

PŘEDSTAVENÍ AKTUALIZOVANÉ MAKROEKONOMICKÉ PROGNÓZY

PERSPEKTIVY ČESKÉHO HOSPODÁŘSTVÍ PRO ROK 2017

**2017: KONEC KURZOVÉHO ZÁVAZKU
A POSTUPNÝ NÁVRAT INVESTIC**

Jan Vejmělek

Hlavní ekonom

Ekonomický a strategický výzkum

Tel.: +420 222 008 568

jan_vejmelek@kb.cz

NA PARTNERSTVÍ ZÁLEŽÍ



**SOCIETE
GENERALE
GROUP**

GLOBALNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED

RIZIKA ZVÝŠENÉ (GEO)POLITICKÉ NEJISTOTY

■ Americká expanze nekončí

- Americká ekonomika je z rozvinutých ekonomik nejdále v aktuální expanzivní fázi cyklu. I když se objevují první známky toho, že se dostává do pozdní fáze cyklu, prostor pro pokračující expanzi ještě existuje.

■ Znamky stabilizace rozvíjejících se zemi, a to nejenom těch komoditních

- Oproti loňskému létu vypadá situace v rozvíjejících se zemích povzbudivěji. Trhy mnohem více věří schopnosti Číny držet pod kontrolou měnový kurz a kapitálové toky. Komoditní trhy se stabilizovaly.

■ Pouze jediný tahoun růstu – spotřebitelé

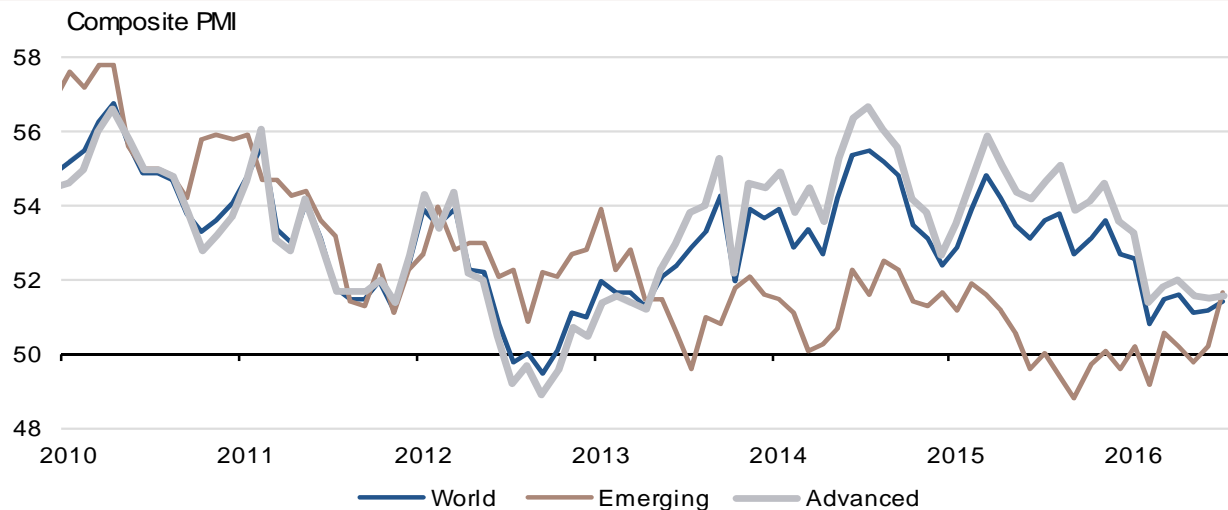
- Současná expanze stojí především na spotřebě domácností. Nicméně bonus meziročních poklesů cen ropy a z tohoto titulu vyšších disponibilních důchodů je za námi.

GLOBALNÍ VÝHLED: NEŽIVOTASCHOPNÝ MODEL HOSPODÁŘSKÉ POLITIKY

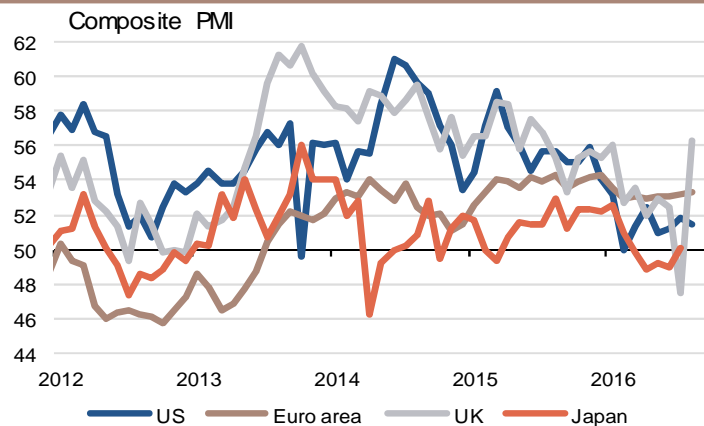
- **Nevýrazná investiční aktivita a s tím související růst produktivity** – klíčový negativní faktor z krátkodobého i dlouhodobého hlediska
- **Dlouhodobě nízké inflační prostředí a úrokové sazby mohou začít ohrožovat finanční stabilitu.**
- **Vlády musí udělat více** – dosavadní vládní kroky jsou spíše zdrženlivé (a to dokonce i v Japonsku).
- **Ekonomická nejistota zůstává vysoká**, což představuje další překážku v oživení investiční aktivity.

ZPOMALUJÍCÍ RŮSTOVÉ TENDENCE V ROZVINUTÝCH EKONOMIKÁCH... ... ZLEPŠUJÍCÍ SE SITUACE V ROZVÍJEJÍCÍCH SE ZEMÍCH

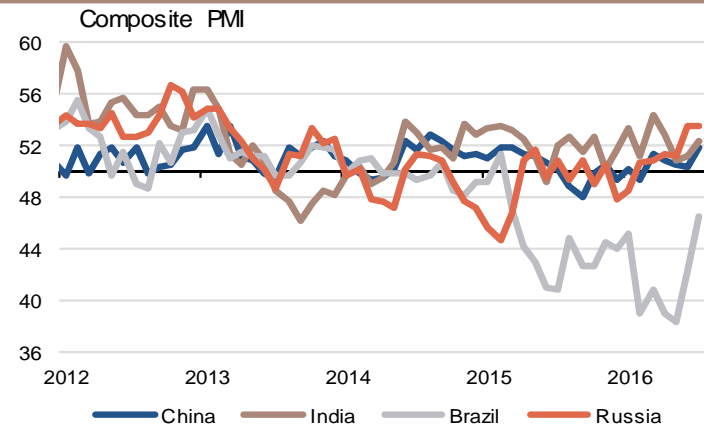
Ztráta růstového momenta v rozvinutých zemích, opak v rozvíjejících se ekonomikách



Britskému PMI pomohla slabá libra



Nejvýrazněji se zlepšuje situace v Brazílii



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

RŮSTOVÉ VYHLÍDKY SG VE SROVNÁNÍ S KONSENSEM

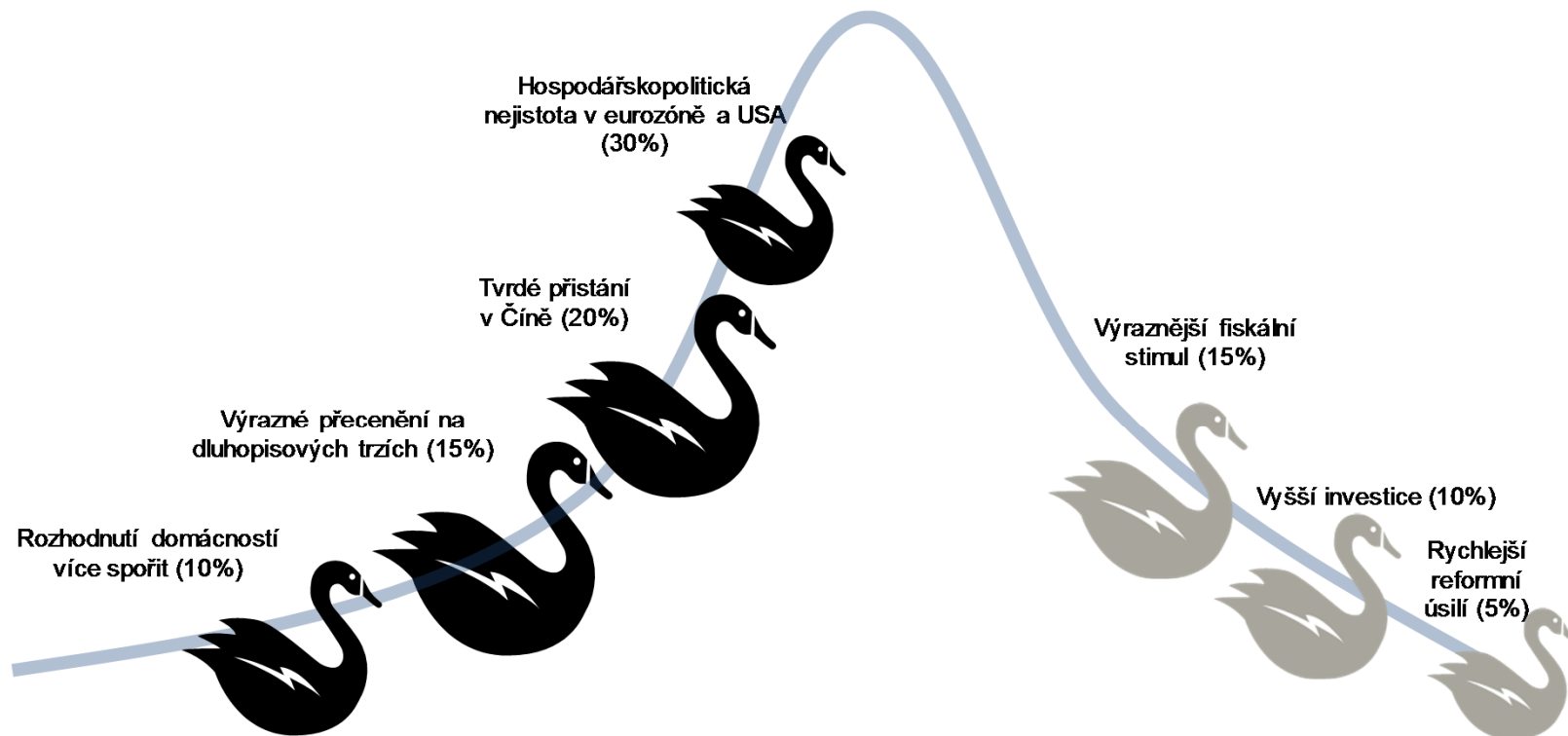
	SG				Consensus		EU Commission		IMF	
	2016	P*	2017	P*	2016	2017	2016	2017	2016	2017
World (Mkt FX weights)	2.6	--	2.9	--	--	--	--	--	--	--
World (PPP weights)	3.1	--	3.4	--	--	--	--	--	3.4	3.6
US	1.6	1.9	2.2	2.2	1.5	2.3	2.3	2.2	2.2	2.5
Euro area	1.6	1.6	1.4	1.3	1.5	1.2	1.6	1.8	1.6	1.4
Germany	2.0	1.7	1.6	1.1	1.6	1.2	1.6	1.6	1.6	1.2
France	1.3	1.5	1.4	1.4	1.4	1.2	1.3	1.7	1.5	1.2
Italy	0.8	1.0	0.7	0.7	0.8	0.8	1.1	1.3	0.9	1.0
Spain	2.9	2.4	1.8	1.5	2.9	2.0	2.6	2.5	2.6	2.1
Slovakia	3.0	2.7	2.3	2.3	3.1	3.0	3.2	3.3	3.3	3.4
UK	1.8	1.6	0.8	0.9	1.6	0.6	1.8	1.9	1.7	1.3
Switzerland	1.0	1.0	1.5	1.5	1.0	1.4	1.2	1.5	1.2	1.5
China	6.6	6.5	6.0	6.0	6.6	6.3	6.5	6.2	6.6	6.2
Japan	0.5	0.7	1.1	1.6	0.5	0.8	0.8	0.4	0.3	0.1
Australia	3.0	3.0	2.9	2.8	2.9	2.7	2.5	2.8	2.5	3.0
South Korea	2.7	2.7	2.5	2.7	2.6	2.6	2.6	2.8	2.7	2.9
Taiwan	1.1	1.3	2.1	2.5	1.0	1.8	--	--	1.5	2.2
India*	7.6	7.6	7.3	7.3	7.5	7.6	--	--	--	--
Indonesia	5.0	5.0	5.4	5.4	5.0	5.3	--	--	4.9	5.3
Brazil	-3.7	-4.1	0.0	-0.9	-3.2	1.0	--	--	-3.3	0.5
Mexico	2.0	2.6	2.0	2.4	2.2	2.6	2.2	2.4	2.5	2.6
Chile	1.6	1.9	1.5	1.9	1.7	2.2	--	--	1.5	2.1
Colombia	2.2	2.3	2.2	2.2	2.3	2.9	--	--	--	--
Russia	-0.7	-1.0	0.4	0.4	-0.8	1.2	-0.5	1.0	-1.2	1.0
Hungary	2.1	-	2.9	-	1.9	2.5	--	--	--	--
Poland	3.2	3.4	3.5	3.5	3.3	3.3	3.7	3.6	3.6	3.6
Czech Republic	3.0	2.1	2.3	2.3	2.4	2.5	2.1	2.6	2.5	2.4

Colours: Dark red -0.4bp away from consensus, light red between -0.4 and -0.2 away from consensus; light blue between 0.2 and 0.4 away from consensus, dark blue; +0.4 away from consensus.
 Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics, Consensus = August 2016, IMF = April 2016 (with July 19 update), European Commission = May 2016, P* = SG June post-Brexit forecast update.

VÝZNAMNÁ RIZIKA VYPLÝVAJÍ Z NEJISTOTY

- Více se obáváme rizik na straně horšího růstového vývoje v globální ekonomice.

Nejvýznamnější riziko představuje nejistota



Rizika nižšího hospodářského růstu

Rizika vyššího hospodářského růstu

Osa y indikuje, za jak pravděpodobný daný rizikový faktor považujeme. Velikost labuře ukazuje, jak významný dopad by měla realizace daného rizika na náš růstový výhled.

Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics.

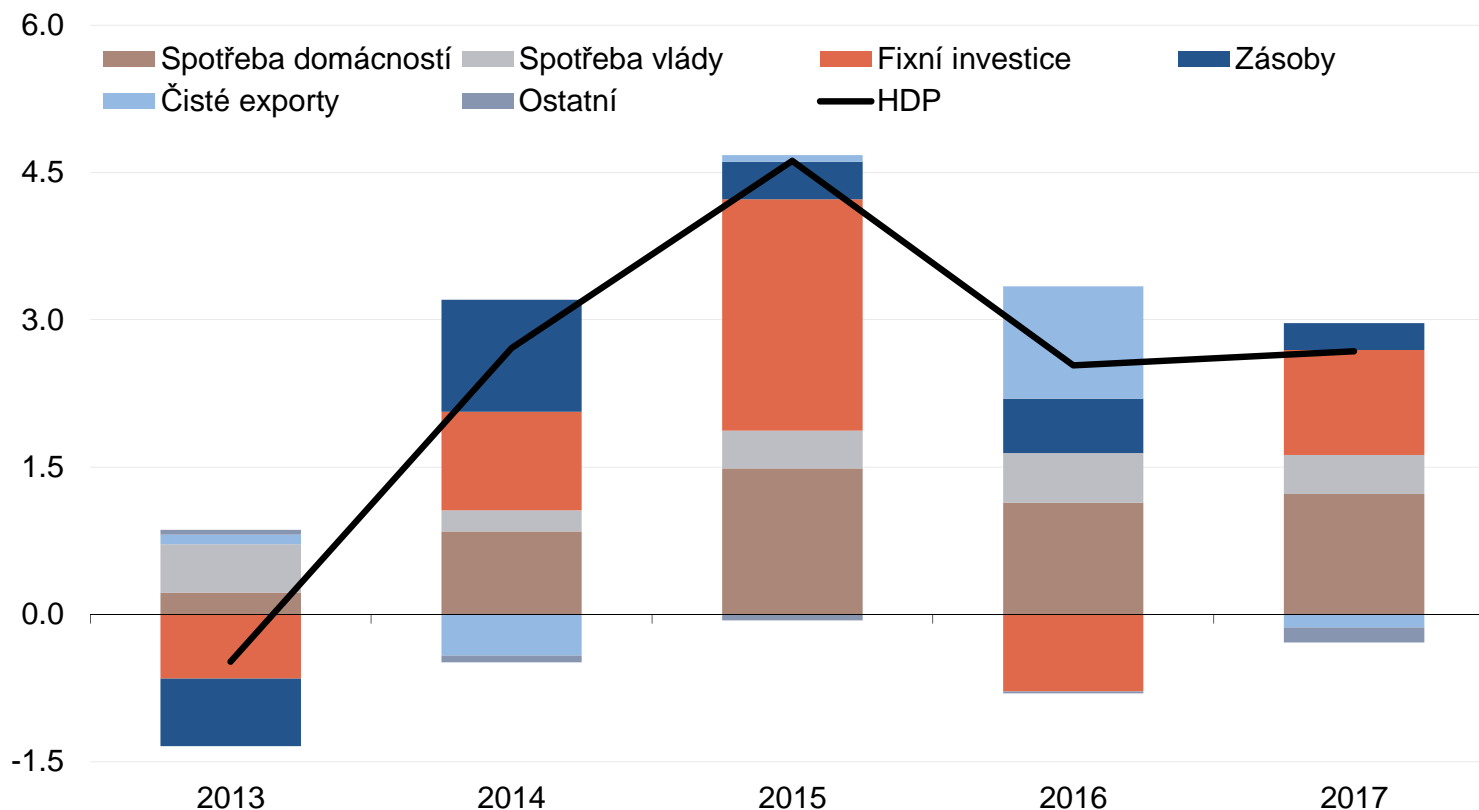
MAKROEKONOMICKÁ PROGNÓZA ČESKÉ EKONOMIKY PRO ROK 2016 a 2017

POSTUPNÝ NÁVRAT INVESTIC

HDP ZPĚT NA TRAJEKTORII UDRŽITELNÉHO RŮSTU

- Po loňských 4,6 % letos poroste české hospodářství tempem 2,5 %
- Rok 2017 bude ve znamení mírného zrychlení růstového tempa na 2,7 %

Investice letos brzdí ekonomický růst. Spotřeba ho podporuje.



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

PROPAD INVESTIC JE PRIMÁRNĚ DŮSLEDKEM VEŘEJNÉHO SEKTORU

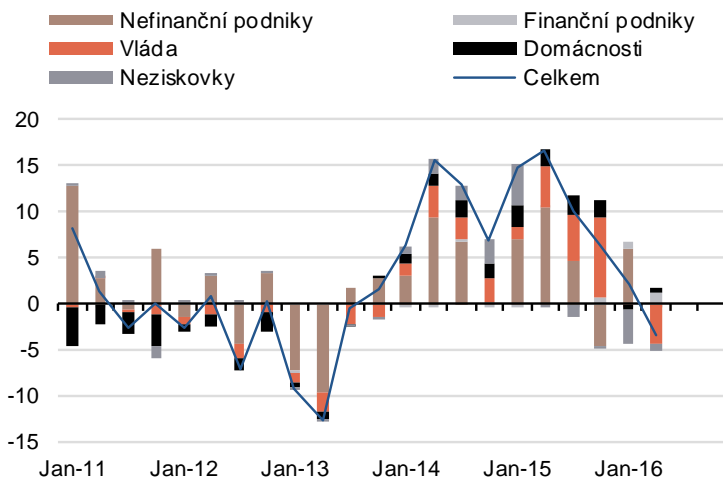
Důsledky propadu veřejných investic v roce 2016

- Potápí stavební sektor
- Brzdí průmyslovou aktivitu
- Svědčí bilanci zahraničního obchodu

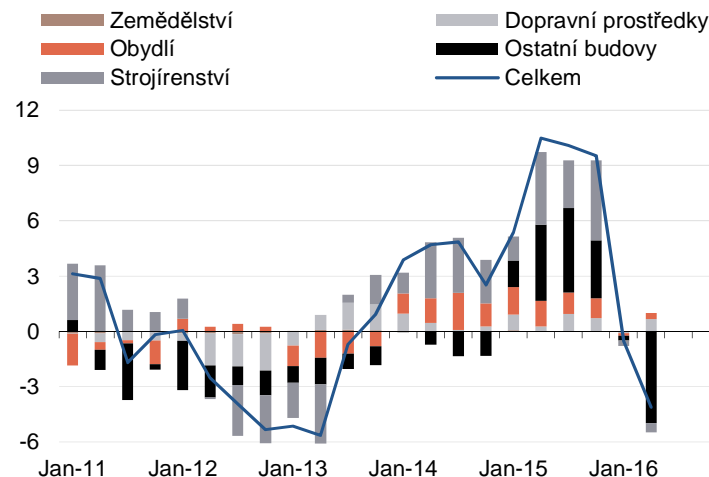
Propad investic nejde napříč sektory

- Tvorba fixního kapitálu trpí propadem vládních investic ve stavebnictví.
- Ostatní kategorie nevykazují výrazné poklesy, nevidíme ani jejich velký růst.

Za propadem investic stojí vláda (% , y/y)



Inženýrské stavby brzdí investice (% , y/y)

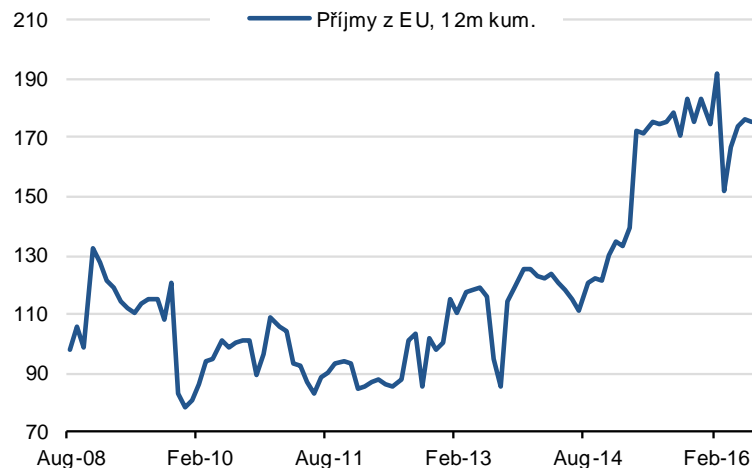


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

DOČERPÁVÁNÍ EU FONDŮ VLONI VÝRAZNĚ PODPOŘILO INVESTICE, LETOS CHYBÍ

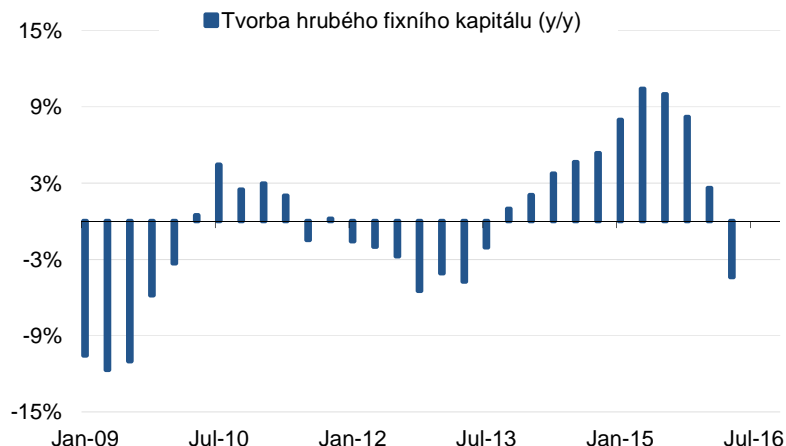
- Loňský příspěvek investic k růstu HDP o 4,6 % činil +2,4 pb.
- Dramatický vliv dočerpávání evropských prostředků programového období 2007-2013
- Letošní příspěvek investic k hospodářskému růstu ve výši 2,5 % bude záporný (-0,8 pb).
- Pomalý náběh nového programového období, problémy s EIA

Evropské peníze letos chybí, ...

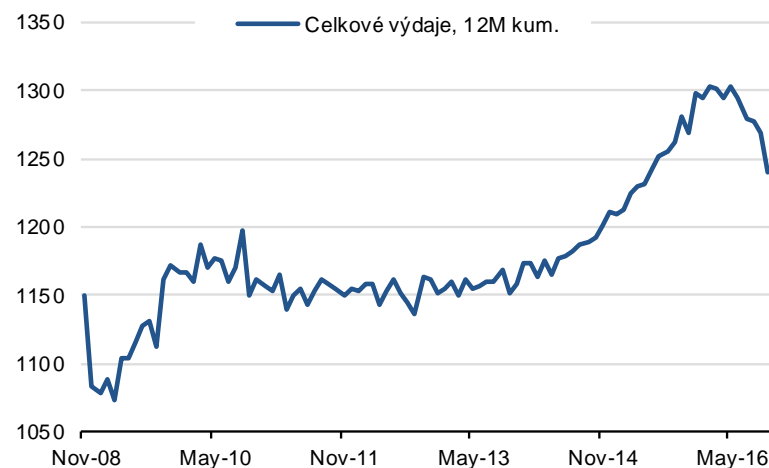


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Datastream

Za loňským růstem stály hlavně investice



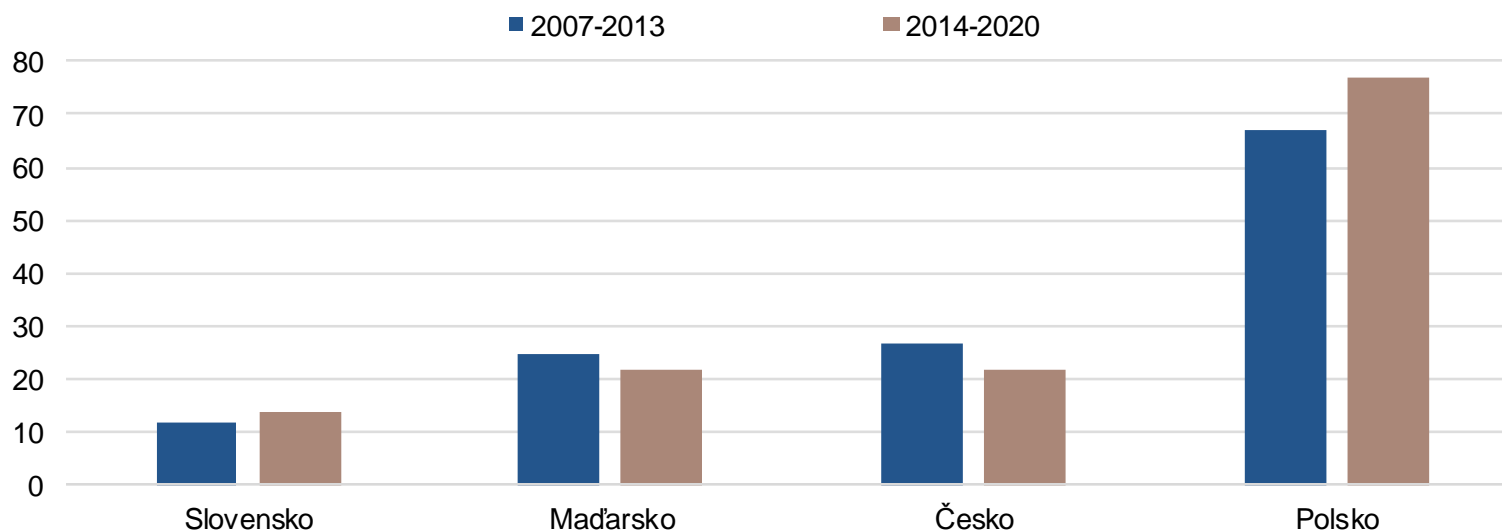
... což je vidět i na výdajích



RŮST INVESTIC VE STŘEDOEVROPSKÉM REGIONU JE JEN OTÁZKA ČASU

- Investiční cyklus ve středoevropském regionu je silně spjat s čerpáním peněz z evropských fondů.
- Pro období 2007-2013 byl objem prostředků vyčleněných pro země středoevropského regionu 130,1 mld. EUR. V novém programovém období 2014 - 2020 se jedná dokonce o 133,8 mld. EUR, tedy ještě o 3,7 mld. EUR více.
- 30 % EU fondů alokovaných pro země regionu by mělo v programovém období 2014 - 2020 směřovat do oblasti dopravy a inženýrských sítí.

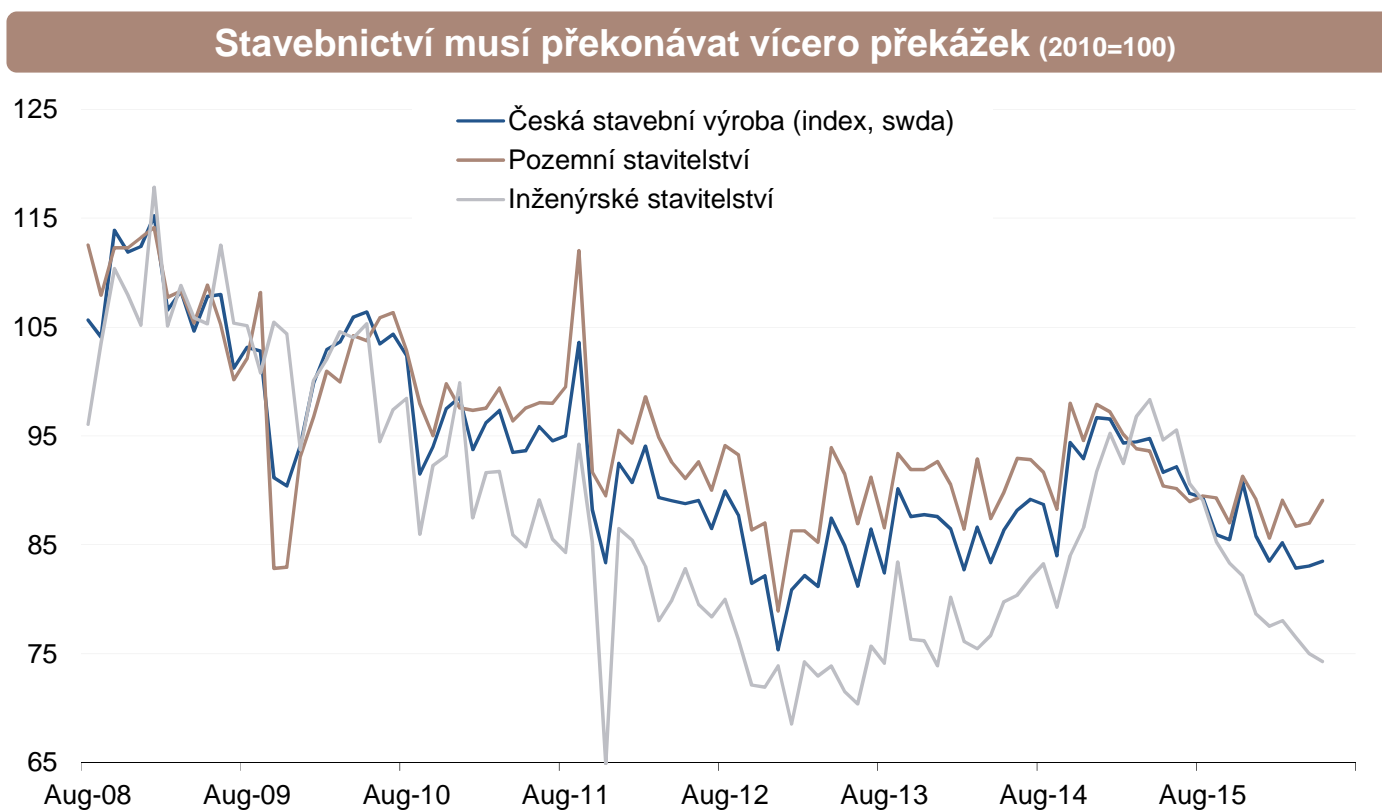
Prostředky fondů EU alokované pro země Středoevropského regionu (EUR mld.)



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

STAVEBNICTVÍ BOJUJE NEJENOM S NEDOSTATKEM VEŘEJNÝCH INVESTIC

- Poklesem investičních výdajů vládního sektoru trpí především *inženýrské stavitelství*.
- *Pozemnímu stavitelství* se daří nepatrně lépe – problém Metropolitního plánu.
- Výhled pro stavebnictví tak zůstává temný, **po letošním poklesu o 8,2 % a předpokládáme příští rok růst pouze o 2 %**.

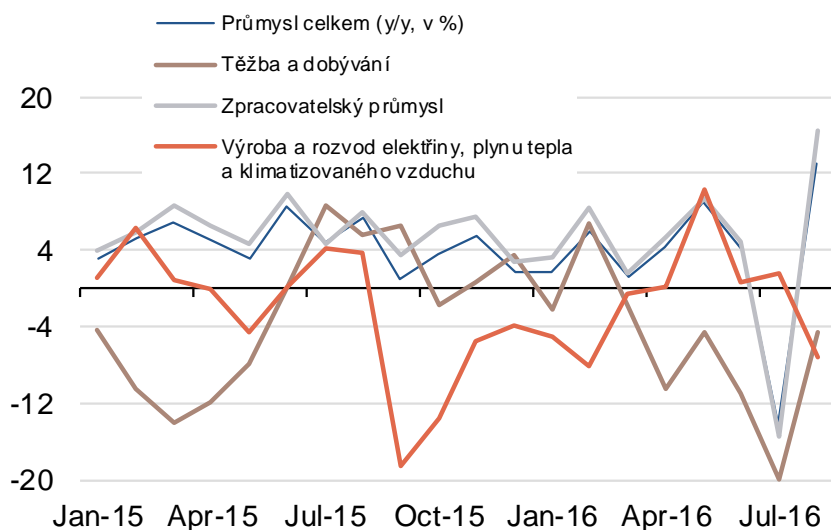


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

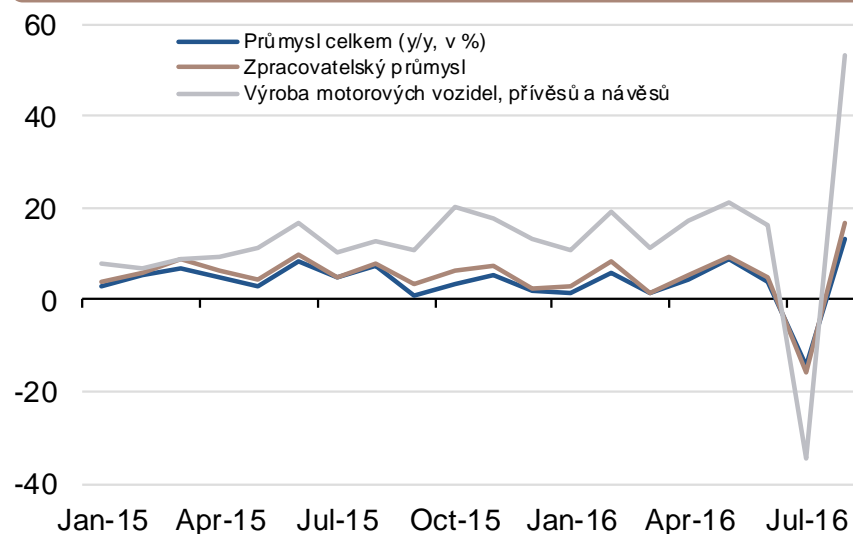
PRŮMYSLOVÁ PRODUKCE TRPÍ NÍZKÝM RŮSTEM

- **Daří se výlučně automobilovému sektoru.** Bez výroby aut a produkce jejích dodavatelů by průmyslová výroba tento rok klesala.
- Chemický průmysl doplatil na výpadek dvou rafinérií, výroba elektřiny negativně ovlivněna výpadky jaderných elektráren.
- **Po očištění o rozdílný počet pracovních dní by růst průmyslové aktivity měl akcelarovat z předpokládaných 3,7 % v letošním roce na 4,3 % v příštím roce.**

V rámci průmyslu se daří zpracovatelskému, ...



... výlučně díky výrobě automobilů



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

INVESTIČNÍ AKTIVITA BUDE V ROCE 2017 POMALU OBNOVOVÁNA

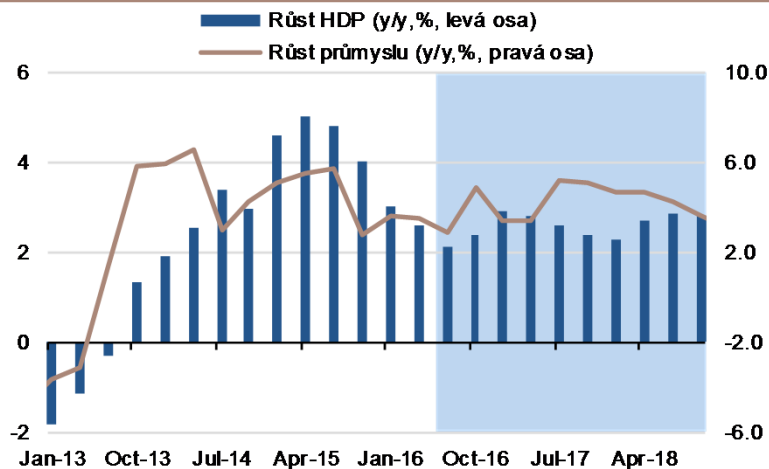
■ Tržní podmínky pro tvorbu kapitálu zůstávají příznivé

- Úrokové sazby se drží rekordně nízko
- Příznivý makroekonomický výhled pro domácí i zahraniční trhy
- Postupné nabíhání projektů financovaných z fondů EU

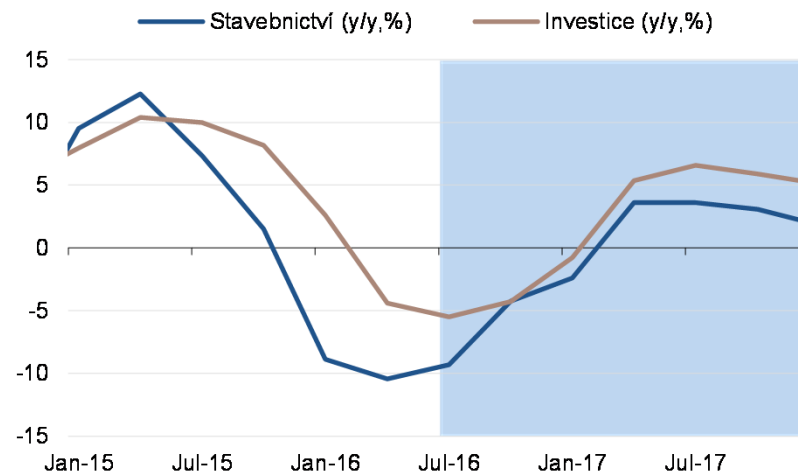
■ Investiční aktivita v roce 2017 bude pomalu obnovena

- Letos investice poklesnou o 2,9 %
- Příští rok očekáváme jejich vzestup o 4,3 %

Průmyslová produkce zůstane utlumená



Dno stavební produkce již za námi

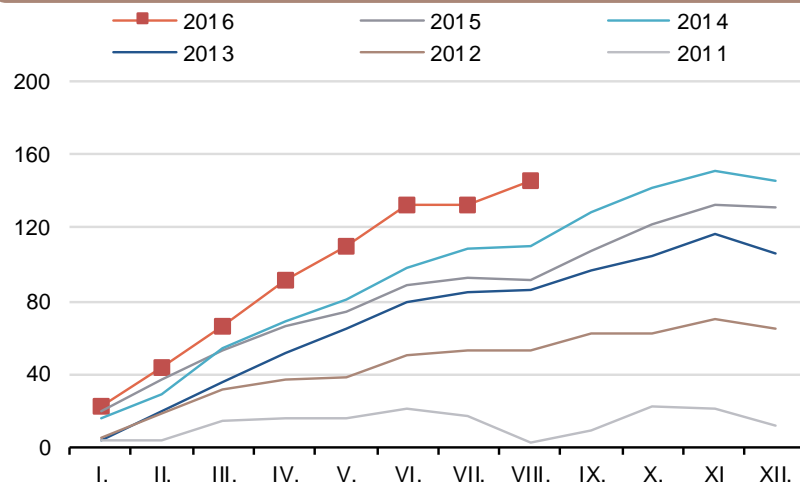


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Macrobond

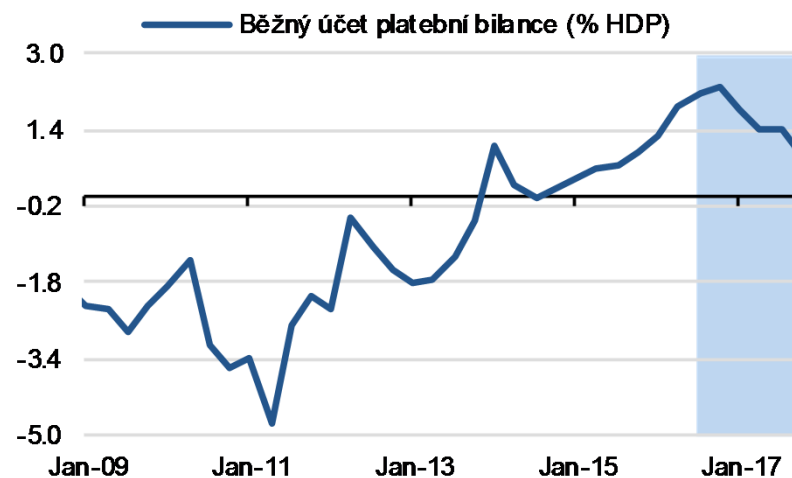
ZDRAVÁ VNĚJŠÍ POZICE ČESKÉHO HOSPODÁŘSTVÍ

- Nižší investiční aktivita snižuje dovozy.
- Zahraniční poptávka po českých produktech roste. Platí to zejména pro poptávku z eurozóny po českých autech.
- **Příspěvek čistého exportu k růstu HDP letos dosáhne 1,1 pb po loňských 0,1pb.**
- Podmínky pro export zůstanou příznivé i v roce 2017, vyšší investice a růst spotřeby povede k vyšším dovozům.
- **Čisté exporty přispějí k růstu ekonomiky v roce 2017 lehce negativně (-0,1 pb).**

Bilance zahraničního obchodu míří letos k rekordnímu výsledku



Běžný účet platební bilance zůstane aktivní

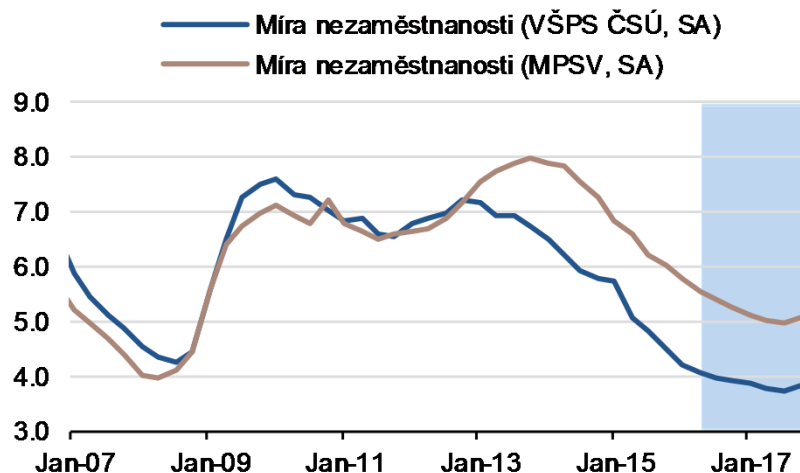


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

TRH PRÁCE: NEDOSTATEK PRACOVNÍ SÍLY TLAČÍ NA JEJÍ ODMĚŇOVÁNÍ

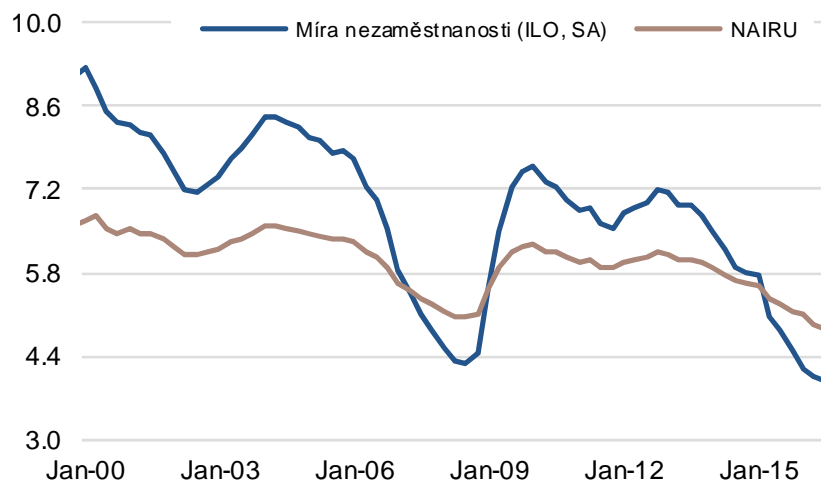
- V některých odvětvích začíná být obtížné najít (nejen) adekvátně vybavenou pracovní sílu.
 - ➔ Přísun pracovní síly ze zahraničí
 - ➔ Návrat lidí důchodového věku do pracovního procesu
- ➔ **Limitovaný prostor pro další pokles nezaměstnanosti** (z letošních 3,9 % na 3,7 %)
- ➔ **Znatelný růst mezd** (nominálně o 4,1 % letos, 4,3 % příští rok)

Pokles nezaměstnanosti zpomaluje

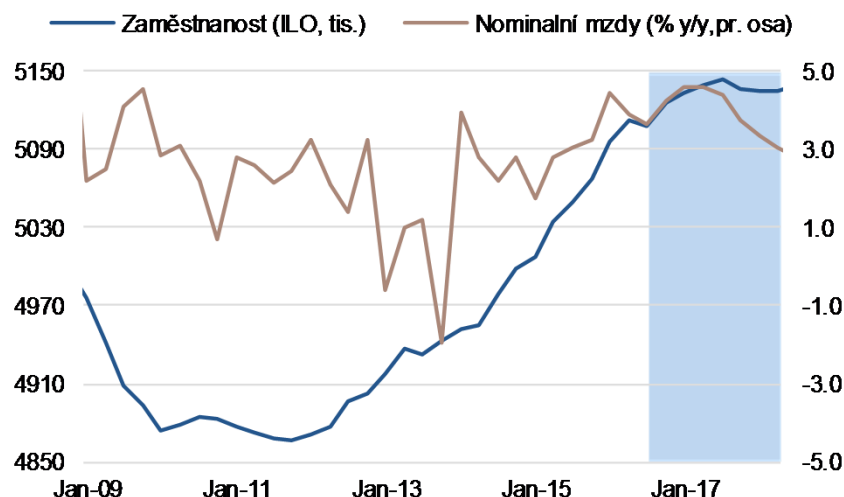


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ, MPSV

Nezaměstnanost klesá rychleji než NAIRU



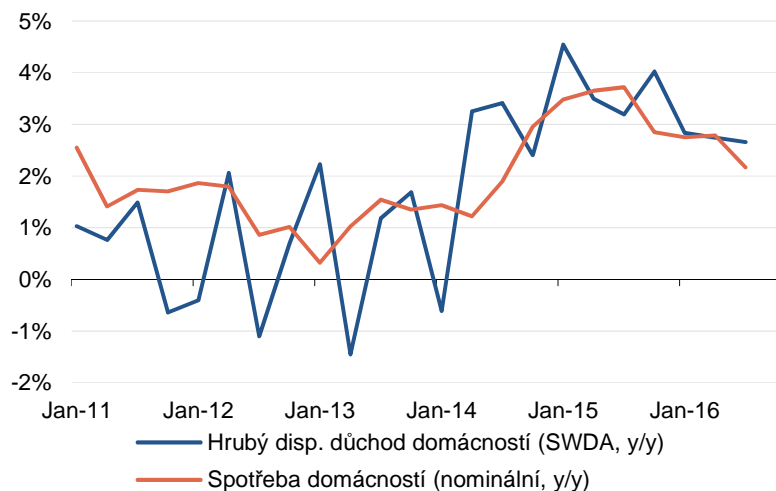
Růst zaměstnanosti podpoří vzestup mezd



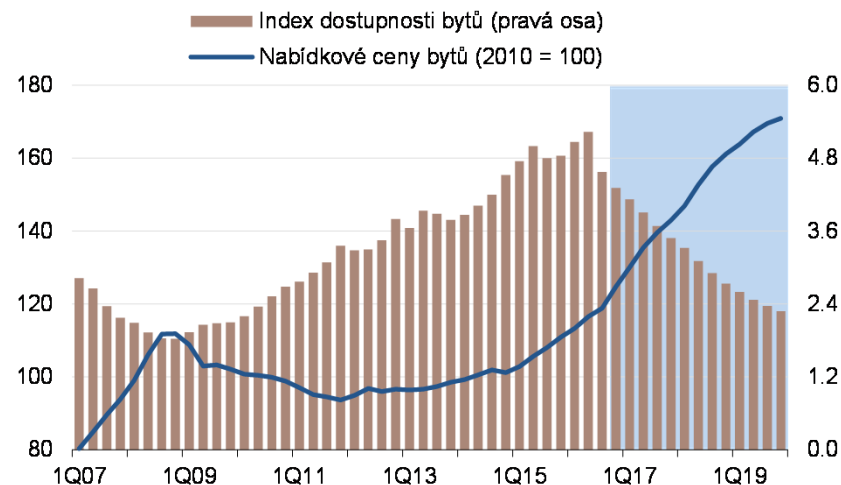
SPOTŘEBITELÉ NEVYUŽÍVAJÍ NAPLNO SVŮJ POTENCIÁL UTRÁCET

- Klesající nezaměstnanost a nárůst pracovní síly podporuje zvětšování objemu mezd v ekonomice.
- Konzervativní chování českých domácností → tvorba polštáře z úspor
- Domácnosti zvyšují investice na nemovitostním trhu
 - růst cen rezidenčního bydlení
 - růst objemu poskytovaných hypoték
- Nedostatek na straně nabídky

Soukromá spotřeba zaostává za disponibilním důchodem



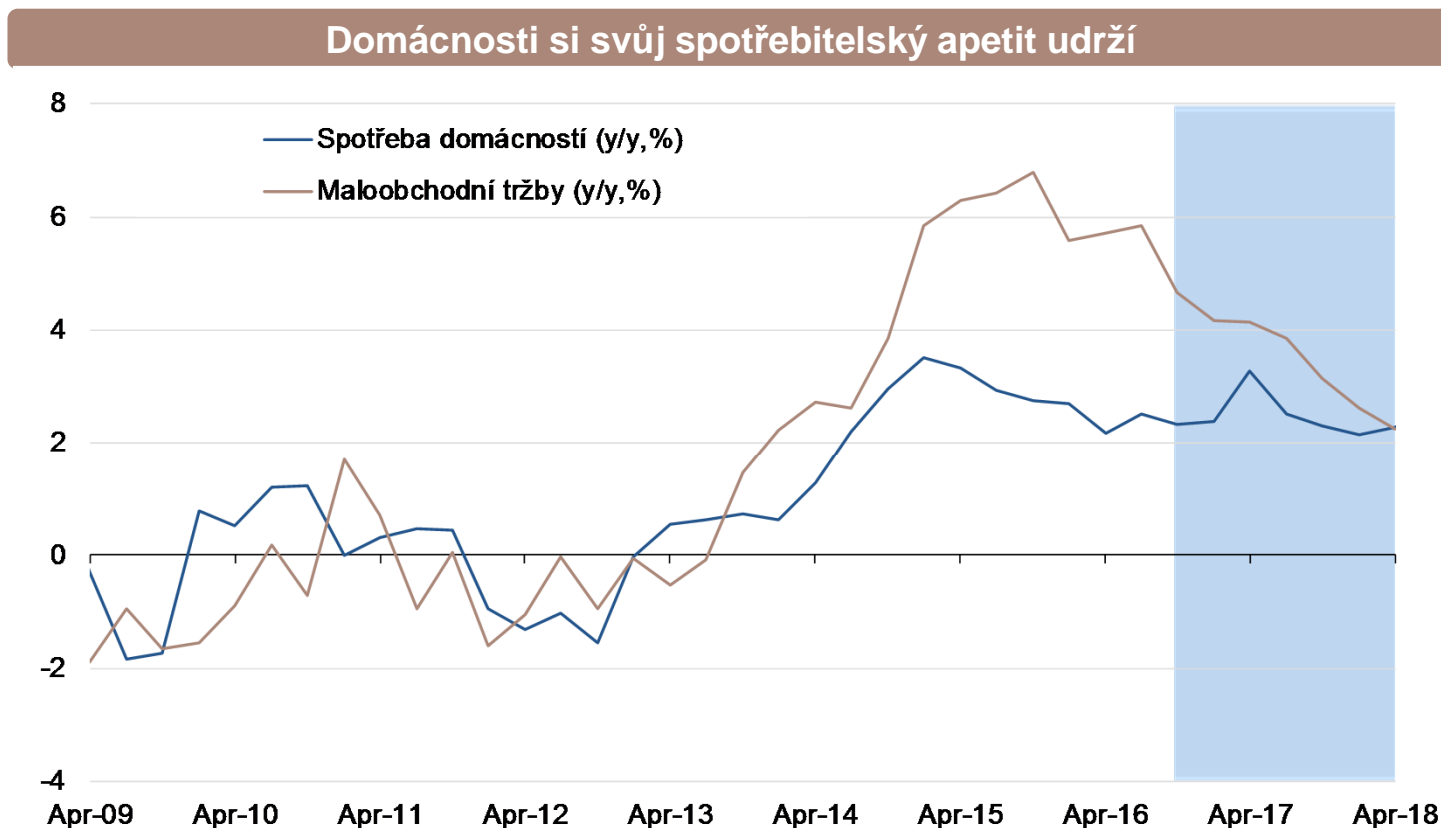
Ceny nemovitostí vyskočily kvůli silné poptávce



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ ZŮSTANE SILNÁ

- Spotřeba domácností bude hlavním tahounem růstu ekonomiky ve zbytku letošního roku a v roce 2017
- Příspěvek spotřeby domácností k hospodářskému růstu: po loňských 1,5 pb letos 1,1 pb, příští rok pak 1,2 pb.



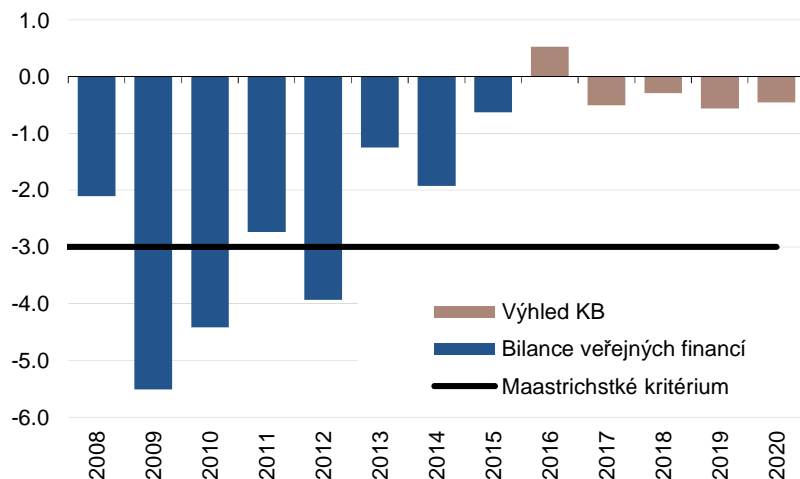
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

FISKÁLNÍ POLITIKA – POLITICKÝ CYKLUS ZVÝŠÍ VÝDAJE

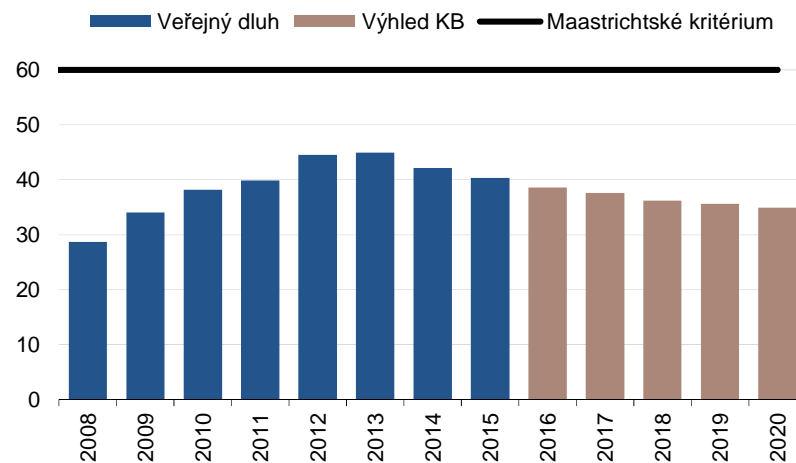
- Růst platů, sociálních dávek (důchodů), zdravotní pojištění za státní zaměstnance
- Vzestup kapitálových výdajů o 17,5 mld. CZK oproti letošnímu upravenému rozpočtu

	2015	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
Balance veřejných financí (% HDP)	-0,6	0,5	-0,5	-0,3	-0,6	-0,5
Fiskální úsilí (pb HDP)	0,3	0,9	-1,2			
Veřejný dluh (mld. CZK)	1 836	1 826	1 861	1 876	1 906	1 931
Poměr dluhu k HDP (%)	40,3	38,6	37,6	36,2	35,6	34,9

Deficit veřejných financí (v % HDP)



Veřejný dluh (v % HDP)

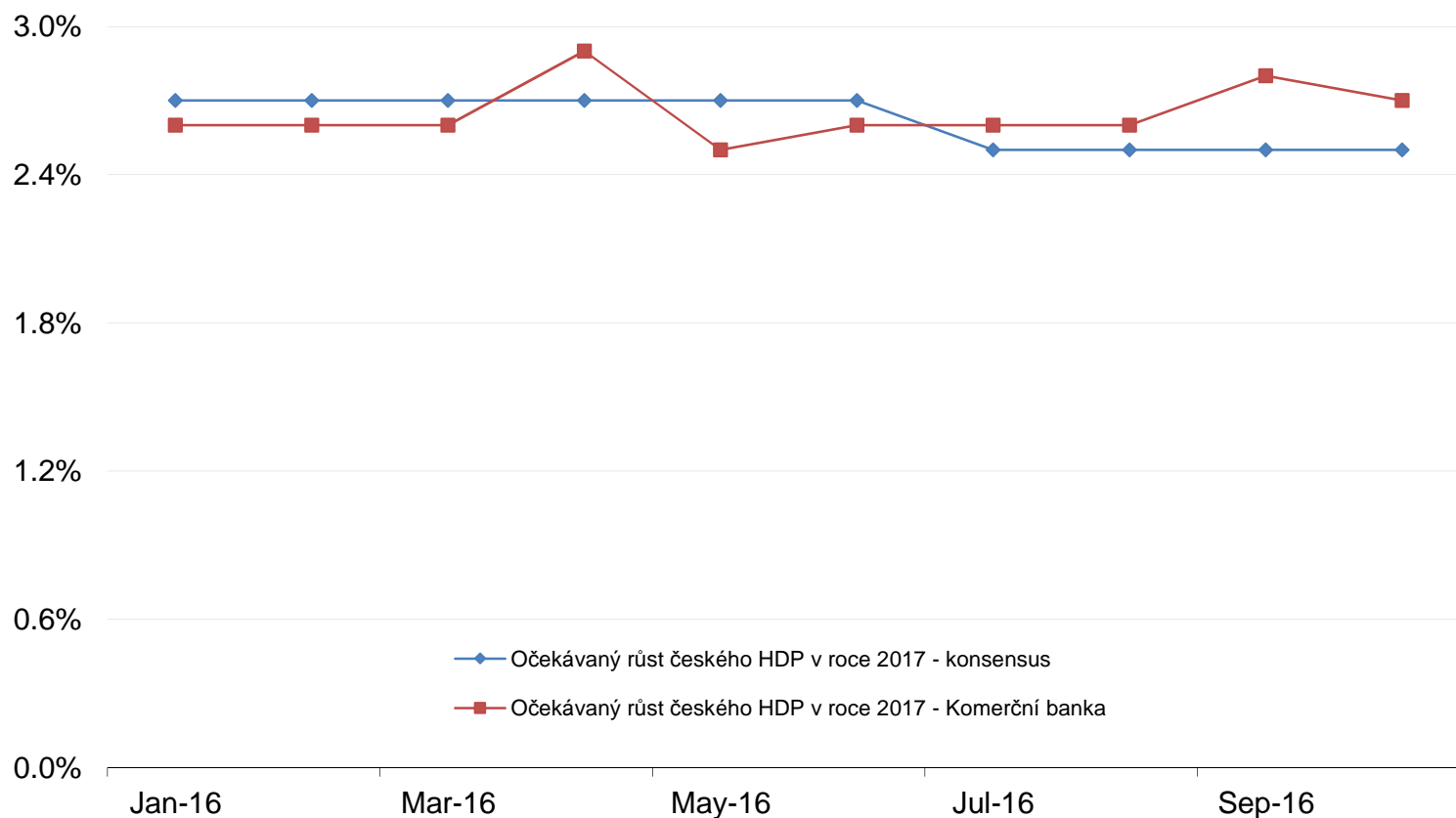


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

2017: STABILNÍ RŮSTOVÁ OČEKÁVÁNÍ

- Růstové vyhlídky byly pro letošní rok dlouhodobě stabilní, zklamáním byl Q4 15
- Příští rok by měl být hospodářský růst ve srovnání s letošním mírně vyšší

Tržní konsensus vidí růst v roce 2017 na 2,5 %, my čekáme 2,7 %

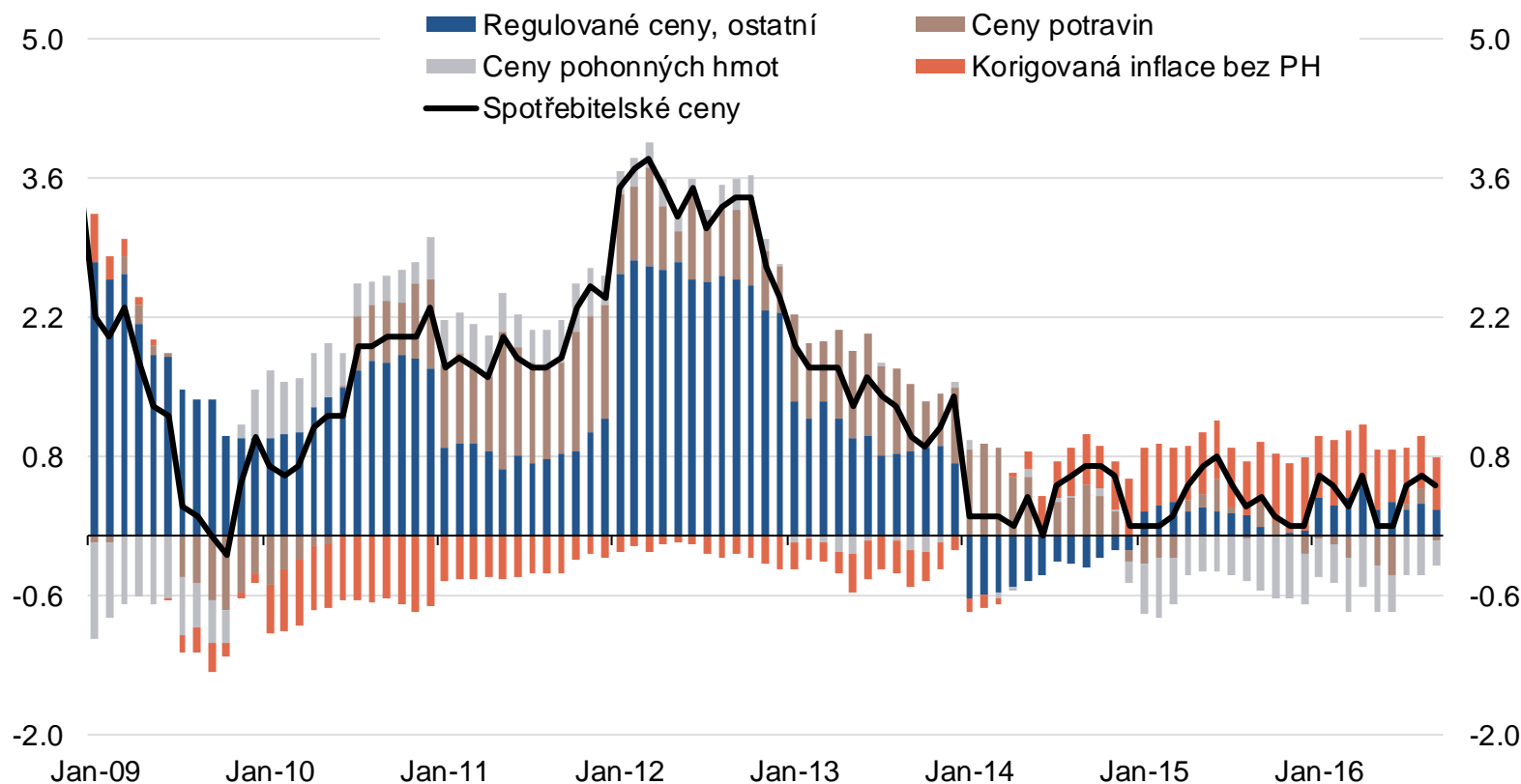


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Consensus Forecast

JÁDROVÁ INFLACE ODRÁŽÍ SÍLU DOMÁCÍ SPOTŘEBITELSKÉ POPTÁVKY

- Režim kurzového závazku zabránil deflaci.
- Vliv silné domácí poptávky je v inflačním vývoji patrný.

Za letošní nízkou inflací stojí pohonné hmoty a potraviny

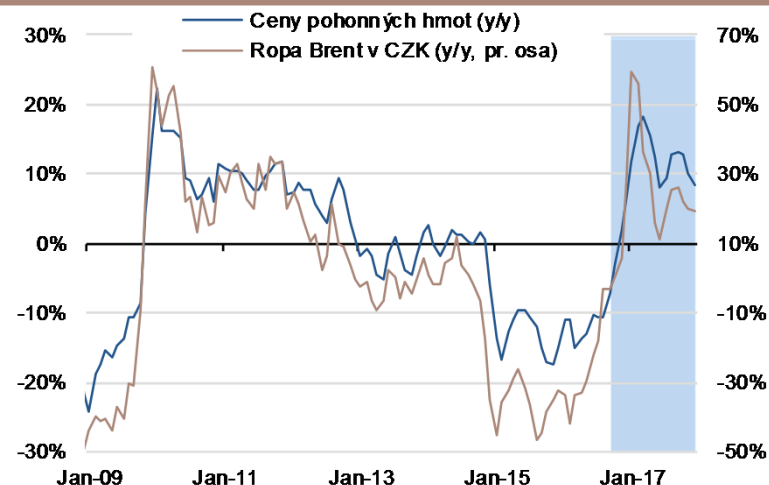


Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

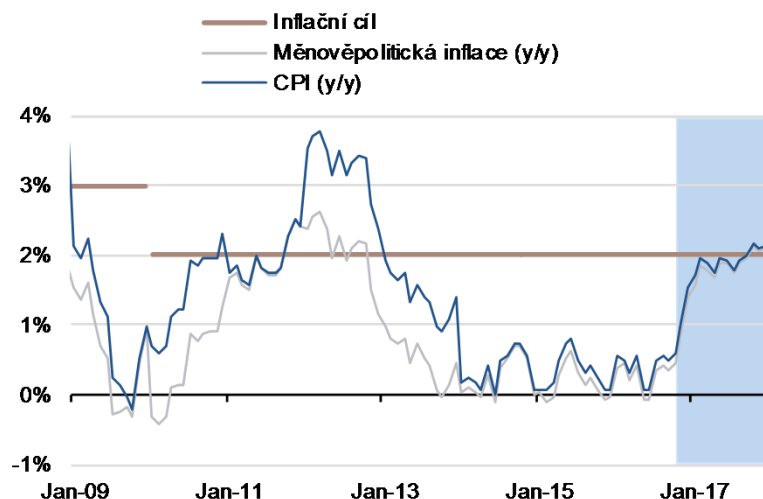
INFLACE ZAČNE POSTUPNĚ ZRYCHLOVAT

- Inlace začne ke konci letošního roku akcelarovat, zejména díky růstu cen pohonných hmot.
- Celková inflace bude dohánět jádrovou.
- **Inflační cíl bude atakován již v prvních měsících roku 2017.**

Vyšší ceny ropy podpoří pohonné hmoty

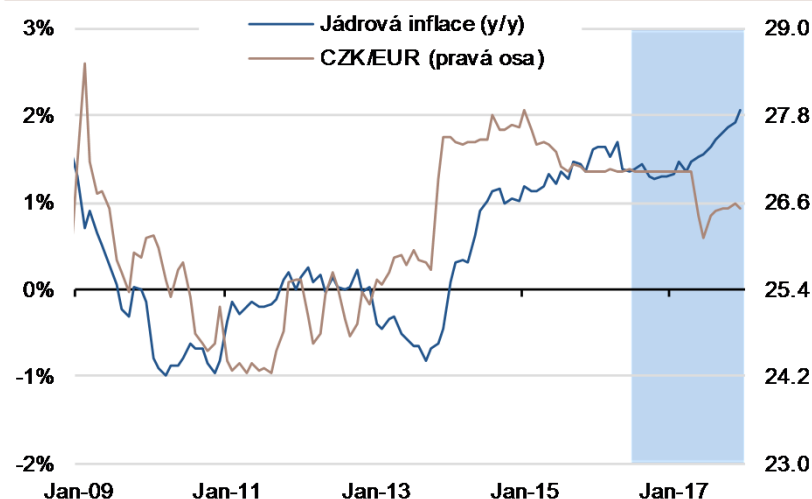


Inflace má dno za sebou



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

Jádrová inflace postupně dosáhne cíle

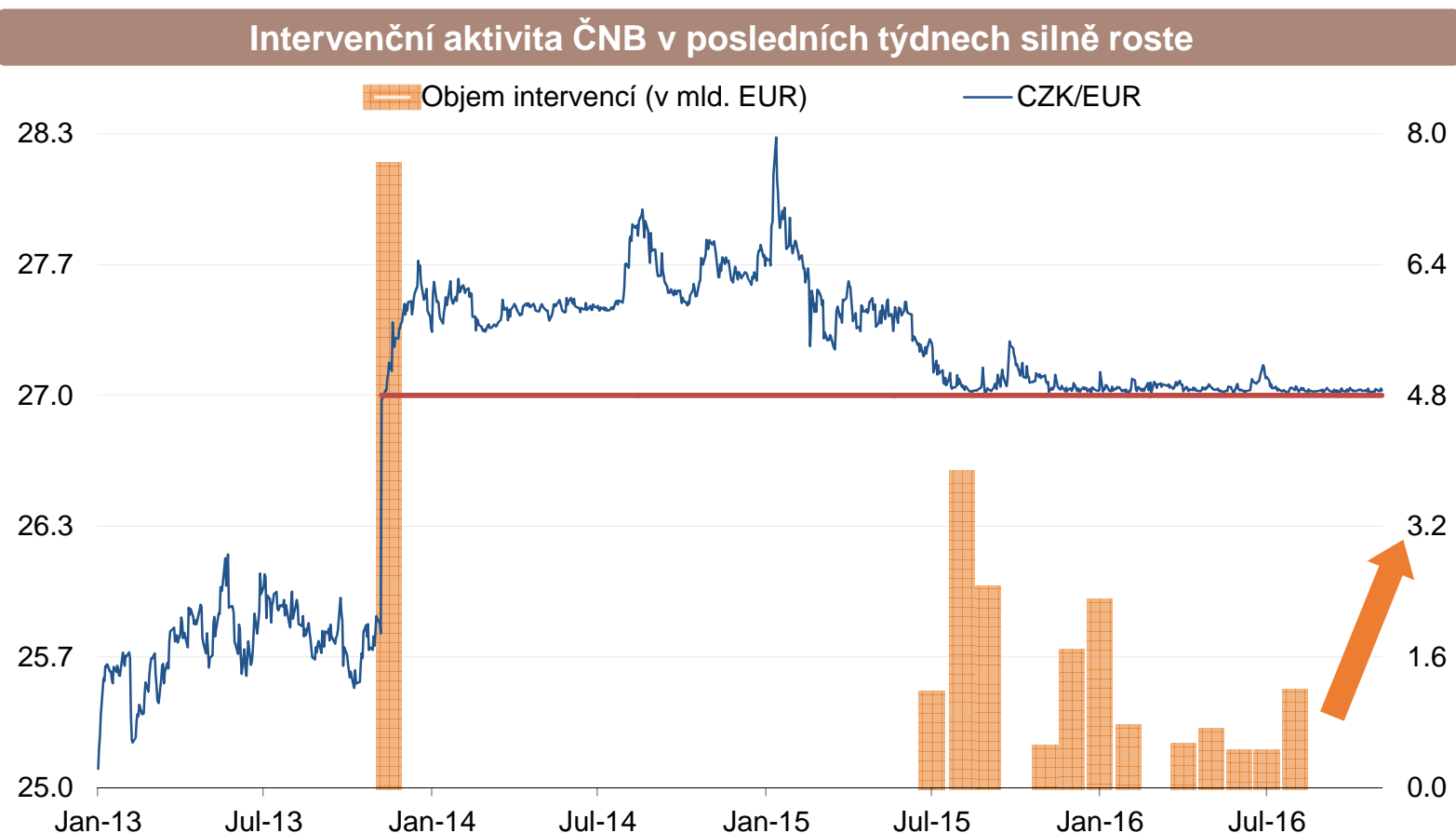


ČNB BUDE NADÁLE ČELIT TESTOVÁNÍ KURZOVÉHO ZÁVAZKU

EXIT Z INTERVENČNÍHO REŽIMU V Q2 17

KURZOVÝ ZÁVAZEK POD TLAKEM

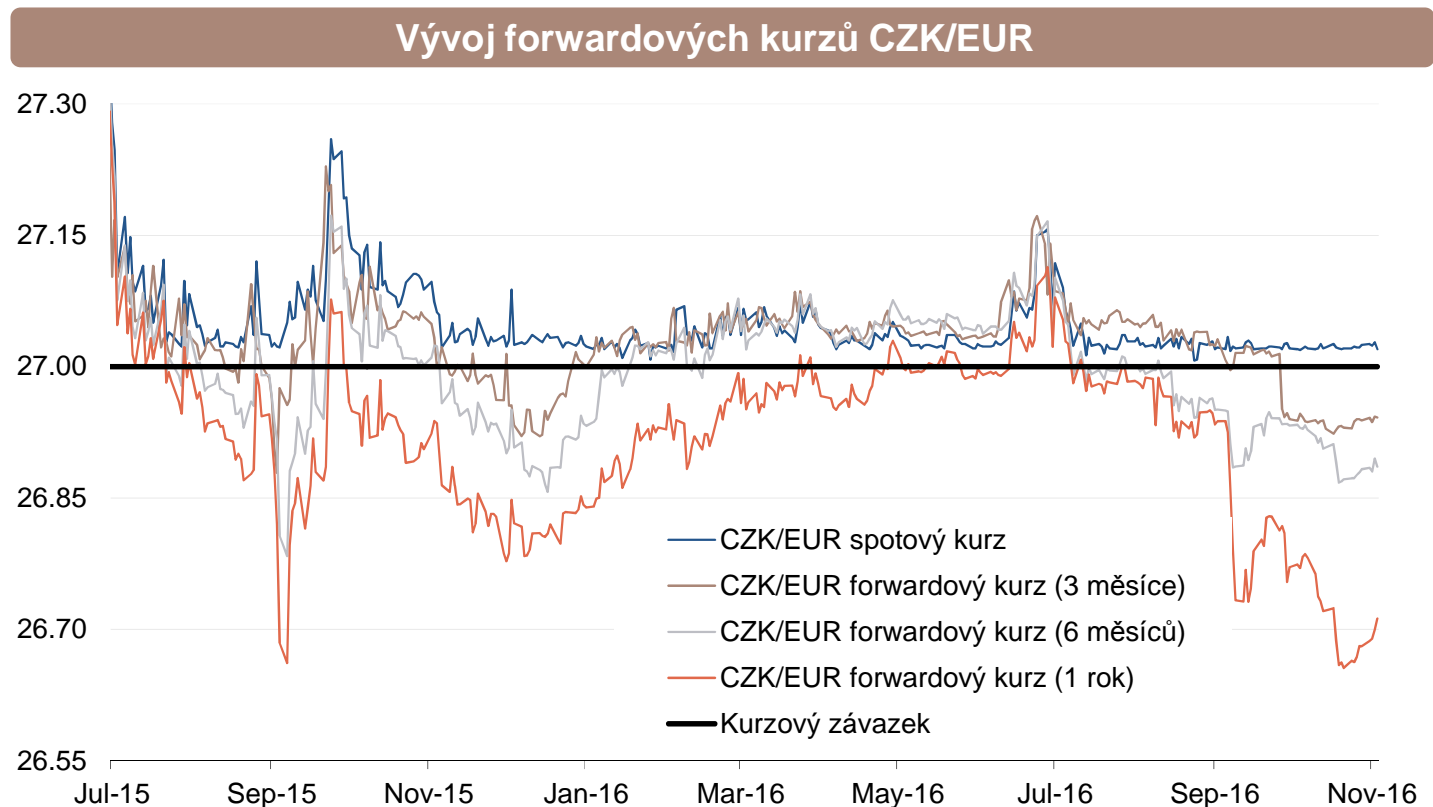
- Od loňského července ČNB intervenovala v objemu přes 13 mld. EUR.
- ČNB jen brání kurzový závazek, cílem není korunu oslabit.



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Reuters, ČNB

KURZOVÝ ZÁVAZEK POD TLAKEM, FORMARDOVÉ KURZY KLESAJÍ

- Na začátku září vzrostly spekulace proti kurzovému závazku ČNB (jako loni).
- Výnosy krátkodobých dluhopisů výrazně pod nulou, ČNB skupuje eura, na trhu jich je nedostatek, výrazně klesá cross-currency basis swap, forwardy, ...
- Zrychlování inflace povede k dalším spekulacím.

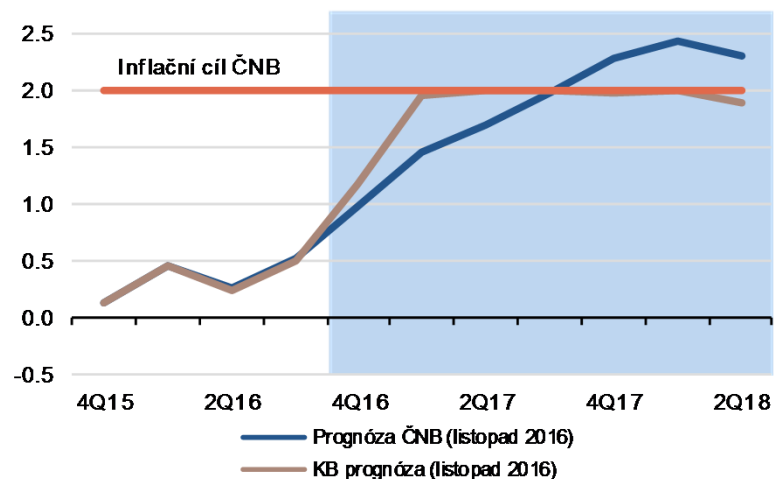


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

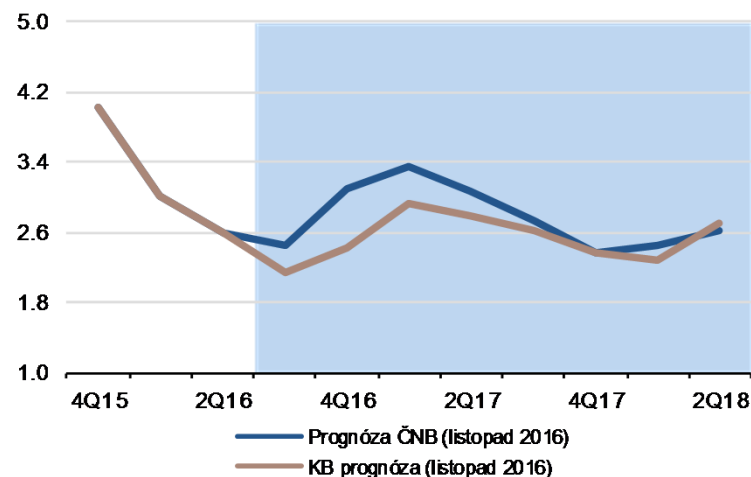
INFLAČNÍ VÝHLED ČNB: NA CÍLI V POLOVINĚ ROKU 2017

- Bankovní rada neopustí kurzový závazek dříve než v Q2 17.
- Bankovní rada vidí pravděpodobný exit v polovině roku 2017.
- Inflační prognóza ČNB předpokládá exit v polovině roku 2017.
- **My předpokládáme exit v Q2 17.**

ČNB předpokládá dosažení inflačního cíle v polovině roku 2017



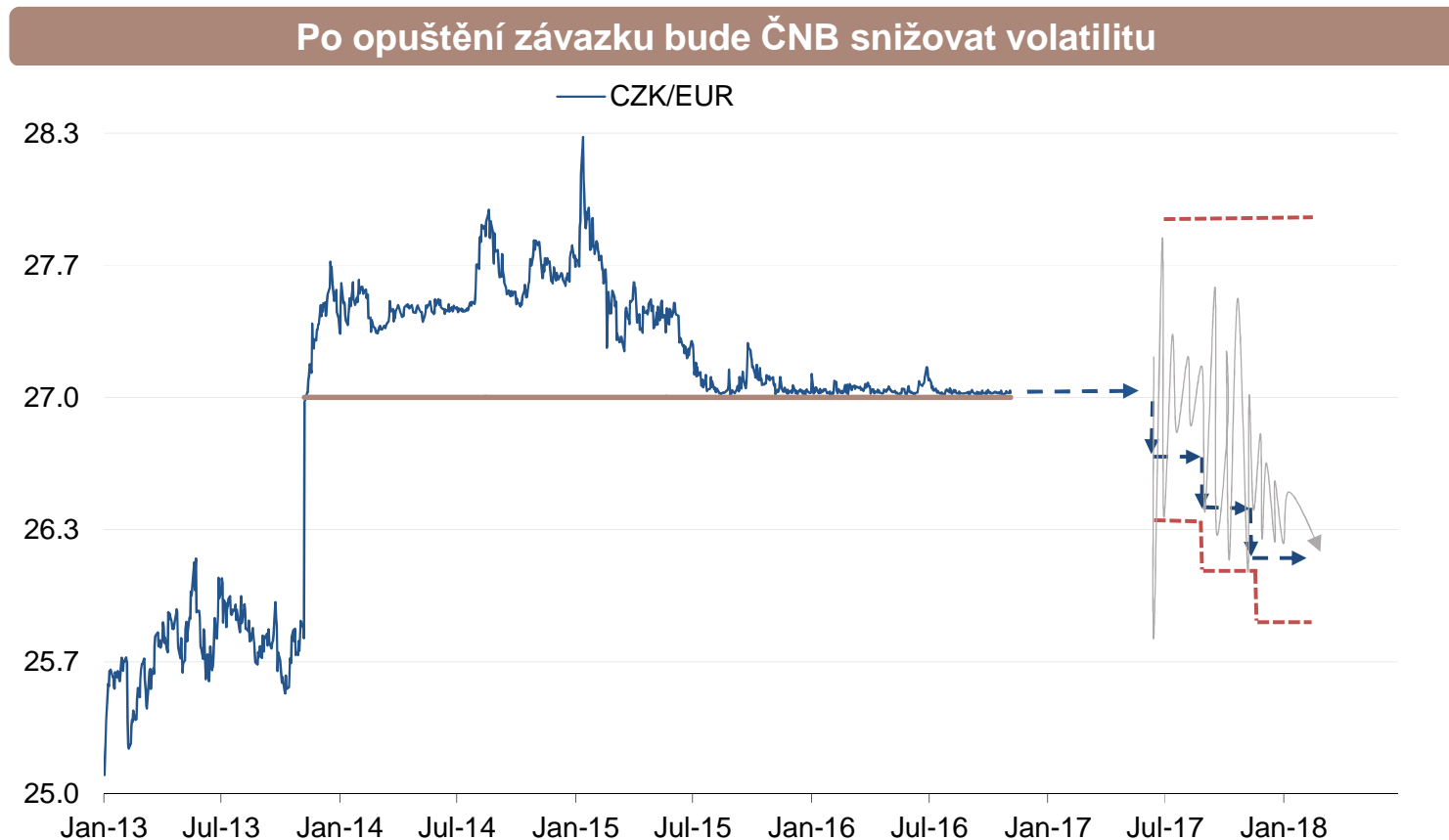
Optimistický růstový výhled ČNB pro rok 2017



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ, ČNB

ČNB BUDE PO OPUŠTĚNÍ ZÁVAZKU ZVÝŠENOU VOLATILITU KORIGOVAT

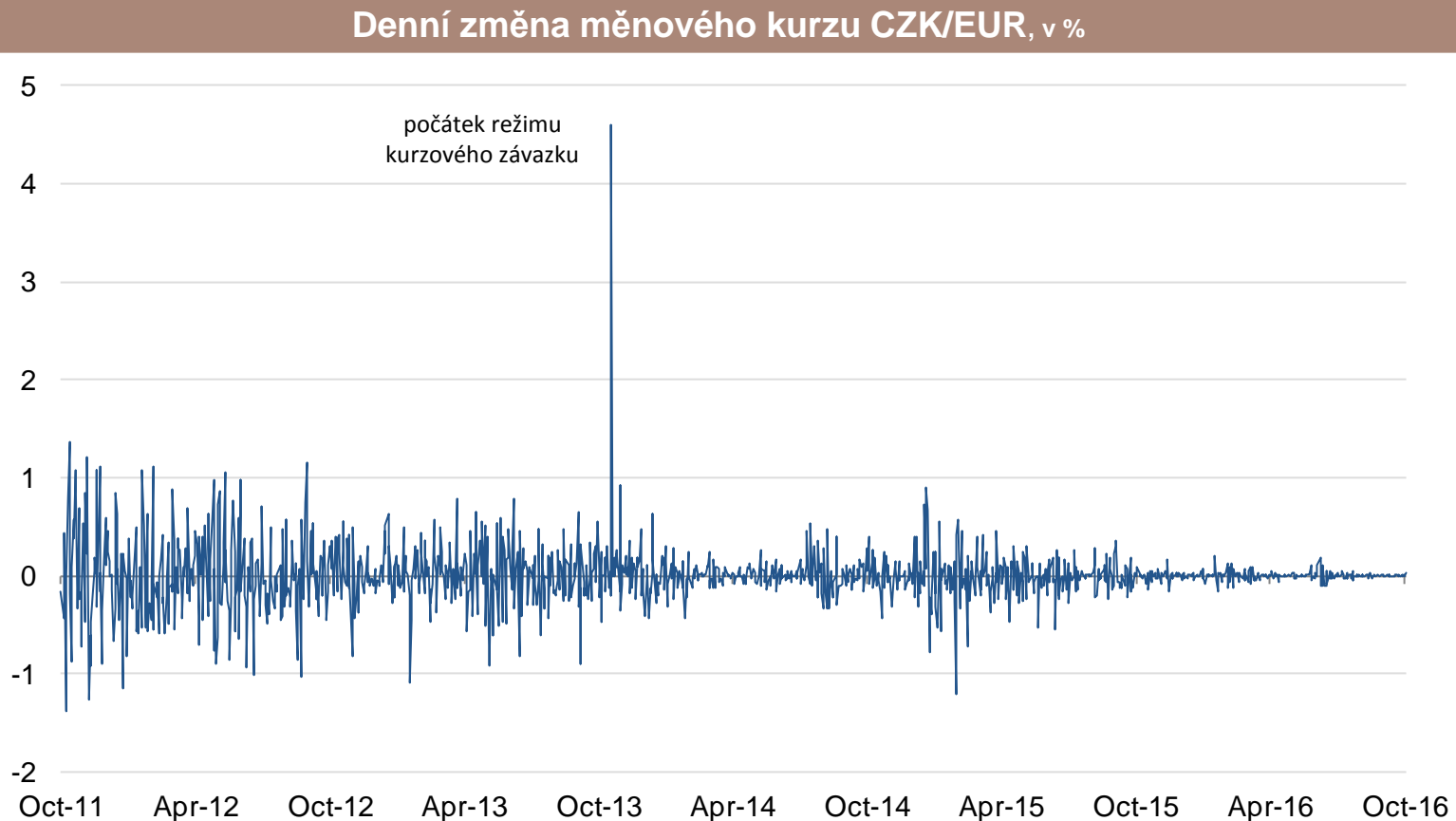
- Centrální bankéři několikrát uvedli, že nedovolí rychlé posílení koruny k úrovním před zavedením flooru.
- Opuštění kurzového závazku nebude znamenat konec intervencí.



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

DENNÍ KURZOVÁ VOLATILITA SE PO EXITU VÝRAZNĚ ZVÝŠÍ

- ČNB vždy prezentovala kurzový závazek jako kurzové zajištění pro exportéry, které poskytuje zadarmo → exit bude znamenat konec tohoto zajištění.
- Současná kurzová stabilita bude pryč. **Klíčové je se proti volatilitě zajistit.**

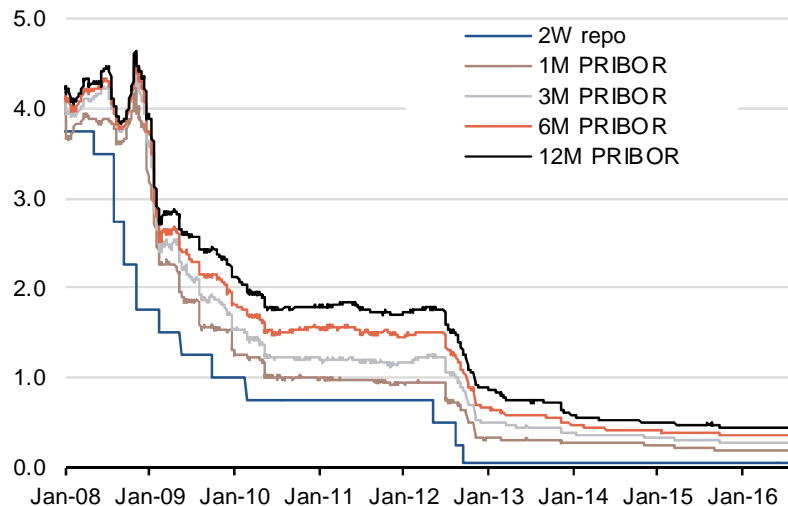


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

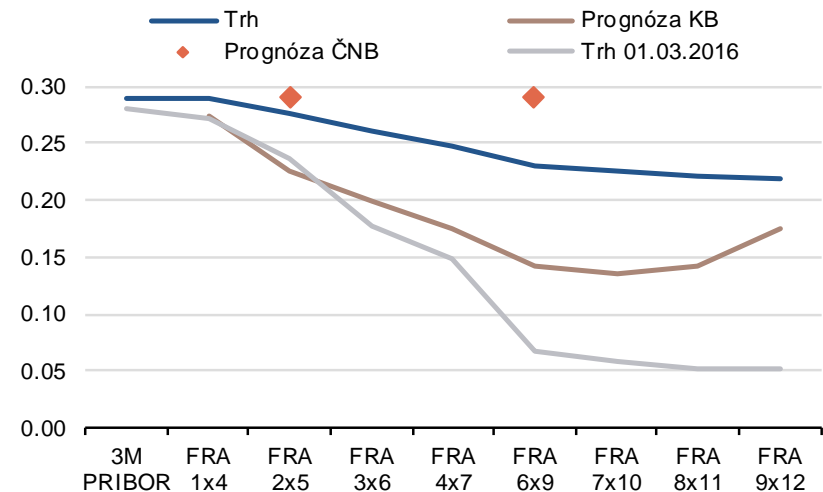
DOČASNÝ POKLES 3M PRIBORU BĚHEM EXITU

- Konec kurzového závazku budou podle nás doprovázet nové záporné sazby ČNB na nadbytečnou likviditu, očekáváme -0,5 %, ale může být i daleko nižší
- Nová záporná sazba stáhne dolů i realizovanou repo sazbu
- **sazby PRIBOR by tak měly v Q1 17 dočasně klesnout (3M PRIBOR o 15-20 bb)**
- ČNB podle nás nezvýší sazby minimálně do roku 2020, 3M PRIBOR by tak měl poté zůstat velmi nízko.

Sazby peněžního trhu na historickém dně



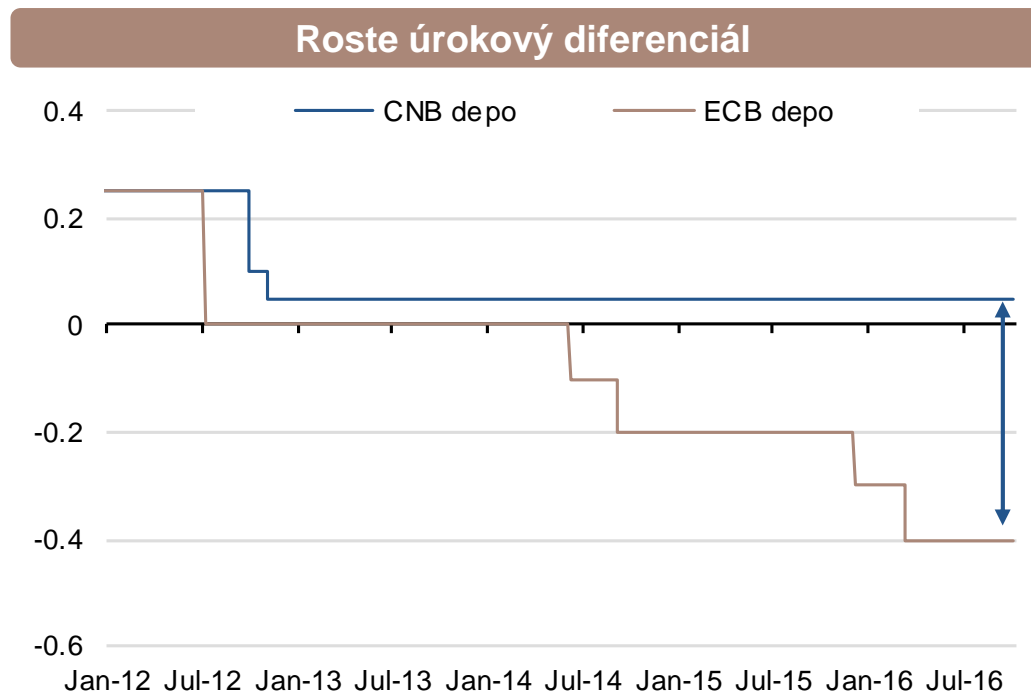
Další snížení 3M PRIBORu během exitu



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg, ČSÚ

DLOUHODOBĚ ZÁPORNÉ SAZBY – NEPRAVDĚPODOBNÁ VARIANTA

- Dlouhodobě negativní sazby by v prostředí české ekonomiky neměly smysl.
- Intenzivní debata v ČNB na začátku roku (snižování sazeb ECB, normalizace výnosů na korunovém trhu z hluboce záporných úrovní).
- **Dlouhodobě negativní sazby by podle nás měly rizika pro bankovní sektor a v důsledku pro celou ekonomiku.**



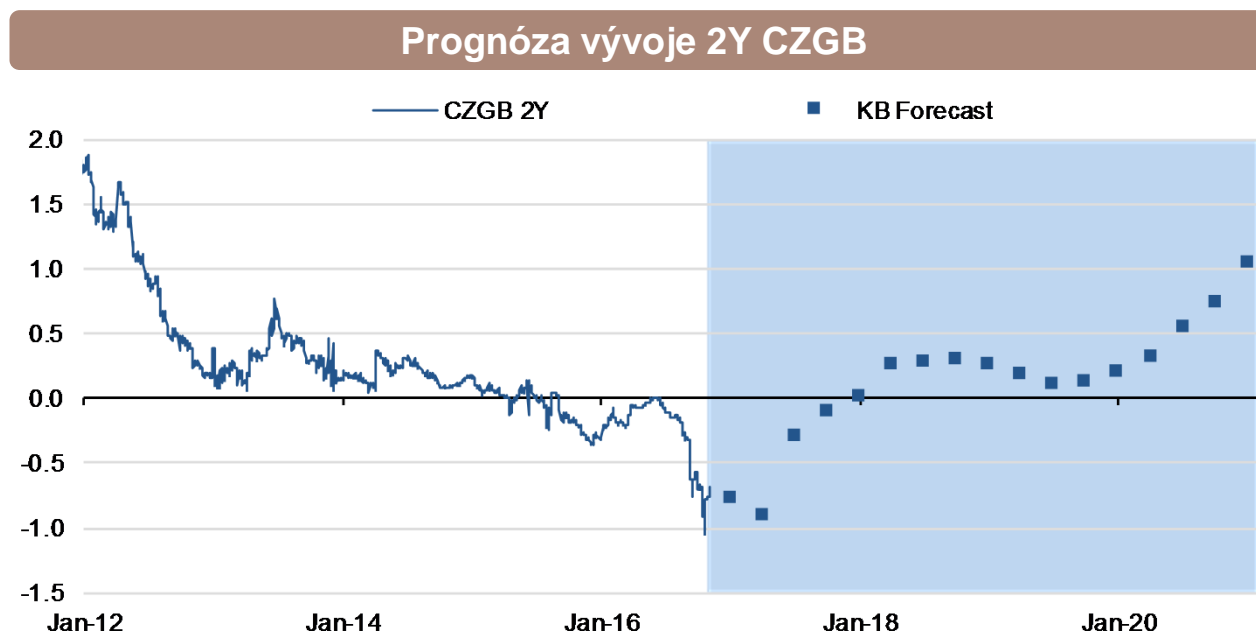
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg, ČSÚ

TRH ČESKÝCH DLUHOPISŮ A SWAPOVÝCH SAZEB

DLOUHÉ VÝNOSY MÍRNĚ POROSTOU

VÝNOSY CZGB: KRÁTKÝ KONEC JEŠTĚ POKLESNE

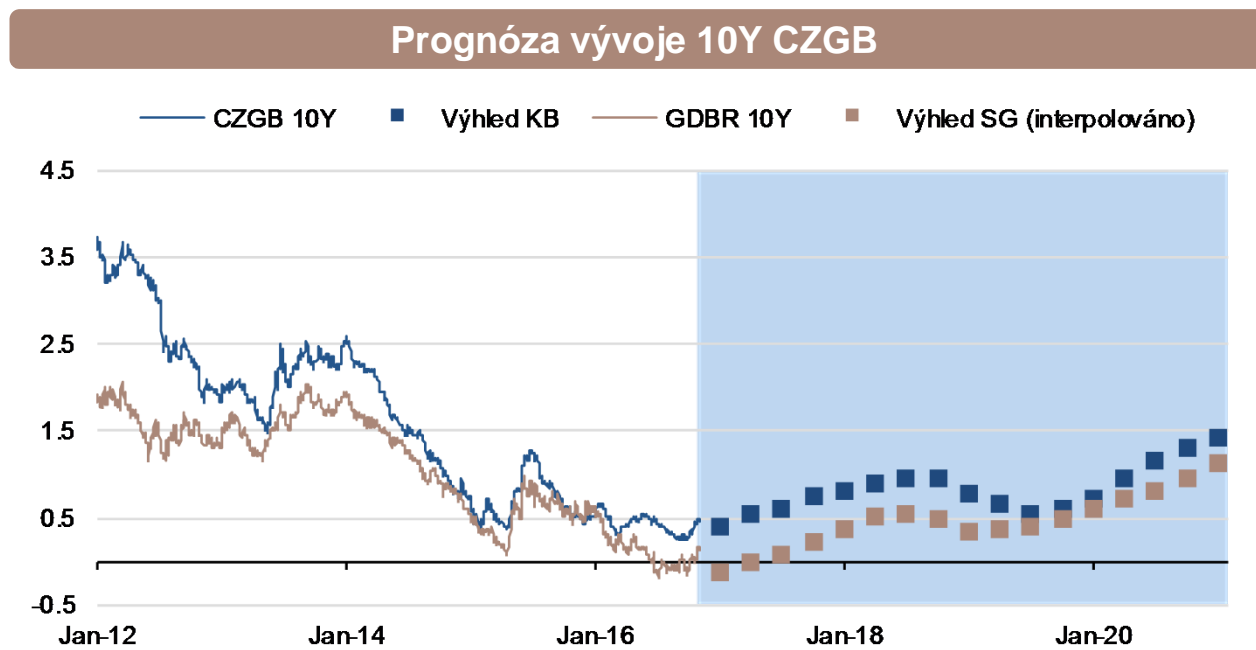
- **Zájem spekulativního kapitálu by měl stáhnout výnosy českých dluhopisů s krátkými splatnostmi ještě níže** – toho zřejmě využije MF a dále na začátku roku 2017 zvýší emisi krátkodobých dluhopisů.
- **Exit přinese jejich postupnou normalizaci**, pro zahraniční investory už nebudou zajímavé.
- Měly by se totiž srovnávat podmínky na trhu cross-currency basis swapů.



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

VÝNOSY CZGB: DLOUHÝ KONEC MÍRNĚ POROSTE

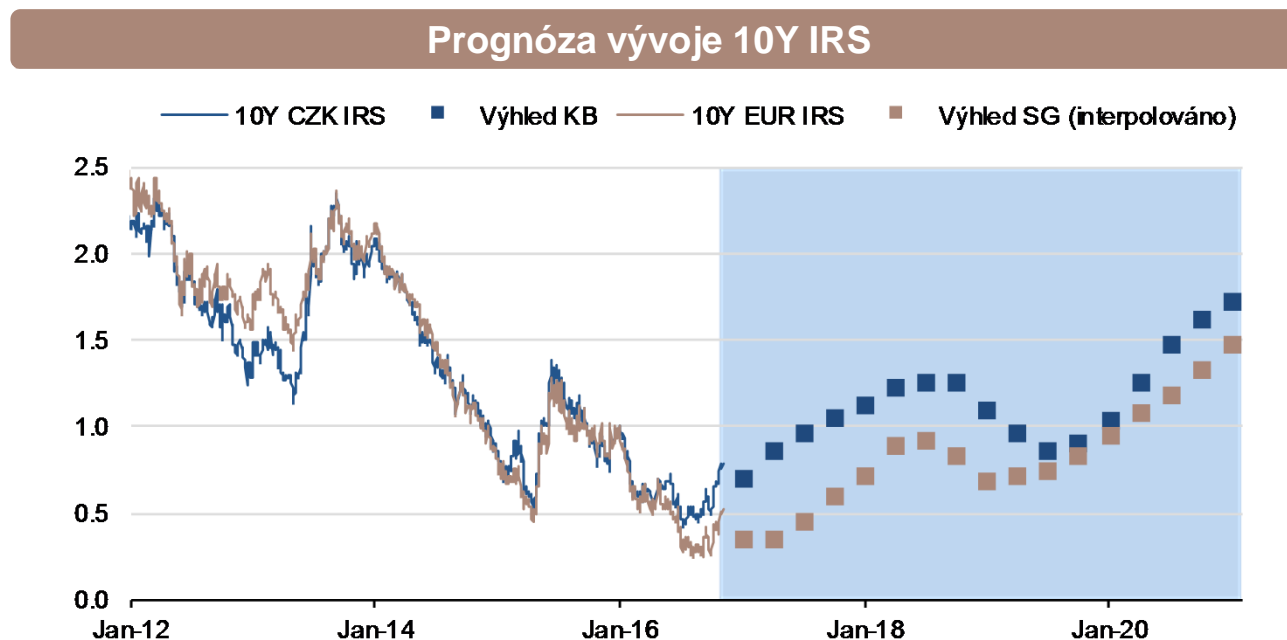
- Výnosy na dlouhém konci křivky začaly růst v říjnu 2016 kvůli vyšší inflaci i vyšším výnosům v eurozóně.
- Tento trend bude ze stejných důvodů pokračovat.
- Tlak na růst výnosů může omezit koncentrace emisní aktivity MF na začátek roku a krátký konec. Rizikem je ale vysoký objem 110 mld. CZK dluhopisů splatných na přelomu let 2017 a 2018, které drží především nerezidenti.



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

SWAPOVÁ KŘIVKA: RŮST SKLONU BUDE POKRAČOVAT DO Q2 17

- Se zrychlující inflací a růstem eurových dlouhých sazeb očekáváme i pokračující mírný růst dlouhého konce swapové křivky.
- Krátký konec by měl zůstat kolem současných úrovní až do konce kurzového závazku, může dokonce mírně poklesnout kvůli novým záporným sazbám ČNB. Po exitu začne krátký konec růst.



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

ČESKÁ REPUBLIKA: SHRNUÍ MAKROEKONOMICKÉ PROGNÓZY

Hlavní ekonomické proměnné

	2015	2016	2017
HDP (reálný růst, y/y v %)	4,6	2,5	2,7
Spotřeba domácností (reálný růst, y/y v %)	3,1	2,4	2,6
Fixní investice (reálný růst, y/y v %)	9,1	-2,9	4,3
Zahraniční obchod (mld CZK) (*)	406	508	455
Průmyslová výroba (reálný růst, y/y)	4,6	4,0	4,2
Maloobchod (reálný růst, y/y v %)	6,3	5,9	3,8
Mzdy nominální růst, y/y v %)	2,7	4,1	4,3
Míra nezaměstnanosti (MPSV, v %)	6,4	5,5	5,1
Inflace (y/y, v %)	0,3	0,6	2,0
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,2	0,1	0,0
Jádrová inflace (y/y, v %) (**)	1,3	1,4	1,7
Ceny potravin (y/y, v %) (**)	-1,1	-1,0	1,8
Ceny pohonných hmot (y/y, v %) (**)	-13,3	-8,1	10,9
Regulované ceny (y/y, v %) (**)	0,2	0,2	1,1
3M PRIBOR (průměr)	0,31	0,29	0,21
2W Repo (průměr)	0,05	0,05	0,05
EUR/CZK (průměr)	27,28	27,03	26,61

Zdroj Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Poznámka: (*) zahraniční obchod dle přeshraniční statistiky;

(**) složky inflace jsou očištěny o primární dopad daňových změn

PRÁVNÍ UPOZORNĚNÍ

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeji jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídka 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 nezkrácený 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 informovaně 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 vyplývajícimu 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 bariéry 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.

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

OCENĚNÍ EKONOMICKÉHO A STRATEGICKÉHO VÝZKUMU KOMERČNÍ BANKY



#2 BEST OVERALL FORECASTER - SLOVAKIA



#3 BEST OVERALL FORECASTER - CZECH REPUBLIC

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner

2014 Slovakia

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner

2013 Czech Republic

SOCIÉTÉ GÉNÉRALE

VEDOUCÍ BANKA V GLOBÁLNÍM EKONOMICKÉM VÝZKUMU

Macro & Strategy



- #1 Overall Macro
- #1 Global Strategy
- #1 Multi Asset Research
- #1 Global Economics

Fixed Income



- #1 Overall Credit Strategy
- #1 Overall Trade Ideas
- #2 in Sovereigns
- 8 sector teams in the Top 3

Commodities



- #1 Best Overall Commodity Research
- #1 Research in Oil
- #1 Research in Gas
- #1 Research in Base Metals
- #1 Research in Soft Commodities
- #1 Research in European Power, Coal, Emissions

Equity



- #2 Quantitative/Database Analysis
- #1 Index Analysis
- #1 SRI Research
- 15 sector teams in the Top 10