

| Aktualizace Českých ekonomických výhledů |

# Ekonomické výhledy

Lepší růstové vyhlídky rostoucím rizikům navzdory


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

**Marek Drímal**  
 (420) 222 008 598  
 marek\_drimal@kb.cz

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

## Hlavní změny

### HDP:

Velmi dobrý výsledek HDP ve druhém čtvrtletí zvýšil náš výhled pro růst za celý rok na 4,5 %. Výhled pro rok 2016 zůstal beze změny na 2,7 %.

### Inflace:

Nižší výhled pro ceny ropy a slušná sklizeň vedly ke změně našeho inflačního výhledu k nižším hodnotám. Cíl ČNB by měl být dosažen až na konci příštího roku. Nicméně to nemění nic na našem scénáři ohledně opuštění intervenčního režimu.

Zpomalení čínské ekonomiky může být ještě výraznější, než naznačují oficiální data.

Od vydání našich posledních *Českých ekonomických výhledů 29. července* uplynula relativně krátká doba. Nicméně se změnilo několik předpokladů pro naši prognózu, a proto jsme se rozhodli pro její revizi. Tři velké změny v předpokladech jsme zaznamenali v domácí ekonomice, dvě další přicházejí z vnějšku. V první části této zprávy stručně popisujeme současný vývoj v Číně, který se přináší do světové ekonomiky a finančních trhů. Slabost čínské ekonomiky ovlivňuje cenový vývoj na globálních komoditních trzích i inflační vývoj čínských hlavních obchodních partnerů. Mezi cenami komodit nás zajímá zejména ropa. Vzhledem k převisu nabídky na trhu a očekávanému přílivu ropy z Íránu, byl výhled pro její cenu snížen, což ovlivňuje prognózu českých spotřebitelských cen. Dopady do české ekonomiky jsou popsány ve druhé části. Z domácích faktorů jsme zapracovali překvapivý mezičtvrtletní růst HDP ve druhém čtvrtletí, revizi údajů z trhu práce a překvapivě dobrou úrodu. Dobré zprávy z domácí ekonomiky nás vedly ke zvýšení výhledu pro HDP a mzdy, zatímco inflace bude pod tlakem, který ji bude tlačit níže. Podle našeho nového odhadu tedy inflace dosáhne cíle centrální banky až na konci příštího roku. Pomalejší domácí i zahraniční cenový vývoj ovlivnil i náš výhled pro finanční proměnné, takže jsme prognózu revidovali směrem dolů. Více o výhledu pro finanční proměnné se dočtete ve třetí části.

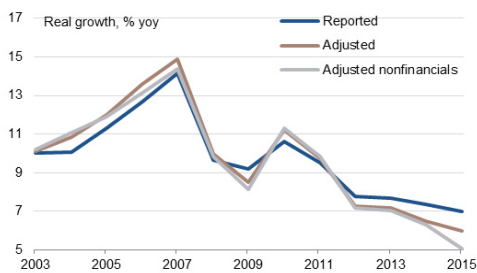
## Vývoj v Číně dopadá na komoditní trhy

Finanční trhy si od 11. srpna, kdy Čína překvapivě změnila svůj kurzový režim, začaly klást řadu otázek. Jak rychle čínská ekonomika ve skutečnosti zpomaluje, jaké budou dopady na ostatní rozvíjející se trhy a co to znamená pro globální ekonomický růst? Znepokojení nad vývojem čínské ekonomiky vyvolalo vlnu výprodejů na akciových a komoditních trzích, stlačilo ceny ropy na šestileté minimum (42 USD za barel), přičemž kurz dolaru vůči euru poklesl na nejnižší hodnotu za posledních osm měsíců (1,16 USD/EUR, 24. srpna) s tím, jak poklesla pravděpodobnost zářijového zvýšení úrokových sazeb ve Spojených státech.

**Čínská národní banka (PBoC) 11. srpna překvapivě oznámila, že centrální směnný kurz renminbi vstoupil do částečně řízeného plovoucího kurzového režimu.** Tento krok naznačuje, že čínští centrální bankéři jsou znepokojeni domácím ekonomickým vývojem. Navíc podle ekonomů SG čínská ekonomika zpomaluje více, než jak naznačují oficiální data. Důvodem je to, že čínské statistiky plně nezachycují dynamiku v sektoru služeb a tím podhodnocují velikost ekonomiky (tempa růstu jsou pak naopak nadhodnocena). Deflátor HDP není podle SG dostatečně očištěn, přičemž nadhodnocení oficiálních výsledků HDP naznačuje i propad ve spotřebě elektřiny. Podle ekonomů SG se skutečný růst HDP nachází pod oficiálně zveřejňovanými daty již od roku 2012. Po úpravách o výše zmíněné faktory by podle ekonomů SG dosáhl reálný růst HDP v roce 2014 6,5 %, tedy o celý jeden procentní bod méně než tvrdila oficiální statistika. Za H1 15 by takto upravený růst HDP činil necelých 6 % ve srovnání se zveřejněnými 7 %. Růst v Q2 15 se ve srovnání s Q1 15 nicméně nepatrně zvýšil. Přestože ekonomové SG očekávají v nadcházejícím období výrazné zpomalení čínské ekonomiky,

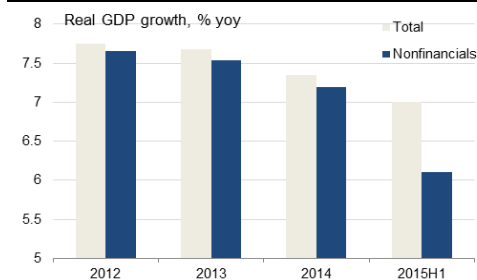
nepředpokládají její tzv. „tvrdé přistání“, tedy zpomalení celoročního tempa růstu pod 5 % (tomuto scénáři přiřkládají pouze 30% pravděpodobnost).<sup>1</sup> Současný vývoj tak nepředstavuje pro českou ekonomiku významnější riziko, neboť hospodářský růst je tažen především domácí poptávkou. Pokud by ovšem čínská ekonomika opravdu „tvrdě přistála“, dopadům by se nevyhnula ani Česká republika. Propad světového obchodu, zpomalení v eurozóně a Německu (což jsou významní obchodní partneři Číny), by se v konečném důsledku promítli i do zpomalení českých exportů, zatímco zhoršení ekonomického sentimentu by dolehlo na domácí investice. To však nespadá do našeho základního scénáře.

**Čína: Zpomalení růstu může být ještě výraznější, než naznačují oficiální data**



Zdroj: NBS, SG Cross Asset Research/Economics.

**Čína: 6% růst HDP bez finančního sektoru**



Zdroj: NBS, SG Cross Asset Research/Economics

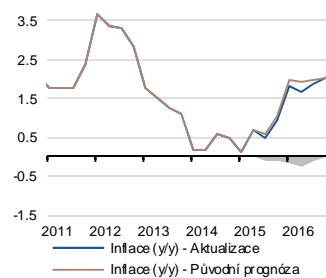
Znepokojení nad globálním ekonomickým vývojem a převaha nabídky nad poptávkou může ceny ropy držet na nízkých úrovních.

**Znepokojení nad vývojem čínské ekonomiky a obavy z přelítí negativní nálady na ostatní rozvíjející se trhy stlačilo ceny ropy až na 42 USD za barel.** Podle komoditních analytiků SG by měla jedna čtvrtina letošního nárůstu světové poptávky po ropě přijít právě z Číny. Pokud budou na trzích panovat obavy ze zpomalení čínské ekonomiky, mohou ceny ropy své dno hledat jen obtížně. Obavy ze zpomalení v Číně jsou však pouze jednou stranou mince. Zároveň je na trhu patrný značný přebytek nabídky nad poptávkou. Vzhledem ke stále relativně vysoké produkci ropy ve Spojených státech, rostoucí nabídce ze strany organizace OPEC a postupného nárůstu dodávek ropy z Iránu, který je očekáván příští rok, bude přebytek nabídky výrazně vyšší než analytici SG původně očekávali. Ceny ropy Brent by se proto podle jejich odhadů měly v Q3 15 pohybovat na úrovni 53,10 USD za barel (revize směrem dolů o 11,90 USD za barel), 57,50 USD za barel v Q4 15 (-7,5 USD) a na úrovni 60 USD za barel v roce 2016 (-5 USD za barel). Vývoj cen ropy tak stlačil naši inflační prognózu směrem dolů.

**Inflace dosáhne cíle později, než jsme čekali**

**Vývoj zaznamenaný po publikaci našich posledních Českých ekonomických výhledů nás vedl k tomu zvýšit prognózovaný hospodářský růst pro tento rok. Pro příští rok se odhadovaná dynamika nemění. Revize údajů z trhu práce nás přinutily zvýšit odhadovaný růst mezd a nové informace o cenách ropy a úrodě ukazují na slabší inflační tlaky, které promítají do naší inflační prognózy. Nicméně náš pohled na načasování opuštění intervenčního režimu se nemění. Očekáváme, že nastane ve Q3 16.**

**Změna inflačního výhledu**



Zdroj: ČSÚ Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

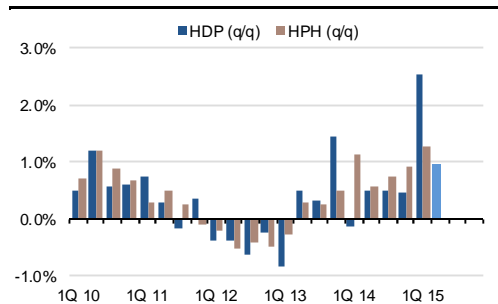
<sup>1</sup> Více informací naleznete v reportu OOM: China: the slowdown that matters z 21. srpna 2015

### Největším domácím překvapením byl rychlý odhad HDP za druhé čtvrtletí (druhý odhad se strukturou bude zveřejněn 28. srpna), který překvapil solidním mezičtvrtletním růstem.

My jsme po velmi silném prvním čtvrtletí očekávali korekci. V prvním čtvrtletí daně z produktů (a změna zásob na poptávkové straně HDP) vystřelily a my jsme očekávali jejich návrat k obvyklým úrovním. Navíc ani měsíční údaje neodpovídají takovému růstu. Podle komentáře statistického úřadu byl tentokrát

růst rozložen rovnoměrněji mezi jednotlivé sektory, ale zpráva o vývoji soukromých služeb ve druhém čtvrtletí ukazuje na stagnaci v tomto sektoru, což překvapivý růst nijak nevysvětluje. Na výdajové straně byly podle statistického úřadu tahouny spotřeba domácností a investice. Měsíční údaje o maloobchodních tržbách o výrazném růstu spotřeby nesvědčí. Investice jsou podporovány přílivem z fondů EU. Jenom za červen jsme v rámci platební bilance zaznamenali příliv z EU ve výši necelých 50 mld. CZK. Nicméně v reálné ekonomice (v průmyslu a ve stavebnictví) jsme tyto prostředky nezaznamenali. **Celkově jsme zvýšili náš odhad letošního růstu na 4,5 %. I vzhledem k nejistotě ohledně struktury ponecháváme beze změny výhled pro příští rok na 2,7 %. Rizika prognózy jsou koncentrována na spodní straně,** když největší neznámou se stává situace čínské ekonomiky, kdy by se zpomalení hospodářského růstu mohlo dostat mimo kontrolu, což by mělo přímý vliv na ekonomické výkon země eurozóny a způsobilo by výrazný pokles mezinárodního obchodu.

### HDP ve druhém čtvrtletí překvapilo slušným růstem

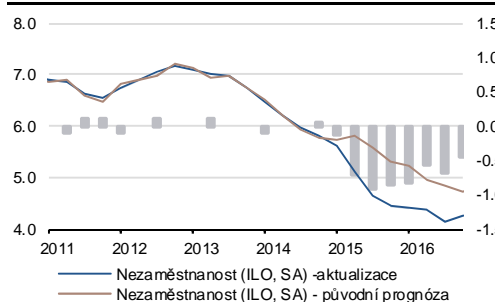


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Naše nová předpověď bere v úvahu i srpnovou revizi míry nezaměstnanosti měřenou podle ILO. Ta snížila průměrnou sezónně očištěnou míru nezaměstnanosti ve druhém čtvrtletí na 5,1 %, což je pod úrovní, která již působí na zvyšování cen.

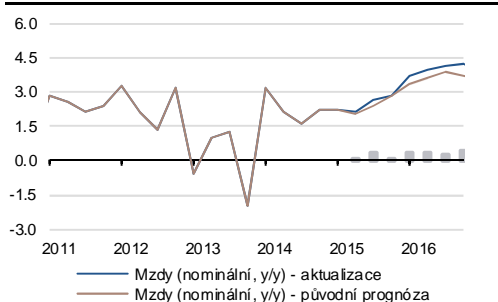
Vzhledem k těmto slušným údajům z trhu práce jsme zvýšili odhad nominálního růstu mezd v tomto roce na 2,5 % a na 4 % v roce příštím.

#### Data z trhu práce prošla větší revizí a ...



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### ... tlačí na vyšší růst nominálních mezd



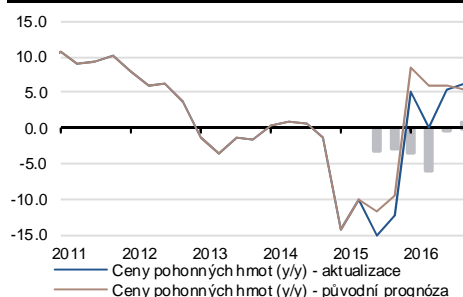
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Dobrá ekonomická výkonnost bude zvyšovat jádrovou inflaci. Naproti tomu se v nedávné době objevilo několik faktorů, které budou celkovou cenovou hladinu tlačit dolů. **Komoditní analytici SG revidovali svou předpověď (do třetího čtvrtletí příštího roku) pro ceny ropy směrem dolů.**

My jsme tomu přizpůsobili svůj odhad pro ceny pohonných hmot, který tak doznal snížení o 1,5 pb v letošním roce a o 2,3 pb v příštím roce. Impulz, který měla spotřebitelská inflace dostat od cen pohonných hmot, tak bude výrazně menší, než jsme původně předpokládali a ceny paliv vzrostou příští rok pouze o 4,2 % po letošním propadu o 12,9 %. **I sklizeň, která výrazně překonala prvotní odhady statistického úřadu, ušetřila**

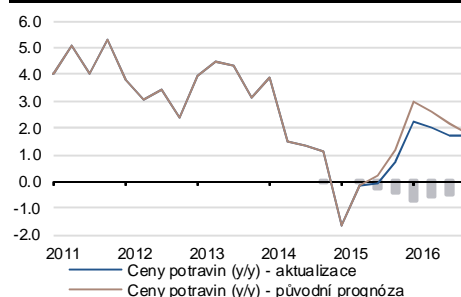
našemu inflačnímu výhledu další ránu. Podle ministerstva zemědělství je sklizeň obilovin jen o něco málo horší než v předchozím rekordním roce. Navíc byla sklizeň díky suchému počasí rychlá a bezproblémová. Suché počasí ovlivnilo úrodu některých druhů zeleniny. Ty se však z větší části stejně dováží a jejich cena se tak přímo neodvíví od domácí sklizně. Celkově očekáváme, že růst cen potravin bude oproti naší poslední prognóze tento rok o 0,2 pb nižší a příští rok dokonce o 0,5 pb. Výhled pro celkovou průměrnou inflaci v příštím roce se snížil pouze o desetinku. Nicméně trajektorie se změnila a podle našeho odhadu cenový růst dosáhne inflačního cíle až v posledním čtvrtletí 2016.

**Růst cen pohonných hmot bude nižší kvůli vývoji světových cen ropy**



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Ceny potravin porostou pomaleji díky lepší úrodě**



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Nižší inflace nemění náš pohled na opuštění intervenčního režimu.** Stále věříme, že konec kurzového závazku nastane ve třetím čtvrtletí 2016, poté co budou jmenováni dva noví členové bankovní rady. Jsme přesvědčeni, že prezident Zeman vybere osoby, které jsou kritické k používání kurzového závazku jako měnově-politického nástroje.

## Silné HDP pomáhá dynamice veřejných financí

**Na základě tří zásadních faktorů jsme se rozhodli revidovat náš výhled pro vývoj veřejných financí v roce 2015.** Jedná se o (1) velmi silnou letošní výkonnost domácí ekonomiky, (2) masivní příliv peněz z EU, (3) příznivé hospodaření od začátku roku (nejlepší v historii). Snižujeme tak očekávaný schodek státního rozpočtu o 30 mld. CZK na 70 mld. CZK. **Celý veřejný sektor by tak měl vykázat deficit 1,8 % HDP oproti námi původně odhadované hodnotě 2,5 %;** tato změna odráží především nižší schodek rozpočtu centrální vlády (po aktualizaci). **V příštím roce očekáváme zápornou bilanci veřejných financí ve výši 1,5 % HDP** (revize dolů o 0,1 pb) díky vyššímu nominálnímu HDP i mírné revizi očekávaného schodku centrální vlády ze 75 mld. CZK na 70 mld. CZK. V důsledku by měl vývoj veřejných financí přinést fiskální impuls letos -0,6 pb HDP (v červenci jsme odhadovali -0,8 pb) a dalších -0,4 pb v příštím roce (oproti původně předpokládanému mírné restrikci ve výši 0,2 pb; což odpovídá poměrně vysokému plánovanému schodku v prostředí expandující ekonomiky).

### Dynamika veřejných financí

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Veřejný deficit (% HDP)	-2,0	-1,8	-1,5	-1,2	-1,0	-1,0	-1,1
Fiskální impuls (pb HDP)	-1,5	-0,5	-0,4	0,0	0,1	0,0	0,0
Veřejný dluh (mld. CZK)	1,816	1,826	1,846	1,906	1,958	2,013	2,073
Poměr dluhu (% HDP)	42,6	40,3	38,8	38,4	37,8	37,5	37,3

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

Náš výhled pro trajektorii veřejného dluhu (k poměru k HDP) se snížil vlivem silnějšího HDP. V letošním roce by měl za nárůstem nominálního dluhu stát především pronájem Gripenů,

když schodek státního rozpočtu pokryje čerpání volné likvidity. **V příštím roce očekáváme nárůst dluhu o 20 mld. CZK**, když ministerstvo podle našich předpokladů pokryje volnou likviditou jen 50 mld. CZK z deficitu 70 mld. CZK.

**Prognóza výnosů CZGB**

	Q3 15	Q4 15	Q1 16	Q2 16	Q3 16	Q4 16
Výnos 2Y CZGB (%)	0,05	0,05	0,10	0,25	0,55	0,75
Výnos 10Y CZGB (%)	0,95	1,10	1,35	1,55	1,80	2,10
10Y CZGB ASW (bp)	-20	-20	-20	-20	-20	-15

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Na základě nižšího inflačního výhledu a nedávné korekce německých výnosů revidujeme očekávání pro tržní výnosy; **nadále však předpokládáme pokles cen českých vládních dluhopisů na středním a delším horizontu výnosové křivky**. Odhad desetiletého výnosu jsme pro konec letošního roku snížili o 30 bb na 1,10 %. Velmi silná ekonomická výkonnost by se nicméně měla později ve výraznějším růstu výnosů a ve zvýšení sklonu křivky projevit (krátký konec setrvá nízko kvůli politice ČNB a zvýšené likviditě z titulu intervencí). **Ke konci roku 2016 by měl výnos desetiletého dluhopisu dosáhnout 2,10 % (revize jen o 10 bb níže)**.

**Výhled pro CZK IRS (%)**

	Q3 15	Q4 15	Q1 16	Q2 16	Q3 16	Q4 16
2Y	0,35	0,40	0,45	0,60	0,80	0,95
10Y	1,15	1,30	1,55	1,75	2,00	2,25

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Tabulku s výhledy na všechny relevantní ekonomické a finanční proměnné naleznete na další straně.**

## Klíčové makroekonomické ukazatele

	1Q 15	2Q 15	3Q 15	4Q 15	1Q 16	2Q 16	3Q 16	4Q 16	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>HDP a jeho struktura</b>														
HDP (reálně, y/y, %)	4,0	4,4	4,7	5,0	3,4	2,9	2,5	1,8	2,0	4,5	2,7	2,1	2,1	1,7
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	2,9	3,6	3,6	3,1	2,1	1,8	1,9	1,7	1,5	3,3	1,9	1,3	0,9	1,0
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	2,5	3,1	3,1	0,7	0,4	0,7	0,0	1,1	1,8	2,3	0,6	1,6	1,7	2,0
Fixní investice (reálně, y/y, %)	2,7	4,1	7,6	13,5	7,5	3,2	-1,6	-6,8	2,1	7,0	0,6	2,0	4,8	6,5
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	-0,4	0,7	0,6	-0,2	0,3	0,2	0,2	1,1	-0,1	0,2	0,5	-0,1	0,0	-0,2
Zásoby (příspěvek do y/y)	1,9	0,1	-0,2	0,8	-0,6	0,0	0,4	-0,2	0,6	0,6	-0,1	0,6	0,6	0,3
<b>Měsíční data z reálné ekonomiky</b>														
Zahraniční obchod (mld. CZK) (*) (***)	104,8	119,7	113,3	100,3	109,2	114,6	119,8	116,5	441,0	439,2	458,4	436,2	407,5	381,1
Vývozy (nominálně, y/y, %) (*)	7,7	7,6	10,4	9,2	9,5	12,8	8,7	9,2	14,1	8,7	10,1	5,6	3,2	3,5
Dovozy (nominálně, y/y, %) (*)	9,6	7,0	11,4	11,6	10,3	15,4	9,1	8,5	12,7	9,9	10,8	6,8	4,2	4,4
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	4,5	4,8	8,2	8,4	7,6	9,7	6,7	7,1	5,0	6,5	7,8	4,8	2,2	2,1
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	7,7	9,8	11,5	14,3	6,5	8,8	5,4	3,9	5,6	10,9	6,1	3,0	3,3	4,3
Maloobchod (reálně, y/y, %)	6,4	6,1	7,5	5,9	4,0	4,6	4,2	3,7	2,9	6,5	4,1	2,6	1,7	0,9
<b>Trh práce</b>														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	2,2	2,2	2,7	2,8	3,7	4,0	4,1	4,2	2,3	2,5	4,0	3,4	2,7	3,0
Mzdy (reálně, y/y, %)	2,1	1,5	2,1	1,9	1,8	2,2	2,2	2,1	1,9	1,9	2,1	1,1	0,6	1,1
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	7,2	6,2	5,9	6,2	6,4	5,5	5,4	6,0	7,6	6,4	5,8	5,8	5,8	6,0
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	6,0	4,9	4,6	4,4	4,8	4,2	4,1	4,2	6,1	5,0	4,3	4,3	4,3	4,4
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	1,3	1,7	1,9	1,7	1,3	0,8	0,4	0,2	0,8	1,6	0,7	0,0	0,0	-0,2
<b>Spotřebitelské ceny a ceny v průmyslu</b>														
Inflace (y/y, %)	0,1	0,7	0,5	0,9	1,8	1,7	1,9	2,0	0,4	0,6	1,9	2,3	2,1	1,9
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Korigovaná inflace (y/y, %) (**)	1,2	1,2	1,4	1,8	1,8	2,1	2,1	2,2	0,7	1,4	2,1	2,0	2,1	1,9
Ceny potravin (y/y, %) (**)	-1,6	-0,2	0,0	0,8	2,3	2,0	1,7	1,7	2,0	-0,3	1,9	2,0	1,7	1,9
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (**)	-14,4	-10,0	-15,1	-12,2	5,2	0,0	5,4	6,1	0,1	-12,9	4,2	3,0	-0,7	-2,7
Regulované ceny (y/y, %) (**)	0,5	0,6	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-3,0	0,3	0,2	2,8	2,9	2,9
Ceny v průmyslu (y/y, %)	-3,3	-2,3	-2,5	-0,5	2,0	1,5	1,8	1,9	-0,7	-2,2	1,8	2,4	1,7	1,5
<b>Finanční proměnné</b>														
2W Repo (průměr)	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	1,05	2,54	3,62
3M PRIBOR (průměr)	0,33	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,36	0,31	0,31	1,27	2,74	3,80
CZK/EUR (průměr)	27,61	27,39	27,17	27,10	27,07	27,02	26,40	26,00	27,5	27,3	26,6	25,6	25,0	24,7
CZK/USD (průměr)	24,53	24,75	24,68	25,65	26,71	26,49	25,88	25,49	20,8	24,9	26,1	24,0	21,6	20,3
<b>Vnější prostředí</b>														
HDP v EMU (reálně, yoy, %)	1,0	1,4	1,6	1,7	1,7	1,6	1,6	1,5	0,9	1,4	1,6	1,5	1,4	1,3
HDP v Německu (reálně, yoy, %)	1,1	1,6	1,8	1,7	1,7	1,6	1,7	1,6	1,6	1,5	1,7	1,3	1,3	1,3
CPI v EMU (yoy, %)	-0,3	0,2	0,4	0,9	1,5	1,4	1,6	1,6	0,4	0,3	1,5	1,5	1,4	1,2
Ropa Brent (USD/brl, průměr)	54,9	63,5	53,1	57,5	60,0	55,0	60,0	65,0	99,8	57,3	60,0	70,0	75,0	75,1
Euribor 1Y (průměr)	0,26	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,18	0,18	0,48	0,19	0,17	0,20	0,67	1,48
USD/EUR (průměr)	1,13	1,11	1,10	1,06	1,01	1,02	1,02	1,02	1,33	1,10	1,02	1,07	1,16	1,22

Zdroj: ČSÚ, MPSV, Bloomberg, SG Cross Asset Research/Economics, 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.



## 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

### Akciovní analytici



**Josef Němý, CFA**  
(420) 222 008 560  
josef\_nemy@kb.cz



**Marek Dřimal**  
(420) 222 008 598  
marek\_drimal@kb.cz



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



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



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

## SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ

Hlavní ekonom SG Poland



**Jaroslaw Janecki**  
(48) 225 284 162  
jaroslaw\_janecki@sgcib.com

Head of Research of Rosbank



**Evgeny Koshelev**  
(7) 495 725 5637  
ekoshelev@mx.rosbank.ru

Hlavní ekonom BRD-GSG



**Florian Libacor**  
(40) 213 016 869  
florian.libacor@brd.ro

Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG



**Carmen Lipara**  
(40) 213 014 370  
carmen.lipara@brd.ro

Ekonom



**Simona Tamas**  
(40) 213 014 472  
simona.tamas@brd.ro

Akciovní analytik



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

## SG GLOBAL ECONOMICS RESEARCH

Head of Global Economics



**Michala Marcussen**  
(44) 20 7676 7813  
michala.marcussen@sgcib.com

### Euro area



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



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



**Yacine Rouimi**  
(33) 1 42 13 84 04  
yacine.rouimi@sgcib.com



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

### North America



**Brian Jones**  
(1) 212 278 69 55  
brian.jones@sgcib.com



**Aneta Markowska**  
(1) 212 278 66 53  
aneta.markowska@sgcib.com



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



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

### Asia Pacific



**Klaus Baader**  
(852) 2166 4095  
klaus.baader@sgcib.com



**Wei Yao**  
(852) 2166 5437  
wei.yao@sgcib.com



**Takuji Aida**  
(81) 3 5549 5187  
takuji.aida@sgcib.com



**Kiyoko Katahira**  
(81) 3 5549 5190  
kiyoko.katahira@sgcib.com

### Korea



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



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



**Hervé Amourda**  
(91) 80 2808 6779  
herve.amourda@sgcib.com

## SG CROSS ASSET RESEARCH - FIXED INCOME & FOREX GROUPS

Global Head of Research



**Patrick Legland**  
(33) 1 42 13 97 79  
patrick.legland@sgcib.com

Head of Fixed Income & Forex Strategy



**Vincent Chaigneau**  
(44) 20 7676 7707  
vincent.chaigneau@sgcib.com

### Fixed Income



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



**Frances Cheung, CFA**  
(852) 2166 5437  
frances.cheung@sgcib.com



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



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



**Rahul Desai**  
(44) 20 7676 7904  
rahul.desai@sgcib.com



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



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



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



**Adam Kurpiel**  
(33) 1 42 13 63 42  
adam.kurpiel@sgcib.com



**Head of US Rates Strategy**  
**Subadra Rajappa**  
(1) 212 278 5241  
subadra.rajappa@sgcib.com



**Jason Simpson**  
(44) 2076767580  
jason.simpson@sgcib.com



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

### Foreign Exchange



**Jason Daw**  
(65) 63267890  
jason.daw@sgcib.com



**Sébastien Galy**  
(1) 212 278 7644  
sebastien.galy@sgcib.com



**Olivier Korber (Derivatives)**  
(33) 1 42 13 32 88  
olivier.korber@sgcib.com



**Alvin T. Tan**  
(44) 20 7676 7971  
alvin-t.tan@sgcib.com

Head of Emerging Markets Strategy



**Guy Stear**  
(33) 1 41 13 63 99  
guy.stear@sgcib.com



**Amit Agrawal**  
(91) 80 6758 4096  
amit.agrawal@sgcib.com



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



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



**David Hok**  
(44) 20 7676 7970  
david.hok@sgcib.com



**Roxana Hulea**  
(44) 20 7676 7433  
roxana.hulea@sgcib.com



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



**Frances Cheung, CFA**  
(852) 2166 5437  
frances.cheung@sgcib.com



**Bernd Berg**  
(44) 20 7676 7791  
bernd.berg@sgcib.com

## 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 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 vyplývajícímu 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.

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