



Makro

Ranní restart



@Research_sporka

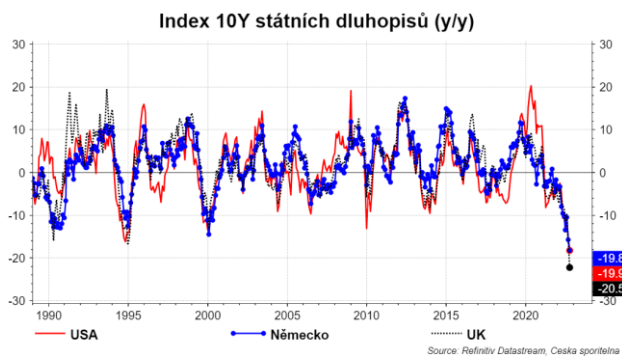
David Navrátil, research@csas.cz

Dnešní kalendář

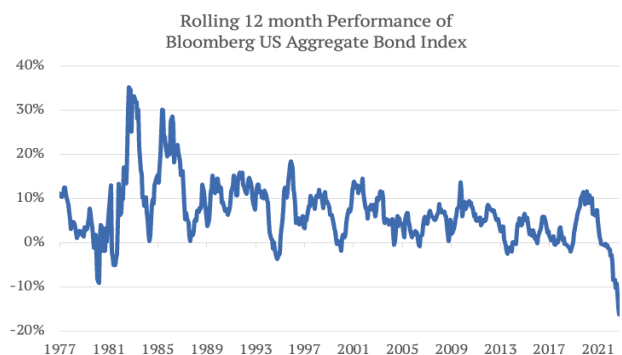
Čas	Stát	Událost	Trh	Minule
9:30	GER	PMI průmysl 10/22	47,0	47,8
10:00	EMU	PMI průmysl 10/22	47,8	48,4
15:45	USA	PMI průmysl 10/22	51,0	52,0

Zdroj: Thomson Reuters

Bondy: No Time to Die



Centrální banky, které jsou odhodlané bojovat s inflací i přes riziko recese. K tomu přidejme rozvolněné státní finance, bláznivé nápady (UK), obavy z dopadů energetické krize na střednědobý rámec státních financí. A dostaneme mix, který se podepsal na významném propadu cen dluhopisů: meziroční pokles 10Y dluhopisu USA, Německa, ale i UK je kolem 20%. Agregátní benchmark výkonnosti amerického dluhopisového trhu (Bloomberg US Aggregate Bond Index) je od ledna -17% a největší aktivně spravovaný dluhopisový fond, Pimco Total Return Fund, o -22%.



Index byl naposledy v záporných hodnotách na klouzavé 12měsíční bázi v roce 2018 (tehdy se svět bál přicházející recese). Ale pro ztráty větší než 2,5 % je třeba jít až do roku 1981 a do roku 1994.

Začátek 80. let byl spojen s bojem proti inflaci, takže podobná story jako dnes. Rozdíl byl ve velikosti dluhopisového trhu, jak [vzpomíná](#) Marc Rubinstein: dnes je hodnota všech amerických dluhopisů v oběhu kolem 220% HDP, tehdy 67%. Tehdy se standardně držely dluhopisy až do splatnosti, objem obchodu byl nízký.

V roce 1994 začal Fed zvyšovat sazby a postupně je zvýšil z 3% na 6% během jednoho roku, což trh vůbec nečekal a nastal šok. Jedna věc je pokles cen dluhopisů. Jiná věc je ztráta: podle odhadů BIS utrpěly investoři do dluhopisů kapitálovou ztrátu, která celosvětově dosahovala 1500 mld USD. Mezi důvody velkého propadu, které BIS zmiňuje, je jednak překvapení z makroekonomického vývoje (a překvapivé zvyšování sazeb), ale také neudržitelně nízké předchozí výnosy státních dluhopisů, ale obchodní strategie a účetní postupy, mezi kterými vynikal pákový efekt. BIS píše: „Volatilita krátkodobých výnosů dluhopisů dosáhla výšek, které nebyly od počátku 80. let často pozorovány. Důkazy naznačují, že není neobvyklé, aby volatilita prudce vzrostla po přechodu k delšímu období poklesu cen dluhopisů. Ve srovnání s předchozí analogickou epizodou v polovině 80. let byl však nárůst volatility pozoruhodně trvalý a jeho výskyt napříč zeměmi obtížněji vysvětlitelný. Zdá se, že část vysvětlení spočívá ve snížené likviditě trhu v důsledku velkých ztrát, které utrpěli účastníci, a rychlého odchodu nerezidentů z klíčových trhů, zejména z Německa. Svou roli mohla sehrát i finanční páka, která zesílila ztráty ve vztahu ke kapitálu, a tím i jejich dopad na vnímání rizika a schopnost tvorby trhu.“

BIS už v té době uzavřel analýzu pozorováním, že sice ze strategického hlediska je nejlepší pojistkou pevné dlouhodobé zaměření na cenovou stabilitu, které lze dosáhnout pouze za podpory fiskální disciplíny. Ano, následuje ALE: „Taková ochrana však není zdaleka vždy účinná. Měnové orgány proto mohou být občas vyzvány, aby posoudily, zda a jak reagovat na důkazy, že se ceny aktiv výrazně vzdalují od odůvodněné úrovně. Jakmile jsou takové odchylky v chodu, mohou vyvolat politické dilema: opatření vedoucí k finanční stabilitě nemusí být v souladu s makroekonomickou stabilitou. Může například existovat pokušení odložit nebo zmírnit zpřísnění měnové politiky s cílem zabránit náhlému propadu cen aktiv právě v době, kdy se zhoršuje výhled inflace. Případně by preventivní zpřísnění měnové politiky, jehož cílem je omezit nárůst

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

spekulativních tlaků, a tím i širší finanční nestabilitu, mohlo znamenat riziko oslabení reálné ekonomiky. Tento druh dilematu byl nejzřetelnější v Japonsku na konci 80. let, kdy vedle nízké inflace existovaly zjevné známky nesouladu na trzích akcií a nemovitostí.“ Jinými slovy, odchod centrálních bank může snížit právě výplach na bondovém trhu s potenciálními dopady na finanční stabilitu. Změnou si prošla u centrální banka UK: jednak intervencemi na bondovém trhu, ale také např. vystoupením guvernéra na akci MMF, kde si dal záležet, aby jasně zaznělo, že očekávání trhu ohledně sazeb je mimo a že centrální banka nechce poškodit budoucí růst.

Zpět k BIS, která na konci analýza doporučuje, jak tento potenciální konflikt mezi inflačním cílem a finanční stabilitou zmírnit: „Potenciální konflikt mezi cíli politiky lze zmírnit vhodnými opatřeními na mikroúrovni. To v zásadě znamená opatření zaměřená na posílení odolnosti finančního systému. Jednou z linií obrany je obezřetnostní regulace a dohled nad jednotlivými finančními institucemi. Druhou, neméně důležitou, jsou ochranná opatření na úrovni celého systému, v neposlední řadě zdravá tržní infrastruktura, jako jsou platební a vypořádací systémy. Opatření v těchto oblastech jsou v plném proudu, viz nedávné iniciativy v oblasti derivátů (viz kapitola VIII). Je pravda, že od těchto opatření nelze očekávat, že zabrání extrémním cenovým pohybům a nesouladům. Lze však věřit, že je zmírní a že finanční systém bude schopen lépe odolávat neočekávaným otřesům. Ze stejného důvodu může odlehčit měnovým orgánům.“

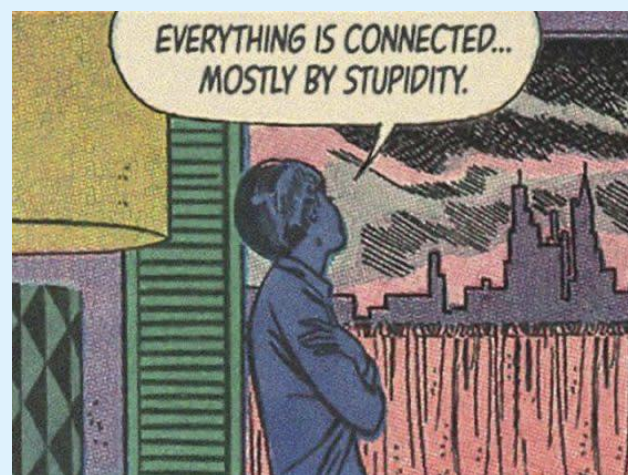
Marc končí svůj blog „V tomto cyklu se zatím odliv prostředků z dluhopisových fondů blíží zkušenostem z roku 1994. Tehdy se toky nakonec vrátily, stejně jako se vrátí i nyní. Jen musíte zůstat ve hře, abyste to viděli.“ Amen.

Letem světem

Rishi Sunak má nyní největší šance stát se příštím premiérem UK poté, co Boris Johnson odstoupil z klání. I když u Borise nikdy nevíte. Každopádně Moody's změnil výhled ratingu UK ze „stabilní“ na „negativní“.

Fitch pak potvrdil rating ČR na AA- s negativním výhledem. Negativní výhled je spojen s energetickou krizí a dopadem na fiskál.

Si Ťin-pching si v neděli zajistil precedentní třetí funkční období v čele země a představil nejvyšší vládní orgán složený z loajálních lidí, čímž si upevnil pozici nejmocnějšího vládce země od dob Mao Ce-tunga. Na jednu stranu je to možná dobře, protože pod jeho vládou se ekonomice Číny nedaří dvakrát dobře a dělá hodně nevynucených chyb. A díky Číně (slabší než očekávaná optávka) poklesly o i ceny ropy.



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/analyzuvopozorneni>. 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	Jiří Polanský Michal Skořepa	+420/956 765 192 +420/956 765 172	jpolansky@csas.cz mskorepa@csas.cz
Akciový tým: Head, Utilities, F&B, O2 CR Světové trhy, Philip Morris ČR Světové trhy	Petr Bártek Jan Šafránek David Vantruba	+420/956 765 227 +420/956 765 218 +420/956 765 343	pbartek@csas.cz jsafranek@csas.cz dvantruba@csas.cz
EU Office a sektorové analýzy:	Tomáš Kozelský Tereza Hrtůsová 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 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	ocek@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 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/analyzypozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.