

ECB

# Aktuální téma

MiFID II

Informace  
a nabídka na  
našem webu

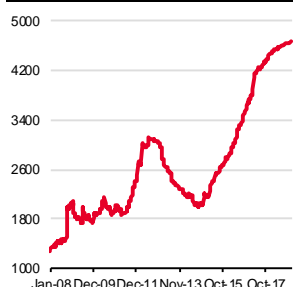
## ECB končí s programem kvantitativního uvolňování



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

Po necelých čtyřech letech ECB ukončila program kvantitativního uvolňování. Prostředky získané z maturujících dluhopisů však bude podle Maria Draghiho nadále reinvestovat, a to „po delší období po prvním zvýšení úrokových sazeb“. Ty podle ECB zůstanou beze změny i v průběhu léta příštího roku. My očekáváme první utažení měnových podmínek v září 2019. Zároveň podle našeho názoru ECB přistoupí ke spuštění programu TLTRO3. Toto rozhodnutí však nepadne dříve než na jaře příštího roku. Prognóza ECB výrazných změn nedoznala. Rizika se však podle M. Draghiho koncentrují na nižší straně.

Bilanční suma ECB (EUR, mld.)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Na začátku března 2015 Evropská centrální banka spustila program kvantitativního uvolňování. Nyní se po necelých čtyřech letech rozhodla ke konci roku program ukončit. Za dobu jeho trvání nakoupila aktiva za zhruba 2,6 bilionu EUR. Její bilanční suma se tak vyšplhala až na úroveň 4,7 biliónů EUR, což je téměř 35 % HDP. Sama centrální banka odhaduje, že program kvantitativního uvolňování přispěje v období let 2016-2020 k růstu HDP eurozóny a inflace 0,4 pb ročně. Po ukončení programu plánuje ECB prostředky získané z maturujících dluhopisů dále reinvestovat. Podle vyjádření M. Draghiho tak bude činit „po delší období po prvním zvýšení úrokových sazeb“.

**Prognóza ECB žádných výraznějších změn nedoznala.** Růst byl revidován mírně směrem dolů (o 0,1 pb v letech 2018-2019) na 1,9 % v roce 2019, na 1,7 % v letech 2019-2020 a 1,5 % v roce 2021. Příliš se nezměnil ani výhled na inflaci. Pro rok 2018 byl odhad zvýšen o 0,1 pb na 1,8 %, naopak pro rok 2019 byl o 0,1 pb snížen (na 1,6 %). Bilance rizik se podle Maria Draghiho vychýlila směrem k nižšímu růstu. Inflace bude podle jeho slov v následujících měsících klesat, přičemž k jejímu udržení bude stále třeba významných stimulů.

**Úrokové sazby zůstanou podle ECB beze změny i v průběhu léta 2019.** To je v souladu s naší prognózou, kdy první zvýšení depozitní sazby o 15 bb očekáváme v září 2019, zatímco růst všech klíčových sazeb o 25 bb by měl následovat v prosinci 2019. Další a zároveň poslední utažení měnových podmínek čekáme v březnu 2020. **Otazník se vznáší nad případným dalším programem TLTRO** (dlouhodobější refinanční operace), neboť splatnost 400 mld. EUR z předchozího programu TLTRO2 bude v červnu 2019 kratší než jeden rok. O tomto nástroji ECB také diskutovala. Předpokládáme, že v situaci slabšího hospodářského růstu a řady globálních nejistot se bude centrální banka snažit podpořit domácí úvěrovou a investiční aktivitu a program TLTRO3 spustí. Jestřábí část Rady guvernérů však může výměnou za odsouhlasení programu požadovat příslib, že úrokové sazby půjdou příští rok nahoru.

**I přes konec programu kvantitativního uvolňování tedy měnová politika ECB zůstane i nadále uvolněná.** Pro rozhodnutí o spuštění dalšího programu TLTRO či načasování zvyšování úrokových sazeb bude klíčové březnové zasedání, na kterém bude mít Rada guvernérů k dispozici novou prognózu z dílny ECB. Obecně lze očekávat, že politika ECB bude stále více závislá na aktuálních datech a jejím hlavním nástrojem, jak ovlivňovat ekonomiku, se opět stane úvěrový kanál.

## 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  
**Jiří Kostka**  
 (420) 222 008 560  
 jiri\_kostka@kb.cz

**Jana Steckerová**  
 (420) 222 008 524  
 jana\_steckerova@kb.cz  
**Sektory**  
**David Kocourek**  
 (420) 222 008 569  
 david\_kocourek@kb.cz

**Jakub Matějů**  
 (420) 222 008 598  
 j\_mateju@kb.cz

## SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ

**Hlavní ekonom SG Poland**  
**Jaroslav 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  
**Severní Amerika**  
**Stephen Gallagher**  
 (212) 278 4496  
 stephen.gallagher@sgcib.com

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

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

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

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

**Yvan Mamalet**  
 (44) 20 7762 5665  
 yvan.mamalet@sgcib.com  
**Latinská Amerika**  
**Dev Ashish**  
 (91) 80 2802 4381  
 dev.ashish@socgen.com

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

**Velká Británie**  
**Brian Hilliard**  
 (44) 20 7676 7165  
 brian.hilliard@sgcib.com  
**Indie**  
**Kunal Kumar Kundu**  
 (91) 80 6716 8266  
 kunal.kundu@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.dřimal@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>.