

Kurz koruny a měnová politika ČNB

Aktuální téma

Zpět ke skvělému transmisnímu mechanismu

MiFID II

Informace
a nabídka na
našem webu



Jakub Matějů
(420) 222 008 598
j_mateju@kb.cz

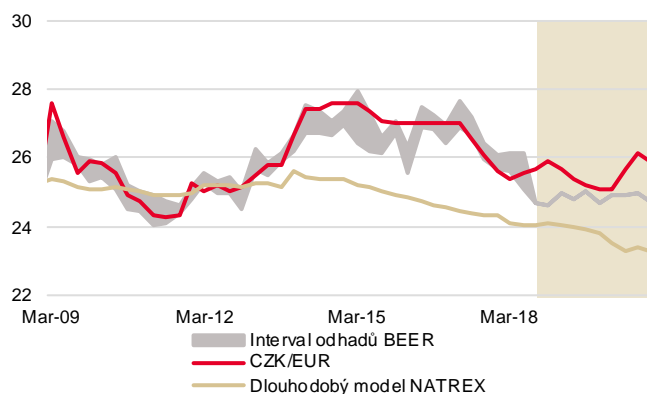


Viktor Zeisel
(420) 222 008 523
viktor_zeisel@kb.cz

Odhady rovnovážného kurzu koruny naznačují mnohem silnější hladiny než ty, které pozorujeme v poslední době. Myslíme si, že této rovnováhy koruna jen tak nedosáhne. Podle nás za tím z velké části stojí velký objem devizových rezerv ČNB. Centrální banka přitom nemá v plánu je v nejbližší době redukovat. Množství likvidity na korunovém trhu přitom narušuje tradiční kanály transmise měnové politiky. Úrokový diferenciál vůči euru například nevede k posílení koruny. Věříme, že součástí návratu k neutrální měnové politice a funkční transmisi by měla být i diskuse o redukci bilance ČNB.

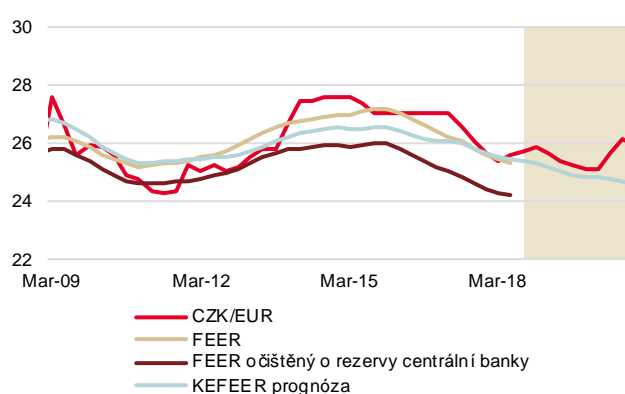
Kurz koruny daleko od rovnováhy: Na vině jsou rezervy

Rovnovážné modely NATREX a BEER



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Model FEER: odhadovaný vliv devizových rezerv



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Kde je rovnovážný kurz koruny? Tato otázka zaměstnává centrální bankéře, vývozce i dovozce, zahraniční i domácí investory, obchodníky na finančním trhu i analytiku přinejmenším od ukončení devizových intervencí v loňském dubnu. Odpověď však závisí na samotné definici toho, co si pod rovnováhou kurzu koruny vlastně představujeme. Koncepty rovnovážného kurzu lze rozdělit podle frekvence či průměrné rychlosti, se kterou se kurz k příslušné rovnováze vrací.

1. **Indikátory krátkodobé rovnováhy.** Model **BEER** (behavioral exchange rate equilibrium) používaný v Ekonomickém a strategickém výzkumu KB je vhodný pro hodnocení krátkodobé nerovnováhy měnového kurzu. Má formu odhadovaných rovnovážných rovnic, do kterých vstupují rozdíly v produktivitě, čisté investiční pozici a poměry investic a čistých vývozů na HDP, a to včetně zpožděných efektů jednotlivých proměnných. Pracujeme s rozpětím široké škály různých modelových specifikací, protože neexistuje jasné vodítko, která z nich by měla být nejlepší. Zatímco odhady BEER na historii ukazují široký rozptyl rovnovážných hodnot, **výhled naznačuje, že i v krátkém horizontu by koruna měla mít prostor posilovat.**

2. **Střednědobé modely rovnováhy.** Naše implementace modelu **FEER** (fundamental equilibrium exchange rate) je založena na rovnovážném posilování kurzu korunu vůči euru

vlivem Balassa-Samuelsonova efektu. Pracuje s rozdílem růstu produktivity v sektorech zboží a služeb, přičemž zvyšování relativní konkurenceschopnosti zahraničního obchodu vede k rovnovážnému zhodnocování měny. FEER model v současnosti ukazuje na o něco silnější hodnoty než pozorujeme. **Pokud však očistíme výsledky o odhadovaný efekt zvýšených devizových rezerv centrální banky, dostaneme mnohem silnější odhadované rovnovážné úrovně poblíž 24 CZK/EUR.** To nás vede k závěru, že dokud pozice centrální banky nebude výrazněji redukována (hlavně v poměru k HDP), k odhadovaným rovnovážným úrovním se jen tak nepodíváme.

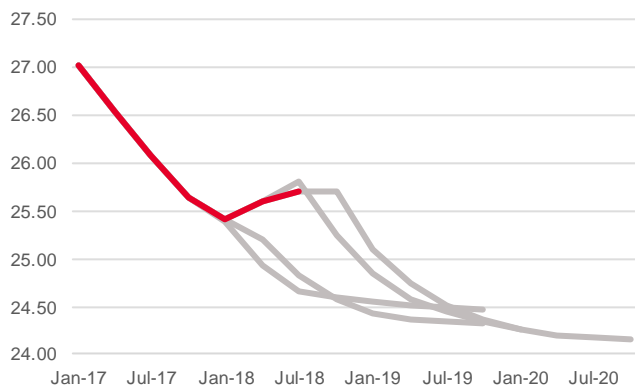
3. **Dlouhodobé odhady rovnováhy.** K hodnocení potenciálu konvergence kurzu koruny v delším horizontu používáme model **NATREX**. Ten využívá diferenciálů v produktivitách, časových preferencích a směnných relacích mezi korunou a eurem. Protože je model odhadnutý na datech před intervenčním režimem ČNB, poskytuje náhled na to, jak by se kurz býval mohl vyvíjet bez vlivu nabobtnalých devizových rezerv centrální banky. **Není překvapením, že tento odhad rovnováhy naznačuje mnohem silnější úrovně, opět kolem 24 CZK/EUR.** Navíc rovnovážný kurz na horizontu prognózy dále posiluje. **Jak však ukazuje model KEFEER, koruna této rovnovážné trajektorie v dohledné době nedosáhne.** Model KEFEER (Kalman-filtered FEER) považuje kurzovou rovnováhu za nepozorovanou veličinu, která umožňuje návrat ekonomiky k vnější a vnitřní rovnováze pomocí uzavírání mezer domácí a zahraniční poptávky.

Modely rovnovážného kurzu obecně naznačují, že by koruna měla mít prostor k posilování. Zatímco krátkodobé modely dávají v posledních čtvrtletích výsledky s velkým rozptylem hodnot, středně- a dlouhodobé modely naznačují hodnoty poblíž 24 CZK/EUR. Vzhledem k odhadovanému efektu výrazně zvýšené bilance ČNB (ta je z drtivé části tvořena devizovými rezervami) neočekáváme, že by se kurz koruny brzy vrátil k těmto rovnovážným úrovním. Alespoň dokud se centrální banka nerozhodne část svých rezerv rozpustit.

Dlouhodobá nerovnováha měni fungování ekonomiky

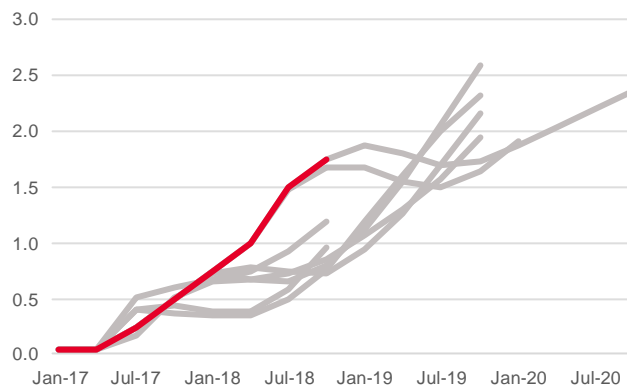
V předchozích řádcích jsme ukázali, že existuje rovnováha kurzu koruny proti euru, která odpovídá ekonomice ve vnitřní i vnější rovnováze. To znamená, že HDP se vrací ke svému dlouhodobému potenciálu, míra nezaměstnanosti nezrychluje ani nezpomaluje inflaci, bilance běžného účtu je na dlouhodobě udržitelné úrovni. V této situaci se úrokové míry vrací zpět ke své neutrální hladině. Pokud se jedna z těchto statistik odchyluje ve střednědobém pohledu od rovnováhy, žádný z těchto ukazatelů nezůstává v rovnováze. Takže pokud se kurz nedostane zpět do rovnováhy po delší dobu, mimo rovnováhu se může nacházet celá ekonomika. **Standartní ekonomické vztahy (např. transmise měnové politiky) tak po delší dobu nemusí platit.**

Prognózy kurzu od ČNB předpokládají prudké posilování koruny ...



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

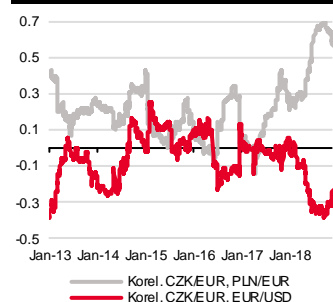
... a tím pádem i pozvolný růst sazeb



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Modely, které se používají k předpovídání ekonomického vývoje předpokládají návrat k rovnováze ve střednědobém horizontu. ČNB používá model dynamické stochastické všeobecné rovnováhy, ve kterém, pokud víme, nezohledňuje vliv zvýšení devizových rezerv. **Tento model tak naznačuje, že by koruna měla rychle posilovat.** My předpokládáme, že je to do velké míry návrat k odhadované rovnovážné úrovni. **I proto také model ukazuje stabilní úroveň sazeb.** Měnové podmínky jsou totiž již dostatečně utažené kurzem. ČNB se tak v tomto odhadu dlouhodobě netrefuje. ČNB v prognózách předpokládá pozvolné zvyšování sazeb, někdy dokonce jeho stabilitu. Na dalším zasedání pak ČNB sazby zvyšuje a do výhledu přidává další. **Kdyby ČNB ve svém aparátu zohlednila, že se situace na devizovém trhu změnila a že nafouklé devizové rezervy brání koruně v dalším posilování, její odhady by byly rázem přesnější.**

Korelace CZK, PLN, EUR



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Korunu ovlivňují jiné faktory

Kvůli zvýšeným devizovým rezervám nyní korunu ovlivňují jiné faktory než dříve. Úrokový diferenciál a přebytek platební bilance již nejsou pro domácí měnu klíčové. Na důležitosti získává nálada na globálních trzích. **Období krátkodobého pesimismu (tzv. risk-off) nyní poškozuje českou korunu stejně jako ostatní měny rozvíjejících se trhů.** České státní dluhopisy se navíc s relativně vysokou váhou objevily v indexu GBI-EM, který je často kopírován portfoliovými manažery jako standardní váhové schéma. Pokud tržní sentiment nepřeje rozvíjejícím se trhům, trpí tím celý index. Na pozadí navíc americký Fed zvyšuje sazby, čímž činí rozvíjející se trhy méně atraktivními pro investory ze Spojených států. Nedává totiž velký smysl mít expozici v rizikovějších rozvíjejících se trzích, když jim domácí ekonomika nabízí slušné zhodnocení. Také nelze podceňovat efekty regulatorních omezení a přísnějších standardů řízení rizik. Ty nezdědka znamenají omezení pro rozhodování o alokaci investic. **V souvislosti s opuštěním kurzového závazku ČNB, mnoho portfoliových manažerů posouvalo své limity expozice vůči české koruně. Velká část těchto dlouhých pozic přetrvávala i v roce 2018. Proto může být obtížné dále zvyšovat expozici vůči koruně, přestože je kurzový diferenciál lákavý.**

Transmisní kanály jsou ucpané

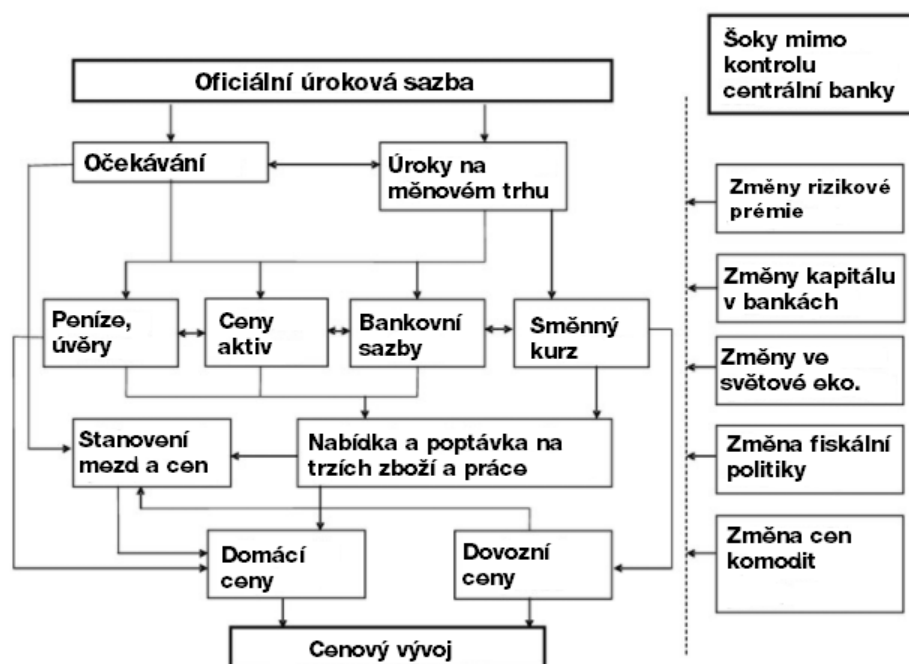
Drtivá většina bank v rozvinutém světě používá inflační cílování. Některé (například Fed) k němu přidávají ještě podporu hospodářského růstu. Pro všechny banky je ale velmi důležitý transmisní mechanismus. Transmisní mechanismus je proces, skrze který se měnověpolitická rozhodnutí promítají do cenové hladiny. Pokud transmise nefunguje správně, náklady

stabilizace měnové politiky mohou výrazně vzrůst. V extrémní situaci mohou být důsledkem neukotvená inflační očekávání, noční můra centrálních bankéřů. Schéma níže ukazuje transmisní mechanismus, jak ho popisuje ECB.

Když se transmisní mechanismus v eurozóně dostal do problémů v průběhu evropské dluhové krize, ECB zahájila svůj program OMT (na sekundárním trhu začala odkupovat státní dluhopisy), aby uchránila odpovídající transmissi měnové politiky a ukotvenost měnové politiky. My se domníváme, že transmisní mechanismus v Česku je v tuto chvíli v nebezpečí. Podívejme se nyní na jeho jednotlivé kanály:

Peněžní a úvěrový kanál. Tento kanál transmise je v Česku oslaben několika problémy. Velká část českých nefinančních korporací je součástí mezinárodních skupin a využívá vnitroskupinové financování. Navíc stále více nefinančních podniků čerpá úvěry v eurech. Nárůst podílu eurových úvěrů jsme mohli pozorovat zejména ke konci kurzového závazku. Čím méně si společnosti berou korunové úvěry, tím slabší je i transmisní mechanismus ČNB do cen a reálné ekonomiky.

Diagram transmise měnové politiky



Zdroj: ECB

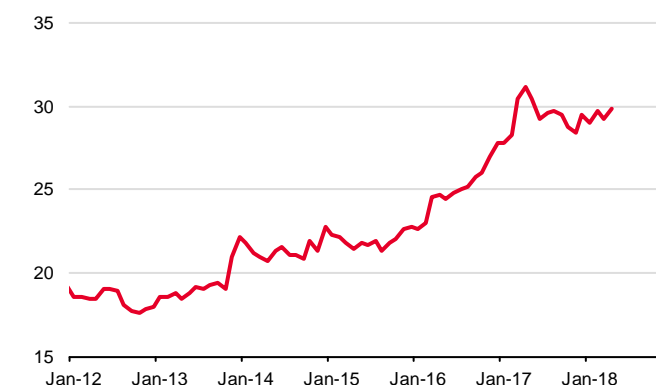
Ceny aktiv. Tento kanál v české ekonomice nikdy moc nefungoval. Hlavním aktivem, které české domácnosti drží, jsou nemovitosti. Domácnosti nezvyšují svou spotřebu s tím, jak roste cena jejich majetku. Spíše naopak. Rostoucí ceny nemovitostí mohou snížit sklon domácností utrácet s tím, jak se zvyšují náklady na bydlení a splátky hypotečních úvěrů.

Bankovní sazby. Bankovní sazby jsou další oblastí, kde transmisní mechanismus nefunguje příliš dobře. Sazby spotřebitelských úvěrů příliš nereagují na změnu měnověpolitické sazby. Může za to silící konkurence, kdy se banky snaží zhodnotit přebytkovou likviditu. Další dimenzi přidávají sazby na spořicí účtech. Banky nepotřebují dodatečné zdroje korunové likvidity,

proto se nesnaží klienty lákat na vyšší sazby na spořicí účtech. Ty stále zůstávají v blízkosti nuly. Pokud na trhu zůstane přebytek likvidity, situace se výrazně nezmění.

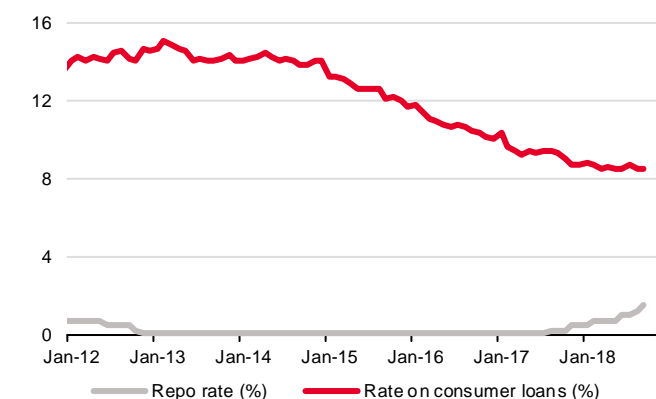
Devizový kurz. Kurzový kanál byl výrazně oslaben intervencemi. Úrokový diferenciál není s to posílit korunu, jak popisujeme výše v této zprávě.

Podíl cizoměnových úvěrů výrazně vzrostl (%)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vývoj úroků ze spotřebitelských úvěrů repo sazbu nesleduje

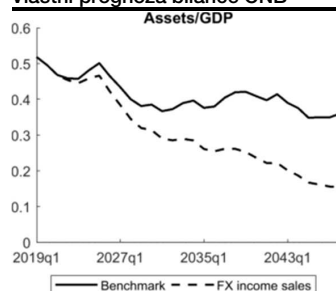


Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Snižte rezervy ve jménu transmise

Naše stručné shrnutí ukazuje, že transmisní mechanismus nefunguje ideálně. Významně k tomu přispívá přebytek likvidity. **Domníváme se, že by ČNB měla zvážit rozpuštění části rezerv, aby pomohla hladkému působení měnové politiky.** To zatím neplánuje. Podle nedávno zveřejněné studie Holub a kol. (2018)¹ by se podíl devizových rezerv držených ČNB v poměru k HDP měl vrátit k předintervencionním úrovním až kolem roku 2050. A to pouze v případě, že by centrální banka začala odprodávat výnosy z těchto rezerv. Odprodávání výnosů by se mohlo dostat na program centrální banky až v průběhu příštího roku.

Vlastní prognóza bilance ČNB

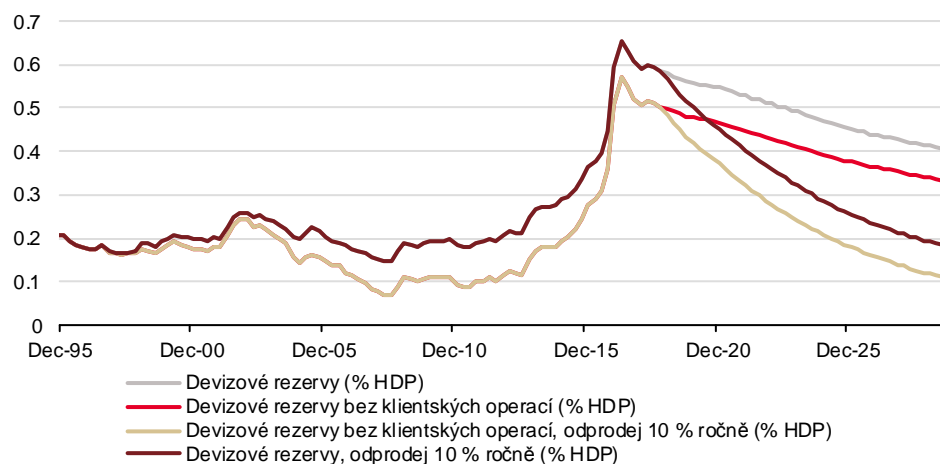


Zdroj: Holub a kol., 2018 (CNB WP10/2018)

Naše simulace, podobně jako výzkum z dílny ČNB naznačují, že i při odprodejích výnosů z devizových rezerv se jejich poměr k HDP bude snižovat jen velmi pozvolna. V roce 2030 dosáhne 30 %, což je stále relativně vysoko nad předintervencionním stavem. **Pokud by však ČNB v příštím roce přistoupila k odprodejům 10% rezerv každý rok, do roku 2030 by se dostala k úrovním běžným před začátkem politiky devizových intervencí.** Ačkoliv by tato politika zřejmě nevedla k okamžitému obnovení plné funkce transmisního mechanismu, alespoň by umožnila postupné zprůchodnění jednotlivých kanálů. Navíc samotné oznámení plánů na odprodej rezerv by zřejmě vedlo k posílení koruny. Tím by se její kurz dostal blíže k úrovním prognózovaným ČNB a odhadovaným rovnováhám. Byl by také více konzistentní s preferovaným mixem posilování koruny a zvyšování úrokových sazeb v celkovém zpříšňování měnových podmínek.

¹ https://www.cnb.cz/cs/vyzkum/vyzkum_publicace/cnb_wp/2018/cnbwp_2018_10.html

Scénáře vývoje devizových rezerv



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

ČNB zatím neplánuje systematicky redukovat svou bilanci, a ta se tak v poměru k HDP snižuje pouze díky růstu HDP. Normalizace by v takovém případě trvala desítky let. Domníváme se, že diskuze o rezervách začne příští rok. Její výsledek však pravděpodobně bude pouze rozpouštění výnosů z devizových rezerv. To je sice první krok, ale podle nás je potřeba více. Rozpouštění devizových rezerv by přineslo několik výhod. Okamžitým efektem by bylo posílení koruny. **Se silnějším kurzem by ČNB nemusela tolik spěchat se zvyšováním úrokových sazeb.** Ekonomika by se postupně přibližovala ke své rovnováze a prognózy koruny z dílny ČNB by byly přesnější. To nejdůležitější však je, že by ČNB opravila transmisní mechanismus měnové politiky. **Věříme, že diskuze o redukcí bilance ČNB by měla být součástí návratu k neutrální měnové politice a funkční transmisi.**

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 Junické
 (420) 222 008 509
 monika_junicke@kb.cz



Jana Steckerová
 (420) 222 008 524
 jana_steckerova@kb.cz



Jakub Matějů
 (420) 222 008 598
 j_mateju@kb.cz



Jiří Kostka
 (420) 222 008 560
 jiri_kostka@kb.cz



Sektory
David Kocourek
 (420) 222 008 569
 david_kocourek@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ



Hlavní ekonom SG Poland
Jarosław 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.simion@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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



Vedoucí strategie sazeb pro Evropu
Ciaran O'Hagan
 (33) 1 42 13 58 60
 ciaran.ohagan@sgcib.com



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



Vedoucí strategie sazeb pro USA
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



Bertrand Delgado
 +1 212 278 6918
 bertrand.delgado-calderon@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>.