

ČS: Bondový trh netlačí politiky k narovnání rozpočtů, nebudme překvapeni z inflačních následků

- **Dluhopisové trhy akceptují hlubší rozpočtové schodky v inflačním prostředí, dokud vlády vyloženě neprovokují jako Liz Trussová ve Velké Británii**
- **Trhy se soustředí na obrat v inflaci a v sazbách centrálních bank (Fed pivot). Dodávají tak fiskálu palivo pro růst výdajů a následně cen mimo energií. Vyšší inflace se může stát trvanlivější**
- **Prudké zpomalení inflace ve 2023 a možný pokles sazeb bude příležitostí se připravit s vlastními dluhy na dlouhodobé inflační následky deficitní politiky**

V příštím životě už bych se nechtěl narodit jako prezident nebo papež nebo baseballová hvězda, ale jako dluhopisový trh, protože ten zastráší každého. Bonmot Jamese Carvilla, politického poradce Billa Clintona, vystihuje debaty o hospodářské politice v devadesátkách, kdy všechny návrhy hospodářské politiky měly silnou oponenturu, jak zareaguje bondový trh. Skokové zdražení financování na trhu, kdy sazby vzrostly z 5% na 8%, přispěly ke směřování rozpočtů za vlády demokratického prezidenta Clintona až k přebytkům. Letos sazby financování států na trzích vyskočily až o 2-3 procentní body. **Zastráší dluhopisový trh vlády, aby srovnaly veřejné finance rychle do latě a neumožnily aktuálně vysoké inflaci stát se dlouhodobou?**

TEORIE A PRAXE POSTOJE VĚŘITELŮ K DEFICITŮM A INFLACI

Teoreticky by držitelé státních dluhopisů měli být ultimátními kritiky fiskální politiky, kteří ji stanovují mantinely, aby na svých investicích neprodělali. V realitě státní dluhy ve většině zemí v poměru k HDP značně nabobtnaly, ale investoři ochotně půjčovali, až na několik excesů jako Řecko ve 2010-12, za nižší a nižší sazby. A to až tak, že v předchozích dvou letech byl největší nárůst dluhu financován za nejnižší sazby. Ještě loni v létě bylo na světě 17 bilionu dolarů dluhopisů se záporným výnosem do splatnosti. Investoři ochotně financovali větší dluhy za nižší sazby, protože inflace ve většině zemí strukturálně zpomalovala, v recesi i v konjunktuře.

Teoreticky by masivní zrychlení inflace mělo úrokové trhy tlačit k výraznému zdražení financování, aby udrželi reálnou hodnotu investic. V realitě však bondoví investoři zrychlující inflaci dlouho ignorovali. Sazby dluhopisů narostly, až když bylo zjevné, že centrální banky zvyšují sazby. Místo vděku, že se centrální bankéři snaží dostat mandátu cenové stability a zabránit další erozi kupní síly investic do dluhopisů, stávají se v očích trhů veřejným nepřitelem číslo 1. Hlavním přáním finančních trhů je obrat v jejich sazbách (tzv. Fed pivot). Dluhopisový trh se nechová jako drsňák z bonmotu Jamese Carvilla. Chová se spíše jako postava věřitele feldkuráta Katze, který půjčuje, ale není schopen ovlivnit, na co půjčuje, a ještě si vyslechne: „to se nám to hoduje, když nám lidi půjčují“.

PROČ JSOU TRHY V KLIDU?

Tolerance dluhopisových investorů k vyšší inflaci a rozpočtovým deficitům není jenom o vlivu centrálních bank, které drží část dluhu a jejichž cíl není zhodnocení investic. Roli hraje také regulatorní povinnost

institucionálních investorů a bank prostě držet státní dluhopisy v portfoliu. **Ještě více je to o psychologii a zkušenosti ostatních investorů**, kdy nárůsty inflace v předchozích letech byly plané poplachy a dočasný nárůst sazeb se vyplatilo v bondech vysedět. Na trhu panuje očekávání, že drahé energie a vyšší sazby přivedou ekonomiky do mělké recese, inflace zpomalí, centrální banky sazby zase sníží, což ve finále odmění držitele dluhopisů růstem jejich ceny, a to i přes hlubší rozpočtové schodky.

HLUBŠÍ SCHODKY BEZ VÝSTŘELKŮ TRHY AKCEPTUJÍ

Tolerance trhů k deficitům a inflaci má zásadní význam pro rozpočtový výhled a následné inflační tlaky. Trhy tím říkají politikům, že není třeba spěchat s vyrovnáváním rozpočtů a že dříve nemyslitelné schodky v poměru k HDP jsou akceptovatelné, pokud se politici vyhnou vyloženým provokacím jako nedávno Liz Trussová ve Velké Británii. Premiérka s historicky nejkratším pobytem v Downing Street 10 svým plánem na růst výdajů a snižování daní moc tlačila na pilu. Trussová měla navíc úplně nevhodné načasování „minirozpočtu“, kdy britský bondový trh byl již v panice z růstu sazeb ve světě a penzijní fondy musely prodávat dluhopisy za každou cenu.

Nemělo by nás tudíž překvapit, že se politici do rychlého vybalancování rozpočtů nehrnou. To platí nejenom pro naši vládu, která má na stole kupu rozpočtových návrhů z dílny NERVu, ale nechce jejich většinu uskutečnit. Letitá zkušenost říká, že zvyšování daní a snižování výdajů s ekonomikou na hraně recese je zaručená cesta do opozice. Taktičtější je ukázat snahu a dílčí kroky k narovnání rozpočtu. Deficity v řádu nižších jednotek procent HDP jsou s tolerantními trhy bez problémů financovatelné. Připomeňme, že u nás byl nárůst dluhu ve dvou covidových letech 2020-21 financován za sazby v průměru pod 2% ročně, když nominální HDP od začátku 2020 vzrostl o 14%. Navíc, dá-li pokles inflace ve 2023 za pravdu tržnímu očekávání, nový státní dluh bude možno financovat za nižší úroky než dnešních 5-6% ročně.

VYSOKO-INFLAČNÍ PROSTŘEDÍ, NE ŘECKÝ SCÉNÁŘ

Neměli bychom však podlehnout iluzi, že pokračující deficity budou bez následků do nekonečna. Rizikem není platební neschopnost a la Řecko ve 2010-12. To je ve většině zemí, včetně ČR, na mnoho let zanedbatelné. „Vybudovat“ dluh jako Řecko trvá roky. Dlouhodobě deficitní fiskální politika je však důležitým předpokladem, aby letošní vysoká inflace byla první z více inflačních vln, ne jednorázovým výkyvem. Bondový trh, který nikoho nezastrašuje, umožňuje, aby fiskál levně dodával palivo pro růst cen mimo energií a aby se prostředí vyšší inflace zarylo všem pod kůži.

CO OVLIVNÍME A CO NE?

Dynamiku rozpočtů, státního dluhu a dluhopisových trhů sami prakticky neovlivníme. Můžeme se však připravit na následky, až jednou bondové trhy kvůli inflaci ztratí trpělivost. Případný pokles tržních úrokových sazeb během prudkého zpomalení inflace v příštím roce může být dobrou příležitostí připravit se s vlastními nebo firemními dluhy.

Volejte našim dealerům pro návrhy a nabídky vhodných zajišťovacích produktů a jejich parametrů přesně podle Vaší situace!

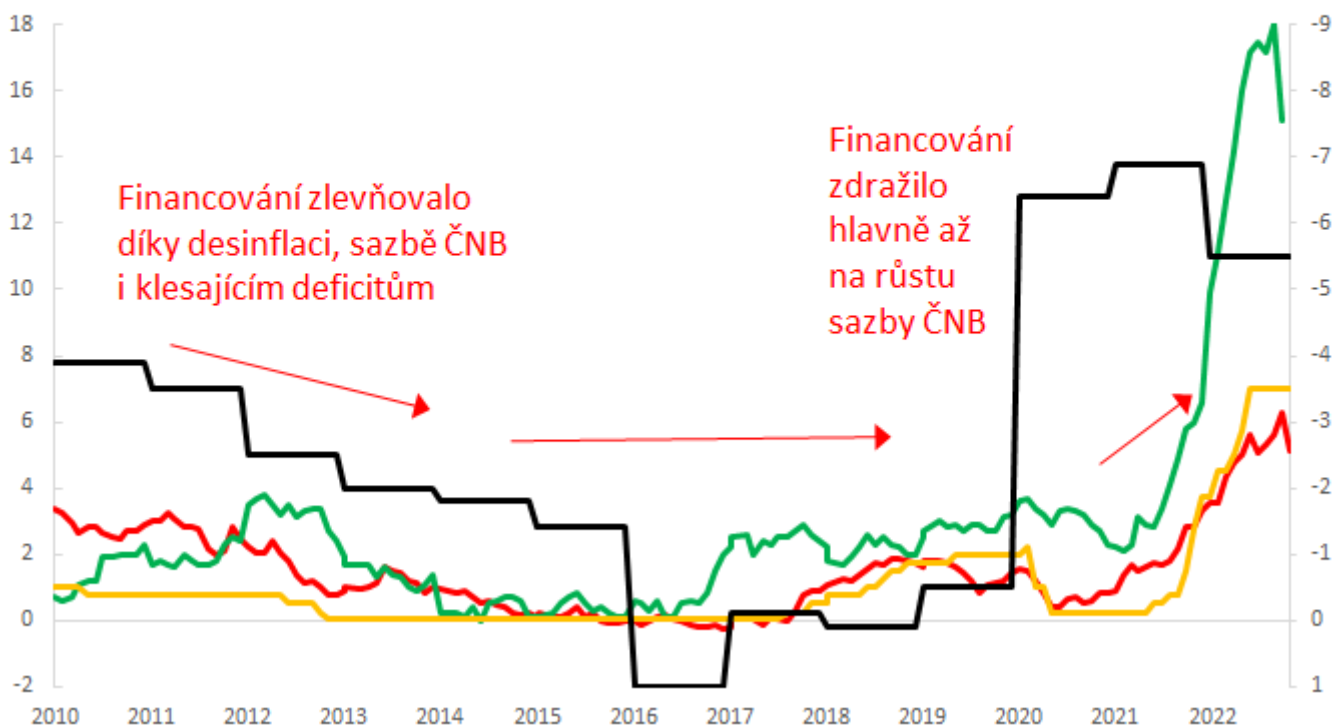
Dluhopisové trhy jsou tolerantní k deficitům a inflaci, reagují až na centrální banky (příklad ČR)

Inflace (v %)

Sazba ČNB (% p.a.)

5letý bond (% p.a.)

Saldo státního rozpočtu v % HDP (inverzně)



Zdroj: Česká spořitelna, Bloomberg

Kontakty

Miroslav Plojhar

Market Strategist a Client Solutions

tel: 224 995 520

e-mail: mplojhar@csas.cz

Tomáš Pícek

Manažer obchodů Treasury pro firemní klienty
pro firemní klienty

tel.: 224 995 511

e-mail: tpicek@csas.cz

Obchody Treasury pro korporátní klienty

Vít Horník	Treasury Sales	tel.: 224 995 530	e-mail: vhornik@csas.cz
Jitka Pešková	Treasury Sales	tel.: 224 995 503	e-mail: jjeskova@csas.cz
Lukáš Moravec	Treasury Sales	tel.: 224 995 585	e-mail: lmoravec@csas.cz

Obchody Treasury pro střední a malé podniky

Richard Matysčák	Treasury Sales	tel.: 224 995 575	e-mail: rmatyscak@csas.cz
Jan Urich	Treasury Sales	tel.: 224 995 545	e-mail: jurich@csas.cz
Petr Lojka	Treasury Sales	tel.: 224 995 529	e-mail: plojka@csas.cz
Robert Vítík	Treasury Sales	tel.: 224 995 584	e-mail: rvitik@csas.cz
Lukáš Macháček	Treasury Sales	tel.: 224 995 500	e-mail: lmachacek@csas.cz
Marie Bartošová	Treasury Sales	tel.: 224 995 573	e-mail: mabartosova@csas.cz
Daniel Maděra	Treasury Sales	tel.: 224 995 583	e-mail: dmadera@csas.cz

Důležitá upozornění (tzv. disclaimer)

Tento dokument byl vytvořen jako doplňkový zdroj informací k podpoře a marketingu transakcí, kterými se dokument zabývá. Není nabídkou ani propagací nákupu či prodeje cenných papírů, komodit či jiných finančních instrumentů ani nabídkou na účasti na obchodní strategii. **Tento dokument je marketingový dokument Obchodů Treasury České spořitelny, a.s. Tento dokument není research report a nebyl připraven nezávislým researchem České spořitelny, a.s.** Názory v tomto dokumentu, pokud není řečeno jinak, jsou názory autorů a mohou se lišit od názoru researche České spořitelny, a.s. Tento dokument je založen na nejlepších informačních zdrojích dostupných v době tisku. Použité informační zdroje jsou všeobecně považované za spolehlivé, avšak **Česká spořitelna, a.s. neručí za správnost a úplnost uvedených informací.** Názory v materiálu prezentované odrážejí naše nejlepší znalosti ke dni vydání publikace a mohou se změnit bez udání důvodu. **Veškeré informace a doporučení jsou pouze pro ilustraci a jsou ve své podstatě předběžné a obecné.** Další informace o možných transakcích jsou dostupné na vyžádání. V případě plánovaného uskutečnění transakce musí být informace v tomto dokumentu plně nahrazeny „term-sheet“ či prospektem. **Rozhodnutí uskutečnit transakci by mělo být pouze na základě finálního „term-sheet“ či prospektu.** Minulá výkonnost finančních nástrojů nezaručuje srovnatelnou budoucí výkonnost. Různé finanční nástroje a investice s sebou nesou různý stupeň investičního rizika. Hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní částky. Česká spořitelna, a.s. nepřebírá odpovědnost za případné ztráty způsobené přímo či nepřímo využitím informací v tomto dokumentu. Česká spořitelna, a.s., Erste Bank Group, jejich dceřiné společnosti a klienti mohou mít pozice ve finančních nástrojích uvedených v dokumentu, mohou obchodovat s finančními nástroji společností uvedených v dokumentu nebo mohou společností uvedených v dokumentu poskytovat investiční nebo bankovní služby. **Správním úřadem vykonávajícím dozor nad Českou spořitelnou, a.s. je Česká národní banka.**