

Štědré rozpočty povedou k vyšší inflaci a sazbám

- **Expanzivní fiskální politika v mnoha zemích včetně ČR zkrátí deflační impuls z krize a může vést k rychlejšímu oživení inflace, než tomu bylo po krizi v letech 2008–2009.**
- **Rozpočty mohou zůstat stimulační i dlouho po krizi. Moderní měnová teorie (MMT), jejíž obliba roste, nabízí politikům ekonomicko-teoretické zdůvodnění.**
- **Návrat inflace nejvíce započítávají drahé kovy a nejméně úrokové trhy. Právě na ceně financování jsou možné ztráty kvůli inflačnímu prostředí největší. Proti tomu je možné se bránit fixováním budoucích úrokových sazeb.**

Povede koronavirová krize k tlakům na pokles cen, nebo naopak reakce centrálních bank a vlád na krizi odstartuje obrat k dlouhodobě vyšší inflaci? Otázka inflace/deflace není zdaleka jen pro akademiky a centrální bankéře, je to klíčová otázka na finančních trzích. Významně ovlivní cenu financování, cenu drahých kovů a komodit, akcie, ale také měnové kurzy včetně koruny.

Masivní rozpočtové schodky, úrokové sazby u nuly nebo pod a nákupy aktiv centrálními bankami v reakci na krizi by měly vést k akcelerujícímu růstu cen, to volají obchodníci s drahými kovy a akciemi. Naopak úrokové trhy zůstávají vůči možné změně inflačního prostředí v klidu – předpokládají nízké úrokové sazby na mnoho let dopředu. Hlavním argumentem je riziko dalších vln epidemie covidu-19, které utlumí ekonomiku, a pak dějá vu. Po velké finanční krizi v letech 2008–2009 a následné (tehdy bezprecedentní) měnové stimulaci se inflace v cenách zboží a služeb dostavila se značným zpožděním. To protože se většina peněz v rámci kvantitativního uvolňování (QE) nedostala do reálné ekonomiky.

RYCHLE DOLŮ A NAHORU

Dva důvody pro mnohem dřívější návrat inflace, než po minulé krizi, jsou rychlost poklesu a oživení a hlavně změna pohledu na rozpočtovou politiku. Covid-krize vyniká nejenom v hloubce propadu, ale hlavně v rychlosti – rychlosti poklesu, rychlosti obratu zpět, ale i rychlosti a razanci reakce. Probíhající ekonomické oživení vypadá na tvar V než obávaný tvar L.

VLIV (NE)UTAHOVÁNÍ OPASKŮ

Ještě větší roli než rychlost krize a oživení bude mít fiskál. V minulé krizi rozpočty zapůsobily také jako brzda propadu ekonomiky (hlavně tzv. automatické stabilizátory), **ale následně přišlo utažení fiskálu** – v USA fiskální útes, v Evropě dluhová krize, u nás Kalouskovy balíčky. **To vše dodalo nový deflační impuls, který se u nás protáhl až do 2015/16 a v Eurozóně až do nedávna.** Dnes je vidět výrazně větší ochotu nechat fiskální kohoutky otevřené nadlouho – dluhové financování v rámci EU, kdy se přidalo i tradičně fiskálně konzervativní Německo. Také u nás vede názor nechat rozpočet expanzivní požadavek než šetřit, jak tomu bylo před deseti lety. To ukazují poslední kroky jako snížení daní z příjmu či navyšování starobních důchodů.

MMT SE DERE DO POPŘEDÍ

K aktivnějšímu a dlouhodobějšímu využití rozpočtové politiky ke stimulaci ekonomiky ukazuje také rostoucí obliba Moderní měnové teorie (MMT). Zatímco se zastáncům MMT ještě nedávno většina ekonomů hlavního proudu vysmívala, jejich hlas sílí a nachází odezvu mezi politiky. MMT ve zkratce říká, že peníze vytváří stát tím, že vynucuje placení daní. Je-li stát měnově suverénní, tj. vydává dluh ve své měně a má plovoucí měnový kurz, nemůže zbankrotovat na svůj dluh. Fiskální politika má mnohem větší efekt než měnová a měla by být cílena na plnou zaměstnanost než na dosažení dlouhodobě vyrovnaného rozpočtu. Jedním z doporučení je státem garantovaný příjem ze zaměstnání, aby dlouhodobá nezaměstnanost nevedla ke ztrátě dovedností a návyků. Limitem stimulační rozpočtové politiky je nárůst inflace, která však přijde, až když ekonomika dosáhne limitu kapacit.

Ač nemusíme souhlasit s logikou a doporučeními MMT, mnoho jevů v ekonomice a na finančních trzích MMT popisuje přesně tam, kde se ekonomie hlavního proudu mylí. Např. v pohledu na malý vliv měnové na rozdíl od rozpočtové politiky v Eurozóně, což vedlo ke slabému hospodářskému oživení i přes masivní stimulaci ECB (záporné sazby a kvantitativní uvolňování). **Není jisté, že se MMT stane ekonomii hlavního proudu. Některé její závěry se do budoucna hodí politikům jako argument, proč nechvátat s vyrovnáváním rozpočtových schodků hned po odeznění krize.**

MENŠÍ DEFLAČNÍ IMPULS

Masivní rozpočtová stimulace má značný potenciál výrazně zmenšit a zkrátit deflační impuls, který z Covid-krize přišel, na rozdíl od té minulé krize. Ekonomiky tak mohou rychleji nejenom ožít, ale hlavně dostat se dříve k plnému využití kapacit, což zkrátí zpoždění mezi oživením ekonomiky a zrychlením inflace. Česká republika do Covid-krize vstupovala s téměř plnou zaměstnaností a inflačními tlaky - naše ekonomika tak má mnohem blíže se po krizi do inflačního prostředí vrátit než většina zemí Eurozóny.

NEJVĚTŠÍ ASYMETRIE JE NA ÚROKOVÝCH SAZBÁCH

Nepředstíráme, že na otázku budoucí inflace/deflace známe jistou odpověď. **Neméně důležitou druhou stranu mince je, jak jsou různé trhy na návrat inflace exponované.** Zlato a velká část akciových indexů jedou na vlně vládní stimulací a do značné míry oživení ekonomiky a inflace započítávají. Kurz koruny je zhruba na půli cesty – v mírně inflačním prostředí profituje, naopak deflační prostředí vede ke snahám centrální banky kurz oslabit jako FX intervence ve 2013-17.

V ostrém kontrastu k vychýlené pravděpodobnosti inflačního prostředí kvůli štědré fiskální politice stojí úrokový trh. Připomeňme, že po velké finanční krizi 2008/09 úrokové trhy započítávaly, že se sazby vrátí vcelku rychle k předkrizovým úrovním. Dnes je trh poučen vývojem v předchozích letech a naopak návrat sazeb k předkrizovým úrovním v horizontu mnoha let vůbec nevidí – to platí pro sazby na dolaru, euru a také na koruně, i přes jejich růst v posledních týdnech. **Pouze malý rozdíl mezi aktuálními sazbami a sazbami IRS poskytuje malou úsporu, pokud se inflační scénář nenaplní. Pokud se však inflační scénář naplní, úrokové sazby půjdou (byť se zpožděním) nahoru a růst úrokových mnoho-násobně převýší, co trhy aktuálně započítávají.** Toto asymetrické riziko se dá řešit fixováním budoucích sazeb pomocí úrokových swapů (IRS), dokud jsou tržní sazby nízko.

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

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: jipeskova@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.**