



**Banka roku
2016**

MAKROEKONOMICKÁ PROGNÓZA ČR

PERSPEKTIVY ČESKÉHO HOSPODÁŘSTVÍ PRO ROK 2017

CESTA K EXITU JE VOLNÁ

Jan Vejmělek

Hlavní ekonom

Ekonomický a strategický výzkum

Tel.: +420 222 008 568

jan_vejmelek@kb.cz

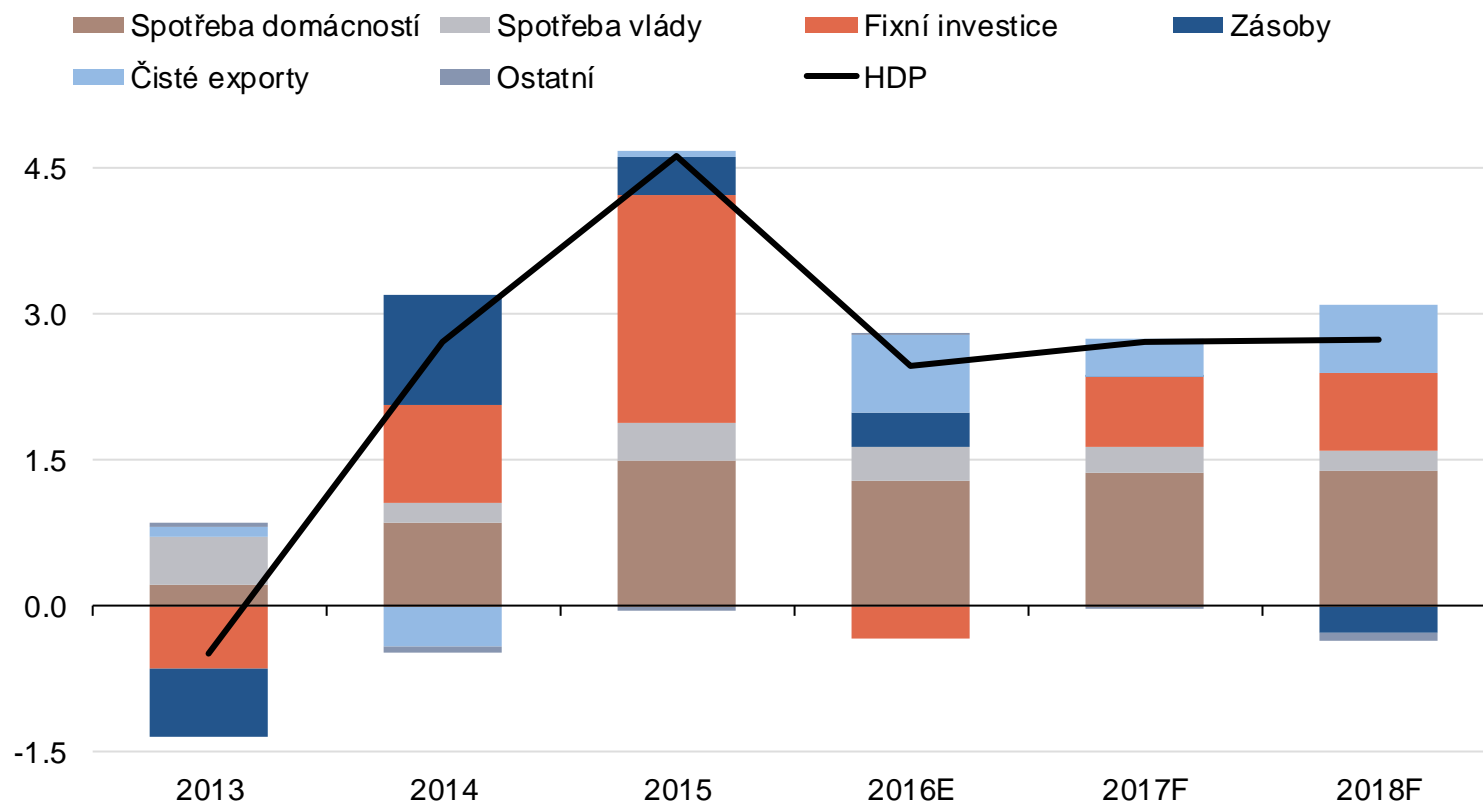
MAKROEKONOMICKÁ PROGNÓZA ČESKÉ EKONOMIKY PRO ROK 2017

POSTUPNÝ NÁVRAT INVESTIC

HDP ZPĚT NA TRAJEKTORII UDRŽITELNÉHO RŮSTU

- Po 4,6 % v roce 2015 rostlo vloni české hospodářství tempem kolem 2,5 %
- Letošní rok bude ve znamení mírného zrychlení růstového tempa na 2,7 %

Investice vloni brzdily ekonomický růst. Spotřeba a exporty ho podporovaly.



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

PROPAD INVESTIC JE PRIMÁRNĚ DŮSLEDKEM VEŘEJNÉHO SEKTORU

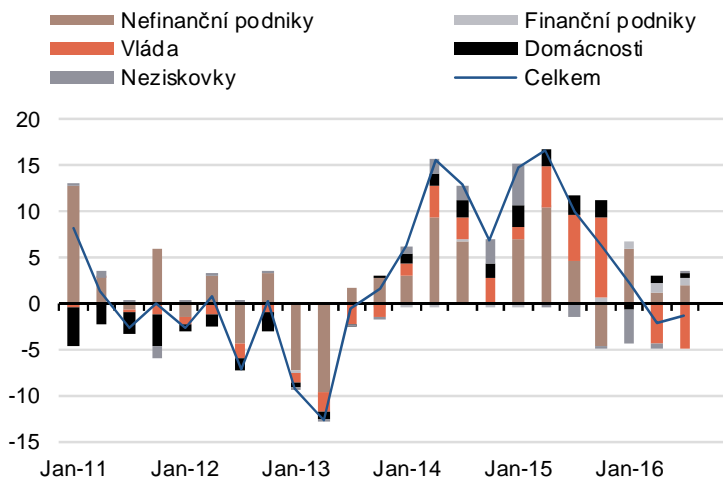
Důsledky propadu veřejných investic v roce 2016

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

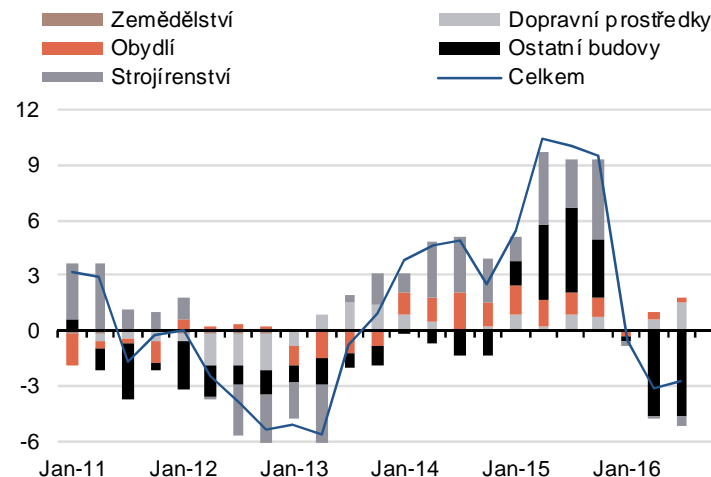
Propad investic nejde napříč sektory

- 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)

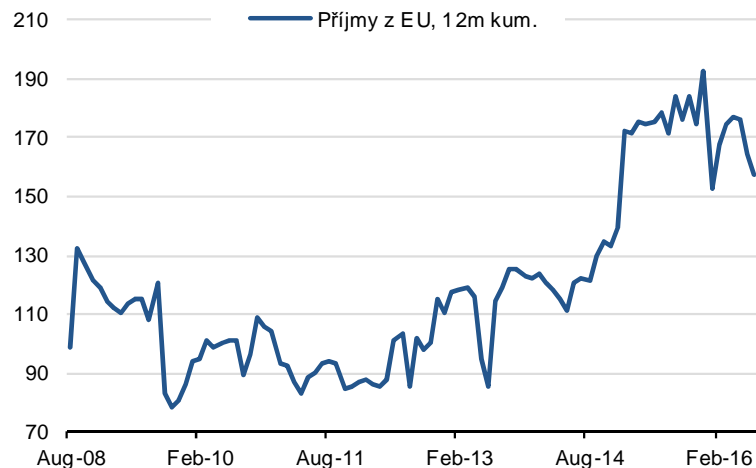


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

DOČERPÁVÁNÍ EU FONDŮ VÝRAZNĚ PODPOŘILO INVESTICE V ROCE 2015, VLONI CHYBĚLY

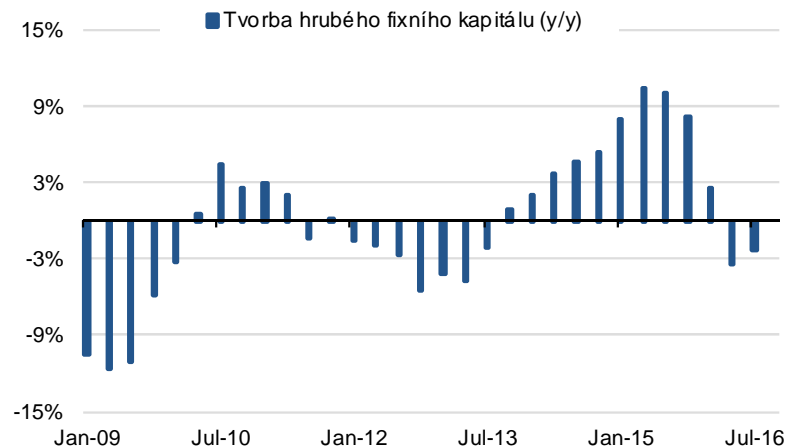
- **Příspěvek investic k růstu HDP v roce 2015 o 4,6 % činil +2,4 pb.**
- **Dramatický vliv dočerpávání evropských prostředků programového období 2007-2013**
- **Loňský příspěvek investic k hospodářskému růstu ve výši 2,5 % byl záporný (-0,3 pb).**
- **Pomalý náběh nového programového období, problémy s EIA**

Evropské peníze vloni chyběly, ...



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Datastream

Investice se vloni propadly



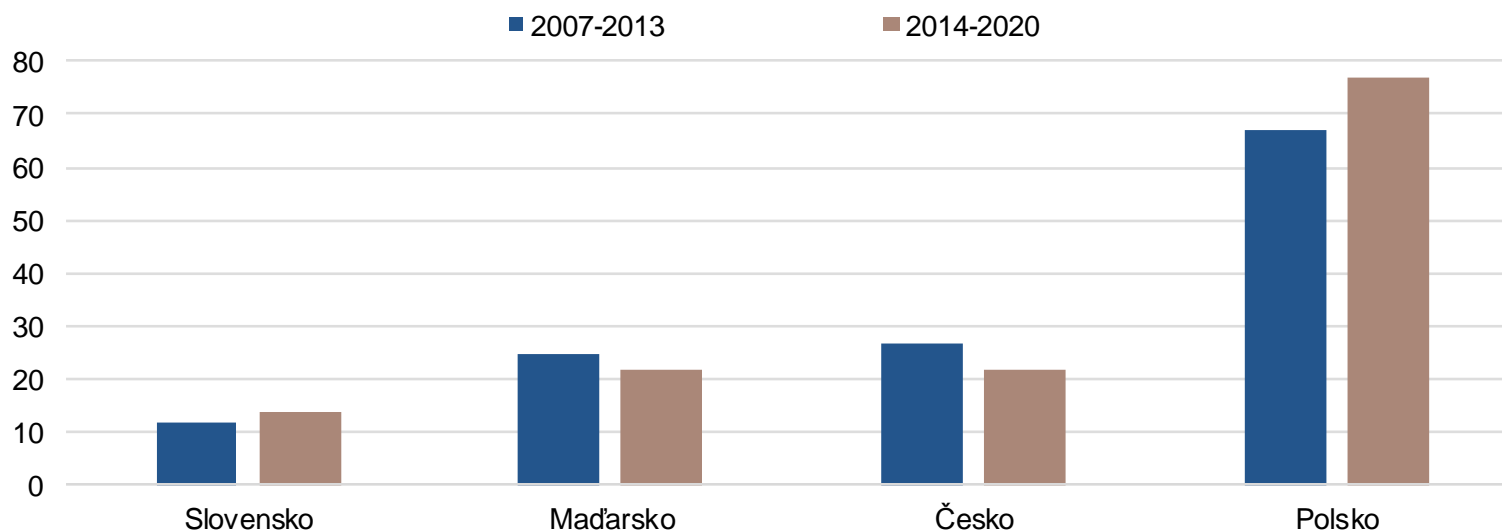
... což bylo vidět i na výdajích



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.)

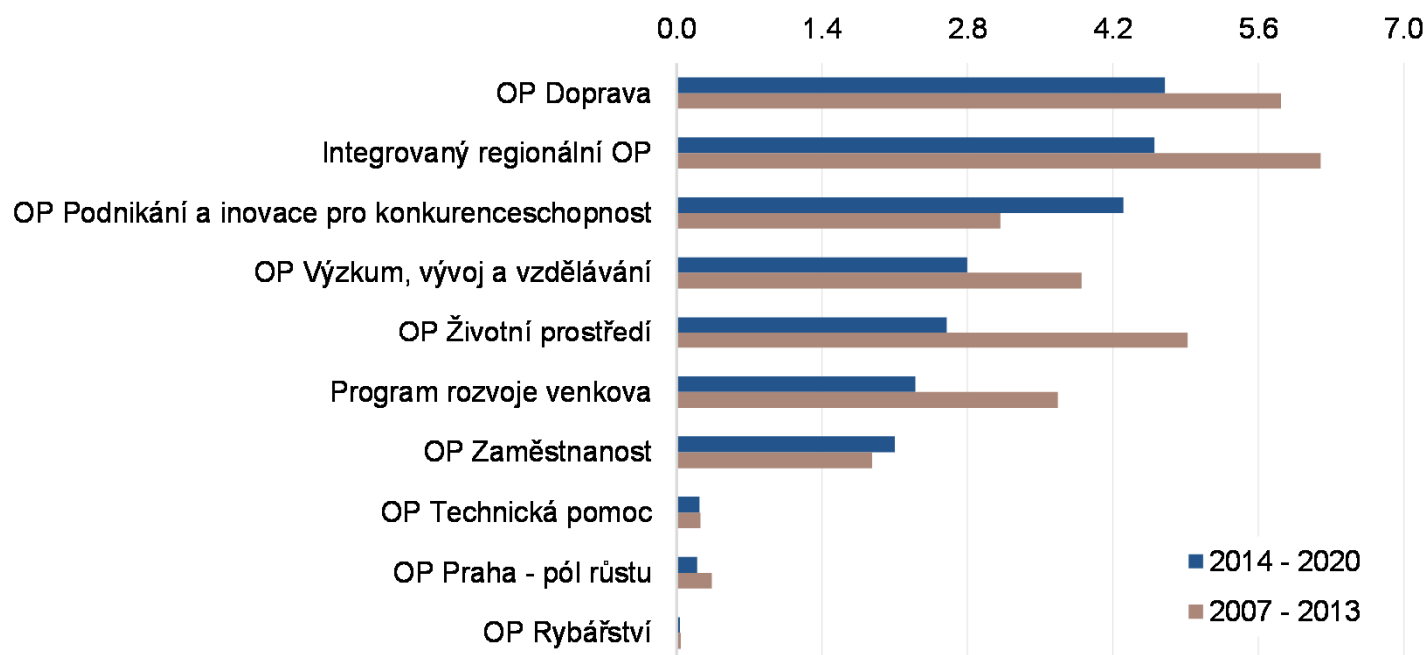


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Evropská komise

ALOKACE PROSTŘEDKŮ PRO ČR

- **Projekty soukromého sektoru** budou směřovat zejména do strojního a dalšího technologického vybavení (HW, SW) ve výši cca 10 mld. EUR a do nemovitostí (zhruba 3,7 mld. EUR).
- **Investice veřejného sektoru** budou mířit do nemovitostí (energetické úspory, rekonstrukce) a staveb silnic, kanalizací a další infrastruktury (13,2 mld. EUR) a dále pak do vybavení veřejných služeb (zdravotní, sociální, atd.) a IT (2,1 mld. EUR).

Alokace prostředků z ESIF/SF EU podle tematických oblastí - porovnání období, v mld. EUR

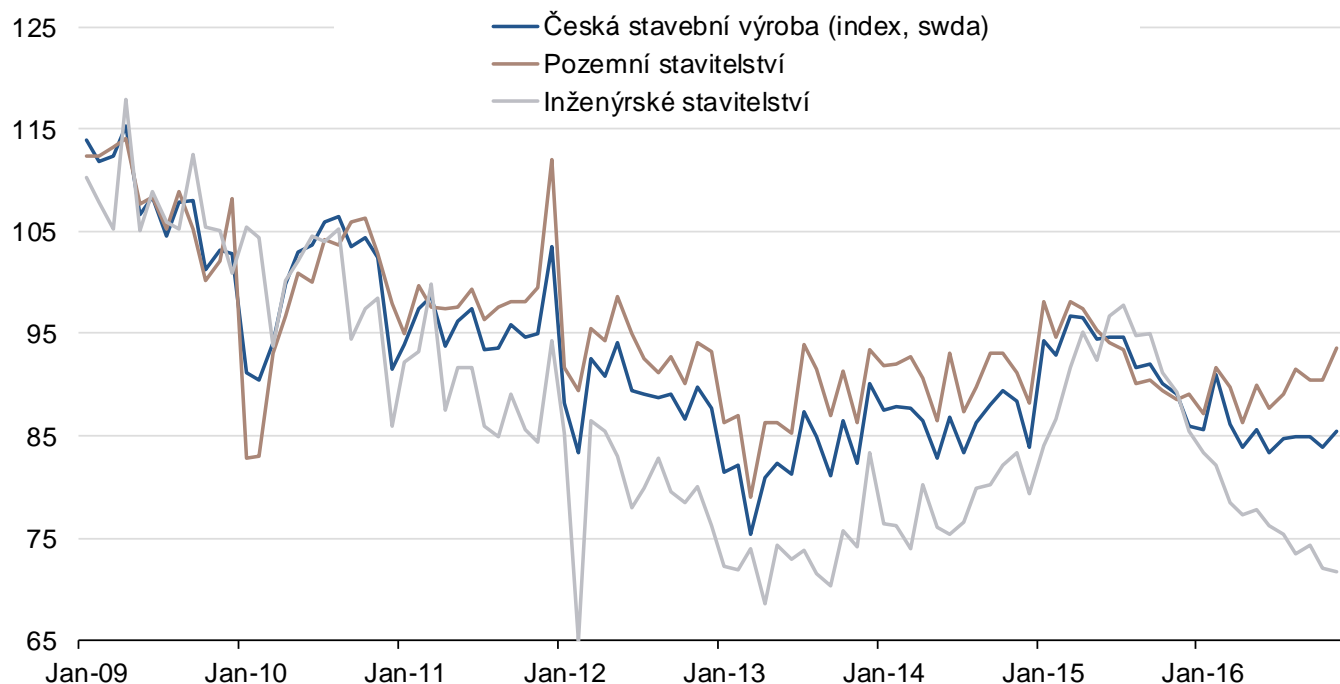


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Evropská komise

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 loňském odhadovaném poklesu o 8,2 % a předpokládáme letos růst pouze o 2 %**.

Stavebnictví musí překonávat vícero překážek (2010=100)

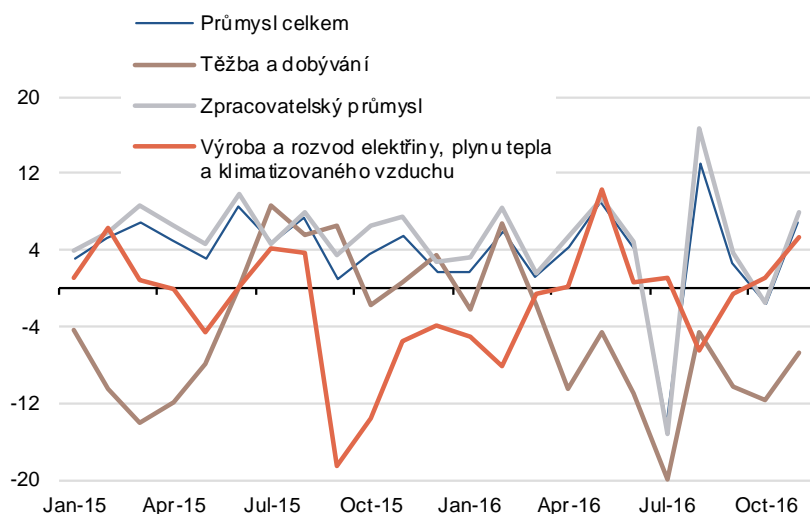


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

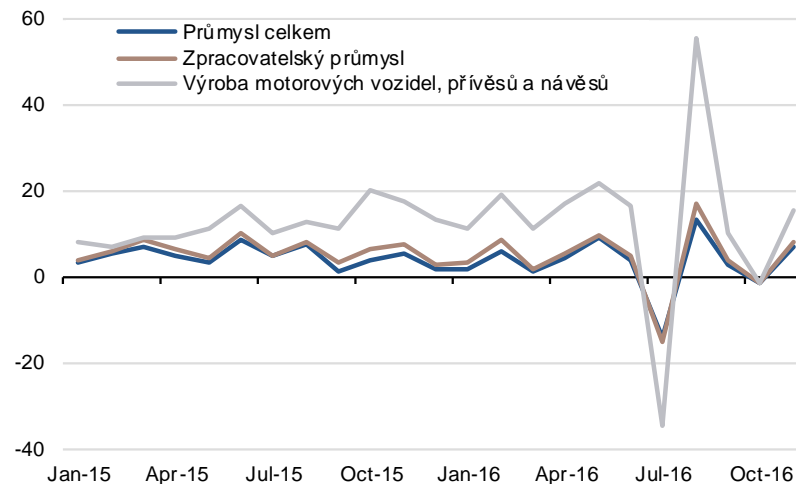
PRŮMYSLOVÁ PRODUKCE TRPÍ NÍZKÝM RŮSTEM

- **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 3,2 % v loňském roce na 4,4 % letos.**

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

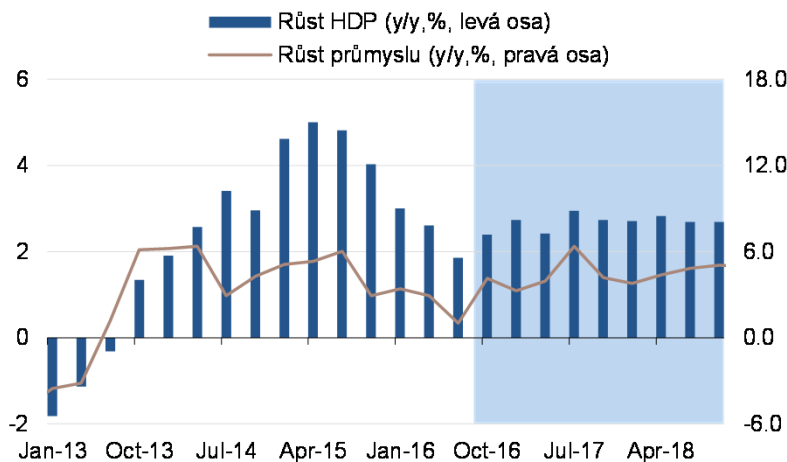
■ Tržní podmínky pro tvorbu kapitálu zůstávají příznivé

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

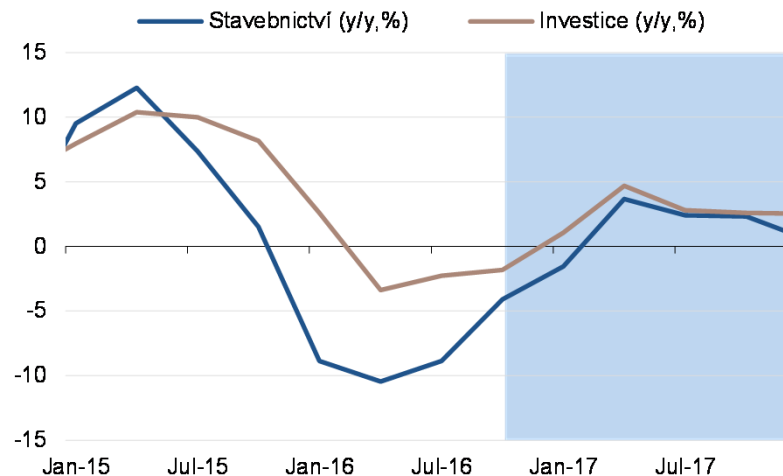
■ Investiční aktivita v roce 2017 bude pomalu obnovena

- Za rok 2016 investice zřejmě poklesnou o 1,2 %
- Letos očekáváme jejich vzestup o 2,8 %

Průmyslová produkce zůstane utlumená



Dno stavební produkce již za námi

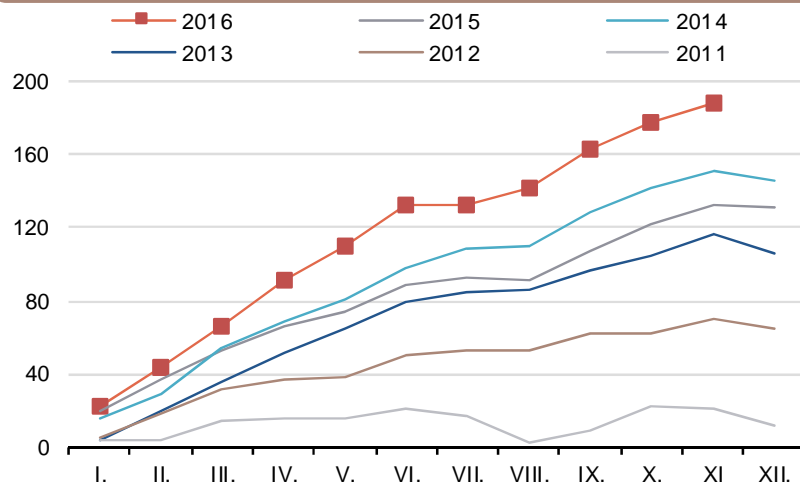


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Macrobond

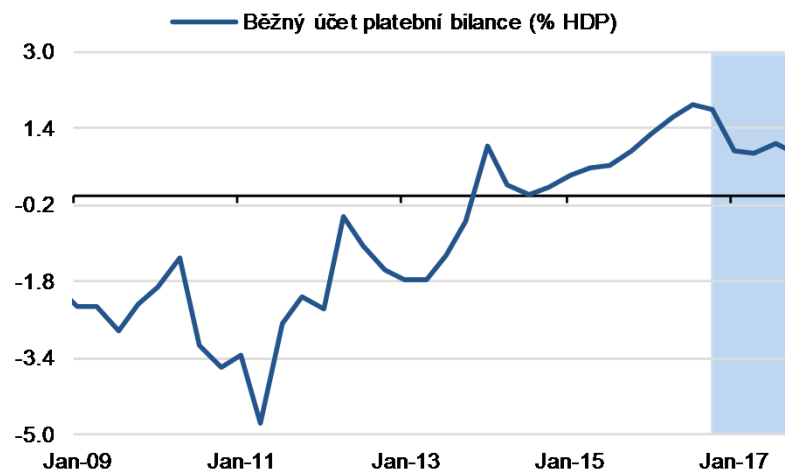
ZDRAVÁ VNĚJŠÍ POZICE ČESKÉHO HOSPODÁŘSTVÍ

- 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 dosáhne za rok 2016 0,8 pb po 0,1pb v 2015.**
- Podmínky pro export zůstanou příznivé i v roce 2017, vyšší investice a růst spotřeby povede k vyšším dovozům.
- **Čisté exporty přispějí i letos k růstu ekonomiky (+0,4 pb).**

Přebytek balance zahraničního obchodu byl vloni rekordní



Běžný účet platební balance zůstane aktivní

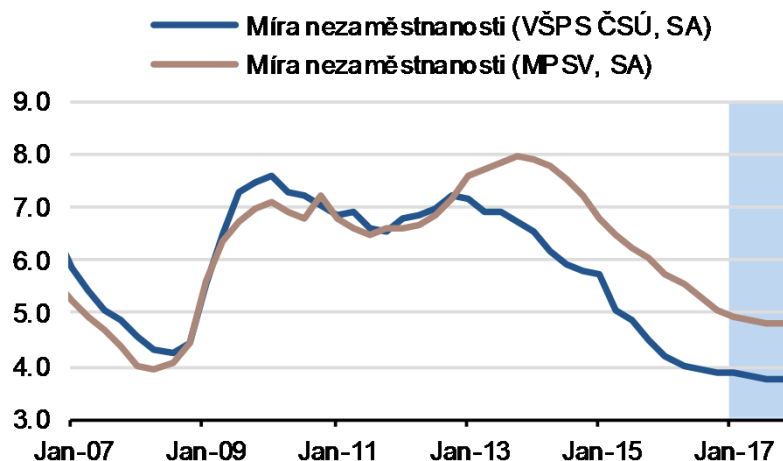


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

TRH PRÁCE: NEDOSTATEK PRACOVNÍ SÍLY TLAČÍ NA JEJÍ ODMĚŇOVÁNÍ

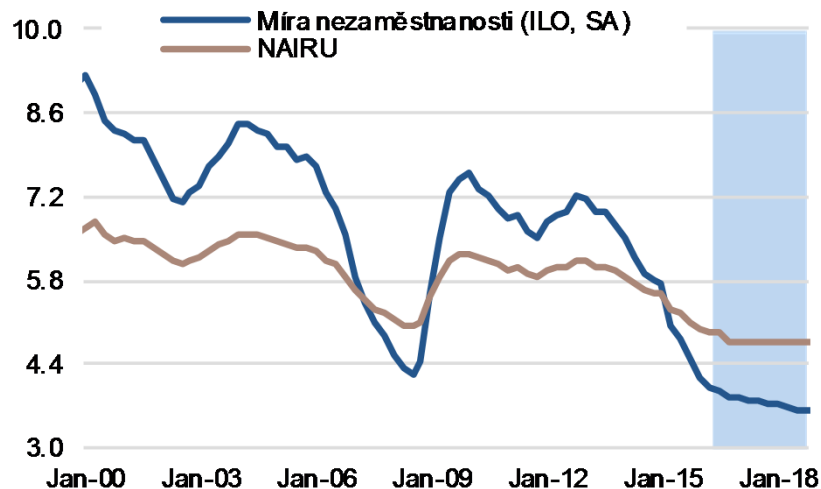
- V některých odvětvích začíná být obtížné najít (nejen) adekvátně vybavenou pracovní sílu.
 - ➔ Přísun pracovní síly ze zahraničí
 - ➔ Návrat lidí důchodového věku do pracovního procesu
- ➔ **Limitovaný prostor pro další pokles nezaměstnanosti** (z loňských 4,0 % na 3,8 %)
- ➔ **Znatelný růst mezd** (nominálně o 4,2 % vloni, 4,6 % letos)

Pokles nezaměstnanosti zpomaluje

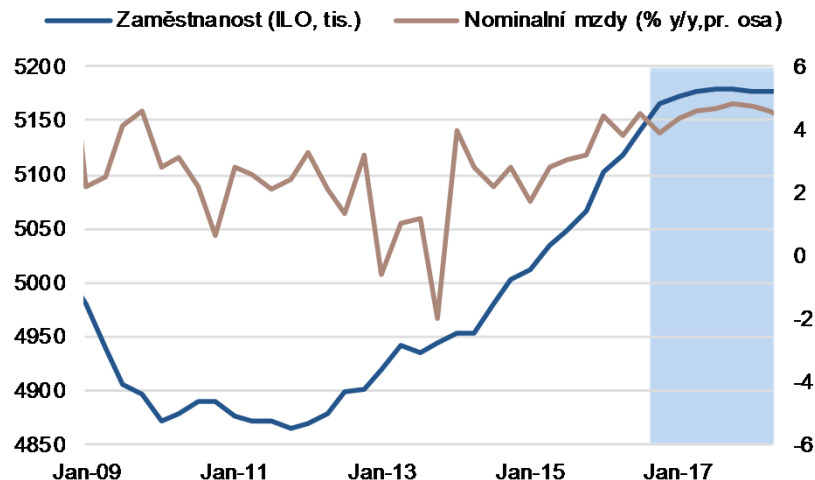


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ, MPSV

Nezaměstnanost klesá rychleji než NAIRU



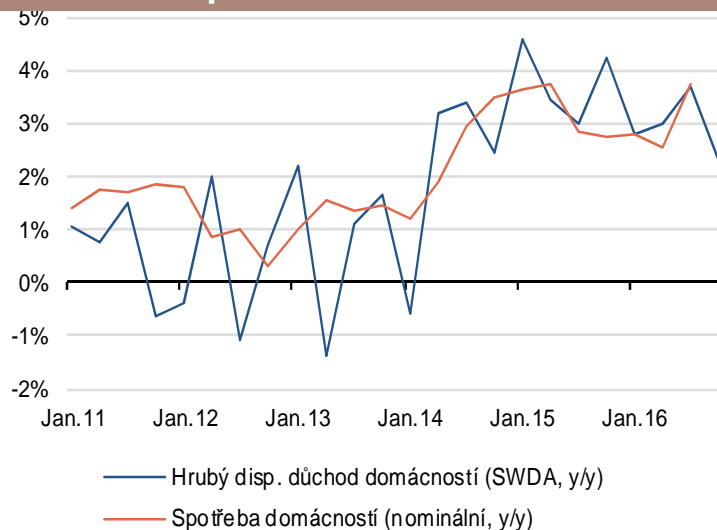
Růst zaměstnanosti podpoří vzestup mezd



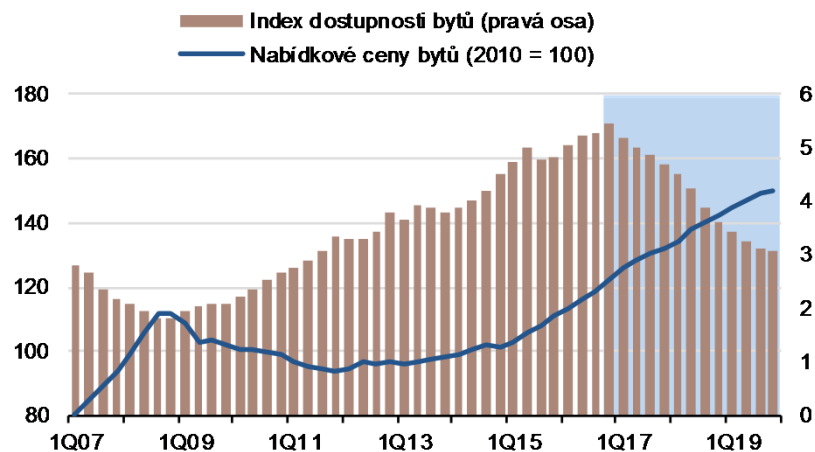
SPOTŘEBITELÉ NEVYUŽÍVAJÍ NAPLNO SVŮJ POTENCIÁL UTRÁCET

- 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



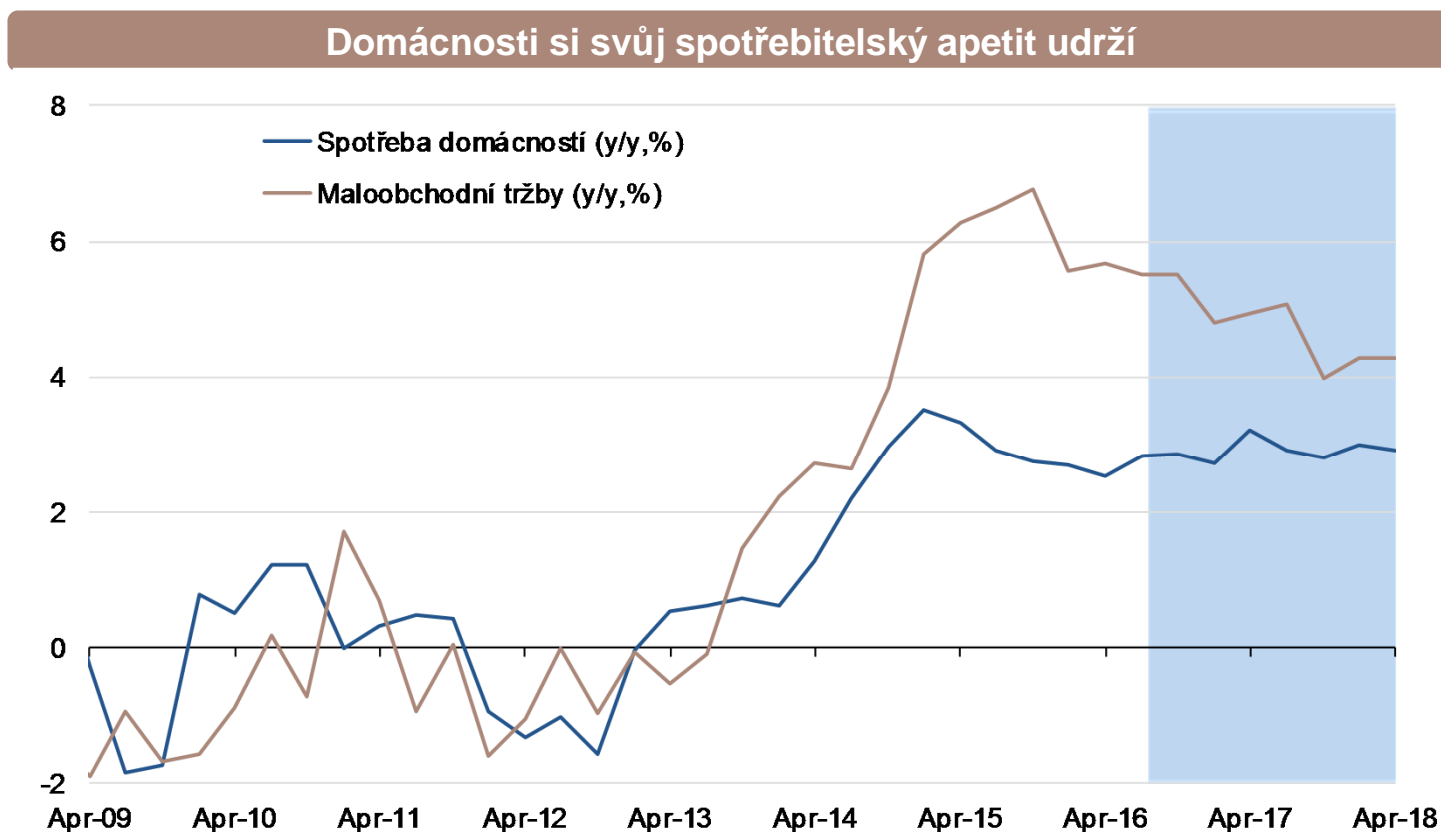
Ceny nemovitostí vyskočily kvůli silné poptávce



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ ZŮSTANE SILNÁ

- **Spotřeba domácností bude hlavním tahounem růstu ekonomiky v roce 2017**
- Příspěvek spotřeby domácností k hospodářskému růstu: po 1,5 pb v roce 2015 vloni 1,3 pb, letos pak 1,4 pb.



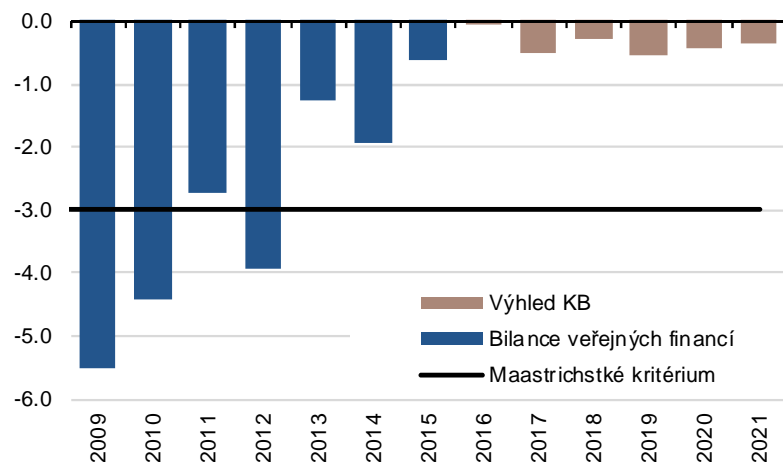
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

FISKÁLNÍ POLITIKA – POLITICKÝ CYKLUS ZVÝŠÍ VÝDAJE

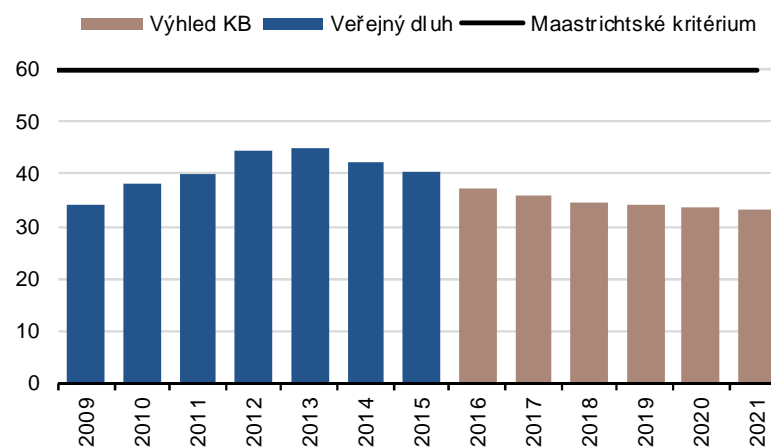
- Růst platů, sociálních dávek (důchodů), zdravotní pojištění za státní zaměstnance
- Vzestup kapitálových výdajů o 17,5 mld. CZK oproti loňskému upravenému rozpočtu

	2015	2016e	2017f	2018f	2019f	2020f
Bilance veřejných financí (% HDP)	-0,6	-0,1	-0,5	-0,3	-0,6	-0,5
Fiskální úsilí (pb HDP)	0,3	0,9	-1,2			
Veřejný dluh (mld. CZK)	1 836	1 771	1 791	1 806	1 836	1 861
Poměr dluhu k HDP (%)	40,3	37,4	36,0	34,6	33,9	33,6

Deficit veřejných financí (v % HDP)



Veřejný dluh (v % HDP)

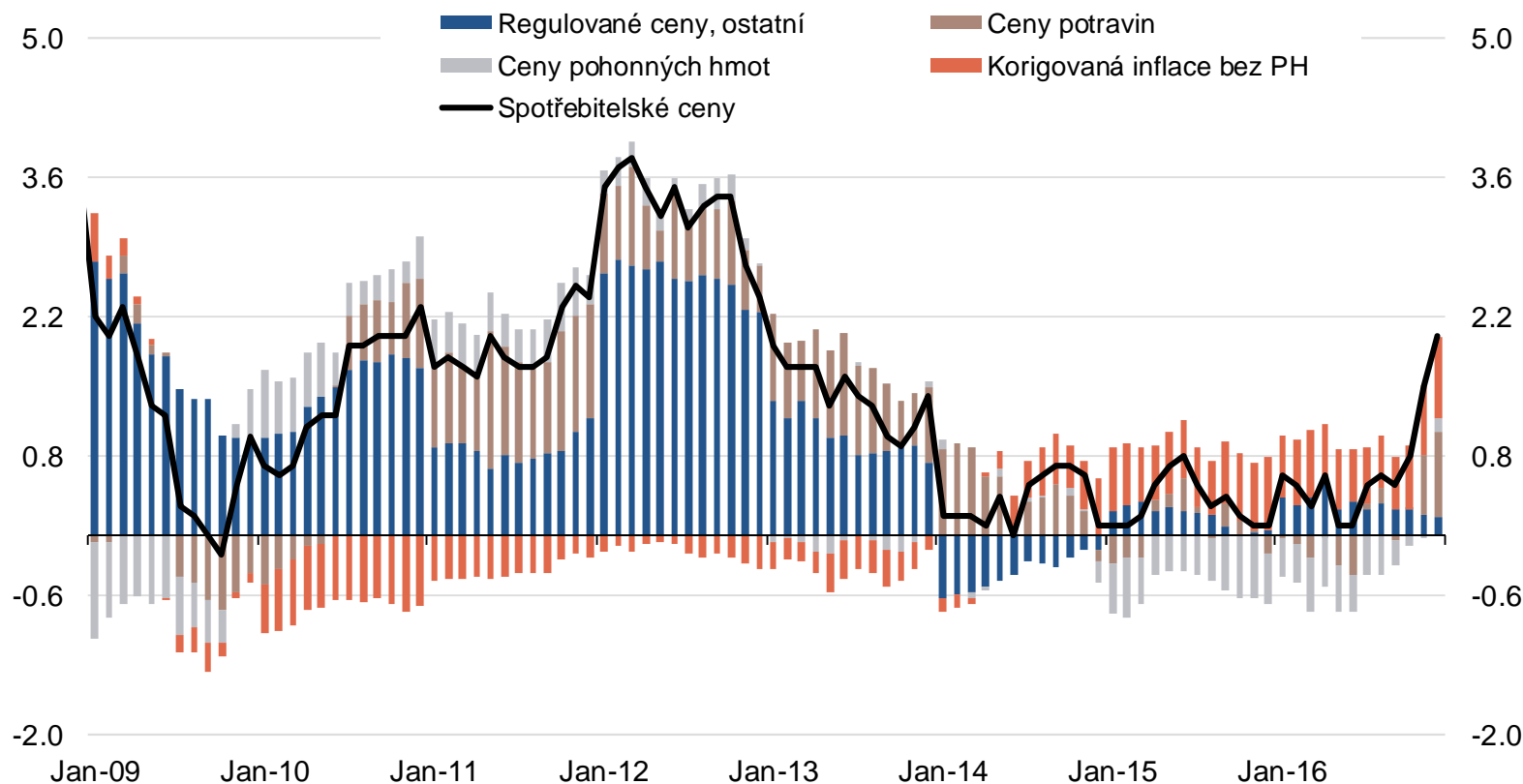


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

JÁDROVÁ INFLACE ODRÁŽÍ SÍLU DOMÁCÍ SPOTŘEBITELSKÉ POPTÁVKY

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

Za loňskou nízkou inflací stojí pohonné hmoty a potraviny

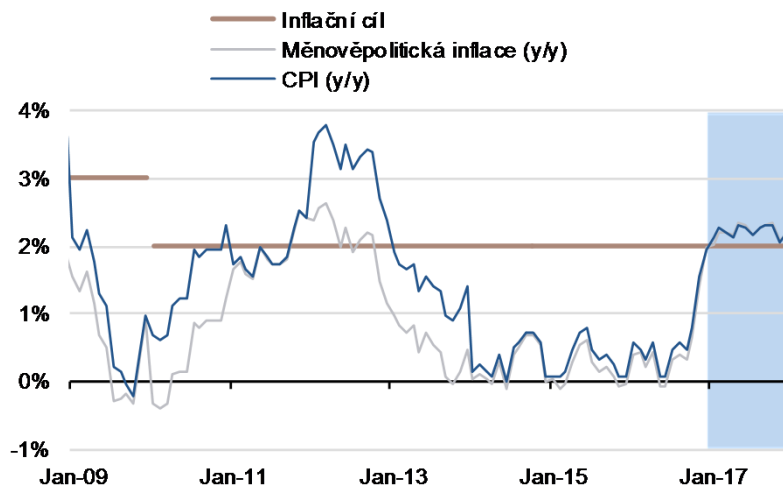


Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

INFLACE JE JIŽ NA CÍLI

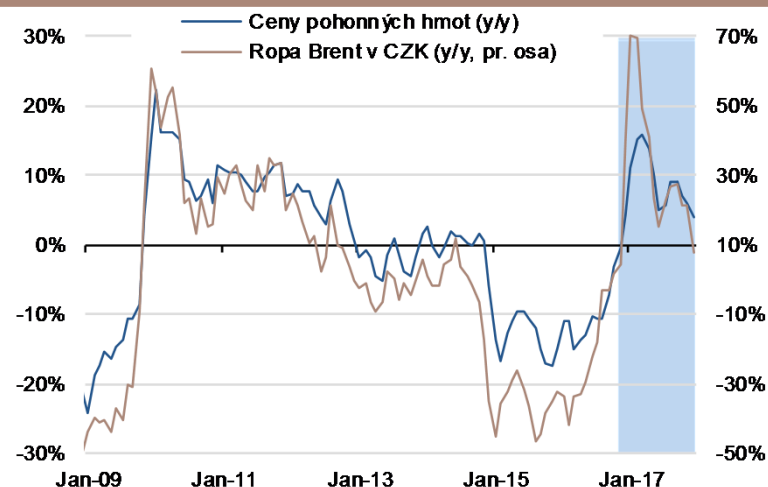
- Na přelomu roku inflace rychle akcelerovala.
- Jádrová inflace již celkovou dohnala.
- Po celý letošní rok se inflace bude držet na cíli či těsně nad ním.
- Letošní průměrná inflace bude činit 2,2 %, jádrová inflace 2,4 %.

Inflace má dno jednoznačně za sebou

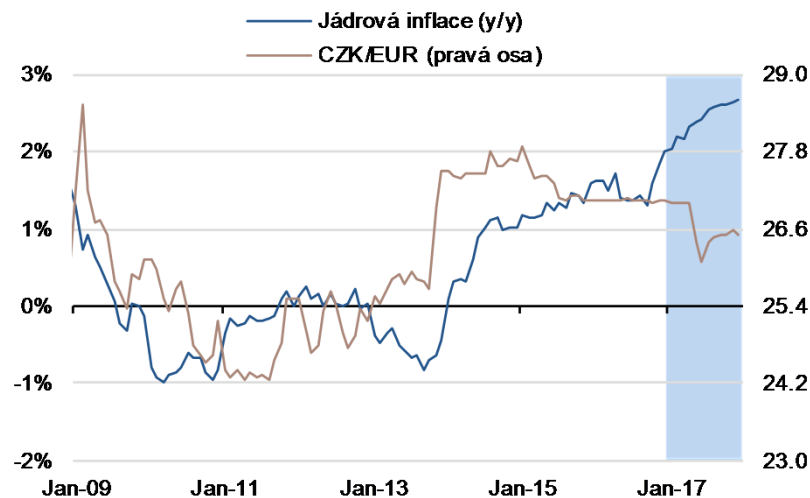


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

Vyšší ceny ropy tlačí na pohonné hmoty



Jádrová inflace je též na cíli



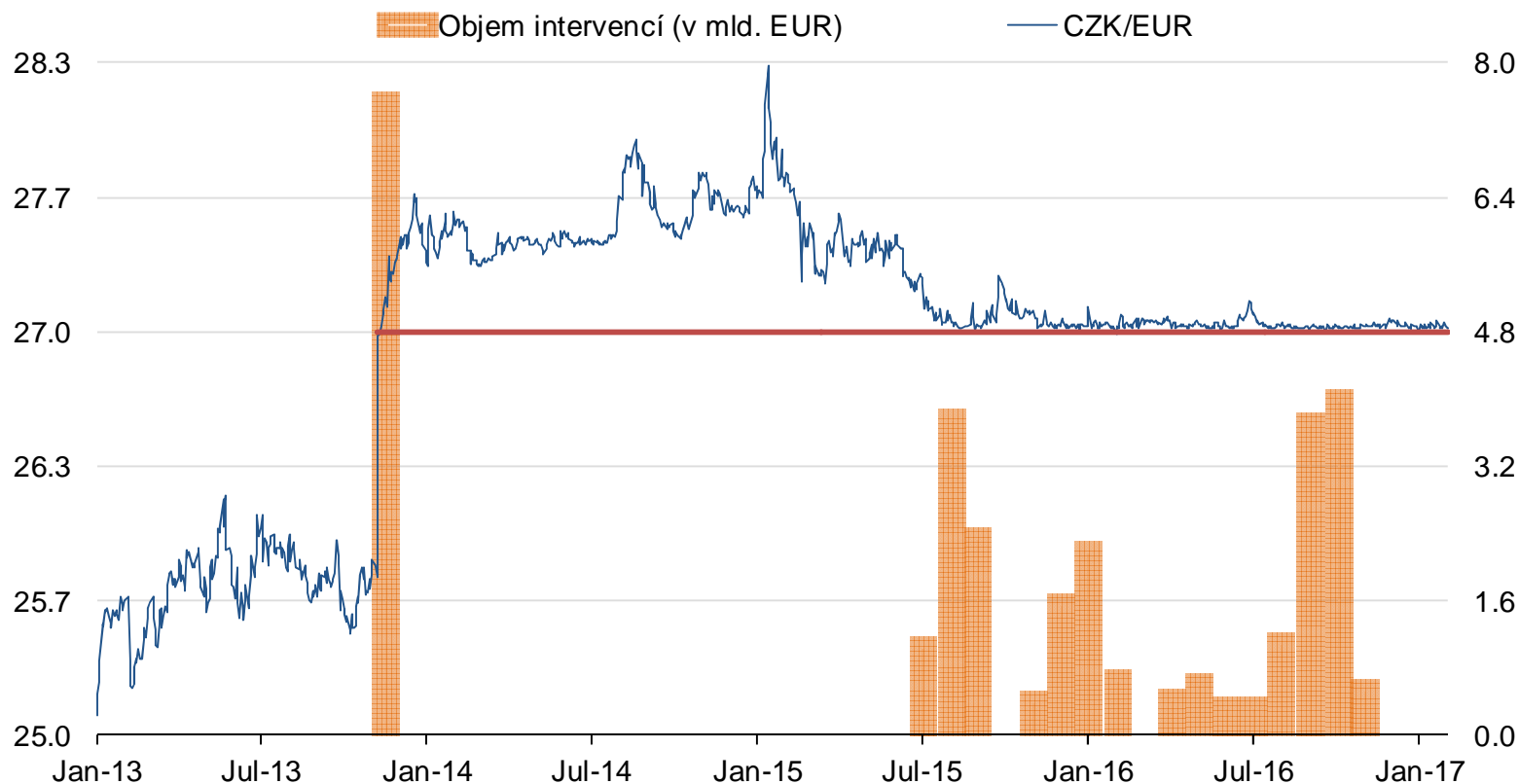
ČNB BUDE NADÁLE ČELIT TESTOVÁNÍ KURZOVÉHO ZÁVAZKU

EXIT Z INTERVENČNÍHO REŽIMU V Q2 17

KURZOVÝ ZÁVAZEK POD TLAKEM

- Od loňského července ČNB intervenovala v objemu přes 22 mld. EUR.
- ČNB jen brání kurzový závazek, cílem není korunu oslabit.

Intervenční aktivita ČNB v posledních měsících silně roste

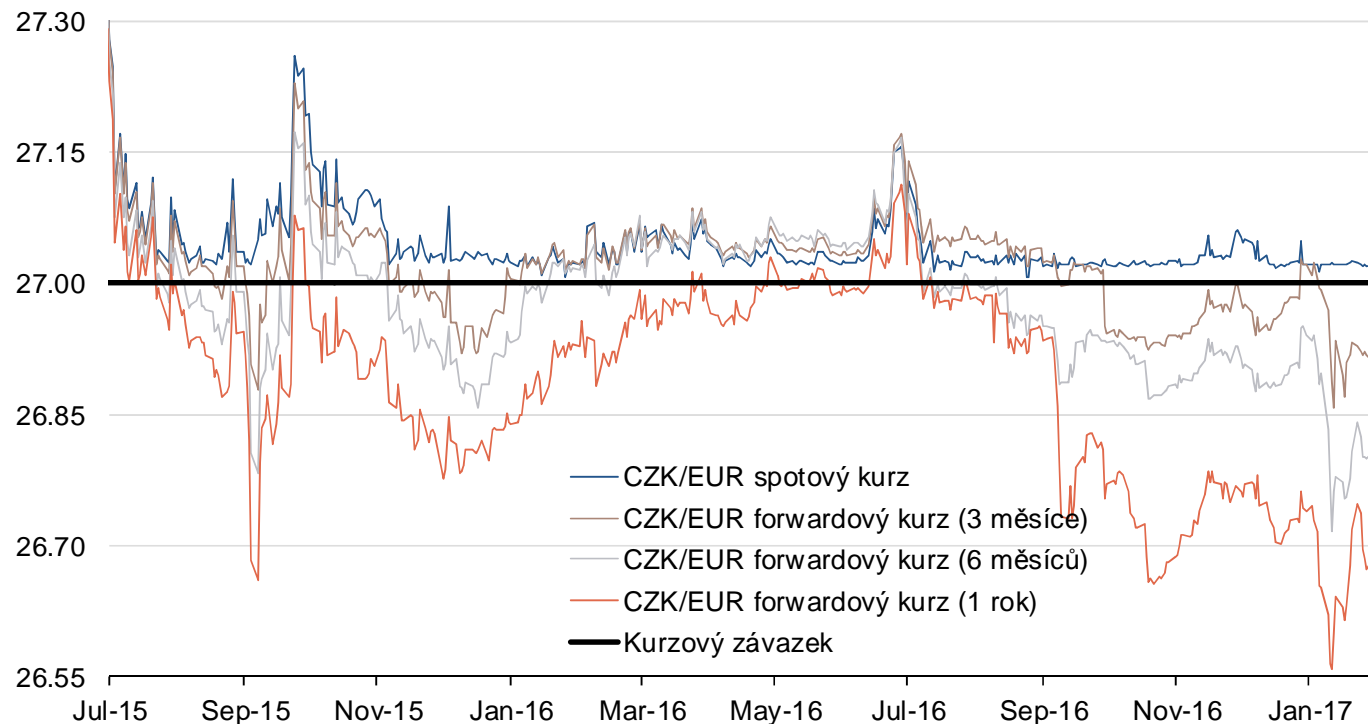


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Reuters, ČNB

KURZOVÝ ZÁVAZEK POD TLAKEM, FORWARDOVÉ KURZY KLESAJÍ

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

Vývoj forwardových kurzů CZK/EUR

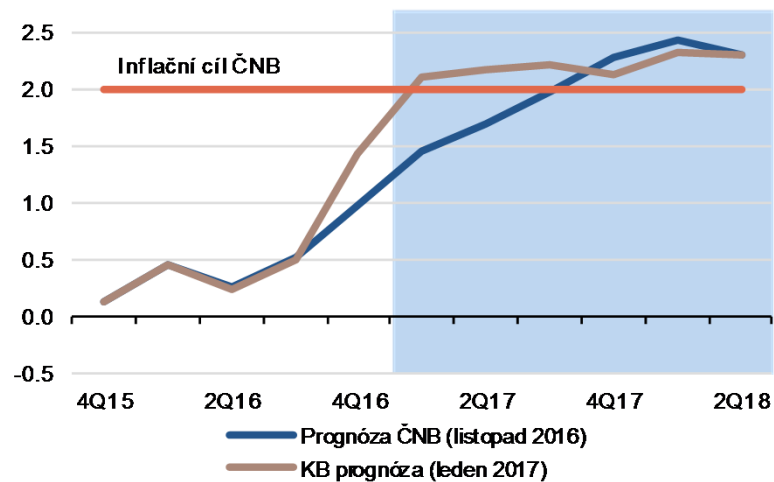


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

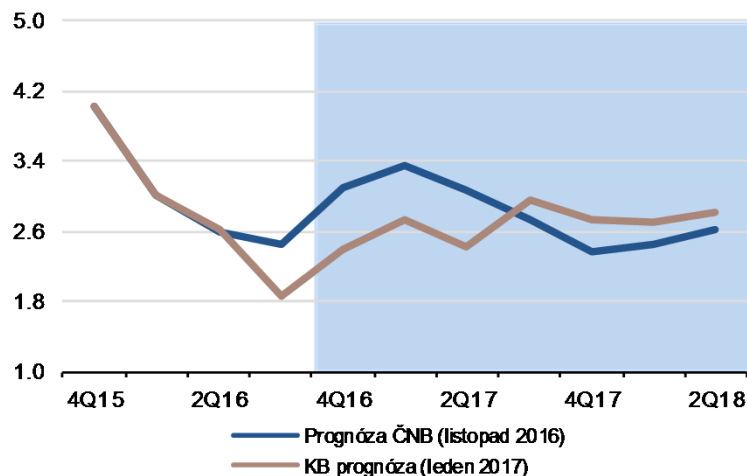
INFLAČNÍ VÝHLED ČNB: NA CÍLI V POLOVINĚ ROKU 2017

- Bankovní rada neopustí kurzový závazek před koncem Q1 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**, a to na řádném zasedání 4. května
- Na zasedání 2. února bude představena nová inflační prognóza

ČNB předpokládá dosažení inflačního cíle v polovině roku 2017



Optimistický růstový výhled ČNB pro rok 2017

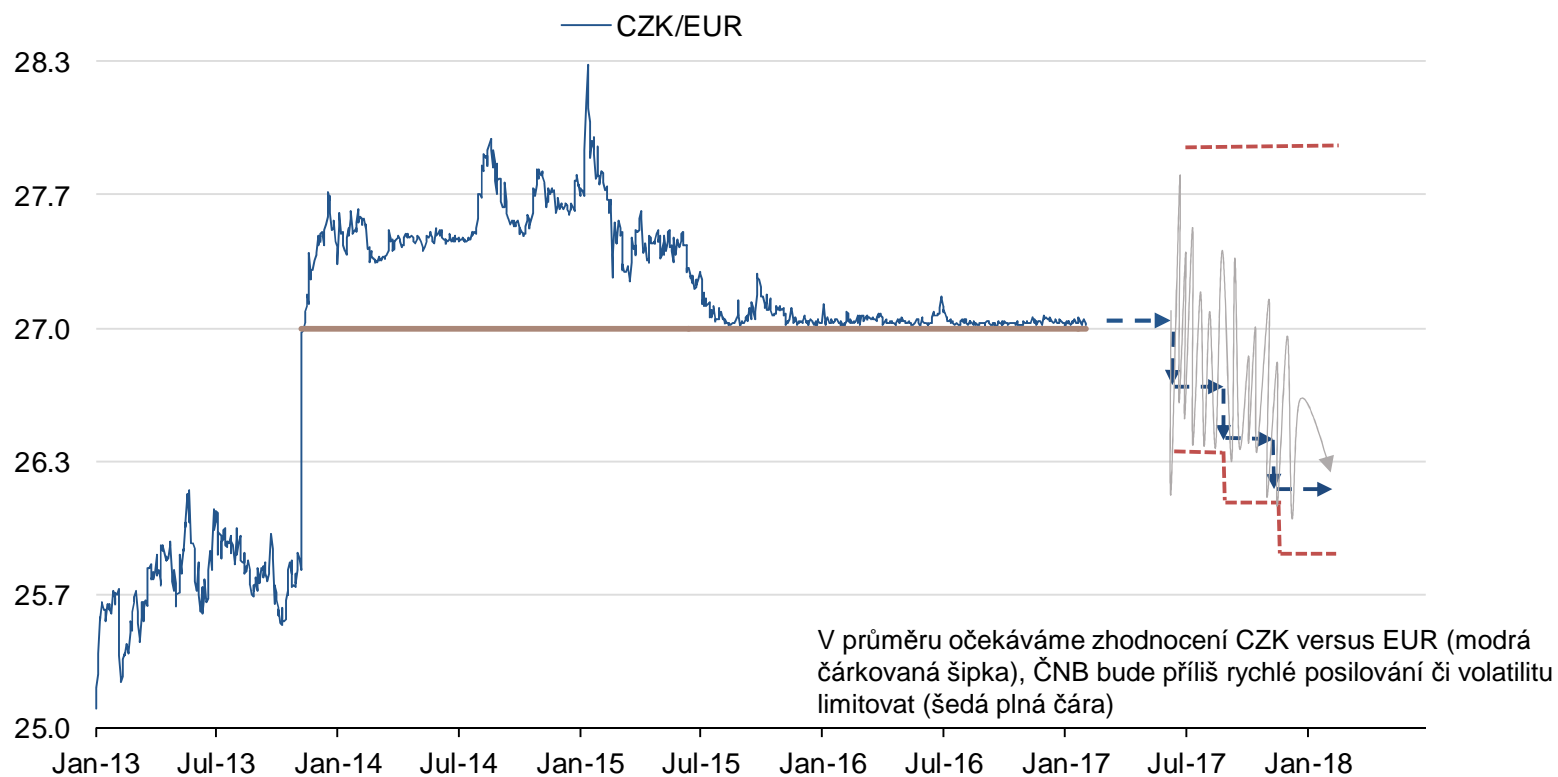


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ, ČNB

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.

Po opuštění závazku bude ČNB snižovat volatilitu

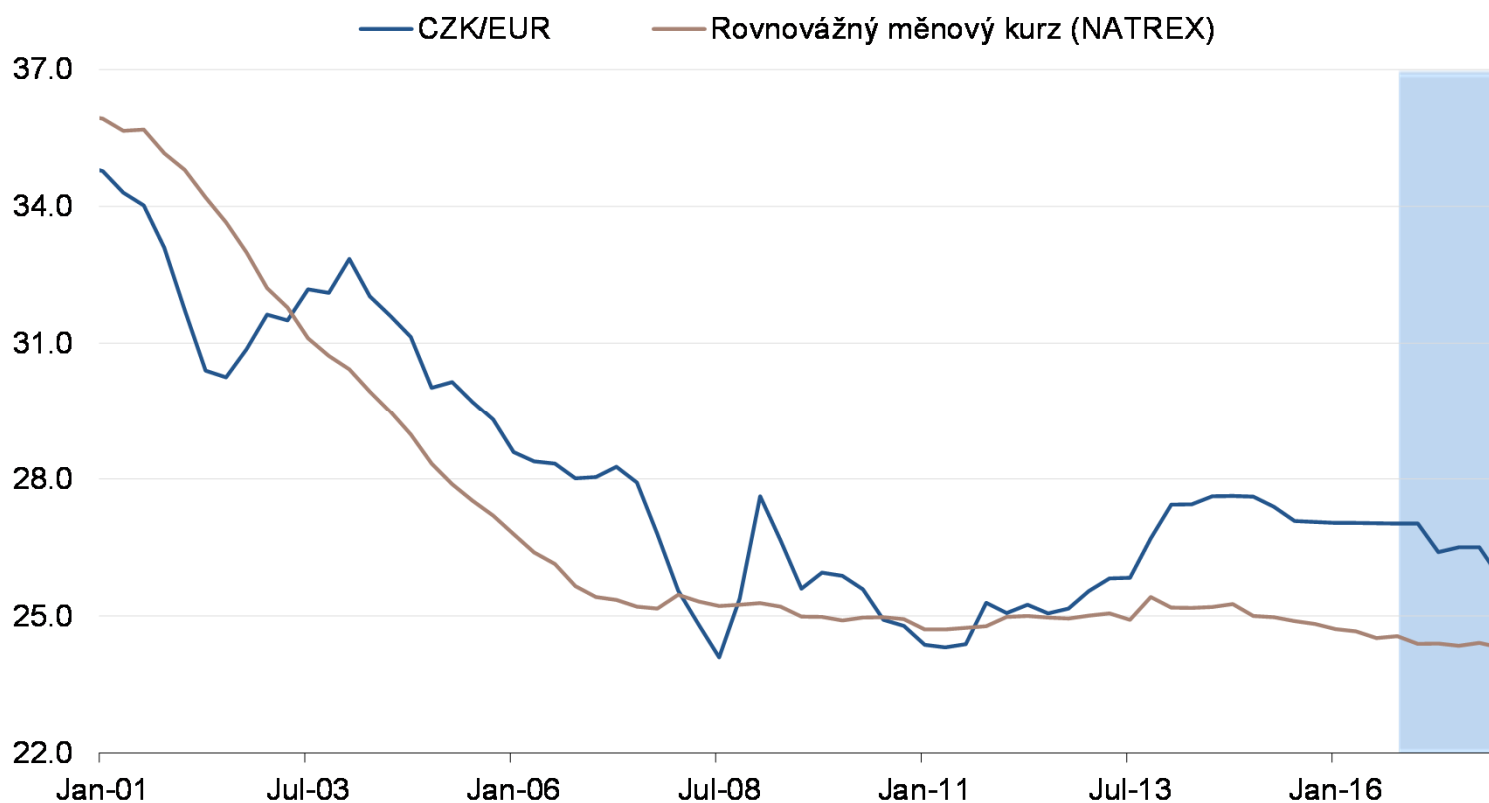


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

DLOUHODOBÁ ROVNOVÁŽNÁ ÚROVEŇ KURZU CZK/EUR

- Vzhledem ke své dlouhodobé rovnovážné úrovni (NATREX) **je koruna podhodnocená**
- **Zhodnocování koruny k dlouhodobé rovnovážné úrovni pod hladinou 25 CZK/EUR musí být postupné, mělo by trvat zhruba dva roky**

Prudké podílení koruny k dlouhodobé rovnovážné úrovni by bylo šokem

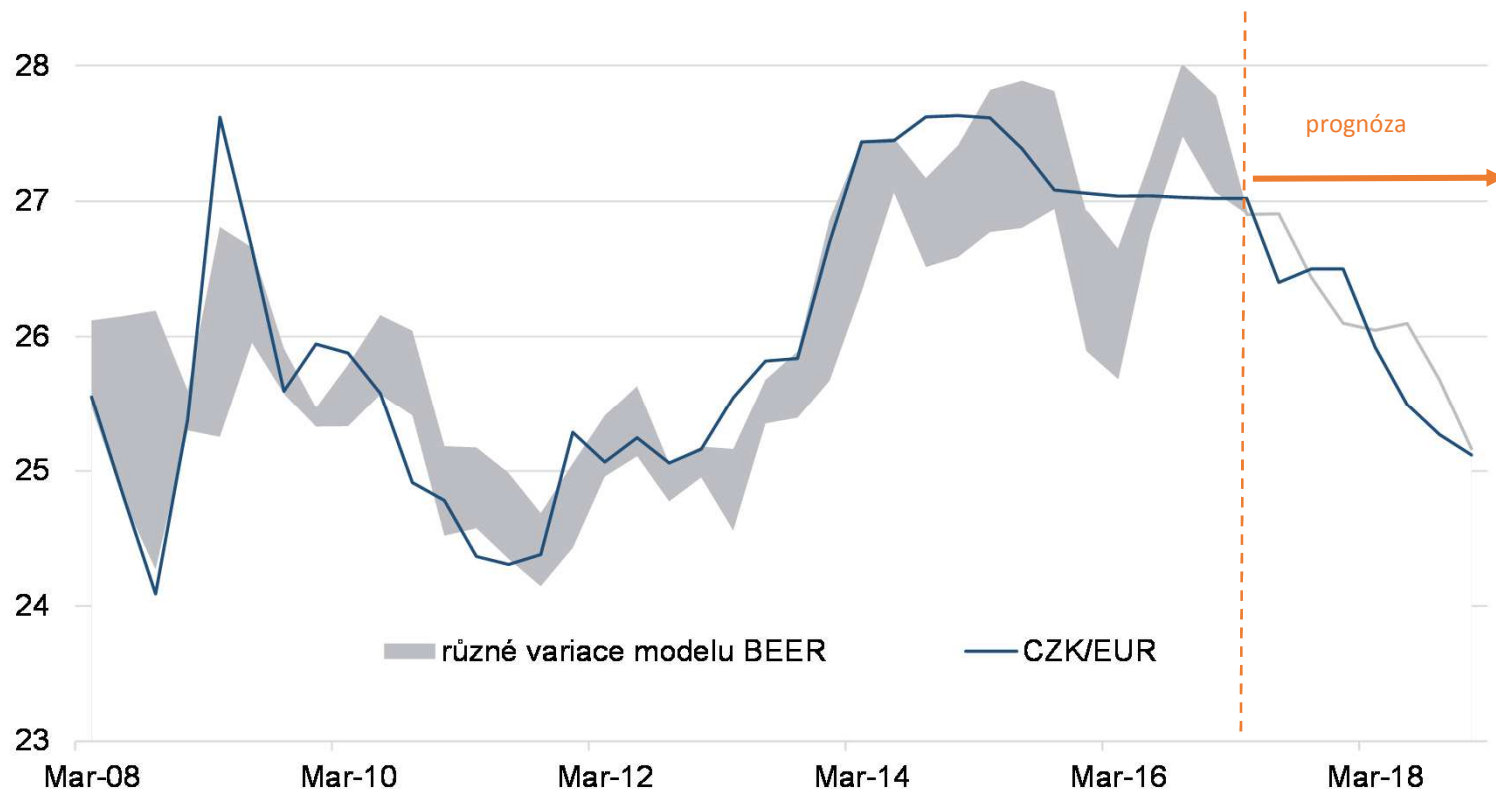


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

STŘEDNĚDOBÁ ROVNOVÁŽNÁ ÚROVEŇ KURZU CZK/EUR

- Model střednědobého rovnovážného kurzu CZK/EUR ukazuje pro Q2 17 hodnotu 26,40, 26,00 pak pro konec letošního roku
- V dlouhém období model implikuje kurz kolem 24 CZK/EUR v roce 2020.

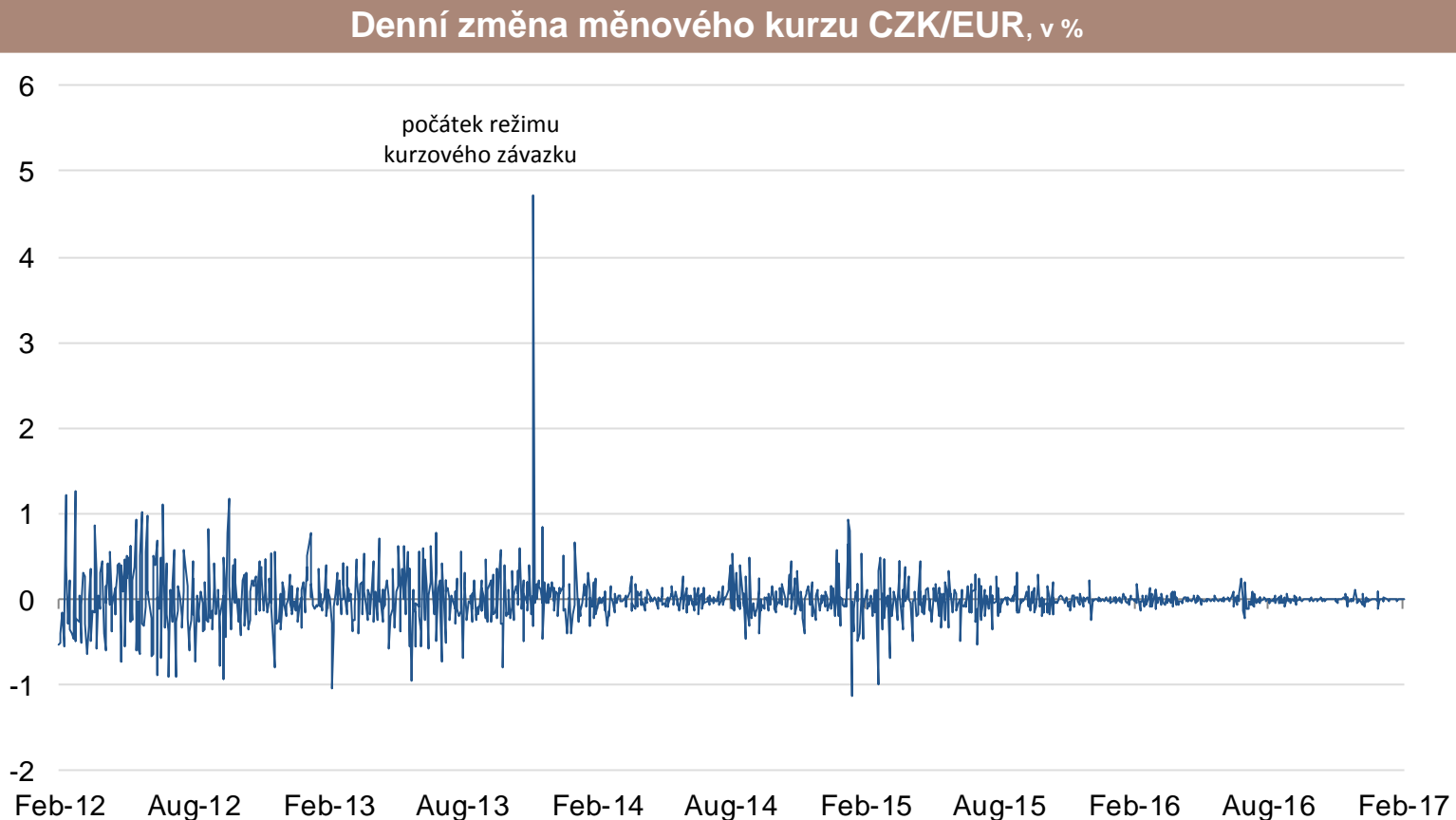
BEER model prudké zhodnocování koruny nenaznačuje



Zdroj: ČNB, CZSO, Bloomberg, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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.**

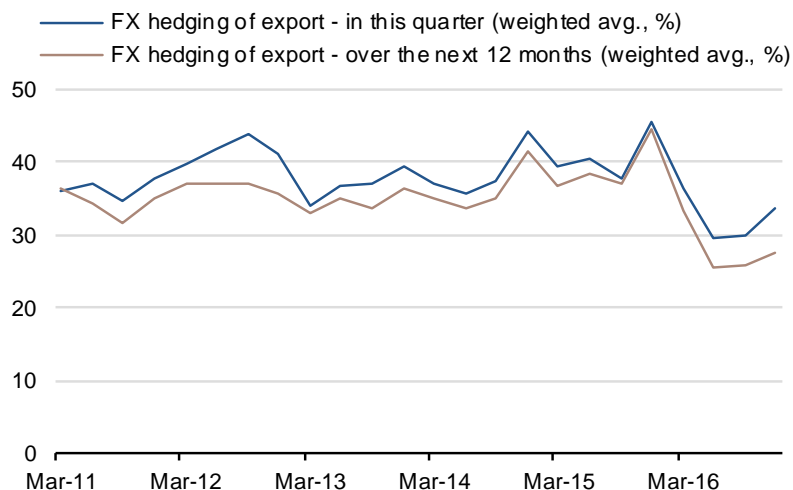


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

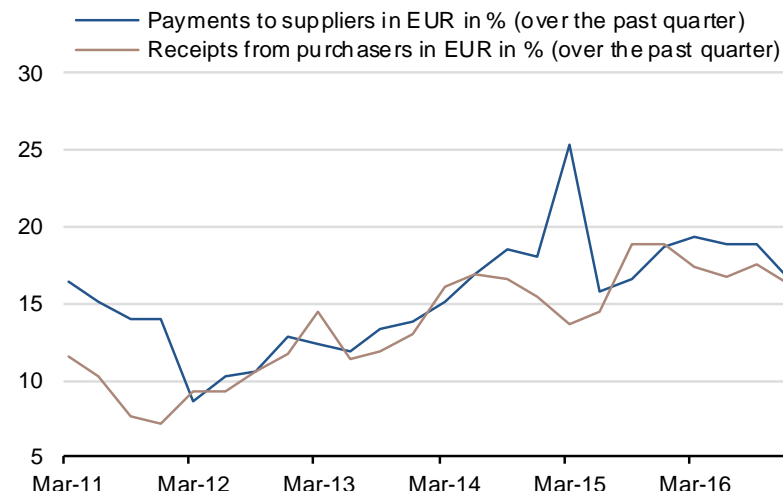
ZAJIŠTĚNÍ DEVIZOVÉHO RIZIKA EXPORTÉRŮ

- Podle dat ČNB je úroveň měnového zajištění exportérů spíše nižší, zrovna tak „euroizace“ ekonomiky.
- Hedging pravděpodobně v Q1 17 vzrostl, stejně jako v Q4 15 a Q4 16, kdy příliv spekulativního kapitálu zesílil a exportéry vystrašil.

Zajištění měnového rizika je nízké, ale zvyšuje se



Podíl eurových plateb v české ekonomice

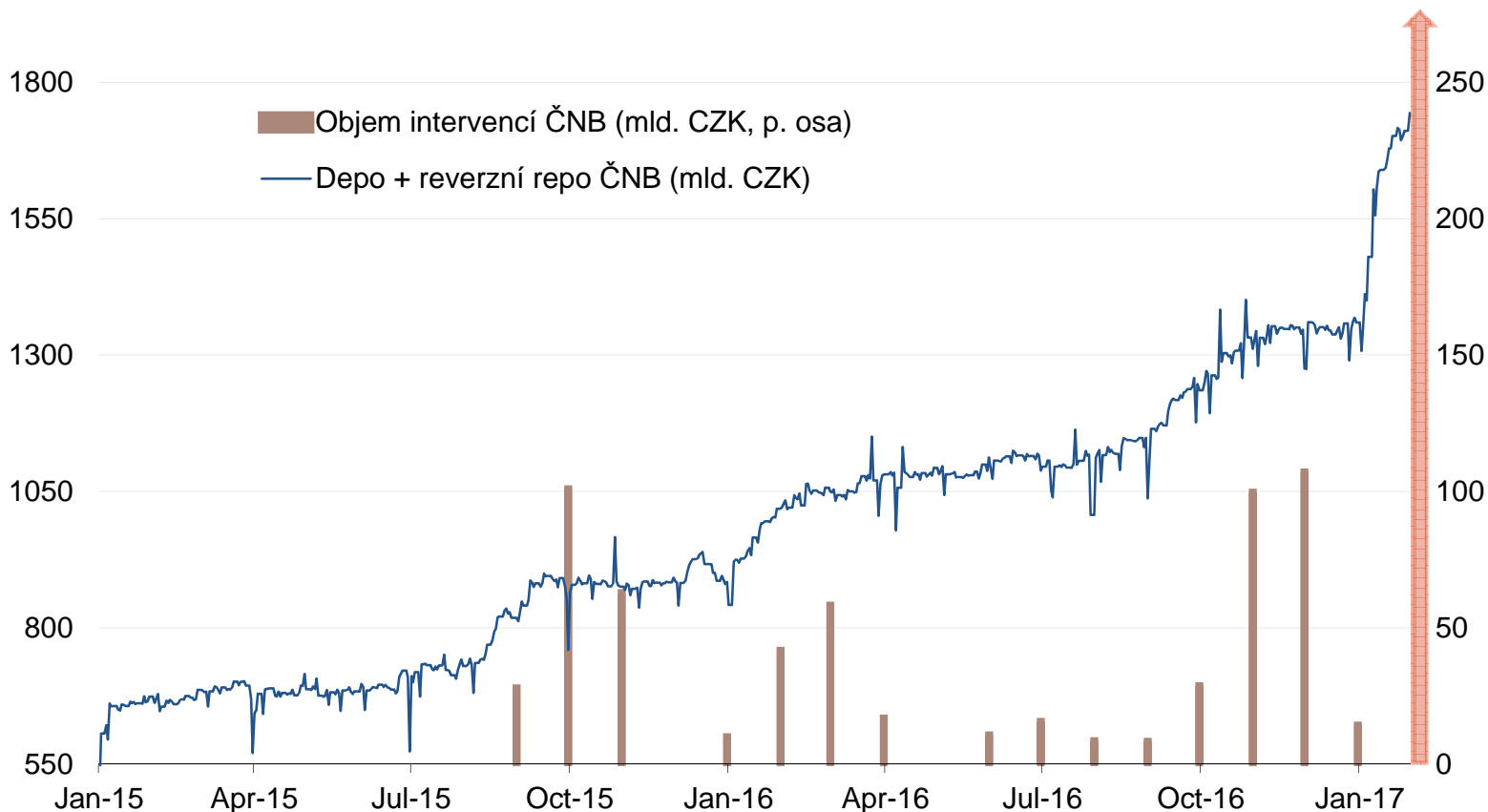


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČNB

MASIVNÍ PŘÍLIV KAPITÁLU V PRVNÍCH LEDNOVÝCH TÝDNECH

- Měřeno mezibankovní likviditou **příliv horkého kapitálu v prvních týdnech letošního roku dramaticky zesílil.**

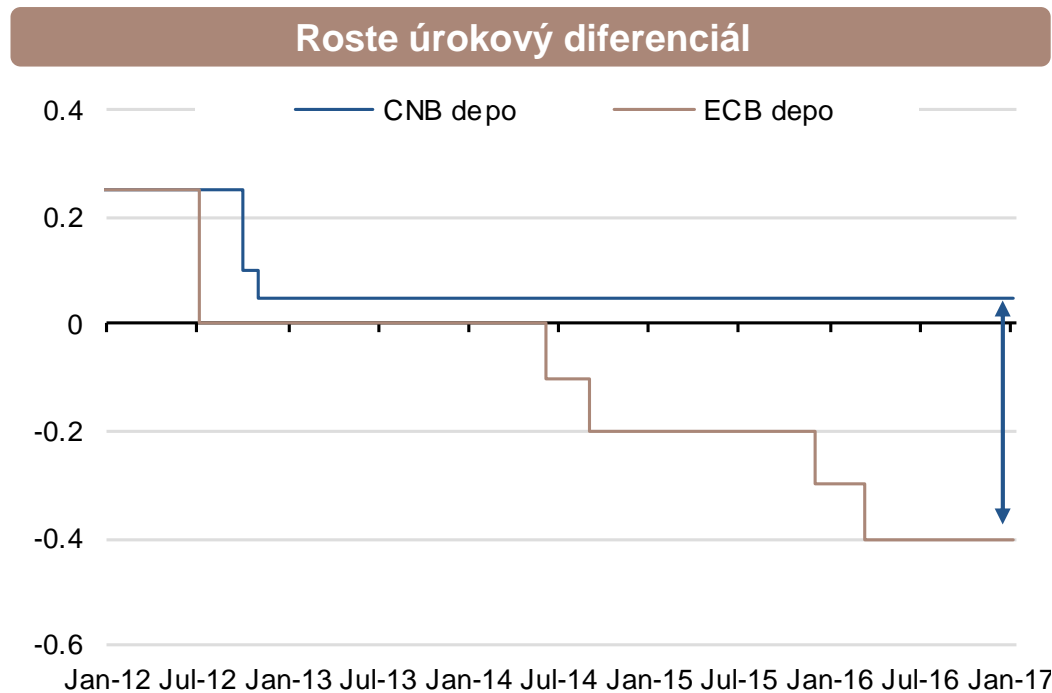
Objemy intervencí za první tři týdny ledna zřejmě dosáhly 13 mld. EUR



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČNB

DLOUHODOBĚ ZÁPORNÉ SAZBY – NEPRAVDĚPODOBNÁ VARIANTA

- Dlouhodobě negativní sazby by v prostředí české ekonomiky neměly smysl.
- Intenzivní debata v ČNB na začátku loňského 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.**

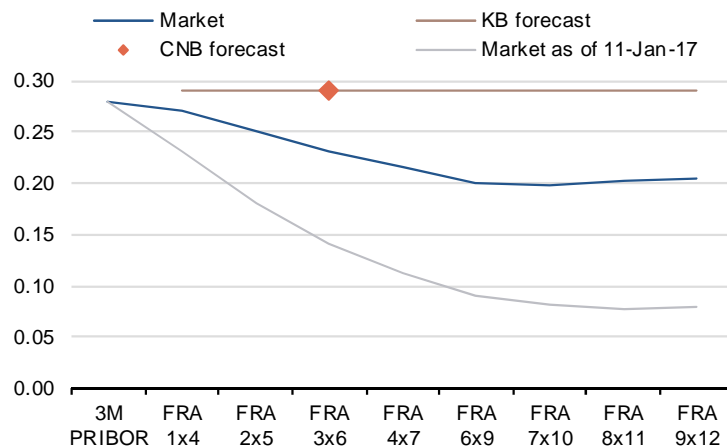


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg, ČSÚ

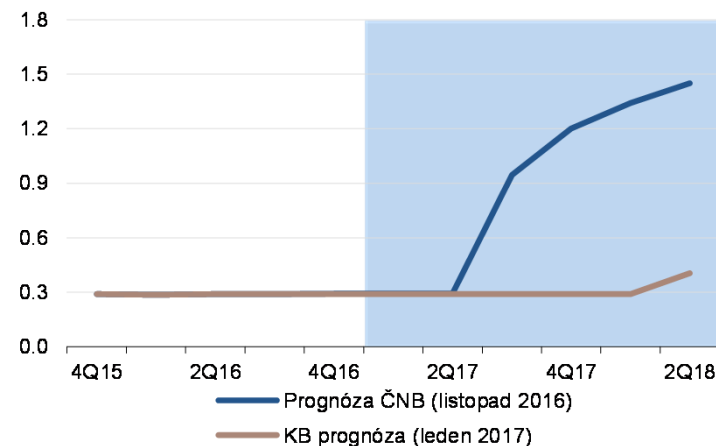
SNÍŽENÍ ÚROKOVÝCH SAZEB V HLAVNÍM SCÉNÁŘI JIŽ NEOČEKÁVÁME

- **Očekávali jsme, že opuštění režimu kurzového závazku bude doprovázeno snížením úrokových sazeb:** objemové omezení depo a repo facilit úročených sazbou 0,05 % a clearingových účtů úročených sazbou 0,0 %
- **Vzhledem k posledním komentářům centrálních bankéřů je scénář záporných sazeb méně pravděpodobný.**
- **Přetrvávající inflace a silná ekonomika povedou k zahájení cyklu zvyšování úrokových sazeb (od Q2 108).** Celkem pro rok 2018 očekáváme 4x zvýšení sazeb.
- **Sazby PRIBOR by se letos měnit neměly, v roce 2018 půjdou výše.**

Ani trh již s poklesem zázeb příliš nepočítá



3M PRIBOR začne v roce 2018 růst



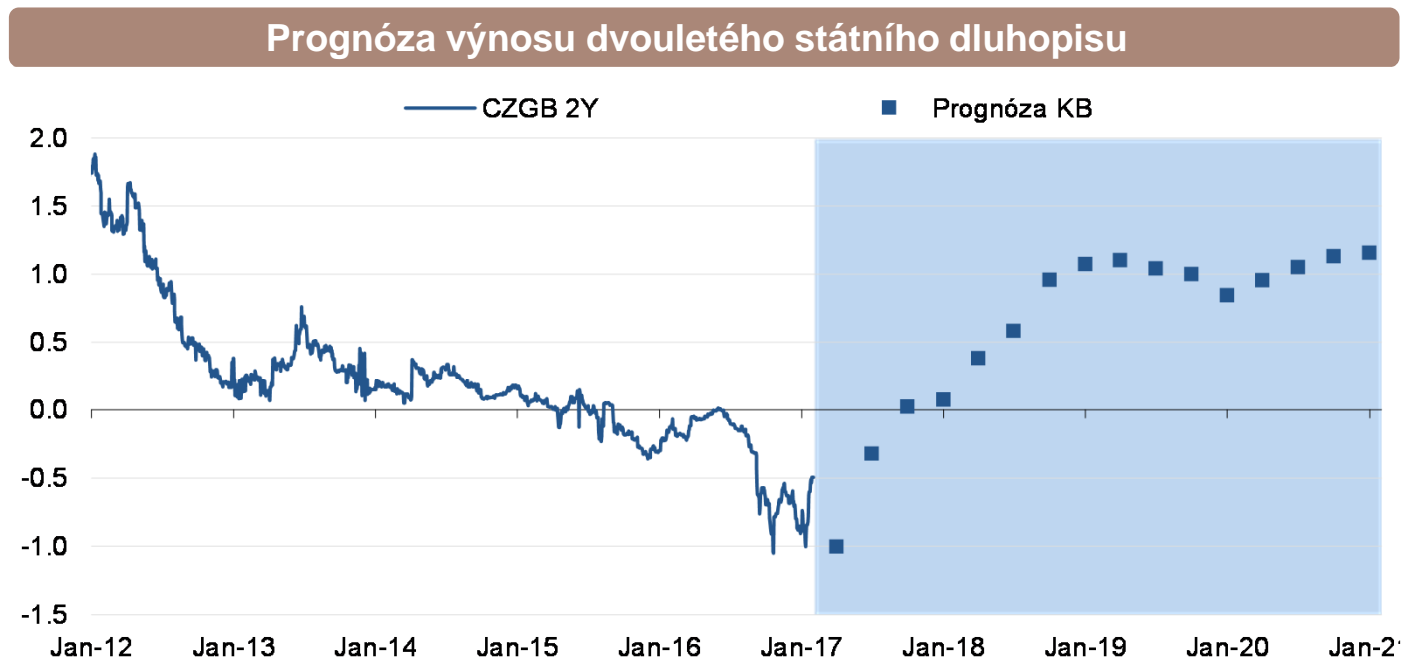
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČNB, ČSÚ, Bloomberg, Macrobond

TRH ČESKÝCH DLUHOPISŮ A SWAPOVÝCH SAZEB

DLOUHÉ VÝNOSY MÍRNĚ POROSTOU

VÝNOSY CZGB: KRÁTKÝ KONEC MÁ JEŠTĚ PROSTOR PRO POKLES

- Příliv spekulativních peněz povedl k dalšímu poklesu krátkého konce výnosové křivky.
- Očekáváme, že MF využije příznivých podmínek na trhu a předfinancuje se v prvních měsících letošního roku na jeho zbytek.
- **Ukončení režimu kurzového závazku bude počátkem normalizace krátkého konce výnosové křivky** kvůli snižování nerovnováhy na trhu (XCCY basis swapů)

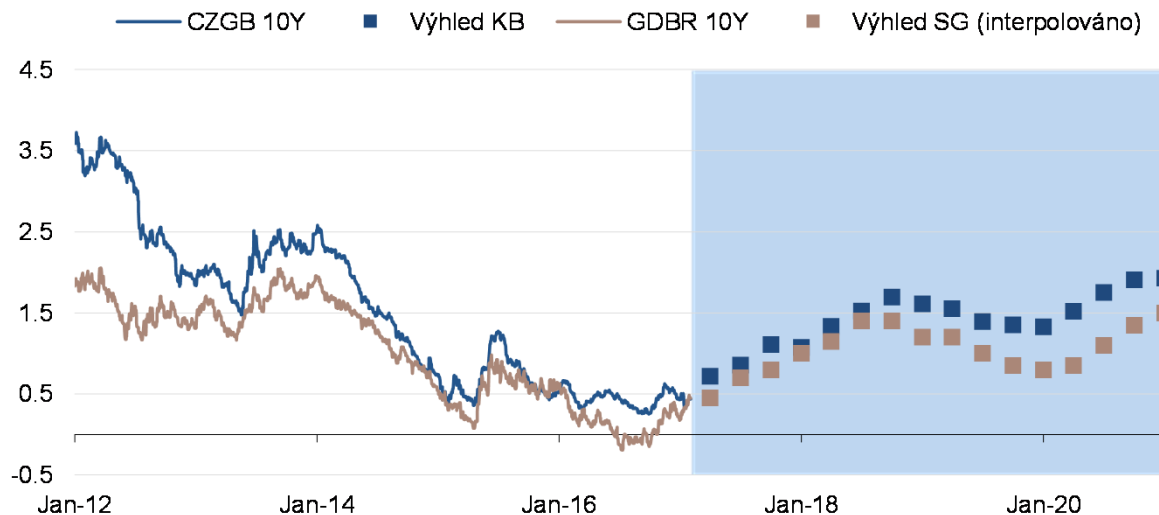


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

VÝNOSY CZGB: DELŠÍ KONEC VE ZNAMENÍ MÍRNÉHO NÁRŮSTU

- **Delší výnosy začaly růst v říjnu 2016** kvůli zvyšující se inflaci, vzestupy eurových výnosů a efektu vítězství D. Trumpa
- **Trend postupného, ale mírného vzestupu desetiletých výnosů by měl pokračovat.**
- Tlak na vzestup delšího konce výnosové křivky bude limitován tím, že se MF zaměří v prvních měsících letošního roku ve své emisní aktivitě na kratší konec výnosové křivky. Na druhé straně bude na přelomu let 2017/2018 splatných dluhopisů za více než 100 mld. CZK v rukou domácích investorů.

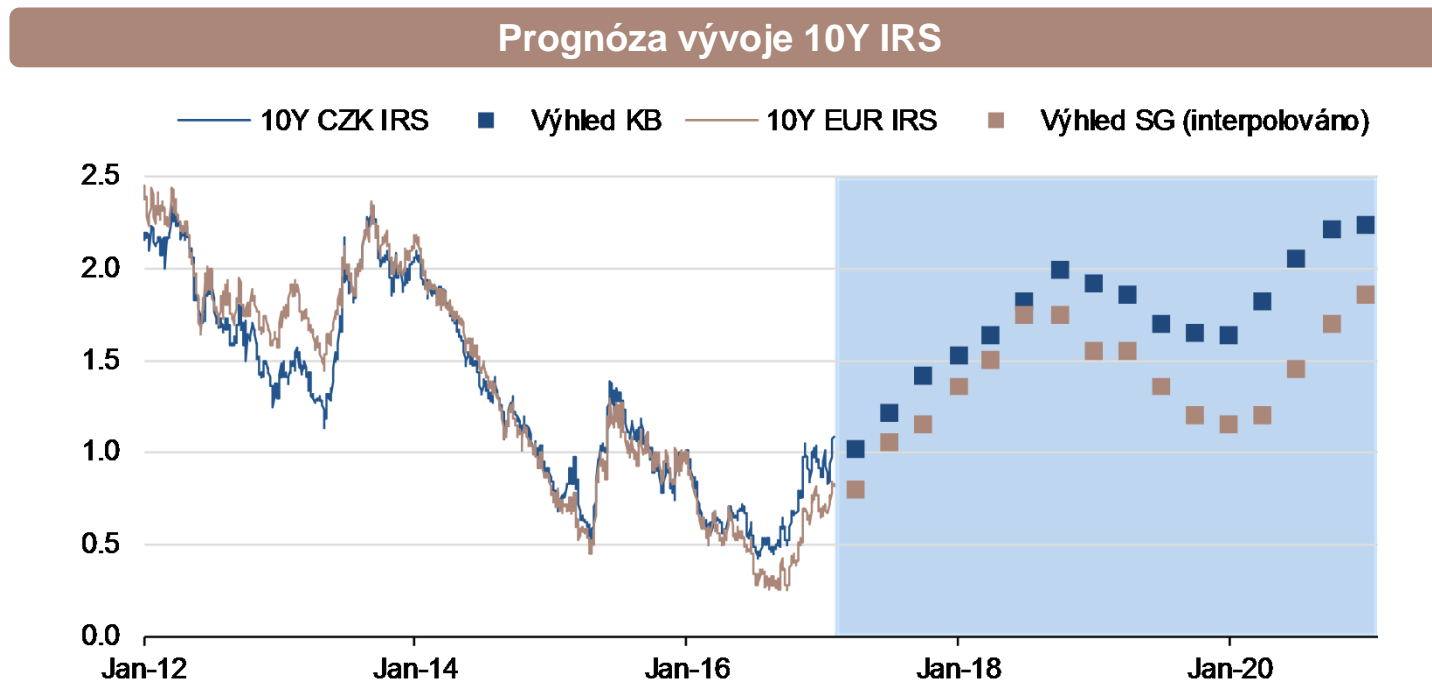
Prognóza výnosu desetiletého státního dluhopisu



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

SWAPOVÁ KŘIVKA: RŮST SKLONU BUDE POKRAČOVAT

- Se zrychlující inflací a růstem eurových dlouhých sazeb očekáváme i pokračující 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

	2016	2017	2018
HDP (reálný růst, y/y v %)	2,5	2,7	2,7
Spotřeba domácností (reálný růst, y/y v %)	2,7	2,9	2,9
Fixní investice (reálný růst, y/y v %)	-1,2	2,8	3,1
Zahraniční obchod (mld CZK) (*)	491	487	520
Průmyslová výroba (reálný růst, y/y)	3,2	4,4	4,5
Maloobchod (reálný růst, y/y v %)	6,0	4,7	4,1
Mzdy nominální růst, y/y v %)	4,2	4,6	4,4
Míra nezaměstnanosti (MPSV, v %)	5,4	4,9	4,7
Inflace (y/y, v %)	0,7	2,2	2,3
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,1	0,0	0,0
Jádrová inflace (y/y, v %) (**)	1,6	2,4	2,3
Ceny potravin (y/y, v %) (**)	-0,9	2,4	1,3
Ceny pohonných hmot (y/y, v %) (**)	-8,5	9,1	1,5
Regulované ceny (y/y, v %) (**)	0,2	-0,6	3,4
3M PRIBOR (průměr)	0,29	0,29	0,68
2W Repo (průměr)	0,05	0,05	0,51
EUR/CZK (průměr)	27,03	26,6	25,2

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 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 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 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.

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 Global Strategy
- #1 Multi Asset Research
- #1 Global Economics
- #1 Index Analysis

Fixed Income



- #2 Overall Credit Strategy
- #2 Overall Trade Ideas
- #1 Non-Bank Financial Institutions / #1 Autos
- #1 Consumer Products & Retail / #1 TMT
- #1 General Industries / #1 Corporate Hybrid Bonds

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



- #1 France (Country Research)
- #2 Quantitative/Database Analysis
- #1 SRI & Sustainability
- 15 sector teams in the **Top 10**