



Ekonomika a finanční trhy

06/2022

mazars

Ekonomika

Inflace

Inflace v USA i v Eurozóně se nachází na nejvyšších úrovních za posledních třicet let a netřeba dodávat, že vysoce nad inflačními cíli FEDu i ECB. Inflační tlaky posílila válka na Ukrajině, v jejímž důsledku se dále zvýšily ceny energetických surovin (ropa, zemní plyn) a elektrické energie, zároveň se dále snížila spolehlivost předpovědí jejich dalšího vývoje. Na ceny komodit od roku 2021 nepůsobí pouze standardní faktory jako nabídka a poptávka, ale i geopolitické faktory, které budou ekonomický vývoj dále ovlivňovat obtížně předvídatelným způsobem.

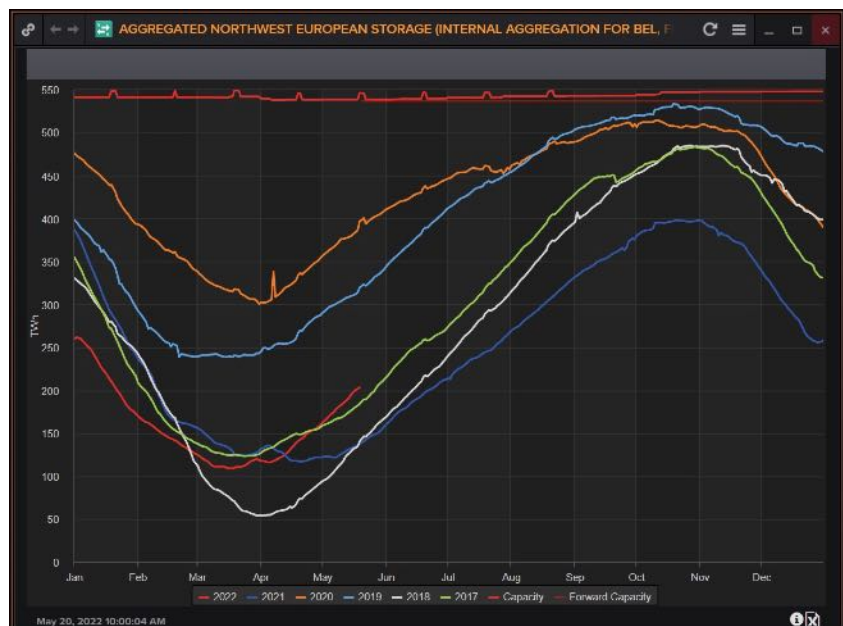
Příklad – zásobníky zemního plynu v Evropě ve vlastnictví Gazpromu nebyly od dubna 2021 doplněny (důvod změny obchodní strategie Gazpromu Evropa plně pochopila až v únoru 2022).

Zásobníky plynu pod kontrolou Gazpromu



Data a graf: Refinitiv

Zásobníky plynu v západní Evropě



Společně s cenami energií má válka na Ukrajině významný vliv i na ceny ostatních komodit, především potravin, jejichž hodnoty začaly v letošním roce výrazně růst a budou dále zvyšovat inflaci v následujících obdobích. Napětí v dodavatelských řetězcích se válkou na Ukrajině a tvrdými protipandemickými zásahy v Číně na rozdíl od původních předpokladů nesnížilo a tato zpráva je negativní jak z pohledu inflace, tak z pohledu růstu české ekonomiky, která je na plynulých dodávkách výrazně závislá. Ve stejné době však ani situace na trzích práce není brzdou inflace, velmi nízké úrovně nezaměstnanosti nevykazuje v dlouhodobém srovnání jenom česká ekonomika, ale i Eurozóna a USA. Nízká nezaměstnanost a současná vysoká inflace celkem přirozeně vedou k vyšším mzdovým požadavkům a tím i obavám, zda nedochází ke změnám inflačních očekávání (v extrémním případě riziku inflační spirály). V Eurozóně a USA sice dochází ke zpřísnění monetární a fiskální politiky, která je nutným předpokladem pro zmírňování inflace, bohužel z předcházejících velmi uvolněných úrovních a tempo normalizace těchto politik je poměrně pomalé. Ztráta reálné kupní síly vlivem vysoké inflace a statistické efekty vysoké základny budou opticky snižovat tempo růstu inflace v druhé polovině roku 2022 a v roce 2023. Otázkou zůstává, jestli současná opatření budou dostatečná na to, aby se inflace v příštím roce vrátila zpět k inflačním cílům centrálních bank.

Ceny ropy Brent s dodáním 31/05/2022



Cena elektřiny EEX DE Baseload 2023

Data a graf: Refinitiv



Ekonomika

Fiskální a monetární politika

Zpřísnění fiskální nebo monetární politiky má vždy negativní dopad na hospodářský růst, jedná se o nepopulární opatření, pro dlouhodobou stabilitu finančního systému a ukotvení inflačních očekávání však nezbytné. Americká centrální banka FED ukončila v březnu nákupy finančních aktiv a začala zvyšovat úrokové sazby (v současnosti FED Funds na úrovni 0,75 % - 1 %) s jasně komunikovaným cílem snížení inflace (ano, zvyšováním úrokových sazeb centrální banka bojuje s inflací není tomu opačně). Další utažení měnové politiky FEDu bude probíhat snižováním bilance centrální banky, odprodeji aktiv (reverzní kvantitativní uvolňování). Propady cen na akciových trzích a vyšší kreditní marže přímo souvisí s odebráním stimulační politiky ze strany FEDu.

Také ECB zpřísnuje monetární politiku, avšak výrazně pomalejším tempem než FED, ve druhé polovině roku 2022 se očekává dvojitý zvýšení úrokových sazeb, snižování nákupů finančních aktiv již probíhá, plné ukončení se předpokládá ve třetím čtvrtletí roku 2022. Nízké náklady dluhového financování jsou jeden z klíčových faktorů, který pozitivně působí na všeobecně sledovaný poměr míry a udržitelnosti zadlužení veřejných financí (dluh/HDP). Ukončení nákupu státních dluhopisů ze strany ECB bude znamenat zvýšenou nabídku státních dluhopisů (včetně nejrizikovějších zemí Eurozóny) na finančních trzích. Výrazný růst výnosů státních dluhopisů zemí Eurozóny s delší splatností v letošním roce není pro ECB dobrou zprávou, náklady financování budou hrát v rozhodování ECB významnou roli.

Výnosy dluhopisů Itálie se splatností 10 let



Data a graf: Refinitiv

Směrování monetární politiky ČNB se po oznámení nového guvernéra ČNB prezidentem Zemanem stalo méně předvídatelným. Nejenomže neznáme obsazení Bankovní rady ČNB po skončení mandátu současných členů, zároveň i komunikace nového guvernéra vzbuzuje otazníky. Od roku 2021 nehlasoval pro žádné zvýšení úrokových sazeb, zvyšování úrokových sazeb opakovaně veřejně kritizoval. Zároveň však nenavrhnul jejich snížení (hlasoval vždy pro ponechání úrokových sazeb na předchozí úrovni) a stabilitu úrokových sazeb slibuje podporovat i na prvním zasedání Bankovní rady ČNB pod svým vedením v srpnu letošního roku (avizovat své rozhodnutí tři měsíce dopředu bez znalosti ekonomických dat a vývoje za následující tři měsíce je velmi neobvyklé). Většinu nepopulárních opatření již Bankovní rada ČNB odpracovala, na skutečné směrování monetární politiky ČNB pod vedením Aleše Michla si budeme muset počkat.

Hrubý domácí produkt

Původní předpoklady o pokračujícím rychlém oživení světové ekonomiky v letošním roce prochází postupnou revizí. Čína vykazuje zpomalení tempa růstu, v USA dokonce za první čtvrtletí došlo k poklesu HDP, i když ne z důvodu slabé poptávky, ale rychle rostoucích dovozů. HDP Eurozóny je pod tlakem vývoje konfliktu na Ukrajině, dostupností zemního plynu a dalších komodit. Podmínky pro růst světové ekonomiky se zhoršují, predikce dalšího vývoje v současném prostředí je velmi nestabilní.



Základní makroekonomická data / svět

HDP

USA – HDP za 1Q 2022 se nacházelo na úrovni **-1,4 % q/q** (anualizovaně), jedná se o první negativní čtvrtletí od 2Q 2020.

Eurozóna – HDP Eurozóny za 1Q 2022 se nacházelo na úrovni **+0,3 % q/q** (+5,1 % y/y).

	2022	2023
HDP – predikce FED¹	2,8 %	2,2 %
HDP – predikce ECB¹	3,7 %	2,8 %

¹Predikce z března 2022, další aktualizace v červnu 2022, predikce na bázi y/y

Inflace

USA – spotřebitelská inflace CPI se v dubnu 2022 nacházela na úrovni **8,3 % y/y**

Eurozóna – spotřebitelská inflace se v dubnu 2022 nacházela na úrovni **7,4 % y/y**

	2022	2023
PCE y/y – predikce FED	4,3 %	2,7 %
Inflace y/y – predikce ECB	5,1 %	2,1 %

PMI – Purchase Manager Index

USA – lednové propady všech PMI indikátorů se ukázaly být pouze jednorázové (negativní reakce na riziko nové varianty Covid-19), v následujících měsících se zvláště index PMI Manufacturing vrátil k velmi rychlému růstu. Vzhledem ke značnému nárůstu deficitu obchodní bilance v roce 2022 lze předpokládat, že domácí průmyslová produkce naráží na své produkční kapacity a nestačí uspokojovat silnou domácí poptávku, která je doplňována importem zahraniční produkce.

Eurozóna – i v Eurozóně index PMI Services dosáhl svého lokálního minima v lednu a následně, spolu s uvolňováním proti-pandemických opatření, začal růst. Naproti tomu hodnota indexu PMI Manufacturing se postupně snižuje, přesto však zůstává nad úrovní 50, která signalizuje pokračující expanzi průmyslu, i když nižším tempem. Složky PMI nákupní a prodejní ceny se nacházejí blízko historických maxim, ukazují na silné a nepolevující inflační tlaky.

Ceny průmyslových producentů (PPI) rostou v současnosti v České republice o 26,6 % ročně v Eurozóně dokonce o více než 36,8 % ročně. Po zahájení válečného konfliktu na Ukrajině a protipandemických restrikcí v Číně se opět prodloužily délky dodacích lhůt, které naznačují pokračující napětí v dodavatelských řetězcích.

S&P PMI – 04/2022

	S&P PMI Composite	S&P PMI Manufacturing	S&P PMI Services
USA	56,0	59,2	55,6
Eurozóna	55,8	55,5	57,7
ČR		54,4	

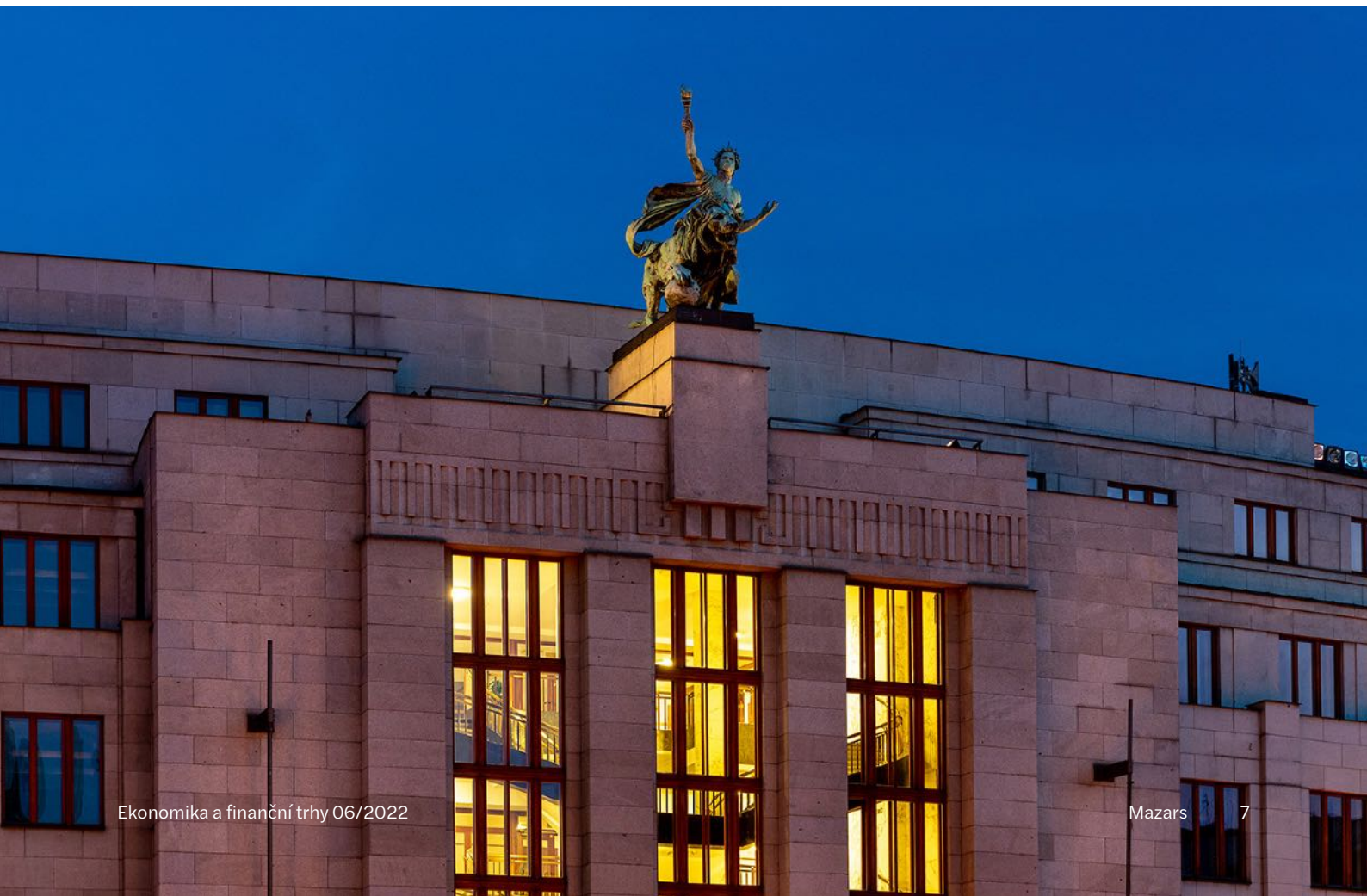
(hodnota indexu PMI nad 50 indikuje růst, hodnota indexu PMI pod 50 indikuje pokles)

Česká republika

- Nová ekonomická prognóza ČNB vývoje české ekonomiky (Zpráva o měnové politice II. 2022), zveřejněna po zasedání bankovní rady ČNB v květnu 2022, předcházející prognóza ČNB (Zpráva o měnové politice I. 2022) byla vydána v únoru 2022 ještě před vypuknutím války na Ukrajině.
- Ve srovnání s předchozí prognózou ČNB předpokládá výrazně vyšší inflaci, spolu s vyššími korunovými úrokovými sazbami, a naopak nižší ekonomický růst v roce 2022.
- Bankovní rada vyhodnotila rizika jarní prognózy na horizontu měnové politiky jako výrazné a jdoucí oběma směry.

Základní predikce vývoje ČNB

	2022	2023
Celková inflace (%)	13,1	4,1
HDP	0,8	3,6
Průměrná nominální mzda	4,6	5,1
Měnový kurz (CZK/EUR)	24,2	24,3
Úroková sazba 3M PRIBOR (v %)	7,0	5,1

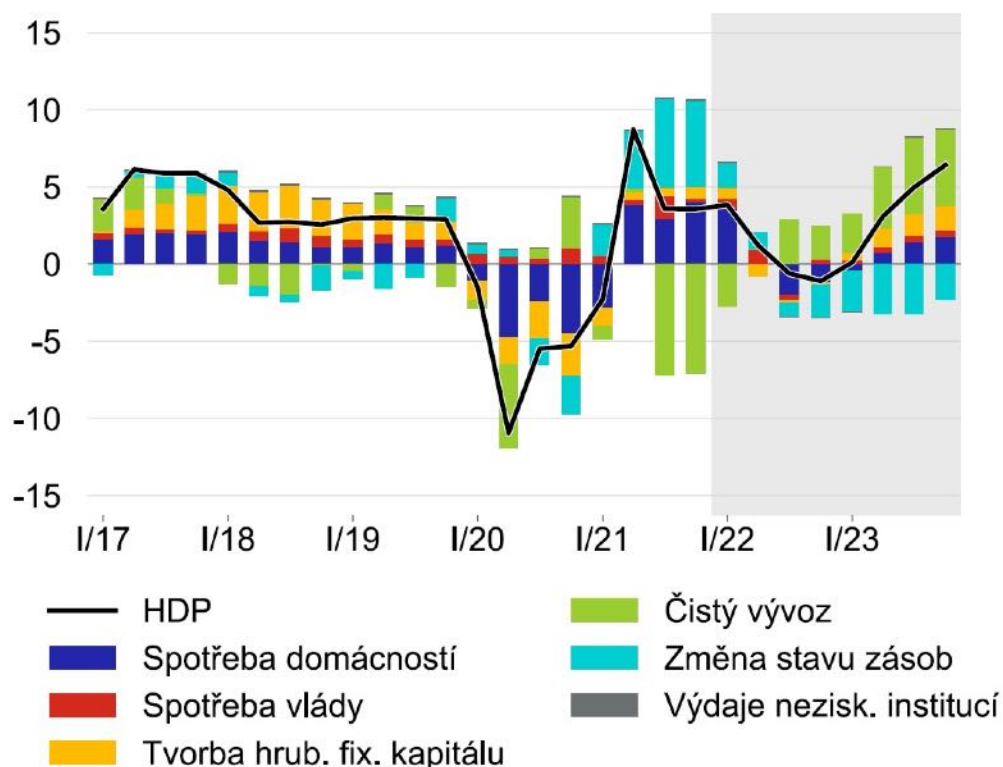


Česká republika

HDP

- Základní scénář ČNB očekává výrazně pomalejší růst HDP v roce 2022 na úrovni pouze **0,8 %** (i přes nízkou srovnávací základnu prvního pololetí roku 2021), dosažení úrovně HDP před vypuknutím pandemie se posouvá na rok 2023. Růst ekonomiky by měl zrychlit v roce 2023, kdy ČNB očekává zvýšení HDP ve výši **3,6 %**.
- Hospodářský růst během letošního roku výrazně zpomalí, v druhém pololetí ekonomická aktivita dokonce mírně meziročně poklesne. ČNB očekává výrazný propad spotřeby domácností vlivem poklesu reálných příjmů a růstu životních nákladů. Fixní investice letos budou zřejmě stagnovat vlivem zhoršení finanční situace podniků i jejich sentimentu spolu se zvolněním růstu zahraniční poptávky. Příspěvek čistého vývozu v důsledku přetížení globálních výrobních a dodavatelských řetězců, které byly dále zhoršeny válkou na Ukrajině, bude pouze velmi mírný.
- Fiskální politika bude růst HDP mírně tlumit (negativní fiskální impuls), růst výdajů na podporu uprchlíků z Ukrajiny bude nižší, než vliv ukončení podpůrných covidových opatření.
- Dosavadní přehřívání české ekonomiky letos poměrně rychle odezní.

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



Graf: ČNB

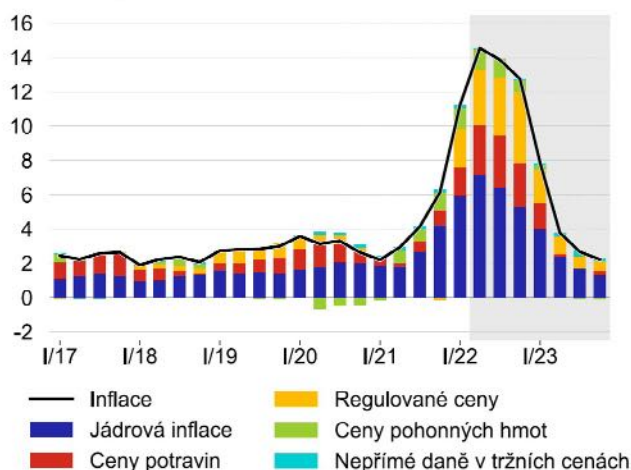
Česká republika

Inflace

- Meziroční inflace v dubnu 2022 vzrostla na úroveň **14,2 %** (zveřejněno po vydání stávající prognózy ČNB) a výrazně překročila horní úroveň inflačního tolerančního pásma ČNB (3 %).
- Inflace ve druhém čtvrtletí roku 2022 podle prognózy ČNB zrychlí a bude dosahovat úrovní blízkých 15 %, na dvouciferných hodnotách zůstane i po zbytek letošního roku. V příštím roce se nákladové tlaky dále zmírní v důsledku mírného poklesu dovozních cen a hodnota inflace se zvláště v prvním pololetí začne rychle snižovat také v důsledku působení vysokých úrokových sazeb.
- Základní predikce ČNB předpokládá průměr meziroční inflace ve čtvrtém čtvrtletí 2022 na úrovni **12,7 %**, respektive **7,9 %** v prvním čtvrtletí 2023. Do inflačního pásma ČNB by se inflace měla podle prognózy ČNB navrátit ve třetím čtvrtletí roku 2023 (za předpokladu výrazného zvýšení úrokových sazeb ve druhém čtvrtletí 2022).

Struktura inflace a její prognóza

v %, příspěvky v p. b.

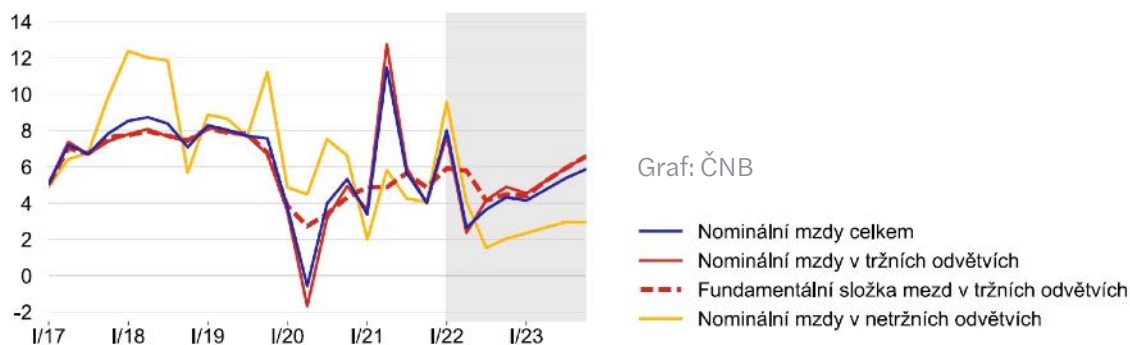


Trh práce

- Trh práce se v roce 2022 mírně zchladí vlivem zpomalení růstu ekonomické aktivity a příchodem uprchlíků z Ukrajiny. Prognóza předpokládá, že i přes stále silnou poptávku po práci, se v první polovině letošního roku inflace výrazněji nepromítne do dynamiky mezd. ČNB předpokládá, že firmy v době rostoucích cen nákladů (energií) a zpomalení ekonomiky nebudou schopny zrychlit růst tržních mezd v soukromém sektoru. 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 výrazně poklesne, v roce 2023 mzdový růst inflaci překoná a reálná mzda tak opět bude růst.
- Mzdová statistika bude i v roce 2022 ovlivněna velkým množstvím jednorázových faktorů. Odhad růstu průměrné nominální mzdy byl snížen na **4,6 %** pro rok 2022 a na **5,1 %** v roce 2023.

Prognóza mzdového vývoje

nominální mzdy, meziroční změny v %

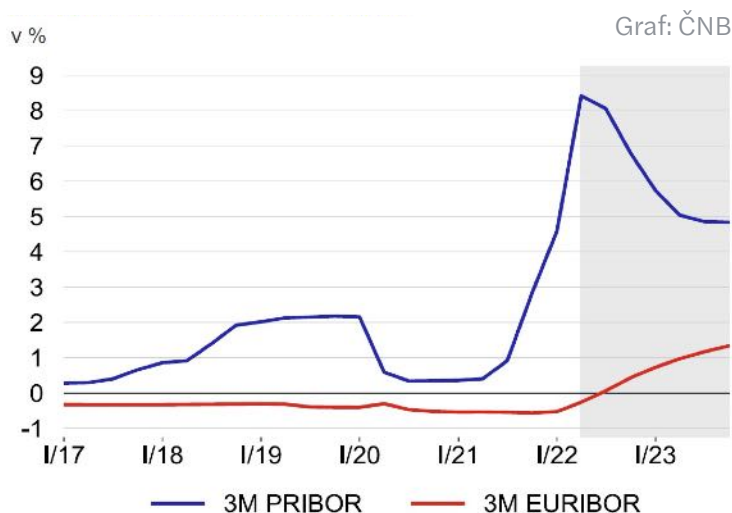


Česká republika

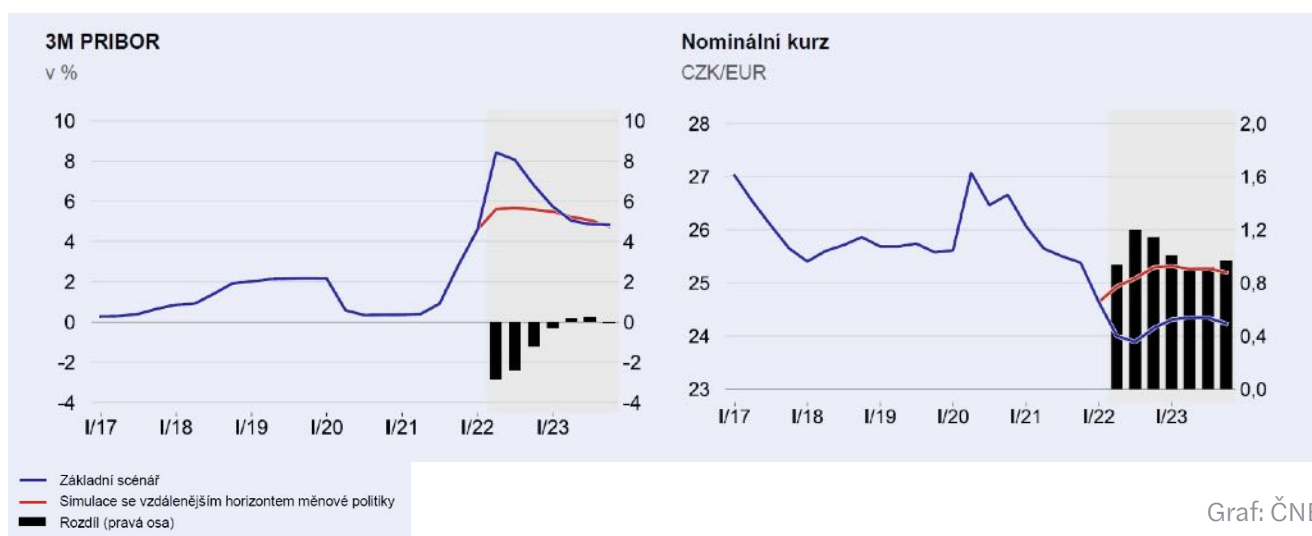
Úrokové sazby

- Bankovní rada ČNB na únorovém měnově-politickém zasedání zvýšila dvoutýdenní repo sazbu o 0,75 % na **5,75 %**, mírněji oproti základnímu scénáři prognózy.
- S prognózou je konzistentní další nárůst tržních úrokových sazeb následovaný jejich postupným poklesem v druhé polovině letošního roku (průměr repo sazby ČNB za 4Q 2023 na úrovni **4,53 %**).
- Finanční trh v současnosti očekává nižší úroveň úrokových sazeb než základní scénář prognózy ČNB v roce 2022. Finanční trh očekává 3M PRIBOR v srpnu 2022 na úrovních blízkých **6,80 %** zatímco průměr sazby 3M PRIBOR ve 3Q 2022 je v prognóze na úrovni **8,10 %**). Vývoji úrokových sazeb na finančním trhu více odpovídá scénář se vzdálenějším horizontem měnové politiky, který předpokládá nižší úrokové sazby v roce 2022, ale pozvolnější návrat k inflačnímu cíli než v případě základního scénáře.

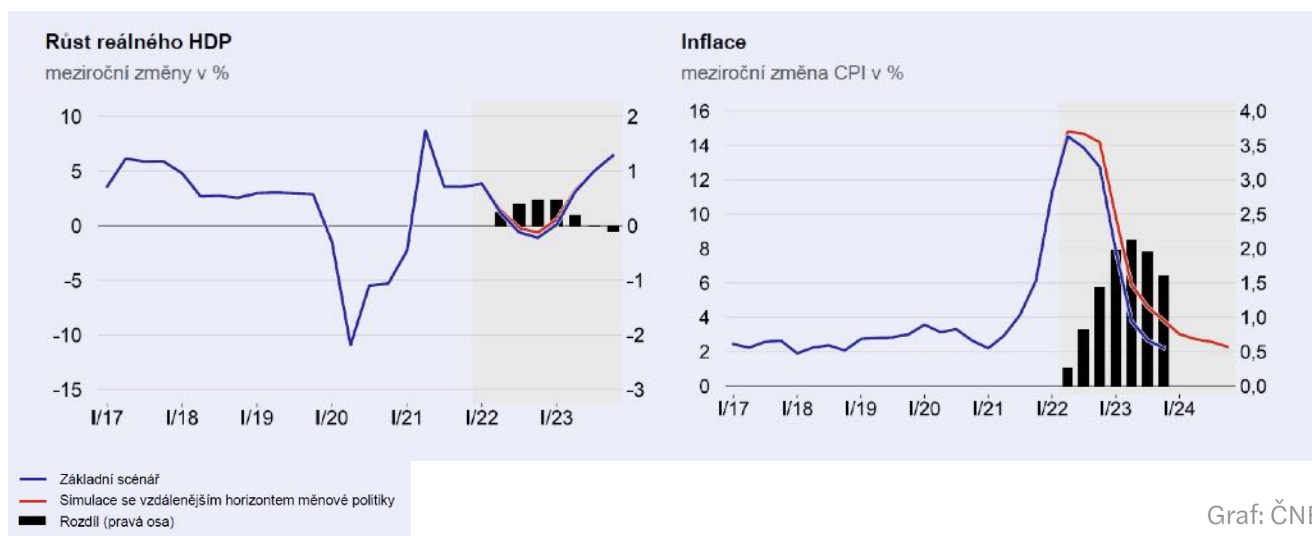
Prognóza úrokových sazeb (základní scénář)



Simulace scénáře vzdálenějšího horizontu měnové politiky



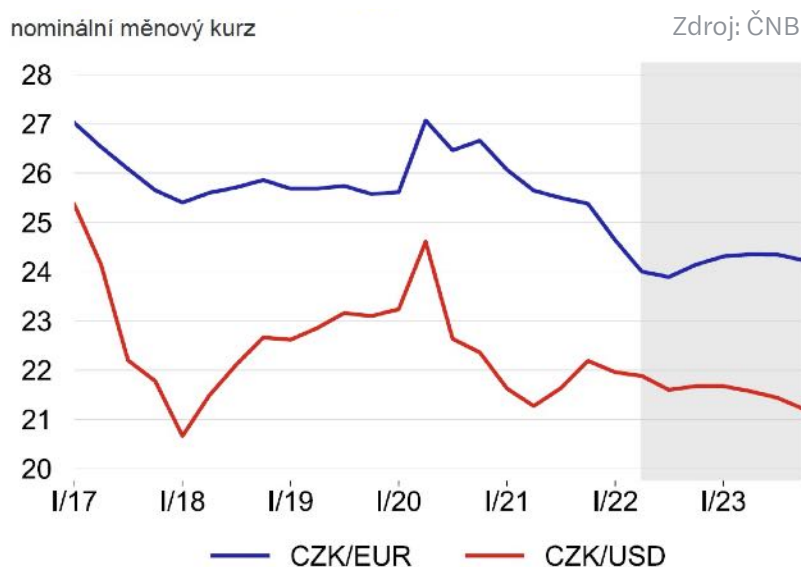
Česká republika



Směnné kurzy

- Předpověď směnného kurzu EUR/CZK pro 2Q 2022 je v základní prognóze na úrovni **24,000** – více než 75 haléřů pod současnými hodnotami a více než 1,40 koruny pod hodnotami po jmenování nového guvernéra ČNB před začátkem intervencí ČNB na posílení koruny.
- Koruna by ve třetím čtvrtletí letošního roku podle prognózy měla mírně posilovat (23,90), dále však vlivem nižšího úrokového diferenciálu mezi EUR a CZK by směnný kurz EUR/CZK měl mírně oslabovat na úrovni okolo 24,30. Směnný kurz EUR/CZK by se ve 4Q 2022 podle prognózy měl nacházet na úrovni blízké **24,10**, výrazně **pod úrovněmi forwardových kurzů** obchodovaných na finančních trzích za stejné období.

Prognóza měnového kurzu

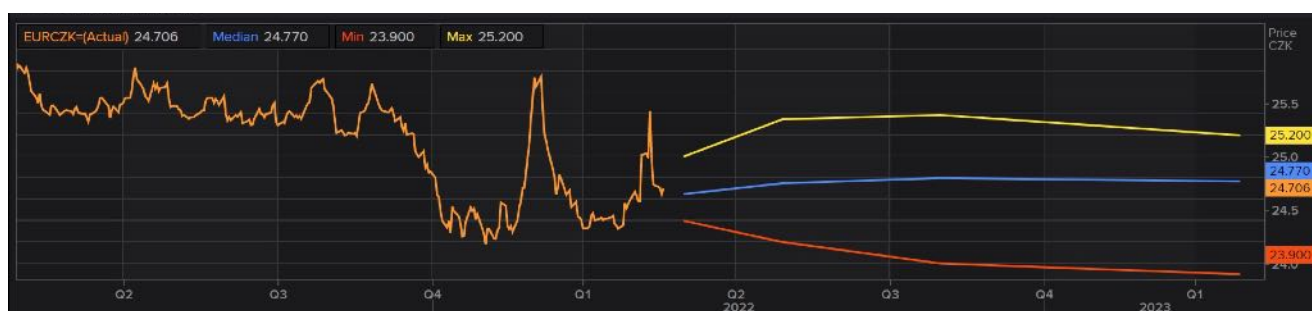


Finanční trhy

Směnný kurz EUR/CZK

- Predikce finančních analytiků v anketě Reuters FX Poll z 04/05/2022 předpokládají na rozdíl od základního scénáře ČNB mírné oslabování směnného kurzu EUR/CZK v průběhu letošního roku – medián odhadu EUR/CZK 24,77 na konci dubna 2023 je vyšší než hodnota kurzu v základním scénáři ČNB (průměrný kurz v 2Q 2023 v základním scénáři ČNB je 24,40).

Reuters FX Poll 04/05/2022



Data: Refinitiv

Česká koruna se na začátku května 2022, před prvními informacemi o novém guvernérovi ČNB, nacházela na úrovních okolo 24,50, následné rychlé oslabení koruny ukazuje vliv monetární politiky ČNB na hodnotu české koruny. Česká koruna je podporována úrokovým diferencíálem mezi eurem a korunou (koruna má však srovnatelné reálné úrokové sazby jako EUR a USD). Zároveň je pro českou korunu důležitá i výše devizových rezerv a ochota ČNB tyto devizové rezervy použít proti oslabení směnného kurzu. Z pohledu podílu rezerv k HDP má ČNB jedny z největších devizových rezerv na světě, v nominální hodnotě však jejich velikost není tak významná. Zájem ČNB na udržení silné koruny v době vysoké inflace je zřejmý a ve srovnání s okolními zeměmi (Polsko, Maďarsko) je ČNB v tomto směru úspěšná, jak potvrzuje posilující trend koruny k polskému zlotému nebo maďarskému forintu.

Na oslabení koruny působí normalizace monetární politiky ze strany americké centrální banky FED i ECB (zvyšování úrokových sazeb a ukončení nákupu finančních aktiv). Dalším negativním faktorem pro korunu jsou problémy exportního průmyslu, obchodní bilance ČR v roce 2022 nevykazuje známky výrazného zlepšení oproti roku 2021 a válka na Ukrajině je negativní pro exportně významný automobilový průmysl. Pro vývoj české koruny bude rozhodující monetární politika obměněné Bankovní rady ČNB, kde současná převaha zastánců konzervativní měnové politiky může rychle skončit. Malá a otevřená ekonomika není schopna delší dobu udržovat vysoce negativní reálné úrokové sazby bez dopadů na hodnotu směnného kurzu a následně inflaci (ukázkovým příkladem je Turecko a hodnota TRY). Reakce finančních trhů na možnou změnu v rozhodování ČNB pouze potvrzuje, že nižší korunové úrokové sazby by znamenaly tlak na oslabení směnného kurzu EUR/CZK, který není v souladu s cíli a mandátem ČNB.

Finanční trhy

Úrokové sazby

- Základní sazba americké centrální banky FED v letošním roce byla již dvakrát zvýšena na současnou hodnotu 0,75 % – 1,00 %, a medián predikcí členů FOMC z letošního března naznačuje další čtyři zvýšení úrokových sazeb FEDu v roce 2022 na úroveň 1,75 % – 2,00 % (FED tak se zpožděním realizuje obdobnou monetární politiku jako ČNB).
- Stejně tak ECB po ukončení programu nákupu aktiv indikuje zvyšování úrokových sazeb ještě v letošním roce (současná depozitní sazba ECB -0,50 %), jako pravděpodobné se jeví dvojitá zvýšení depozitní úrokové sazby na úroveň 0 %. Finanční trhy očekávají rychlejší růst úrokových sazeb, než je indikováno ze strany jak FEDu, tak ECB.
- Vývoj úrokových sazeb ČNB je v nejbližším období závislý na prezidentu Zemanovi, respektive jím jmenovaných členech Bankovní rady ČNB. Na posledním zasedání Bankovní rady v současném složení dojde k dalšímu zvýšení úrokových sazeb. Hodnota sazby 3M Pribor pro fixinky do konce roku se obchoduje na stabilních úrovních blízkých 6,75 %, finanční trh tedy předpokládá zvýšení repo sazby ČNB na červnovém zasedání o 0,75 % bez dalších změn až do konce roku 2022.

Hodnota CZK úrokového swapu se splatností pět let



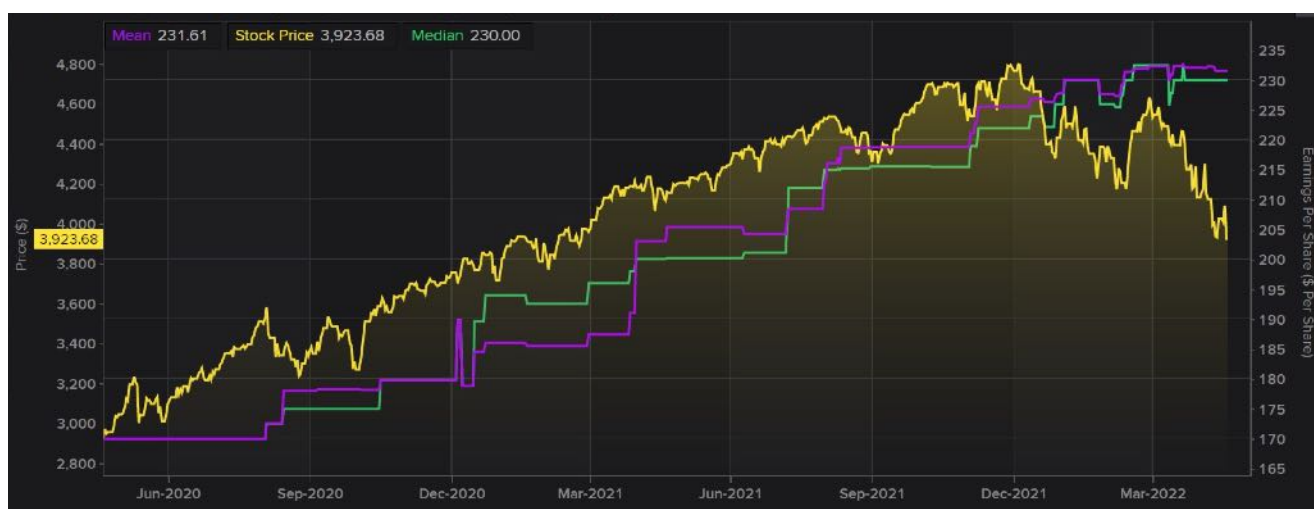
Data a graf: Refinitiv

Finanční trhy

Akciové trhy

- Ukončení nákupu aktiv, rychlé zvyšování úrokových sazeb americkou centrální bankou FED a obavy o další ekonomický růst výrazně změnily sentiment na akciových trzích, míru optimismu při projekcích budoucích zisků klesá. Akciové trhy od přelomu roku začaly klesat z historických maxim a investoři se přesunují ke kvalitním akciím se stabilními výnosy (rotace od růstových akcií k hodnotovým).
- Změnu sentimentu dokumentuje vývoj akcií společnosti Netflix, která v letošním roce ztratila více než 2/3 své původní hodnoty a medián odhadu ceny Netflixu finančními analytiky, který se v březnu 2022 nacházel nad 500 USD se o pouze dva měsíce později nachází na úrovni 300 USD. Projekce budoucích tržeb a zisků (a s nimi cena akcie) začaly více reflektovat fundamentální hodnoty (realitu).
- Výsledky EPS S&P 500 za 1Q 2022 potvrdily odhady, odhady EPS na 2Q 2022 však začínají být revidovány směrem dolů, odhady EPS na rok 2022 (S&P 500) jsou zatím stabilní, ale s postupujícím časem nelze vyloučit jejich revize.
- Likvidita na akciových trzích je ve srovnání s rokem 2021 velmi nízká, stejně tak s poklesem trhu nepřekvapivě klesá účast „retailových investorů“ na obchodování na akciovém trhu.

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



Data a graf: Refinitiv

Finanční trhy

Kreditní marže

- Kreditní marže obchodované na finančních trzích (stejně jako jiná riziková aktiva) negativně reagují na zprůsnění monetárních politik centrálních bank a zvýšená rizika související s válkou na Ukrajině nebo cenami komodit. Nejvíce byly postiženy kreditní spready společností s neinvestičním ratingem, které se od začátku ledna téměř zdvojnásobily.
- Nárůst kreditních marží se současným nárůstem úrokových sazeb na finančním trhu (sazba EUR úrokového swapu se splatností pět let vzrostla od začátku roku o přibližně 1,50 %) výrazně zdražily cenu financování. Zhoršení dostupnosti financování ze strany bank (Bank Lending Survey) indikuje posun kreditního cyklu do méně příznivé fáze.

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