



# Makro

## Ranní restart



@Research\_sporka

David Navrátil, research@csas.cz

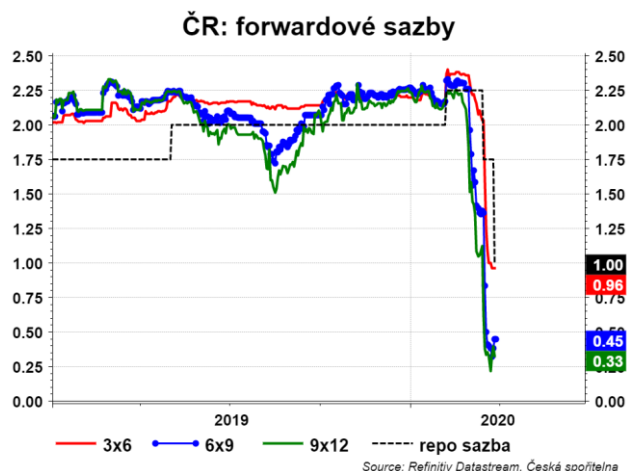
### Dnešní kalendář

Čas	Stát	Událost	Trh	Minule
13:30	USA	Spotřeba m/m 2/20	0,2	0,2
13:30	USA	Core PCE m/m 2/20	0,2	0,1
15:00	USA	Důvěra Michigan 3/20	90,0	95,9

Zdroj: Reuters Datastream

### COVID-19 update – ČNB, bond a flexibilita

ČNB snížila sazby o 0,75pb na rovné 1%. Zároveň snížila proticyklický kapitálový polštář na 1%, což navýší úvěrovou schopnost bank (slušelo by jej snížit rovnou na nulu). Pak už jen řekla, co vše dalšího je připravena udělat: 1) „dále snížit úrokové sazby“, 2) „přijmout opatření k řešení případných likviditních problémů v českém finančním sektoru“, 3) intervenovat, pokud kurz bude moc volatilní (stávající volatilita jim ještě nestačila), 4) zasedat kdykoliv.



Se sazbami jsme tam, kde jsme byli v létě 2018. Pravděpodobně dojde ještě jednomu snížení sazeb. Modelově bych řekl 0,75%, protože přepokládáme oživení ekonomiky ve druhé polovině roku s tím jak skončí plošnějších charakter karanténních opatření a přejde se na „smart karanténu“. Ale v této situaci ohromné nejistoty, zda ekonomika ubrala ze své rychlosti 10, 20 nebo 30%

neudělá ČNB velkou chybu, když sazby sníží více. A následně bude připravena je opět rychle zvyšovat, až se ekonomika opět rozjede. Finanční trh očekává, že letos sazby vyklesají směrem k 0,25%.

Samostatnou kapitolou je otázka, zda ČNB začne nakupovat státní dluhopisy. Ministryně Schillerová totiž v úterý na otázku, zda bude centrální banka nakupovat dluhopisy, odpověděla „Ano, já jsem se na tom dnes domluvila s panem guvernérem.“ Nicméně také uvedla, že je nutná novela zákona o ČNB. Nicméně zrychlené projednání odmítla Sněmovna. Pokud se ale podíváme na stávající zákon o ČNB, tak paragraf 28 říká, že „Česká národní banka může od bank nakupovat, popřípadě jim prodávat a) směnky splatné do šesti měsíců ode dne nákupu Českou národní bankou a opatřené alespoň dvěma podpisy, z toho alespoň jedním podpisem za banku; b) státní dluhopisy nebo jiné cenné papíry se státní zárukou.“

Takže už nyní může ČNB nakupovat státní dluhopisy a toto i včera potvrdil na tiskové konferenci člen bankovní rady Tomáš Holub. ČNB by přesto novelu uvítala, protože pak by mohla nakupovat od kohokoliv a cokoliv (tedy nejen státní dluhopisy, ale například i korporátní dluhopisy), a aby i větší okruh účastníků finančního trhu měl přístup na repo facilitu ČNB. Jinými slovy lépe by se jim pak dělali opatření z bodu dvě: „přijmout opatření k řešení případných likviditních problémů v českém finančním sektoru“.

Jaká je pravděpodobnost, že ČNB skutečně začne nakupovat státní dluhopisy? Vše se bude odvíjet od nabídky dluhu a poptávky po něm.

Nabídka státního dluhu. Letos stát splácí cca 170 mld. CZK dluhopisů, jeden splátka v březnu, většina ale až na podzim. Při deficitu 200-300 mld. CZK, tak potřebuje vydat dluh za celý rok ve výši 370-470 mld. CZK. Pro stát je ale klíčové mít jistotu, že bude moci vyemitovat více v případě delšího zastavení ekonomiky, respektive mít jistotu, že bude schopen emise provést v koncentrovaném čase během tří měsíců, a to bez výraznějšího zvýšení sazeb, které musí platit.

A tím se dostáváme k poptávce. Odhadujeme, že banky by mohly podle našich odhadů nakoupit 75 mld. Kč nabízených dluhopisů díky likvidním omezením a vzhledem

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/analizyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: [www.investicnicentrum.cz](http://www.investicnicentrum.cz).

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

už k aktuální vysoké expozici na českou vládu. Zahraniční investoři ještě v lednu vlastnili 600 mld. CZK korunových dluhopisů, tedy 38 procent. Jejich poptávka je nejméně jistá. V únoru/březnu nastal masivní odliv investic z rozvíjejících se trhů (kam patříme), nejprudší odliv za několik posledních turbulent včetně Velké recese, což se projevilo i na českých dluhopisech. Je otázka, jak rychle se poptávka opět obnoví, zvláště v situaci, kdy globálně výrazně naroste nabídka státních dluhopisů. Prostě dluhopisů bude moc, takže státy budou muset platit vyšší výnos. Poptávka dalších institucí bude do 30 mld. CZK.

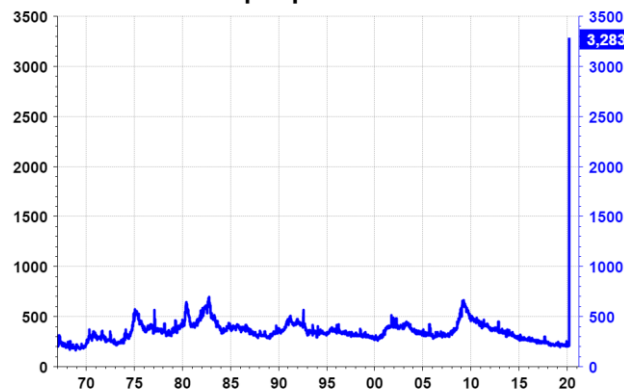
Včera stát prodal 69 mld. CZK jednoleté pokladniční poukázky za 1,25% (ČNB aktuálně sazba 1%) a den předtím 55 mld. státních dluhopisů (3Y 1,13%, 11Y 1,58%).

Stát tak prozatím dokáže nakoupit požadované objemy. Nicméně poptávka může být ovlivněna očekáváním nákupu ze strany ČNB díky vyjádření ministryně Schillerové o domluvě s Rusnokem. A už nyní je vidět, že stát se začíná financovat za relativně vyšší výnos. V případě dluhopisů o 180-190 bodů nad Německem i po snížení spreadu mezi ČNB a ECB o 150 bodů. Proto stát chce mít ČNB připravenou nakupovat státní dluhopisy.

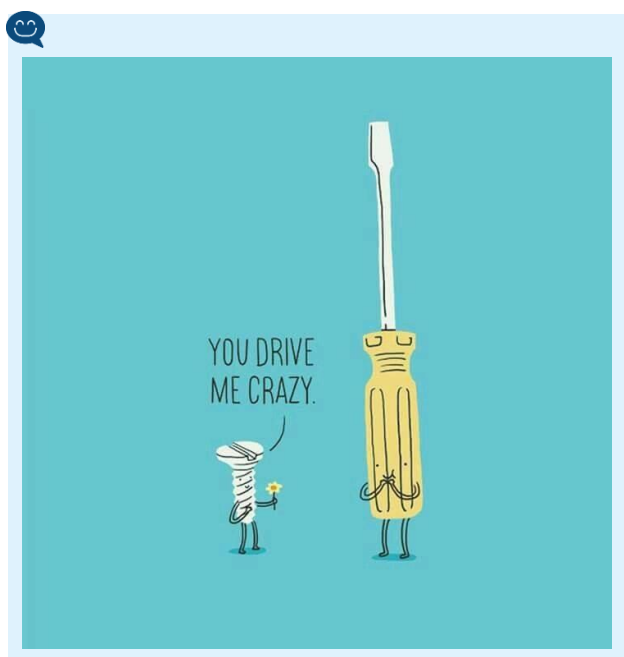
Mimochodem: ECB bude nakupovat státní dluhopisy, nyní už ale nemusí dodržovat některé omezení, především držet nějaký poměr dluhopisů podle velikosti ekonomik jednotlivých států a podíl nakoupené jednotlivé emise. Jinými slovy i ECB si uvolňuje ruce. Nemluvě o Fedu, který rovnou vyhlásit neomezené QE.

Z jiného soudku. To nakolik je americký trh práce flexibilní, ukázaly nové žádosti v nezaměstnanosti. Historicky nejvyšší číslo. Nicméně trh nereagoval, protože masivní nárůst se očekával, jen nikdo nevěděl jaká přesně a především centrální banka a vláda už rozhodly o opatřeních. Kombinace menší vlny propouštění a kurzarbeit ala Německo a ČR je lepší reakcí na karanténní opatření, a to jak pro firmy, tak pro zaměstnance. Navíc umožní rychlejší restart ekonomiky.

### Mové žádosti o podporu v nezaměstnanosti



Source: Refinitiv Datastream, Česká spořitelna



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/analzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: [www.investicnicentrum.cz](http://www.investicnicentrum.cz).

## Kontakty

### Odbor Ekonomické a strategické analýzy

[investicnicentrum.cz](http://investicnicentrum.cz)

Hlavní ekonom	David Navrátil	+420/956 765 439	dnavratil@csas.cz
Makroekonomický tým:			
ČR, makroekonomická prognóza	Jiří Polanský	+420/956 765 192	jpolansky@csas.cz
ČR a bankovní sektor	Michal Skofepa	+420/956 765 172	mskofepa@csas.cz
ČR, makroekonomická analýza	Nicole Gawlasová	+420/956 765 456	ngawlasova@csas.cz
Akciový tým:			
Head, Utilities, F&B, O2 CR, Pegas	Petr Bártek	+420/956 765 227	pbartek@csas.cz
Světové trhy, Philip Morris ČR	Jan Šafránek	+420/956 765 218	jsafranek@csas.cz
Světové trhy, Stock Spirits	Marek Dongres	+420/956 765 343	mdongres@csas.cz
EU Office a sektorové analýzy:	Tomáš Kozelský	+420/956 718 013	tkozelsky@csas.cz
	Tereza Hrtúsová	+420/956 718 012	thrtusova@csas.cz
	Radek Novák	+420/956 718 015	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	Petr Valenta	+420/956 765 821	petrvalenta@csas.cz
Group Positioning	Robert Novotný	+420/956 765 817	rnovotny@csas.cz
Markets Strategist	Miroslav Plojhar	+420/956 765 520	mplojhar@csas.cz
Corporate Treasury Sales & Structuring	Tomáš Pícek	+420/956 765 511	tpicek@csas.cz
Institutional Fixed Income Sales	Ondřej Čech	+420/956 765 577	ocech@csas.cz
Institutional Equity Sales	Michal Řízek	+420/956 765 537	mrizek@csas.cz
Institutional Asset Management	Petr Holeček	+420/956 765 453	pholecek@csas.cz
Trading	Robert Novotný	+420/956 765 817	rnovotny@csas.cz
Financial Institutions & Correspondent Banking	Stanislav Šnajdr	+420/956 765 105	ssnajdr@csas.cz
Debt Capital Markets	Tomáš Černý	+420/956 765 205	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	Antonín Piskáček	+420/956 765 810	apiskacek@csas.cz
Projektové a exportní financování	Lenka Tomanová	+420/956 714 020	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/analzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: [www.investicnicentrum.cz](http://www.investicnicentrum.cz).

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