



Makro

Ranní restart



@Research_sporka

David Navrátil, research@csas.cz

Dnešní kalendář

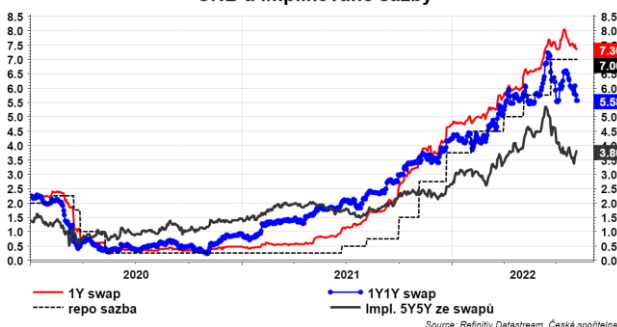
Čas	Stát	Událost	Trh	Minule
9:00	CZ	Průmysl y/y 6/22	2,4	3,3
9:00	CZ	Obchodní bilance mld.	-21,5	-23,3
10:00	CZ	Nezaměstnanost 7/22	3,2	3,1

Zdroj: Thomson Reuters

ČNB: nová bankovní rada nejistotu nesnížila

Ještě pár poznámek k ČNB. Minulý týden jsem psal, že jeden z argumentů pro zvýšení repo sazby je snížení kredibility ČNB v očích finančního trhu po jmenování nového guvernéra a po sérii nešťastných výrocích. Nejde jen o slib Aleše Michla z května, že v srpnu bude hlasovat pro stabilitu sazeb, což si trh přečetl tak, že bez ohledu na data neudělá nic, což není v souladu s režimem inflačního cílování. Patří zde i další rozhovory a komentáře členů bankovní rady, které různým způsobem naznačovaly nebo přímo ukazovaly, jak dusná atmosféra panuje v bankovní radě, že je příkře rozdělena a že může nastat poměrně radikální změna v nastavování měnové politiky s novou bankovní radou. Například květnový rozhovor Tomáše Holuba, kde [řekl](#), že finanční trh dal novému guvernéru žlutou kartu („Finanční trh, jakožto jakýsi nestranný rozhodčí, ukázal novému kapitánovi týmu žlutou kartu ještě dřív, než nastoupil na hřiště.“. Nebo poslední zasedání „staré rady“, po které Jirka Rusnok uvedl, že byla snaha nalézt kompromis (nižší zvýšení sazeb), aby se vyjádřila kontinuita, ale Aleš Michal a Odřich Dědek na něj nechtěli přistoupit. Což si trh nemohl vyložit jinak, než že kontinuita nebude.

ČNB a implikované sazby



Nejistota ohledně kredibility, respektive ohledně změny reakční funkce ČNB, může být krátkodobá. Po pár měsících bude mít finanční trh jasno. Nicméně jsme v situaci, kdy i pár měsíců může mít velké náklady.

Za prvé, vysoká inflace, která může v následujících měsících i podle ČNB ještě dále stoupat, je nebezpečná právě díky své [temné straně](#). Což není nic jiného než nebezpečí, že dojde ke změně dlouhodobých inflačních očekávání a k jejich zadnížení na vyšších úrovních. Nemusí jít nutně o očekávání, že inflace bude v dalších letech 15-20%. Stačí, aby si lidé a firmy mysleli, že bude mezi 5-9%. Potom je snížení inflačních očekávání a inflace nákladnější. Takové je minimálně lekcce ze 70. a 80. let. U firem už vidíme, že došlo k výraznému zvýšení inflačních očekávání. U domácností to nevidíme, protože jejich inflační očekávání neměříme. Ale stačí si pustit zprávy na Nově a inflace, drahota je hlavním tématem už několik měsíců. Nikdo nezná přesný mechanismus přechodu na temnou stranu inflace. Jestli stačí inflace na 2%. Nebo dva roky s dvoucifernou inflací. Každopádně, až inflace probudí mzdovou inflaci, tak bude pozdě. A nestačí se zaklínat tím, že reálné mzdy klesají, takže mzdová inflace neexistuje.

ČR: inflační očekávání - 3Y



Ano, inflace je z velké části ovlivněna nákladovými faktory. A ano, inflace v ČR není nejvyšší ze všech zemí EU. Ale [jádrová, mediánová nebo trimmed inflace](#) je buď nejvyšší nebo na prvních příčkách. Rozdíl z velké části lze přisoudit poptávkovým faktorům, ať už jde o trh práce nebo o fiskál. Nebo o právě o rozjetí inflačních očekávání firem, které nafukují marže. Nebo finanční gramotnosti, jak o tom píše náš Michal.

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu střetu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategií a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete zde: <http://www.investicnicentrum.cz/analyz/upozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

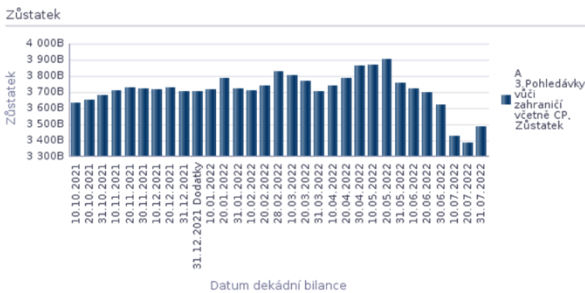
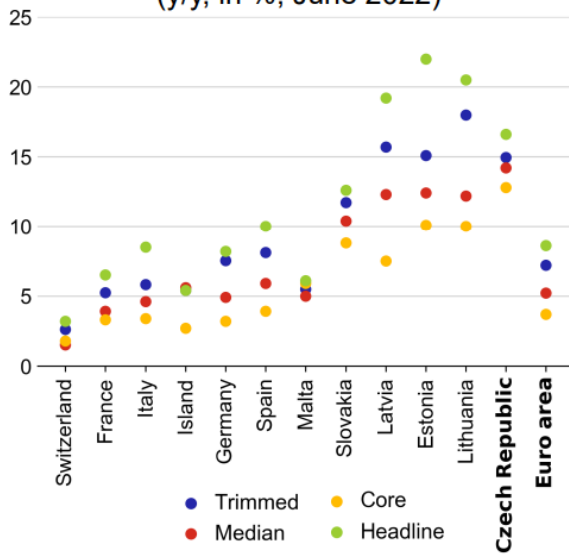
Tvůrcem dokumentu je Česká Spořitelna, Sídlo: Praha 4, Olbrachtova 1929/62, 140 00

1

8.8.2022

For the exclusive use of David NAVRATIL (Erste Group)

Inflation indicators (y/y, in %, June 2022)

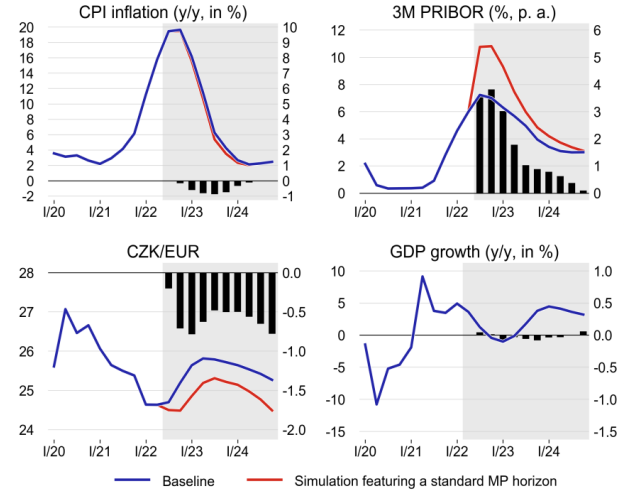


A druhý důvod, proč pár měsíců nejistoty může mít v tomto období vysoké náklady, je kurz, intervence, a tedy pokles devizových rezerv. Dekádní bilance ČNB prozrazuje, že „Pohledávky vůči zahraničí včetně cenných papírů“, což je proxy pro devizové rezervy, poklesly mezi první dekádu v květnu do konce července o 384 mld. CZK. Tedy o 10%.

Srpnové zasedání přineslo docela zásadní změnu reakční funkce ČNB. Zdá se, že bankovní rada rezignuje na zkrocení inflace v příštím roce: na jaře ČNB čekala v příštím roce inflaci na 4,1, teď už 9,5%. To je velký rozdíl a ano, to je pak konzistentní se sazbami na 7%.

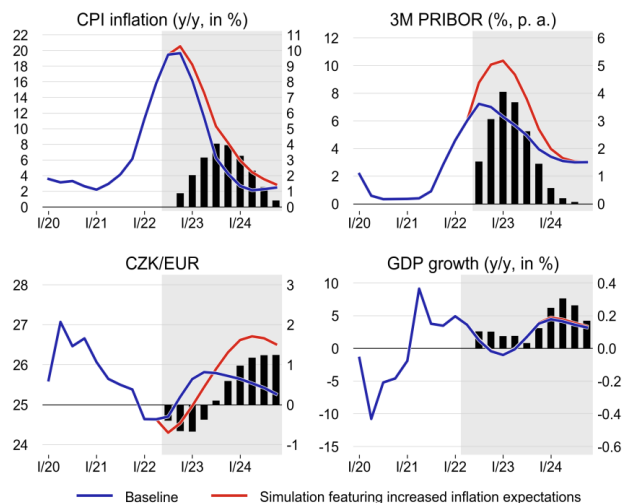
Pod tím je ale docela zásadní změna v měnové politice ČNB. Základní scénář do srpna předpokládal, že ČNB cíluje inflaci v horizontu 12-18 měsíců. To bylo neměnné a kolem toho se mohli dělat citlivostní scénáře. Alternativu „co by kdyby“ cílování vzdálenější inflace už ukázala předchozí bankovní rada. Ale jen jako alternativu. Nyní základní scénář předpokládá, že ČNB cíluje inflaci za 18-24 měsíců. Možná jsem hnidopich, ale očekával bych, že taková změna v měnové politice a reakční funkci bude vyfútrovaná argumenty a simulacemi, vysvětlená. Ale ono ne. Takže jde o trvalou změnu nebo dočasnou? Nevíme = pokles nejistoty nenastal.

Jinými slovy, základní scénář, který ukazuje stabilitu sazeb na cca 7%, není porovnatelný se minulým základním scénářem, který ukazoval potřebu zvýšit sazby na 8%. Update navíc ukazuje, že standardní (= starý) výpočet základního scénáře by implikoval sazby nad deseti procenty!



Ale pozor, sazby nad 10% naznačuje i scénář, který předpokládá, že ČNB cíluje vzdálenější inflaci, ale zároveň se ptá, co by se stalo, kdyby inflační očekávání vzrostla na 5% do konce roku 2023 (a pak postupný návrat na 2%).

Nejistota tak přetrvává, protože názorově je bankovní rada stále rozdělená. Hlasování pro stabilitu vs. zvýšení sazeb o celý procentní bod nelze popsat jinak. Nevíme, jestli důvodem je něco ve stylu „počkáme na září a budeme chytřejší ohledně rozsahu nutného zvýšení sazeb, jeden měsíc zpoždění není taková tragédie“. Anebo zda jde o trvalejší změnu reakční funkce a cílování inflace. Za pár měsíců bude jasno. Ale tentokrát těch pár měsíců nejistoty může vyjít pěkně draho.



Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategie a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete zde: <http://www.investicnicentrum.cz/analyz/upozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.



Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhuje investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete zde: <http://www.investicnicentrum.cz/analyzuvpozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

Kontakty

Odbor Ekonomické a strategické analýzy

investicnicentrum.cz

Hlavní ekonom	David Navrátil	+420/956 765 439	dnavratil@csas.cz
Makroekonomický tým: ČR, makroekonomická prognóza ČR a bankovní sektor	Jiří Polanský Michal Skořepa	+420/956 765 192 +420/956 765 172	jpolansky@csas.cz mskorepa@csas.cz
Akciový tým: Head, Utilities, F&B, O2 CR Světové trhy, Philip Morris ČR Světové trhy	Petr Bártek Jan Šafránek David Vantruba	+420/956 765 227 +420/956 765 218 +420/956 765 343	pbartek@csas.cz jsafranek@csas.cz dvantruba@csas.cz
EU Office a sektorové analýzy:	Tomáš Kozelský Tereza Hrtúsová Radek Novák	+420/956 718 013 +420/956 718 012 +420/956 718 015	tkozelsky@csas.cz thrtusova@csas.cz radeknovak@csas.cz
Poradenství a strukturální analýzy	Petr Zahradník	+420/956 765 213	pzahradnik@csas.cz


[@Research_sporka](https://www.instagram.com/Research_sporka)

Financial Markets - Wholesale & Trading and Financial Institutions

Director Group Positioning Markets Strategist	Petr Valenta Robert Novotný Miroslav Plojhar	+420/956 765 821 +420/956 765 817 +420/956 765 520	petrvalenta@csas.cz rnovotny@csas.cz mplojhar@csas.cz
Corporate Treasury Sales & Structuring	Tomáš Píček	+420/956 765 511	tpicek@csas.cz
Institutional Fixed Income Sales Institutional Equity Sales Institutional Asset Management Trading Financial Institutions & Correspondent Banking Debt Capital Markets	Ondřej Čech Michal Řízek Petr Holeček Robert Novotný Stanislav Šnajdr Tomáš Černý	+420/956 765 577 +420/956 765 537 +420/956 765 453 +420/956 765 817 +420/956 765 105 +420/956 765 205	ozech@csas.cz mrizek@csas.cz pholecek@csas.cz rnovotny@csas.cz ssnajdr@csas.cz tcerny@csas.cz

Financování a poradenství

Ředitel	Jan Seger	+420/956 714 130	jseger@csas.cz
Syndikované a klubové financování	Zbyněk Pěla	+420/956 765 963	zpela@csas.cz
Akviziční financování	Petr Kalužík	+420/956 765 280	pkaluzik@csas.cz
Corporate finance Projektové a exportní financování	Antonín Piskáček Lenka Tomanová	+420/956 765 810 +420/956 714 020	apiskacek@csas.cz ltomanova@csas.cz

Erste Group Research

Head of Group Research	Friedrich Mostböck	+43 501 00 119 02	friedrich.mostboeck@erstegroup.com
Head of CEE Equities	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	henning.esskuchen@erstegroup.com
akcie – realitní sektor	Christoph Schultes	+43 501 00 115 23	christoph.schultes@erstegroup.com
akcie – sektor telekomunikace	Nora Nagy	+43 501 00 17 416	nora.nagy@erstegroup.com
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+43 501 00 17 343	vladimira.urbankova@erstegroup.com
akcie – sektor IT, průmysl	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	daniel.lion@erstegroup.com
akcie – sektor pojišťovnictví a bankovníctví	Thomas Unger	+43 501 00 173 44	thomas.unger@erstegroup.com
Head of Major Markets & Credit	Gudrun Egger	+43 501 00 119 09	gudrun.egger@erstegroup.com
Head of CEE Macro / Fixed Income Research	Juraj Kotian	+43 501 00 173 57	juraj.kotian@erstegroup.com

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhuje investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete zde: <http://www.investicnicentrum.cz/analyzypozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.