



Ekonomika a finanční trhy

03/2022

mazars

Ekonomika

Inflace

Inflace v Americe i v Evropě se nachází na dlouho nevídaných úrovních a vysoce nad cíli centrálních bank. Ve všech zemích se na vysoké inflaci podílí ceny energetických surovin (ropa, zemní plyn) a na nich závislé ceny elektřiny. Druhým faktorem, který má významný podíl na vysokých úrovních inflace je přesun poptávky spotřebitelů směrem od služeb k výrobkům v průběhu pandemie. Dodavatelské řetězce nestíhají uspokojit zvýšenou poptávku (stimulovanou vládními podporami), což vede ke zvýšení cen produkce. Dalším faktorem, který výrazně přispívá k vysokým hodnotám je situace na trhu práce. Zvláště statistika v USA naznačuje, že část pracovní síly se stále z rozdílných důvodů nevrátila do pracovního procesu a proti-pandemická opatření účinně omezila možnosti pracovní migrace. Posledním faktorem, který přispěl k současným vysokým hodnotám inflace byla vysoce uvolněná fiskální a monetární politika. Úroveň stimulace vysoce překročil opatření přijatá v průběhu velké finanční krize v letech 2008-2010. Na další vývoj inflace budou mít vliv především rychlost návratu k normálu v oblasti dodavatelských řetězců a trhu práce a reakce fiskální a monetární politiky.

Ceny ropy Brent s dodáním 28/02/2022



Data a graf: Refinitiv

Cena elektřiny EEX DE Baseload 2023



Data a graf: Refinitiv

Fiskální a monetární politika

Zpřísnění fiskální nebo monetární politiky bude mít negativní dopad na hospodářský růst. Nepopulární rozhodování mezi inflací a hospodářským růstem u dvou hlavních centrálních bank je viditelné především na tezi „přechodné inflace“ („transitory inflation“). Zatímco FED tuto tezi již minulý rok oficiálně odmítl, ECB zatím tak jasný signál nedala. Důvodem jsou jednak rozdíly na trhu práce v USA a Eurozóně (zatím menší evidence strmého růstu mezd v Eurozóně), dále to však také může být komplikovanější struktura Eurozóny (rozdílné úrovně zadlužení v jednotlivých státech s omezenou možností fiskálních transferů). V ČR je trh práce přehřátý výrazně více, zadlužení ČR zatím nedosahuje stejných úrovní jako v USA nebo Eurozóně a úspory obyvatelstva nejsou v podstatné míře závislé na vývoji kapitálového trhu, ČNB tedy může naprosto standardně reagovat na přehřívání ekonomiky zvyšováním úrokových sazeb. Vysoká inflace a devalvace měny v Turecku je v současnosti klasickým příkladem ztráty důvěry v monetární politiku centrální banky a její důsledky pro ekonomiku a obyvatelstvo.

Hrubý domácí produkt

Rozvolnění proti-pandemických opatření vedlo k zásadnímu zvýšení ekonomické aktivity v Severní Americe a v Evropě v průběhu léta 2021. Pozitivní růst HDP by měl pokračovat i v letošním roce, avšak výrazně volnějším tempem. Otazníkem zůstává rychlost normalizace monetární a fiskální politiky, reakce finančních trhů, čas potřebný k normalizaci dodavatelských řetězců nebo rizika dalšího geopolitického vývoje.

Základní makroekonomická data / svět

HDP

USA – HDP za 4Q 2021 se nacházelo na úrovni **+1,7 % q/q** (6,9 % q/q anualizovaně). Za celý rok 2021 ekonomika USA vzrostla o 5,70 %.

Eurozóna – HDP Eurozóny za 4Q 2021 se nacházelo na úrovni **+0,3 % q/q** (+4,6 % y/y). Za celý rok 2021 ekonomika Eurozóny vzrostla o 5,20 %.

	2022	2023
HDP – predikce FED¹	4,0 %	2,2 %
HDP – predikce ECB²	4,2 %	2,9 %

¹ Predikce z prosince 2021, další aktualizace v březnu 2022, predikce na bázi y/y

² Predikce z prosince 2021, další aktualizace v březnu 2022, predikce na bázi y/y

Inflace

USA – spotřebitelská inflace CPI se v lednu 2022 nacházela na úrovni **7,5 % y/y**

Eurozóna – spotřebitelská inflace se v lednu 2022 nacházela na úrovni **5,1 % y/y**

	2022	2023
PCE y/y – predikce FED	2,6 %	2,3 %
Inflace y/y – predikce ECB	3,2 %	1,8 %

PMI – Purchase Manager Index

Kompozitní předstihové PMI indikátory pokračují ve svém sestupu z rekordních hodnot dosažených v jarních a letních měsících a drží se na úrovních velmi mírného růstu (úroveň stagnace na hodnotě indexu 50). Jednotlivé sektory se však nacházejí v naprosto odlišné situaci. Rychlý růst služeb z poloviny roku 2021 v Eurozóně postupně vyprchal a v současnosti se nachází na obdobných úrovních jako v USA, kde došlo v průběhu ledna 2022 ke skokovému propadu tohoto indikátoru. Naproti tomu předstihové indikátory z průmyslu ukazují na pokračující tempo velmi rychlé expanze průmyslu. Rychlý růst se projevuje i ve složkách PMI nákupní a prodejní ceny, které ukazují na silné a nepolevující inflační tlaky. Ceny průmyslových producentů (PPI) rostou v současnosti v České republice o více než 13 % ročně v Eurozóně dokonce o více než 26 % ročně. Mírně pozitivní zprávou jsou pozvolna se zkracující dodací lhůty, které naznačují mírné zlepšení v jinak stále velmi napnutých dodavatelských řetězcích.

Markit PMI – 01/2022

	Markit PMI Composite	Markit PMI Manufacturing	Markit PMI Services
USA	51,1	55,5	51,2
Eurozóna	52,3	58,7	51,1
ČR		59,0	

(hodnota indexu PMI nad 50 indikuje růst, hodnota indexu PMI pod 50 indikuje pokles)

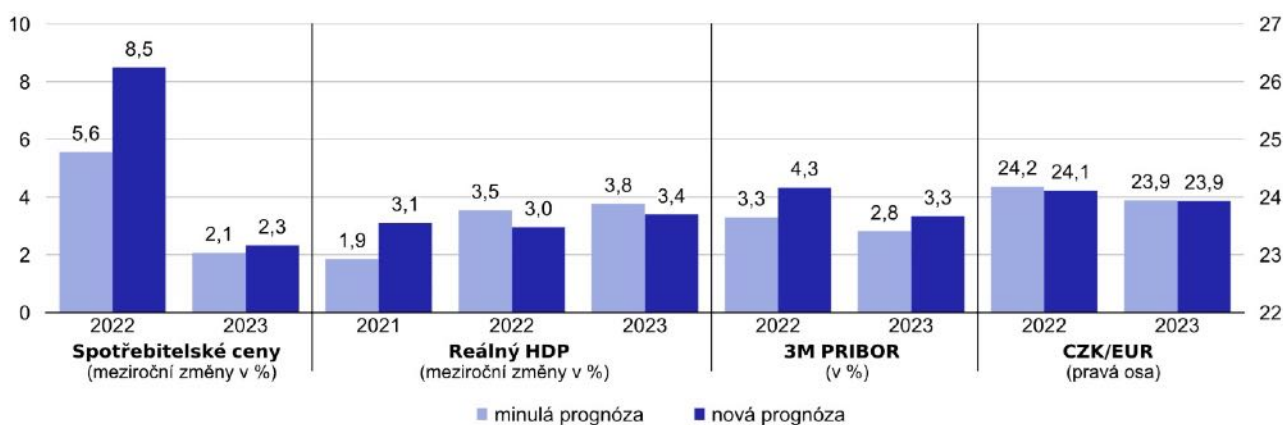
Česká republika

- Nová ekonomická prognóza ČNB vývoje české ekonomiky (Zpráva o měnové politice I. 2022), zveřejněna po zasedání bankovní rady ČNB v únoru 2022.
- Bankovní rada vyhodnotila rizika zimní prognózy na horizontu měnové politiky jako výrazné a v souhrnu jako mírně proinflační.

Základní predikce vývoje ČNB

	2022	2023
Celková inflace (%)	8,5	2,3
HDP	3,0	3,4
Průměrná nominální mzda	6,6	5,3
Měnový kurz (CZK/EUR)	24,1	23,9
Úroková sazba 3M PRIBOR (v %)	4,3	3,3

Srovnání s minulou prognózou



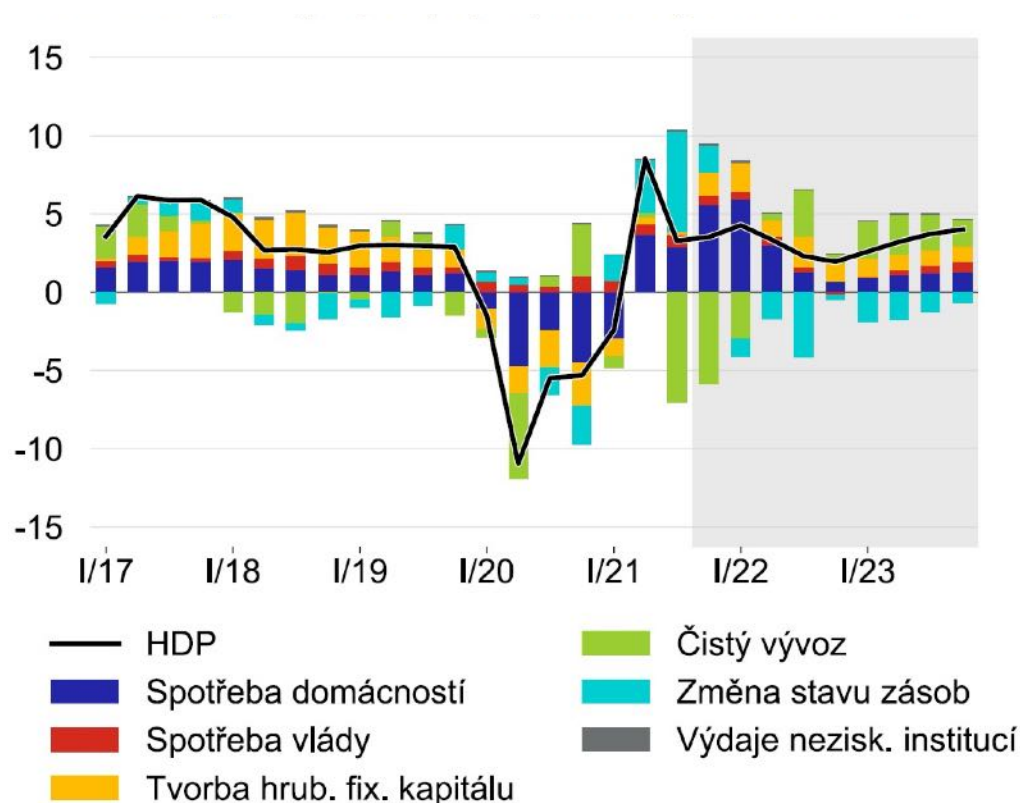
Graf: ČNB

Česká republika

HDP

- Základní scénář ČNB očekává mírně pomalejší růst HDP v roce 2022 na úrovni **3,0 %** a v průběhu letošního roku by se měl dostat na úroveň před vypuknutím pandemie. Růst ekonomiky by měl mírně zrychlit v roce 2023, kdy ČNB očekává zvýšení HDP ve výši **3,4 %**.
- Hospodářskému růstu bude nadále podstatně napomáhat zvyšující se spotřeba domácností (vliv nízké srovnávací základny z první poloviny roku 2021), těžící mimo jiné z utrácení vynucených úspor v průběhu pandemie a z poměrně rychlého růstu nominálních mezd. K růstu přispěje investiční aktivita jak domácích firem (investice do automatizace vlivem napjatého trhu práce), tak i vládní investice díky přílivu fondů z EU. Naopak příspěvek čistého vývozu v důsledku pokračujícího přetížení globálních výrobních a dodavatelských řetězců bude pouze velmi mírný.
- Fiskální podpora ekonomiky se postupně snižuje s tím, jak jsou ukončována podpůrná covidová opatření, a letos již bude fiskální politika růst HDP tlumit.
- Česká ekonomika vykazuje známky přehřívání.

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



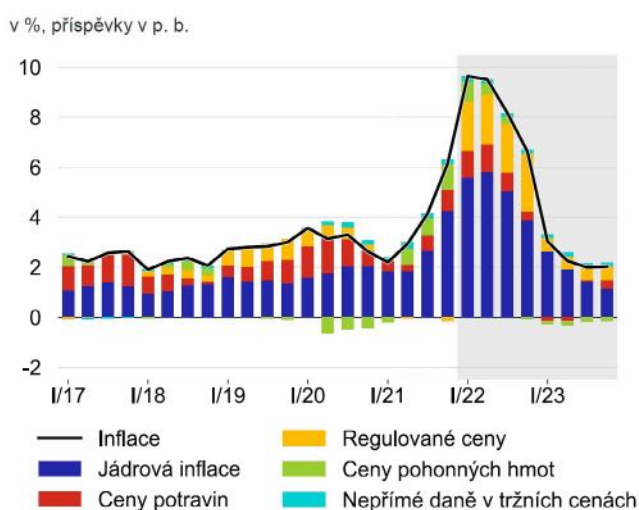
Zdroj: ČNB

Česká republika

Inflace

- Meziroční inflace v lednu 2021 vzrostla na úroveň **9,9 %** (zveřejněno po vydání stávající prognózy ČNB) a výrazně překročila horní úroveň inflačního tolerančního pásma ČNB (3 %).
- Inflace v první polovině roku 2022 se podle prognózy ČNB bude nacházet na vysokých hodnotách. K vysoké inflaci bude přispívat poměrně rychlý růst mezd vlivem vyčerpaného trhu práce a růst jak domácích, tak zahraničních produkčních cen. Inflace by měla být podle předpokladu ČNB v druhé polovině roku tlumena posilováním směnného kurzu EUR/CZK a přísnější monetární politikou ČNB, která navýšila úrokové sazby.
- Základní predikce ČNB předpokládá průměr meziroční inflace ve třetím čtvrtletí 2022 na úrovni **8,2 %**, respektive **6,6 %** v posledním čtvrtletí 2022.

Struktura inflace a její prognóza



Trh práce

- Trh práce se bude dále přehřívat, zaměstnanost díky silné poptávce v roce 2022 dále poroste.
- Růst fundamentálních tržních mezd v soukromém sektoru bude v roce 2022 tažen zvýšenou cenovou dynamikou a nárůstem minimální mzdy. V netržních odvětvích porostou v následujících letech platy ve srovnání s před-pandemickou dobou výrazně mírnějším tempem. Reálná mzda v letošním roce vlivem vysoké inflace poklesne, v roce 2023 mzdový růst inflaci překoná a reálná mzda tak opět bude růst.
- Mzdová statistika bude ovlivněna velkým množstvím jednorázových faktorů. Odhad růstu průměrné nominální mzdy byl navýšen na **6,6 %** pro rok 2022 a **5,3 %** v roce 2023.

Prognóza trhu práce

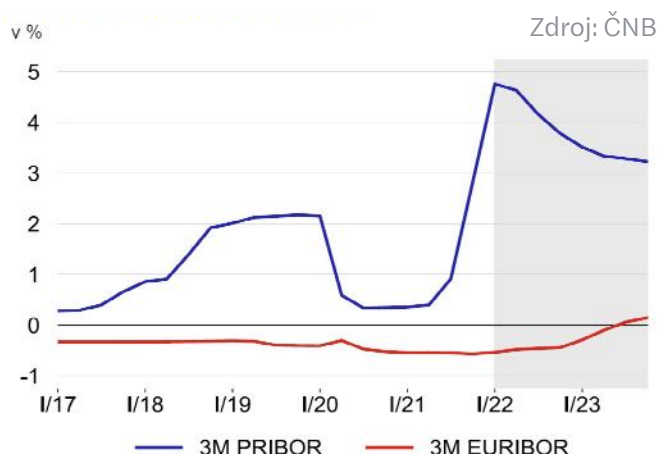


Česká republika

Úrokové sazby

- Bankovní rada ČNB na únorovém měnově-politickém zasedání zvýšila dvoutýdenní repo sazbu o 0,75 % na **4,50 %**.
- S prognózou je konzistentní další nárůst tržních úrokových sazeb následovaný jejich postupným poklesem od druhé poloviny letošního roku (průměr repo sazby ČNB za 4Q 2023 na úrovni **3,48 %**).
- Finanční trh v současnosti očekává vyšší úroveň úrokových sazeb než prognóza ČNB v roce 2022 ČNB (finanční trh obchoduje 3M PRIBOR v říjnu 2022 na úrovních blízkých **4,90 %** zatímco průměr sazby 3M PRIBOR očekávaný ve 4Q 2022 je v prognóze na úrovni **3,80 %**).
- Rizikem ve směru pozvolnějšího, resp. pozdějšího poklesu domácích úrokových sazeb je případné pomalejší posílení kurzu koruny v důsledku razantního zpřísnování zahraniční měnové politiky či eskalace situace na Ukrajině. V opačném směru je to naopak možnost mírnějšího růstu spotřeby domácností v reakci na skokový nárůst cen energií a v jisté míře i konsolidace českých veřejných financí.

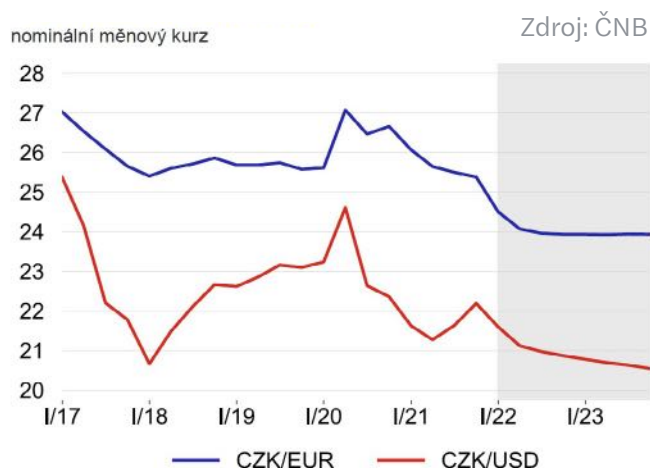
Prognóza úrokových sazeb



Směnné kurzy

- Předpověď směnného kurzu EUR/CZK pro 1Q 2022 je v základní prognóze na úrovni **24,500** – přibližně 25 haléřů nad tržními hodnotami při publikaci prognózy.
- Koruna by měla v prvním pololetí letošního roku podle prognózy dále posilovat vlivem úrokového diferenciálu mezi EUR a CZK, v druhého polovině roku 2022 by směnný kurz EUR/CZK mělo být stabilní na úrovních okolo 24,00. Směnný kurz EUR/CZK by se ve 4Q 2022 podle prognózy měl nacházet na úrovni blízkých **23,90**, výrazně **pod úrovněmi forwardových kurzů** obchodovaných na finančních trzích na stejné období.

Prognóza měnového kurzu

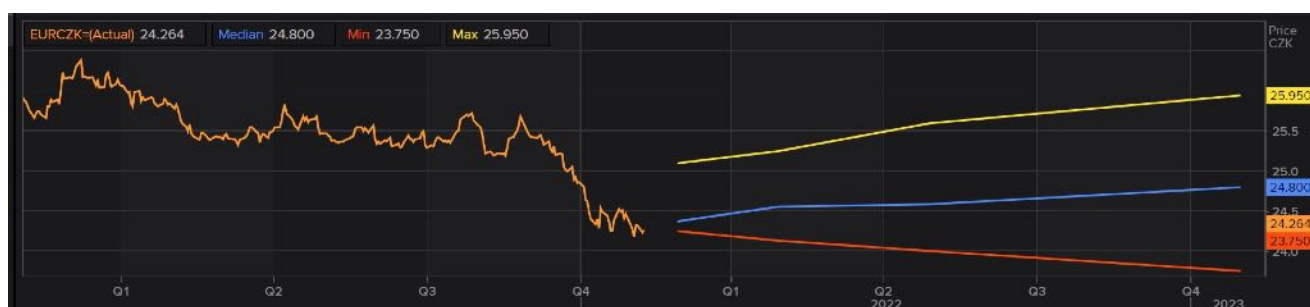


Finanční trhy

Směnný kurz EUR/CZK

- Predikce finančních analytiků v anketě Reuters FX Poll z 03/02/2022 předpokládají na rozdíl od základního scénáře ČNB mírné oslabování směnného kurzu EUR/CZK v průběhu letošního roku – medián odhadu EUR/CZK 24,80 na konci ledna 2023 je výrazně vyšší než základní scénář ČNB (průměrný kurz v 1Q 2023 v základním scénáři ČNB je 23,90).

Reuters FX Poll 03/02/2022



Data: Refinitiv

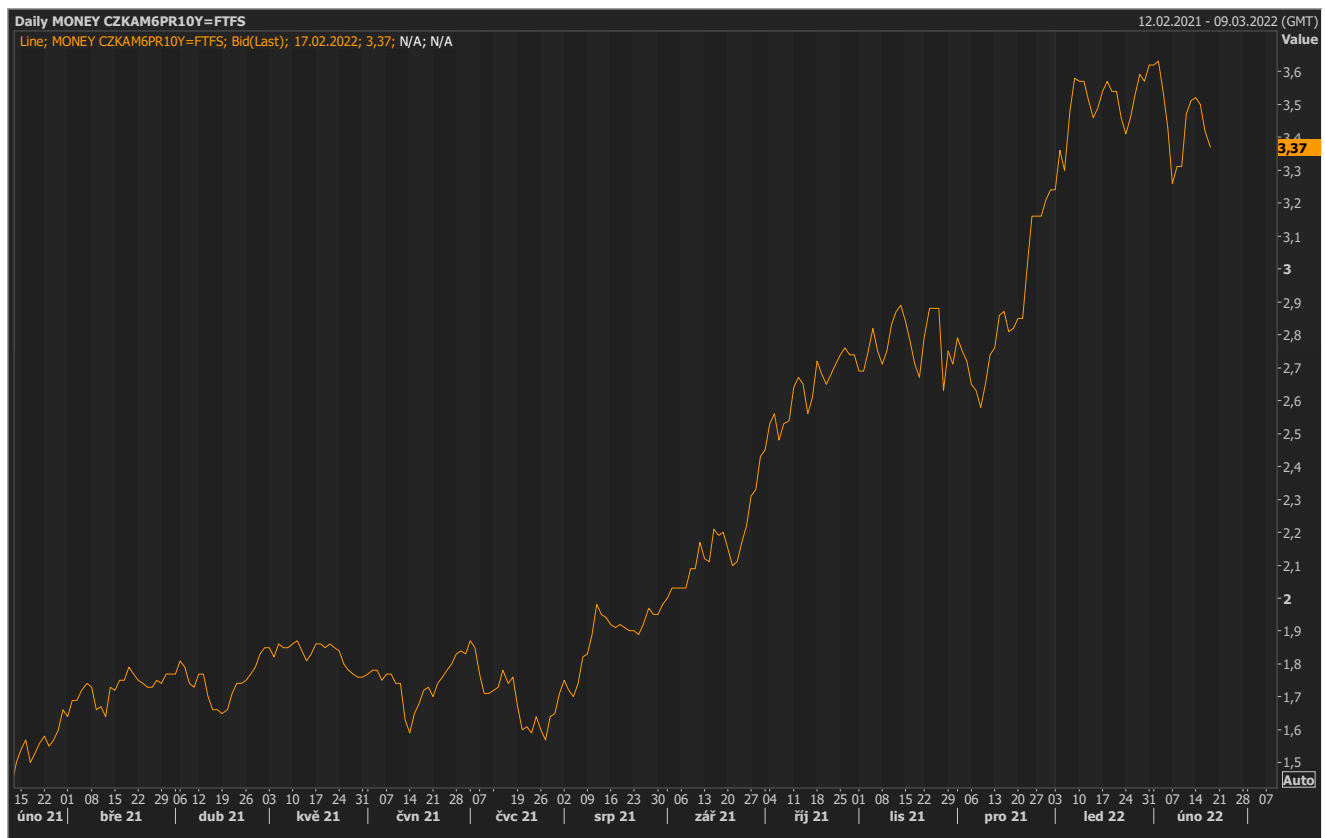
Česká koruna se na začátku února 2022 nacházela na úrovních okolo 24,25 a od listopadu 2021 posílila vůči euru o přibližně o 6 procent. Za posílením stojí především výrazně vyšší úrokový diferenciál mezi eurem a korunou i příznivý vývoj hodnoty rizikových aktiv na finančních trzích v závěru roku 2021 (zmírnění obav z varianty Omicron). V současnosti je úrokový diferenciál, který byl dále navýšen po zasedání ČNB v únoru 2022 hlavním pozitivním faktorem působícím na hodnotu koruny, v opačném směru bude působit normalizace monetární politiky ze strany americké centrální banky FED, kdy se první zvýšení úrokových sazeb očekává již v březnu letošního roku. Zpřísnování monetární politiky v USA obvykle neprospívá rizikovým aktivům, mezi které jsou řazeny i měny rozvíjejících se zemí. Zároveň v posledních týdnech v souvislosti s nepolevující inflací v Eurozóně se výrazně zvyšuje pravděpodobnost, že ke zvyšování úrokových sazeb se v letošním roce připojí i ECB. Dalším negativním faktorem pro korunu jsou problémy exportního průmyslu, obchodní bilance ČR se za rok 2021 poprvé po dlouhých letech dostala do deficitu (zhoršení oproti roku 2020 o více než 180 miliard korun). Zlepšení obchodní bilance závisí především na automobilovém průmyslu, které bude zřejmě velmi pozvolné. Posílení české koruny v roce 2021 i přes značný propad obchodní bilance pouze potvrzuje výrazně větší sílu finančních toků souvisejících s investicemi do rizikových aktiv na finančních trzích než peněžních toků z reálné ekonomiky.

Finanční trhy

Úrokové sazby

- Základní sazba americké centrální banky FED je stále na historickém minimu v pásmu 0-0,25 %, medián predikcí členů FOMC z prosince však naznačuje celkem tři zvýšení úrokových sazeb FEDu v roce 2022 na úroveň 0,75 % - 1,00 %. Naopak ECB zatím zvyšování úrokových sazeb (depozitní sazba ECB -0,50 %) v letošním roce nepředpokládá. Finanční trhy očekávají rychlejší růst úrokových sazeb, než je indikováno ze strany jak FEDu, tak ECB.
- Inflace 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 2,50 %). Růst dlouhodobých úrokových sazeb v USA a Eurozóně zvyšuje reálné dlouhodobé úrokové sazby, hodnota reálných úrokových sazeb však pořád zůstává negativní. Státní dluh je tedy dále vydáván na úrovních, které nedosahují předpokládanou inflaci.
- Úrokové sazby ČNB jsou blízko svého maxima v tomto cyklu, další změny budou výrazně nižší a budou záviset především na vývoji inflace, finanční trh nepředpokládá výraznější snižování úrokových sazeb v letošním roce, jak je uvedeno v prognóze ČNB.

Hodnota CZK úrokového swapu se splatností deset let



Data a graf: Refinitiv

Finanční trhy

Akciové trhy

- Avizované zpřísnění monetární politiky centrální bankou FED a s tím spojené obavy o další ekonomický růst dle předpokladů výrazně změnilo sentiment na akciových trzích a ani geopolitické napětí okolo Ukrajiny pozitivnímu sentimentu nepřispívá. Akciové trhy v USA v lednu začaly klesat z historických maxim a na trhu bylo možné sledovat přesun ke kvalitním akciím se stabilními výnosy (rotace od růstových akcií k hodnotovým).
- Změna sentimentu byla zřejmá i na publikovaných výsledcích, kdy reakce finančních trhů na nedosažení odhadovaných výsledků ve 4Q21 byla výrazně méně tolerantní než v 3Q21, a po horších výsledcích následovala okamžitým poklesem ceny společnosti. S&P 500 Earnings Surprise se nachází na úrovni +6,10 %, těsně nad dlouhodobým průměrem 5,10 % a výrazně pod úrovněmi indexu v posledních čtvrtletích.
- Odhady EPS na rok 2022 (S&P 500) předpokládají další růst EPS přibližně o 7 % ve srovnání s odhady EPS na rok 2021, předstihové indikátory (například Morgan Stanley Leading Earnings Indicators) však ukazují, že nejlepší čas na akciových trzích už může být za námi.
- Objemy investic v roce 2021 do globálních akcií byly rekordní za významného přispění investic „retailových investorů“, zvýšená volatilita a indikace možného stahování likvidity z trhu (QT na rozdíl od QE) mohou ovlivnit hodnotu nových investic do akcií v roce 2022.

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 měly za následek zlepšení kreditních ratingů (poměr zvýšení/snížení ratingu) od ratingových agentur. Zároveň však s oznámeným zpřísněním monetárních politik a nižším očekávaným hodnotám růstu se očekává výrazné zpomalení tohoto trendu.
- Kreditní marže obchodované na finančních trzích (stejně jako jiná riziková aktiva) negativně reagovaly na zpřísnění monetárních politik centrálních bank. Nejvíce byly postiženy kreditní spready společností s neinvestičním ratingem, které vzrostly od začátku ledna téměř od 100 bps (viz. graf).

Kreditní marže portfolia 125 evropských společností s investičním ratingem



Data a graf: Refinitiv



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

Více informací na:
www.mazars.cz

mazars