



Ekonomika a finanční trhy

03/2021

mazars

Ekonomika

V průběhu čtvrtého čtvrtletí ve většině světových ekonomik došlo k výraznému zpomalení tempa růstu, nebo dokonce i mírnému poklesu HDP. Zpomalení souviselo s opětovným zaváděním proti-pandemických opatření v Evropě a v Severní Americe, která měla podle dat za 4Q 2020 menší vliv, než předpokládala většina ekonomických prognóz (včetně prosincových predikcí ECB a FED). Dopady proti-pandemických opatření na průmysl byly výrazně nižší, než na jaře 2020, přičemž zasažen byl především sektor služeb. V roce 2021 v mnoha zemích mírně klesají počty nově nakažených (na rozdíl od situace v ČR), zřejmě i vlivem postupující vakcinace v nejvíce ohrožených skupinách obyvatelstva. První země (Izrael) začaly s rozvolňováním proti-pandemických opatření, zároveň pokračuje fiskální expanze (vládní výdaje na podporu postižených ekonomických subjektů i obyvatelstva) a uvolněné monetární politiky centrálních bank (pokračující nákupy finančních aktiv), které podporují ekonomický růst. Pozitivní nálada v ekonomice bude podpořena i hodnotami růstu HDP (na roční bázi) v prvním

pololetí roku 2021 vlivem nízké statistické základny z první vlny pandemie v roce 2020. Rizikem zůstává vliv nových mutací na vývoj pandemie v době, kdy vakcinace není zdaleka ukončena.

Finanční trhy bez ohledu na zpomalení ekonomik v 4Q 2020 a s pozitivním výhledem na rok 2021 pokračovaly v rychlému růstu. Značné rozpočtové deficity a nákupy finančních aktiv centrálními bankami zvyšují inflační očekávání a zájem o riziková aktiva na úkor bezpečných aktiv s nízkými výnosy (obligace s vysokým ratingem / nízkým výnosem do splatnosti). Při zachování současných podmínek bude pokračovat tlak na ceny rizikových finančních aktiv, bez ohledu na jejich nesoulad s reálným výkonem ekonomik. Fiskální konsolidace, normalizace monetární politiky nebo výrazný růst dlouhodobých reálných úrokových sazeb by mohl stávající situaci změnit. Načasování a realizace nepopulárních kroků ze strany vlád nebo centrálních bank je velmi nejistá, jejich realizace v krátkém horizontu je však nepravděpodobná.



Základní makroekonomická data / svět

HDP

USA – HDP za 4Q se nacházelo na úrovni **+1,0 % q/q**, pokles HDP za rok **2020 -3,5 %**

Eurozóna – HDP Eurozóny za 4Q 2020 se nacházelo na úrovni **-0,6 % q/q** (-5,0 % y/y), pokles HDP za rok **2020 -6,8 %**

	2021	2022
HDP – predikce FED¹	4,2 %	3,2 %
HDP – predikce ECB²	3,9 %	4,2 %

¹ Predikce z prosince 2020, další aktualizace v březnu 2021, predikce k 4Q na bázi y/y

² Predikce z prosince 2020, další aktualizace v březnu 2021, predikce k 4Q na bázi y/y

Inflace

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

Eurozóna – spotřebitelská inflace se v lednu 2021 nacházela na úrovni **0,9 % y/y**

	2021	2022
PCE y/y – predikce FED	1,8 %	1,9 %
Inflace y/y – predikce ECB	1,0 %	1,1 %

PMI – Purchase Manager Index

Ekonomická aktivita ve výrobních sektorech je na vzestupu, dopad pandemie Covid-19 v Evropě se projevuje především ve službách, kde indikátor PMI naznačuje výrazný pokles (na rozdíl od USA). PMI ve výrobním sektoru v ČR je nad úrovní v Eurozóně a velmi blízko úrovni Německa (57,1).

Markit PMI – 01/2021

	Markit PMI Composite	Markit PMI Manufacturing	Markit PMI Services
USA	58,7	59,2	58,3
Eurozóna	47,8	54,8	45,4
ČR		57,0	

(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 I.2021), zveřejněna po zasedání bankovní rady ČNB v únoru 2021
- Nejvýraznější změna oproti prognóze z listopadu 2020 – snížení predikce hodnoty směnného kurzu EUR/CZK v roce 2021 na 25,80 (snížení o 80 hal.) a v roce 2022 na 24,90 (snížení o 1 korunu)
- Hlavním rizikem prognózy jsou delší proti-pandemická opatření v ČR i v zahraničí a z toho plynoucí zhoršení finanční situace firem a domácností

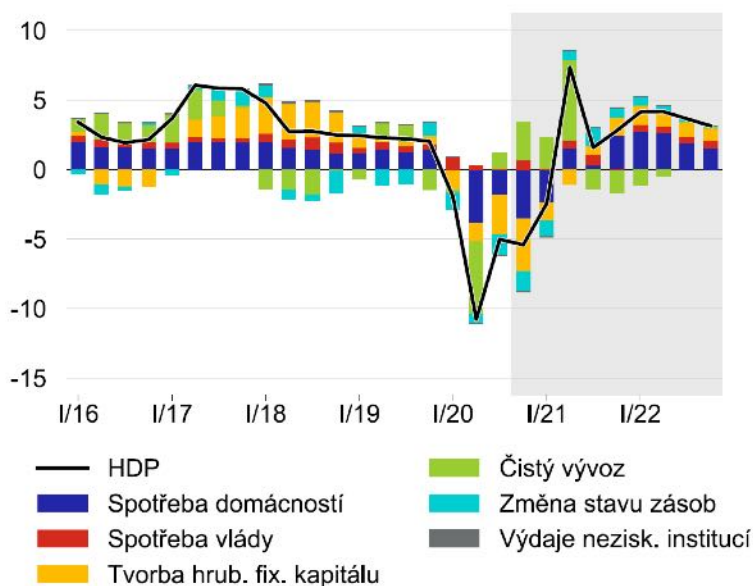
Základní predikce vývoje ČNB

	2021	2022
Celková inflace	2,0	2,2
HDP	2,2	3,8
Průměrná nominální mzda	5,2	3,3
Měnový kurz (CZK/EUR)	25,8	24,9
Úroková sazba 3M PRIBOR (v %)	0,7	1,5

HDP

- Základní scénář ČNB očekává po poklesu HDP v roce 2020 (první odhad ČSÚ -5,0%) návrat k růstu HDP v roce 2021 ve výši 2,0 % a v roce 2022 ve výši 2,2 %
- Menší dopady restriktivních opatření na zpracovatelský průmysl než na jaře 2020 budou podporovat růst HDP (vliv nízkého statistického základu), obchod a služby budou postupně přispívat ke zlepšení situace až po uvolnění restriktivních očekávaných v druhém pololetí 2021, stimulační vliv expanzivní fiskální politiky bude naopak v průběhu roku 2021 postupně vyprchávat
- Dosažení úrovně HDP z konce roku 2019 se předpokládá až na konci roku 2022

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

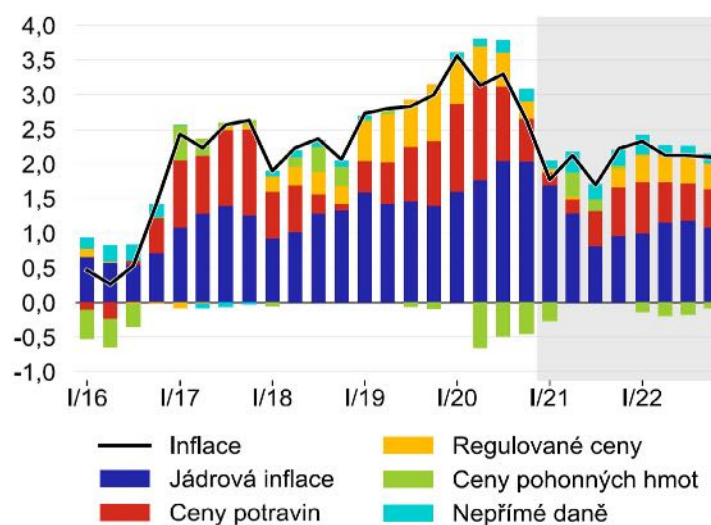


Česká republika

Inflace

- Inflace v lednu 2021 poklesla na úroveň **2,2 %** a přiblížila se inflačnímu cíli ČNB (2%)
- Inflace se bude v roce 2021 pohybovat blízko inflačního cíle ČNB, dezinflační tlaky spojené s dopady pandemie budou postupně odeznívat (opětovný růst cen potravin, růst cen paliv a energií) na druhé straně bude inflace tlumena posilováním směnného kurzu
- Základní predikce ČNB předpokládá inflaci v roce 2021 na úrovni **2,0 %**, respektive **2,2 %** v roce 2022

Struktura inflace a její prognóza

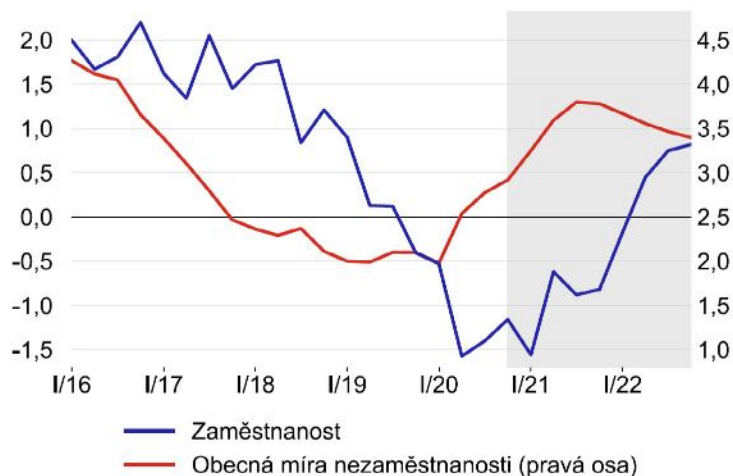


Graf: ČNB

Trh práce

- Celková zaměstnanost se bude v roce 2021 snižovat a míra nezaměstnanosti bude narůstat až do poloviny roku 2021 i přes vládní programy na podporu zaměstnanosti
- Růst mezd v tržních odvětvích (na rozdíl od netržních odvětvích) v letošním roce výrazně zrychlí na úroveň okolo 5,2 % vlivem přijatých daňových změn (posun výplaty odměn z 4Q 2020 na 1Q 2021), bez vlivu jednorázových efektů se očekává utlumená mzdová dynamika až do konce roku 2022

Prognóza trhu práce



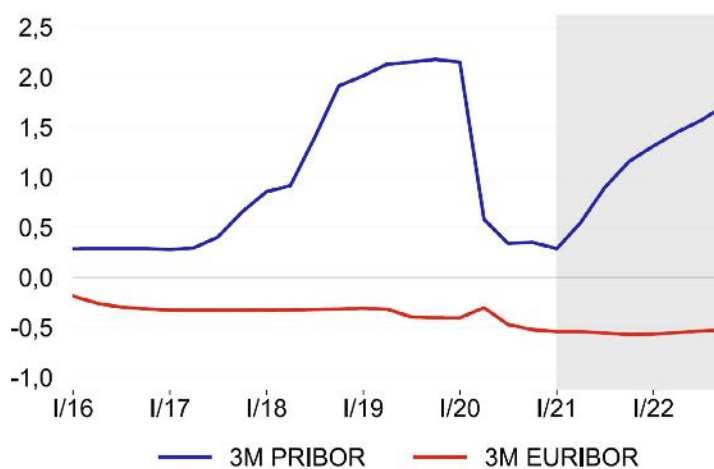
Graf: ČNB

Česká republika

Úrokové sazby

- Repo sazba ČNB (**0,25 % p.a.**) se podle prognózy udrží na současných úrovních do poloviny příštího roku, v druhé polovině roku 2021 prognóza předpokládá postupné zvyšování repo sazby ČNB (průměrná repo sazba ve 4Q 2021 **1,06 % p.a.**)
- Bankovní rada vyhodnotila nejistoty a rizika nové prognózy jako výrazné a vychýlené ve směru pomalejšího odeznívání pandemie, než jaké očekává prognóza. S tímto vývojem by souvisela potřeba držet delší dobu uvolněné monetární podmínky. Finanční trh očekává výrazně pomalejší normalizaci úrokových sazeb než prognóza analytického teamu ČNB

Prognóza úrokových sazeb

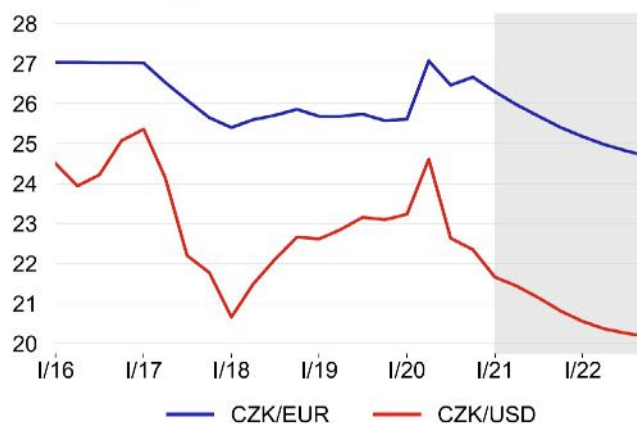


Graf: ČNB

Směnné kurzy

- Předpověď směnného kurzu pro 1Q 2021 je v základní prognóze na úrovni EUR/CZK **26,30** – více než procento nad úrovní směnného kurzu EUR/CZK v polovině února 2021
- Koruna by měla na horizontu celé prognózy setrvale posilovat. Směnný kurz EUR/CZK by se ve 4Q 2021 měl nacházet na úrovni **25,40** a ve 4Q 2022 na úrovni **24,70**

Prognóza měnového kurzu



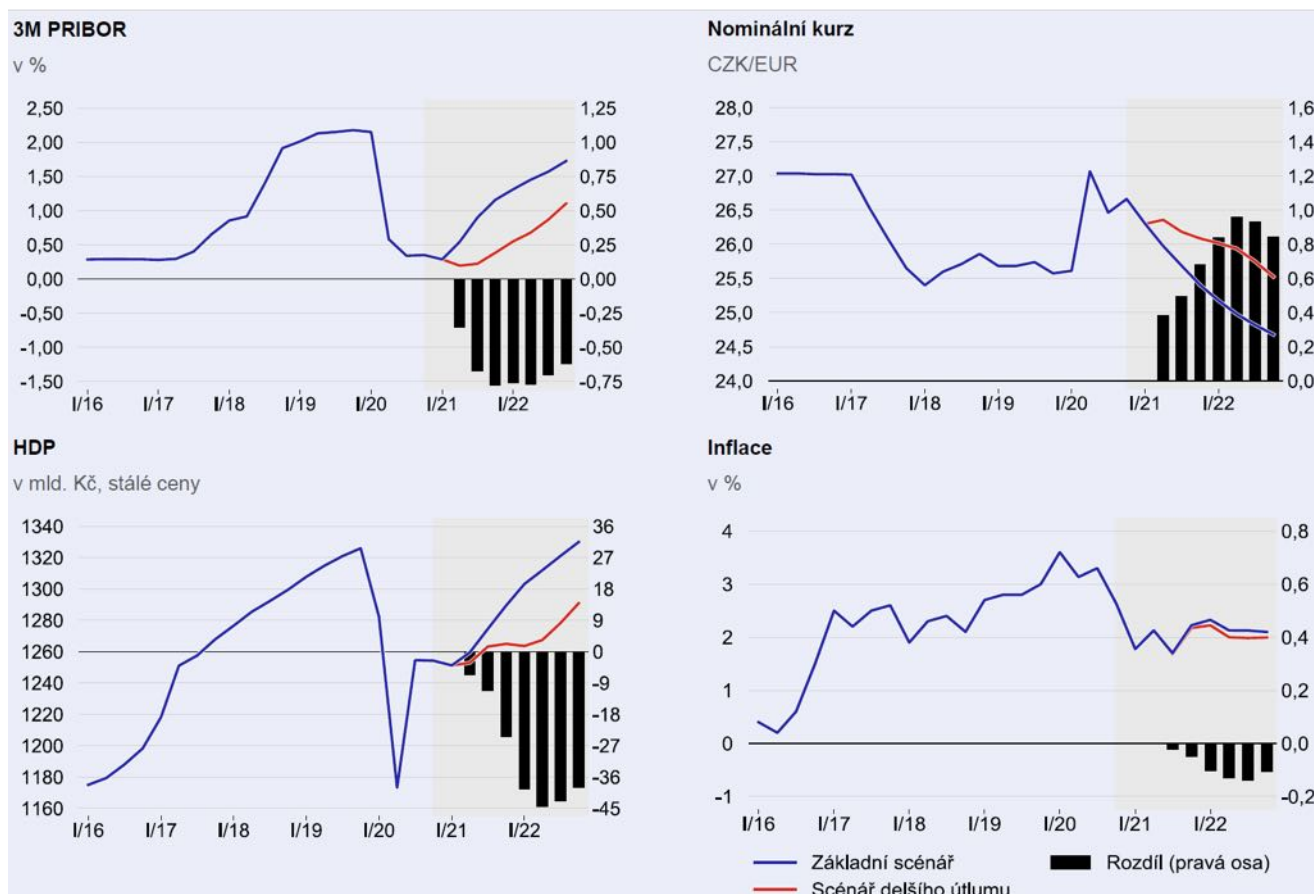
Graf: ČNB

Scénář delšího útlu vlivem pandemie

- Předpokládá delší průběh pandemie Covid-19 od 2Q 2021 s většími negativními dopady na průmysl a vývoj ekonomiky ČR a Eurozóny
- Nižší zahraniční poptávka by se projevila zejména utlumenější dynamikou zahraničního obchodu a nižší domácí aktivitou. V tomto scénáři by se inflace pohybovala na nižších úrovních a potřeba uvolněnějších monetárních podmínek by znamenala stabilitu repo sazby ČNB na současných úrovních a slabší kurz koruny

Scénář stability sazeb

- Na žádost Bankovní rady ČNB byl vypracován scénář, který předpokládá ponechání úrokových sazeb na současných úrovních do konce roku 2021, což ve výstupech modelu analytiků ČNB vede k dosažení horního pásma inflace při obdobném růstu HDP a o něco slabší hodnotě měnového kurzu EUR/CZK (vlivem nižšího úrokového diferenciálu)
- Hodnocení aktuálních podmínek (jejich souladu s předpoklady prognózy analytického týmu ČNB) a nastavení úrokových sazeb v ekonomice, je plně v kompetenci Bankovní rady ČNB

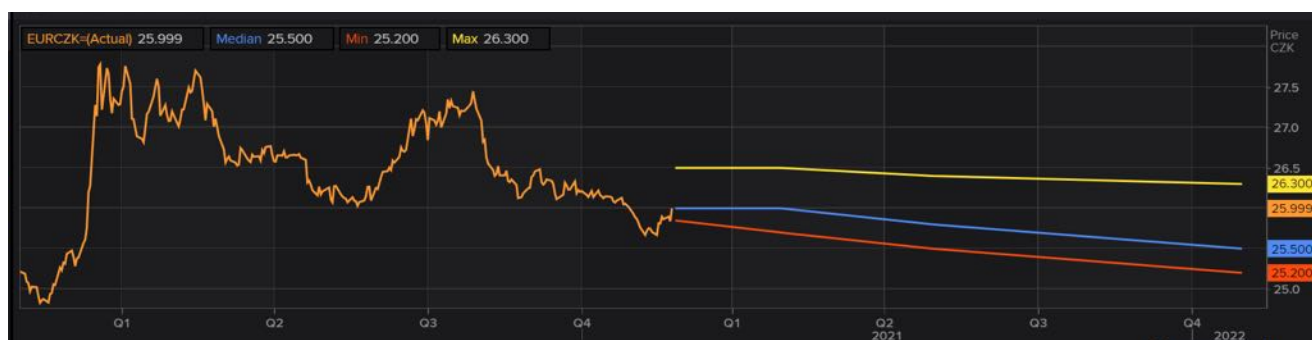


Finanční trhy

Směnný kurz EUR/CZK

- Predikce finančních analytiků v anketě Reuters FX Poll ze 04/02/2021 předpokládají v souladu se základním scénářem ČNB posilování směnného kurzu EUR/CZK v průběhu roku 2021 – medián odhadu EUR/CZK 25,50 na konci ledna 2022

Reuters FX Poll 04/02/2021



Data: Refinitiv

Česká koruna dále do poloviny února posilovala a dostala se až na úroveň okolo 25,65 vlivem:

- příznivého sentimentu na finančních trzích a obecně pozitivním výkonem rizikových aktiv
- příznivé obchodní bilance ČR, exportní výkonnost českého průmyslu na konci roku 2020 nebyla pandemií výrazně zasažena, zatímco import do ČR se nacházel v poklesu

V souladu s prognózou ČNB i finančních analytiků lze v dlouhodobém horizontu očekávat postupné posilování CZK. Poklesy cen rizikových aktiv na finančních trzích nebo zprávy o nepříznivém vývoji pandemie/vakcinace (zpoždění, nízká účinnost) budou působit na kurz EUR/CZK v opačném směru a způsobovat korekce posilujícího trendu CZK.



Finanční trhy

Úrokové sazby

- Krátkodobé úrokové sazby jsou blízko historických minim (v ČR i v zahraničí) a významné centrální banky (FED, ECB) ve svých výhledech nepředpokládají v brzké budoucnosti jakékoliv zvýšení základních úrokových sazeb
- Inflační očekávání jsou po propadu v 1Q 2020 na setrvalém vzestupu a společně s potřebou financování deficitního hospodaření států jsou příčinou zvyšování dlouhodobých nominálních úrokových sazeb na finančních trzích, v případě dalšího růstu nelze vyloučit i zákrok některých centrálních bank (obdoba programu Bank of Japan – kontrola výnosové křivky)
- Vzhledem k tomu, že fiskální konsolidace je v nejbližším období nepravděpodobná, tak tlaky na strmější výnosovou křivku budou přetrvávat
- Repo sazba ČNB zůstává na úrovni **0,25%**, její růst je konzistentní s prognózou ČNB. Daňové úpravy na konci roku 2020 a další náklady související s nepříznivým vývojem pandemie v ČR zvyšují deficit státních financí a podporují růst dlouhodobých úrokových sazeb (výnos státních obligací se splatností 10 let na úrovni 1,60 %)

Hodnota CZK úrokového swapu se splatností deset let



Data: Refinitiv

Finanční trhy

Akciové trhy

- Akciové trhy pokračují v růstu a dosahují nových historických maxim, podporovány fiskálními stimuly a kvantitativním uvolňováním centrálních bank, podíl velkých technologických firem FAANG na růstu indexů je výrazně nižší než v 1H 2020
- Odhady EPS na rok 2021 (S&P 500) nedosahují úrovní očekávaným před začátkem pandemie, investoři jsou více odkázáni na nejisté budoucí kapitálové zisky (sentiment převažuje nad fundamentálními hodnotami)
- Větší míra úspor obyvatelstva (vládní podpůrné programy, nižší výdaje na služby) a dostupnost obchodních platforem pro drobné investory (Robinhood, Etrade) přispívá k vyšší participaci drobných investorů na akciovém trhu (která se projevuje růstem nejenom na akcích Gamestop)

Vývoj akciového indexu MSCI World



Data: Refinitiv

Finanční trhy

Kreditní marže

- Kreditní marže obchodované na finančních trzích se, i přes nepříliš příznivé fundamentální faktory, nacházejí na úrovních blízkých stavu před vypuknutí pandemie v roce 2020

Kreditní marže portfolia 125 evropských společností s investičním ratingem



Data: Refinitiv



Kontakty

Mazars s.r.o.

Pobřežní 3

International Business Center

186 00 Praha 8

Tel. +420 224 835 730

Fax: +420 224 835 799

Více informací na:

www.mazars.cz

www.mazars.com

mazars