

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Hrozí Minského moment?

ČR ČNB ukončila rok 2021 dalším překvapením

EMU ECB začíná snižovat nákupy dluhopisů

USA Fed vyslal jestřábí signál

www.ppfbanka.cz

leden 2022

Magdalena Středová, Luboš Mokráš

2022



Kliknutím na
kapitulu v obsahu
se přesunete na její
počátek. Tato šipka na
dalších stranách vás
vrátí zpět na obsah.

Letos budou podle našeho názoru ve středu pozornosti centrální banky. Proč, to ukázala už loni svým razantním obratem ČNB. Na konci roku začal obracet i Fed a nelze vyloučit, že nakonec bude vývojem inflace donucen obrátit podobně razantně jako ČNB, což by mělo podstatné dopady na finanční trhy i globální ekonomiku.

Hrozí Minského moment?

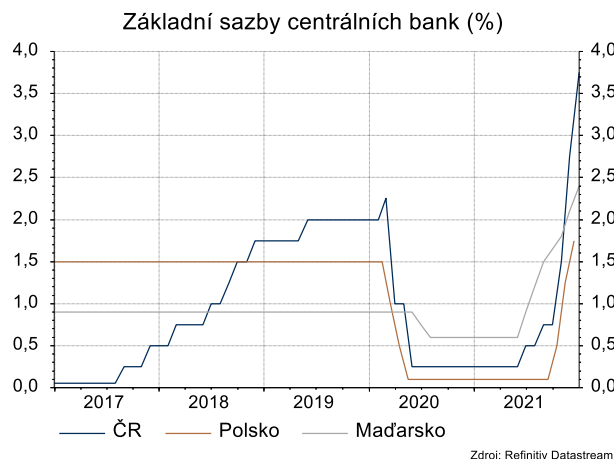
Po prudkém propadu v roce 2020 přinesl loňský rok stejně prudké oživení. Zotavení světové ekonomiky bylo podstatně rychlejší, než tomu bylo po globální recesi vyvolané hypoteční krizí v roce 2009. Světová ekonomika se sice rychle přiblížila k úrovni před pandemií, ale přetrvávala řada problémů. V první řadě pandemie neskončila. Očkování sice pomohlo zmírnit její zdravotní dopady a vlády podstatně lépe zvládaly dávkování nezbytných restrikcí, ale počet obětí zůstal vysoký a ekonomické dopady značné. Účinnost očkování zeslabil jeho pomalý náběh v řadě rozvíjejících se ekonomik a neochota části populace dát se očkovat v řadě vyspělých států. Z ekonomického hlediska byl nejpodstatnější vliv široce založeného narušení dodavatelsko-odběratelských vztahů, jež způsobilo nerovnováhu poptávky a nabídky a výrazné inflační tlaky. Do roku 2022 tak vstupujeme s globálně vysokou inflací, což je podstatný kontrast proti až příliš nízké inflaci z předchozího desetiletí. Centrální banky jsou nuceny reagovat a právě jejich reakce a její důsledky budou podle našeho názoru tématem tohoto roku. Jak reálná ekonomika, tak finanční trhy se za deset let stihly přizpůsobit permanentně extrémně nízkým sazbám a přebytku likvidity. Nečeká je po ukončení zdánlivě nekonečné stimulace nepřijemná kocovina?

Bude rok 2022 bodem zlomu?

Z makroekonomických parametrů poutala v roce 2021 největší pozornost inflace, protože se nakonec ukázala jako největší problém. To, že inflace bude kvůli kombinaci bazického efektu a jednorázových dopadů pandemie vysoká, bylo jasné už na začátku roku. Otázkou bylo, zda bude toto zvýšení pouze přechodné nebo půjde o začátek delší epizody. Centrální bankéři převážně věřili (a někteří ještě stále věří) v přechodnost a podle toho také vypadaly měnové politiky hlavních centrálních bank. Prioritou byla podpora zotavení hospodářství, vyšší inflace byla dokonce vítaná, protože hlavním centrálním bankám umožnila po letech dosáhnout jejich inflačních cílů. Situace se postupně začala měnit v průběhu druhého pololetí a především ke konci roku. Jakýmsi předskokanem byla naše ČNB, která si poměrně brzy uvědomila, že není na co čekat, a začala razantně zvedat sazby. Faktkem je, že k tomu měla

specifické důvody: sazby utahovala už před pandemií kvůli velmi napjaté situaci trhu práce, vysokému využití kapacit,

Ve střední Evropě už sazby rychle rostou. Hlavní centrální banky však vyčkávají.



růstu cen nemovitostí a nájmu a cenovým tlakům ve službách. Z hlavních centrálních bank zvedla koncem roku sazby Bank of England, Fed zahájil ve čtvrtém čtvrtletí ukončování kvantitativního uvolňování a počítá se zvyšováním sazeb v letošním roce a ECB sice ukončí mimořádnou podporu ekonomiky v době pandemie, ale stále si myslí, že na utahování měnové politiky je příliš brzy.

Důvodem, proč je inflace větším problémem, než s jakými centrální banky počítaly, je především výrazný nesoulad mezi poptávkou a nabídkou způsobený primárně problémy nabídkové strany. Vínou za nízkou inflaci v uplynulém desetiletí nesla slabá poptávka, kterou bylo nutné neustále stimulovat. Nabídková strana ekonomiky byla díky kombinaci několika faktorů (hlavně globalizace a technologického pokroku) schopna pružně reagovat na vývoj poptávky a globálnímu finančnímu systému se dařilo efektivně alokovat zdroje a podporovat tak neustále se zvyšující produkci statků. Určité problémy se v tomto době fungujícím systémem objevily už před pandemií. Asi nejvýraznějším byla obchodní válka mezi USA a Čínou vyvolaná snahou prezidenta Trumpa zamezit růstu čínského ekonomického a politického vlivu. Zpochybnila všeobecnou výhodnost globalizace a dá se říci, že následný test, kterému světový ekonomický systém podrobila pandemie, v zásadě potvrdil, že způsob globalizace z posledních třiceti let nebyl nejšťastnější. Jako největší problém se ukázala přílišná koncentrace produkčních kapacit, a to především právě v Číně. Dalším problémem globálního ekonomického systému je komplikovaná logistika citlivá na šoky. Nemusí jít zrovna o pandemii, stačí, aby do soukolí světového obchodu spadlo zrno písku v podobě lodi uváznulé v Suezském průplavu, a



celé soukolí se začne zadrhávat. Komplikované jsou také produkční řetězce. Finální výrobky jsou závislé na množství subdodávek a k dokonalosti vypracovaný systém minimalizace zásob just-in-time způsobuje, že jakákoliv komplikace se šíří systémem a narušuje jeho perfektní funkci. Už před pandemií se proto začalo mluvit o deglobalizaci, diverzifikaci produkčních kapacit, robustnějších dodavatelsko-odběratelských řetězcích i návratu produkčních kapacit zpět do vyspělých států. Pandemie a její dopady na světovou ekonomiku tyto už tak existující tendence jen urychlí.

Vedle nesouladu nabídky a poptávky přispívá ke zvýšení inflace ještě jeden důležitý faktor. Stejně jako aktuální problémy na nabídkové straně existovaly víceméně latentně už před pandemií, existoval i tento druhý problém. Na rozdíl od problémů nabídkové strany ho pandemie ovlivnila jen relativně málo, jeho naléhavost je spíše koincidence. Jde o problém ochrany životního prostředí, který nazrával dlouhá léta. Snaha chránit životní prostředí má za následek logický růst produkčních nákladů, a tedy i konečných cen produktů. Pandemie, s ní spojená nejistota a logistické problémy určitě přispěly ke zvýraznění už jasně existujícího problému, ale na rozdíl od problémů nabídkové strany, které pravděpodobně budou postupně vyřešeny, bude tento faktor působit dlouhodobě.

Centrální banky se tak ocitly v nezáviděníhodné pozici kombinující extrémní nejistotu, historickou neobvyklost, urgenci a velká rizika. Jak vypadají důsledky podceněné inflace, se přesvědčily Spojené státy na přelomu sedmdesátých a osmdesátých let. Pandemie stále není plně zvládnuta, takže hrozí, že situaci na nabídkové straně budou zhoršovat další komplikace. S tímto efektem se původně vůbec nepočítalo, pandemie měla jen oslabit poptávku, a tedy působit protiinflačně. Zároveň jak centrální banky, tak vlády pokračují v setrvačné snaze stimulovat ekonomiky. Tyto politiky v posledních deseti letech vedly k obrovskému růstu bilancí centrálních bank, konzervovaly státní dluhy na vysokých úrovních a nesly s sebou také riziko „zombifikace“, a tedy zneefektivnění ekonomik. Existuje tedy silný konflikt mezi nutností stabilizovat ekonomiky a zabránit vzniku katastrofické inflační spirály a moderní operandi centrálních bank a vlád z posledních deseti let. Tento konflikt bude podle našeho názoru tématem letošního roku a to, jak se ho podaří nebo nepodaří vyřešit, rozhodne jak o stavu reálných ekonomik, tak o stavu finančních trhů.

ČR: Nová vláda se bude snažit o fiskální konsolidaci, ČNB bude pokračovat v utahování měnových podmínek.

Česko vstupuje do nového roku s novou pravicovou vládou, která plánuje rozpočtově odpovědnější politiku. To je ale asi jediný protiinflační faktor, který bude pomáhat ČNB v jejím boji proti rostoucím cenám. Dalšímu růstu cen na

počátku roku se česká ekonomika nevyhne, a to nejen kvůli rostoucím cenám energií. Kam až ČNB sazby zvýší, bude záležet na aktuálním vývoji. Nejpravděpodobnější se jeví scénář, že se základní repo sazba vyšplhá na 4,5–5 %. ČNB věří, že agresivním zvyšováním sazeb dokáže ukotvit inflační očekávání a že bude moci již ve druhé polovině roku sazby začít snižovat. Podle našeho názoru je ale inflačních faktorů celá řada, a sazby tak bude ČNB muset udržet na vysokých úrovních déle, než ukazuje aktuální prognóza. Ve druhé polovině roku by však inflace měla zmiřňovat, a to nejen díky restriktivní měnové politice, ale i díky vysoké srovnávací základně.

Co se týká reálné ekonomiky, tu by měla i nadále táhnout především spotřeba domácností. Situace na straně nabídky by se měla postupně také vylepšovat a s ní i zahraniční obchod, který ve druhé polovině loňského roku snižoval celkový růst. To jsou důvody, které by měly stát za akcelerací oživení české ekonomiky v roce 2022. Očekáváme růst okolo 4 %, čímž by se ekonomika měla dostat nad předpandemickou úroveň. Další oživení ale bude limitované zejména nedostatkem pracovníků, trh práce bude stejně jako před pandemií velice napjatý.

EMU: Ekonomiku by měla i nadále podporovat superuvolněná měnová politika.

ECB na rozdíl od Fedu nebo ČNB stále věří, že inflace je pouze dočasný fenomén, který není třeba krotit utahováním měnové politiky. I když v letošním roce budou nákupy dluhopisů v rámci kvantitativního uvolňování přeci jen méně štědré, než jakých jsme byli svědky v loňském roce, měnová politika i nadále zůstane superuvolněná. Ke zvyšování sazeb letos s největší pravděpodobností nedojde.

I když riziko pandemie není zdaleka zažehnané, zdá se, že již nehrozí plošné uzavírky a ekonomiky eurozóny by měly pokračovat v oživení. Situace na trhu práce je relativně dobrá, což by nadále mělo podporovat soukromou spotřebu. Také očekávané obnovení turistického ruchu by mělo zvýšit spotřebu, zejména v sektoru služeb. Naopak vysoké ceny energií, i když čekáme jejich stabilizaci, budou na soukromou spotřebu působit negativně. Obrat na nabídkové straně ekonomiky může přinést obnovení dodávek některých komponent, jako například čipů, které v loňském roce výrazně limitovaly průmyslovou produkci. Domníváme se, že situace se v tomto ohledu bude zlepšovat spíše až ve druhé polovině letošního roku. Celkově očekáváme růst reálné ekonomiky v letošním roce kolem 4 %.

USA: zpřísnění měnové politiky Fedu a volby do Kongresu

Problémy nabídkové strany se při silné poptávce, dané kombinací uspokojování odložené spotřeby, stimulů a úspor z období nižších útrat během pandemie, se v



minulém roce stále více a více promítaly do růstu inflačních tlaků, a tedy i do inflace. Inflaci zároveň zvyšoval bazický efekt způsobený propadem poptávky zejména ve druhém čtvrtletí minulého roku. Fed předpokládal, že většina růstu inflace je přechodná a že po období jejího růstu přijde postupný pokles a návrat k jeho cíli. Ukázalo se však, že problémy nabídkové strany jsou a budou trvalejší. Řadu z nich, například nedostatek čipů znemožňující kompletaci řady produktů, například automobilů, nelze vyřešit rychle. Trvá také nerovnováha na trhu práce, Fed se přitom stále snažil co nejrychleji dostat míru nezaměstnanosti na hodnoty před pandemií. Koncem roku však Fed připustil, že vyšší inflace nemusí být dočasná, začal s ukončováním kvantitativního uvolňování a letos plánuje zvyšovat sazby. Ke konci roku byl zřetelný posun jestřábím směrem a podle našeho názoru tento posun může pokračovat i v letošním roce. Takže se můžeme dočkat výraznějšího a rychlejšího zvýšení sazeb, než nyní Fed indikuje. Právě tempo a rozsah růstu sazeb přitom budou klíčové nejen pro americkou ekonomiku a finanční trhy, ale také globálně.

Výhled ekonomiky z hlediska růstu vypadá dobře, mělo by pokračovat oživování po pandemii a postupně by se měla zlepšovat situace v dodavatelsko-odběratelských vztazích. Ekonomika by si tak měla udržet solidní tempo růstu. Důležitý bude vývoj inflace. Ta by měla zpomalovat, a to poměrně výrazně díky zmizení bazického efektu a některých jednorázových dopadů pandemie. Trh práce by se měl přiblížit plné zaměstnanosti. Pokud by však inflace zůstávala příliš vysoko příliš dlouho anebo se začaly projevovat tendence ke vzniku inflační spirály, byl by to pro ekonomiku velký problém.

Na podzim se budou konat volby do Kongresu, při kterých bude zvolena část senátorů a celá Sněmovna reprezentantů. Dosavadní výkonnost demokratické administrativy není nijak oslňující, kromě špatně načasovaného stimulu toho reálně zatím moc nezvládla. Plány má veliké (infrastrukturální projekty, podpora rodin), jejich realizaci by jí však mohla hodně zkomplikovat ztráta většiny v Kongresu. Vývoj popularity prezidenta činí alternativu ztráty většiny minimálně v Senátu reálnou. Volby do Kongresu budou mít jen malý přímý vliv na letošní rok, ale budou hodně důležité pro příští dva roky.

Rozvíjející se trhy ohrožuje přechod k růstu sazeb, ale i rivalita mezi USA a Čínou

Napětí mezi Čínou a USA bude jedním z klíčových témat letošního roku, protože se úzce dotýká aktuálně akutního problému nedostatku některých subdodávek. Dá se očekávat pokračující snaha o realokaci výroby z Číny, ale také stále zřetelnější dělení sfér vlivu mezi USA a Čínou s ekonomickými dopady. Hrozící finanční nestabilita v Číně související především se situací v sektoru rezidenčních nemovitostí by velmi pravděpodobně měla globální dopady, i když ne tak silné jako hypoteční krize v USA.

Tématem roku pro rozvíjející se trhy však pravděpodobně bude zejména vývoj měnové politiky v USA. Rozvíjející se trhy jsou na zvedání sazeb velmi citlivé, citlivější než samotná americká ekonomika. Nejdůležitějším faktorem je ovlivnění finančních toků. Vyšší sazby v USA ubírají rozvíjejícím se trhům na atraktivitě, dochází k poklesu přílivu kapitálu či dokonce k jeho odlivu. To má negativní vliv na měny rozvíjejících se států, nutí je to zvedat sazby, a tedy snižovat růst vlastních ekonomik, což dále omezuje jejich atraktivitu. Vyšší sazby také tlumí ekonomickou aktivitu ve vyspělých státech a omezují ji tak i globálně. V extrémním případě se může stát, že dojde až ke vzniku krize rozvíjejících se trhů. Riziko takové eventuality v příštím roce však vidíme jako nízké. Poučeny asijskou krizí z konce devadesátých let se většinou rozvíjející se státy chovají velmi zodpovědně a nezměnily se to ani v průběhu pandemie. Výjimkou je Turecko, kde neortodoxní ekonomická politika prezidenta Erdogana vedla k vysoké inflaci a volnému pádu měny. Riziko náklady dalších trhů však není velké.

Dluhopisové trhy budou sledovat především centrální banky

Pro dluhopisový trh bude klíčová interakce mezi kroky centrálních bank a vývojem inflačních očekávání. Dokud bude trh věřit, že centrální banky inflaci zvládnou, mohou zůstat dlouhé konce výnosových křivek relativně nízké, protože trh bude očekávat, že se na nízké úrovni poměrně brzy vrátí i sazby. Pokud by se trh začal obávat, že centrální banky inflaci nezvládnou a budou nuceny přistoupit k dramatickému a dlouhodobějšímu zvyšování sazeb, mělo by to vést k podstatnému nárůstu dlouhých konců výnosových křivek. Taková varianta je ovšem značně riziková, protože může vést k destabilizaci finančních trhů a může mít také tvrdé dopady na zadlužené subjekty, což je v dnešním světě kdekdo od států přes společnosti po spotřebitele. Taková situace by vedla ke skládání účtů za deset let extrémně uvolněné měnové politiky a toto účtování by nebylo pěkné. Krátký konec výnosových křivek bude sledovat centrální banky. Pokud by se odhodlaly po vzoru naší ČNB k razantnímu potlačení inflace, mohly by se křivky dostat do inverze, což by vyvolalo obavy z recese.

Česká republika a její dluhopisový trh jsou z hlediska obratu v měnové politice centrální banky hodně napřed. Letos tak pravděpodobně projdeme vrcholem cyklu zvyšování úrokových sazeb a ČNB počítá s tím, že by je letos mohla začít i snižovat. Záležet samozřejmě bude na tom, zda se podaří zkrotit inflaci. Podle našeho názoru je dobře možné, že sazby budou muset zůstat na vysokých úrovních déle, než ČNB nyní předpokládá, protože jednou vypuštěnému džinovi inflace se nebude chtít vracet zpět do amfory. Pro náš dluhopisový trh bude samozřejmě klíčový vývoj měnové politiky a inflace. Vedle toho však bude hodně záležet i na vývoji politiky hlavních světových



centrálních bank, který bude ovlivňovat úrokový diferenciál, a tedy atraktivitu našich dluhopisů pro zahraniční investory. Důležité také bude, jaké budou finanční nároky státu, a tedy objemy emitovaných dluhopisů, a jak bude nová administrativa postupovat při jejich uspokojování z hlediska časování emisí a také profilu jejich splatnosti. Podle našeho názoru je pravděpodobný další růst výnosů. Jeho rozsah, tempo a také tvar výnosové křivky jsou však velmi nejisté.

Stabilita akciových trhů bude záviset na vývoji měnové politiky Fedu

Přes extrémní šok způsobený pandemií v posledních dvou letech vydržel u akcií růstový trend, který byl jen relativně krátce, i když výrazně, přerušen ostrou korekcí po začátku pandemie. K zastavení propadu akciových trhů tehdy výrazně přispěl Fed. Otázkou dne je, zda obrat v jeho měnové politice vynucený rychlým růstem cen nepovede k něčemu horšímu, než byla krátká ostrá korekce na jaře 2020. Testem bude už oznámené a poměrně rychlé ukončení kvantitativního uvolňování, které by samo o sobě mělo přispět ke snížení přebytku likvidity ve finančním systému. Faktem je, že Fed není v podobné situaci poprvé. Kvantitativní uvolňování ukončil a sazby zvedl až nad 2 % už ve druhé polovině minulého desetiletí. Akciové trhy to tehdy přečkaly bez problémů jak díky dobrému stavu ekonomiky, tak díky polštáři likvidity, která zůstala ve finančním systému. O likviditu letos, přes počínající utahování měnové politiky, nemusíme mít obavy, poněkud horší by to mohlo být se stavem ekonomiky. Klíčovým rizikem je možnost, že Fed bude nucen přistoupit k mnohem tvrdšímu obratu ve své měnové politice, než se kterým nyní počítá trh, a to povede k obavám z recese, šokové reakci a panice na trzích. Problémem je v této souvislosti zejména vysoké ocenění akcií, ale také možnost, že dojde k výraznému růstu výnosů dluhopisů a následně odlivu prostředků z akcií do dluhopisů. Trh uvyklý na stabilní dlouhodobý růst se může chovat v nezvyklých podmínkách nevypočitatelně. Pokud by se však podařilo „měkké přistání“ a Fed zvládl inflaci bez nutnosti dramaticky utahovat měnovou politiku, mohly by akciové trhy pokračovat v růstovém trendu taženém zlepšující se výkonností ekonomiky, a tedy rostoucími zisky společností, a podporovaném stále silnou likviditou.

Dolar by měl zůstat silný

V loňském roce se naše očekávání ohledně vývoje kurzu eura k dolaru nenaplnila. Čekali jsme mírné posílení eura, místo toho poměrně výrazně posílil dolar. Důvodem byl především nečekaně rychlý obrat v měnové politice Fedu, ale roli hrál i horší průběh pandemie v Evropě než v USA. ECB na druhou stranu zůstává alespoň ve své rétorice stabilní a počítá s udržení extrémně nízkých sazeb po celý letošní rok. Proti euru mohly v závěru roku působit i některé specificky regionální faktory, především

problémy s dodávkami energie a prudký růst její ceny, což zhoršuje vyhlídky ekonomiky. Ve prospěch dolaru hrály v posledních měsících, a nadále by měly hrát, i technické faktory jako je momentum. Dolar by tak měl zůstat silný, protože faktory, které mu pomohly, budou přetrvávat minimálně v prvních měsících letošního roku. Pokud by vývoj makroekonomických parametrů naznačoval rychlejší a výraznější utahování měnové politiky v USA, mohl by dolar ještě dále posílit. Kurz však bude hodně citlivý i na vývoj postoje ECB. Pokud by také byla nucena k obratu k utaženější měnové politice, mohlo by to naopak vyvolat obrat v trendu. V minulosti se opakovaně ukázalo, že je trh na utaženější měnovou politiku ECB hodně citlivý, takže by její obrat mohl převážit nad utahováním v USA. Trhy budou průběžně reagovat na zveřejňované makroekonomické parametry, ze kterých budou usuzovat na chování centrálních bank. K volatilitě může přispět i geopolitika a případné další problémy způsobené pandemií.

Také koruna by měla mírně posílit

V loňském roce se naše očekávání ohledně vývoje kurzu koruny naplnila. Koruna během roku 2021 posílila, i když s četnými výkyvy, o 4 % a trend posilování by měl podle našeho názoru pokračovat. Atraktivitu koruny by měl i nadále zvyšovat úrokový diferenciál, který ČNB rozšiřovala během minulého roku. Vzhledem k tomu, že ČNB není ještě se zvyšováním sazeb u konce a zároveň ECB se nechystá k razantnějším krokům, měl by se úrokový diferenciál rozšiřovat i nadále. Naopak případný zhoršený vývoj pandemie může zvýšit rizikovou averzi na trhu, což je obecně pro korunu negativní faktor. Vyšším ziskům koruny může bránit i překoupenost z dob kurzového závazku. Úrokový diferenciál je ale podle našeho názoru aktuálně velice atraktivní, a věříme proto v posilování české měny. Náš základní scénář počítá s kurzem koruny na konci letošního roku okolo 24 EUR/CZK.

Ceny komodit by se měly stabilizovat

Ceny řady komodit prošly v loňském roce obdobím silného růstu. Způsobila to koincidence oživení poptávky po ukončení politiky přísných restrikcí v řadě ekonomicky důležitých států a problémů na nabídkové straně souvisejících s dozníváním vlivu restrikcí a pandemického šoku. Jinak řečeno – oživení poptávky mělo mnohem rychlejší náběh (částečně i díky rozpočtové stimulaci) než oživení nabídky. Koncem roku však už převládala tendence k poklesu cen komodit s tím, jak se postupně znovu rozbíhala jejich produkce, ale také s tím, jak slábla nejsilnější poptávková vlna. Existují ovšem specifické výjimky a nejvýznamnější z nich je zemní plyn v Evropě. Kombinace vyšší spotřeby kvůli chladnějšímu jaru, výpadků dodávek a nedostatečně rychlého doplňování zásob vedla k napjaté situaci a prudkému růstu jeho ceny. Plyn je přitom



klíčově důležitý nejen jako energetická, ale i chemická surovina. Na stabilitě a dostupnosti plynu do značné míry závisí i zelené politiky v EU, protože zemní plyn je v dohledné budoucnosti nenahraditelným zdrojem pro výrobu elektrické energie, zejména v obdobích špičkové spotřeby a nedostatečné produkce z obnovitelných zdrojů (vítr a slunce). Cena plynu tak bude pro Evropu důležitou proměnnou ovlivňující jak její ekonomickou výkonnost, tak inflaci.

Kombinace pouze pomalého zvyšování produkce kartelu OPEC+, praktické stagnace produkce v USA a rychlého oživení spotřeby vedla k tlaku na růst cen ropy po většinu minulého roku. Konec roku přinesl silnou korekci vyvolanou především šířením omikronu a následnými dopady na spotřebu především v letecké dopravě. OPEC+ a USA navíc ve výši produkce prakticky dohnaly poptávku a k poklesu ceny přispělo i uvolnění strategických rezerv několika států. Letos by mohla být cena ropy stabilnější než loni, ale existuje několik rizik, která mohou způsobit, že tomu tak nebude (např. pandemie). Dále existuje řada geopolitických rizik (Rusko a Střední východ, především Írán), která mohou vést v případě zhoršení k prudkým výkyvům ceny ropy. Cenu ropy mohou ovlivnit i centrální banky. Pokud budou muset kvůli inflaci brzdit výrazněji ekonomiky, podepíše se to na spotřebě, a tím pádem i ceně ropy.

Cena zlata se v loňském roce udržela relativně vysoko. Odolala jak zvýšení výnosů, tak především poměrně výraznému posílení dolaru. Příčinou může být obava z rizik a snaha držet část investic ve fyzickém aktivu u části investorů. Vzhledem k tomu, že v kontextu finančních trhů je trh se zlatem poměrně malý, stačí na podporu ceny zlata i poměrně malý díl z investic. Vývoj ceny zlata by se tak v letošním roce měl odvíjet především od toho, nakolik reálná budou rizika podstatného zhoršení vývoje ekonomiky anebo nestability finančních trhů. Pokud vše půjde dobře, ekonomiky se budou dále stabilizovat po pandemickém šoku a centrální banky zvládnou ubrzdit inflaci bez toho, aby přivedly hospodářství do recese, pak by cena zlata měla relativně výrazně klesnout. Pokud však bude svět směřovat do krize, bude to cenu zlata podporovat.

A nakonec rizika...

Stejně jako loni zůstává důležitým obecným rizikem pandemie. Očkování sice její průběh alespoň částečně utlumilo, ale kombinace mutací a neochoty části populace nechat se očkovat brání jeho plné úspěšnosti. Zásadní narušení chodu světového hospodářství, jaké jsme zažili na jaře 2020, je sice už nepravděpodobné, ale problémy může pandemie působit i nadále.

Daleko větším rizikem však letos bude test schopnosti centrálních bank a vlád udržet ekonomickou rovnováhu a stabilitu finančních trhů. Nestabilitou hrozí především vývoj inflace. Fed už připustil, že jeho předchozí vyjádření o její

přechodnosti nebyla úplně namístě. Na vině je především nečekaně velký a trvalý problém na nabídkové straně ekonomiky vyplývající především z pandemickým šokem narušených dodavatelsko-odběratelských vztahů. Situaci by měla pomoci postupně chladnoucí poptávka (vyčerpávající se úspory z dob tvrdých pandemických restrikcí, uspokojování odložené spotřeby) a také lepší situace na straně nabídky. Přesto trvají silná rizika. V USA jde konkrétně o přehřáté trhy práce a nemovitostí, v Evropě pak o dopady energetické krize. Při tom všem mají jak USA, tak EU ambiciózní plány v infrastruktuře, ekologizaci hospodářství i v sociální oblasti. A zadlužení je jak v USA, tak v EU na nepříjemně vysoké úrovni, což bude v případě vynuceného zvyšování sazeb hodně cítit. Do toho všeho máme ještě po letech růstového trendu vysoce ohodnocené akcie a zároveň dluhopisy, jejichž výnosy jsou stále na historicky velmi nízkých úrovních (i přes inflační šok). Aby toho nebylo málo, v záloze ještě máme geopolitická rizika, z nichž největší je asi napětí mezi Západem a Čínou, ale ani napětí mezi Západem a Ruskem nebo Íránem nelze podceňovat. Tím se na úplný závěr dostáváme ke klíčové otázce z titulu našeho speciálu. Vydrží finanční trhy kumulaci tlaků? Nepřijde další šok, poslední kapka, která spustí obávaný proces kolapsu finanční páky? Budeme letos svědky Minského momentu?



Česká inflace nepřestává překvapovat vyššími a vyššími hodnotami a ČNB se snaží razantními kroky utvrdit trhy o kredibilitě inflačního cíle. Celkově za rok 2021 ČNB zvýšila základní repo sazbu o 3,5 % a v letošním roce bude zvyšování sazeb ještě pokračovat.

Ekonomická aktivita

Oživení české ekonomiky stále táhne spotřeba domácností. Poslední říjnové statistiky dokonce překonaly tržní očekávání, když v meziročním vyjádření po sezónním očištění vzrostly o úctyhodných 7,2 %. To je za situace rostoucích cen i zhoršující se epidemiologické situace velice dobrý výsledek, stále ale tržby v maloobchodě zůstávají za předpandemickým trendem. Optimismus navíc kazí segment automobilů, kde tržby klesají hlavně kvůli nedostatečné nabídce, i sektor služeb, kde zaostává naopak poptávka.

Příznivě v říjnu překvapila i průmyslová výroba. V porovnání se stejným obdobím minulého roku sice poklesla o 5,1 %, což bylo ale méně, než očekával trh. Vzhledem k říjnové odstavce Škoda Auto není překvapením, že za poklesem průmyslové produkce stála výroba aut (z meziročního růstu ubrala 6,8 pb), naopak průmysl bez automobilové výroby je již nad předpandemickými úrovněmi. A automobilový průmysl stojí i za deficitem zahraničního obchodu, na kterém se jednoznačně promítá chybějící vývoz osobních automobilů a na druhé straně silná domácí poptávka, která zvyšuje dovozy.

Inflace a centrální banka

Inflace je stále na vzestupu. V listopadu se dostala na 6 %, což je nejvyšší hodnota za posledních 8 let. Historická maxima opět překonala i jádrová inflace, která se vyšplhala na 7,8 %. A byla to právě jádrová inflace, která stála za odchylkou skutečných hodnot a poslední prognózy ČNB, která čekala celkovou inflaci na 4,9 %, jádrovou na 6,2 %. Přitom inflace ještě zdaleka není na svém vrcholu. Díky

dočasně zrušené DPH na energie se současný růst cen energií začne do inflace promítat se zpožděním. Podle propočtů ČSÚ by inflace bez snížené DPH byla v listopadu 7%. Na začátku příštího roku tak inflace zřejmě znovu překoná prognózy ČNB, která vrchol inflace předpokládá na 6,9 % v prvním čtvrtletí příštího roku, ale inflace by se mohla dostat spíše k 8 %.

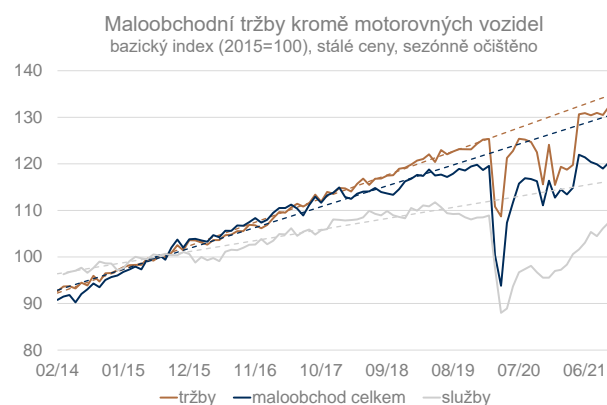
Na sílící inflační rizika zareagovala na svém posledním zasedání v roce 2021 ČNB, když zvýšila dvoutýdenní repo sazbu o 1 pb na 3,75 %. Tento razantní krok byl poměrně překvapivý. Podle poslední prognózy měly sazby letošního roku končit na hodnotách mezi 3,0–3,25 %. Inflace sice oproti prognóze překvapila směrem vzhůru, rychlejší bylo zvyšování mezd a zároveň koruna zůstávala oproti prognóze slabší, což vedlo k posunu očekávání směrem k rychlejšímu růstu sazeb, než implikovala prognóza, ale nikoliv o tolik rychlejšímu. Komentáře centrálních bankéřů vedly nás i trh k přesvědčení, že dojde ke zvýšení o 75 bb. Navíc vyznění prosincového zasedání se neslo v jestřábím duchu. Na otázku ohledně vývoje sazeb guvernér Rusnok řekl, že je zřejmé, že za současné situace bude muset ČNB posunout sazby výrazně nad hranici 4 %. Příští prognóza podle jeho slov přinese znatelné zvýšení inflačního výhledu na kratším horizontu. Zároveň ČNB zůstává optimistická, co se týká návratu inflace k cíli, který by se měl uskutečnit na přelomu let 2022/23.

Jak vysoko se příští rok sazby vyšplhají, je těžké odhadnout. Komunikace členů bankovní rady nebyla vůči trhům poslední dobou jednoznačná. To, že na počátku příštího roku inflace nadále poroste, je jediná jistota, kterou nyní máme. A zdá se, že i když centrální bankéři věří v její návrat k cíli, jsou ochotni tuto svou víru podpořit dalším výrazným zvyšováním sazeb. Z dnešního pohledu se tak 5% repo sazba nejeví jako nedosažitelná meta.

Rizika

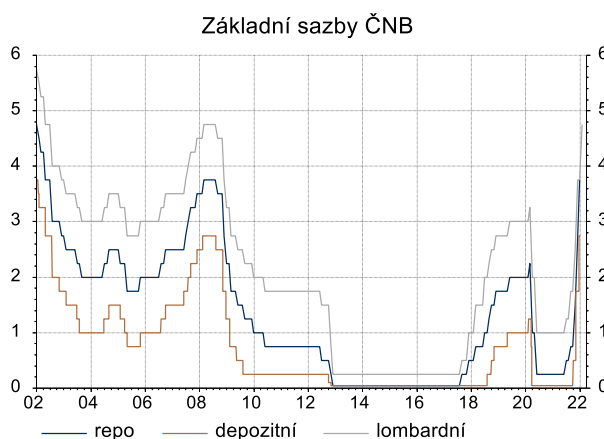
Inflační rizika trvají a může je zhoršit případná další vlna pandemie. Riziko pro oživení reálné ekonomiky představuje restriktivní politika ČNB.

Maloobchodní tržby rostou nad očekávání, ale stále nedohrnaly předpandemický rostoucí trend.



Zdroj: ČSÚ

Akcelerující inflace nutí ČNB k dalšímu zvyšování sazeb.



Zdroj: Refinitiv Datastream

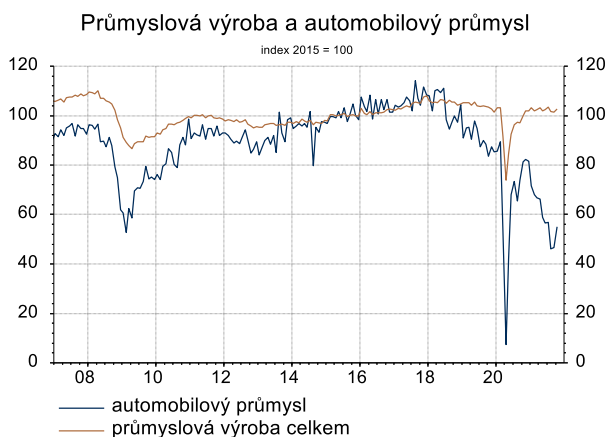


Ekonomiky eurozóny aktuálně charakterizuje zvýšená inflace, zpomalování ekonomického oživení, ale i přijímání restrikcí kvůli další vlně epidemie. ECB opatrně přistupuje k postupnému útlumu v kvantitativním uvolňování.

Ekonomická aktivita

Epidemická situace se v některých zemích eurozóny po zavedení restrikcí vylepšila (Rakousko) a mohlo dojít k určitému uvolnění restrikcí, naopak jinde se situace zhoršuje (Itálie) a dochází ke zpříšňování. Obecně ale restrikce nejsou tak přísné a lze očekávat pokračování v ekonomickém oživení, i když nižším tempem. Tomu odpovídají i měkké indikátory. Kompozitní index nákupních manažerů PMI pro eurozónu v prosinci opět poklesl z listopadových 55,4 na 53,3, nejnižší hodnotu od března loňského roku. Průměrné PMI pro 4. čtvrtletí se tak dostalo na 54,3 bodu, což ukazuje na poměrně výrazné zpomalení růstu oproti 3. čtvrtletí s průměrným kompozitním PMI na hodnotě 58,4. Přes výrazně menší restrikce se nová vlna covidu na ekonomické aktivitě přeci jen promítá. Na druhou stranu PMI stále zůstává nad předpandemickými hodnotami, oživení ekonomiky by tak podle tohoto předstihového indikátoru mělo pokračovat, i když pomalejším tempem. Prosincové zpomalení bylo způsobeno zhoršenou situací v sektoru služeb, na kterém se negativně podepsala opatření proti novému šíření epidemie covidu-19. Naopak růst zpracovatelského průmyslu zůstává vysoký navzdory určitému poklesu nových objednávek. Růstu indexu napomohla expanze v samotné výrobě díky jistému zlepšení situace v dodavatelsko-odběratelských řetězcích. Ta se v jednotlivých zemích liší. Pokles byl koncentrován do Německa a jižního křídla EMU, zatímco situace ve Francii zůstává relativně příznivá.

Výroba automobilů zůstává brzdou celého průmyslu, ale situace se přeci jen pozvolna zlepšuje.



Inflace a centrální banka

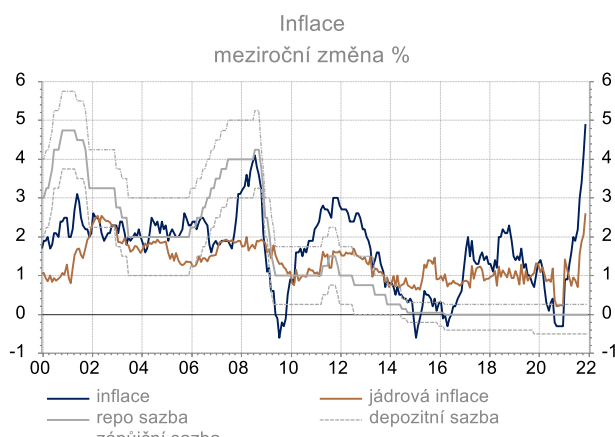
V listopadu jak celková, tak jádrová inflace překonala historická maxima. Celková inflace se vyšplhala na 4,9 %, a to především kvůli cenám energií, které přispěly k celkovému růstu 2,6 pb. Služby přispěly 1,2 pb a zboží pouze 0,6 pb. Spolu s celkovou inflací ale nad očekávání vzrostla i jádrová inflace (2,6 %), což je sice historicky nejvyšší hodnota, ale ne tak vysoká, aby nutila ECB k podstatnějším změnám měnové politiky. ECB na prosincovém měnověpolitickém zasedání oznámila, že od nového roku začne se snižováním objemů nákupů v rámci kvantitativního uvolňování, zároveň si ale nechává dostatečný prostor, aby mohla v případě nepříznivé situace měnovou politiku opět uvolnit. Se snižováním objemů nákupů v rámci programu PEPP začne ECB již v prvním čtvrtletí příštího roku, zároveň program PEPP v březnu skončí. S koncem programu PEPP dojde ale k navýšení objemů nákupů dluhopisů v programu APP. Konkrétně pouze na 40 mld. EUR měsíčně ve 2Q a 30 mld. EUR ve 3Q, poté bude pokračovat v současném objemu 20 mld. EUR, tedy zdaleka nebude kompenzovat PEPP. Co se týká sazeb, ECB v tomto ohledu svou rétoriku nemění, k jejich zvýšení dojde až po ukončení kvantitativního uvolňování, pravděpodobně na přelomu roku 2023/24. S koncem programu PEPP končí i nákupy řeckých dluhopisů. ECB je ale připravena použít flexibilitu a nakupovat řecké dluhopisy nad rámec reinvestic splatných dluhopisů v rámci PEPP. Zároveň si ECB nechává otevřené všechny možné cesty.

Zveřejněna byla i nová prognóza, která výrazně zvyšuje výhled inflace pro rok 2022, zároveň předpovídá návrat inflace pod inflační cíl v roce 2023. Dočasnost inflačních tlaků tak stále zůstává hlavním scénářem, přičemž rizika jsou značná.

Rizika

Rizikem pro eurozónu zůstává pandemie covidu-19. Další riziko představují vyšší a déletrvajících inflačních tlaků.

Celková i jádrová inflace trhá historické rekordy, zvyšování sazeb je přesto v nedohlednu.

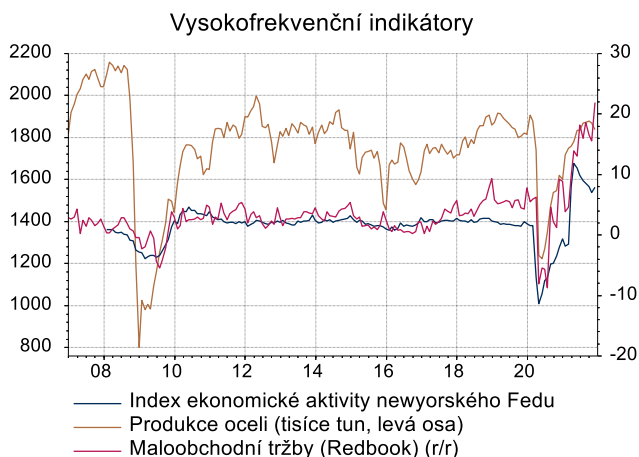


Ekonomické trendy z předchozích měsíců zůstaly v prosinci bez změny. Konjunkturální indexy byly v silné expanzi, kterou neohrozily ani obavy z možných negativních dopadů varianty omikron covidu-19. Trh práce se i nadále vyznačoval přebytkem poptávky po pracovní síle nad nabídkou a klesající mírou nezaměstnanosti. Osobní spotřeba zůstala silná, i když průběh předvánočních nákupů byl netypický. Průmyslová výroba si udržela solidní tempo, i když ji stále brzdily problémy v dodavatelsko-odběratelských vztazích. Vysoká stále zůstává inflace. Fed stále zřetelněji mění kurz jestřábím směrem.

Ekonomická aktivita

Po zlepšení v předchozích měsících přírůstek zaměstnanců v listopadu opět zklamal. Namísto očekávaných 550 000 pracovních míst jich bylo obsazeno pouze 210 000. Zároveň opět narostl počet neobsazených pracovních míst a vrátil se k historickým maximům. Míra nezaměstnanosti přitom klesla ze 4,6 % na 4,2 %, více než se čekalo. Při tom všem zároveň stoupla míra participace na pracovní síle z 61,6 % na 61,8 %. Jak ISM nevýrobní, tak výrobní se udržely na velmi silných úrovních, které by měly indikovat silnou expanzi ekonomiky. Nové objednávky tuto sílu ekonomiky potvrzují, zároveň to s sebou nese velmi silné tlaky na růst cen. Subindexy zaměstnanosti jsou sice v expanzi (tedy nad 50), ale ve srovnání s ostatními subindexy jen mírné. Maloobchodní tržby po velmi silném růstu v předchozím měsíci zaostaly za očekáváním. Vysvětlením je patrně urychlení předvánočních nákupů kvůli obavám z růstu cen. Průmyslová produkce si přes problémy v dodavatelsko-odběratelských vztazích udržuje solidní tempo, i když objednávky zboží dlouhodobé spotřeby na konci prosince naznačily možné zpomalování tempa růstu investic.

Ekonomika zůstává silná.



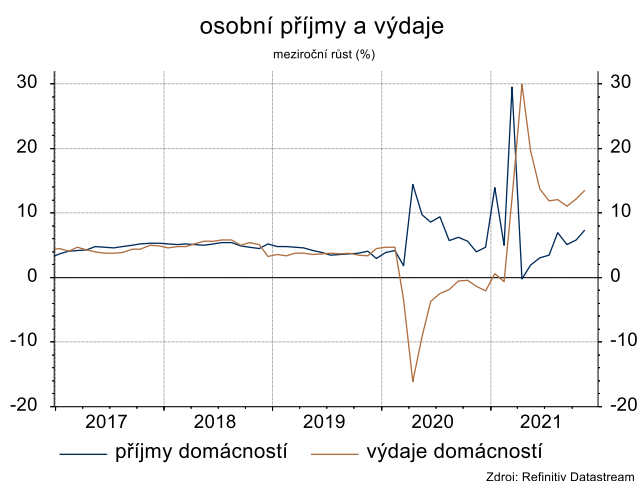
Inflace a centrální banka

Jak celková, tak jádrová inflace v listopadu dále zrychlily, nepřekonalily však tentokrát tržní odhad. U celkové inflace nadále hraje velkou roli benzín, to by se však s poklesem cen ropy mělo brzy zlepšit. Zvýšená je také inflace u potravin. U jádrové inflace začíná být více cítit růst nájmu. Kvůli velmi rychlému růstu cen nemovitostí lze u této z hlediska váhy ve spotřebním koši velmi významné položky čekat další zrychlování, což bude Fedu komplikovat kročení inflace. Růst cen je však široce založený, stále ještě přetrvávají jednorázové dopady ekonomického šoku způsobeného pandemií, zároveň existují cenové tlaky související s problémy nabídkové strany ekonomiky. Jednorázové efekty pandemie by sice měly v průběhu prvního pololetí postupně slábnout, což by mělo vést ke zmírnění inflace, ale stále zůstane dost cenových tlaků, která ji udrží výrazně nad cílem Fedu. Vedle cen nemovitostí zůstává velkým rizikem vznik mzdově cenové inflační spirály. Fed v prohlášení po posledním zasedání FOMC vypustil charakteristiku zvýšení inflace jako přechodné a naopak přidal zmínku o problémech nabídkové strany ekonomiky. Obrat jestřábím směrem byl jednoznačně učiněn, klíčovou otázkou nyní je, jak bude rychlý a jak moc bude muset Fed zvýšit sazby, aby předešel destabilizaci ekonomiky a inflačního systému.

Rizika

Zdá se, že varianta omikron by přes svou velmi vysokou nakažlivost nemusela způsobit zásadněji problémy ve vyspělých státech. Covid přesto zůstává důležitým rizikem. Nejvýznamnějším rizikem letošního roku však bude vývoj postupu centrálních bank ve zvládnutí zvýšené inflace. Prvních několik měsíců nového roku by mohlo naznačit, zda dochází ke kumulaci inflačních tlaků a další akceleraci inflace. Pokud by tomu tak bylo, hrozí ostré utahování sazeb ve stylu ČNB se zásadními dopady jak na reálnou ekonomiku, tak na finanční trhy.

Hlavním zdrojem růstu je vysoká osobní spotřeba.



EUR/USD

Kurz v prosinci přešel po předchozím výrazném posílení dolaru do postranního trendu kolem 1,13. Fundamentálně je situace pro dolar stále příznivá díky jednoznačnému posunu Fedu jestřábím směrem, vyšší inflaci v USA ve srovnání s EU, která je navíc strukturálně nebezpečnější kvůli daleko výraznějšímu růstu cen zboží. Konsolidaci na konci roku však považujeme za přirozenou. Kurz se ještě v první polovině září pohyboval kolem 1,185, takže posílení dolaru bylo skutečně výrazné. Na začátku příštího roku by mohlo dojít k obnovení tlaku na posilování dolaru, obzvláště pokud budou z USA nadále přicházet makroekonomické údaje potvrzující silné inflační tlaky. Dolaru by měla nahrávat i averze vůči riziku, která by měla být zvýšená kvůli zhoršení pandemie (varianta omikron). Nepředpokládáme však nějak dramatické posílení dolaru, prostor pro zisky by měl být už poměrně omezený.

EUR/CZK

Poslední měsíc roku 2021 byl pro korunu úspěšný. Podařilo se jí smazat veškeré listopadové ztráty způsobené obavami z další vlny pandemie. Lepší se pandemická situace ale náladu na trhu v prosinci zvedla a koruna postupně posilovala. Konečný impuls získala po posledním zasedání ČNB, která opět překvapila větším než očekávaným zvýšením základní repo sazby, tentokrát o 1 pb na 3,75 %. Navíc jestřábí vyznění tiskové konference, které předjímá další zvyšování sazeb výrazně nad 4 % v letošním roce, pomohlo koruně k dalším ziskům, a pokořila dokonce hladinu 25 EUR/CZK, kterou má ČNB ve své prognóze na 4Q 2021.

Počátek letošního roku by mohl být pro korunu příznivý. Podporovat by ji měl výrazný úrokový diferenciál, který by se v 1. čtvrtletí měl vůči euru dále rozšiřovat. Náš hlavní scénář počítá s dalším zvyšováním českých sazeb a stagnací eurových, kde ECB stále věří v dočasnost inflačních tlaků. Podle prognózy ČNB by se kurz koruny vůči euru na konci letošního roku měl pohybovat okolo 24. Tento výhled podporuje vysoký úrokový diferenciál, zároveň velkým rizikem zůstává epidemie, která může trhy výrazně znervózňovat a korunu i přes její úrokovou atraktivitu oslabit.

Dluhopisy

Výnosy desetiletých dluhopisů jak v USA, tak v EMU byly v prosinci v rozkolísaném postranním trendu. Americký desetiletý dluhopis se většinu času držel lehce pod 1,5 %, ale prošel dvěma hlubokými propady k 1,35 %. Ty souvisely s objevením varianty omikron covidu-19 a obavami z jejich ekonomických dopadů a s volatilitou typickou pro blížící se konec roku. Přestože Fed jednoznačně otočil jestřábím směrem, spustil poměrně rychlé ukončení kvantitativního uvolňování a počítá se

zvyšováním sazeb, zůstává výnosová křivka poměrně v klidu. Soudě podle jejího vývoje předpokládá trh poměrně rychlé zvládnutí zvýšené inflace bez toho, aby musel Fed výrazněji utahovat měnovou politiku. Tento názor je ovšem silně diskutabilní. Podle našeho názoru může stačit poměrně málo, aby došlo k výraznému přehodnocení výhledu a razantnímu posunu výnosové křivky nahoru. Tato eventualita je podle našeho názoru nejdůležitějším rizikem pro dluhopisový trh v letošním roce a může mít značné dopady jak na finanční trhy, tak na reálnou ekonomiku a celkově stabilitu ve světě. Německý desetiletý výnos kolísal v poměrně malém rozmezí po většinu měsíce, až na konci roku se ostře vydal na vyšší úroveň. ECB přitom do značné míry drží konzistentní měnovou politiku, ukončení mimořádného programu PEPP podle plánu se dalo očekávat. Prezidentka ECB na rozdíl od prezidenta Fedu Powella nijak nemění svoji rétoriku a ECB nepočítá s tím, že by v letošním roce zvýšila sazby. Výrazný pohyb výnosové křivky směrem nahoru je tak v EMU méně pravděpodobný než v USA. Přesto je potřeba počítat s postupným driftem výnosů směrem nahoru už kvůli tomu, že německé výnosy jsou stále na většině křivky záporné. Pokud by v USA došlo k přecenění křivky, stáhlo by to s sebou alespoň částečně i Evropu. Případná destabilizace trhů by také měla vést k zvětšení rozdílu mezi německými a periferními výnosy.

Česká výnosová křivka se v prosinci posunula dále nahoru a zároveň se také zvětšil její záporný sklon. V prvním prosincovém týdnu ještě pokračoval pomalý pokles výnosů z druhé poloviny listopadu. Poté však došlo k poměrně ostrému růstu, když trh vzal do úvahy přirostující se rétoriku členů bankovní rady ČNB a začal počítat s výraznějším růstem sazeb. Přestože ČNB nakonec dodala o něco větší než očekávané zvýšení sazeb a na tiskovce guvernér signalizoval další růst sazeb, výnosy už reagovaly jen poměrně omezeně. Další vývoj bude hodně záviset na tom, jak velký vyvolají české výnosy zájem mezi zahraničními investory. Úrokový diferenciál zejména vůči německým dluhopisům je už nyní určitě velmi lákavý, navíc by agresivní přístup ČNB měl zajistit poměrně rychlé zvládnutí inflace, a tedy i možnost, že výnosy ze svých aktuálních úrovní relativně brzy (tedy v horizontu 9 až 12 měsíců) mohou začít klesat (což s sebou nese kapitálový zisk). Zároveň existuje solidní šance, že by koruna v tomto časovém horizontu mohla posílit. České státní dluhopisy však mají konkurenci v podobě polských a maďarských, které také nabízejí atraktivní výnosy. Důležitá je také otázka časování. ČNB plánuje pokračovat ve zvyšování sazeb, a to ještě relativně výrazně. To může vést zahraniční investory k vyčkávání na ještě vyšší výnosy. V neposlední řadě je od nákupu českých dluhopisů mnohou odrazovat rizika, například možnost, že utahování měnové politiky Fedu povede k tlaku proti rozvíjejícím se trhům. Růst sazeb v USA a případný růst místní výnosové



křivky by také snížil atraktivitu českého trhu. Pro české investory jsou po dlouhém pústu nízkých výnosů současné úrovně určitě atraktivní. Otázkou je, zda budou mít dost prostředků na to, aby zabránili dalšímu citelnému růstu dlouhého konce výnosové křivky v případě, že zahraniční investoři neprojeví o český trh větší zájem. Růst krátkého konce křivky, a tedy další zvýšení její strmosti, bude čistě závislé na tom, kam až se dostane ČNB se sazbami. Dalším důležitým faktorem bude emisní politika ministerstva financí. Nepůjde jen o emitovaný objem a rozložení aukcí v čase, ale také o strukturu splatností emitovaných dluhopisů. Nejistot je tedy opravdu hodně, přesto se dá odhadnout, že riziko leží na straně dalšího růstu výnosů. Jen jeho rozsah a časování jsou velmi nejisté.

Akcie

Varianta omikron covidu-19, jestřábí Fed, vysoká inflace, geopolitická napětí, nic z toho evidentně nedokáže americkým akciím zabránit v dosahování nových a nových historických maxim. Jobova zvěst dokáže vyvolat maximálně relativně mírnou a krátkou korekci, trh se oťese a jede dál na nová a nová maxima. Žádný strom ovšem neroste do nebe, takže je jen otázka času, kdy se dočkáme podstatnějšího a dlouhodobějšího poklesu. Navzdávající tomu především ohodnocení akcií, které je u mnoha společností nastaveno nerealisticky optimisticky. Fed už zastaví přifukování likviditního polštáře a přejde ke zvyšování sazeb, přitom existuje řada rizik včetně stále hrozící pandemie. Více než kdy jindy platí, že akcioví investoři tančí na sopce, která může každou chvíli vybuchnout. Podobných varování samozřejmě zaznělo v posledních letech už mnoho, tentokrát však čelíme kombinaci vysoké inflace a fundamentálně nadhodnoceného trhu, což znamená, že pokud trh začne padat, bude mít Fed omezený prostor pro házení záchranné sítě. Na jaře 2020 nebyl problém spustit další kolo kvantitativního uvolňování, v roce 2022 by to však problém byl.

Pražské burze se v prosinci dařilo a pokračovala v dobré výkonnosti z předchozích měsíců. V prosinci však byla skupina tahounů pouze úzká. Lví podíl na růstu indexu měl ČEZ, který těží z vysokých cen elektrické energie. Přispěly také Erste Bank a Komerční banka, kterým zase pomohla ČNB zvýšením sazeb, a tedy vyššími zisky z úrokových výnosů. Cena ostatních společností se změnila pouze mírně. Nejvíce ztrácel VIG, i zde šlo ale pouze o kosmetický pokles.

Pražská burza zažila vloni jeden z neúspěšnějších roků ve své historii. Index PX, co se výkonnosti týče (+38 %), překonal takové velikány jako NASDAQ (+20%), DOW (+22 %) i S&P (+27 %) nebo v Evropě DAX (+15 %). PX index se dostal na nejvyšší hodnoty od roku 2008. Trvalo tak celých 13 let, než se index vrátil na svoje hodnoty po finanční krizi. Za růstem stojí především akcie

společnosti ČEZ, Erste, KB a České Zbrojovky. ČEZ přidal silných +60 %, naopak nejhorší byla emise O2 +7 %.

V lednu bude hodně záležet na tom, jak začnou světové trhy. Pokud by se dostavil lednový efekt, velmi pravděpodobně by se k růstu připojila i pražská burza. Opět lze čekat především příspěvek od prosincových tahounů. Pokud by však světové trhy začaly opatrně nebo dokonce netypickým poklesem, mohlo by dojít k vybírání zisků i v Praze, a to především u firem, které loni rostly nejvíce.

Kredit

Prosinec se na dluhopisovém trhu nesl ve vánočním optimistickém duchu. Téměř všechny hlavní světové indexy měřící kreditní marže poklesly, a zlepšily tak podmínky financování soukromých společností. Nejvyšší poklesy zaznamenaly nejrizikovější (high yield) spready, které poklesly v Evropě a USA o 40–50 bb. Investiční stupeň pak vykázal zisky pouze v řádech bazických bodů.

Avšak nenechme se ukolébat pro letošní rok. Obecná rizika trhů jsme pro letošek uvedli již několikrát a je pravděpodobné, že se výrazně budou projevovat do korporátních dluhopisů. Tento průsak očekáváme tím větší, čím je rizikovější instrument, a tak i drobná zvýšení na amerických či německých státních dluhopisech mohou generovat silné reakce na high-yield instrumentech. Specificky v eurozóně nejspíše zvýší výnosy plán ECB na postupné omezení nákupu korporátních dluhopisů. Konkrétně se od Q2 2022 bude nakupovat pouze 38 mld. euro měsíčně, což je poloviční objem oproti minulému roku.

V České republice byl dluhopisový rok výjimečný. Došlo totiž k rekordnímu objemu úpadků, a to nejen u nechvalně známých podlimitních dluhopisů, ale i u větších emitentů v řádech miliard korun.

Nicméně i prosinec přinesl nové instrumenty zavedených emitentů. CPI znovu vydala eurobond, tentokrát pouze 100 mil. euro s výnosem +190 nad swapovou sazbou. Fio banka pak lákala investory na MREL dluhopis, 5%, se splatností 2027 a objemem 600 mil. Kč. Jak jsme již upozorňovali, tento typ cenného papíru budeme v nabídce bank potkávat stále častěji.

Komodity

V prosinci se cena ropy stabilizovala a v průběhu měsíce mírně narostla. Dočasně cenu prudce srazily obavy z ekonomických dopadů varianty omikron covidu-19. Na ropu také působily obecné výkyvy nálady na finančních trzích. Konkrétně trh s ropou by bývaly měly ovlivnit očekávaný pokles spotřeby kvůli výrazným omezením letecké dopravy a zároveň postupně rostoucí produkce. Ropě to však příliš nevadí a na konci roku se vrací zpět k hranici 80 USD/brl. Podle našeho názoru je však výhled vývoje ceny ropy spíše negativní. Utahování měnové politiky v USA, dlouhodobé problémy brzdící růst v Číně a návrat k rovnováze mezi spotřebou a produkcí by měly

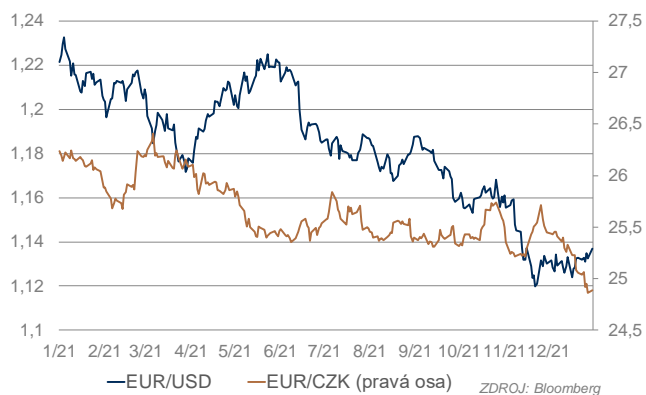


omezit prostor pro růst ceny. Pokud by se vyskytly vážnější problémy (nestabilita finančních trhů, geopolitika, pandemie), mohla by cena poměrně výrazně klesnout. To se týká horizontu nejbližších měsíců. Výhled na několik nejbližších let ovšem může být kvůli systematickému zanedbávání investic do rozvoje těžby, který je nutný k náhradě vyčerpávajících se zdrojů, přesně opačný.

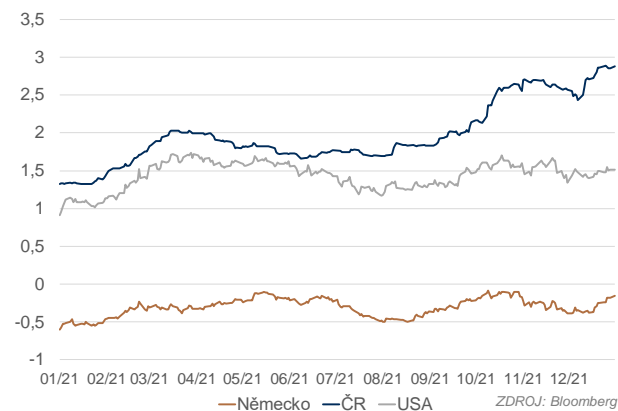
Cena zlata byla v prosinci poměrně stabilní a držela se na velmi solidních úrovních poblíž 1800 USD/oz. Zlato se tentokrát neúčastnilo výkyvů ostatních aktiv a nijak zvlášť nereagovalo ani na variantu omikron covidu-19, ani na zasedání FOMC. Je zajímavé, že zlatu nijak neubližuje ani posilující dolar, ani předchozí růst výnosů v USA a perspektiva utaženější měnové politiky Fedu. Vysvětlením mohou být obavy z po delší dobu vysoké inflace nebo z propadu finančních trhů. Obě tyto alternativy jsou realistické a pro opatrnější investory tak může být zlato pojistkou proti extrémně nepříznivému vývoji na trzích. V dohledné budoucnosti podle našeho názoru budou důvody, aby atraktivita zlata přetrvávala, takže by se měla udržet i jeho poměrně vysoká cena. Pokud by se realizoval některý z krizových scénářů nebo pokud by jen vzrostla jeho pravděpodobnost, zlatu to pomůže a posune se tak cenově nahoru. Pokud by se však Fedu podařilo měkké přistání a zároveň se dařilo zvládat pandemii bez podstatnějších škod na světové ekonomice, zlato by čekal postupný a poměrně hluboký pokles.



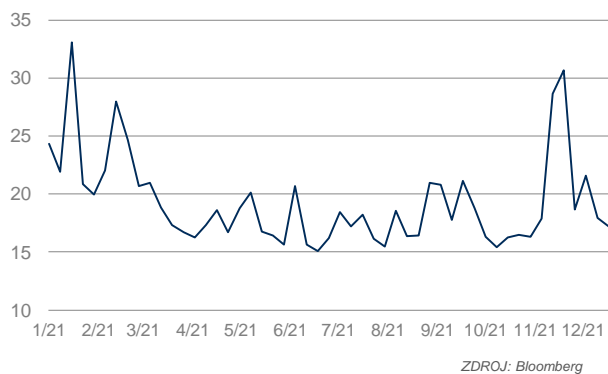
Devizové kurzy



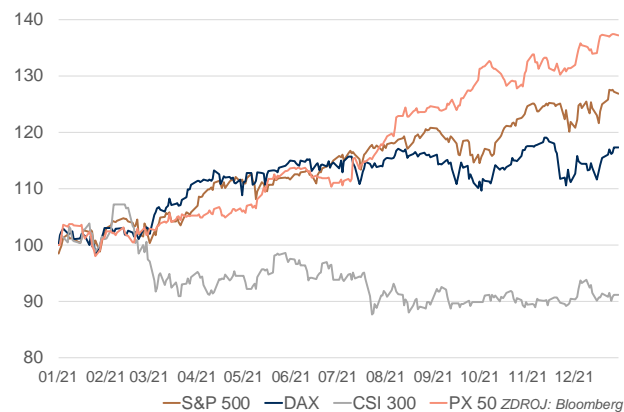
Dluhopisy (10 let)



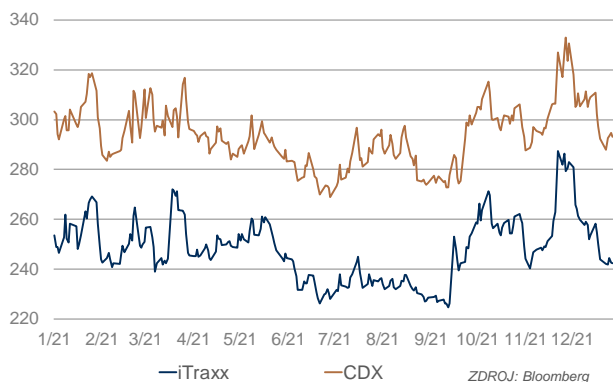
Index volatility VIX



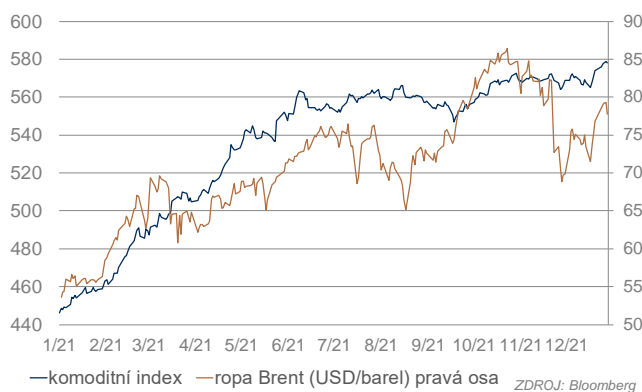
Akciové indexy (1. 12. 2020 = 100)



Kreditní marže USA (CDX) a EMU (iTraxx)



Ropa a komoditní index



	SOUČASNÁ HODNOTA			3 M		6 M		12 M	
	M-12	M-1		ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*
SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK									
Fed	0 - 0,25	0 - 0,25	0 - 0,25	0 - 0,25	→	0 - 0,25	→	0,25 - 0,5	↑
ECB	0	0	0	0	→	0	→	0	→
ČNB	0,25	1,5	2,75	4,0	↑	4,5	→	3,0	↓
KURZY									
EUR/USD	1,22	1,13	1,13	1,12	↑	1,14	↑	1,16	↑
EUR/CZK	26,2	25,4	24,9	24,7	↓	24,5	↓	24,0	↓
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	0,12	0,57	0,73	0,8	↑	1	↑	1,4	↑
US dluhopis 10y	0,91	1,44	1,51	1,7	↑	1,9	↑	2,2	↑
Něm. dluhopis 2y	-0,70	-0,74	-0,60	-0,6	→	-0,4	↑	0	↑
Něm. dluhopis 10y	-0,57	-0,39	-0,15	-0,1	↑	0,0	↑	0,3	↑
České dluhopisy 2y	0,14	2,77	3,54	4,0	↑	4,0	→	3,7	↓
České dluhopisy 10y	1,30	2,51	2,85	3,0	↑	3,2	↑	3,1	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	304,2	330,5	293,1	325,0	↑	350	↑	375	↑
EMU iTraxx 5y	249,6	282,9	242,2	285,0	↑	300	↑	325	↑
AKCIE									
S&P 500	3756,1	4538,4	4766,2					4500	↓
Eurostoxx 50	3552,6	4080,2	4343,6					4200	↓
DAX	13718,8	15100,1	16037,6					16000	→
CSI 300	5211,3	4901,0	4940,4					4500	↓
PX 50	1027,1	1362,8	1425,3					1350	↓

* Změna oproti předchozímu období (šipka dole u kurzu znamená změnu v prognóze směrem k silnějším hodnotám USD resp. CZK)
ZDROJ: Bloomberg, Reuters, ČNB, PPF banka a.s.



Hlavní makroekonomické ukazatele

Česká republika

	2021				2022*				2020	2021*	2022*	2023*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	-2,5	8,5	3,1	3,0	3,8	4,1	4,0	5,1	-5,8	3,0	4,2	3,5
soukromá spotřeba	-6,6	8,1	6,4	7,0	9,4	4,2	2,3	4,0	-5,2	2,0	3,3	4,0
vládní spotřeba	3,6	2,7	5,0	0,7	1,5	1,7	1,1	1,0	2,0	0,0	1,0	1,0
investice	-4,3	1,6	0,7	3,0	3,0	1,0	1,0	1,0	-7,7	1,5	1,5	5,0
dovoz	4,1	31,8	8,3	6,0	4,4	0,5	3,0	3,3	-6,7	9,0	4,0	4,0
vývoz	2,7	30,9	-2,3	-2,0	3,7	4,4	3,6	4,2	-7,0	11,0	3,0	5,0
nezaměstnanost (%) (MPSV)	4,3	4,0	3,6	3,4	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,8	3,6	3,5
inflace (% y/y)	2,2	2,9	4,1	6,4	6,6	5,6	4,0	3,2	3,2	3,7	4,3	2,3
běžný účet (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	1,5	1,0	0,5	1,0
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-5,6	-7,2	-4,8	-3,9
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	36,5	43,1	45,3	46,0

Evropská měnová unie

	2021				2022*				2020	2021	2022*	2023*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	-1,1	14,4	3,9	4,8	5,9	4,6	3,1	3,2	-6,8	5,1	4,2	2,4
soukromá spotřeba	-5,6	12,2	2,5	5,9	9,4	6,9	3,7	3,1	-8,1	3,2	5,6	2,1
vládní spotřeba	2,8	7,8	2,6	1,8	2,7	1,6	1,2	1,1	0,7	3,4	1,6	0,9
investice	-6,0	18,5	3,1	3,1	4,0	4,0	4,2	4,0	-9,3	4,3	4,3	3,3
dovoz	-5,7	21,6	9,7	6,0	6,7	4,8	5,0	4,7	-9,9	7,0	5,4	3,5
vývoz	-0,1	25,9	9,4	6,2	6,1	5,0	4,3	4,9	-10,6	9,6	5,6	3,6
nezaměstnanost (%)	8,1	8,0	7,6	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0	8,0	7,8	7,4	7,2
inflace (% y/y)	1,0	1,8	2,9	4,5	4,2	3,8	2,8	1,8	2,6	3,2	1,8	1,8
jádrová inflace (% y/y)	0,4	0,7	1,4	2,2	2,2	2,0	1,9	1,9	0,8	1,3	1,9	1,7
běžný účet (% HDP)	1,7	1,7	1,6	2,0	2,6	2,9	2,7	2,4	2,1	2,7	2,5	2,3

Spojené státy americké

	2021				2022*				2020	2021	2022*	2023*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	0,5	12,2	4,9	5,2	4,6	3,8	4,0	3,4	-3,4	5,6	3,9	2,5
soukromá spotřeba	2,1	16,2	7,0	7,8	5,4	4,0	4,4	3,3	-3,8	8,0	3,8	2,5
vládní spotřeba	1,7	0,2	1,2	1,9	0,5	1,0	1,1	1,0	2,5	0,7	1,4	1,5
investice	3,5	12,0	6,3	3,6	2,2	2,7	3,7	3,4	-5,5	7,9	5,7	3,7
dovoz	6,2	30,6	12,9	6,7	4,6	4,1	3,9	3,9	-8,9	13,3	4,8	4,1
vývoz	-7,4	18,6	5,5	3,1	4,7	6,6	10,4	9,2	-13,6	5,6	4,8	2,5
nezaměstnanost (%)	6,2	5,9	5,1	4,3	4,1	3,9	3,7	3,6	8,1	5,4	3,9	3,5
inflace (CPI % y/y)	1,9	4,9	5,4	6,6	6,3	4,8	3,9	2,8	1,2	4,7	4,4	2,4
jádrová inflace (PCE % y/y)	1,7	3,4	3,6	4,4	4,4	3,5	3,1	2,6	1,4	3,3	3,3	2,3
běžný účet (% HDP)	-3,1	-3,2	-3,4	-3,4	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,0	-3,4	-3,0	-3,3
rozpočtový deficit (% HDP)	-16,8	-14,0	-12,0	-9,0	-8,2	-6,6	-5,7	-5,2	-15,6	-12,4	-6,4	-4,7
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	100,1	101,2	101,6	101,1

* Předpověď

Zdroj: Bloomberg, Reuters, Český statistický úřad, ČNB, PPF banka a.s.



Karel Tregler

DIVIZE KOMERČNÍ A INVESTIČNÍ BANKOVNICTVÍ
+420 224 175 838
ktregler@ppfbanka.cz

Magdalena Středová

ODBOR INVESTIČNÍCH PRODUKTŮ A ANALÝZ
+420 224 175 950
mstredova@ppfbanka.cz

Ľuboš Mokráš

ODBOR INVESTIČNÍCH PRODUKTŮ A ANALÝZ
+420 224 175 860
lmokras@ppfbanka.cz

Pavel Němejč

ODBOR PRIVÁTNÍHO BANKOVNICTVÍ
+420 224 175 747
pnemejc@ppfbanka.cz

Tomáš Krejčí

ODBOR SALES PRO KORPORÁTNÍ A MUNICIPALNÍ KLIENTY
+420 224 175 837
tkrejci@ppfbanka.cz

Dušan Jalový

ODBOR SALES PRO INSTITUCIONÁLNÍ KLIENTY
+420 224 175 790
djalovy@ppfbanka.cz

Miroslav Tutter

ODBOR VEŘEJNÉHO SEKTORU
+420 224 175 691
mtutter@ppfbanka.cz

UPOZORNĚNÍ

Toto sdělení není návrhem ani nabídkou na prodej či nákup investičních nástrojů či jiných produktů a nezakládá ani závazek k upsání, koupi, prodeji nebo nabídku financování. Stanoviska zde vyjádřená se mohou změnit bez předchozího oznámení a mohou se lišit od stanovisek jiných pracovníků PPF banky a.s. (dále jen „PPFB“). Zde uvedené závěry nejsou objektivní nezávislé vysvětlení situace, ale vyjadřují subjektivní názor PPFB. Není-li písemně sjednáno jinak, PPFB neposkytuje svým klientům služby investičního poradenství a toto sdělení nelze považovat za investiční poradenství, investiční doporučení nebo investiční výzkum. Banka implementovala řadu procedur k identifikaci a řízení střetu zájmů a zároveň přijala opatření zajišťující jejich aplikaci a kontrolu, přesto však nelze vyloučit ve výjimečném případě následující střety zájmů. PPFB či její spřízněná osoba může být emitentem investičních nástrojů či obchodovat na vlastní účet investiční nástroje, které jsou zmiňovány v tomto sdělení nebo mají vztah k zemi, měně, úrokovým sazbám, indexům nebo jiným zde zmiňovaným ukazatelům. PPFB poskytuje či má v úmyslu poskytovat investiční či jiné služby pro emitenty jakýchkoli investičních nástrojů. PPFB či její pracovníci (včetně těch, s nimiž autoři mohli provádět konzultace při přípravě tohoto sdělení), příp. jiní klienti PPFB mohou ve zde uváděných investičních nástrojích držet krátkou či dlouhou pozici, mohli nabýt takové pozice za ceny či za tržních podmínek, které již nemusí být

aktuálně k dispozici, a mohou mít zájmy odlišné či nepříznivé ve vztahu k vašim zájmům. Informace zde obsažené vycházejí z obecně dostupných informací, které byly získávány ze zdrojů, které PPFB považuje za spolehlivé; jejich správnost nebo úplnost však PPFB neověřovala, a tudíž není zaručena. PPFB není odpovědná uživateli tohoto sdělení či třetí osobě za kvalitu, přesnost, včasnost, trvalou dostupnost či úplnost údajů ani za jakoukoliv zvláštní, přímou, nepřímou, nahodilou či následnou ztrátu či škodu, která může vzniknout v důsledku použití informací zde obsažených, či utrpěnou jinak v souvislosti s tímto sdělením. Jakákoli obchodní či investiční rozhodnutí, která učiníte, činíte v závislosti na vaší vlastní analýze či úsudku a/nebo analýze či úsudku vašich poradců, nikoliv v závislosti na PPFB. Před uzavřením jakékoliv transakce byste proto měli zvážit, aniž byste se přitom spoléhali na PPFB, ekonomická rizika či výhody, jakož i právní, daňové a účetní charakteristiky a důsledky transakce a posoudit, zda jste schopni přijmout taková rizika. Toto sdělení nepředstavuje předpověď či odhad budoucích událostí. Výkonnost v minulosti není zárukou ani spolehlivým ukazatelem budoucích výnosů/výkonnosti. Jakékoliv ceny zde uvedené (kromě těch označených jako historické/minulé) jsou pouze indikativní a nepředstavují pevné kotace, a to ani ohledně ceny, ani ohledně objemu.

