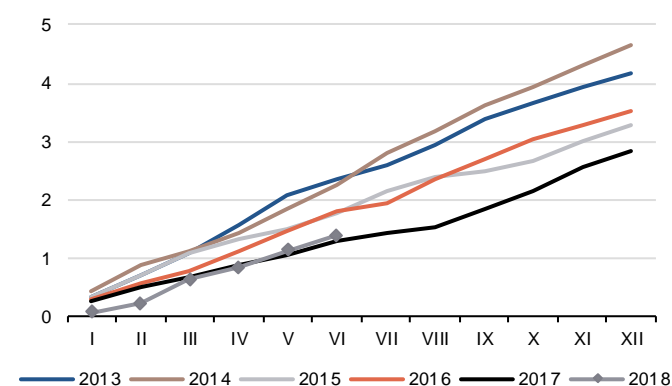
I když zahraniční obchod ve druhém čtvrtletí dohonil, co na začátku zameškal, tak podle našeho názoru skončí s malým přebytkem, o 50 mil. EUR nižším než loni.

Dynamika importů předčí opět exporty na konci roku



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

Zahraniční obchod dohnal, co zameškal na začátku roku (mld. EUR)



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

Deficit běžného účtu se bude postupně prohlubovat



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

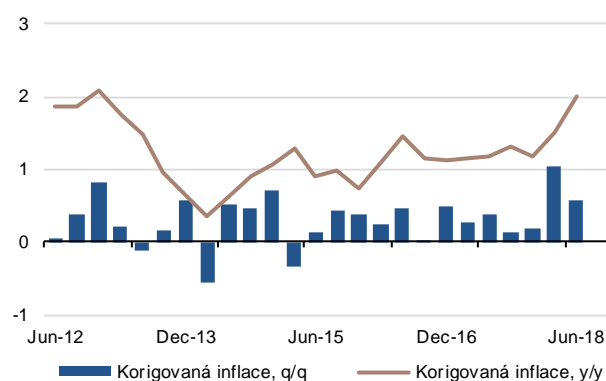
Deficit běžného účtu, který se ve druhém čtvrtletí zlepšil na -1,8 % HDP, se během druhé poloviny roku bude zvyšovat. Bilance zboží bude ve Q3 kopírovat vývoj zahraničního obchodu a vykáže pouze mírný přebytek, který bude o 500 mil. EUR menší než ve Q2. Bilance služeb se zlepší, ta však přebytky vykazuje dlouhodobě.

## Inflační tlaky v ekonomice přetrvávají

**Vyšší mzdy se ještě plně neprojevyly ve spotřebitelské inflaci, ta přesto v druhém čtvrtletí výrazněji zrychlila. Mohou za to vyšší ceny potravin i pohonných hmot. Na korigovanou inflaci vrchol teprve čeká v druhé polovině roku, celková inflace však vlivem statistické základny postupně zvolní.**

V souladu s našim posledním ekonomickým výhledem zrychlila slovenská spotřebitelská inflace ve druhém čtvrtletí téměř ke 3 % y/y. **Dosáhla tak nejrychlejšího tempa za posledních 6 let.** Důvodem ale není korigovaná inflace, která v porovnání s Q1 zrychlila jen o půl procentního bodu na 2,0 %. **Vyšší dynamika mezd se ještě nestačila projevit v růstu cen tak, jak by se dalo očekávat. Inflaci tlačily nahoru především ceny potravin a pohonných hmot.**

Tlaky na korigovanou inflaci rostou (%)



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

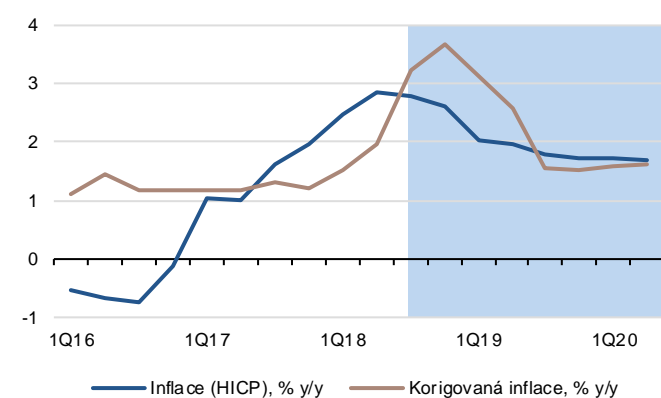
Avšak inflační tlaky v ekonomice budou v následujícím období ještě sílit. Tempo růstu mezd se bude do konce roku zvyšovat, což se odrazí v dynamice korigované inflace. Růst cen ropy, ale i elektřiny a plynu na světových trzích se rovněž promítne v celkové spotřebitelské inflaci.

Cena severomořské ropy Brent se v květnu dotkla 80 dolarů za barel a od té doby se drží stabilně nad 70 dolarovou hladinou. **V následujícím období by se podle našich propočtů**



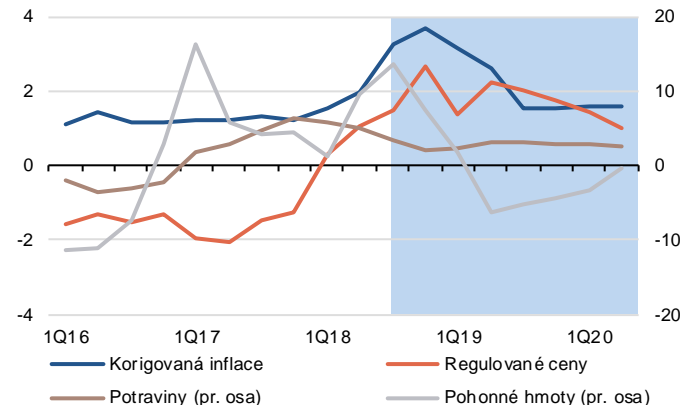
měla stabilizovat u hladiny 65 dolarů za barel. Vzhledem k výraznému růstu v první polovině roku očekáváme, že ceny pohonných hmot letos vzrostou v průměru o 8 %, příští rok pak dojde k částečné korekci o 3,5 %.

Korigovaná inflace ještě do konce roku zrychlí



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

Spotřebitelskou inflaci letos podpoří všechny její složky (% y/y)



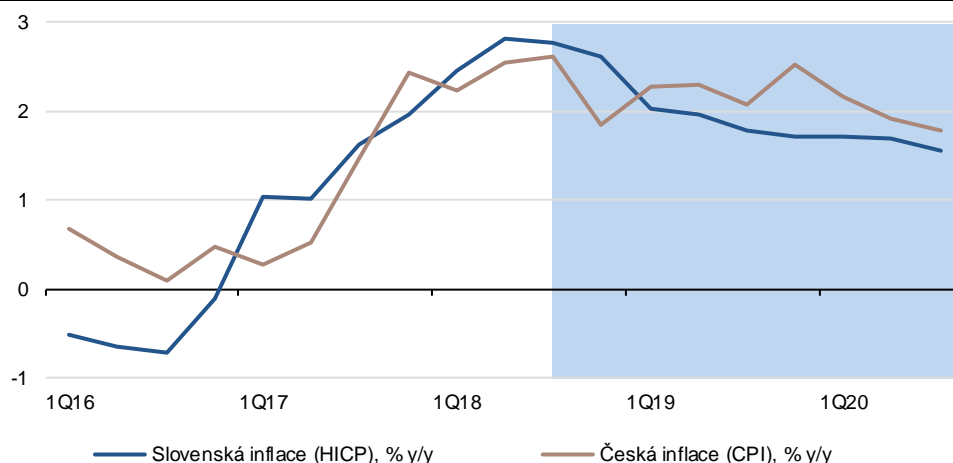
Zdroj: SSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ceny potravin pak negativně ovlivní špatná úroda, která je způsobená dlouhým obdobím sucha. **Celkově by však inflace do konce roku měla mírně zpomalit vlivem vyšší statistické základny a v příštím roce se opět dostat pod 2 %.**

### Box 3: Česká inflace zůstane vysoko

Na začátku roku se zdálo, že české ceny ztratily svou růstovou dynamiku a inflace se bude pohybovat pod 2% hladinou. Nicméně druhé čtvrtletí ukázalo, že inflační tlaky stále žijí. Podobně jako na Slovensku byl meziroční růst cen podpořen všemi hlavními složkami.

#### Česká inflace jde podobnou cestou jako její slovenský protějšek



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

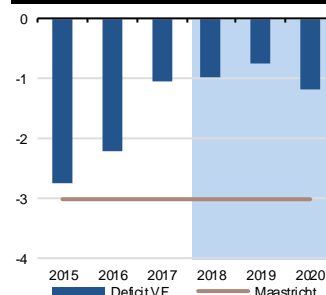
Jádrová inflace na začátku roku výrazně zpomalila. Obávali jsme se toho, že mzdové tlaky se vůbec nepropisují do cen. Podle všeho ale pouze působí se zpožděním. Celé zrychlení jádrových cen rostoucím mzdám nejde přičíst, ale zdá se, že začínají hrát svou roli. Jádrová inflace se udrží nad 2 % po celý rok, růst spotřebitelských cen však bude brzdit koruna, která se podle nás vrátí na svou posilovací trajektorii.

## Veřejný sektor

### Deficit státního rozpočtu se snižuje

**Státní rozpočet stejně jako rozpočet veřejných financí jsou nadále podporovány dobrou ekonomickou situací. Vyšší mzdy a nízká nezaměstnanost se odráží ve výběru daní, vláda se ale nebojí ani vyšších investic, ke kterým ji pomáhá čerpání z fondů EU.**

Deficit veřejných financí (% HDP)



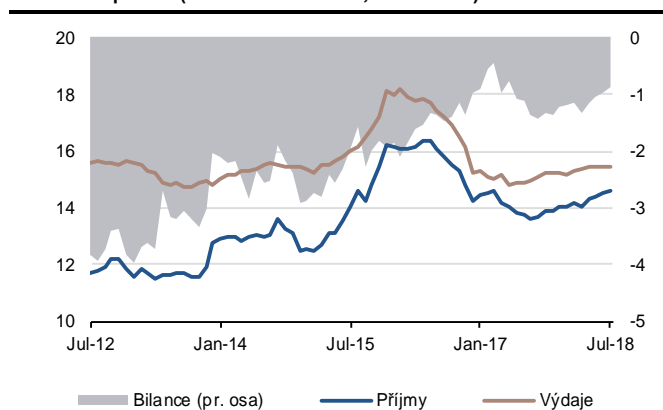
Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Státní rozpočet si letos vede lépe než loni. Na konci července vykázal schodek 420 mil. EUR, tedy o téměř 350 mil. EUR méně než loni.

**Celkové příjmy za prvních sedm měsíců vzrostly v porovnání se stejným obdobím minulého roku o více než 8 %.** Růst platů a mezd se projevuje ve vyšších příjmech daně fyzických osob se závislé činnosti, na kterých stát vybral o

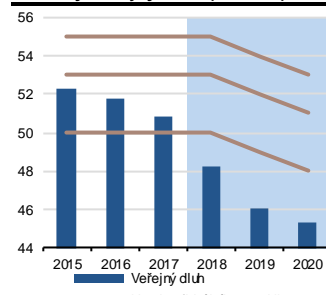
170 mil. EUR více. Rovněž vyšší spotřeba domácností se ve státním rozpočtu projevila rostoucími příjmy z daní na zboží a služby, které byly o 325 mil. EUR vyšší než loni.

Státní rozpočet (12m kumulativně, mld. EUR)



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

Celkový veřejný dluh (% HDP)



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

Pozn: Sankční pásma klesá o 1 pb. ročně až dokud horní limit nedosáhne 50 %.

Z údajů o plnění rozpočtu jde rovněž vyčíst rozjezd veřejných investic a jejich spolufinancování z fondů EU. Z těch bylo v prvních sedmi měsících alokováno o 163 mil. EUR více než před rokem, což je nárůst o 35 %. **S takovým růstem jdou ruku v ruce vyšší výdaje na investice, které za prvních sedm měsíců vzrostly o 260 mil. EUR, tedy o 54 %.** Celkové výdaje ale vzrostly o slabší 3 %, mimo investic se v nich projevila také růst mezd a platů ve veřejné správě.

Je tedy velice pravděpodobné, že státní rozpočet na konci roku skončí s nejmenším deficitem za posledních 10 let. Vyjádřen podílem na HDP by měl schodek v letošním roce klesnout z loňských 1,4 % na 0,8 %.

Celkového hospodaření veřejného sektoru (podle metodiky ESA2010) však podle našeho odhadu vykáže stejný schodek v poměru k HDP jako loni. Díky dobrému výkonu ekonomiky nadále předpokládáme, že tento poměr klesne příští rok.

Růst očekáváme jak na příjmové tak i na výdajové straně. Na straně příjmů to bude vyšší čerpání prostředků z fondů z Evropské unie, které přispěje k veřejnému rozpočtu. Rovněž daňové příjmy budou nadále růst jak díky dobré ekonomické situaci, tak i díky připravovaným legislativním změnám. Vláda od příštího roku chystá zavedení nových daní i vyšších poplatků. Naopak možnost daňově zvýhodnit 13. a 14. plat bude na saldo rozpočtu působit negativně. Do karet vládě hrají také nižší náklady na obsluhu dluhu podporované nízkými úrokovými sazbami.

Na výdajové straně porostou především vyšší investiční výdaje. Od příštího roku dojde také ke zvýšení mandatorních výdajů, hlavně vlivem růstu platů ve veřejné správě.

Vláda Slovenské republiky sice představila nový rozpočtový rámec, kde předpokládá další snižování deficitu veřejné správy k již delší dobu avizovanému vyrovnanému rozpočtu do roku 2020. Podle našeho výhledu ale v následujících letech vlivem zpomalení světové a potažmo i slovenské ekonomiky deficit veřejných financí opět poroste.

Veřejný dluh letos v absolutních číslech mírně vzroste. Avšak vzhledem k expanzi ekonomiky hodnota hrubého dluhu na celkovém HDP letos poprvé od roku 2011 klesne pod 50 %. Tento trend pak bude pokračovat i v příštích letech.

#### Box 4: Fiskální politika ČR: příjmy zaostávají za růstem výdajů

Zatímco vloni vykázal český státní rozpočet pouze nepatrný schodek (6,2 mld. CZK), pro letošek i příští rok už Ministerstvo financí počítá s deficitem ve výši 50 mld. CZK. Na příjmové straně se žádná zásadní opatření nechystají. Příjmy rostou zejména díky ekonomickému boomu. Výdaje se naopak rozjely. Z velké části se jedná o zvyšování běžných výdajů, větší částky jsou ale alokovány i pro investice.

**Státní rozpočet se v první polovině letošního roku vyvíjel o něco méně příznivě než za stejné období v předchozím roce.** Příjmy státního rozpočtu za první polovinu roku vzrostly o solidních 6,7 %, zatímco výdaje přidaly 10,2 %. Nejvíce se rozjely běžné výdaje. Odrážejí totiž zvyšování platů ve veřejném sektoru, když se v loňském listopadu přidalo 15 % učitelům a 10 % dalším státním zaměstnancům.

Rovněž kapitálové výdaje vlády v letošním roce oproti tomu loňskému zrychlily. Zlepšilo se totiž čerpání prostředků z Evropských fondů. Rozjely se některé projekty, které budou i nadále potřebovat financování. Proto předpokládáme, že kapitálové výdaje dále porostou.

Na příjmové straně vidíme vzrůstající výběr DPH a daní fyzických osob. **Těží z cyklické pozice české ekonomiky, která se nachází ve fázi expanze.** Tomu odpovídá i silný mzdový růst, zvyšující se zaměstnanost a vysoké tržby. Celkově ale příjmy budou podle nás letos zpomalovat svou silnou dynamiku s tím, jak se ochlazuje ekonomický růst.

Veřejný dluh letos v absolutních číslech nepatrně vzroste, v poměru k HDP by však měl klesnout z 34,6 % na 32,8 % díky stále velmi slušnému ekonomickému růstu.

**Výpůjční potřeby a jejich financování v roce 2018, mil. EUR**

	ARDAL	KB (srpen)
<b>Výpůjční potřeby</b>		
Rozpočtový deficit	730,0	715,3
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>3985,9</b>
<b>Financování</b>		
Hrubá emise dluhopisů (v aukcích)	1500,0	1700,0
Hrubá emise dluhopisů (syndikovaná)	2000,0	1500,0
Hrubá emise pokladničních poukázek (přesahující kal. rok)	500,0	800,0
Splatné půjčky	0,0	0,0
Čerpání likviditní rezervy	0,0	96,5
<b>Celkové financování</b>	<b>4000,0</b>	<b>4096,5</b>
<i>Změna dluhu</i>	<i>729,4</i>	<i>729,4</i>

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ARDAL

**Výpůjční potřeby a jejich financování v roce 2019, mil. EUR**

	ARDAL	KB (srpen)
<b>Výpůjční potřeby</b>		
Rozpočtový deficit		1630,0
Zpětné odkupy dluhopisů		300,0
Splatné pokladniční poukázky		200,0
Splatné dluhopisy		1327,8
Splatné dluhopisy ve švýcarských francích		330,6
Splatné dluhopisy v japonských jenech		0,0
Splatné půjčky		0,0
<b>Celkově</b>		<b>3788,3</b>
<b>Financování</b>		
Hrubá emise dluhopisů (v aukcích)		1400,0
Hrubá emise dluhopisů (syndikovaná)		1200,0
Hrubá emise pokladničních poukázek (přesahující kal. rok)		200,0
Splatné půjčky		0,0
Čerpání likviditní rezervy		27,5
<b>Celkové financování</b>		<b>2827,5</b>
<i>Změna dluhu</i>		<i>641,7</i>

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ARDAL

## Rizika prognózy

- **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.
- Ekonomický růst v eurozóně bude pokračovat v nevýrazném tempu. **Zatímco domácí poptávka zůstává silná, vnější prostředí je křehké.** Pokud růst v ostatních zemích eurozóny zůstane vlažný, slovenská ekonomika může zpomalit.
- Rizika související s investiční činností jsou rovnoměrně rozdělena. **Negativní riziko představuje nedostatek nabídky kvalifikované pracovní síly pro jejich realizaci.**
- **Pokud vláda nebude schopna vyčerpat část prostředků z evropských fondů ve stanoveném termínu,** dynamika investic bude slabší, než jak ukazuje prognóza,
- Reálné mzdy, které i v důsledku implementace nové legislativy rostou rychleji než produktivita, **mohou snížit konkurenceschopnost a tím negativně ovlivnit zahraniční obchod.**

## Klíčové makroekonomické ukazatele

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	2017	2018	2019
HDP (reálný růst, y/y, %)	3,5	3,5	3,6	4,1	4,3	4,2	4,3	3,8	3,4	4,1	3,8
Spotřeba domácností (reálné, y/y, %)	3,9	3,7	3,6	3,4	3,3	3,6	3,8	4,2	3,6	3,5	4,2
Fixní investice (reálné, y/y, %)	10,6	8,5	11,7	13,3	7,9	10,2	5,9	6,7	3,2	10,9	6,1
Zahraníční obchod (mld. EUR)	0,5	1,0	0,6	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	2,9	2,8	2,3
Průmyslová výroba (reálný růst, y/y, %)	2,7	3,3	0,1	3,2	2,0	0,1	2,4	4,5	2,9	1,4	3,8
Stavebnictví (reálný růst, y/y, %)	11,3	12,7	13,9	5,7	7,9	7,4	7,9	7,1	5,4	8,7	6,8
Maloobchod (reálný růst, y/y, %)	5,6	5,9	4,8	2,6	3,2	3,4	3,5	4,1	6,1	3,5	4,1
Mzdy (reálný růst, y/y, %)	3,5	3,1	3,9	4,2	4,0	5,0	5,2	4,1	3,2	4,3	4,4
Nezaměstnanost (UPSVR, %)	6,5	6,0	5,7	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	7,1	5,5	5,5
Inflace (HICP, y/y, %)	1,6	2,0	2,5	2,8	2,8	2,6	2,0	2,0	1,4	2,7	1,9
Korigovaná inflace (y/y, %)	1,3	1,2	1,5	2,0	3,2	3,7	3,1	2,6	1,2	2,6	2,2
Ceny potravin (y/y, %)	4,6	6,4	5,7	5,0	3,5	2,0	2,3	3,2	4,0	4,1	2,9
Ceny pohonných hmot (y/y, %)	4,1	4,5	1,2	9,5	13,7	7,5	1,6	-6,2	7,7	8,0	-3,5
Regulované ceny (y/y, %)	-1,5	-1,3	0,3	1,1	1,5	2,7	1,4	2,2	-1,7	1,4	1,8

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

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Hrubý domácí produkt	běžné ceny, mld. EUR	78,9	81,2	85,0	90,7	96,7	100,9	106,0	110,8	116,4
Hrubý domácí produkt	reálný růst, %	3,9	3,3	3,4	4,1	3,8	2,3	3,0	2,8	2,9
Průmyslová výroba	reálný růst, %	6,1	3,8	2,9	1,4	3,8	1,4	1,6	1,4	3,5
Stavební výroba	reálný růst, %	20,1	-7,6	5,4	8,7	6,8	3,8	2,4	2,6	2,3
Maloobchodní tržby	reálný růst, %	1,8	1,9	6,1	3,5	4,1	2,9	2,6	3,1	3,0
Míra nezaměstnanosti	konec období, %	10,5	8,6	5,9	5,5	5,6	6,1	6,2	6,2	6,1
Celkové mzdy	nominální, průměr období, €	883	912	954	1023	1088	1138	1186	1239	1293
Celkové mzdy	reálný růst, %	3,2	3,7	3,2	4,3	4,4	2,9	2,9	3,1	2,7
Spotřebitelské ceny	HICP, průměr období, %	-0,3	-0,5	1,4	2,7	1,9	1,6	1,3	1,3	1,6
Spotřebitelské ceny	HICP, konec období, %	-0,5	0,5	2,2	2,3	1,7	1,4	1,3	1,4	1,8
Zahraníční obchod	běžné ceny, mld. EUR	3,3	3,6	3,0	3,2	3,1	3,1	3,1	3,0	3,1
Vývozy	běžné ceny, mld. EUR	67,7	70,0	74,8	80,3	86,7	90,0	94,6	98,3	103,6
Dovozy	běžné ceny, mld. EUR	64,4	66,4	71,8	77,1	83,6	86,9	91,4	95,3	100,6
Vývozy	nominální růst, %	4,6	3,4	6,9	7,2	7,7	3,7	4,9	3,9	5,3
Dovozy	nominální růst, %	6,5	3,1	9,0	7,4	8,1	3,8	5,1	4,2	5,4
Běžný účet platební bilance	běžné ceny, mld. EUR	0,1	-1,2	-1,8	-1,6	-2,3	-2,6	-2,6	-2,8	-2,8
Běžný účet platební bilance	% HDP	0,2	-1,5	-2,1	-1,7	-2,4	-2,5	-2,5	-2,5	-2,4
Obchodní bilance	% HDP	1,3	2,0	0,8	1,0	0,4	0,3	0,2	0,0	0,0
Bilance služeb	% HDP	0,2	0,6	1,0	0,8	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
Bilance výnosů	% HDP	-1,7	-2,3	-2,3	-1,9	-1,9	-1,8	-1,7	-1,6	-1,5
Saldo veřejného sektoru	% HDP	-1,9	-1,0	-1,2	-0,7	-1,6	-2,0	-2,3	-2,5	-2,8
Dluh vládního sektoru	mld. EUR	-2,4	-1,2	-1,4	-0,8	-1,7	-2,0	-2,2	-2,3	-2,4
Dluh vládního sektoru	% HDP	-2,7	-2,2	-1,0	-1,0	-0,8	-1,2	-1,5	-1,6	-1,9
Zahraníční zadluženost	% HDP	41,3	42,1	43,2	43,8	44,5	45,7	47,2	49,0	51,2

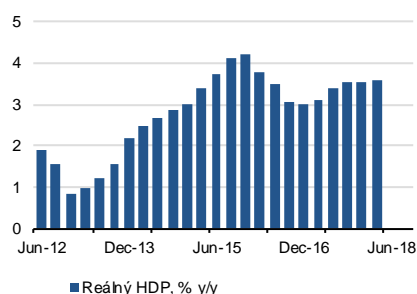
Zdroj: Eurostat, SSÚ, NBS, MF, UPSVR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny modře

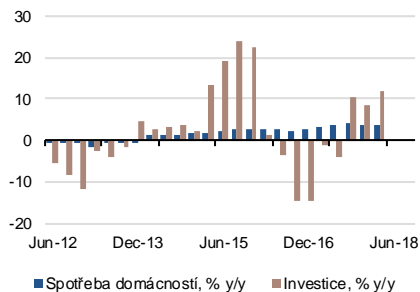


## Makroekonomické ukazatele

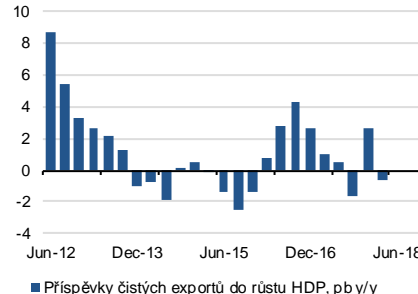
HDP (y/y)



Spotřeba domácností, investice (y/y)



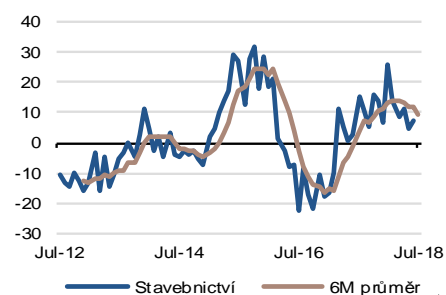
Čistý vývoz



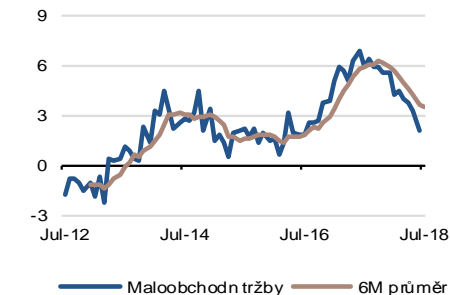
Průmysl (y/y)



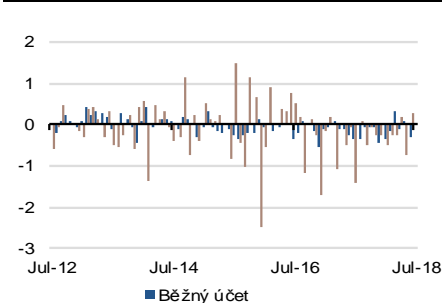
Stavebnictví (y/y)



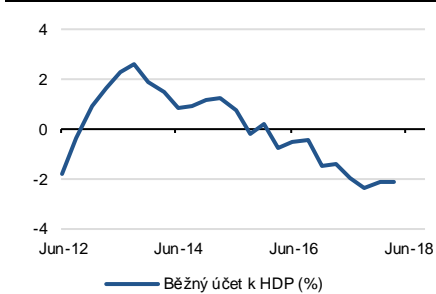
Maloobchodní tržby (y/y)



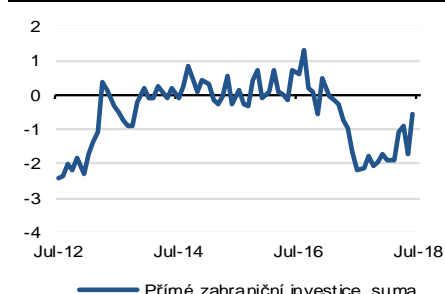
Platební bilance (mld. EUR)



Běžný účet (% HDP)



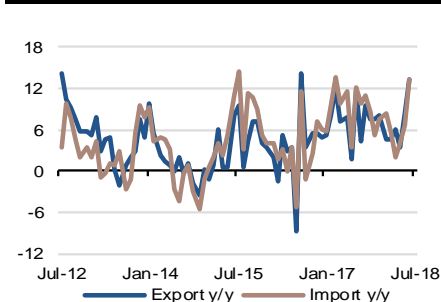
Přímé zahraniční investice (mld. EUR)



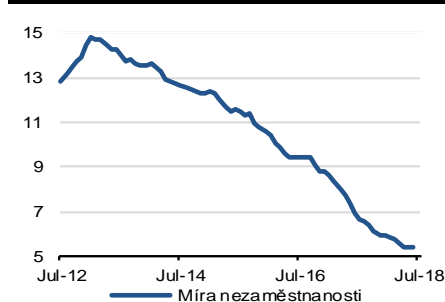
Saldo zahraničního obchodu (mld. EUR)



Dynamika vývozu a dovozu (% y/y)

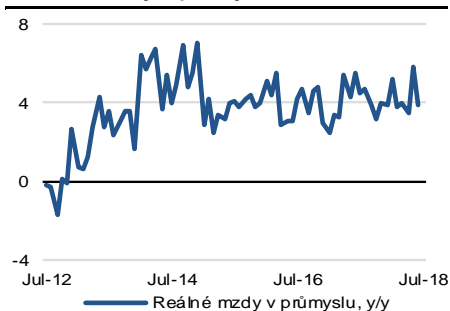


Míra nezaměstnanosti (%)

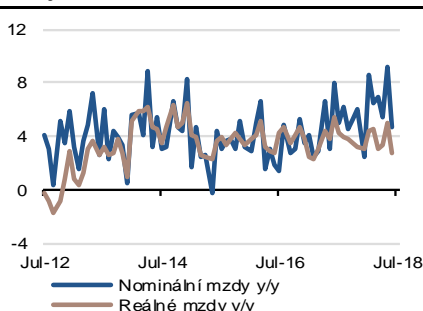


Zdroj: Eurostat, SSÚ, NBS, MF, UPSVR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

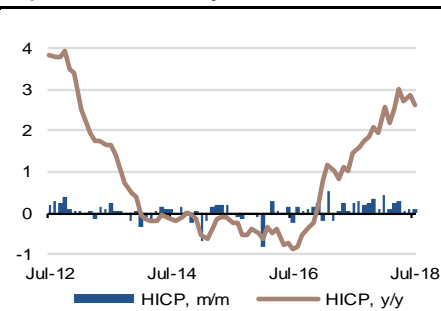
Reálné mzdy v průmyslu (y/y)



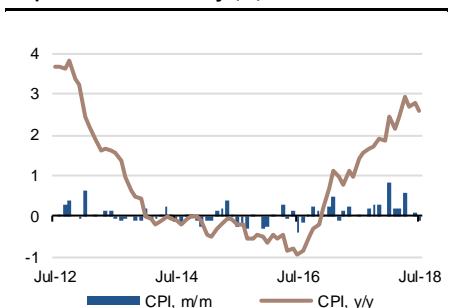
Mzdy v ekonomice (y/y)



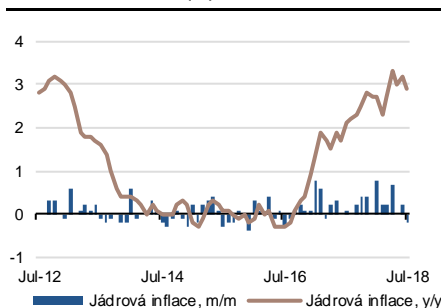
Spotřebitelské ceny (HICP, %)



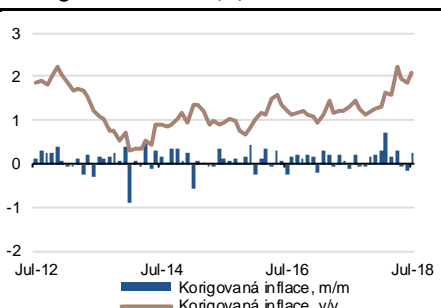
Spotřebitelské ceny (%)



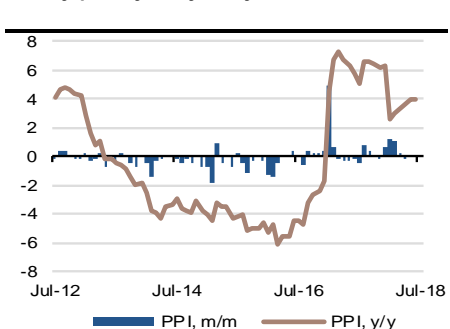
Jádrová inflace (%)



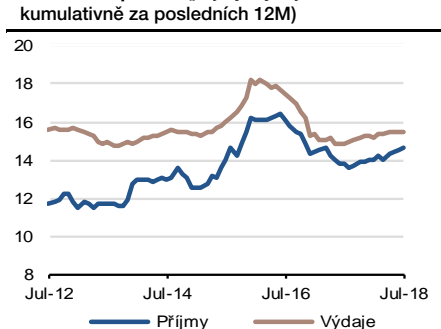
Korigovaná inflace (%)



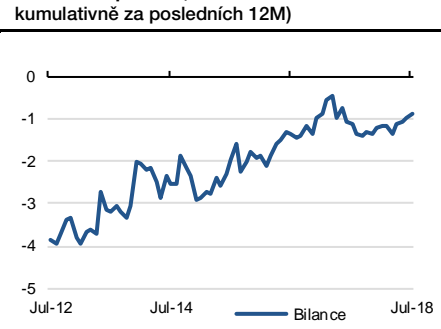
Ceny průmyslových výrobců (%)



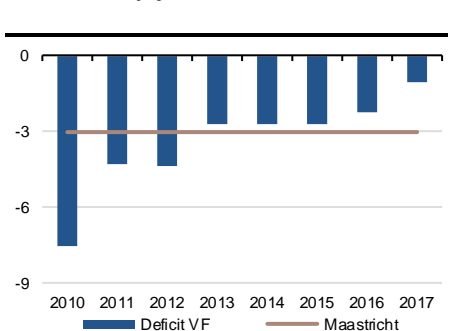
Státní rozpočet (příjmy, výdaje, v mld. EUR, kumulativně za posledních 12M)



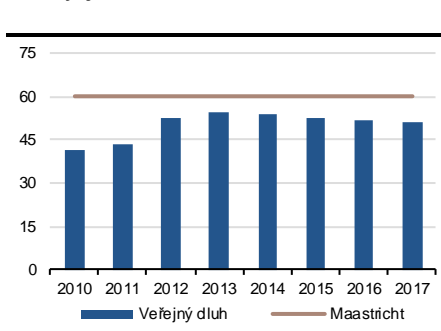
Státní rozpočet (balance, v mld. EUR, kumulativně za posledních 12M)



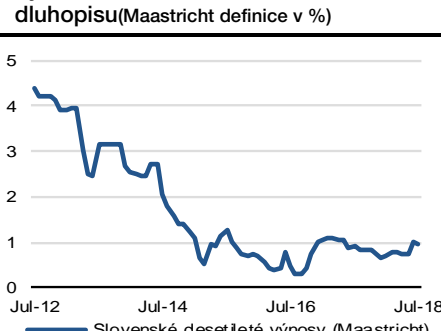
Deficit veřejných financí (% HDP)



Veřejný dluh (% HDP)



Výnos 10letého vládního dluhopisu (Maastricht definice v %)



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

## KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



**Jan Vejmelek, Ph.D., CFA**  
(420) 222 008 568  
jan\_vejmelek@kb.cz

### Ekonomové



**Viktor Zeisel**  
(420) 222 008 523  
viktor\_zeisel@kb.cz

### Akcioví analytici



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



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



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



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



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



**Jakub Matějů**  
(420) 222 008 598  
j\_mateju@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**  
**Evgeny Koshelev**  
(7) 495 725 5637  
evgeny.koshelev@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



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

## SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM



**Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky**  
**Klaus Baader**  
(852) 2166 4095  
klaus.baader@sgcib.com



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



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



**Čína**  
**Wei Yao**  
(33) 1 57 29 69 60  
wei.yao@sgcib.com



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



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



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



**Japonsko**  
**Takuji Aida**  
(81) 3-6777-8063  
takuji.aida@sgcib.com



**Yvan Mamalet**  
(44) 20 7762 5665  
yvan.mamalet@sgcib.com



**Latinská Amerika**  
**Dev Ashish**  
(91) 80 2802 4381  
dev.ashish@socgen.com



**Arata Oto**  
(81) 3 6777 8064  
arata.oto@sgcib.com



**Velká Británie**  
**Brian Hilliard**  
(44) 20 7676 7165  
brian.hilliard@sgcib.com



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



**Korea**  
**Suktae Oh**  
(82) 2195 7430  
suktae.oh@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**  
**Adam Kurpiel**  
(33) 1 42 13 63 42  
adam.kurpiel@sgcib.com



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



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



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

### Vedoucí strategie sazeb pro Evropu



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



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



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



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



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



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



**Kevin Ferret**  
(44) 20 7676 7073  
kevin.ferret@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



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



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



**Kiyong Seong**  
(852) 2166 4658  
kiyong.seong@sgcib.com



**Marek Dřimal**  
(44) 20 7550 2395  
marek.drimal@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, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případě, kdy investiční doporučení uvedené v tomto dokumentu představuje šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. 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. 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>.