

Fed

# Aktuální téma

30 LET  
SPOLU

## Fed by mohl naznačit, za jakých podmínek začne omezovat program QE



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

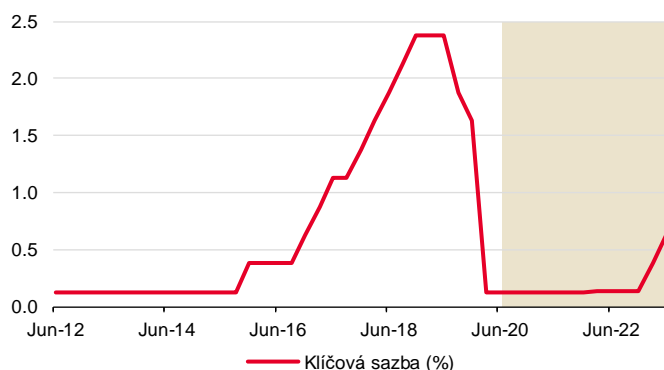


**František Táborský**  
(420) 222 008 598  
frantisek\_taborsky@kb.cz

Parametry nastavení měnové politiky ponechá Americká centrální banka ve středu beze změny. Mohla by však naznačit, jaké podmínky budou muset být splněny, aby začala omezovat svůj program nákupů aktiv. Zveřejněna bude i nová prognóza. Ta ale zřejmě zůstane bez výraznějších změn. Inflace podle ní pravděpodobně nepřekročí 2 % ani v roce 2023, takže není překvapivé, že medián výhledu vývoje úrokových sazeb bude pro následující tři roky počítat s jejich stabilitou. My prostor pro první zvýšení sazeb vidíme ve druhé polovině roku 2023. Dolarové sazby na trhu a výnosy amerických státních dluhopisů se v polovině roku odlepily ode dna a od té doby postupně rostou. Tento trend podle nás bude v příštím roce pokračovat díky nové vakcině proti Covid-19 a očekávanému oživení ekonomiky. To by mělo podporovat i růst korunových sazeb, které jsou stále více ovlivněny právě dolarovými sazbami.

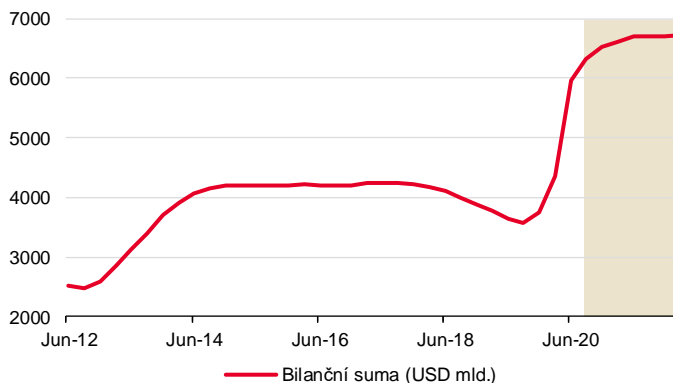
Americká centrální banka nakupuje měsíčně státní dluhopisy za 80 miliard dolarů a cenné papíry kryté hypotékami za 40 mld. Na tom se v nejbližší době podle našeho názoru nic nezmění. O snižování nákupů aktiv by Fed mohl začít uvažovat, pokud by se podařilo proočkovat populaci tak, jak je v plánu a americká ekonomika by ve druhém pololetí příštího roku začala výrazněji růst. Na středečním zasedání by tak mohl Fed prozradit své plány ohledně dalšího vývoje programu QE. Nejednalo by se ale pravděpodobně o stanovení nějakých konkrétních úrovní a pravidel, ale spíše o popis podmínek, za jakých by k tomuto kroku mohlo dojít.

První zvýšení sazeb očekáváme v roce 2023



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Bilanční suma Fedu se nafoukla (USD mld.)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

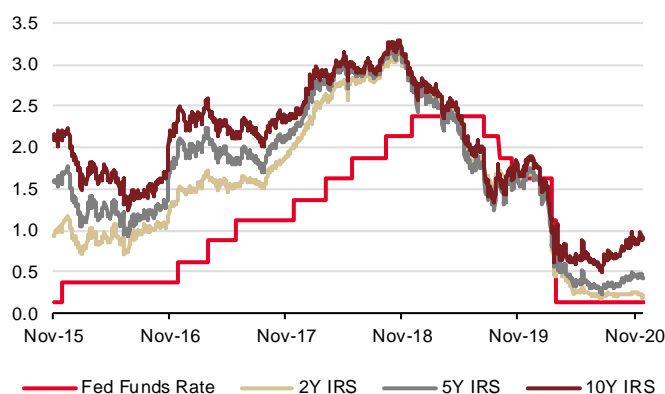
Centrální banka ve středu zveřejní i svoji novou prognózu. Ta podle našeho názoru mnoha změn nedozná. Ta zářijová předpokládala pokles HDP v letošním roce o 3,7 %, růst o 4 % v roce příštím a o 3 % v roce 2022. Inflace by se měla postupně zvyšovat, přes 2 % se ale nedostane ani v roce 2023. Není tedy překvapivé, že medián výhledu vývoje úrokových sazeb předpokládal stabilitu úrokových sazeb až do konce roku 2023. Změnu zřejmě nepřinese ani nový medián. My vidíme prostor pro první zvýšení úroků ve druhé polovině roku 2023.

## Vakcína a oživení ekonomiky požene dolarové sazby nahoru

Dolarové úrokové sazby na trhu po vypuknutí pandemie spadly na svá historická minima, ale zhruba od poloviny roku se postupně odlepují ode dna a pozvolna rostou. Tento trend podle nás bude pokračovat i v příštím roce. Výnos desetiletého státního dluhopisu se tak ke konci příštího roku dostane ze současných 0,90 % na 1,50 %. Hlavním důvodem k optimismu by stejně jako v Evropě měla být vakcína proti Covid-19 a očekávané oživení ekonomiky. K tomu by měla přispět i nadále uvolněná měnová politika a výrazné fiskální úsilí. To by mělo tlačit výnosy státních dluhopisů nahoru nejen z důvodu podpory ekonomiky, ale i kvůli obří nabídce dluhopisů na trhu vycházející s vysokých plánovaných deficitů veřejných financí. To by se mělo projevovat zejména u delších splatností a vést tak ke strmějšímu tvaru výnosové křivky. Obdobný nárůst očekáváme i u úrokových swapů. U desetileté splatnosti předpokládáme pro příští rok nárůst ze současných 0,90 % na 1,60 % a pro dvouletou splatnost z 0,20 % na 0,35 %.

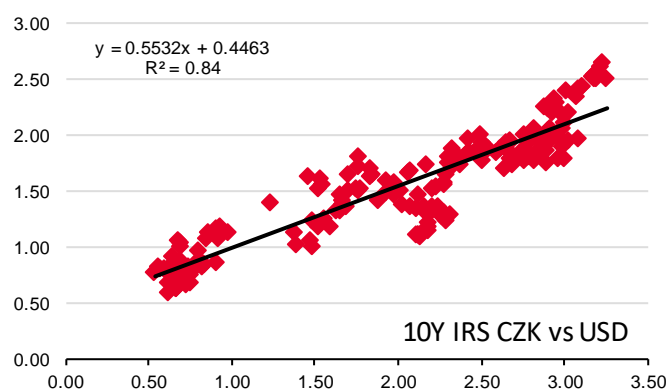
Ačkoli dolarové financování hraje v tuzemské ekonomice pouze minoritní roli, **vliv tržních dolarových sazeb na korunové od konce kurzového závazku ČNB stále roste**. Od té doby lze až 84 % pohybu domácích sazeb (10y) vysvětlit právě pohybem jejich dolarovým ekvivalentem. V případě eurových sazeb je to přitom pouze 43 %. Ačkoli do tuzemského vývoje bezpochyby zasahují i další faktory, vliv dolarových sazeb je výrazný. Jejich růst by se tak měl promítnout v příštím roce i do růstu tuzemských sazeb a výnosů státních dluhopisů.

Dolarové úrokové sazby se pozvolna odlepují ode dna



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

Vliv dolarových sazeb na korunové stále roste



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## 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



**Akciový analytik**  
**Bohumil Trampota**  
(420) 222 008 560  
bohumil\_trampota@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

## SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ

Hlavní ekonom Rosbank



**Evgeny Koshelev**  
(7) 495 725 5637  
evgeny.koshelev@rosbank.ru

**Ekonom Rosbank**

**Yury Tulinov, CFA \***  
+7 495 662 1300 (ext. 14-836)  
yury.tulinov@rosbank.ru

**Ekonom Rosbank**

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

**Ekonom Rosbank**

**Evgeniy Vertiporokh \***  
+7 495 662 1300 (ext. 14-263)  
evgeniy.vertiporokh@rosbank.ru

**Ekonom BRD-GSG**

**Ioan Mincu**  
(20) 213 014 472  
george.mincu-radulescu@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 5729 6960  
wei.yao@sgcib.com

**Japonsko**

**Tomoya Narita**  
+81 3 6777 8065  
tomoya.narita@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, cross-asset a kvantitativního výzkumu



**Kokou Agbo Bloua**  
+44 20 7762 5433  
kokou.agbo-bloua@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**

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

**Kevin Ferret**

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

**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



**Vijay Kannan**  
+91 7010445705  
vijay.kannan@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