

| Česká národní banka |

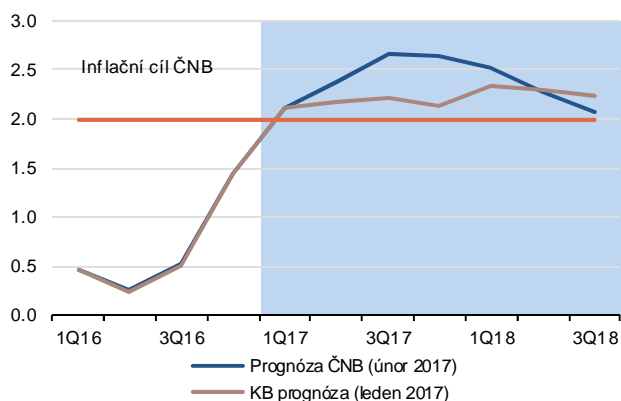
ČNB Focus

Po exitu dostane koruna více volnosti, než se doposud čekalo

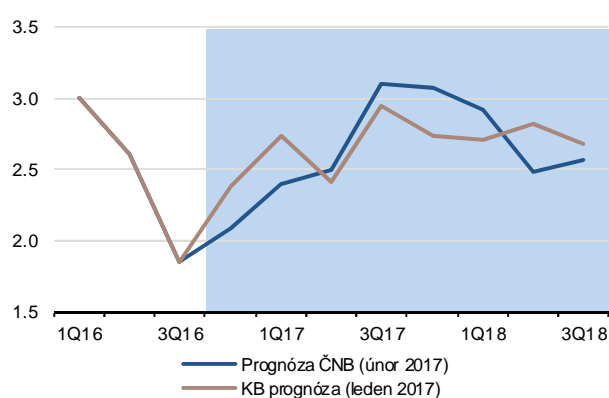

Viktor Zeisel
 (420) 222 008 523
 viktor_zeisel@kb.cz

Čtvrteční zasedání ČNB je poslední předtím, než vyprší příslib ČNB neukončit kurzový závazek před koncem prvního čtvrtletí. Nicméně ani od tohoto zasedání nelze očekávat, že by ČNB jakkoli změnila své vyjádření ohledně pravděpodobného načasování konce kurzového závazku. Bankovní rada pouze zopakuje, že závazek pravděpodobně zruší kolem poloviny letošního roku. My se stále domníváme, že k jeho konci dojde o něco dříve, a to na pravidelném měnově politickém zasedání 4. května. Roste však i riziko, že bankovní rada k tomuto kroku přistoupí na neohlášeném zasedání v průběhu dubna.

Inflace na přelomu roku výrazně zrychlila a i nadále vyššími hodnotami překvapuje centrální banku. Únorová statistika již ukázala na meziroční cenový růst o 2,5 %, zatímco centrální banka ve své poslední prognóze očekávala dynamiku pouze na úrovni 2,1 %. Překvapení se koncentrovalo zejména do cen potravin, které vyskočily ve všech evropských zemích. Nicméně v Česku na rozdíl od většiny zemí Evropy dosahují dvouprocentního růstu také jádrové ceny. Zrychlování inflace je tak široce rozložené, což jej činí robustnější. Naše předpověď i poslední prognóza ČNB předpokládají, že inflace bude přestřelovat cíl centrální banky na celém horizontu měnové politiky (12-18 měsíců). Zdá se tedy, že v cestě k odstranění kurzového závazku nestojí žádná překážka. Na druhou stranu ČNB nemá moc prostoru ke změně své rétoriky. Posunutí pravděpodobného konce kurzového závazku za polovinu roku by působilo nevěrohodně, zatímco přiblížení do druhého čtvrtletí by bylo lákadlem pro další příliv spekulativního kapitálu.

Naše prognóza i výhled ČNB očekávají přestřelování inflačního cíle


Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Růstové vyhlídky zůstávají stabilní


Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

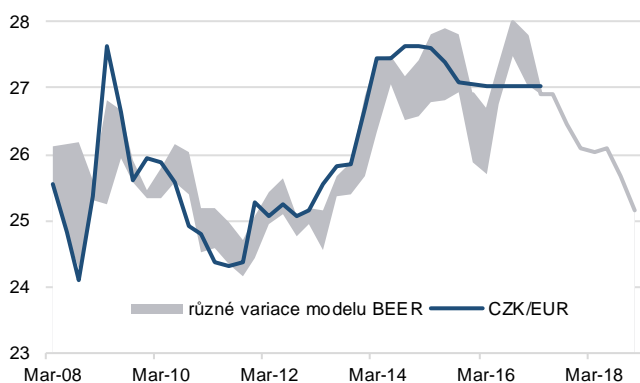
S přibližujícím se koncem kurzového závazku se objevují rozdíly v názorech jednotlivých členů bankovní rady. Podle našeho odhadu by noví členové bankovní rady (jmenování za guvernéra Rusnoka) preferovali ukončení kurzového závazku dříve než současní viceguvernéři M. Hampl a V. Tomšík, kteří si udržují svůj holubičí postoj a pravděpodobně by preferovali exit až v druhé polovině roku. **My se tak domníváme, že**

převládne názor nových členů bankovní rady a k rozhodnutí dojde již na pravidelném měnově politickém zasedání 4. května. Bankovní rada bude mít v ruce konečnou podobu čerstvé prognózy, a přestože se jedná o druhé čtvrtletí tak je toto datum blízko polovině roku, aby mohlo být interpretováno v souladu s prohlášeními ČNB (okolo poloviny roku 2017). **Velkou pravděpodobnost však dáváme scénáři, že kurzový závazek bude odstraněn ještě v dubnu.** Tento výhled byl nedávno podpořen vyjádřením Miloše Zemana, který prohlásil, že se nedávno setkal s guvernérem Rusnokem a „...že ukončení kurzového závazku se očekává v prvním pololetí letošního roku a není vyloučeno, že možná dříve, než se nadějeme“.

Načasování exitu není jediná záležitost, ve které v bankovní radě podle našeho názoru nepadají úplně shoda. Bankovní rada ve svém únorovém prohlášení po zasedání již neuváděla, že bude „připravena intervenovat za účelem zmírnění případných kurzových výkyvů“ a **bankovní rada (zejména noví členové) se nyní kloní k tomu, aby si koruna našla svou novou rovnováhu bez zásahů centrální banky.** To podle nás neznámá, že ČNB připustí jakékoliv posílení kurzu, nicméně **trhy by se měly připravit na to, že centrální banka bude tolerovat mnohem větší výkyvy, než jsme původně předpokládali.** Podle záznamu z posledního zasedání bankovní rady se však většina jejích členů domnívá, že „existuje dostatečné množství faktorů zabraňujících skokovému posílení kurzu po opuštění závazku“. I za změnou postoje k intervencím po konci kurzového závazku podle nás stojí hlavně noví členové bankovní rady.

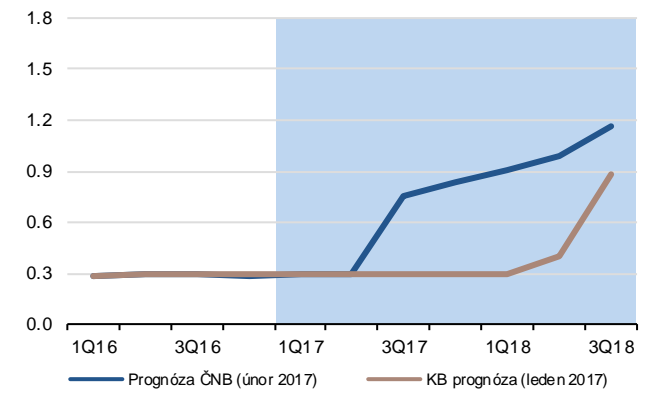
ČNB také začala zdůrazňovat, že chce co možná nejdříve normalizovat úrokové sazby. Pokud po exitu nedojde k posilování koruny, centrální banka dala najevo, že je připravena utahovat měnovou politiku pomocí zvyšování sazeb. My ale neměníme naše stanovisko, že ČNB si před zvyšováním sazeb počká, jaký efekt bude mít odstranění kurzového závazku. Očekáváme postupné posilování koruny. K prvnímu zvýšení sazeb tak podle nás dojde až ve druhém čtvrtletí příštího roku. V případě, že koruna v prvních měsících neposílí, vidíme riziko, že se sazbami by ČNB mohla hnout již tento rok.

Náš model BEER ukazuje na posilování koruny



Zdroj: ČNB, Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

ČNB podle nás se zvyšováním sazeb po exitu počká



Zdroj: ČNB, Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zítřejší zasedání moc nového nepřinese. Jeho výstupy pravděpodobně potvrdí, že bankovní rada je připravena dát koruně po ukončení závazku větší svobodu najít svou rovnovážnou úroveň. Očekáváme také, že ČNB zdůrazní, že chce měnovou politiku znovu provádět pomocí úrokových sazeb. **Riziko, že ČNB zruší kurzový závazek na zítřejším zasedání, vidíme jako marginální.**

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

Akčioví analytici



Miroslav Frayer
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@kb.cz



Marek Dřimal
(420) 222 008 598
marek_dřimal@kb.cz



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



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



Richard Miřátský
(420) 222 008 560
richard_miřatsky@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE

Hlavní ekonom SG Poland



Jaroslaw Janecki
(48) 225 284 162
jaroslaw.janecki@sgcib.com

Hlavní ekonom Rosbank



Yury Tulinov, CFA
(7) 495 662 13 00 (ext. 14836)
yury.tulinov@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

Akčiový analytik



Laura Simon, CFA
(40) 213 014 370
laura.simon@brd.ro

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonomka výzkumu globální ekonomiky



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

Eurozóna



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

Severní Amerika



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

Asie a Pacifik



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

Čína



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



Ankur Shukla
(91) 80 6731 4432
ankur.shukla@sgcib.com



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



Inflace
Vaibhav Tandon
(91) 80 6731 9449
vaibhav.tandon@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



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

Fixed Income



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



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

Head of US Rates Strategy



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



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



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



Jason Simpson
(44) 20 7676 7580
jason.simpson@sgcib.com



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



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



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



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



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

Měnové kurzy



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



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



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

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



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



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



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



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



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



Jason Daw
(65) 6326 7890
jason.daw@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.

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.

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