Ekonomika a finanční trhy

09/2021

mazars

Ekonomika

Růst počtu očkovaných obyvatel a s ním spojené rozvolňování proti-pandemických opatření vede k rychlému růstu ekonomické aktivity v Severní Americe a v Evropě (vysoké růsty HDP ve 2Q 2021). V poslední době dochází k šíření nové mutace Covid-19 delta, data z Velké Británie, Španělska nebo Japonska a dalších zemí, i přes významný růst pozitivních případů zatím naznačují, že nedochází k rychlému růstu pacientů v nemocnicích a počtu obětí jako při předchozích vlnách (méně pozitivní data přicházejí z Izraele). Rizikem zůstává především vývoj pandemie v zemích, kde je nízká míra vakcinace a případná proti-pandemická opatření by mohla zvýšit nebo prodloužit výpadky v dodavatelských řetězcích. Finanční trhy předpokládají, že ve druhé polovině roku 2021 nedojde k významným proti-pandemickým opatřením srovnatelným s vývojem v roce 2020 a ekonomická expanze bude pokračovat. HDP bude taženo spotřebitelskou poptávkou, která bude podporována i využitím dodatečných úspor domácností, vytvořených v průběhu proti-pandemických restrikcí a mimo jiné náběhem státních investičních programů (Covid-19 Relief Plan“, Infrastructure Investment and Jobs Act v USA, Next Generation European Union financování v EU).

Hospodářské oživení je doprovázeno rostoucí inflací, která se v mnoha případech nachází nad úrovněmi inflačního cíle centrálních bank (FED, ECB, ČNB). Podstatnou otázkou je, zda růst inflace je pouze přechodný (vliv statistické základny u cen ropy, dočasné výpadky v dodavatelských řetězcích) nebo bude trvalejšího charakteru jako důsledek expanzivní fiskální (deficity veřejných financí) a uvolněné monetární politiky (kombinace nízkých úrokových sazeb a pokračujícího nákupu finančních aktiv ze strany FEDu a ECB). Predikce FEDu a ECB zveřejněné v červnu letošního roku a komunikace po jejich zasedání v červenci ukazují, že normalizace monetární politiky bude z jejich strany mimořádně obezřetná, a i přes očekávání velmi pozitivního ekonomického vývoje (rychlý růst HDP, pokles nezaměstnanosti, v případě FEDu splnění inflačního cíle), základní úrokové sazby budou dlouhodobě nastaveny výrazně pod úrovní předpokládané inflace. Je třeba vzít v úvahu, že zvýšení úrokových sazeb znamená i zvýšení nákladů na financování veřejného dluhu (veřejný dluh USA≈128 % HDP, Eurozóna≈100 % HDP). Rozdíl mezi inflací a dlouhodobými úrokovými sazbami, které v reakci na komunikaci centrálních bank začaly korigovat svůj rychlý růst, znamená vyšší negativní reálné úrokové sazby (inflační daň z úspor). Snaha udržet reálnou hodnotu investic se projevuje na finančních trzích vyšší tolerancí k riziku, posunem investic směrem k rizikovějším aktivům, které pokračují ve svém růstu, v současnosti podporovanému i pozitivními ekonomickými výsledky po znovuotevření ekonomik. Rizikem pro vývoj na finančních trzích zůstává fiskální konsolidace nebo rychlejší normalizace monetární politiky (v případě, že inflaci se projeví jako déletrvající a stane se diskutovaným problémem), která by měla jak na ekonomiku, tak i na cenu rizikových aktiv negativní dopad. Prvním testem stability současného vývoje, na který se soustřeďuje pozornost finančních trhů, bude zatím neoznámené omezování nákupu finančních aktiv ze strany FEDu a ECB.

Základní makroekonomická data / svět

HDP

USA – HDP za 2Q 2021 se nacházelo na úrovni **+1,6 % q/q** (6,5% q/q anualizovaně)

Eurozóna – HDP Eurozóny za 2Q 2021 se nacházelo na úrovni **+2,0 % q/q** (+13,7 % y/y), vysoký růst na roční bázi je vlivem nízké statistické základny z 2Q 2020 (Covid-19)

	2021	2022
HDP – predikce FED[1]	7,0 %	3,3 %
HDP – predikce ECB[2]	4,6 %	4,7 %

Inflace

USA – spotřebitelská inflace se v červenci 2021 nacházela na úrovni **5,4 % y/y**

Eurozóna – spotřebitelská inflace se v červenci 2021 nacházela na úrovni **2,2 % y/y**

	2021	2022
PCE y/y – predikce FED	3,4 %	2,1 %
Inflace y/y – predikce ECB	1,9 %	1,5 %

[1] Predikce z června 2021, další aktualizace v září 2021, predikce na bázi y/y

[2] Predikce z června 2021, další aktualizace v září 2021, predikce na bázi y/y

PMI – Purchase Manager Index

Předstihové PMI indikátory se nacházejí na velmi vysokých úrovních (výrazně nad úrovní 50), zatímco v Eurozóně index Markit PMI Composite nepřetržitě roste od začátku roku 2021 (vliv růstu služeb spojených s otevíráním ekonomiky) v USA byl index Markit PMI Composite na vrcholu v 05/21. Hodnoty růstu průmyslové produkce zatím neodpovídají vysoké úrovni předstihových indikátorů PMI. Jednotlivé složky indexu PMI ukazují na prodloužené dodací lhůty spojené s nedostatkem komponentů a silné inflační tlaky

Markit PMI – 07/2021

	Markit PMI Composite	Markit PMI Manufacturing	Markit PMI Services
USA	59,9	63,4	59,9
Eurozóna	60,2	62,8	59,8
ČR		62,0	

(index PMI nad 50 indikuje růst ≠ dosažení úrovně produkce před vypuknutím pandemie)

Česká republika

- Nová ekonomická prognóza ČNB vývoje české ekonomiky (Zpráva o měnové politice III. 2021), zveřejněna po zasedání bankovní rady ČNB v srpnu 2021.
- Nejvýraznější změny oproti prognóze z května 2021 – výrazné navýšení růstu HDP v roce 2021 (růst predikce o 2,3 % vlivem rychlejšího uvolnění proti-pandemických opatření), zvýšení predikce hodnoty inflace v roce 2021 (+0,3 %) a 2022 (+0,4 %), zvýšení hodnoty růstu průměrné nominální mzdy o více než 0,5 % v roce 2021 a 2022. V predikcích směnného kurzu EUR/CZK došlo k výraznému posílení o 0,6 CZK k EUR (≈ 2%) v roce 2022 a rychlejšímu růstu předpokládané repo sazby ČNB o 0,25% v následujících letech oproti původní prognóze.
- Rizikem prognózy je rychlejší než očekávané posilování české koruny vlivem přílivu zahraničního kapitálu. V opačném směru je to narušení fungování globálních výrobních a dodavatelských řetězců a jeho promítání do cen.

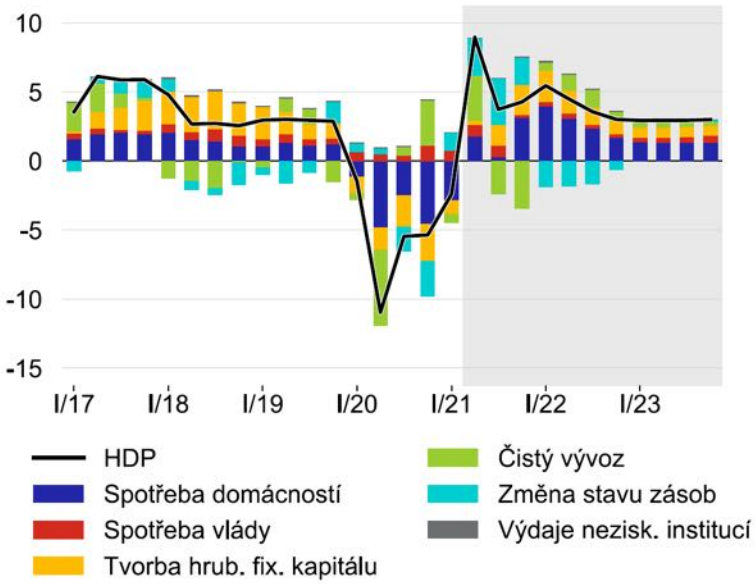
Základní predikce vývoje ČNB

	2021	2022
Celková inflace (%)	3,0	2,8
HDP	3,5	4,1
Průměrná nominální mzda	5,4	4,2
Měnový kurz (CZK/EUR)	25,6	24,5
Úroková sazba 3M PRIBOR (v %)	0,9	1,9

HDP

- Základní scénář ČNB očekává rychlejší růst HDP v roce 2021 ve výši **3,5 %** (květnová predikce **1,2 %**) vlivem příznivého vývoje pandemie a vyšší hodnotou investic. Rychlý růst ekonomiky by měl pokračovat i v roce 2022, kdy ČNB očekává růst ve výši **4,1 %**.
- Uvolnění proti-pandemických opatření má a bude mít pozitivní vliv na spotřebu domácností, která se tak stane hlavním tahounem zotavování domácí ekonomické aktivity (podporované rozpouštěním dodatečných úspor domácností). Fiskální politika vlády i v letošním roce podporuje domácí ekonomickou aktivitu, v příštím roce bude fiskální impulz mírně negativní. Růst podnikatelského sentimentu je doprovázen růstem investiční aktivity navzdory poruchám ve výrobních a dodavatelských řetězcích. Prognóza je založena na předpokladu, že podstatná část problémů v dodavatelských řetězcích odezní v průběhu čtvrtého čtvrtletí letošního roku. Záporná mezera potenciálního výstupu ekonomiky se uzavře na začátku roku 2022.

HDP (meziroční změny v %, příspěvky v p.b., stálé ceny, sezonně očištěno)



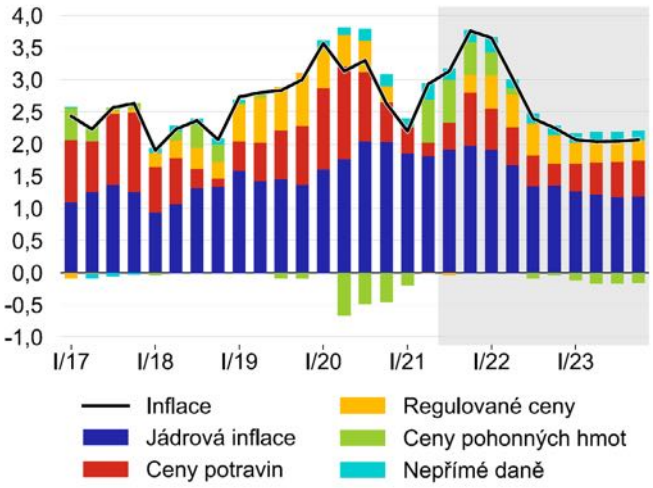
Zdroj: ČNB

Česká republika

Inflace

- Inflace v červenci 2021 vzrostla na úroveň **3,4 %** (zveřejněno po vydání stávající prognózy ČNB) a dostala se nad horní úroveň inflačního tolerančního pásma ČNB (3 %).
- Inflace se bude podle prognózy ČNB až do druhého čtvrtletí roku 2022 nacházet výrazně nad úrovní horního tolerančního pásma ČNB. ČNB zvýšila předpověď jádrové inflace, vlivem růstu zahraničních i domácích produkčních cen (ceny průmyslových v výrobců za červen 2021 v Eurozóně +10,2 % y/y, v ČR za červenec 2021 +7,8 % y/y) a silné domácí poptávky spojené s růstem mezd. Zároveň se předpokládá ke konci roku 2021 nárůst regulovaných cen, především cen energií (růst cen na energetických burzách a cen emisních povolenek) a cen cigaret a tabáku vlivem zvýšení spotřebních daní. Inflace by měla být na druhé straně mírně tlumena posilováním směnného kurzu EUR/CZK a zvyšováním úrokových sazeb ČNB.
- Základní predikce ČNB předpokládá inflaci v roce 2021 na úrovni **3,0 %**, respektive **2,8 %** v roce 2022.

Struktura inflace a její prognóza



Zdroj: ČNB

Trh práce

- Se znovuotevřením ekonomiky se situace na trhu práce stabilizovala a ČNB očekává návrat opětovného přehřívání trhu práce, celková míra nezaměstnanosti bude klesat. I přes ukončení podstatné části vládního programu Antivirus na udržení zaměstnanosti ke konci května 2021, existuje v ekonomice stále vysoký počet volných pracovních míst, který indikuje dostatečně robustní poptávku po pracovní síle.
- Mzdový vývoj bude rozkolísaný, ovlivněný velkým množstvím jednorázových faktorů. Odhad růstu průměrné nominální mzdy byl navýšen na **5,4 %** pro rok 2021 a **4,2 %** v roce 2022. Mzdová dynamika bude dále podpořena předpokládaným navýšením minimální mzdy v roce 2022.

Prognóza trhu práce

Zdroj: ČNB

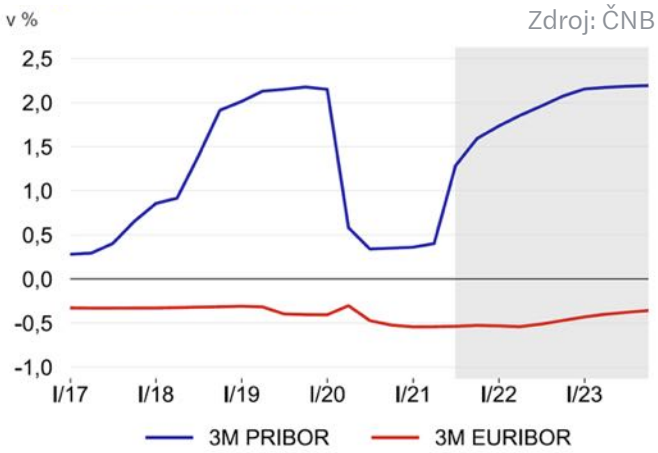
Česká republika

Úrokové sazby

- Česká ekonomika čelí zvýšeným cenovým tlakům ze zahraniční i domácí ekonomiky, plnění inflačního cíle na horizontu měnové politiky tak dle prognózy vyžaduje rychlé zpřísnění měnové politiky a postupný návrat tržních úrokových sazeb na jejich před-pandemickou úroveň.
- Repo sazba ČNB (**0,75 %** p.a.) se podle prognózy bude rychle zvyšovat až do konce roku 2021 (průměr repo sazby ČNB za 4Q 2021 na úrovni **1,43 %** p.a.), v roce 2022 prognóza předpokládá další, ale již pozvolnější navyšování repo sazby ČNB na úroveň okolo 2,00 % (průměrná repo sazba ve 4Q 2022 odhadována na **1,91 %** p.a.).
- Finanční trh očekává mírně pomalejší normalizaci úrokových sazeb než prognóza analytického teamu ČNB (přibližně dvě zvýšení repo sazby ČNB o 0,25 % do konce roku, predikce ČNB implikuje tři zvýšení repo sazby).
- Bankovní rada vyhodnotila nejistoty a rizika nové prognózy jako mírně protiinflační. Rizikem v proinflačním směru je větší a další trvání poruch v dodavatelských řetězcích, ve směru nižší inflace je rizikem silnější posílení koruny vlivem většího přílivu kapitálu.

Prognóza úrokových sazeb

Zdroj: ČNB

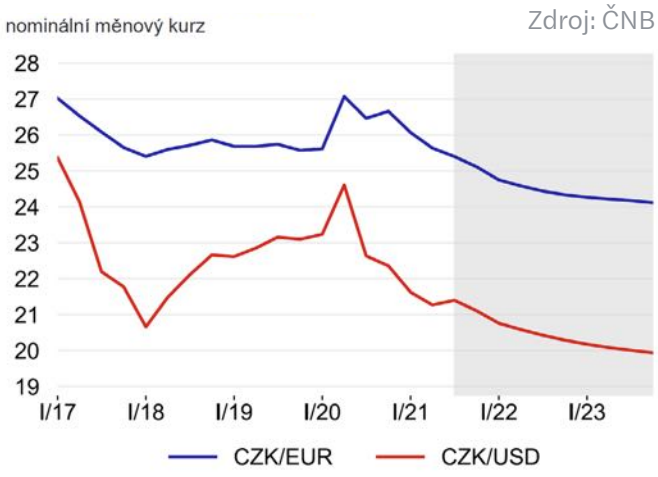


Směnné kurzy

- Předpověď směnného kurzu EUR/CZK pro 3Q 2021 je v základní prognóze na úrovni **25,40** – blízko tržním hodnotám při publikaci prognózy.
- Koruna by měla na horizontu celé prognózy setrvale posilovat. Směnný kurz EUR/CZK by se ve 4Q 2021 měl nacházet na úrovni **25,10** a ve 4Q 2022 na úrovni **24,30.**

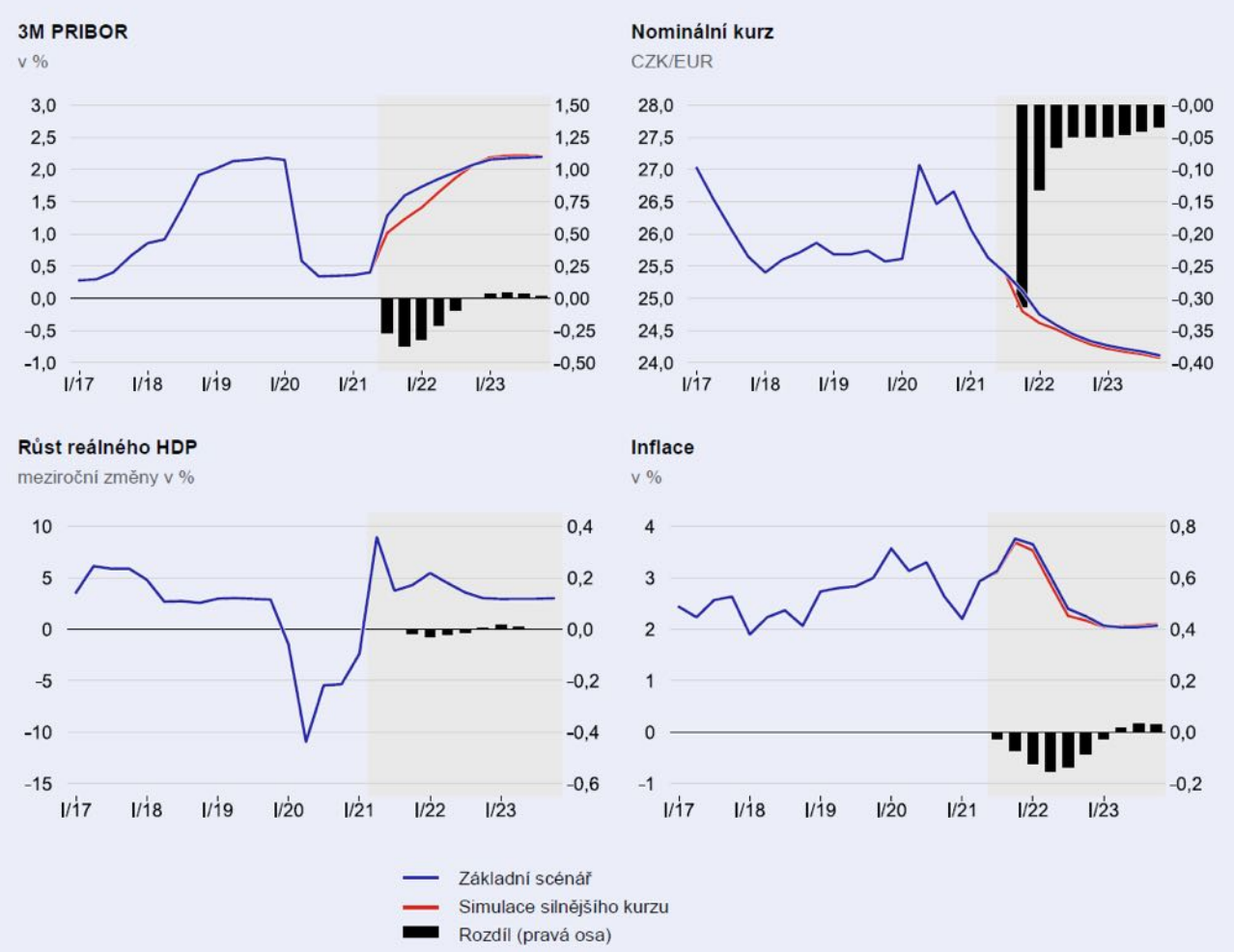
Prognóza měnového kurzu

Zdroj: ČNB



Scénář silnějšího růstu koruny

- Předpokládá, že oproti základnímu scénáři ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku dojde k výraznějšímu posílení kurzu koruny vlivem masivnějšího přílivu kapitálu.
- Dopady do ekonomické aktivity by v tomto případě nebyly výrazné, nižší vývoz by byl kompenzován investicemi a vyšší spotřebou domácností. V tomto scénáři by se inflace pohybovala do konce příštího roku na nižších úrovních a nárůst úrokových sazeb by v tomto scénáři byl pozvolnější.



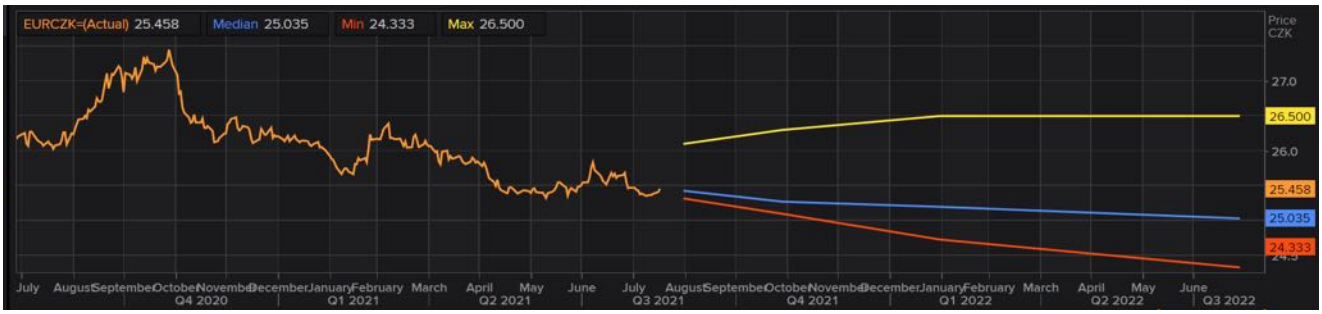
Zdroj: ČNB

Finanční trhy

Směnný kurz EUR/CZK

- Predikce finančních analytiků v anketě Reuters FX Poll ze 05/08/2021 předpokládají v souladu se základním scénářem ČNB setrvalé posilování směnného kurzu EUR/CZK v průběhu následujícího roku – medián odhadu EUR/CZK 25,035 na konci července 2022 je však vyšší než základní scénář ČNB (průměrný kurz ve 2Q 2022 v základním scénáři ČNB je 24,60).

Reuters FX Poll 05/08/2021



Data: Refinitiv

Česká koruna se na začátku srpna 2021 nacházela na úrovních okolo 25,40 – blízko maximální úrovně dosažené v letošním roce (25,26) vlivem:

- růstu úrokového diferenciálu mezi CZK a EUR způsobenému rychlým zvyšováním úrokových sazeb ČNB, které se projevilo v cenách na finančních trzích (růst EUR/CZK swapových bodů)
- příznivého sentimentu na finančních trzích spojených s růstem rizikových aktiv
- uvolněné monetární politiky hlavních centrálních bank, které na svých červencových zasedáních i přes vysoké hodnoty inflace nedaly jasný signál o brzkém zpřísnění monetárních politik (omezení nákupu finančních aktiv)

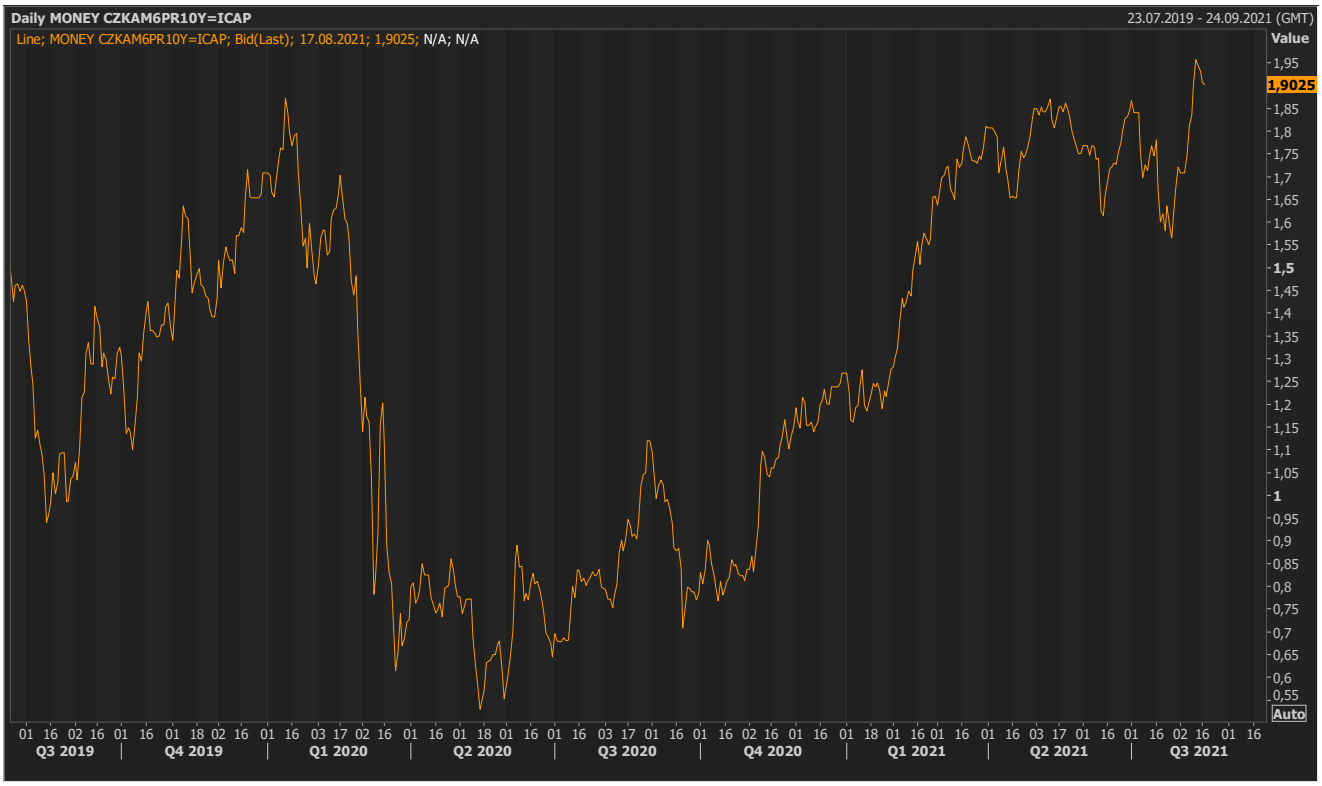
V souladu s prognózou ČNB i finančních analytiků lze v dlouhodobém horizontu očekávat posilování CZK. Směnný kurz EUR/CZK se nachází blízko maxim po ukončení kurzového závazku ČNB (24,80) a zároveň se CZK nachází blízko historických maxim oproti ostatním regionálním měnám (PLN, HUF). Poklesy cen rizikových aktiv na finančních trzích by mohly obdobně jako v červenci letošního roku vést k vybírání zisků a korekcím v hodnotě kurzu EUR/CZK.

Finanční trhy

Úrokové sazby

- Krátkodobé úrokové sazby v zahraničí jsou blízko historických minim a významné centrální banky (FED, ECB) ve svých výhledech navzdory současné inflaci nad svými inflačními cíli nepředpokládají v letošním ani příštím roce zvyšování základních úrokových sazeb.
- Hodnoty obchodované inflace ve finančních instrumentech se splatností 10 let jsou na vzestupu stejně jako inflační očekávání, ale tyto skutečnosti zatím nevedly ke zpřísnění monetárních politik významných centrálních bank.
- Udržování krátkodobých úrokových sazeb na minimální úrovni a pokračující nákupy finančních aktiv (především dluhopisů) ze strany centrálních bank limitují možnosti růstu dlouhodobých úrokových sazeb, které během posledních tři měsíců mírně korigovaly předchozí rychlý růst.
- ČNB bude dále zvyšovat základní úrokové sazby, otázkou zůstává pouze rychlost zvyšování (v závislosti na aktuálním vývoji ekonomických ukazatelů). Změny v náhledu na rychlost zvyšování úrokových sazeb se budou promítat ve tvaru výnosové křivky, ve které je zvyšování krátkodobých úrokových sazeb zahrnuto.
- Na tiskové konferenci ČNB naznačila, že ve své monetární politice je částečně omezena hodnotou úrokového diferenciálu mezi CZK a EUR. Zvyšování krátkodobých sazeb ČNB, bez zpřísnění monetární politiky hlavních centrálních bank (především ECB), má tedy své limity, které se nacházejí okolo úrovně repo sazby ČNB 2 %.

Hodnota CZK úrokového swapu se splatností deset let



Data: Refinitiv

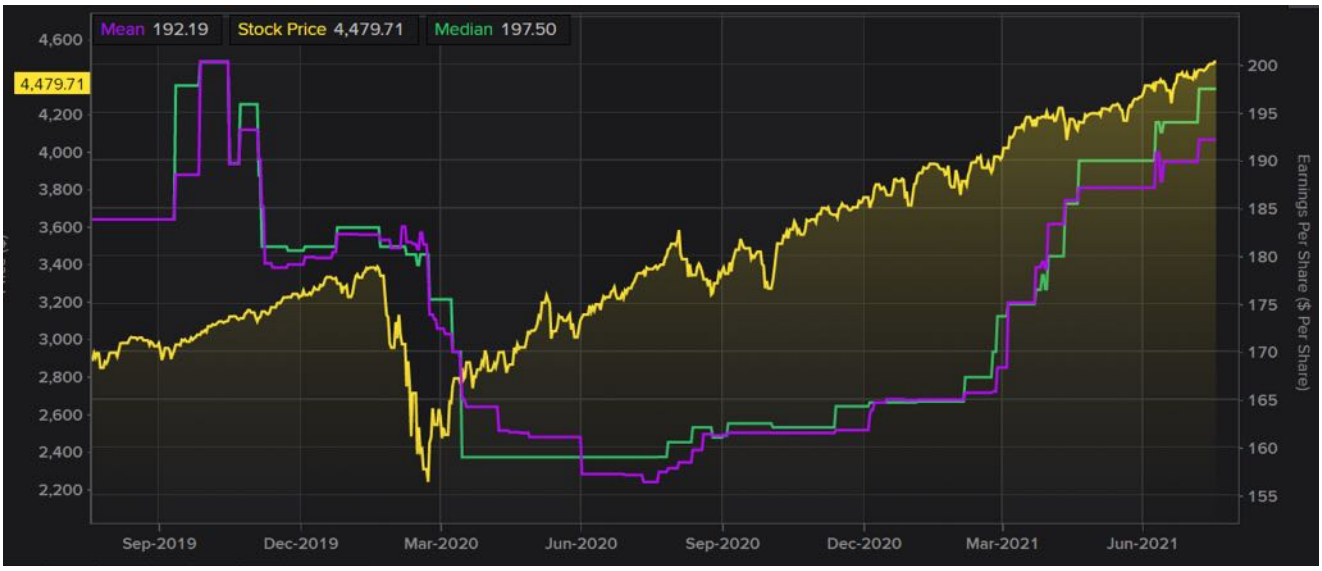
Data a graf: Refinitiv

Finanční trhy

Akciové trhy

- Akciové trhy pokračují v růstu a dosahují nových historických maxim, podporovány fiskálními stimuly a kvantitativním uvolňováním centrálních bank.
- Vysoké hodnoty inflace (roční inflace v USA na úrovni 5,4 % v 07/2021) a nízké výnosy dluhopisových instrumentů zvyšují poptávku ze strany investorů po akciích, především po pasivních fondech (většinou nákup akciového indexu). Celkově jsou objemy investic v roce 2021 do globálních akcií rekordní (na porovnatelné bázi).
- Odhady EPS na rok 2021 (S&P 500) již překonávají úrovně očekávané před začátkem pandemie na konci roku 2019, výsledky ve 2Q 2021 – naprostá většina společností (více než 85 %) vykázala pozitivní EPS nad odhady.

Průměrný odhad EPS (výnos na akcii) S&P 500 2021



Data a graf: Refinitiv

Finanční trhy

Kreditní marže

- Příznivé podmínky pro refinancování a zlepšené hospodářské výsledky mají za následek zlepšení kreditních ratingů (poměr zvýšení/snížení ratingu) od ratingových agentur a klesající počet kreditních selhání.
- Evropské kreditní marže jsou podporovány jak ze strany vlád (dobíhající podpůrné programy), tak ze strany ECB (nákupy korporátních dluhopisů, programy TLTRO).
- Kreditní marže obchodované na finančních trzích se vrátily na úrovně blízkých hodnotám před vypuknutí pandemie v roce 2020.

Kreditní marže portfolia 125 evropských společností s investičním ratingem

Data a graf: Refinitiv

Kontakty

Mazars s.r.o.
Pobřežní 3
International Business Center
186 00 Praha 8
Tel. +420 224 835 730

Více informací na:
www.mazars.cz
www.mazars.com

mazars