



## Komentář

### ČNB v červnu: koruna a rizika udrží sazby bez změny

Česká inflace se po krátké dubnové pauze opět vrátila na tři procenta, tj. těsně pod desetileté maximum (3,1 %) z března letošního roku. Stalo se tak díky nejrychlejšímu růstu cen potravin, tabáku a alkoholu za bezmála rok (2,7 %). Člen Bankovní rady V. Benda pár dní po zveřejnění prohlásil, že „díky tomu, že domácí inflační tlaky převažují nad efekty globálního zpomalení“ vidí prostor pro další růst sazeb, a to na nejbližším zasedání příští středu. Najde se těsně před prázdninami takových jestřábů víc, dokonce snad dost na to, aby sazby, které jsou i tak nejvyšší za dekádu, zaměřily ještě výše a dále uškodily růstu, který za regionem od začátku utahování politiky ČNB výrazně zaostává? Dle mého názoru ne. Skutečnost, že polovina měnověpolitické inflace je nadále způsobená segmentem bydlení a že další bezmála čtvrtina (0,7 p. b.) jde na vrub cenám alkoholu, tabáku a potravin, nikoho z Bankovní rady nezastaví. Ostatně v posledním roce a půl vypadala struktura inflace stejně a Bankovní radě to bylo jedno. Podobně to bude i s desinflačním vývojem v Eurozóně.

**Martin Lobotka,**  
hlavní analytik  
Conseq Investment  
Management

(Finparada.cz, 18. 6. 2019)

### Vstoupí ECB dvakrát do té samé řeky?



Poslední zasedání ECB bylo další (a předvídatelnou) epizodou v relativně novém seriálu nazvaném „ECB se smiřuje s realitou“. Pamatujete ještě, jak takto před půlrokem prezident ECB Draghi trval na tom, že jediné, k čemu se ECB může zavázat, je to, že sazby nezvedne „před létem 2019“? V březnu se rychle, byť ne zcela ochotně, před ekonomickou realitou sklonil a prodloužil období nečinnosti až „na konec roku 2019“. Na právě skončeném zasedání pak pukrle před realitou dotáhl a řekl, že ECB si dá klid nejméně během první poloviny 2020. Dle nás to pak s vysokou pravděpodobností bude ješ-

tě déle. A ne, ani tento verbální závazek, signál to jasně holubičí, nebyl tou největší holubičí, kterou ECB minulý týden vypustila. Tou bylo oznámení Draghiho, že diskuse o tom, jak dostat svému opakovanému slibu (slibu reagovat, pokud se ekonomika a inflace nebudou vyvíjet dle představ ECB), nabrala v Radě na obrátkách. Dle Draghiho se totiž část členů Rady guvernérů začala zabývat myšlenkou obnovení odkupu aktiv, tj. použití toho samého nástroje, který s velkou pompou ECB před půlrokem z aktivního instrumentária vyjmul.

Nebýt ČNB, která od intervencí, které ještě v březnu 2017 měly zachraňovat ekonomiku od deflace, přešla v srpnu toho samého roku k růstu sazeb, aby zabránila inflaci, byl by to asi nejrychlejší obrát měnověpolitického postoje široko daleko za dlouhou dobu. A ne, nelze za to ECB nekritizovat: v prosinci, kdy odkupy ukončovala, bylo jasné, že jádrová inflace nikam

nejde (léta se motá kolem procenta) a že průmysl padá hlouběji do červených čísel. Ovšem když se měnová politika řídí politikou obyčejnou... A aby toho nebylo málo, Draghi na tiskové konferenci po zasedání podpořil holubičí zprávu úsečným „ne“ na dotaz novináře, zda je správné očekávat, že nejbližší pohyb sazeb je pravděpodobnější směrem nahoru než dolů.

To, co jsme poslední rok, rok a půl očekávali, tj. že ECB už k žádnému utážení v tomto cyklu nepřistoupí, je tak nyní skoro jisté. A otázkou číslo 1 je tak teď to, zda ECB odkupy aktiv skutečně obnoví. Jádrová inflace setrvala na procentu, zpracovatelský průmysl v kontraktaci a světový obchod pod vlivem Trumpových tweetů na to asi stačit nebudou. Ale stačí jakékoliv zakolísání sektoru služeb či poptávky domácností a slavné rčení o nevstupování do té samé řeky platit nebude.

**Martin Lobotka,**  
hlavní analytik  
Conseq Investment  
Management

(Prvnizpravy.cz,  
10. 6. 2019)

### Globální akcie a obchodní válka

Před měsícem či dvěma jsem po akciovém silném růstu z počátku roku očekával konsolidaci či menší korekci. A korekce skutečně v květnu nastala. Domnívám se, že obchodní válka mezi USA a Čínou ještě bude nějakou dobu pokračovat. Zdá se, že je to pro krátkodobý vývoj akciových trhů klíčový faktor, který lze jen stěží predikovat. Pravděpodobně

bude i další vývoj dosti nervózní a dovedu si představit všechny tržní scénáře: pokračující mírný pokles, konsolidaci na stávajících úrovních nebo i růst, pokud by se situace alespoň na nějakou dobu uklidnila. Celkově mám proto i nadále na globální akcie neutrální názor, který podporují další fundamentální faktory. Dohromady mě fundamentální faktory spolu s faktorem obchodní války vedou k názoru, že další směr akciového vývoje je nyní skutečně značně

nejasný, a proto udržujeme akciovou alokaci našich portfolií na úrovni benchmarků, resp. srovnávacích indexů, tedy na neutrální úrovni.

**Michal Stupavský,**  
investiční stratég  
Conseq Investment  
Management

(Invest-portal.cz,  
4. 6. 2019)

## Bankéři potřebují silnější zbraně

Česká centrální banka zřejmě dostane to, po čem toužila: zákonem přiznané pravomoci dozorce nad hypotečním trhem. Vláda návrh schválila, a i když v parlamentu asi nějakých změn dozná, mají centrální bankéři na dosah moc, po níž léta volají. Kromě toho by měla novela ulevit mladým žadatelům o hypotéky.

Jsou další nástroje pro ČNB vůbec potřeba? A zlepši se dostupnost bydlení pro mladé? Podle efektu, který měla na trh doporučení ČNB platná od loňského podzimu, by první odpověď zněla nikoli. Počet žádostí o hypotéky je letos skoro o čtvrtinu nižší než před rokem, a i když vyšší sazby a ceny bytů věci také nepomohly, je jasné, že doporučení ČNB měla silný vliv. S efektem svých opatření je ostatně spokojena i samotná banka, takže by se mohlo

zdát, že psát nové zákony není třeba. Argumentují tak i někteří politici.

Je to ovšem omyl. Stačí se podívat do USA v prvním desetiletí tohoto milénia. I tam bývaly doby, kdy banky poskytovaly hypotéky rozumně. A pak se díky finančním inovacím (sekuritizace, strukturované produkty a podobně) utrhy ze řetězu. To, že je dnes s českými bankami všechno pořádku, není zárukou, že tomu tak bude i v budoucnu. Lze si třeba představit, že banky se ocitnou pod tlakem fiskálně hladové vlády či rostoucí konkurence nebankovních subjektů a popustí hypoteční kreativitu uzdu. Nebo že se jejich kapitálová vybavenost ze současných nadprůměrných hodnot sníží. Stabilita finančního sektoru je přitom

## CONSEQ v médiích

Červen 2019



klíčová věc. Pohled na léta 2008 a 2009 ukazuje, že recese způsobené realitními krizemi jsou hlubší a delší než jiné. U dostupnosti bydlení pro mladé se toho moc nezmění. Ano, jedná se o úlevy.

O deset procentních bodů vyšší povolený poměr dluhu k hodnotě zástavy (LTV) citelný bude. Je rozdíl, jestli na pražský pětimilionový byt musíte mít naspořené milion nebo půl milionu. Ale část této počáteční úlevy bude záhy kompenzována růstem cen nemovitostí kvůli vyšší poptávce. Primárním problémem velkých měst, kde je situace s bydlením nejhorší, je strukturální převis poptávky nad nabídkou. Ten se novým opatřením nesníží, ba naopak. Skutečně by pomohlo, kdyby se urychlilo povolovací říze-

ní alespoň tak, aby podle dat Světové banky nebylo těžší postavit sklad v Česku než v Kamerunu. Aby Česko nebylo na 156. místě tohoto žebříčku, ale třeba alespoň na 68., jako bylo ještě v roce 2012. Neuškodilo by ani rozumné omezení spekulativnějších forem využití obydlí.

I v USA byly doby, kdy banky poskytovaly hypotéky rozumně. Pak se utrhy ze řetězu.

**Martin Lobotka,**  
hlavní analytik  
Conseq Investment  
Management

(E15, 13. 6. 2019)

## Centrální bankéři jako hybná síla dluhopisových trhů

Pokud bychom odhlédli od stále se prohlubující obchodní války mezi USA a Čínou a obchodních hrozeb amerického prezidenta Trumpa směrem k Evropské unii či Mexiku, vývoj světové ekonomiky je v letošním roce plynulý, více méně v souladu s očekáváním ekonomů, bez zásadnějších překvapení nahoru či dolů. Trend vývoje dynamiky HDP světové ekonomiky je tedy mírně směrem dolů, globální hospodářství mírně zpomaluje a po loňském růstu o 3,5 % by se letošní rok měl růst dle predikcí Mezinárodního měnového fondu či OECD pohybovat kolem 3,2 %.

Globální ekonomická recese tak v nejbližším období s velkou pravděpodobností nehrozí, přesto jsou ovšem centrální bankéři v USA i eurozóně znepokojeni zejména dvěma skutečnostmi. Zprvé je to právě nejistota způsobená obchodní válkou a zadru-

hé, zejména v eurozóně, setrvale slabá inflace pod inflačním cílem. Zatímco ještě na přelomu roku byli centrální bankéři spíše v jestřábím módu, tedy spíše pro přísnější měnovou politiku, v průběhu prvního pololetí se jejich nastavení dramaticky otočilo holubičím směrem, tedy spíše pro uvolněnější měnovou politiku. Americký Fed nyní uvažuje o snižování úrokových sazeb, dost možná již na příštím zasedání v červenci, a ECB začala indikovat možnost snížit úrokové sazby ještě hlouběji do mínusu a dokonce znovuobnovit nákupy dluhopisů, tedy program kvantitativního uvolňování. Globální akciové trhy jsou proto ve výsledku od začátku roku ve výrazném plusu, stejně tak se daří i dluhopisům, vládním i korporátním. V Evropě to jasně dokládá vývoj klíčové-

ho německého vládního dluhopisu s dlouhou 10letou splatností. Zatímco se jeho výnos ještě na začátku roku pohyboval kolem 0,25 %, aktuálně se pohybuje na novém historickém minimu kolem -0,30 %. Ano, čtete správně. Investoři nyní na 10leté splatnosti německé vládě platí za to, že jí půjčili peníze.

České vládní dluhopisy se tohoto trendu chytily v průběhu května. Český vládní dluhopis s 10letou splatností se tak dostal z úrovně kolem 2,0 % až k aktuální hladině 1,56 %. Od začátku roku se tak české vládní dluhopisy mohou pyšnit velmi dobrou výkonností, když dle indexu Bloomberg Barclays připisují velmi pěkné zhodnocení 3,8 %.

Náš aktuální výhled na dluhopisy je momentálně nicméně spíše opatrný, v investičních portfoliích je máme podvážené, neboť se jejich výnosy dostaly na nebo blízko historickým mini-

mům. Prostor pro další výrazný cenový růst se tak již s velkou pravděpodobností do značné míry vyčerpá. Z pohledu dalšího krátkodobého vývoje nicméně platí, že pokud by klíčové centrální banky skutečně začaly úrokové sazby snižovat, k dalšímu růstu by ještě dojít mohlo. Velkou roli bude v neposlední řadě hrát obchodní válka. Pokud by se ji podařilo zklidnit nebo dokonce ukončit, představovalo by to silný pozitivní impuls pro riziková aktiva v čele s akciemi. Naopak relativně málo riziková aktiva, jako vládní dluhopisy, by mohla zaznamenat odliv kapitálu, pokles cen a nárust výnosů.

**Michal Stupavský,**  
investiční stratég  
Conseq Investment  
Management

(Invest-portal.cz,  
26. 6. 2019)