



Makro

Ranní restart



@Research_sporka

David Navrátil, research@csas.cz

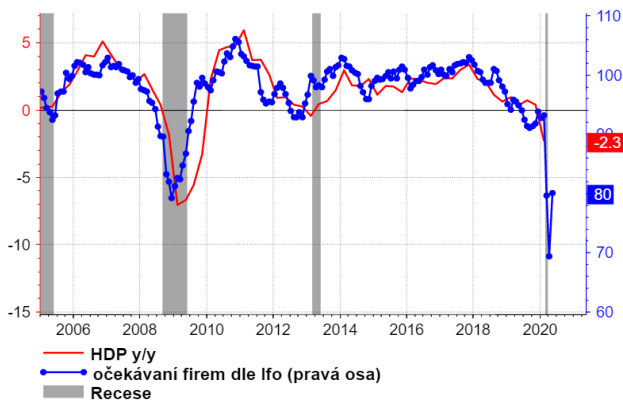
Dnešní kalendář

Čas	Stát	Událost	Trh	Minule
10:00	GER	Ifo Climate 5/20	78,3	74,3

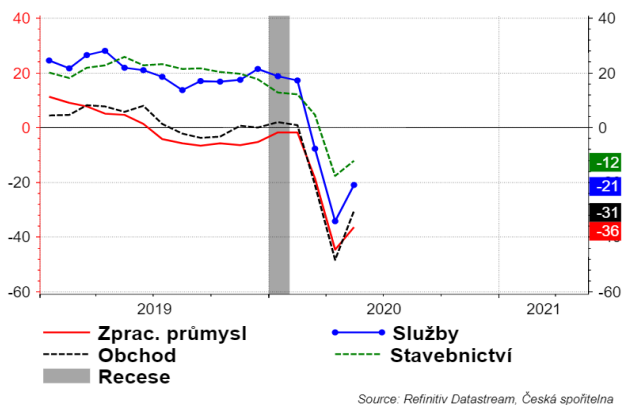
Zdroj: Thomson Reuters

Letem světem

Německo: HDP vs. důvěra firem



Německé Ifo: struktura



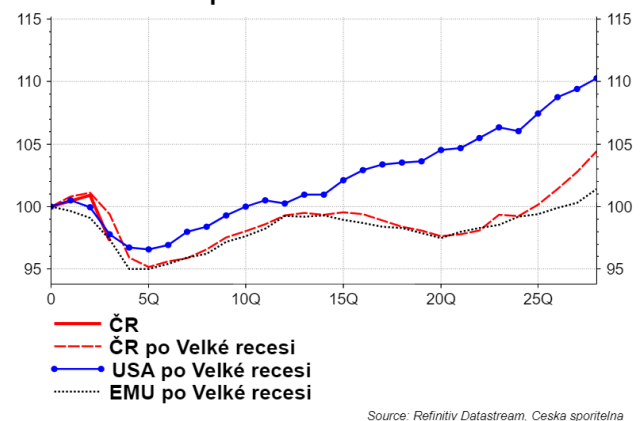
Minulý týden ukázal, že v květnu přešel v Německu finanční trh z pesimismu do optimismu (růst ukazatele důvěry finančního trhu, tzv. ZEW) a včerejšek zase ukázal snížení pesimismu v podnikovém sektoru (Ifo). Ještě v dubnu byl s důvěrou v podnicích konzistentní pokles ekonomiky o 10%. A aktuální snížením pesimismu je to už „jen“ pokles o

6 procent. Struktura ukazuje, že ke zlepšení došlo ve všech segmentech, nejméně je zasaženo stavebnictví.

Ve srovnání s Velkou recesí byl propad důvěry rychlejší, prudší, ale to samé můžeme zatím říci i o oživení = rychlejší a prudší.

Takže klíčová otázka je: může být tentokrát oživení skutečně rychlejší? Po dosažení dna během Velké recese trvalo cca něco málo přes rok, než se ekonomka dostala na předkrizové úrovně. Tedy alespoň v USA. V EMU a ČR to trvalo podstatně déle, cca 5 let. Pět let, než ekonomika opět jela na podobné úrovni jako na začátku roku 2008. Mezitím si EMU ještě stihla dluhovou krizí, v ČR zase recesi typu „musíme škrtnat, jinak budeme druhé Řecko“.

ČR: HDP po COVIDu vs. Velká recese



Říká se, že mezi velmi riskantní výroky patří „tentokrát je to jinak.“ Tak to zkusme risknout. Co je tentokrát jinak?

Za prvé, charakter šoku. Finanční krize a Velká recese byla způsobena nerovnovázným vývojem, bublinou cen nemovitostí a strukturovaných cenných papírů, nedostatkem likvidity. Byl to šok endogenní, tedy vnitřní. COVID je šok exogenní, není reakcí na nějaké makroekonomické nerovnováhy. Pokles ekonomik o +/- 10% byl způsoben karanténními opatřeními, která jsou nyní uvolňovaná.

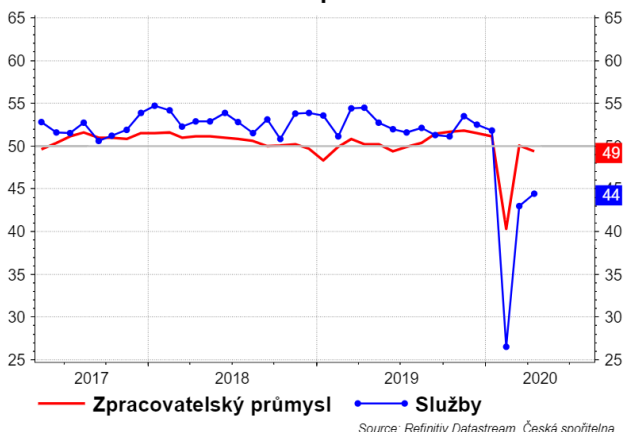
Za druhé, Čína, která má náskok dva měsíce, potvrzuje, že oživení probíhá relativně rychle. V případě průmyslu velmi rychle. U služeb o něco pomaleji, protože lidi se vrací

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 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/analizyupozorneni>. 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

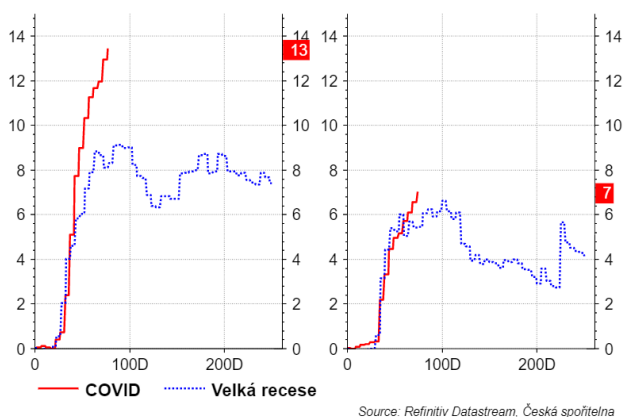
opatrně do obchodů, ale i odhady pro Čínu naznačují normalizaci poptávky po službách do konce léta.

Čína: Index nákupních manažerů



Za třetí, reakce vlád a centrální bank byla rychlejší a masivnější než po Velké recesi. Centrální banky nejenže snížily sazby (pokud mohly), rychle pumpují likviditu do systému, ale také přicházejí s dalšími programy podpory, jako například úvěrové programy pro podniky.

Zvýšení bilance Fedu a ECB (% HDP)

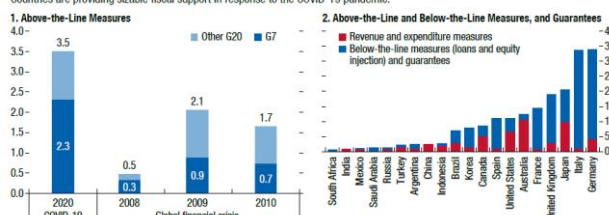


Výrazně se od Velké recese změnila rétorika kolem fiskálu. Pamatujete si ještě, jak MMF nebo Německo hlásalo potřebu úspor? MMF už před několika lety opustilo dogma „recese = rozpočtové škrty“, protože si uvědomilo, že během recese jsou fiskální multiplikátory největší. Přeloženo: rozpočtové škrty během recese napáchají největší škody. I Německo si prošlo změnou, protože o potřebě fiskální stimulů v případě recese mluvílo už před pár měsíci a nyní vláda skutečně masivně podporuje ekonomiku.

Obecně je tentokrát lepší mix mezi měnovou a fiskální politikou, což by mělo ekonomiky více podpořit. Navíc

mnoho opatření v roce 2008 a 2009 mířilo na finanční sektor, tenkrát je cílem podnikový sektor a domácnosti.

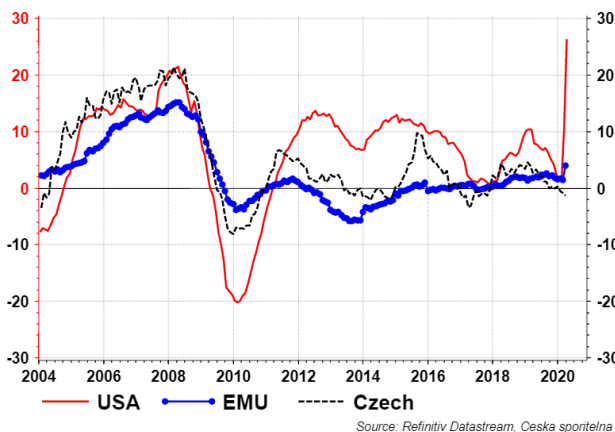
Figure 1.1. G20 Fiscal Response to the COVID-19 Pandemic and the Global Financial Crisis (Percent of G20 GDP, left panel; percent of national GDP, right panel). Countries are providing sizable fiscal support in response to the COVID-19 pandemic.



Sources: IMF 2009a; IMF 2009b; national authorities; and IMF staff estimates as of April 8, 2020. Note: Panel 1 includes above-the-line spending and revenue measures only, weighted by GDP in PPP-adjusted current US dollars. Panel 2 adds below-the-line measures (loans, equity injections) and government guarantees to revenue and expenditure measures adopted in 2020. These are presented in the same panel for ease of reference but are not additive; see Box 1.1 and Special Feature Online Annex 1.1. The decomposition between loans and guarantees is based on available information as of April 8, 2020. G7 = Group of Seven; G20 = Group of Twenty; PPP = purchasing power parity.

Za čtvrté, problémem po finanční krizi bylo zadření úvěrového kanálu. Úvěry jsou mazivem ekonomiky, takže pokud se nefunguje, tak se zadřou jednotlivá soukolí ekonomiky. Finanční sektor vstupoval do této krize lépe připraven, lépe zregulován, s větším kapitálovým polštářem. A navíc centrální banky a vlády přicházejí s programy záruk a likvidity, takže riziko zadření úvěrového kanálu je výrazně menší.

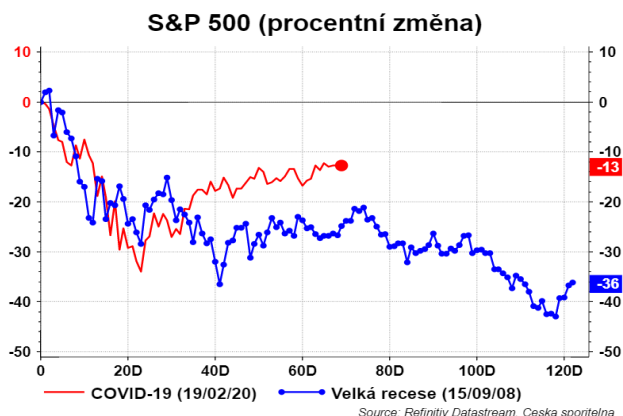
Loans to non-financial sector



Za páté, chytré ekonomiky budují systém chytré karantény, kapacity zdravotního systému, kapacity pro výrobu ochranných pomůcek, aby případnou další vlnu zvládly bez plošné karantény. Vakcína přijde pravděpodobně až za několik let. Ale nadějněji vypadají testy desítek léků, které mohou snížit smrtelnost nebo délku případné hospitalizace. V řešení tohoto problému jsem tak více akceschopní než bylo vyřešení vnitřního problému, tedy krize finančního sektoru.

Za páté, finanční trh je taky v táboře „tentokrát to bude jinak“, protože korekce po poklesu je rychlejší.

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



Pozor, to nijak nezlehčuje hloubku ekonomických problémů. A nemá to být návod pro vládu, že už je hotovo. Naopak. Spousta věcí je potřeba ještě vyřešit. Některé programy drhnou, respektive je potřeba je vytunit a zrealizovat. Krize ukázala, že musíme akcelarovat některé dlouhodobé trendy (digitalizace, automatizace, robotizace). Ale nemusíme fatalisticky předpokládat, že bude zase trvat mnoho let, než se z krize dostaneme.



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: ČR, makroekonomická prognóza ČR a bankovní sektor ČR, makroekonomická analýza	Jiří Polanský Michal Skofeпа Nicole Gawlasová	+420/956 765 192 +420/956 765 172 +420/956 765 456	jpolansky@csas.cz mskofeпа@csas.cz ngawlasova@csas.cz
Akciový tým: Head, Utilities, F&B, O2 CR, Pegas Světové trhy, Philip Morris ČR Světové trhy, Stock Spirits	Petr Bártek Jan Šafranek 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 - Whosale & 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 Řízek Petr Holeček Robert Novotný Stanislav Šnajdr 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	Aleš Kratochvíl	+420/956 765 860	akratochvil@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 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/analyzypozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategických, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.