

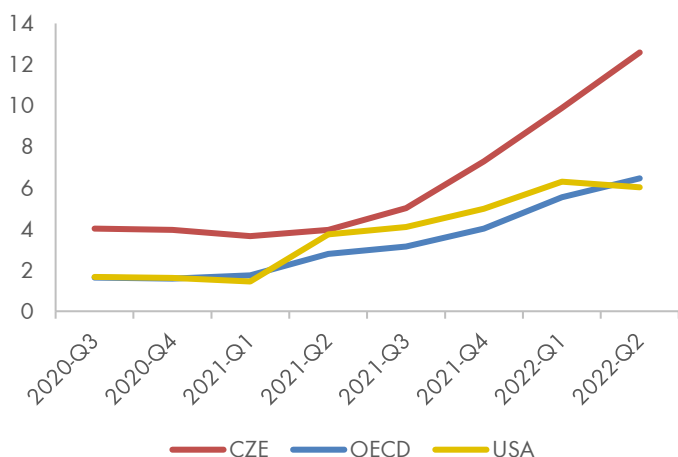
Adhoc analýzy

Vládní výdaje a inflace

- Během pandemie reagovaly vlády expanzivní fiskální politikou
- To navýšilo příjmy domácností, které byly po skončení vládních restrikcí uvolněny do spotřeby
- Zvýšená poptávka posléze přivila inflaci
- Vztah mezi vládními výdaji a příjmy domácností měříme pomocí mezery reálného hrubého disponibilního důchodu domácností
- Odhadnutím efektu mezery v disponibilním důchodu do inflace porovnáváme skutečný vývoj inflace s hypotetickým scénářem bez pandemie
- Výsledek odhadu ukazuje, že koncem roku 2021 přispěl fiskální impulz 2pb do 8,6% jádrové inflace

Globální faktory způsobené pandemií a válkou na Ukrajině ovlivňují inflaci celosvětově. Přitom některé ekonomiky vykazují vyšší inflaci než jiné. Důvodem je jednak rozdílná citlivost na globální vlivy a jednak rozdílná domácí specifika. Jedním z nich jsou i fiskální výdaje. Téměř všechny státy během pandemie zavedly rozsáhlá fiskální opatření za účelem podpory firem i domácností. Část těchto prostředků pak putovala do spotřeby, což po ukončení koronavirových restrikcí zvýšilo domácí poptávku a přivilo inflaci. Naším cílem je odhadnout tento efekt. Na základě metodiky ([Jorda et. al., 2022](#)) sestavením alternativního modelu Phillipsovy křivky odhadujeme, že na konci loňského roku přispěla vládní podpůrná opatření zhruba 2 procentními body do 8,6% jádrové inflace.

Graf 1: Nedávný vývoj jádrové inflace

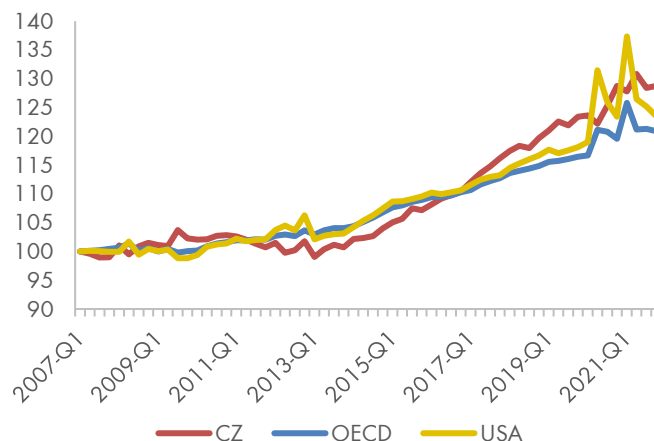


Zdroj: OECD, Raiffeisenbank

Prvním problémem analýzy je zachytit spojitost mezi vládními výdaji a domácí spotřebou. To není jednoduchá záležitost, protože zavedená vládní opatření byla velmi komplexní a je těžké určit, jak moc jako celek nakonec navýšila příjmy domácností. Jednou z možností je sledovat vývoj reálného hrubého disponibilního důchodu domácností, nebo krátce disponibilních příjmů. Ty zahrnují prostředky, které mají domácnosti k dispozici po uhrazení daní a běžných výdajů. Zahrnují tedy mimo jiné i vyplacené sociální transfery či efekt zrušení superhrubé mzdy. Graf 2 znázorňuje vývoj disponibilních příjmů domácností v ČR, USA a zemí OECD. Z grafu je patrný vyšší nárůst reálných disponibilních příjmů

českých domácností během pandemického období než v mnoha zemích OECD.

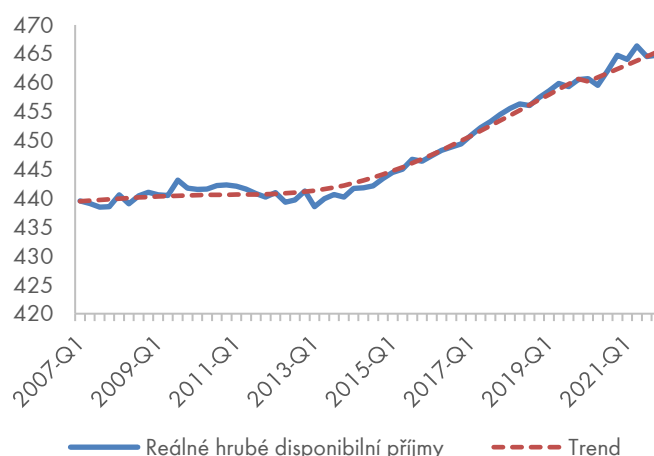
Graf 2: Reálné hrubé disponibilní příjmy domácností



Zdroj: OECD, Raiffeisenbank

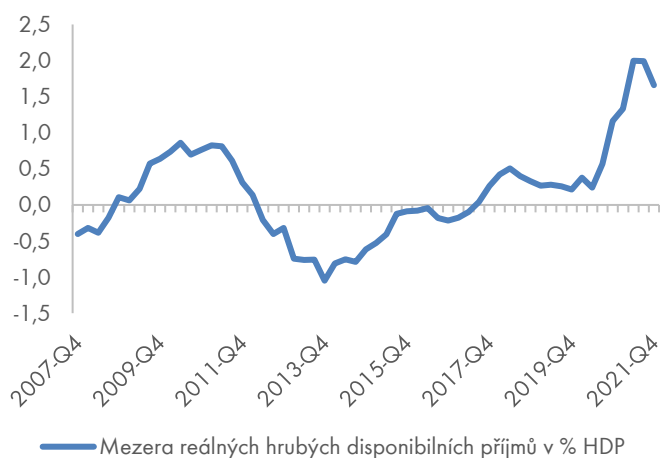
Druhým krokem je sestavení vhodného modelu pro odhad dopadu fiskálního impulzu do inflace. Následujeme metodu představenou v publikaci Jorda et al. 2022. Jedná se o jednoduchý alternativní model Phillipsovy křivky, který namísto rozdílu mezi skutečným hrubým domácím produktem a jeho potenciálem nebo rozdílu mezi skutečnou a přirozenou mírou nezaměstnanosti zohledňuje mezeru v již zmíněných reálných disponibilních příjmech domácností. Cílem je zachytit rozdíl skutečných disponibilních příjmů a disponibilních příjmů v hypotetické situaci, ve které nedošlo k pandemii, a tím pádem ani k vládní pomoci. Pro konstrukci této mezery očistíme časovou řadu disponibilních příjmů o historický trend, který extrapolujeme do období pandemie. Realizované příjmy pak porovnáváme s odhadnutým trendem. Výsledek je vizualizovaný v grafu 3. Pro lepší představu o velikosti mezery ji lze přepočítat jako disponibilní příjem na hlavu v mld. Kč v poměru k HDP na hlavu v mld. Kč, jak je znázorněno v grafu 4.

Graf 3: Mezera reálných hrubých disponibilních příjmů



Zdroj: OECD, Raiffeisenbank

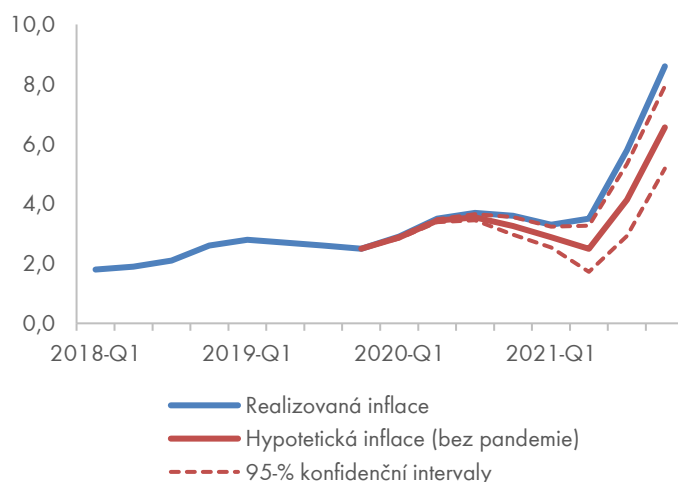
Pozn.: Reálné hrubé disponibilní příjmy (RHDP) spočítané jako $100 \cdot \log(\text{RHDP})$; Trend sestavený z komponenty HP filtru do 4Q '2019, poté extrapolace lineárního trendu

Graf 4: Mezera disponibilních příjmů v % HDP


Zdroj: Macrobond, OECD, Raiffeisenbank

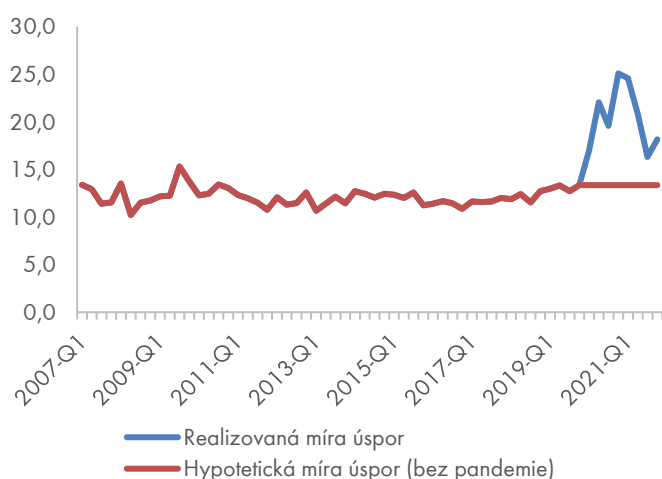
Po konstrukci míry fiskálního impulsu skrz mezeru disponibilních příjmů chybí jednoduchému modelu ještě dvě proměnné: inflační očekávání a zachycení variace v globální inflaci. Inflační očekávání, na jeden rok dopředu, jsou odhadnuta na základě historických dat. Výsledek zůstává robustní i při využití časové řady inflačních očekávání mezi nefinančními podniky z databáze ČNB¹. Globální inflační vlivy jsou zachyceny dummy proměnnou. Výsledek se ale nijak výrazně nemění při použití vývoje cen ropy. V modelu pracujeme s jádrovou inflací očištěnou o volatilní ceny energií a potravin pro přesnější zachycení domácího cenového vývoje.

S potřebnými daty můžeme odhadnout navrhovanou verzi Phillipsovy křivky. Tím získáme odhad efektu mezery reálných disponibilních příjmů do inflace, což nám umožňuje konstrukci vývoje inflace v hypotetické situaci, ve které neexistuje vládní pomoc a disponibilní příjmy pouze následují před-pandemický trend. V odhadu navíc zohledňujeme, že navýšení příjmů a zvýšení spotřeby následované růstem cen je zpožděné v čase. Mezera reálných disponibilních příjmů proto do modelu vstupuje jako klouzavý průměr čtyř kvartálů. Odhad je opakován ve čtyřech krocích, kdy jsou vysvětlující proměnné postupně posouvány o jeden kvartál zpět, aby byl zachycen jejich efekt napříč časem. Skutečná a hypotetická inflace (kdyby bývala nebyla pandemie a související vládní výdaje) jsou znázorněny v grafu 5. **Výsledek ukazuje, že koncem roku 2021 vysvětlovala kladná mezera disponibilních příjmů zhruba 2 procentní body z 8,6% jádrové meziroční inflace.** Bohužel přesnost odhadu snižuje pouze krátký časový úsek, pro který jsou data dostupná.

Graf 5: Kde by byla inflace bez extra vládních výdajů?


Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

Odhadovaný dopad nezohledňuje zvýšenou míru úspor během pandemie. Graf 6 ukazuje skutečnou míru úspor oproti dlouhodobému trendu. Míra úspor ale byla zvyšována disproporcionálně vysokopříjmovými domácnostmi. Navíc můžeme zvážit i možnost psychologického faktoru, kdy vědomí o finančním polštáři ve formě úspor zvýšilo ochotu utrácet po zrušení s pandemií souvisejících ekonomických restrikcí. Očištění disponibilních příjmů o dovozní náročnost, jinými slovy o spotřebu putující mimo domácí ekonomiku, není nutné. Vycházíme-li z konstantní dovozní náročnosti, tak jsou stejně ovlivněny disponibilní příjmy jak v situaci pandemie, tak hypotetické situaci bez pandemie.

Graf 6: Zvýšená míra úspor


Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

Pozn.: U hypotetické míry úspor předpoklad stability od 4Q '2019

Autor: David Vagenknecht, analytik

Editor: Helena Horská, hlavní ekonomka a Vratislav Zámíš, analytik

¹ Inflační očekávání v rámci šetření ČNB se vztahují na celkovou nikoliv jádrovou inflaci

Raiffeisenbank a.s.

Banka inspirovaná klienty



Banka inspirovaná klienty

Hvězdova 1716/2b, 140 78, Praha 4

tel.: 234 401 111

ID datové schránky: **skzfs6u**

SWIFT kód: RZBC CZ PP

Reuters Dealing kód: RAIF

jmeno.prijmeni@rb.cz

<http://www.rb.cz>

Vaše nápady a připomínky zasílejte na: info@rb.cz

Nepřetržitá bezplatná telefonní linka: 800 900 900

(+420 412 446 400 při volání ze zahraničí).

Business linka: 841 164 164

Seznam poboček:

<https://www.rb.cz/o-nas/kontakty/pobocky-a-bankomaty?personal=true&atm=true>

23 44 01 461	Ekonomický výzkum	
23 44 05 253	Helena Horská	23 44 01 413
23 44 01 877	David Vagenknecht	23 44 01 070
23 44 05 551	Vratislav Zámíš	
23 44 01 461	Lenka Kalivodová	

Publikace byla vydána 04. srpna 2022

Uzávěrka statistických dat 31. července 2022

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 („Börsengesetz“)), 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 aktuálnosti. 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 nezbytné 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 („Börsengesetz“) 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 situaci 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 situaci na Ukrajině (dále jen „Nařízení“), a jejich postupným rozšiřováním. Jedná se tak o finanční nástroje vydané před 1. srpnem 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 pověť 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 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 Raiffeisenbank a.s. 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/>.