

Ekonomika a finanční trhy

12/2021

mazars

Ekonomika

Rozvolnění proti-pandemických opatření vedlo k zásadnímu zvýšení ekonomické aktivity v Severní Americe a v Evropě (vysoké růsty HDP v 2Q 2021, vysoké hodnoty ukazatelů PMI). S nástupem podzimu začíná vysoká míra optimismu postupně klesat. Dochází k opětovnému nárůstu šíření Covid-19, a i když se pozitivně projevuje vliv vakcinace (při obdobných číslech nově nakažených je zátěž zdravotního systému a úmrtí nižší) a omezení ekonomické aktivity je nižší než v minulém roce, tak se rozhodně nejedná o „tečku“ za Covid-19. V případě nepříznivého vývoje nelze vyloučit i opětovná zavádění lockdownu (Rakousko), každopádně i omezená proti-pandemická opatření budou mít vliv na ekonomickou aktivitu.

Ekonomické dopady pandemie byly a stále jsou tlumeny bezprecedentní fiskální (deficity veřejných financí) a monetární expanzí (nárůst bilancí centrálních bank). Rozsah (objem, rychlost) těchto expanzí je větší než v případě finanční krize v roce 2008. Zatímco HDP se v hlavních ekonomických zemích nachází nedaleko úrovní čtvrtého čtvrtletí roku 2019 (paradoxně s výjimkou Číny) před vypuknutím pandemie, tak ceny finančních aktiv jsou v mnoha případech vysoce nad úrovněmi před vypuknutím pandemie. Inflace cen aktiv na finančních trzích je tentokrát doprovázena i inflací spotřebitelských cen, která se nachází velmi výrazně nad úrovní inflačního cíle centrálních bank (FED, ECB, ČNB). FED i ECB v posledních dvou letech rozvolnily svoje inflační cíle, jejich monetární politika je tak schopná

a ochotná tolerovat výrazně větší a delší inflaci nad 2 %, než tomu bylo v minulosti. Fiskální expanze také nevykazuje známky zásadního zpomalení, evidencí tohoto tvrzení je schválení dalšího státního investičního programu v USA „The Infrastructure Investment and Jobs Act (IIJA)“ k již existujícím programům jako „Covid-19 Relief Plan“ v USA nebo Next Generation European Union financování v EU. Kombinace vysoké inflace a nízkých úrokových sazeb má příznivý efekt v tom, že pozitivně působí na poměr dluhu veřejných financí k HDP, tj. úroveň zadlužení ekonomiky. Zároveň však výrazně negativně reálné úrokové sazby zvyšují ceny rizikových finančních aktiv, včetně ceny nemovitostí a komodit.

Finanční trhy předpokládají, že ekonomická expanze bude pokračovat. HDP by mělo být taženo především spotřebitelskou poptávkou, která bude podporována i využitím dodatečných úspor domácností, vytvořených v průběhu proti-pandemických restrikcí. Rizikem pro současný vývoj zůstává potřeba výraznější normalizace monetární politiky v prostředí vysoké inflace, která by měla na cenu rizikových aktiv negativní dopad a zároveň tím ohrožovala další z cílů FEDu a ECB – finanční stabilitu (stejně jako regulační opatření měla negativní vliv na čínský realitní trh a schopnost čínských developerů splácet své závazky). Prvním postupným krokem k normalizaci monetární politiky je v listopadu zahájené omezování nákupu finančních aktiv ze strany FEDu o plánech ECB se bude rozhodovat na prosincovém zasedání ECB.



Základní makroekonomická data / svět

HDP

USA – HDP za 3Q 2021 se nacházelo na úrovni **+0,5 % q/q** (2,0 % q/q anualizovaně)

Eurozóna – HDP Eurozóny za 3Q 2021 se nacházelo na úrovni **+2,2 % q/q** (+3,7 % y/y)

| | 2021 | 2022 |
|---------------------------------------|-------|-------|
| HDP – predikce FED¹ | 5,9 % | 3,8 % |
| HDP – predikce ECB² | 5,0 % | 4,6 % |

¹ Predikce ze září 2021, další aktualizace v prosinci 2021, predikce na bázi y/y

² Predikce ze září 2021, další aktualizace v prosinci 2021, predikce na bázi y/y

Inflace

USA – spotřebitelská inflace CPI se v říjnu 2021 nacházela na úrovni **6,2 % y/y**

Eurozóna – spotřebitelská inflace se v říjnu 2021 nacházela na úrovni **4,1 % y/y**

| | 2021 | 2022 |
|-----------------------------------|-------|-------|
| PCE y/y – predikce FED | 4,2 % | 2,2 % |
| Inflace y/y – predikce ECB | 2,2 % | 1,7 % |

Nová predikce FED a ECB pravděpodobně zvýší odhady inflace.

PMI – Purchase Manager Index

Předstihové PMI indikátory sestoupily ze svých maximálních hodnot dosažených v jarních a letních měsících, ale pořád se nacházejí na velmi vysokých úrovních (výrazně nad úroveň 50). Boom průmyslu a služeb po uvolnění proti-pandemických opatření na jaře 2021 postupně vyprchává, ale tempo expanze naznačené předstihovými ukazateli je pořád v historickém kontextu velmi solidní. Hodnoty růstu průmyslové produkce zatím neodpovídají vysoké úrovni předstihových indikátorů PMI. Jedna ze složek indexu PMI ukazuje na přetrvávající prodloužené dodací lhůty spojené s nedostatkem komponentů, kde zatím nedochází k podstatnému zlepšení. Další ze složek PMI ukazují na nepolevující silné inflační tlaky v nákupních i prodejních cenách. Není proto překvapením, že ceny průmyslových producentů (PPI) rostou v současnosti v Eurozóně i v České republice o více než 10 % ročně.

Markit PMI – 10/2021

| | Markit PMI Composite | Markit PMI Manufacturing | Markit PMI Services |
|-----------------|----------------------|--------------------------|---------------------|
| USA | 57,6 | 58,4 | 58,7 |
| Eurozóna | 54,2 | 58,3 | 54,6 |
| ČR | | 55,1 | |

(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 IV. 2021), zveřejněna po zasedání bankovní rady ČNB v listopadu 2021.
- Nejvýraznější změny oproti prognóze ze srpna 2021 – výrazné zvýšení predikce celkové hodnoty inflace v roce 2021 (+0,6 %) a 2022 (+2,7 %) a s ním spojené zvýšení predikce úrokové sazby 3M PRIBOR v roce 2021 (+0,3 %) a 2022 (+1,4 %), průměrné nominální mzdy v roce 2021 (+0,2 %) a 2022 (+1,5 %). Naopak poklesla predikce růstu HDP v roce 2021 (-1,7 %) a v roce 2022 (-0,6 %). V predikcích směnného kurzu EUR/CZK došlo k mírnému posílení o 0,3 CZK k EUR ($\approx 1\%$) v roce 2022.
- Bankovní rada vyhodnotila nejistoty a rizika nové prognózy jako výrazné, ale v souhrnu nezpochybnující její vyznění.

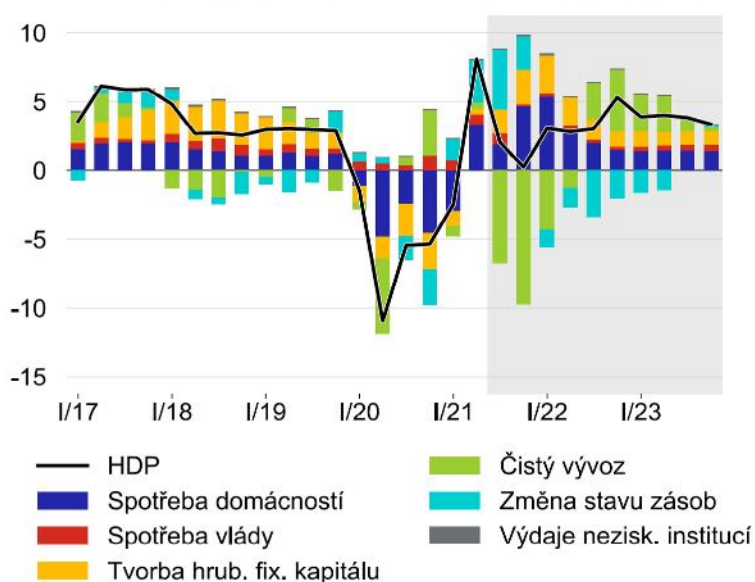
Základní predikce vývoje ČNB

| | 2021 | 2022 |
|--------------------------------------|------|------|
| Celková inflace (%) | 3,7 | 5,6 |
| HDP | 1,9 | 3,5 |
| Průměrná nominální mzda | 5,6 | 5,7 |
| Měnový kurz (CZK/EUR) | 25,6 | 24,2 |
| Úroková sazba 3M PRIBOR (v %) | 1,2 | 3,3 |

HDP

- Základní scénář ČNB očekává výrazně pomalejší růst HDP v roce 2021 ve výši 1,9 % (srpnová predikce 3,6 %) vlivem přetrvávajících problémů s komponenty (nejenom) v důležitém automobilovém průmyslu. Růst ekonomiky by měl zrychlit v roce 2022, kdy ČNB očekává zvýšení HDP ve výši 3,5 %. Ekonomická aktivita se tak vrátí na předpandemickou úroveň až na konci roku 2022.
- Hospodářskému růstu bude nadále podstatně napomáhat zvyšující se spotřeba domácností, těžící mimo jiné z utrácení vynucených úspor v průběhu pandemie a z poměrně rychlého růstu nominálních mezd. Investiční aktivita bude nadále solidní vlivem oživující zahraniční poptávky i sílícího napětí na trhu práce (investice do automatizace). Až do poloviny roku 2022 bude naopak výkon domácí ekonomiky brzdit záporný příspěvek čistého vývozu v důsledku přetížení globálních výrobních a dodavatelských řetězců. Prognóza je založena na předpokladu, že podstatná část problémů v dodavatelských řetězcích odezní do poloviny příštího roku.
- Fiskální politika vlády i v letošním roce podporuje domácí ekonomickou aktivitu, v příštím roce by měl být fiskální impulz mírně negativní.

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



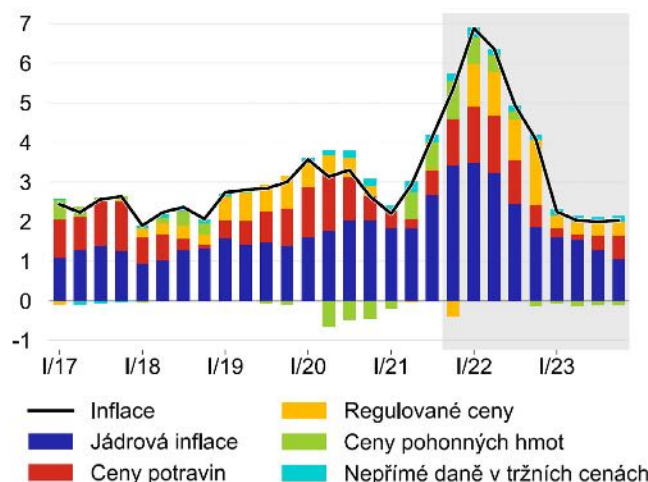
Zdroj: ČNB

Česká republika

Inflace

- Meziroční inflace v říjnu 2021 vzrostla na úroveň **5,8 %** (zveřejněno po vydání stávající prognózy ČNB) a výrazně překročila horní úroveň inflačního tolerančního pásma ČNB (3 %).
- Inflace podle prognózy ČNB se na přelomu roku přiblíží hodnotě 7 % a na vysokých úrovních se bude nacházet i v průběhu téměř celého příštího roku. Do inflace se promítají jak zahraniční faktory, růst produkčních cen v Eurozóně (ceny průmyslových výrobců v září 2021 v Eurozóně +16 % y/y), růst cen energetických surovin (ropa, zemní plyn, elektřina) a agrárních komodit na zahraničních trzích, tak i domácí faktory jako je zrychlující mzdový růst nebo imputované nájemné související s růstem stavebních prací a cen nemovitostí. K výraznému zvýšení jádrové inflace dojde především na přelomu roku, kdy se projeví zdražení energie i v ostatních cenových okruzích. Inflace by měla být na druhé straně mírně tlumena posilováním směnného kurzu EUR/CZK a vyššími úrokovými sazbami ČNB.
- Základní predikce ČNB předpokládá průměr meziroční inflace ve druhém čtvrtletí 2022 na úrovni **6,4 %**, respektive **4,1 %** v posledním čtvrtletí 2022.

Struktura inflace a její prognóza

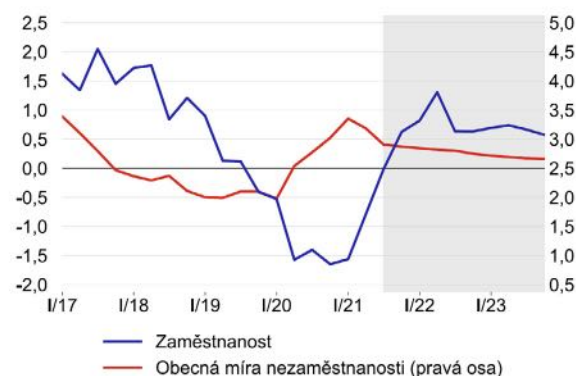


Trh práce

- Trh práce po předchozím částečném zchlazení bude opět působit výrazně proinflačně. S pokračujícím oživením poptávky po práci dynamika fundamentálních tržních mezd v soukromém sektoru na počátku roku 2022 zrychlí, bude podpořena dalším nárůstem minimální mzdy a částečným průsakem eskalující inflace do ceny práce. V netržních odvětvích porostou v následujících letech platy ve srovnání s předpandemickou dobou mírnějším tempem. Další snižování obecné míry nezaměstnanosti bude méně výrazné než v předcházejícím období (ČR má jednu z nejmenších měř nezaměstnanosti v EU).
- Mzdová statistika bude ovlivněna velkým množstvím jednorázových faktorů. Odhad růstu průměrné nominální mzdy byl navýšen na **5,6 %** pro rok 2021 a **5,7 %** v roce 2022.

Prognóza trhu práce

zaměstnanost, meziroční změny v %, obecná míra nezaměstnanosti v %, sezonně očištěno

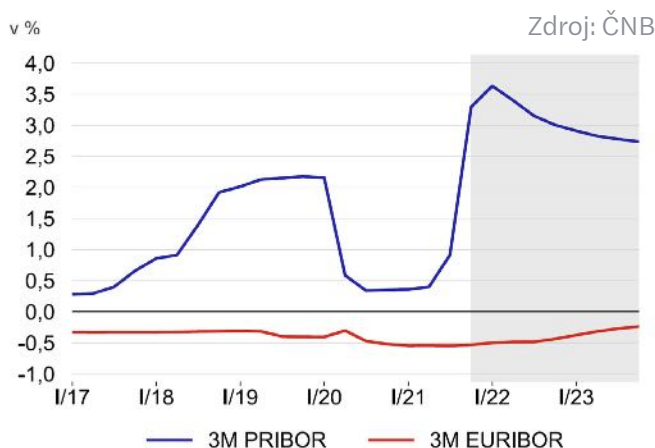


Česká republika

Úrokové sazby

- Bankovní rada ČNB na listopadovém měnově-politickém zasedání zvýšila dvoutýdenní repo sazbu o 1,25 % na **2,75 %**.
- S prognózou je konzistentní další nárůst tržních úrokových sazeb v závěru letošního a začátkem příštího roku (průměr repo sazby ČNB za 1Q 2022 na úrovni **3,23 %**), v průběhu roku 2022 by se úrokové sazby měli začít pozvolna snižovat k 3 % měnově-politicky neutrální úrovni (průměr repo sazby ČNB za 4Q 2022 na úrovni **2,7 %**).
- Finanční trh v současnosti očekává vyšší úroveň úrokových sazeb než prognóza ČNB v roce 2022 ČNB (finanční trh obchoduje 3M PRIBOR v srpnu 2022 na úrovních blízkých **4,0 %** zatímco průměr sazby 3M PRIBOR očekávaný ve 3Q 2022 je v prognóze na úrovni **3,20 %**).
- Rizikem prognózy v proinflačním směru je zejména délka poruch globálních výrobních a dodavatelských řetězců, slabší kurz koruny nebo možné výraznější než předpokládané zdražení energií a imputovaného nájemného. Naopak mírným protiinflačním rizikem je případná výraznější konsolidace veřejných rozpočtů novou vládou.

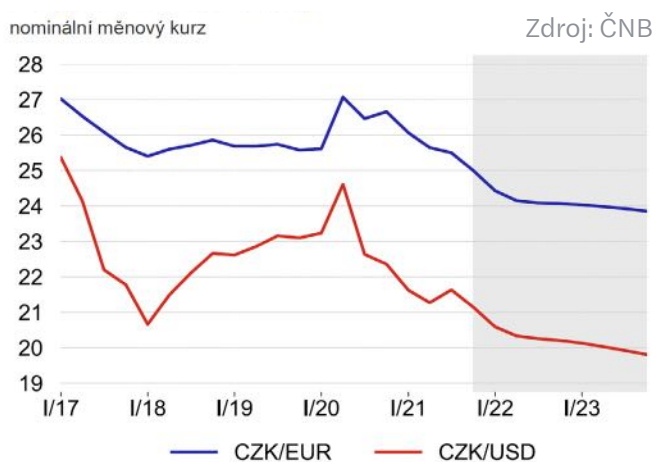
Prognóza úrokových sazeb



Směnné kurzy

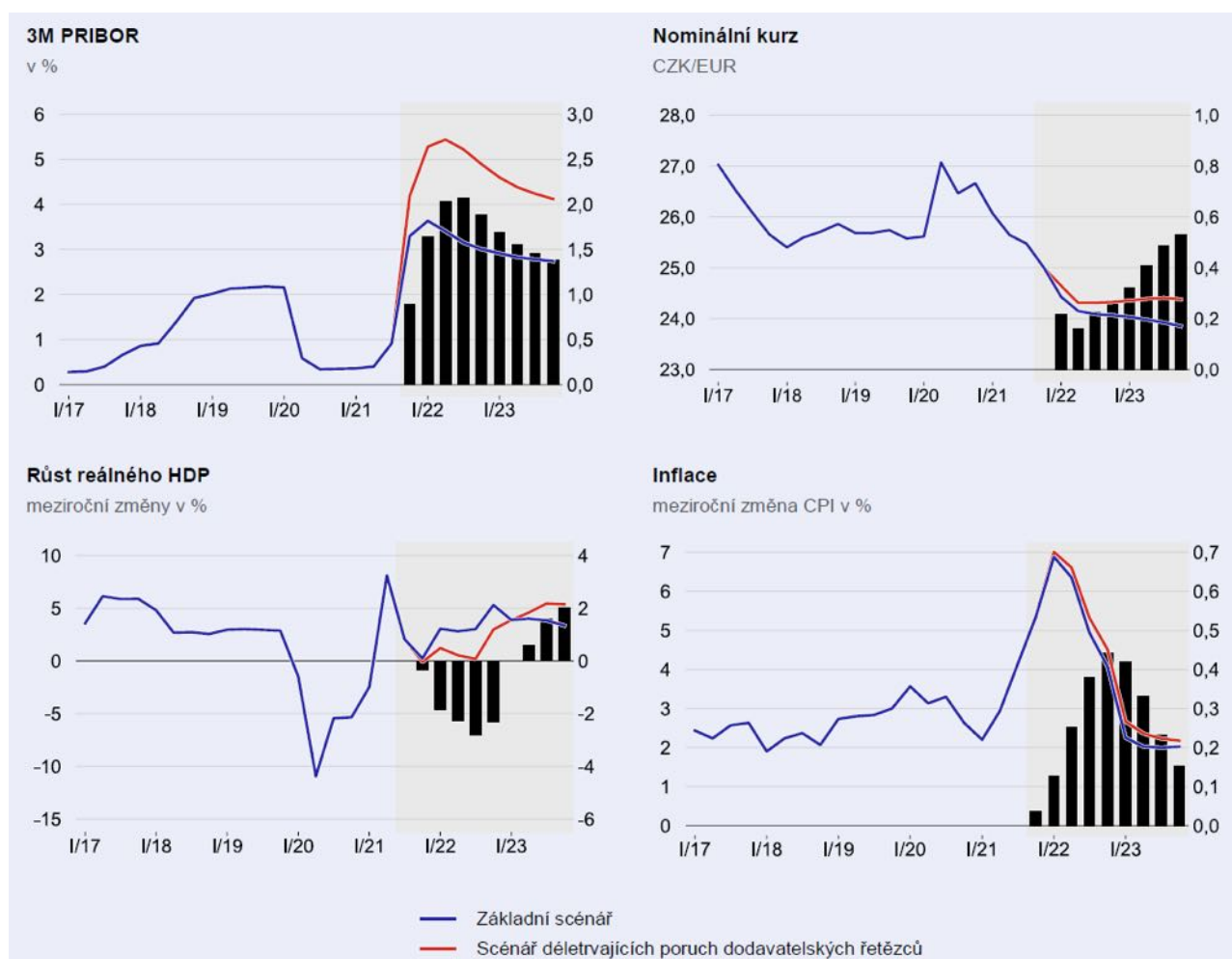
- Předpověď směnného kurzu EUR/CZK pro 4Q 2021 je v základní prognóze na úrovni **25,00** – přibližně 50 haléřů pod tržními hodnotami při publikaci prognózy.
- Koruna by měla na přelomu roku výrazně posilovat vlivem rozšiřujícího se úrokového diferenciálu mezi EUR a CZK, od druhého čtvrtletí 2022 by tempo posilování směnného kurzu EUR/CZK mělo výrazně zpomalit. Směnný kurz EUR/CZK by se ve 4Q 2022 podle prognózy měl nacházet na úrovni blízkých **24,10**, výrazně pod úrovněmi **forwardových kurzů** obchodovaných na finančních trzích na stejné období.

Prognóza měnového kurzu



Scénář déletrvajících poruch globálních výrobních a dodavatelských řetězců

- Scénář předpokládá výrazný nárůst výrobních i spotřebitelských cen v eurozóně oproti základnímu scénáři, včetně ceny ropy. Na negativní nabídkový šok by reagovala ECB přísnější měnovou politikou, což v kombinaci s výpadky produkce by vedlo k nižší zahraniční ekonomické aktivitě.
- Nižší zahraniční poptávka po českém vývozu a utlumenější domácí průmyslová produkce by byly negativní pro české HDP a působily by ve směru slabšího kurzu koruny ve srovnání se základním scénářem. Vyšší inflační tlaky ze zahraničí a slabší kurz koruny vůči euru by společně vedly k potřebě výraznějšího nárůstu domácích tržních úrokových sazeb.



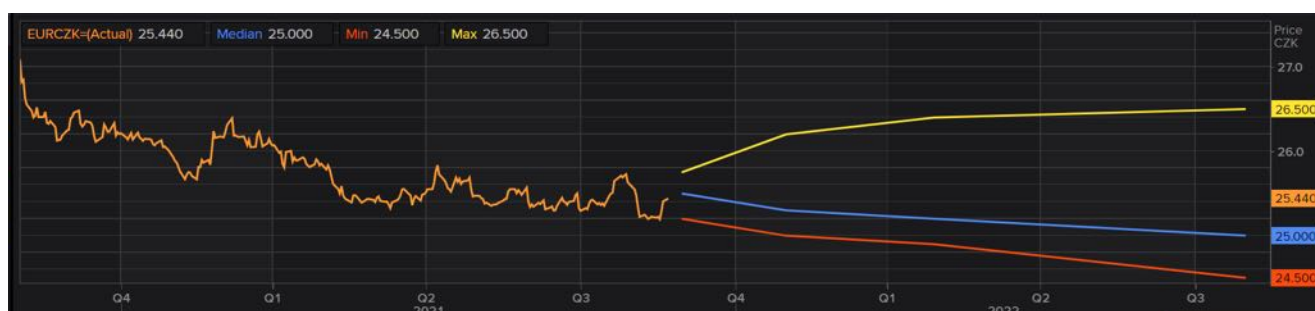
Zdroj: ČNB

Finanční trhy

Směnný kurz EUR/CZK

- Predikce finančních analytiků v anketě Reuters FX Poll z 03/11/2021 předpokládají v souladu se základním scénářem ČNB setrvalé posilování směnného kurzu EUR/CZK v průběhu následujícího roku – medián odhadu EUR/CZK 25,00 na konci října 2022 je však výrazně vyšší než základní scénář ČNB (průměrný kurz v 3Q 2022 i 4Q 2022 v základním scénáři ČNB je 24,10).

Reuters FX Poll 03/11/2021



Data: Refinitiv

Česká koruna se na začátku listopadu 2021 nacházela na úrovních okolo 25,50. Za poslední půl rok koruna několikrát posílila na úrovně 25,20 - 25,30, které se jí i přes dvojí výrazné zvýšení úrokových sazeb v září a v listopadu nepodařilo překonat. Tento vývoj CZK souvisí se zahájením normalizace monetární politiky ze strany americké centrální banky FED, která v září oznámila snižování nákupů finančních aktiv. Zpřísnění monetární politiky v USA obvykle neprospívá ostatním měnám, především však měnám rozvíjejících se zemí. Posilování amerického dolaru pro dolarové investory do aktiv denominovaných v české koruně snižuje jejich atraktivitu. Koruna se nachází blízko historických maxim oproti ostatním regionálním měnám (PLN, HUF), které oslabují vůči dolaru výrazněji než česká koruna. Druhým faktorem jsou problémy exportního (především automobilového) průmyslu, který se projevuje výrazným zhoršením vývoje obchodní bilance ČR od 2Q 2021. V souladu s prognózou ČNB i finančních analytiků bude mít CZK v dlouhodobém horizontu tendenci posilovat. V kratším horizontu však větší vliv, než úrokový diferenciál budou mít na hodnotu koruny finanční toky související s investicemi do rizikových aktiv na finančních trzích.



Finanční trhy

Úrokové sazby

- Základní sazba americké centrální banky FED je na historickém minimu v pásmu 0-0,25 %, medián predikcí členů FOMC ze září však naznačuje zvýšenou pravděpodobnost zvýšení úrokových sazeb FEDu v roce 2022. Naopak ECB zatím zvyšování úrokových sazeb (depozitní sazba ECB -0,50 %) v příštím roce nepředpokládá. Finanční trhy očekávají rychlejší růst úrokových sazeb, než je indikováno ze strany centrálních bank.
- Inlace se v současnosti pohybuje vysoce nad inflačními cíli jak FEDu tak i ECB, hodnoty obchodované inflace ve finančních instrumentech se splatností 10 let ukazují na předpoklad dlouhodobého plnění inflačního cíle (EUR 10Y HICP \approx 2,00 %, USD 10Y \approx 2,60 %).
- Udržování krátkodobých úrokových sazeb na minimální úrovni a pokračující nákupy finančních aktiv (především dluhopisů) ze strany centrálních bank limitují možnosti růstu výnosů dlouhodobých státních dluhopisů, které se nacházejí výrazně pod očekávanou inflací.
- ČNB bude dále zvyšovat základní úrokové sazby, otázkou zůstává pouze cílová hodnota a rychlost zvyšování. Změny v náhledu na rychlost zvyšování úrokových sazeb se budou promítat ve tvaru výnosové křivky, ve které je zvyšování krátkodobých úrokových sazeb zahrnuto.

Hodnota CZK úrokového swapu se splatností deset let



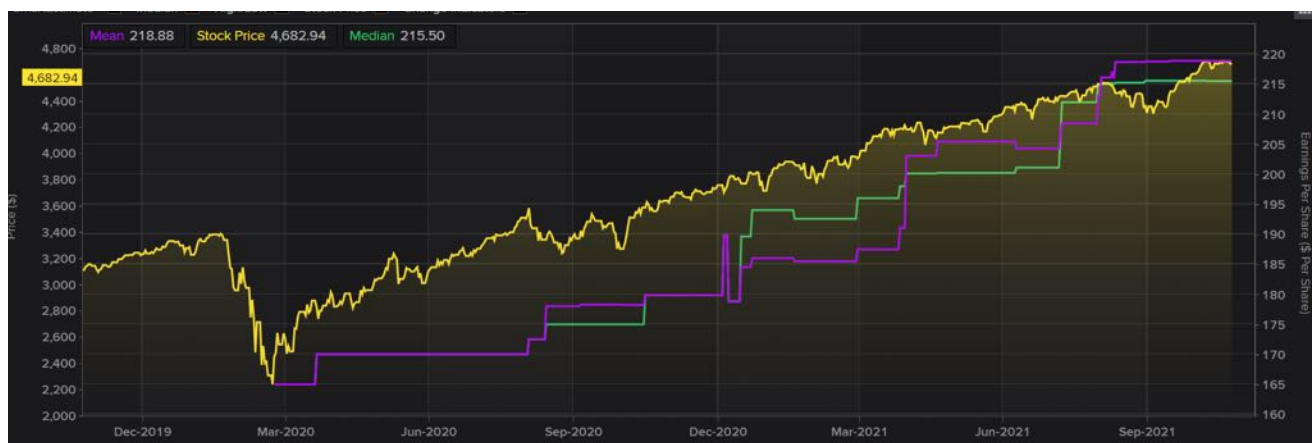
Data a graf: Refinitiv

Finanční trhy

Akciové trhy

- Akciové trhy v USA pokračují v růstu a dosahují nových historických maxim, na růstu se podílejí jak zlepšené hospodářské výsledky (vyšší hodnoty EPS), tak i agresivnější valuace (vyšší hodnoty P/E). Roční růsty hlavních indexů v severní Americe většinou dosahují úrovně 25 %, v Evropě většinou mezi 15-25 %.
- Hodnoty akcií jsou podporovány fiskálními stimuly, dodáváním likvidity prostřednictvím nákupů finančních aktiv ze strany centrálních bank a při rostoucí inflaci stále více negativními reálnými úrokovými sazbami.
- Objemy investic v roce 2021 do globálních akcií jsou rekordní (na porovnatelné bázi), v roce 2021 se zvýšily objemy investic „retailových investorů“, objemy nákupů vlastních akcií ze strany nefinančních institucí se předpokládají v letošním roce také rekordní. Množí se varování před změnou sentimentu na finančních trzích (např. FED).
- Odhady EPS na rok 2022 (S&P 500) předpokládají další růst EPS přibližně o 7 % ve srovnání s odhady EPS na rok 2021.

Průměr a medián odhadu EPS (výnos na akcii) S&P 500 2022



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.
- Evropské kreditní marže jsou podporovány ze strany ECB (nákupy korporátních dluhopisů, programy TLTRO) a tato situace by se neměla v roce 2022 výrazně změnit vzhledem k tomu, že naprostá většina nákupů ECB je prováděna pod APP programem, který bude zachován nebo rozšířen v roce 2022. V roce 2022 bude ukončen ECB program PEPP, který se na nákupu korporátních dluhopisů podílí ve výrazně menší míře než APP.
- Kreditní marže obchodované na finančních trzích negativně reagovaly na zpomalení čínského realitního trhu a s ním spojené problémy se splácením dluhopisů vydaných čínskými developery (Evergrande Group a další). I přes zvýšení kreditních marží v září a říjnu letošního roku zatím nedošlo k systémové náказe z čínského realitního sektoru a kreditní marže na finančních nejsou zásadně vzdáleny 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