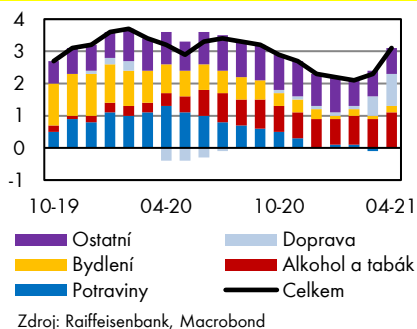


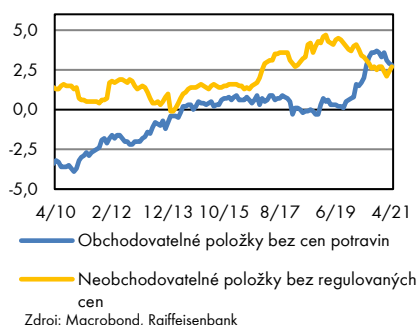
Ad-hoc analýza

Nadchází čas pro zásah od ČNB

Za vyšším nárůstem je doprava a tabák



Jádrová inflace dosud tažena obchodovatelnými položkami



Efekt nízké srovnávací základny bude vrcholit v květnu

Srovnávací základna	váha	Únor	Bře.	Dub.
Pohonné hmoty (% r/r)	3,4%	-9,8	1,1	16,3
Doprava (% r/r)	11,5%	1,5	5,2	9,1
Pohonné hmoty (% m/m)	3,4%	1,7	5,9	2,9
Doprava (% m/m)	11,5%	0,9	1,6	1,0

Efekt otevírání se v inflaci teprve projeví

Efekt otevírání	váha	Únor	Bře.	Dub.
Restaurace (% r/r)	4,2%	3,0	2,8	2,8
Rekreace (% r/r)	8,5%	1,0	1,0	1,4
Oblečení (% r/r)	4,2%	2,4	1,8	1,6
Restaurace (% m/m)	4,2%	0,1	0,1	0,1
Rekreace (% m/m)	8,5%	0,6	-2,1	-0,4
Oblečení (% m/m)	4,2%	0,0	0,7	1,2

Česká národní banka patřila k aspirantům na titul **první centrální banky regionu, která zahájí post-pandemický cyklus zvyšování sazeb**, již od podzimu roku 2020. Ačkoliv její vlastní makroekonomická prognóza od té doby prošla několika úpravami, což je vzhledem k turbulentnímu ekonomickému klimatu pochopitelné, její výhled na sazby zůstával až podivuhodně konzistentní a vytrvale ukazoval na vícero zvýšení již v průběhu roku 2021. Věrohodnost této prognózy byla od té doby pravidelně zpochybňována jak finančními trhy, tak i samotnými českými centrálními bankéři, ovšem **nylní se zdá, že se nakonec přece jen blíží k naplnění**.

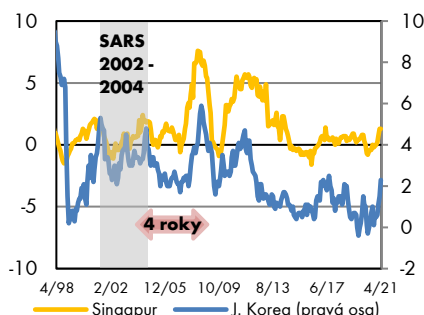
Česká inflace vstoupila do pandemického období ve svižném tempu, když se dlouhodobě pohybovala v okolí 3 %, tedy poblíž horní hranice tolerančního pásma ČNB. Loňské jarní prudké snížení základní sazby o 2 procentní body až na hodnotu 0,25 % tak bylo motivováno výhradně snahou o podporu ekonomického zotavení, spíše než starostí o cenovou stabilitu. Nyní, kdy se postupně zvyšuje podíl proočkované populace a počty nově nakažených se zdají být na ústupu, **dostane se péče o cenovou hladinu znovu do popředí zájmu centrálních bankéřů**.

V naší prognóze jsme již argumentovali, že **celková inflace bude přechodně zvýšená** kvůli nízké srovnávací základně z minulého roku, přechodnému nabídkovému stresu a vlivem znovuotevírání ekonomiky. Od jádrové složky jsme na druhé straně očekávali postupné snižování dynamiky. V dubnu inflace překvapila prolomením 3% hranice (v meziročním srovnání), čímž předčila odhad trhu i ČNB. **V nejbližších měsících předpokládáme, že zůstane i nadále v blízkosti 3 %**, jelikož se spojí proinflační tlaky na straně poptávky (znovuotevírání dosud uzavřených služeb) a na straně nabídky (nízká srovnávací základna a cenové tlaky v dodavatelských řetězcích). Nicméně tento vývoj není v rozporu s naší původní tezí, že inflační tlaky budou pouze přechodného charakteru. Očekáváme, že cenové tlaky na nabídkové straně zvolní vlivem oslabení efektu nízké srovnávací základny a díky znovuotevření ekonomik, čímž by mělo dojít ke stabilizaci cenového vývoje v dodavatelsko-odběratelských řetězcích. Z pohledu poptávkových tlaků předpokládáme, že firmy po rozvolnění restrikcí využijí zvýšené poptávky a budou částečně kompenzovat ztráty z posledních měsíců. Počítáme tak s tzv. post-covidovými ceníky, které ovšem z dlouhodobého hlediska nejsou udržitelné. Postupně bychom měli pozorovat normalizaci mezi poptávkou a nabídkou a slábnoucí meziměsíční výkyvy. V souhrnu tak očekáváme, že **celková inflace bude následovat obdobnou trajektorii jako v naší předchozí prognóze, avšak na vyšší úrovni**, čímž se průměrný meziroční růst spotřebitelských cen vyhoupne, oproti předchozímu odhadu 2,5 %, na úroveň mezi 2,7 % - 2,8 %. Od jádrové inflace nadále očekáváme klesající trend, avšak mírně pomalejším tempem. V průměru podle nás letošní rok jádrová inflace zakončí na 2,9 %.

Ačkoliv se tedy nijak dramatického zvýšení inflace aktuálně neobáváme – a ani ČNB se jím nezdá být příliš znepokojena – **jme přesvědčení, že se blíží moment, kdy bude úprava měnové politiky žádoucí**. Česká inflace má za sebou již poměrně dlouhou historii pohybu nad dvouprocentním cílem, ve veřejné prostoru se množí obavy z možné inflační exploze v důsledku post-pandemického znovuotevření ekonomik a tržní sázky na růst sazeb se kumulují již několik měsíců. Za této situace se stávající vyčkávací politika ČNB nezdá být již o mnoho déle udržitelná, jelikož **hrozí ukotvení inflačních očekávání na vyšších hodnotách**. Podle nás si tak bankovní rada dovolí stát stranou již jen na nejbližším, tedy červnovém zasedání a následně **využije srpnový termín zveřejnění aktualizované makroekonomické prognózy k prvnímu zvýšení základní sazby o 25bb**, čímž vyšle jasný signál připravenosti držet inflaci na uzdě. Jelikož dostupná data naznačují, že ČNB v nové prognóze pravděpodobně citelně zlepší i výhled na růst českého HDP, bude rozhodnutí o zpřísnění politiky o to snazší. Za předpokladu, že mezitím nedejde k nečekanému zhoršení epidemické situace, se navíc dále sníží riziko naplnění rizikového scénáře z prognózy ČNB, který zahrnoval podobnou trajektorii základní sazby jako naše vlastní předchozí prognóza předpokládající ale pozvolnější nástup inflace.

HISTORICKÝ BOX: Epidemie nevedou nutně k silným inflačním tlakům

Příklad: SARS v jihovýchodní Asii



Zdroj: Bloomberg, Raiffeisenbank

Vzhledem k nejistotě spojené s pandemií COVID-19 stojí za to, sáhnout po historii jakožto jistému vodítku, co lze dále očekávat. SARS se objevil v listopadu 2002 v Číně a rozšířil se do 26 zemí. V regionu jihovýchodní Asie způsobil silnou ekonomickou krizi. Citelné inflační tlaky však nenastaly.

Obdobný výsledek uvidíme, zabrouzdáme-li do ještě dálnější historie. V letech 1918-1920 podlehl španělské chřipce kolem 40-50 milionů lidí. Zhodnocení jejího dopadu do inflace je komplikované, protože je třeba ho oddělit od vlivů 1. světové války. Barro et al. (2020) se o to pokusili a zjistili, že zatímco dozvuky války byly silně proinflační, efekt pandemie se v inflaci projevil pouze mírně.

Po srpnovém započetí cyklu zvyšování sazeb se podle nás ČNB začátkem podzimu dočasně vrátí do vyčkávacího režimu, aby se ujistila, že se již nebude opakovat loňský příchod další epidemické vlny spojený s chladnějším počasím a návratem dětí do škol a osob do zaměstnání. Jelikož by v té době ovšem měla česká proočkovanosť dosáhnout úrovně dostatečné pro potlačení tempa šíření koronaviru, **bude již listopadové zasedání dalším vhodným momentem pro zvýšení sazeb o dalších 25bb.** Dvoutýdenní repo sazba by tak podle nás měla zakončit rok 2021 na úrovni 0,75 %, kde ovšem zdaleka neskončí. Začátkem roku 2022 by se v české ekonomice měla prakticky uzavřít záporná produkční mezera a zimní měsíce také jasně ukáží, zda se epidemické ohrožení již stává minulostí. Právě na tato ujištění podle nás počká i ČNB, a zachová tak stabilitu sazeb i v průběhu prvního čtvrtletí 2022. V případě příznivého vývoje se následně rozhodlá k pokračování předchozí růstové trajektorie. **Ta bude navíc tentokrát agresivnější, než jsme byli v minulých letech zvyklí,** což ostatně odráží i nezvykle prudkou dynamiku pandemického ekonomického šoku jako takového. **Ve druhém čtvrtletí roku 2022 tak očekáváme zvýšení sazeb celkem o 50bb a další zpřísnování měnové politiky o 25bb za každé další čtvrtletí,** což základní sazbu vytlačí až na úroveň 1,75 % do konce roku. Tím podle nás nejprudší fáze cyklu zvyšování skončí a stejně tak by měla začít zpomalovat dynamika předchozího svižného zotavování pandemií pošramocené ekonomiky. Zároveň tou dobou očekáváme, že dosavadní extrémně uvolněná rozpočtová politika české vlády, která evidentně minimálně do konce roku 2022 počítá s pokračováním ve stamiliardových deficitech, narazí na ekonomickou realitu. Zvyšující se pochybnosti finančních trhů o dlouhodobé udržitelnosti českých veřejných financí v kombinaci s rostoucími tržními sazbami postupně českou vládu, ať již z parlamentních voleb vzejde jakákoliv, pod tíhou rostoucích nákladů na obsluhu dluhu nakonec přinutí k nevyhnutelné konsolidaci rozpočtů, čímž se dále sníží i poptávkové inflační tlaky.

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
CPI (% r/r, průměr)	2,2	3,1	2,7	3,0	2,7	2,3	2,2	2,2
Repo sazba (% eop)	0,25	0,25	0,50	0,75	0,75	1,25	1,50	1,75

Helena Horská, Vít Hradil, David Vagenknecht

Ekonomický výzkum Raiffeisenbank a.s.
economic.research@rb.cz

Raiffeisenbank a.s.

Banka inspirovaná klienty



Banka inspirovaná klienty

UPOZORNĚNÍ

Vydává či šíří: Raiffeisenbank a.s., Hvězdova 1716/2b, Praha 4, Česká republika.

Dozorový orgán: Česká národní banka, Na Příkopě 28, Praha 1, Česká republika.

Raiffeisenbank a.s. („RB“) v rámci své činnosti, v souladu s právními předpisy, zejména s nařízením (EU) 596/2014 o zneužívání trhu a prováděcím nařízením (EU) 2016/958, kterým se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, ve znění pozdějších předpisů, rozšiřuje investiční doporučení vypracované třetími subjekty, zejména Raiffeisen Bank International AG, Rakousko („RBI“) a Raiffeisen Centrobank AG.

Nad rámec uvedených předpisů Raiffeisenbank a.s. připravuje a rozšiřuje výzkumné zprávy. RBI uveřejňuje informace k vydaným investičním doporučením ve svých výzkumných zprávách a doporučeních, a dále na www.raiffeisenresearch.com. Dozorovým orgánem RBI je Finanzmarktaufsicht in Österreich, Rakousko a dále European Central Bank (ECB).

Investiční doporučení či výzkumná zpráva (dále jen „dokument“) má informativní charakter a je určena výhradně pro potřeby adresáta a nesmí být kopírována a rozšiřována třetími osobám bez souhlasu RB a RBI. Tento dokument nelze pokládat za nabídku nebo výzvu k úpisu nebo koupi investičních nástrojů, nebo prospekt podle právních předpisů účinných v České republice, Rakousku (zejména podle zákona o rakouském kapitálovém trhu „Kapitalmarktgesetz“ („KMG“) a zákona o rakouské burze cenných papírů („Börsegesetz“)), nebo podle jiných příslušných zahraničních právních řádů. Jakékoliv investiční rozhodnutí ohledně finančních nástrojů, finančních produktů a jiných investic (dále jen „produkty“) musí být učiněno na základě schváleného a publikovaného prospektu emitenta anebo jiné příslušné kompletní dokumentace a nikoliv na základě tohoto dokumentu.

Tento dokument nezakládá individualizované doporučení ke koupi nebo prodeji finančních nástrojů podle právních předpisů účinných v České republice a Rakousku, zejména zákona o cenných papírech (Wertpapieraufsichtsgesetz). Tento dokument ani jeho části nevytváří jakoukoliv smlouvu nebo jakýkoliv závazek a ani jakoukoliv radu ohledně nákupu nebo prodeje finančního nástroje, finančního produktu a jiných investic. Případné individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje výše zmíněných produktů může poskytnout oprávněný finanční nebo bankovní poradce.

Analýzy obsažené v dokumentu jsou založeny na obecně přístupných informacích a nikoliv na neveřejných informacích, které byly získány na základě smluvních vztahů s klientem.

RB a RBI pokládají informace obsažené v dokumentu za spolehlivé, ale nečiní žádné ujištění ohledně přesnosti a úplnosti podaných informací, není-li v publikaci výslovně uvedeno jinak. Platné stupně investičních doporučení a jejich historie naleznete (https://raiffeisenresearch.com/en/web/rbi-research-portal/recommendation_history).

Investoři do finančních nástrojů emitovaných emitenty na rozvíjejících se trzích si musí být vědomi, že riziko vypořádání a správy investičních nástrojů na těchto trzích může být vyšší než na etablovaných trzích. Likvidita cenných papírů/finančních nástrojů emitovaných emitenty na rozvíjejících se trzích může být ovlivněna mimo jiné i počtem tvůrců trhu. Uvedené skutečnosti mohou zvyšovat riziko bezpečnosti investic učiněných na základě informací uvedených v tomto dokumentu.

Informace uvedené v dokumentu jsou aktuální k datu zveřejnění publikace, není-li v publikaci výslovně uvedeno jinak. Informace mohou následným vývojem ztratit na své aktualitě. To však nezakládá povinnost aktualizovat příslušný dokument.

Není-li uvedeno jinak na webu RB (https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer_RBroker.pdf) nebo na webu RBI (http://www.raiffeisenresearch.com/special_compensation), analytici RB a RBI nejsou odměňováni podle obchodů s investičními nástroji. Autoři dokumentu jsou odměňováni (mimo jiné) podle celkové ziskovosti RB nebo RBI, která zahrnuje výnosy z investičních obchodů RB nebo RBI a výnosy z jiných činností. RB a RBI obecně zakazuje svým analytikům a osobám reportujícím analytikům být angažováni v cenných papírech či jiných finančních instrumentech jakékoliv společnosti, kterou analytik pokrývá, pokud nabytí těchto finančních nástrojů nebylo předem projednáno s oddělením Compliance RB nebo RBI.

RB a RBI zavedla mj. organizační a administrativní opatření, zahrnující informační bariéry bránící nebo předcházející konfliktům zájmů. RB a RBI vymezily v rámci vnitřních organizací zóny obsahující vnitřní informace. Tyto zóny obsahující vnitřní informace jsou izolovány od jiných organizačních jednotek organizačními opatřeními, které řídí výměnu vnitřních informací. Vnitřní informace musí být uchovány v jednotlivých zónách a musí s nimi být nakládáno jako s přísně důvěrnými, s výjimkou běžného použití pro provoz RB a RBI. Toto použití je však omezeno pouze na nezbytně nutné potřeby. Výměna informací mezi zónami obsahující vnitřní informace může být uskutečněna pouze po zapojení oddělení Compliance.

Zvláštní ustanovení týkající se Spojeného království Velké Británie, Severního Irska (UK)

Tento dokument nelze pokládat za nabídku nebo výzvu k úpisu nebo koupi investičních nástrojů nebo prospekt podle právních předpisů účinných v České republice, Rakousku (zejména podle zákona o kapitálovém trhu „Kapitalmarktgesetz“ („KMG“) a zákona o burze cenných papírů („Börsegesetz“) nebo jiných právních řádech. Tento dokument nezakládá individualizované doporučení ke koupi nebo prodeji finančních nástrojů podle právních předpisů účinných v České republice a Rakousku, zejména zákona o cenných papírech (Wertpapieraufsichtsgesetz). Tento dokument ani jeho části nevytváří jakoukoliv smlouvu nebo jakýkoliv závazek a ani jakoukoliv radu ohledně nákupu nebo prodeje finančního nástroje, finančního produktu nebo jiných investic. Nemá ani nahrazovat nutné individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje investičního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice. Případné individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje finančního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice může poskytnout oprávněný finanční nebo bankovní poradce RB či RBI. Dokument je schvalován a vydáván RBI či RB z důvodu podpory investičních aktivit RBI a RB. RBI, pobočka Londýn je povolena od rakouského dohledového orgánu „Finanzmarktaufsicht“ a podléhá omezené regulaci dohledových orgánů Spojeného království The Financial Conduct Authority („FCA“). Podrobné informace o dohledu dohledových orgánů Spojeného království FCA bude poskytnuta na žádost. Dokument není určen pro retailové investory podle pravidel dohledových orgánů Spojeného království FCA a neměl by jim být rozšiřován. Informace nebo názory vyjádřené v dokumentu nezakládají a ani nevytváří nabídku nebo žádost o nabídku ke koupi nebo k prodeji finančních nástrojů. RB a nebo RBI mohou realizovat na vlastní účet investice uváděné v tomto dokumentu nebo související investice anebo mohou vlastnit práva k finančním nástrojům nebo mohou vlastnit finanční nástroje uváděné v tomto dokumentu. RB a nebo RBI mohly jednat a mohou jednat jako manažer nebo spolumanažer veřejné nabídky finančních nástrojů uvedených v tomto dokumentu nebo souvisejících investičních nástrojů.

Zvláštní omezení týkající se USA a Kanady

Dokument nesmí být rozšiřován nebo distribuován do USA nebo Kanady nebo jejich teritorií; rovněž nesmí být distribuován občanům USA a Kanady. Dále dokument je určen pouze institucionálním investorům a nepodléhá veškerým standardům pro nezávislost a pro uveřejnění informací, které mohou být používány v dokumentech připravených pro retailové investory. Tento dokument byl adresátovi poskytnut ze strany RB International Markets (USA) LLC (RBIM), U.S. registrovaný obchodník v USA (dále „RBIM“), nicméně byl zpracován pobočkou RBI nebo přidruženou popřípadě dceřinou společností RBI mimo území USA. Jakékoliv pokyny k nákupu nebo k prodeji investičních nástrojů učiněné na základě dokumentu musí být prováděny RBIM, který se nachází v 1133 Avenue of the Americas, 16. patro, New York, NY 10036, telefon +1 212-600-2588. Dokument byl zpracován mimo území USA jedním nebo více analytiky, kteří nemusejí podléhat pravidlům o zpracování zpráv a nezávislosti analytiků srovnatelných s pravidly účinnými v USA. Analytik nebo analytici, kteří připravili dokument, nejsou registrováni nebo kvalifikováni jako analytici podle Financial Industry Regulatory Authority („FINRA“) v USA a nejsou přidruženi k RBIM a proto nepodléhají regulaci FINRA, zahrnující regulaci vztahující se k chování nebo nezávislosti analytiků.

Názory, odhady a předpovědi obsažené v dokumentu jsou činěny RB nebo RBI k datu tohoto dokumentu a podléhají změnám, které mohou být učiněny bez předchozího upozornění. Informace obsažené v dokumentu byly vytvořeny RB nebo RBI ze zdrojů, o kterých se RB nebo RBI domnívá, že jsou spolehlivé. Nicméně RB nebo RBI ani jiná přidružená společnost nebo jiná osoba nečiní výslovně ani nevýslovně záruky a ujištění s ohledem na přesnost, úplnost a správnost informací obsažených v dokumentu. Finanční nástroje, které nejsou registrovány v USA, nemohou být nabízeny k prodeji a koupi přímo ani nepřímo v USA nebo občanům USA (podle významu uvedeného v Regulation S under the Securities Act of 1933 (the „Securities Act“)) s výjimkou podle Securities Act. Dokument nezakládá nabídku na koupi nebo prodej finančního nástroje ve smyslu Section 5 of the Securities Act a rovněž nevytváří pro kohokoliv jakoukoliv smlouvu nebo závazek. Dokument poskytuje pouze obecné informace. Dokument může být distribuován v Kanadě osobám, které jsou rezidenty Kanady. Obchody s investičními nástroji, které jsou uvedeny v dokumentu, mohou být s těmito osobami uzavřeny, pokud nepodléhají požadavkům obsažených v prospektech podle místních právních předpisů.

Nařízení Rady (EU) č. 833/2014 o omezujících opatřeních vzhledem k činnosti Ruska destabilizujícím situací na Ukrajině

Výzkum a doporučení se týkají pouze finančních nástrojů, které nejsou přímo ovlivněny sankcemi přijatými Nařízením Rady (EU) č. 833/2014 o omezujících opatřeních vzhledem k činnosti Ruska destabilizujícím situací na Ukrajině (dále jen „Nařízení“), a jejich postupným rozšiřováním. Jedná se tak o finanční nástroje vydané před 1. srpna 2014. Upozorňujeme, že nákup finančních instrumentů se splatností delší než 30 dní a vydaných po 31. červenci 2014 je Nařízením včetně pozdějších rozšíření sankcí zakázán. Žádné názory týkající se těchto zakázaných finančních instrumentů nerozšiřujeme.

Informace týkající se Lichtenštejského knížectví

Směrnice Komise 2003/125/ES ze dne 22. prosince 2003, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o povtlivé předkládání investičních doporučení a uveřejňování střetů zájmů byla implementována do právního řádu Lichtenštejského knížectví na základě předpisu Finanzanalyse-Marktmisbrauchs-Verordnung.

Bude-li jakákoliv část tohoto upozornění shledána neplatnou, neúčinnou nebo nevymahatelnou podle právních předpisů, ostatní části upozornění budou nadále platné, účinné a vymahatelné, lze-li tyto části upozornění oddělit od ustanovení, která budou neplatná, neúčinná a nevymahatelná.

RB je oprávněna aktualizovat tento dokument, přičemž aktualizace dokumentu je uvedena na https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer_RBroker.pdf.

Informace o zájmech a střetech zájmů

Investiční doporučení na dluhopisy emitenta Česká republika vytváří Raiffeisen Bank International AG („RBI“) ve spolupráci s Raiffeisenbank a.s. Raiffeisen Centrobank AG a Raiffeisenbank a.s. jsou součástí konsolidačního celku Raiffeisen Bank International AG. Veškeré informace o investičních doporučeních a výzkumných zprávách Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisen Centrobank AG jsou k dispozici na webových stránkách Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisen Centrobank AG - viz <http://www.rbiinternational.com> a <http://www.rcb.at/>.