



Makro

Ranní restart



@Research_sporka

Michal Skořepa, analytik, mskorepa@csas.cz

Dnešní kalendář

Čas	Stát	Událost	Trh	Minule
8:00	GBR	MO tržby, 3/20, m/m, %	-4,0	-0,3
10:00	DEU	Ifo podnikat. klima, 4/20	80	86,1
10:00	DEU	Ifo současnost, 4/21	81	93
10:00	DEU	Ifo očekávání, 4/22	75	79,7

Zdroj: tradingeconomics.com.

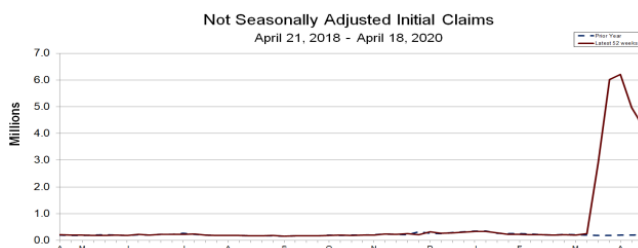
Špatné zprávy ze světa

Nikoho už asi moc nepřekvapuje, že s různých koutů světa přicházejí zprávy o zhoršování situace, takže jen heslovitě:

Index PMI v americkém průmyslu v dubnu klesl na 36,9 b. z březnové hladiny 48,5 b.. Pro tamní služby spadl tento index až na 27,0 b. (což je logické, sociálním distancem jsou všude z podstaty věci postiženy primárně služby, u nás to bude jistě taky tak).

V eurozóně spadl dubnový PMI ve zpracovatelském sektoru na 33,6 b., ve službách dokonce na skutečně dramatických 11,7 b. (v březnu 26,4 b.). V Německu složený PMI (tj. za celou ekonomiku) v dubnu klesl na 17,1 b. (z 35,0 b. v březnu).

Počet nových žádostí o podporu v nezaměstnanosti v USA minulý týden [dosáhl](#) 4,4 milionu; celkově za poledních pět týdnů tamní trh práce smazal přes 26 milionů pracovních míst, čímž více než smazal zisky v této oblasti nabrané od roku 2009.



Zdroj: U.S. Department of Labor.

Statistickou hvězdou zítřka budou data Ifo. Ale ani to asi hezké podívání nebude.

Dobrá zpráva z Česka

Vláda ČR včera večer „díky příznivému vývoji epidemiologické situace“ [schválila](#) urychlení [dříve schváleného režimu](#) uvolňování preventivních opatření omezujících ekonomický život v zemi. Z hlediska ekonomické aktivity je důležité především to, že už od pondělí budou moci otevřít obchody a provozovny až do 2 500 metrů prodejní plochy, fitness centra, autoškoly, zoologické a botanické zahrady atd.

Otevřít nesmějí provozovny ve velkých nákupních centrech nad 5 000 m², které nemají vlastní vstup zvenku, stravovací zařízení s výjimkou prodeje výdejním okénkem a provozovny, ve kterých dochází ke kontaktu poskytovatele služby s povrchem těla zákazníka. V provozovnách, které mohou otevřít, se budou muset dodržovat jistá vnitřní omezení (rozestupy, zákaz zkoušení oděvů atp.).

I tady ale platí stará česká moudrost „it takes two to tango“: aby se objem ekonomické aktivity v daných oborech vrátil na standardní úroveň, kromě otevření dané provozovny musí ještě chtít přijít zákazníci. Debata rodičů ohledně (ne)posílání dětí do škol ukázala, že zdaleka ne všichni obyvatelé Česka jsou přesvědčení, že už je čas vše vrátit do původních kolejí.

ČNB jako popelnice finančního sektoru?

Protože jinak včerejšek nepřinesl žádné makroekonomicky zásadní nové informace, máme prostor se vrátit k horkému tématu předchozích dní: k novele zákona o ČNB, která zmocnila Českou národní banku k širšímu okruhu obchodů na finančních trzích. V následujícím textu (vyšel v Hospodářských novinách a na serveru ihned.cz krátce před schválením novely v Poslanecké sněmovně) se snažím osvětlit, proč bylo toto rozšíření potřebné, a při té příležitosti stručně rekapituju některé základní mechanismy, kterými ČNB ovlivňuje českou ekonomiku.

Novela byla schválena, takže se může zdát, že jde o téma jaksí poněkud passé. Pokud však českou ekonomiku postihnou dostatečně velké problémy popsané v textu a ČNB své nové pravomoci skutečně využije, půjde o podívanou pro českou populaci dost nezvyklou a téma se jistě vrátí zpátky na první stránky novin.

„Česká národní banka tvrdí, že by měla mít možnost podle potřeby vykupovat různá aktiva: státní dluhopisy, ale třeba

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.

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

i spotřebitelské úvěry. A má pravdu. Takové nákupy totiž mohou pomoci v blízké se recesi. A také v případě paniky na finančních trzích.

V minulých dnech do médií pronikl nezvyklý spor: Poslanecká sněmovna ústy svého předsedy odmítla návrh vlády na projednání novely zákona o České národní bance ve zkráceném řízení. Novela měla za úkol jasně stanovit, že ČNB může kterékoliv finanční instituci předávat – ať už na určitou dobu nebo bez časového omezení – peníze výměnou za jakákoliv finanční aktiva nebo investice. V praxi může jít mimo jiné o státní dluhopisy, firemní dluhopisy, úvěry poskytnuté firmám nebo domácnostem, ba dokonce i cizí měny, akcie nebo drahé kovy.

ČNB usiluje o toto rozšíření pravomocí už několik let. Někteří poslanci však po celou dobu nesouhlasně vrtí hlavou. Jakkoliv to zní jako složitá a nezajímavá otázka z temných hlubin českého finančního práva, jde o krok, který může mít zcela zásadní vliv na budoucí zdraví a stabilitu české ekonomiky, a tedy i každého z nás. Komu bychom v tomto sporu měli fandit?

Co se týče státních dluhopisů, zejména dříve zaznívaly námitky, že jakmile dovolíme ČNB nakupování státních dluhů, vláda si z centrální banky udělá bezedný bankomat a česká ekonomika bude brzo zatopena množstvím nově vytištěných peněz. Výsledkem bude nárůst inflace se všemi důsledky, jako je třeba znehodnocování úspor.

V posledních týdnech se ovšem ukazuje, že bez přechodné účasti ČNB na vládním zadlužení se letošní záchrana ekonomiky nejspíš neobejde. A tak se odpor přesunul k obchodům ČNB s jiným typem aktiv: prý hrozí, že ČNB bude – ve své naivitě nebo proradnosti – kupovat různá pochybná aktiva od vychytralých privátních finančních institucí, které si tak zachovají zisky a na ČNB (a tedy tak trochu na nás všechny) přenesou své ztráty.

Jakkoliv přinejmenším některé z těchto obav mohou na první poslech znít rozumně, jsou podle mého názoru liché. Parlament by jednoznačně měl dát za pravdu ČNB a vládě – a novelu přijmout. Toto doporučení lze opřít o následující úvahy.

(1) Přínos pro makroekonomickou stabilitu

Klíčovým úkolem ČNB je pomocí nástrojů měnové politiky udržovat cenovou stabilitu – tedy například uvolňovat měnovou politiku, pokud se blíží období extrémně nízké inflace. Za normálních okolností měnová politika do ekonomiky vnáší uvolnění tak, že centrální banka sníží své krátkodobé úrokové sazby, načež obvykle aspoň trochu klesnou i dlouhodobější úrokové sazby uplatňované u úvěrů mezi bankami, u dluhopisů a u dalších typů aktiv. Teprve podle těchto „delších“ sazeb (a dalších faktorů), tedy nikoliv přímo podle „krátkých“ sazeb ČNB, pak banky nastavují klientské sazby neboli sazby nabízené firmám a domácnostem.

I přes veškerou snahu vlády může celková domácí poptávka vyjít z nynějšího řízeného pozastavení ekonomiky natolik oslabená, že to povede k výraznému poklesu inflace, a tedy že ČNB bude nucena stlačit své sazby hodně nízko, možná až na nulu. A možná ani to nebude stačit: dlouhodobé sazby a klientské sazby mohou i poté zůstat pořád ještě poměrně vysoko a bránit tak potřebnému oživení poptávky.

A právě v takovém okamžiku se bude hodit, aby ČNB měla možnost vstoupit na dluhopisový trh a na něm pokračovat ve zmírňování úvěrových podmínek skrze „kvantitativní uvolňování“. Konkrétně nakupováním dluhopisů (státních i jiných) se splatností řekněme pět let by ČNB měla být schopna zvýšit cenu těchto dluhopisů, a tedy snížit jejich následnou úrokovou výnosnost. Tento signál směrem ke snížení pětiletých úrokových sazeb se pak rozšíří i na další typy finančních investic a závazků, až se dotkne i klientských úrokových sazeb – v našem příkladu zejména těch s pětiletou fixací (ale i dalších). A nižší klientské sazby by měly ponouknout firmy a domácnosti, aby více utrácely a investovaly.

V důsledku snahy vlády udržet ekonomiku při životě se letos na trh zcela jistě dostane velký balík nových státních dluhopisů, což bude tlačit cenu všech dluhopisů dolů, a tudíž šponovat dlouhé úrokové sazby nahoru. Tím více bude – v zájmu stability celé ekonomiky – záhodno, aby ČNB mohla dluhopisy ve vhodném objemu vykupovat a udržovat tak dlouhé sazby dostatečně nízko. Zkrátka dáme-li do rukou ČNB právo operovat na trhu dluhopisů (státních i jiných), rozšíříme tak její schopnost podpořit domácí agregátní poptávku a skrze ni českou ekonomiku, aby se po pandemické ráně postavila zpátky na nohy. Až se ekonomika a s ní inflace vzpamatují, může ČNB zařadit ve svých nákupech zpátečku.

(2) Přínos pro finanční stabilitu

Přeostřeme nyní z makroekonomiky na finanční systém. V dnešních českých podmínkách nelze vyloučit například následující scénář: v důsledku protipandemických firemních odstávek se domácnosti dostanou do potíží s penězi. Začnou tedy „stahovat“ další peníze tím, že budou likvidovat svá finanční aktiva: vybírat peníze z účtů v bankách, odprodávat své podílové listy zpět podílovým fondům, vypovídat smlouvy se svými životními pojišťovnami atd. Stejně tak může nedostatek hotovosti přinutit k podobné likvidaci finančních aktiv i leckterou firmu.

V takovém scénáři se mnohý fond nebo pojišťovna nebo i banka může dříve či později dostat do problémů se schopností své klienty vyplatit. A i tyto instituce mohou ze zoufalství začít nabízet svým kolegyním za peníze svá nepeněžní aktiva – třeba dříve nakoupené dluhopisy nebo poskytnuté úvěry. Ale peníze, v tu chvíli všeobecně vzácné, dostanou tyto zoufalci při takovém nuceném výprodeji jen v případě, že svá aktiva nabídnou ostatním s pořádnou slevou. A pokud bude celotržní hlad po penězích dost silný, mohou ceny dluhopisů, úvěrů a dalších finančních aktiv v

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.

extrémním případě spadnout k nule a celý finanční systém pak víceméně zkolabuje. S nedozírnými následky pro celou ekonomiku. Bohužel zde navíc platí nepřijemná „výhoda prvního“: pokud se klienti nebo samotné finanční instituce začnou tohoto scénáře peněžní paniky obávat (byť k němu v tu chvíli není důvod), mohou se rozhodnout k sobě stahovat peníze od ostatních jaksí pro jistotu víc a dřív, než potřebují – a tím peněžní paniku probudí k životu.

Jak zde pomůže zmíněná novela? Dá ČNB prostor, aby při poklesu ceny finančních aktiv na nějakou nepřiměřeně nízkou úroveň začala proti jejich dalšímu zlevňování intervenovat, to jest tato aktiva vykupovat. Institucím v problémech tím ČNB dodá peníze tolik potřebné pro vyplácení klientů. A přítomnost hráče, který je schopen „hodit na stůl“ jakékoliv potřebné množství likvidity, dává trhu záruku, že peněžní panika a přehnaný pád cen aktiv nehrozí. ČNB tak splní svou roli strážce stability finančního systému.

(3) Srovnáme krok se zahraničím

Centrální banky v řadě nejrozvinutějších ekonomik světa mají možnost kupovat různé typy finančních aktiv od různých finančních institucí už dlouhá léta: platí to mimo jiné pro centrální banky v Japonsku, Kanadě, Švédsku, USA, Velké Británii i v eurozóně. A mnohé z nich tuto možnost v dobách tržního napětí už i využily.

Vzaly tyto centrální banky při takových nákupech na sebe ztráty spojené s pochybnými aktivy? Nikoliv. Vtip je v tom, že centrální banky aktiva vždy nakupovaly a budou nakupovat v dobách zoufalých výprodejů, a tedy za extrémně nízké ceny. Jeden příklad za všechny: kanadská centrální banka na svých internetových stránkách bez obalu upozorňuje, že konkrétně spotřebitelské úvěry odkupuje se slevou až 85 procent! Riziko, že centrální banka dané aktivum později v klidnější době prodá za ještě nižší cenu, a tak utrpí ztrátu, je proto zcela minimální.

(4) ČNB má už dávno dva podobné nástroje

Případný nákup (nebo prodej), který by ČNB provedla na trhu s určitým finančním aktivem, lze chápat jako její „intervenci“ na daném trhu. Už dnes, a to od 90. let minulého století, má ČNB právo intervenovat na dvou finančních trzích: na trhu s mezibankovní likviditou, na nějž ČNB vstupuje skrze změny svých úrokových sazeb, a na trhu s cizími měnami, na nějž vstupuje skrze devizové intervence.

Všechny své intervence na trzích má ČNB podle zákona dělat proto, aby – jak už bylo uvedeno výše – v Česku udržovala cenovou a finanční stabilitu. V úvahu tak připadají v zásadě jen dvě možnosti: buď máme pocit, že se ČNB o své úkoly doposud starala vcelku slušně s využitím dvou typů intervencí do českého finančního systému, a pak je asi namístě věřit, že tak bude činit i poté, co dostane mandát k dalším typům intervencí. Nebo se

bojíme selhání ČNB při těchto dalších typech intervencí, pak bychom ale asi měli navrhnout, aby ČNB přišla o právo provádět měnovou politiku vůbec. Kdo ji v takovém případě ale bude v této zemi dělat, sud' bůh.“



Baví se spolu dva kamarádi:

„Nemůžu donutit svou ženu, aby skončila s tím svým hloupým zvykem zůstat vzhůru do pěti ráno.“

„Proboha ... co do té doby celou noc dělá?“

„Ále - čeká, až přijdu z hospody...“

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

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

4

24.4.2020

For the exclusive use of Helena KARABCOVA (Erste Group)