

# Ekonomické výhledy update

36 LET SPOLU

## Česká republika v hibernaci



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



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



**Michal Brožka**  
(420) 222 008 569  
michal\_brozka@kb.cz



**Martin Gürtler**  
(420) 222 008 509  
martin\_gurtler@kb.cz



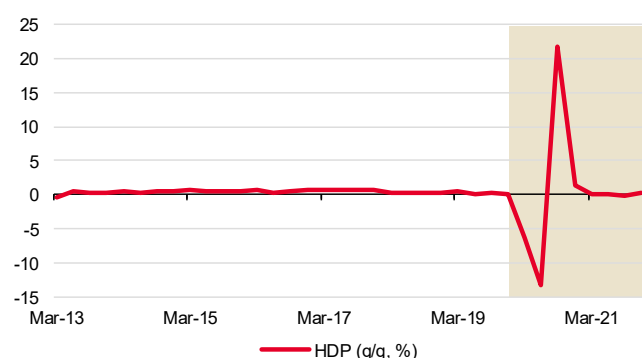
**František Táborský**  
(420) 222 008 598  
frantisek\_taborsky@kb.cz

**Pandemie COVID-19 už dávno není záležitostí Číny. Ta již v celkovém počtu nakažených dokonce vypadla z první pětky. Vir drtí především Spojené státy a velké Evropské země – Španělsko, Itálii, Německo a Francii. Vládní opatření v boji s šířením nového koronaviru se dramaticky podepisují na ekonomických výhlídkách. Vidět to bude zejména v číslech za první a druhé čtvrtletí letošního roku. V profilu oživení hraje klíčovou roli čas. Pokud se vládní opatření začnou odbourávat v průběh aktuálního kvartálu, ekonomická situace by se během letních měsíců měla stabilizovat a závěreční čtvrtletí by již mělo být ve znamení nastupujícího oživení.**

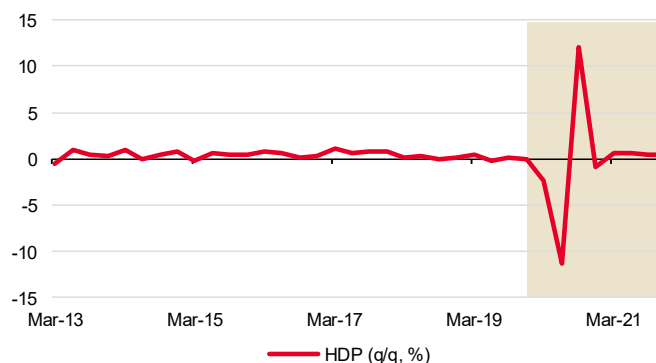
### Nejenom vnější prostředí české ekonomice nepřeje

Od naší poslední publikace se pohled kolegů SG na vnější prostředí výrazně změnil. Zatímco prognóza ze 17. března počítala s růstem globální ekonomiky o 2,4 %, nyní je to již jen 0,6 %. V oblasti eurozóny je naším hlavním předpokladem, že omezení výroby a poskytování služeb bude trvat zhruba 6-8 týdnů. To povede k poklesu ekonomické aktivity o 30-35 %. V následujících šesti týdnech by se pak aktivita měla vracet postupně k normálu. U hrubého domácího produktu tak čekáme výrazný propad v Q2 20, který by však měl být následovaný strmým růstem. Podobné předpoklady jsme přijali i ohledně ekonomického vývoje v Německu. V prvním a druhém čtvrtletí letošního roku očekáváme výrazný propad HDP, který by však měl být následovaný robustním růstem v Q3. Stále tedy očekáváme oživení typu „V“, obáváme se však druhé vlny poptávkového šoku, která by mohla přijít v době, kdy ekonomika již pojede na plné obrátky. Síla tohoto šoku bude záviset na tom, jak moc bude zasažen domácí trh práce. Ten by měl být alespoň do jisté míry uchráněn masivními vládními výdaji. Více jsme se světové ekonomice věnovali zde: <https://bit.ly/2X5QA1r>.

V eurozóně očekáváme oživení typu „V“....



...stejně tak v Německu



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

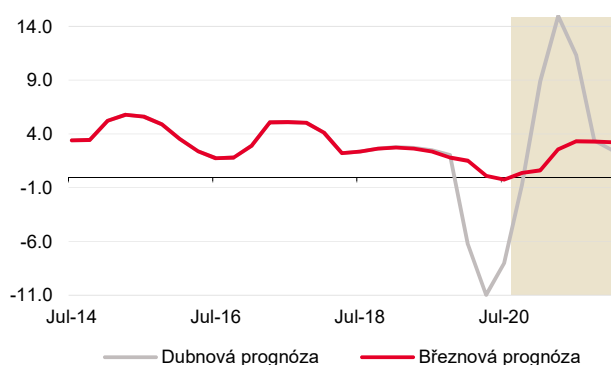
### Česká ekonomika - Dehibernace má šanci být rychlá

Předpokládáme, že opatření na zpomalení šíření epidemie budou ve druhé polovině dubna postupně ukončovány a to jak na straně vlády tak zaměstnavatelů. Návrat k běžné aktivitě bude pozvolný kvůli všeobecnému strachu z nové nemoci. Kroky vlády v průběhu krizového

stavu podstatným způsobem ovlivní, jak ekonomika bude schopna ožít. Významným rizikem by bylo, pokud by se vláda snažila přenést zvýšené požadavky na financování těchto kroků na jiné subjekty. Návrat k běžné aktivitě bude těžký. Poptávka bude oslabena. Na některé činnosti nebude možné navázat. Je velkou neznámou jak se projeví přerušené obchodně dodavatelské řetězce. Vnější prostředí bude oživení z počátku výrazně brzdit. Ve srovnání s předchozím propadem čekáme ve třetím čtvrtletí relativně malé oživení. Nicméně předpokládáme výraznější růst ekonomiky eurozóny od čtvrtého kvartálu. Tou dobou by domácí vlivy již neměly ekonomiku brzdit. Za podpory expanzivní fiskální i měnové politiky má ekonomika tou dobou šanci nabrat rychlé tempo.

Inflace se v nejbližších měsících bude nacházet blízko 4 %, k čemuž přispěje zvýšení spotřebních daní a zvýšení cen elektřiny. K vyšší inflaci bude přispívat i oslabená koruna. Naopak směrem dolů bude inflaci tláčit pokles cen komodit včele s ropou s potenciálem přenosu nižších do dalších cen v budoucnosti. Klíčový ale bude propad poptávky domácností, ke které dochází již od března a prohloubí se ve druhém čtvrtletí. Ta povede k tlaku na pokles spotřebitelských cen. V horizontu roku čekáme zpomalení inflace pod 2 % inflační cíl ČNB. Vývoj kurzu koruny je významným rizikem této prognózy.

Oživení v ČR se bude silně podobat vnějšímu vývoji



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Inflace bude vlivem slabé poptávky brzdit



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

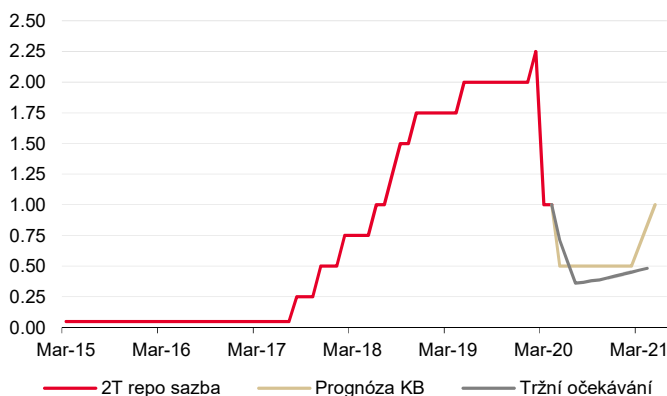
## ČNB v případě potřeby znovu sníží úrokové sazby

**Česká národní banka v březnu dvakrát snížila úrokové sazby v souhrnu o výrazných 125bb a ve snižování sazeb bude pokračovat v případě, že se výhled české ekonomiky dále zhorší.** Hlavním důvodem poklesu úrokových sazeb ČNB byly především očekávané ekonomické dopady plynoucí ze zavedených preventivních opatření proti šíření viru Covid-19, v důsledku čehož centrální banka předpovídá v letošním roce výrazný pokles ekonomické aktivity. Nízké úrokové sazby by podle ČNB měly poměrně rychle usnadnit financování soukromého sektoru, předejít problémům s nedostatkem likvidity a urychlit tak obnovu růstu české ekonomiky. O dalších krocích centrální banky však rozhodne nejen vývoj doma, ale také to, jak rychle boj s koronavirem zvládnou ostatní státy. Platí zde jednoduché pravidlo, a to čím déle bude trvat současná paralýza české a světové ekonomiky, tím horší ekonomické dopady lze očekávat, a tím spíše bude ČNB dále reagovat. Následující řádné měnově politické jednání bankovní rady je však naplánováno až na 7. května.

**Pokud tedy centrální banka přistoupí k dalšímu snížení úrokových sazeb, bude to podle nás na mimořádném měnově politickém zasedání a základní úroková sazba půjde dolů o dalších 50bb.** Více jsme o tom psali zde <https://bit.ly/3aASLaV>. Další snížení úrokových sazeb by však mohlo vést k ještě většímu oslabení české koruny a vyvolat tak reakci ze strany centrální banky. Ta již svou odhodlanost intervenovat proti výrazně oslabující koruně předem deklarovala. Slabší

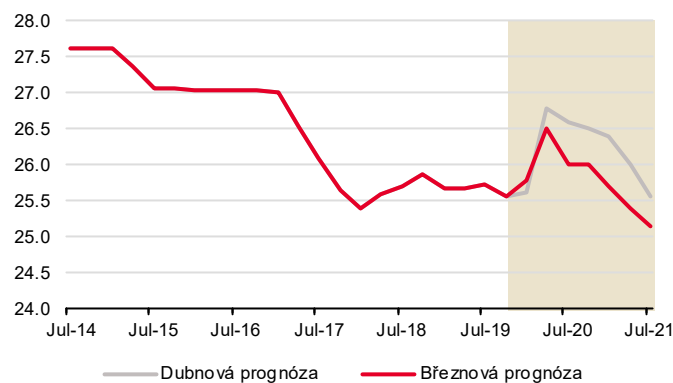
koruna by totiž působila nejen na vyšší růst cen v domácí ekonomice, ale mohla by také způsobit finanční problémy podnikům, které při předchozím zajišťování se proti kurzovému riziku počítaly se silnějším kurzem. My i nadále přepokládáme, že při oslabení české koruny nad hranici 28 CZK/EUR, by již ČNB na devizový trh vstoupila.

Trh očekává další pokles 2T repo sazby



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Kurz CZK/EUR setrvá po zbytek roku na slabších hodnotách

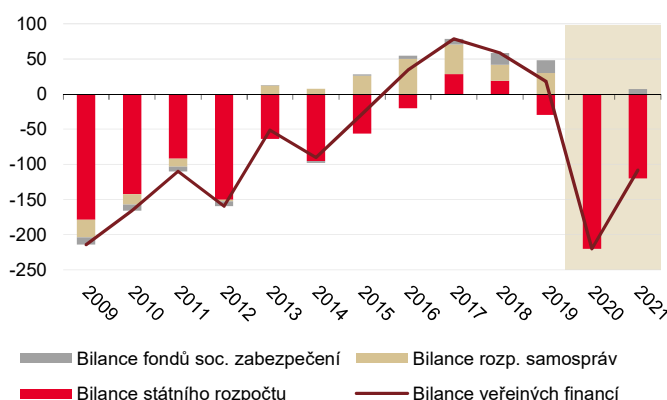


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Stát si již zajistil 75 % letošních výpůjčních potřeb

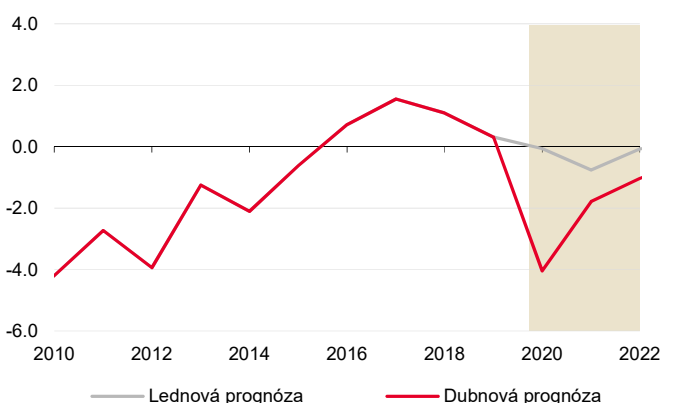
Vláda nedávno schválila navýšení státního rozpočtu ze 40 mld. CZK na 200 mld. CZK, což je i v současnosti náš hlavní scénář. Jako součást boje proti ekonomickým dopadům koronaviru byl také schválen balíček opatření včetně řady daňových úlev a opatření či programu bezúročných půjček pro malé a střední podniky. Předpokládáme, že pouze z titulu nižších příjmů státního rozpočtu vzroste deficit na 150 mld. Kč. Zbytek salda půjde na vrub vyšších vládních výdajů. Z našeho pohledu jsou tak upravené odhady daňových příjmu Ministerstva financí stále příliš optimistické. Na druhou stranu považujeme některé dodatečné výdaje vlády za nerealizovatelné v krátkém časovém horizontu, zejména na investiční straně státního rozpočtu. Celkově ale vidíme rizika jednoznačně směrem k hlubšímu deficitu v závislosti na dalších opatřeních vlády a hloubce propadu domácí a zahraniční ekonomiky.

Veřejné finance se po letech přebytků propadnout do deficitu



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Revize salda veřejných financí (% HDP)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Horší hospodaření očekáváme i v případě municipalit a zdravotních pojišťoven. Díky vysokým rezervám z předchozích let ale počítáme s vyrovnanými rozpočtem. **Saldo veřejných financí by se tak po čtyřech letech přebytku mělo propadnout do deficitu 4 % HDP** (původní náš odhad počítal s deficitem 0,1 %). Zadlužení státu by v tomto roce mělo vzrůst z loňských 31,3 % na 36,1 % HDP. Tím se tak vrací na úroveň roku 2016. I tak ale nepředpokládáme

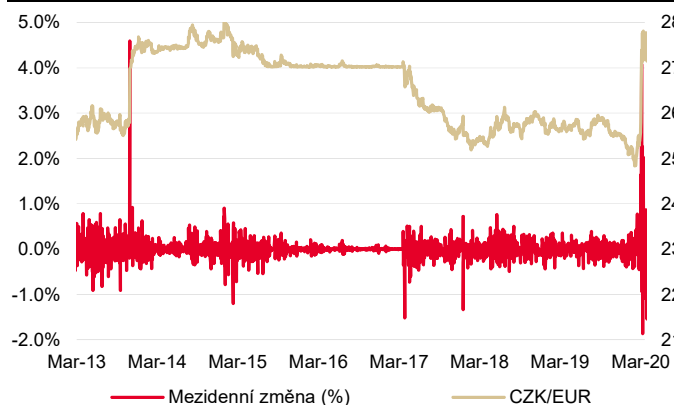
zhoršení obrázku veřejných financí na finančních trzích. To již na začátku dubna potvrdila ratingová agentura Moody's, která ponechala České republice současný rating a potvrdila stabilní výhled.

**V posledních týdnech jsme byli svědky rekordních aukcí státních dluhopisů a pokladničních poukázek.** Možnost nákupů státních dluhopisů centrální bankou a zlepšení globálního sentimentu podpořilo vysokou poptávku investorů po českých státních dluhopisech. Navíc Ministerstvo financí je stále více aktivní na sekundárním trhu. Od začátku roku si touto cestou obstaralo necelých 23 mld. CZK. **Celkově si tak ministerstvo již zajistilo 75,6 % z potřebných 410,3 mld. CZK** pro financování 200 mld. Kč deficitu státního rozpočtu, splátek starších dluhopisů a dalších závazků spojených s řízením finančních potřeb státu. Pro druhé čtvrtletí přitom ministerstvo plánuje další aukce státních dluhopisů (až 100 mld. CZK) a pokladničních poukázek (až 100 mld. CZK). Vzhledem k aktuální rekordní emisi si však myslíme, že takové množství zejména pokladničních poukázek už nebude potřeba. Ministerstvo financí navíc disponuje velkým množstvím státních dluhopisů (67 mld. CZK) a poukázek (100 mld. CZK) ve svém portfoliu, které mu umožňuje flexibilně uspokojovat poptávku na sekundárním trhu a získávat tak dodatečné prostředky.

### Následné posílení koruny bude rychlejší

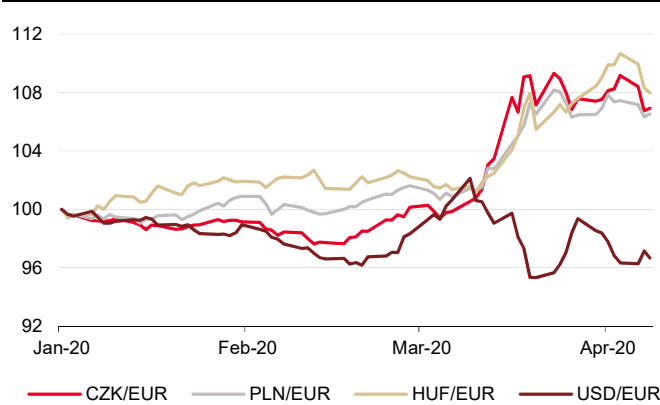
Koruna po několika týdnech prudkých pohybů dokázala zklidnit svou volatilitu a ustálila se v pásmu 27,0-28,0 za euro, kde podle nás zůstane i v nejbližších týdnech. Nicméně **do konce tohoto pololetí očekáváme, že koruna začne opět posilovat ke 26,8 CZK/EUR**, s tím jak finanční trhy uvidí světlo na konci tunelu a začnou očekávat oživení ekonomiky a růst úrokových sazeb. Do té doby to bude právě rekordně nízký úrokový diferenciál vůči eurovým sazbám, který bude koruně bránit v posilování. Na druhou stranu předpokládáme, že by následný návrat koruny k silnějším hodnotám mohl být rychlejší, než jsme viděli po konci kurzového závazku ČNB v roce 2017. Většinu oslabení koruny v uplynulých týdnech připisujeme uzavírání pozic zahraničních investorů. Přitom právě tyto pozice byly v minulosti překážkou pro korunu na cestě k silnějším hodnotám.

Koruna má za sebou největší mezidenní oslabení od začátku kurzového závazku ČNB v listopadu 2013



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Relativní vývoj středoevropských měn a eura vůči dolaru (1.1.2020 = 100, vyšší hodnota značí oslabení měny)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

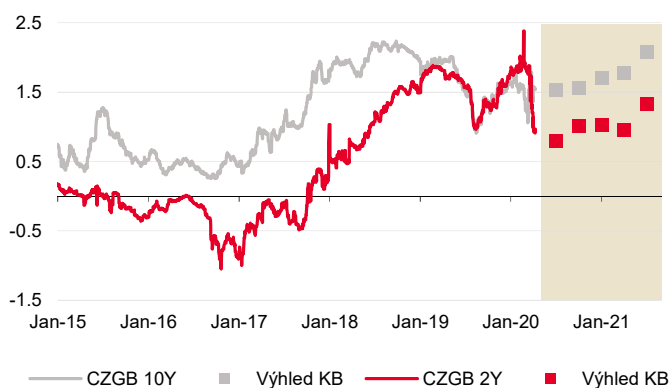
Předpokládáme, že s uklidněním na finančních trzích se část zahraničních investorů vrátí, ale ne už v takové míře, jako tomu bylo po konci kurzového závazku. **Doporučujeme proto využít současných výhodných podmínek měnového zajištění** a pojistit si tak slabší úroveň korunu do budoucna. Ačkoli forwardové body následovaly kolaps korunových úrokových sazeb a zploštění celé křivky, posun koruny na slabší úroveň nabízí zajímavé příležitosti nezávisle na časovém horizontu.

## Výnosy státních dluhopisů zůstávají stabilní

Výnosy státních dluhopisů si prošly v posledních týdnech nejprve vysokou poptávkou investorů, následně se dostaly pod tlak výprodejů s tím, jak se zhoršily vyhlídky veřejných financí, a aktuálně se opět těší velkému zájmu finančních trhů. **Zásadním zlomem pro české státní dluhopisy bylo oznámení dohody Ministerstva financí a ČNB o případných nákupech dluhopisů** centrální bankou na sekundárním trhu. Podle nás má sice bankovní rada k tomuto kroku prozatím daleko, finančním trhům to však vliilo novou krev do žil (více o možném kvantitativním uvolňování ČNB jsme psali na <https://bit.ly/2XcZxQ6>). Vysoká poptávka tak udržela delší konec výnosové křivky stabilní a krátký konec stlačila o několik desítek bazických bodů dolů. **Očekáváme, že se výnosy státních dluhopisů udrží na těchto úrovních i v nejbližších měsících a první známky růstu uvidíme až v závěru letošního roku** s tím, jak finanční trhy uvidí první náznaky oživení ekonomiky a možného zvýšení úrokových sazeb centrální bankou.

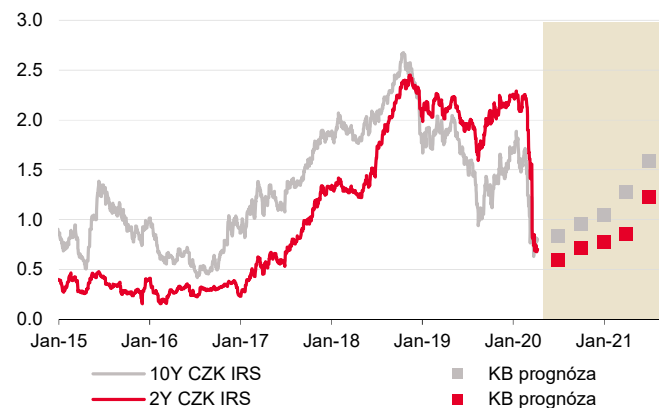
Úrokové swapy se po svém kolapsu před pár týdny dostaly z inverze své křivky opět k růstovému tvaru. Kratší konec drtí agresivní očekávání finančních trhů ohledně dalšího snižování úrokových sazeb, zatímco delší konec těží z aktuální vlny globálního optimismu. I tak ale zůstává celá křivka na rekordně nízkých úrovních. **Pro následující měsíce očekáváme pozvolný nárůst delších úrokových sazeb.** Kratší konec však zůstane v sevření připravenosti ČNB dále snižovat úrokové sazby až do konce roku. **Aktuální nízké úrovně úrokových swapů tak podle nás nabízí jedinečnou příležitost zajistit se** proti budoucímu růstu úrokových sazeb ČNB. Kratší úrokové swapy dovolují dosáhnout na nejnižší úrovně od poloviny roku 2017, kdy centrální banka teprve zvažovala první zvýšení svých úrokových sazeb po letech kurzového závazku. Delší splatnosti se stále pohybuje jen lehce nad svými historickými minimy.

České státní dluhopisy se opět těší velkému zájmu investorů



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Křivka úrokových swapů se vrátila k růstovému tvaru



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Klíčové makroekonomické ukazatele

	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>HDP a jeho struktura</b>														
HDP (reálně, y/y, %)	2,5	2,0	-6,3	-11,0	-8,0	-0,7	8,9	15,0	2,5	-6,5	9,7	2,6	3,1	2,9
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	2,7	3,2	0,1	-4,4	-3,4	-2,5	0,4	5,1	3,0	-2,6	3,6	4,7	4,2	2,9
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	3,5	1,7	3,0	5,3	10,1	11,8	9,2	4,9	2,6	7,5	2,9	0,8	1,2	1,4
Fixní investice (reálně, y/y, %)	1,1	4,6	-4,8	-15,3	-19,1	-14,3	-6,3	7,0	2,7	-13,4	4,0	3,4	0,7	2,3
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	0,7	-2,4	-2,3	-6,2	-2,2	0,7	2,7	5,5	-0,3	-2,5	2,8	0,2	0,5	0,4
Zásoby (příspěvek do y/y)	-0,5	1,2	-4,5	1,6	-1,0	-2,6	1,3	-3,6	0,2	-1,6	-1,2	-0,3	-0,1	0,0
<b>Měsíční data z reálné ekonomiky</b>														
Zahraniční obchod (mld, CZK) (*) (***)	140	120	125	106	146	154	158	162	498	530	646	663	692	723
Vývozy (nominálně, y/y, %) (*)	7,4	-2,4	-10,3	-36,1	-28,5	-12,0	-2,5	28,9	3,8	-21,7	14,3	9,2	5,2	6,5
Dovozy (nominálně, y/y, %) (*)	1,3	-3,4	-13,2	-39,3	-33,4	-17,1	-6,8	27,2	1,2	-25,8	13,3	10,4	5,4	6,8
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	1,7	-3,3	-9,5	-26,9	-18,4	-9,9	-0,9	27,5	-0,2	-16,2	12,8	8,5	4,3	4,4
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	1,4	2,7	-3,5	-13,8	-5,0	-2,9	-10,8	-23,1	2,9	-6,3	-13,6	10,6	6,4	7,5
Malobchod (reálně, y/y, %)	5,7	3,9	-0,6	-5,9	-7,9	-6,9	-2,4	3,4	4,9	-5,3	3,8	6,9	5,6	3,1
<b>Trh práce</b>														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	7,0	6,7	5,9	4,5	3,1	1,1	1,5	1,7	7,1	3,6	2,7	7,0	6,6	4,8
Mzdy (reálně, y/y, %)	4,0	3,6	1,7	0,5	-0,5	-0,8	0,3	0,2	4,1	0,2	1,3	4,9	4,4	2,4
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	2,7	2,9	4,3	5,8	6,7	6,3	5,4	4,5	2,8	5,8	4,4	3,5	3,3	3,1
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,1	2,0	3,6	5,3	6,4	5,4	4,7	3,7	2,0	5,2	3,6	2,6	2,5	2,3
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	0,1	-0,4	-1,7	-3,3	-4,4	-3,4	-1,4	1,5	0,2	-3,2	1,5	1,0	0,2	0,2
<b>Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu</b>														
Inflace (y/y, %)	2,8	3,0	4,1	3,9	3,6	1,9	1,1	1,5	2,8	3,4	1,4	2,0	2,1	2,4
Daně (příspěvek do y/y CPI)	-0,1	-0,1	0,7	0,6	0,6	0,6	-0,1	0,0	0,0	0,6	0,0	0,4	0,0	0,0
Jádrová inflace (y/y, %) (**)	2,6	2,5	3,1	3,8	3,8	1,5	1,3	1,4	2,6	3,1	1,9	2,2	1,7	2,0
Ceny potravin (y/y, %) (**)	3,5	4,3	4,8	4,4	2,6	1,6	1,6	1,6	2,8	3,3	1,9	2,5	1,7	2,5
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (**)	-2,0	-3,3	4,2	-6,5	-5,5	-4,5	-3,2	3,1	-0,4	-3,1	0,3	1,7	4,3	4,3
Regulované ceny (y/y, %) (**)	4,3	5,3	2,9	1,7	1,3	0,9	1,0	1,5	4,5	1,7	-0,9	0,8	3,6	3,4
Ceny v průmyslu (y/y, %)	2,0	1,3	0,6	-1,9	-1,5	0,0	1,9	3,9	2,6	-0,7	3,4	3,7	5,3	4,2
<b>Finanční proměnné</b>														
2W Repo (%, průměr)	2,00	2,00	1,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,98	1,92	0,63	0,95	1,31	2,2	2,2
3M PRIBOR (%, průměr)	2,15	2,18	1,20	0,70	0,70	0,70	0,70	1,18	2,12	0,83	1,13	1,44	2,4	2,3
CZK/EUR (průměr)	25,7	25,6	25,6	26,8	26,6	26,5	26,4	26,0	25,7	26,4	25,8	24,6	24,0	23,8
CZK/USD (průměr)	23,2	23,1	23,5	23,9	23,3	22,8	22,4	21,7	22,9	23,4	21,3	19,4	18,2	17,9
<b>Vnější prostředí</b>														
HDP v EMU (reálně, y/y, %)	1,3	1,0	-5,7	-18,4	-0,9	0,4	6,9	23,4	1,2	-6,2	7,9	1,1	1,7	1,8
HDP v Německu (reálně, y/y, %)	0,6	0,5	-2,3	-13,1	-2,9	-3,7	-0,9	12,4	0,6	-5,5	3,6	1,8	1,6	1,5
CPI v EMU (y/y, %)	1,0	1,0	1,1	0,0	0,3	0,4	0,6	1,5	1,2	0,5	1,2	1,3	1,4	1,5
Ropa Brent (USD/bbl, průměr)	64,0	62,9	51,5	30,0	35,0	40,0	45,0	45,0	64,9	39,1	45,0	50,0	58,7	61,7
Euribor 1Y (%, průměr)	-0,33	-0,28	-0,33	-0,35	-0,35	-0,30	-0,26	-0,19	-0,22	-0,33	-0,12	0,21	0,70	1,80
USD/EUR (průměr)	1,11	1,11	1,09	1,12	1,14	1,16	1,18	1,20	1,12	1,13	1,21	1,27	1,30	1,30

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

Poznámka: (\*) zahraniční obchod dle přeshraniční statistiky;

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

(\*\*\*) čtvrtletní data jsou sezónně očištěna.

## 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 případech, kdy informace uvedené v tomto dokumentu představují 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 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 tohoto dokumentu a jiných 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 tohoto dokumentu, 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 tohoto dokumentu ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Informace uvedené v tomto dokumentu jsou určeny veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. nezasílá informace uvedené v tomto dokumentu 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>.



## 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



**Michal Brožka**  
(420) 222 008 569  
michal\_brozka@kb.cz



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



**Martin Gürtler**  
(420) 222 008 509  
martin\_gurtler@kb.cz



**Finanční trhy**  
**František Táborský**  
(420) 222 008 598  
frantisek\_taborsky@kb.cz

### Akciový analytik



**Bohumil Trampota**  
(420) 222 008 560  
bohumil\_trampota@kb.cz

## SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE

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

### Ekonom BRD-GSG



**Ioan Mincu**  
(40) 213 014 472  
george.mincu-radulescu@brd.ro



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



**Ekonom Rosbank**  
**Anna Zaigrina**  
(7) 495 662 1300  
anna.zaigrina@rosbank.ru

## 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 5729 6960  
wei.yao@sgcib.com



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



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



**Čína a okolí**  
**Michelle Lam**  
(85) 2 2166 5721  
michelle.lam@sgcib.com



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



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



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



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



**Korea**  
**Suktae Oh**  
(82) 2195 7430  
suktae.oh@sgcib.com



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

## SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu



**Brigitte Richard-Hidden**  
(33) 1 4213 7846  
brigitte.richard-hidden@sgcib.com

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů



**Guy Stear**  
(33) 1 4113 6399  
guy.stear@sgcib.com

### Vedoucí strategie sazeb



**Adam Kurpiel**  
(33) 1 4213 6342  
adam.kurpiel@sgcib.com



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



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

### Vedoucí strategie sazeb pro Evropu



**Ciaran O'Hagan**  
(33) 1 4213 5860  
ciaran.ohagan@sgcib.com

### Dluhopisový trh a SSA



**Cristina Costa**  
(33) 1 5898 5171  
cristina.costa@sgcib.com



**Jean-David Ciotteau**  
(33) 1 4213 7252  
jean-david.ciotteau@sgcib.com



**Rohit Gaurav**  
(91) 80 6731 8958  
rohit.gaurav@sgcib.com

### Vedoucí strategie sazeb pro USA



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



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



**Michael Chang**  
(1) 212 278 5307  
michael.chang@sgcib.com

### Vedoucí strategie pro 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

### Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



**Jason Daw**  
(65) 6326 7890  
jason.daw@sgcib.com



**Bertrand Delgado**  
(1) 212 278 6918  
bertrand.delgado-calderon@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.dřimal@sgcib.com