



Makro

Ranní restart



@Research_sporka

Michal Skořepa, analytik, mskorepa@csas.cz

Dnešní kalendář

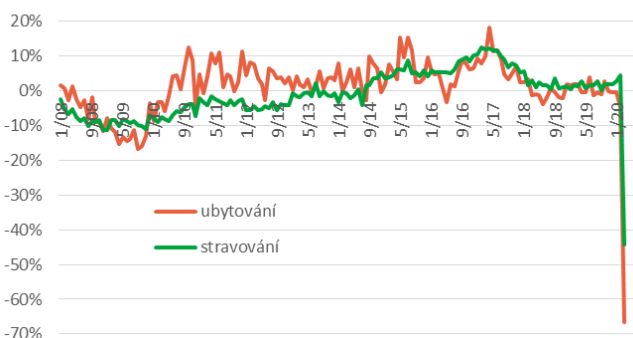
Čas	Stát	Událost	Trh	Minule
14:30	USA	Inflace CPI, m/m, 4/20	-0.7	-0.4

Zdroj: Refinitiv Eikon.

České služby pod tíhou pandemické prevence

Podle [údajů ČSÚ](#) se tržby ve službách v 1. čtvrtletí po očištění o kalendářní a sezónní vlivy snížily meziročně o 3,3 %. V samotném [březnu](#) se však snížily o více než 12 %. Spektakulární propad se – vcelku nepřekvapivě – v březnu odehrál zejména v oborech ubytování a stravování. Jak ukazuje následující graf, vývoj je daleko horší než v „krizovém“ roce 2009.

Růst tržeb
(mzr., očištěno o kalendářní a sezónní vlivy)



Zdroj: ČSÚ, vlastní výpočet.

Data je ovšem nutno brát s jistou rezervou, protože v ovzduší tak dramatického propadu aktivity možná měl leckterý z respondentů méně času a nálady než obvykle na pečlivé vyplnění a odeslání příslušných statistických výkazů. Některé údaje navíc ČSÚ odhaduje z daňových dat, kde se také rozhostila značná nejistota.

Samotný ČSÚ k tomu napsal: „Upozorňujeme, že vzhledem k výjimečným opatřením v souvislosti s onemocněním Covid-19 může dojít k vyšší revizi dříve publikovaných dat. Možnost revize je dána jednak nižším počtem podniků, které dotazníky vyplnily, jednak faktem, že část dat, která je běžně modelovaná na základě daňových přiznání k DPH z předchozích období, musela být odhadnuta.“

Německý soud kontra ECB

Minulý týden jsme na stránkách RR informovali o problémech, které mohou nastat, pokud německý ústavní soud jako neústavní označí nákupy státních dluhopisů v rámci programu ECB známého jako [PSPP](#). Soud – zjednodušeně řečeno – tyto nákupy „povolil“ pod podmínkou, že ECB jasně vysvětlí, že tyto nákupy prováděla (od roku 2015) a nadále provádí na základě posouzení všech jejich ekonomických dopadů, nejen dopadů na posunutí eurozónové inflace na kýženou hladinu (těsně pod 2 %).

Díky tomuto verdiktu se důvěra trhů ve „whatever it takes“ možnosti ECB nijak výrazně nesnížila, takže útek z eurových aktiv a návazné výrazné oslabení eura a nárůst výnosů z tamních dluhopisů se nekonal. V posledních dnech se objevily [zprávy](#) o pohoršení ze strany Evropské komise nad tím, že německý ústavní soud v rámci rozsudku peskuje Soudní dvůr EU (který už před dvěma lety na PSPP nenašel nic špatného), ale to už je váda zajímavá spíš pro právníky než ekonomy.

Pro ty čtenáře, kteří chtějí vědět, o co v zásadě v rozsudku německého ústavního soudu jde, připojuji text, který v mírně upravené podobě vyšel v Lidových novinách:

„V mnoha médiích se objevila poněkud hrozivě vyhlížející zpráva, že německý ústavní soud prohlásil určité operace Evropské centrální banky (ECB) za neústavní a že německé centrální bance zakázal se těchto operací účastnit. Oněmi operacemi odporujícími německé ústavě se rozumí opakované nákupy dluhopisů známé pod zkratkou PSPP.“

Jde o jeden z nejdůležitějších nástrojů, které ECB v současnosti na podporu neduživé eurozónové ekonomiky využívá. Po takové pohaně z pera ústavního soudu zdaleka nejsilnější ekonomiky eurozóny by se tedy mohlo zdát, že schopnost ECB držet ekonomiku eurozóny nad vodou bude výrazně oslabena. A že tím pádem této ekonomice – a tedy i na ni silně navázané ekonomice české – hrozí letos pád ještě mnohem níž, než se dosud myslelo, a mnohem pomalejší oživení v dalších letech. Ve skutečnosti se však takhle měnově-právníká kaše tak horká rozhodně jíst nebude.“

PSPP je pro centrální banku eurozóny zcela klíčovou pákou. ECB se už léta snaží v tamní ekonomice přimět

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.

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

1

12.5.2020

For the exclusive use of Helena KARABCOVA (Erste Group)

inflaci k posunu do blízkosti dvou procent. Mělo stačit, že ECB snížila své úrokové sazby: tím se sníží dlouhodobé úrokové sazby, zesílí poptávka a s ní i inflace. Jenomže ECB už své úrokové sazby stlačila víceméně na dno, a inflace je pořád nízká. Centrální bankéři ve Frankfurtu proto už před pěti lety nasadili nový nástroj: nakupují od soukromých investorů různé typy aktiv, čímž dále stlačují dlouhodobé úrokové sazby – a doufají v příslušné dopady na poptávku a inflaci.

ECB ovšem není žádná hazardérka, a tak začala (přesněji ECB a národní centrální banky zemí eurozóny) nákupem těch aktiv, která by teoreticky měla být nejbezpečnější: tedy státních dluhopisů. Pod zkratkou PSPP se skrývají právě tyto nákupy státních dluhopisů. Od zahájení PSPP v březnu 2015 do konce letošního dubna ECB skrze PSPP vyplatila investorům téměř 2,2 bilionů eur, tedy zhruba 19 procent HDP eurozóny. Dnes už ECB nakupuje i některá „divočejší“ aktiva, než jsou státní dluhopisy, nicméně PSPP zůstává z hlediska nakoupeného objemu kanálem zdaleka nejvýznamnějším.

Ale není státní dluhopis jako státní dluhopis: zatímco třeba právě německé státní dluhopisy jsou celosvětově chápány jako skutečně superbezpečné uložení eur, dluhopisy vydané vládami některých jiných zemí eurozóny jsou vnímány jako mnohem rizikovější. Představa, že ECB coby centrální banka celé eurozóny skupuje mimo jiné i dluhopisy těchto zemí, vyvolala zejména v Německu zděšení. Zanedlouho měl tamní ústavní soud na stole hned několik žalob podepsaných celkově několika tisíci rozhořčených Němců včetně řady vážených akademických ekonomů.

Jak tedy soud s těmito žalobami naložil? Při rychlém čtení může jeho rozhodnutí znít pro ECB a její klíčový nástroj drtivě. ECB se prý při úvahách o zavedení a udržování PSPP dívala jen na zvyšování inflace směrem k dvouprocentní cílové hladině, a nikoli na další dopady, které PSPP bude mít.

Soud jmenuje celou řadu takových mimo-měnověpolitických dopadů: PSPP například snížil členským státům eurozóny náklady na obsluhu jejich dluhů, v podnikové sféře PSPP umožnil přežití jinak neperspektivních firem a jednotlivé občany eurozóny PSPP poškodil třeba tím, že snížil hodnotu jejich úspor. A s rostoucím objemem nákupů PSPP sílí podle soudu závislost eurosystému na politice v členských zemích, protože přestává být možné program ukončit a nakoupené dluhopisy zase odprodat, aniž by to ohrozilo stabilitu měnové unie.

Pečlivější čtení rozsudku ale ukáže skulinku, kterou soud zanechal tak, aby ECB mohla z celé kauzy vyplout bez ztráty kytičky. Výrok soudu totiž vyznívá jen tak, že není zřejmé, zda ECB výše vyjmenované dopady zvážila a jak; a že pokud ECB nedodá dokumentaci, která popíše toto zvážení, musí německá centrální banka svou účast v PSPP do tří měsíců ukončit.

Můj odhad je proto ten, že ECB využije právě tuto skulinu: velmi rychle sepíše a vydá příslušný doplněk své dosavadní komunikace o PSPP a zároveň zdůrazní, že všechna měnověpolitická rozhodnutí Řídící rady ECB se vždy záměrně a systematicky opírají o vyvážené posouzení všech relevantních aspektů – měnověpolitických i ostatních. (Čímž se ovšem otevírá velmi zajímavé téma, co všechno by měnová politika měla vlastně brát v úvahu.)

Na faktickou politiku ECB a na fungování ekonomiky eurozóny tedy rozsudek nebude mít vliv. Pochopily to tak zřejmě i finanční trhy: euro vůči dolaru oslabilo po zveřejnění rozsudku stěží o půl procenta a část tohoto oslabení ještě téhož dne zase umazalo.

To ale rozhodně není celé pohádky konec. Před pár týdny totiž ECB zahájila nový nákupní program PEPP, jehož některé parametry mohou německé pozorovatel dráždit možná ještě víc, než tomu bylo u PSPP. Je tedy velmi pravděpodobné, že soudci v Karlsruhe brzo budou muset pítvat práci ECB znovu. A i když to asi opět bude trvat několik let, nejspíš budou řezat hlouběji.



Šilhavý soudce upřel pohled na tři obviněné, kteří seděli na lavici vedle sebe, a ptá se prvního obviněného:

„Přiznáváte se?“

„Ne“, říká druhý.

„Vás jsem se neptal,“ praví soudce.

„Já jsem nic neříkal“, brání se třetí.

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/analzy/upozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategich, 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	1,22%	0,47%	0,43%	1,31%	0,33%	97	1,11%	0,26%	85
EMU	-0,22%	-0,30%	-0,25%	-0,35%	-0,32%	-3	-0,36%	-0,41%	6
CZ	1,00%	0,90%	0,87%	0,94%	0,29%	65	0,91%	0,24%	67
HU	1,10%	1,09%	1,07%		1,01%			0,91%	
PL	0,70%	0,68%	0,48%		0,36%			0,27%	

FX	-1M	-1W	spot	ČS	+1M forward	rozdíl	ČS	+6M forward	rozdíl
USD	1,094	1,084	1,081	1,104	1,082	2%	1,126	1,086	4%
CZ	26,94	27,05	27,52	26,95	27,52	-2%	26,61	27,59	-4%
HU	353,3	351,2	350,4		350,4			350,6	
PL	4,559	4,538	4,566		4,570			4,750	

FI SWAPY	-1M	-1W	2Y spot	+1M	+6M	-1M	-1W	10Y spot	+1M	+6M
USA	0,48%	0,32%	0,25%	0,46%	0,52%	0,80%	0,67%	0,66%	0,69%	0,83%
EMU	-0,26%	-0,32%	-0,30%	-0,32%	-0,34%	0,02%	-0,14%	-0,10%	-0,03%	-0,04%
CZ	0,74%	0,52%	0,39%	0,62%	1,02%	0,87%	0,78%	0,75%	0,90%	1,34%
HU*	1,35%	1,17%	1,06%			1,79%	1,60%	1,52%		
PL	0,58%	0,45%	0,51%			0,93%	0,90%	0,94%		

FI SPREADY	10Y/2Y SWAP spread (bb)					10Y SWAP spread to EMU (bb)				
	-1M	-1W	spot	+1M	+6M	-1M	-1W	spot	+1M	+6M
USA	32	34	41	23	31	78	81	77	72	87
EMU	28	18	19	28	30					
CZ	13	26	36	28	32	85	92	85	93	138
HU	44	44	47			176	174	162		
PL	36	45	43			91	104	104		

CZ SWAPY	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
CZ	0,31%	0,39%	0,45%	0,51%	0,56%	0,59%	0,63%	0,66%	0,70%	0,75%

Dluhopisy	10Y Bond					10Y Asset swap spread				
	-1M	-1W	spot	+1M	+6M	-1M (bb)	-1W (bb)	spot	+1M	+6M
USA	0,73%	0,66%	0,70%			-7	-1	4		
Německo	-0,35%	-0,58%	-0,51%	-0,43%	-0,44%	-37	-44	-40	-40	-40
CZ	1,27%	1,10%	0,94%	1,35%	1,61%	40	32	19	46	27

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 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.

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 Škořepa 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 strategích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

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

4

12.5.2020

For the exclusive use of Helena KARABCOVA (Erste Group)