



Makro

Ranní restart



@Research_sporka

Michal Skořepa, analytik, mskorepa@csas.cz

Dnešní kalendář

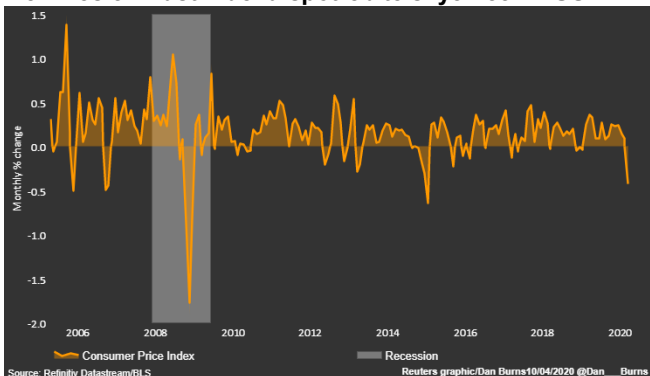
Čas	Stát	Událost	Trh	Minule
9:00	CZE	Inflace, 3/20, r/r, %	3,5	3,7
9:00	CZE	Inflace, 3/20, m/m, %	0,0	0,3
10:00	CZE	Běžný účet, 2/20, mld. Kč	20,0	18,5
		G7 video konference		

Zdroj: Reuters Datastream.

Americké ceny pod tlakem propadu poptávky

Spotřebitelské ceny v USA v březnu oproti únoru [klesly](#) celkově o 0,4 % (meziročně 1,5 %). Šlo o nejhlubší pokles od ledna 2015.

Meziměsíční růst indexu spotřebitelských cen v USA



V pozadí byl pokles cen hotelového ubytování, oděvů a letenek; ve všech těchto případech šlo zřejmě o první známky protipandemických preventivních opatření snižujících poptávku. K poklesu cen přispěly i pohonné hmoty, v nichž se odrážely i nízké ceny ropy na světových trzích.

Zatím se tedy zdá, že prvotní dopad pandemie na ceny v USA je směrem dolů (přicházel v úvahu i opačný směr, pokud by poptávka převážila nabídku). Rozhodnutí tamní centrální banky prudce snížit úrokové sazby se tak zatím jeví jako správné.

Dnes v 9:00 se dozvíme, jak se v březnu vyvíjely ceny v Česku.

Hyundai se nebojí, rodiče školáků ano

Během dneška dne se od vlády dozvíme i harmonogram uvolňování některých mezení. Konkrétně automobilka Hyundai jako jeden z prvních velkých českých podniků, které ohlásily odstávku, tuto odstávku [končí](#) a obnovuje výrobu. Bude zajímavé sledovat, jak se bude prát s často zmiňovaným problémem nedostatku vstupů (jejichž výrobci mají odstávku) a s nedostatkem poptávky (firmy i domácnosti omezily výdaje tohoto investičního typu v obavě z nejisté budoucnosti).

Docela zajímavý detail: podle [více než 80 tisíc rodičů](#) je pro děti ve srovnání s chozením do školy v roušce lepší už se do školy do léta vůbec nevrátit. Jeden by si skoro myslel, že problém hlídání dětí doma (bez pomoci starších členů rodiny a za nedostatečně vysoké ošetřovné) není zas tak dramatický, jak se původně zdálo.

Co covid v ekonomice změní a co ne

Dělat (aspoň trochu rozumně spolehlivé) prognózy ekonomického vývoje pro tento rok je extrémně obtížné. Jednodušší může být v tuto chvíli paradoxně tvorba prognózy pro vzdálenější horizont. Například může mít smysl hledat odpověď na otázku, jaké dopady nynějšího dění na ekonomiku budou trvalé: co s námi zůstane i poté, co pandemie zcela odezní a růst ekonomiky se dostane do normálu?

Je nesporné, že karanténa je obrovským impulsem pro „onlinizaci“ ekonomiky, tedy pro větší roli komunikace, práce, prodeje, nákupu, zábavy atd. na dálku, z pohodlí domova; na to pak navazuje také větší role výrobců příslušné elektroniky a poskytovatelů rozvázkových, kurýrních a podobných služeb. Velká část tohoto posunu do online světa je jistě trvalá. Další do značné míry trvalou změnou bude nejspíš větší důraz na systémy ochrany veřejného zdraví včetně vyšších výdajů na zdravotnictví a související výzkum.

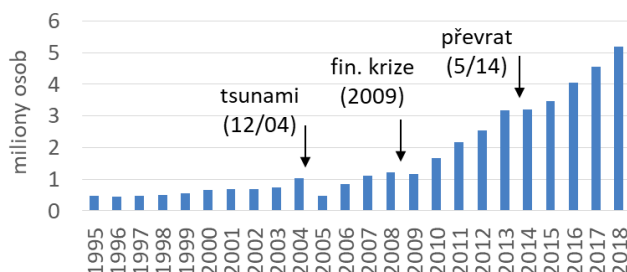
Hoďně se ovšem mluví také o tom, že se lidstvo z pandemie „navždy poučí“ i z hlediska své poptávky po různých typech zboží a služeb. Nejčastěji se tvrdí, že lidé budou mít strach cestovat, a to zejména do zahraničí, takže na trvalé scvrknutí svého odvětví se mají připravit hlavně cestovní kanceláře, letecké společnosti apod.

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 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/analyzyupozorneni>. 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

A tady bych byl v předvídání „příchodu nového světa“ opatrný. Pomůžu si následujícím grafem, který naznačuje, jak se umíme "navždy poučit". Konkrétně graf ukazuje, jak lidstvo snížilo svou poptávku po pobytech na jihothajských plážích poté, co na nich vlna tsunami o vánocích 2004 zabila několik tisíc lidí včetně mnoha turistů.

Počet osob přiletivších na letiště Phuket ze zahraničí (zdroj: Airports of Thailand, plc.)



Toto „trvalé poučení“ ve smyslu snížené poptávky vypadá tak, že počet lidí přistávajících na mezinárodním letišti Phuket (které je hlavní destinací pro lety do oblasti jižního Thajska postižené zmíněnou tragédií) se během dvou let vrátil téměř na úroveň roku 2004; dnes je tento počet pětinasobný!

Jistě lze pro tuto znovunalezenou odvahu najít různá vysvětlení:

(A) Možná že svět celkově zbohatl, začal létat víc a počty cestujících jinam než do Phuketu vzrostly ještě víc; dle [dat Světové banky](#) ale celosvětově počet cestujících od roku 2004 do roku 2018 vzrostl ani ne dvakrát.

(B) Thajsko po roce 2004 nainstalovalo nové systémy včasného varování, které — aspoň v očích turistů — výrazně snížily riziko opakování katastrofy. Tuto možnost nižšího vnímaného rizika samozřejmě z jakýchkoli oficiálních dat ani neověříme, ani nevyvrátíme.

(C) Turistům možná prostě postupně otrnulo a riziko tsunami berou podobně (málo) vážně jako do roku 2004.

Přesná příčina návratu turismu na jihočínské pláže vlastně ani není podstatná. Důležité je, že změny v celém ekonomickém systému zajistily, že dané odvětví (kterému v prvních dnech po katastrofě zdánlivě hrozilo trvalé scvrknutí) se do dvou let postavilo zpátky pevně na nohy a pokračovalo pak v rychlém růstu.

Podobný návrat k růstu lze v delším období nejspíš čekat i u celosvětového cestovního ruchu po doznění potíží daných nynější pandemií. Teď jen aby se onoho doznění dnešní cestovky a dopravní firmy dožily a nebylo nutné na zelené louce pracně zakládat nové (nebo aby si ty přeživší trh příliš nezoligopolizovaly).

Takovéto udržení stávajících ekonomických vazeb je hlavním cílem podpůrných opatření vyhlášených vládami v celém světě. V Česku začíná zaznívat obava z výsledného nárůstu zadlužení. S touto obavou jsem se pokusil bojovat v následujícím textu, který vyšel v sobotních Lidových novinách:

Nárůst dluhu lze zvládnout

Nynější rozumné kroky vlády na podporu ekonomiky zvýší veřejné zadlužení. Strach z tohoto dluhu je pouze strachem z naší vlastní nekázně.

Během boje proti pandemii přicházejí nyní mnohé firmy a domácnosti o některé své příjmy. Vláda už vyhlásila řadu rozumných opatření, kterými chce dotčeným firmám a domácnostem pomoci. Výsledné navýšení veřejného dluhu se začíná rýsovat ve stovkách miliard korun. Vystává tak zásadní otázka: Nebude takový dluh břemenem, které stát a ekonomika neunesou?

Není asi na škodu si nejdříve připomenout určitá čísla, jakkoli jsou – jak vysvětlím později – vlastně nedůležitá. Ke konci roku 2019 činil český dluh 1 740 miliard korun. Abychom dokázali posoudit, jak nebezpečné je toto číslo, musíme ho porovnat s HDP, tedy s celkovým příjmem firem (zisky) a domácností (mzdy); právě tento příjem neboli HDP je jediným zdrojem, z něhož je možné veřejný dluh v budoucnu skrze vybrané daně splácet. Loňské HDP České republiky dosáhlo výše 5 653 miliard korun. Veřejný dluh ČR tedy činil zhruba 31 procent HDP.

V mezinárodním srovnání jde o číslo přímo vzorně nízké (v pozadí může být třeba podinvestovanost české dopravní sítě nebo zoufale nízké platy českých učitelů, ale to teď nechme stranou). V rámci Evropské unie mají nižší dluh jen čtyři země, zbytek EU je na tom hůř. Třeba Německo coby zdánlivý vzor finanční opatrnosti má zadlužení oproti Česku téměř dvojnásobné. A průměr za celou eurozónu je dokonce téměř 90 procent tamního HDP.

Zkusme zcela orientačně odhadnout, jak hodně si Česko svých krásných 31 procent může pokazit. Zaprvé, kdyby HDP letos propadlo třeba o 10 procent, dluh z čistě aritmetických důvodů vyskočí na 34 procent HDP. Zadruhé, pokud by schodek letošního vládního rozpočtu činil 250 miliard korun (vláda oficiálně plánuje 200 miliard), dluh naroste přibližně na 39 procent.

Zatřetí, je třeba zahrnout také vliv státních záruk za úvěry v programech známých pod označením COVID. Vláda zmínila celkové státní záruky za úvěry firmám v objemu 900 miliard korun, přičemž ale ručení je nastaveno jen na určitou část úvěru, dejme tomu 70 procent (zbytek rizika nese soukromá banka, která úvěr fakticky poskytuje). A co se týče podílu nesplacených úvěrů, vezměme si za příklad finanční krizi před 11 lety: tehdy podíl problémových firemních úvěrů vystoupal na 9 procent.

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 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/analyzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

Pronásobíme-li všechna tři uvedená čísla týkající se úvěrových záruk (pro jednoduchost předpokládáme, že v rámci nesplacených úvěrů nebude splacena ani koruna), dostaneme výdaje státu na realizované záruky v objemu necelých 60 miliard korun. To nám zvýší dluh na nějakých 41 procent HDP.

Kdyby byl zbytek EU pandemií nedotčen, Česko by se ohledně veřejného zadlužení posunulo ze čtvrtého na dvanácté místo. Bylo by tedy pořadí v lepší polovině! Ve skutečnosti samozřejmě větší či menší zhoršení veřejného zadlužení nastane i v ostatních zemích EU. Relativní výchozí pozice Česka pro případné navyšování dluhu je zkrátka skvělá a v očích investorů by výsledné zvýšení zadlužení rozhodně nemělo zatlačit Českou republiku do kategorie zemí, jejichž dluhům je lepší se vyhnout.

Když už jsme u investorů: zejména ti zahraniční bývají pokládáni za velmi vrtkavé věřitele, kteří odmítají dluh dál držet při každém náznaku, že se dané zemi přestává dařit. Jak reagovali na nárůst českého veřejného zadlužení z 30 procent HDP v roce 2008 na 45 procent v roce 2013? Jejich podíl narostl! Na počátku uvedeného období byl 28 procent, na konci už 33 procent. Jak vidno, nárůst na vyšší hodnotu (45 procent), než která hrozí dnes (41 procent), jim ani zblava nevadil – mimo jiné asi v kontextu tehdejší krize důvěry v kvalitu veřejných dluhů Řecka a některých dalších evropských zemí.

A tím se dostáváme k meritu věci. Ano, veřejný dluh může být brzdou růstu dané ekonomiky, ale nejde primárně o absolutní výši tohoto dluhu, ani o jeho podíl k HDP. Jinak řečeno: není příliš důležité, na jakou zdánlivě děsivou hladinu český dluh v nejbližších měsících a čtvrtletích vyskočí. Ostatně i odborná literatura založená na zkušenostech desítek zemí celého světa v posledních několika desetiletích dochází k závěru, že žádná všeobecně platná „hraniční“ úroveň zadlužení, za kterou už ekonomika trpí, neexistuje.

I velmi vysoký dluh totiž může být pro dlouhodobé vyhlídky ekonomiky příznivý. Například tehdy, jestliže je odrazem potřebných vládních investic. Nebo v případě, který nás čeká teď, tedy když je vysoký dluh odrazem rozumných vládních kroků k utlumení dopadů tvrdého šoku do ekonomiky. Takto vzniklé vysoké dluhy totiž pomáhají ekonomice, aby v následných obdobích prosperovala, a aby tudíž její zadlužení postupně bez větších potíží zase klesalo.

Je tady ovšem jedno politicky bolestivé ALE: v oněch následných obdobích po navýšení dluhu musí stát být připraven hospodařit s dostatečnou sebekázní na to, aby jeho zadlužení z vysokých hodnot skutečně aspoň pozvolna klesalo. Obava z vysokého zadlužení vzniklého v rozumné reakci na covid-19 dává tedy smysl jedině tehdy, pokud se bojíme, že v sobě následně dost zmíněné sebekázně nenajdeme.



Paní Novotná zadává v redakci novin oznámení o úmrtí svého manžela.

Vdova: „Kolik to stojí?“

Redaktor: „Deset korun za slovo.“

Vdova: „Tolik?? Tak tam napište ‚Zemřel Jan Novotný.‘“

Redaktor: „Ale paní, minimum je sedm slov.“

Vdova (bez dlouhého rozmyšlení): „V tom případě tam napište ‚Zemřel Jan Novotný. Prodám Jawu ročník 1979.‘“

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 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/analyzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

3m SAZBY	-1M	-1W	spot	ČS	+1M forward	rozdíl (bb)	ČS	+6M forward	rozdíl (bb)
USA	0,84%	1,32%	1,22%	2,15%	0,73%	142	2,16%	0,37%	180
EMU	-0,43%	-0,29%	-0,22%	-0,52%	-0,23%	-29	-0,39%	-0,37%	-2
CZ	2,31%	1,01%	1,00%	2,36%	0,45%	191	2,35%	0,33%	202
HU	0,66%	0,92%	1,10%		1,09%			1,23%	
PL	1,69%	1,17%	0,50%		0,60%			0,36%	

FX	-1M	-1W	spot	ČS	+1M forward	rozdíl	ČS	+6M forward	rozdíl
USD	1,111	1,089	1,094	1,172	1,095	7%	1,199	1,100	9%
CZ	26,30	27,19	26,86	24,92	26,86	-7%	24,72	26,96	-8%
HU	338,4	359,0	353,3		353,3			353,6	
PL	4,378	4,537	4,550		4,556			4,837	

FI SWAPY	-1M	-1W	2Y spot	+1M	+6M	-1M	-1W	10Y spot	+1M	+6M
USA	0,56%	0,53%	0,47%	1,87%	1,90%	0,99%	0,78%	0,85%	2,20%	2,30%
EMU	-0,38%	-0,24%	-0,28%	-0,31%	-0,19%	-0,09%	0,06%	0,02%	0,18%	0,26%
CZ	1,57%	0,72%	0,78%	2,43%	2,44%	1,24%	0,82%	0,91%	2,24%	2,31%
HU*	0,96%	1,38%	1,37%			1,90%	1,89%	1,82%		
PL	1,37%	0,75%	0,58%			1,59%	1,04%	0,93%		

FI SPREADY	10Y/2Y SWAP spread (bb)					10Y SWAP spread to EMU (bb)				
	-1M	-1W	spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M
USA	43	25	38	33	40	108	73	83	202	203
EMU	29	30	29	48	46					
CZ	-33	10	13	-20	-14	133	76	89	206	204
HU	94	51	45			199	183	180		
PL	22	29	36			168	98	91		

CZ SWAPY	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
CZ	0,61%	0,78%	0,81%	0,85%	0,87%	0,84%	0,89%	0,90%	0,91%	0,91%

Dluhopisy	-1M	-1W	10Y Bond spot	+1M	+6M	10Y Asset swap spread				
						-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M	+6M
USA	0,97%	0,72%	0,77%			-1	-6	-8		
Německo	-0,56%	-0,31%	-0,35%	-0,33%	-0,25%	-47	-37	-37	-51	-51
CZ	1,29%	1,27%	1,04%	2,21%	2,28%	6	45	13	-3	-2

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/analyzyupozorneni>. 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: CR, makroekonomická prognóza CR a bankovní sektor CR, makroekonomická analýza	Jiří Polanský Michal Skořepa Nicole Gawlasová	+420/956 765 192 +420/956 765 172 +420/956 765 456	jpolansky@csas.cz mskorepa@csas.cz ngawlasova@csas.cz
Akciový tým: Head, Utilities, F&B, O2 CR Světové trhy, Philip Morris CR Světové trhy, Stock Spirits	Petr Bártek Jan Safránek Marek Dongres	+420/956 765 227 +420/956 765 218 +420/956 765 343	pbartek@csas.cz jsafranek@csas.cz mdongres@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](#)

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 Rízek Petr Holeček Robert Novotný Stanislav Snajdr 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	oceph@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 Kalužik	+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/analzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategických, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.