

Česká národní banka |

ČNB Focus

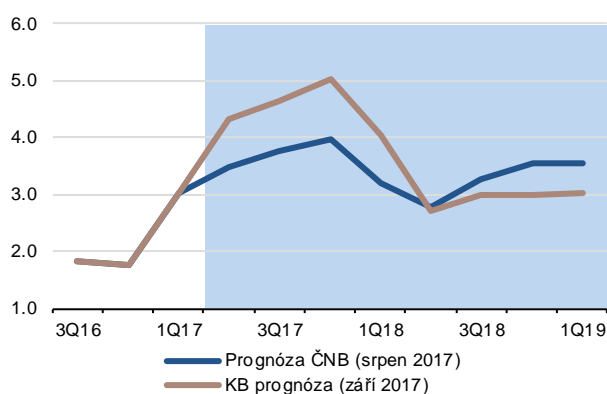
ČNB se zvýšením sazeb počká na listopad

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

Na zářijovém zasedání ponechá ČNB podle našich předpokladů úrokové sazby beze změny, rétorika však bude jestřábí. Ke zpřísnění měnové politiky přistoupí až v listopadu, kdy bude mít k dispozici novou Inflační zprávu. Poslední prognóza centrální banky přitom předpokládala další zvýšení úrokových sazeb až ve třetím čtvrtletí příštího roku. Důvodem podle nás bylo očekávání výrazného posilování koruny. To se ale zatím příliš nenaplnuje. Navíc rizika se vychýlila inflačním směrem. Růst mezd i HDP výrazně předčil jak očekávání trhu tak i ČNB. Inlace sice v srpnu o jednu desetinu zaostala za prognózou centrální banky, jádrové ceny jsou však na stejné úrovni jako v roce 2008, kdy vrcholil hospodářský cyklus. Zářijové zasedání se tak podle našeho názoru ponese ve výrazně jestřábím duchu, aby trhy připravilo na zvýšení úrokových sazeb 2. listopadu.

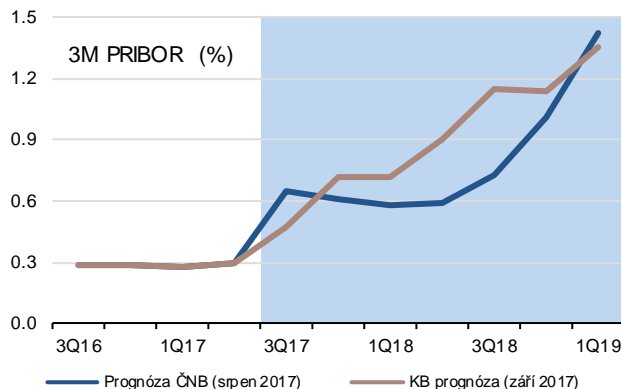
V srpnu Česká národní banka poprvé po téměř deseti letech zvýšila úrokové sazby z technické nuly na 0,25 %. Další očekávání ohledně zvyšování sazeb však zchladila tím, že její nová prognóza počítala s roční pauzou před dalším růstem sazeb. Poslední vystoupení centrálních bankéřů a data přicházející z reálné ekonomiky nás však utvrdila v našem názoru, že úrokové sazby stoupnou ještě do konce letošního roku. Viceguvernér ČNB M. Hampl v rozhovoru pro agenturu Reuters uvedl, že pokud by se zúčastnil minulého jednání bankovní rady, zvedl by pro vyšší sazby ruku také. K tomu navíc dodal, že na každém dalším zasedání bude relevantní se o zpřísnění měnové politiky bavit. Nevyloučil dokonce ani variantu, že by pro zvýšení sazeb mohl hlasovat již na příštím zasedání 27. září. Vojtěch Benda se vyjádřil v podobném duchu. Guvernér ČNB Jiří Rusnok naopak uvedl, že pro zvyšování sazeb není v tuto chvíli dostatek informací a že by preferoval vyčkat na další inflační prognózu, která bude diskutována 2. listopadu. To je i varianta, ke které se přikláníme my.

HDP podle nás letos výrazně zrychlí (% , y/y)



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

Prognóza ČNB vidí před dalším zvýšením sazeb roční pauzu



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

Rizika spojená s poslední prognózou se podle našeho názoru od posledního zasedání ČNB vychýlila proinflačním směrem.

Proinflační rizika

■ Česká ekonomika vykázala v Q2 17 historicky nejvyšší mezikvartální růst (na úrovni 2,5 %). Překvapila tak nejen celý trh, ale i centrální banku, jejíž odhad byl o 1,2 pb nižší. V meziročním srovnání domácí ekonomika přidala 4,7 %, zatímco prognóza ČNB očekávala růst na úrovni 3,5 %. Podle komentáře ČNB došlo v Q2 17 k výraznému zrychlení růstu české ekonomiky, a to **v podstatně větší míře, než ČNB prognózovala.**

■ Výrazně rostla soukromá spotřeba, která přispěla k meziročnímu růstu 1,5 pb. Robustní zvyšování spotřeby domácností přitom podle ČNB odráží zrychlující mzdovou dynamiku, rostoucí optimismus spotřebitelů a nadále nízké úrokové sazby.

■ Vyšší dynamikou překvapil i mzdový růst, když v nominálním vyjádření mzdy ve druhém čtvrtletí přidaly 7,6 % y/y. ČNB počítala pouze s 5,9 %. Mzdy navíc podle naší prognózy rychle porostou díky utažené situaci na trhu práce i nadále. K tomu se přidávají plány vlády zvýšit platy učitelů o 15 % a ostatních zaměstnanců ve veřejném sektoru o 10 %.

Protiinflační rizika

■ Srpnová inflace na úrovni 2,5 % zaostala o jednu desetinu za prognózou ČNB. Odchylka je ovšem minimální. Navíc byla koncentrována ve volatilní položce cen potravin. Jádrové ceny naopak ještě nepatrně přidaly, když podle našich propočtů vzrostly o 2,5 % y/y. Takovýmto tempem rostly naposledy v roce 2008.

■ Domácí cenový růst budou brzdit vnější faktory. Inflace v eurozóně stále zůstává na nízkých úrovních. Výraznější akceleraci neslibuje ani příští rok. Ceny ropy budou oproti současným úrovním výhledově spíše nižší, což v kombinaci se silnější korunou vůči dolaru implikuje nižší ceny pohonných hmot, potažmo i dalších položek spotřebního koše. Nižší importní ceny však rozhodně nevyváží silný proinflační vliv domácích faktorů.

■ Protiinflační riziko představuje i politika ECB. Ta sice ani na svém zářijovém zasedání neoznámila další plány s odkupy aktiv, k tomu by však podle ekonomů SG měla přistoupit v říjnu. Delší trvání programu odkupu aktiv by mohlo znamenat větší tlak na posilování koruny. Posilování kurzu koruny však zatím brzdí velké sázky spekulantů.

V letošním i příštím roce se inflace bezpečně udrží nad dvouprocentním inflačním cílem ČNB. Rizika se navíc vychylují spíše proinflačním směrem. Přestože zahraniční vlivy budou růst cenové hladiny tlumit, nebudou schopny inflační tlaky vyplývající z rostoucí domácí poptávky převážet. Předpokládáme proto, že centrální banka sice ponechá v září úrokové sazby beze změny, v listopadu je však zvedne o 25 bb (2T repo sazbu na úroveň 0,5 %). Rétorika bude pravděpodobně výrazně jestřábí. Příští rok bude v utahování měnové politiky podle našeho názoru muset pokračovat. Sazby by měla zvýšit celkem třikrát.

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

Akciovní analytici



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



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



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



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



Sektory
David Smutný
(420) 222 008 509
david_smutny@kb.cz



Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@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

Akciovní analytik



Laura Simion, 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



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



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



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



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



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



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



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



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

Fixed Income



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

Vedoucí strategie sazeb pro Evropu



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

Vedoucí strategie sazeb pro USA



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



Phoenix Kalen
(44) 20 7676 7305
phoenix.kalen@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 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. obvykle nezasiílá 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>.