

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Šoky a jejich dozvuky

ČR Inflace bude v novém roce klesat, otázkou zůstává, jak rychle při nečinnosti centrální banky

EMU ECB vysílá jestřábí signál, zvyšujeme výhled sazeb

USA Inflace zpomaluje, Fed však chce ve zvedání sazeb pokračovat

www.ppfbanka.cz

leden 2023

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



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

Začátek třetího desetiletí třetího tisíciletí je ve znamení mimořádných šoků. Nejhorší pandemie za sto let nejprve vedla k největšímu propadu světové ekonomiky od druhé světové války, a jen co se z ní svět začal vzpamatovávat, přišla válka na Ukrajině. S těmito šoky je spojena i destabilizace světové ekonomiky, projevující se mimo jiné dlouhá léta neviděnou inflací. Otázkou pro tento rok je, zda se konečně budeme vracet k normálu a jaký ten normál bude.

Šoky a jejich dozvuky

Po stabilizaci a zotavení světové ekonomiky v roce 2021 byl loňský rok ve znamení dozvuků šoku z pandemie v podobě rychlého růstu cen a zároveň nového šoku v podobě nejhorší geopolitické krize od druhé světové války, tedy ruské agrese na Ukrajině. Hlavní centrální banky bohužel následný šok po pandemickém otřesu (inflaci) zaspaly, což už tak komplikovanou situaci ještě zhoršilo. Druhá polovina minulého roku tedy byla ve znamení kombinace vysoké inflace, prudkého růstu sazeb a ekonomických dopadů války na Ukrajině. Světová ekonomika sice této neblahé kombinaci odolávala až nečekaně dobře, zveřejňovaná data však přesto stále zřetelněji ukazovala na blížící se recesi. Míra zpomalení světové ekonomiky, vývoj inflace a reakce centrálních bank budou podle našeho názoru hlavními ekonomickými tématy tohoto roku. Otázkou nyní je, zda se situace konečně začne stabilizovat, anebo zda budou pokračovat následné šoky a nestabilita, a pokud se vrátíme ke stabilnímu prostředí, jaké bude.

Jaký bude „nový normál“?

Stav světové ekonomiky na konci roku 2022 byl všechno, jen ne stabilní. Inflace se pohybuje na dlouho nevidaných úrovních a nezdá se, že by chtěla klesat. Vyspělým ekonomikám zároveň hrozí recese. Čína se potýká s řadou problémů, které výrazně zpomalují její růst. Centrální banky zvyšují sazby bezprecedentním tempem. Primárním důvodem tohoto neutěšeného stavu je mimořádný šok vyvolaný pandemií covidu a opatřeními přijatými k omezení jeho šíření. Světová ekonomika se kvůli tomu v roce 2020 dostala do extrémního propadu poptávky i nabídky. Důležitá byla také zcela mimořádná nejistota, která vedla k řadě rozhodnutí přispívajících k destabilizaci. Vyspělé státy podpořily své ekonomiky jak rozpočtovými stimuly, tak uvolněním měnové politiky včetně dodání dalšího obrovského množství likvidity do finančního systému. Ten byl přitom likviditou zaplavován značnou část předchozího desetiletí. Nejistota výrazně ovlivnila i rozhodování a plánování managementů podniků. To v konečném důsledku vedlo k postupnému narušení plynulosti fungování dodavatelsko-odběratelských řetězců s podstatným negativním dopadem na nabídkovou stranu ekonomiky.

Rok 2021 byl ve znamení zvládnání pandemie a zotavování z jí způsobeného šoku. Už jeho konec však naznačoval, že toto zotavování nebude bez problémů. Růžky začala vystrkovat inflace, která se oproti očekáváním nevracela k hodnotám před pandemií, ale naopak stále zrychlovala. V Evropě vypukla energetická krize vyvolaná prudkým růstem cen plynu a následně elektřiny. Naděje na další stabilizaci situace v roce 2022 definitivně zmařila ruská invaze na Ukrajinu, která vedla jednak k dalšímu růstu cen energií i jiných komodit a jednak opět výrazně zvýšila nejistotu.

Hlavní centrální banky byly loni po dlouhém váhání přinuceny zahájit cyklus utahování měnové politiky. Hrozba vzniku inflační spirály je donutila k bezprecedentní rychlosti zvyšování sazeb. Rozkolísání ekonomiky kombinací šoků a stimulů vedlo v prvním pololetí v USA k technické recesi. Některé evropské státy se na prahu recese ocitly naopak ve druhém pololetí. Do roku 2023 tak světová ekonomika vstupuje výrazně oslabená a se stále vysokou inflací. Očekávání jsou přítom po třech letech otřesů a vzhledem k probíhající válce na Ukrajině značně pesimistická. Globální růst bude podle našeho názoru mimořádně slabý, inflace bude klesat jen pomalu a sazby tedy zůstanou vysoké i při slabé ekonomice. Klíčovou otázkou je, jak dlouho bude tato nepříznivá situace trvat. To bude záviset především na tom, jak velké strukturální změny série šoků způsobila. Pokud bychom se vrátili do rovnovážného stavu před pandemií, znamenalo by to návrat ke kombinaci poměrně slabého růstu, nízké inflace a nízkých až nulových sazeb. To je ovšem velmi nepravděpodobné. Je nutné počítat s tím, že pandemie jednak urychlila změny probíhající a současně s sebou přinesla i specifické změny strukturální. Abychom mohli určit, do jakého „nového normálu“ směřujeme, musíme tyto strukturální změny identifikovat.

První oblastí, která prochází podstatnou změnou nazrávajícím už před pandemií, ale jí extrémní urgenci dodalo až vypuknutí války na Ukrajině, je energetika. Před pandemií ovlivňovala směřování energetiky snaha o ochranu životního prostředí. Tato snaha samozřejmě trvá a spíše nabývá na intenzitě. Nutnost nahradit energetické zdroje z Ruska (zemní plyn, ropu a uhlí) celý proces „ozelenění“ energetiky podstatně komplikuje, protože klíčovou roli v plánovaném postupném přechodu k čistým zdrojům energie hrál zemní plyn. Snaha o ochranu životního prostředí však neovlivňuje pouze energetiku, ale ekonomiku obecně. Velmi citelné jsou dopady v průmyslu, zejména ve výrobě automobilů. Kombinace snahy chránit životní prostředí a horší dostupnosti zdrojů energie znamená především obecně vyšší náklady na produkci.



Další důležitou oblastí procházející změnami jsou mezinárodní obchodní vztahy. I zde docházelo k významným posunům už před pandemií (například zhoršování vztahů mezi USA a Čínou), ovšem pandemie a její dopady vývoj podstatně urychlily a dodaly mu daleko větší urgenci. Deglobalizace může znamenat obecně vyšší náklady, a tedy i vyšší koncové ceny.

Oblastí, která globální ekonomiku ovlivňuje dlouhodobě, ale jejíž působení postupně nabývá na síle, je demografie. Hlavními změnami na tomto poli je růst významu migrace spolu s pokračujícím stárnutím populace ve vyspělých státech a zpomalováním populační dynamiky v rozvíjejících se zemích. Demografie bude stále více ovlivňovat jak spotřebu, tak produkční kapacitu v globální ekonomice. Ovlivňovat bude i alokaci a využívání úspor.

Konečně poslední oblastí, kterou zmíníme, jsou důsledky technologického pokroku. Automatizace, robotizace, umělá inteligence nebo biotechnologie přinášely změny už před pandemií, ale kombinace dopadů pandemie a zrychlování tempa změn povede k důležitým strukturálním změnám v ekonomice.

Aktuálně zřetelně převažují oblasti, které mají negativní dopady na růst a působí proinflačně (ochrana životního prostředí a energetika, deglobalizace i demografie). U „nového normálu“ tak můžeme čekat návrat z příliš nízké inflace před pandemií k inflaci v okolí cíle centrálních bank za cenu vyšších sazeb, než jaké byly obvyklé v uplynulém desetiletí. Ekonomický růst ve vyspělých státech by měl zůstat stejně slabý jako před pandemií, růst rozvíjejících se ekonomik by měl postupně ztrácet dynamiku. Příkladem tohoto vývoje je Čína, která vyčerpává zdroje růstu a zatím marně hledá nové, jež by je nahradily. Z hlediska dopadů na finanční trhy je nutné počítat se zhoršením reálných výnosů kvůli kombinaci vyšší inflace a slabšího hospodářského růstu. Dobré investiční příležitosti budou stále vzácnější. Pro stárnoucí populaci je to nepříjemná perspektiva, která bude znamenat omezení prostoru pro růst životní úrovně, možná i boj o její zachování. Jedinou nadějí na zlomení tohoto nepříznivého scénáře jsou technologie, ty ale zatím přes nesporný obrovský pokrok v tomto směru nepřesvědčily.

Jak moc šoky posledních tří let změnilu strukturu světové ekonomiky i struktury jednotlivých důležitých ekonomik se budeme dozvídat postupně – než bude odpověď na tuto otázku zcela jasná, uplyne několik let. Už letos však budeme moci posoudit řadu náznaků, z nichž se bude dávat usuzovat, jak moc velkými změnami hospodářství prošlo. Důležitý bude zejména vývoj inflace (jak rychle bude zpomalovat) a chování trhů práce (jak rychle poroste míra nezaměstnanosti a jak silné budou tlaky na růst mezd). Na finančních trzích bude nejdůležitější to, kde se usadí klíčové výnosové křivky státních dluhopisů. Čím rychleji bude klesat inflace, čím rychleji poroste míra nezaměstnanosti, čím slabší budou tlaky na růst mezd

a čím níž klesnou výnosy dluhopisů, tím blíže budeme stavu před pandemií a naopak.

ČR: Inlace bude klesat, otázkou zůstává jak rychle

Podle dostupných dat se česká ekonomika velmi pravděpodobně dostala do recese již ve druhém pololetí loňského roku a ekonomická situace bude nepříznivá minimálně i v první polovině roku 2023. Hlavní slabinou ekonomiky by měla zůstat poptávka domácností. Reálný pokles disponibilních příjmů bude díky vysoké inflaci pokračovat, a bude tak negativně působit na kupní sílu obyvatel. Podle dat ČNB se zdá, že úspory, které vzrostly při pandemickém uzavření obchodů, již lidé nejsou ve zvýšené nejistotě ochotni vydávat na spotřebu a raději šetří na horší časy. Na druhou stranu trh práce zůstává silný, a pokud nedojde k prudkému nárůstu nezaměstnanosti, což neočekáváme, mohla by být druhá polovina roku již o poznání lepší.

Ekonomiku bude nadále ovlivňovat i energetická situace. Vzhledem k závislosti české ekonomiky na průmyslu (podíl průmyslu na HDP je 30 %), který přispívá k relativně vysoké energetické náročnosti místního hospodářství, budou vysoké ceny energií negativně působit na konkurenceschopnost českého průmyslu a mohou dokonce způsobit odchod některých investorů. Na druhou stranu vysoké ceny energií přinášejí i příležitost k investicím do energeticky méně náročných technologií s využitím fondů EU, i když spíše v delším horizontu než přímo v roce 2023. Celkově očekáváme, že meziroční poklesy HDP budou pokračovat minimálně v první polovině roku.

Tématem roku 2023 zůstane inflace. Ta bude sice díky vysoké srovnávací základně zákonitě klesat, ale rychlost jejího poklesu je značně nejistá. Na jedné straně by na snižování inflace měla působit kromě srovnávací základny i utlumená spotřeba domácností a prozatím relativně nízký růst mezd, na druhé straně ceny energií mohou i nadále zvyšovat náklady a působit opačným směrem. Nejistota ohledně cen energií je ale vysoká, a tak mohou překvapit i nižšími hodnotami. Také případný propad cen ropy v případě většího zpomalení globální ekonomiky by mohl zpomalování inflace uspišit. Velkou neznámou je příchod nové topné sezóny na podzim roku 2023. Roli bude hrát především naplnění zásobníků plynu z alternativních zdrojů. (Nepředpokládáme, že by Rusko v roce 2023 dodávalo výrazně více plynu než na konci roku 2022.) Poloprázdné zásobníky mohou tlačit na růst cen a opětovné zvýšení inflace. Na druhou stranu se zdá, že dodávky LNG v loňském roce fungovaly velice dobře a tlak na růst cen v této podobě nepřijde. Proti rychlému snížení inflace může působit i měnová politika ČNB, kde v bankovní radě převládá holubičí rétorika a neochota zvyšovat dále sazby, takže se odhady ČNB ohledně poklesu inflace na konci letošního roku pod 5 % mohou



ukázat jako příliš optimistické. Náš základní scénář počítá se stabilitou sazeb až do srpna, poté s postupným snižováním. Inflace by se měla na jednociferné hodnoty dostat v květnu. Na konci roku očekáváme inflaci kolem 6 %. Nejistota je ale značná a rizika jsou vychýlena oběma směry.

EMU: V ekonomickém vývoji bude hrát klíčovou roli energetický sektor

Závislost většiny států eurozóny na dodávkách ruských surovin způsobila v roce 2022 velké problémy, které budou přetrvávat i v roce 2023. Naplnění zásobníků zemního plynu před zimou 2022/23 energetickou situací stabilizovalo, ale eurozóna se na další dodávky plynu z Ruska nemůže spoléhat a bude muset hledat alternativní zdroje k doplnění zásob po zimě. Významným zdrojem bude zkapalněný plyn, jeho cena by ale mohla být tlačena výše s obnovením poptávky zejména z Číny (po uvolnění covidových restrikcí). Vysoké náklady na energie tak budou negativně působit na ekonomiku eurozóny i v roce 2023 a zasáhnou jak poptávkovou, tak nabídkovou stranu. Důvěra spotřebitelů se již nyní pohybuje na historických minimech a vysoká inflace bude i nadále snižovat disponibilní příjmy, a tedy kupní sílu domácností. Tuto situaci nevyřeší ani naakumulované úspory z dob covidu, které podle průzkumů ECB drží hlavně domácnosti s vyššími příjmy, a tedy nižším sklonem ke spotřebě. Na straně nabídky by sice měly polevit problémy v dodavatelsko-odběratelských řetězcích, na druhou stranu ale vysoké ceny energií mohou zvyšovat náklady a ovlivňovat konkurenceschopnost především energeticky náročných odvětví. Nejistota ohledně energetické situace je ale výrazná a ceny energií mohou nakonec překvapit poklesem. Ten může způsobit nižší poptávka po ropě v případě výraznějšího globálního utlumení ekonomické aktivity, ale i dobře zvládnuté dodávky LNG v kombinaci s investicemi do úspor.

Náš hlavní scénář očekává v eurozóně pouze mírnou recesi, ale rizika jsou výrazná. Vývoj v jednotlivých zemích se navíc může lišit. Předpokládáme, že mezi více zasažené země bude patřit Itálie a Německo kvůli vysoké závislosti na ruských surovinách, přičemž v případě Německa bude negativně působit utlumování provozu jaderných elektráren i relativně vysoký podíl průmyslu. Itálie bude trpět vyššími náklady na obsluhu dluhu a omezenými možnostmi podpory domácností v souvislosti s vysokými cenami energií. Z energetické krize by lépe měla vyjít Francie nebo Španělsko.

Na celkovou inflaci, a tedy rovněž na měnovou politiku budou i nadále působit nejen ceny energií, ale také šířeji založené cenové tlaky. Cyklus utahování měnové politiky ECB bude v roce 2023 pokračovat. Ještě v únoru a březnu očekáváme zvýšení sazeb o celkem 100 bb a nelze vyloučit ani další zvyšování sazeb. Záležet bude na přicházejících datech, zejména těch inflačních. Pokud

dynamika inflace zpomalí, mohl by být vrchol sazeb na 3 % (depozitní sazba). Rizika jsou ale vysoká. Rok 2023 bude také ve znamení kvantitativního utahování a snižování bilance ECB. Největší vliv na snižování bilance bude mít konec TLTRO, které budou banky částečně splácet předčasně, a v červnu 2023 budou navíc splatné půjčky v objemu 1,2 bil. eur. Navzdory tomuto výraznému snížení zůstane objem aktiv výrazně vyšší než před začátkem pandemie.

V souvislosti s vyššími sazbami bude tématem i dluh. Země eurozóny jsou vysoce zadlužené, celkově 94,7 % HDP, přičemž pouze 7 z 19 zemí dodržuje v tomto ohledu Maastrichtská kritéria a drží dluh pod 60 % HDP. Vysoká inflace přinese určitou úlevu, protože podíl dluhu vůči HDP sníží, ale vysoké sazby mohou zejména některým zemím přinést problémy s financováním jejich dluhu. Toto riziko se nad některými státy vznáší dlouho a vysoká inflace je nevyřeší. Zároveň si nemyslíme, že by rok 2023 měl být tím přelomovým, jenž spustí dluhovou krizi. Dlouhodobě je ale potřeba se tímto problémem zabývat a řešit jej.

USA: Jak dlouho ponechá Fed sazby na maximu?

Fed pravděpodobně v prvním čtvrtletí tohoto roku ukončí cyklus zvyšování sazeb. Klíčovou otázkou pro letošek je, kdy začne sazby snižovat. Záležet to bude jak na vývoji inflace, tak na tempu růstu ekonomiky. Samotný Fed signalizuje, že kvůli snaze zvládnout inflaci bude muset ponechat sazby na jejich maximu po celý letošní rok. Tržní očekávání jsou však odlišná. Futures na federální fondy počítají s přechodem ke snižování sazeb už před koncem letošního roku. Část vysvětlení tohoto rozporu může být ve snaze Fedu ovlivnit deklarovanou tvrdostí inflační očekávání. To, že je jeho snaha přesvědčivá, dokazuje nejen vývoj inflačních očekávání, ale také nárůst negativního sklonu výnosové křivky, který ukazuje, že trh momentálně počítá s tím, že Fed svou tvrdost přežene, což by znamenalo recesi. Znamky poklesu inflačních tlaků jsou přitom zřetelné už nyní. Platí to především pro zboží, kde významnou roli hraje zotavení nabídkové strany díky zlepšení situace v dodavatelsko-odběratelských vztazích. Dalším důležitým faktorem bude pravděpodobná kombinace negativního inflačního příspěvku ropy, kde bude působit vysoká základna z minulého roku, a možného poklesu ceny ropy způsobeného nízkou spotřebou při slabé výkonnosti světové ekonomiky. Slabý růst až recese pak ovlivní i poptávku, což by mělo přispět ke zpomalení inflace i v zatím problematických službách.

Trh práce by slabší výkonnost ekonomiky měla zasáhnout jen poměrně málo, protože stále přetrvává vysoká poptávka po pracovní síle při malé nabídce. Dojít by tak mělo především ke strukturálním přesunům pracovní síly. K určitému nárůstu míry nezaměstnanosti dojde, ale oproti předchozím recesím by měl být podstatně mírnější. To by mělo zabránit propadu osobní spotřeby, a tedy vést



ke zmírnění a zkrácení případné recese. Vysoké úrokové sazby a celkové utažení měnových podmínek dané poklesem cen akcií a růstem výnosů dluhopisů by měly tlumit investice. Zahraniční obchod by měl růst HDP spíše podporovat díky podstatnému oživení vývozu zemního plynu do Evropy v kombinaci s nižším růstem importů kvůli slabší osobní spotřebě.

Inflace bude letos prakticky jistě klesat, otázkou je rychlost poklesu. Základním faktorem předurčujícím inflaci k poklesu je vysoká základna z loňského roku. Ta by se měla uplatnit zejména u celkové inflace, především u energií a možná i u potravin. Pomoci by měly především ceny ropy, které by se měly držet podstatně níže než loni kvůli slabosti světové ekonomiky a s ní související nižší poptávce po ropných produktech. Nižší by měla být inflace také u zboží, otázkou je vývoj inflace ve službách. Důležité bude, jak rychle se projeví zpomalování růstu cen nemovitostí ve vývoji nájmu. Dalším podstatným faktorem bude, jak moc zeslábnou poptávka po službách a jak moc nebo zda vůbec se sníží inflace ve službách očištěných o nájmy. Kromě síly poptávky to bude hodně záviset i na tempu růstu mezd. To bylo zatím relativně mírné (vzhledem k výši inflace), což šance na zpomalení inflace ve službách zvyšuje.

Rozvíjející se trhy čeká nelehký rok

Po pandemii a dopadech války na Ukrajině působí na rozvíjející se trhy negativně i vysoké sazby ve vyspělých ekonomikách. Problémy nabídkové strany ekonomiky způsobené opatřeními k omezení šíření pandemie a růst cen komodit (hlavně potravin) v důsledku ruské invaze na Ukrajinu vyvolaly v řadě rozvíjejících se států vysokou inflaci. Zvyšování sazeb ve vyspělých státech, zejména v USA, v mnoha rozvíjejících se zemích zároveň vedlo k tlaku proti jejich měnám, což dále podpořilo inflaci a přinutilo místní centrální banky ke zvyšování sazeb. Ve většině rozvíjejících se států loni pokračoval proces zotavování po pandemii a výkonnost místních ekonomik byla dobrá. To se letos pravděpodobně změní. Kromě utahování měnových politik bude působit i slabší globální ekonomika a pokles cen komodit a chybět bude nízká základna, díky níž vypadal loni růst tak dobře.

Specifickou kapitolou mezi rozvíjejícími se ekonomikami je největší z nich, Čína. Ta dlouhodobě uplatňovala politiku přísných až drastických opatření proti šíření covidu a skutečně se jí její dlouho dařilo držet pod kontrolou. Cena za nízký počet případů však byla příliš vysoká a jinak disciplinovaní Číňané nakonec nevydrželi a začali protestovat, což vedlo k uvolnění opatření. Nyní je otázkou, zda bude Číně stačit už provedené očkování, nebo zda projde fází intenzivní epidemie a postupného promoření. Druhá alternativa by přinesla podstatné ekonomické dopady, a to nejen pro samotnou Čínu, ale i globálně, protože Čína je klíčový subdodavatel i dodavatel finální produkce. Covid navíc není jediný čínský problém.

Stále napjatá je situace v sektoru rezidenčních nemovitostí, jež potenciálně ohrožuje stabilitu finančního systému. Výkonnost a stabilita čínské ekonomiky jsou tak pro letošní rok jedním z významných globálních rizik.

Dluhopisové trhy budou letos hledat rovnovážnou úroveň

Loňský rok byl na dluhopisových trzích ve znamení dlouho nevidaného růstu výnosů (tedy poklesu cen). Po období, kdy měla velká část trhu kvalitních státních dluhopisů záporný výnos, jsme se vrátili k normálu, tedy alespoň z nominálního pohledu. Růstový trend výnosů však byl ještě před koncem roku přerušen. Otázkou nyní je, zda pokles výnosů na konci roku nebyl pouhou korekcí a kde se bude nacházet nová rovnovážná úroveň, kolem které budou výnosy střednědobě kolísat. To bude samozřejmě záležet na tom, jak se bude chovat inflace a jak na její chování budou reagovat centrální banky. Letošní rok by proto podle našeho názoru měl být ve znamení nestability a nejistoty. Vyjasnění „nového normálu“ v ekonomice i na trzích bude trvat nějakou dobu a v mezidobí budou trhy přirozeně ve svých názorech kolísat v závislosti na vývoji ekonomiky i na vývoji názorů centrálních bankéřů. Lze proto očekávat podstatně větší volatilitu, než tomu bylo v několika minulých desetiletích. Podle našeho názoru je vysoce pravděpodobné, že konečná rovnovážná úroveň výnosových křivek bude podstatně výše než před pandemií. Americké státní dluhopisy už tuto tendenci alespoň částečně odrážejí, ale nejkvalitnější evropské dluhopisy jsou výnosově stále v oblasti, která je podle našeho názoru neadekvátní změněné ekonomické situaci. Vedle pravděpodobně vyšší inflace a vyšších sazeb je také nutné počítat s tím, že hlavní centrální banky budou snižovat svoje bilance, a tedy objem hotovosti dostupné ve finančním systému. To by také mělo přispět k usazení výnosových křivek na podstatně vyšších úrovních než před pandemií.

Akciové trhy

Akcie v loňském roce prošly očištěním. V jeho rámci se očistily od efektů způsobených nalitím obrovského množství hotovosti centrálními bankami a následnými vládními stimuly, vše s cílem tlumit dopady pandemie na ekonomiky. Z dlouhodobého hlediska byl loňský pokles, jakkoliv opticky dramatický, v podstatě bezvýznamný. Hodnoty indexů se v nejlubším propadu pouze vrátily do oblasti, ve které se pohybovaly před pandemií, a navíc ještě před koncem roku stihly výrazně korigovat. Určitou představu o hloubce loňského propadu dá malé historické srovnání: index S&P500 za rok klesl o 19,4 %, maximální pokles zaznamenal 12. 10. 2022, a to o 23 %. Od 1. 1. 2020 je však 18,8 % v plusu, což odpovídá ročnímu výnosu 5,9 %. Pokles postihl nejvíce technologické akcie, které ovšem také předtím nejvíce rostly. Index



NASDAQ100, jenž pokrývá sto největších společností z technologicky zaměřeného trhu, sice loni klesl o 33 % což je také letošní minimum, ale od 1. 1. 2020 je v plusu 25,3 %, což znamená 7,8% roční výnos. Užší index FANG+, zaměřený na největší a nejrůstovější technologické tituly, sice loni klesl o 40,1 % a v minimu dokonce o 44 %, ale od 1. 1. 2020 narostl o 43 %, tzn. že dosáhl 12,6% ročního výnosu. Skutečně tedy nešlo o nic jiného než o vyfouknutí bubliny stvořené přetlakem likvidity.

Letos bude v prvním pololetí hodně záležet na tom, jak si akcioví investoři přeberou pravděpodobně slabou výkonnost světové ekonomiky v prvním pololetí. Konec loňského roku působil dojmem, že je poklesu konec a trend se otočil k růstu. Mohl za to hlavně pozitivní vývoj inflace v USA a očekávání, že tento pozitivní vývoj povede k brzkému ukončení cyklu růstu sazeb Fedu. K obratu trhu také hodně pomohl psychologický efekt předchozího poklesu, tedy pocit, že jsou akcie po tomto poklesu už levné. Pokles určitě pomohl zreálnit fundamentální ocenění hlavně u růstových titulů. Jestli toto zreálnění bylo dostatečné, ukáže až to, v jakém „novém normálu“ se usadí světová ekonomika a jak tento „nový normál“ ovlivní ziskovost společností a potenciál pro růst jejich zisku. Pravděpodobně pomalejší růst ekonomik a vyšší sazby i vyšší výnosy dluhopisů mohou ještě aktuální optimismus investorů otestovat, obzvlášť pokud by byla očekávána recese v USA a EMU hlubší a delší. V prvním pololetí kvůli tomu hrozí ještě jedno kolo výrazných poklesů. Pokud by však recese byla jen mělká a názory centrálních bankéřů se vyvíjely holubičím směrem, mohl by na trhu převážít dlouhodobý optimistický pohled a k poklesu by už dojít nemuselo. Zároveň pro celý tento rok platí, že by prostor pro růst cen akcií měl být poměrně omezený. Negativně by ho měly ovlivňovat jak vysoké sazby, tak zmenšování bilance centrálních bank, tedy kvantitativní utahování.

EUR/USD

První tři čtvrtletí loňského roku byly ve znamení výrazného posilujícího trendu dolaru. Hlavní příčinou jeho vzniku byl rychlejší přechod Fedu k utahování měnové politiky než ECB. Trend byl však také značně podpořen vypuknutím války na Ukrajině, jejíž dopady se týkaly výrazně více EMU než USA. Trend dále podpořilo výrazné zrychlení tempa růstu sazeb v USA. V závěru roku převládaly technické a psychologické faktory, které způsobily poměrně výrazné přestřelení. Na konci září došlo ke zlomu a čtvrté čtvrtletí už bylo ve znamení rychlého návratu eura na silnější úroveň. Rychlost obratu trendu hodně souvisela s jednostrannou sázkou investorů na další posilování dolaru a následným zavíráním těchto pozic. Impulsem k obratu byl jednak přechod ECB k rychlému zvyšování sazeb a jednak lepší se data americké inflace a s nimi spojené očekávání snížení amerických sazeb ve druhém pololetí roku. Euro pomohlo i to, že ekonomiky EMU nakonec nebyly

energetickou krizí a dalšími dopady války na Ukrajině zasaženy tak, jak se investoři obávali.

Obrat trendu byl natolik rychlý, že kurz během tří měsíců zredukoval na polovinu předchozí pokles, který trval devět měsíců. Letos by mělo posilování eura pokračovat, ale patrně pomalejším tempem a je nutné počítat i s možnými hlubokými korekcemi. Jak moc euro posílí, bude primárně záležet na vývoji inflace a následně na politice centrálních bank. Základním scénářem je ukončení cyklu růstu úrokových sazeb v USA v prvním čtvrtletí, ECB by mohla sazby zvedat o něco déle. Pokud se bude inflace v USA vyvíjet nadále příznivě a Fed to začne reflektovat ve své komunikaci, pomůže to euru. Euro by naopak poškodil horší ekonomický stav eurozóny, než s čím se počítá nyní (tedy mělká recese). Jak hluboká, tak dlouhá recese by nutila ECB k opatrnosti, a tedy omezovala prostor pro další růst sazeb. To by na euro působilo negativně, ale i v takovém případě je návrat k trendu posilování k dolaru málo pravděpodobný. Pouze by to omezilo prostor pro posílení eura a možná vedlo k hlubší korekci, pokud by předtím euro ještě stačilo dále výrazně posílit.

EUR/CZK

V porovnání s turbulencemi, které provázely rok 2022, zůstal kurz české koruny relativně stabilní. Šok v podobě začátku války na Ukrajině 24. února sice způsobil citelné oslabení až k 25,8 EUR/CZK, ale poté už korunu čekalo období stability. K tomu výraznou měrou přispěla ČNB, která v květnu začala intervencemi korunu bránit. O tom, že je připravena korunu ubránit a má k tomu dostatek prostředků, centrální banka trhy evidentně přesvědčila, a přestože se objemy intervencí v průběhu roku výrazně zmenšovaly, koruna posilovala až na prosincová 11letá maxima.

V letošním roce bude kurz koruny i nadále výrazně ovlivňovat politika centrální banky. Stabilní sazby spolu s ochotou ČNB intervenovat by měly minimálně v první polovině roku přispívat ke stabilnímu kurzu koruny vůči euru na úrovni 24,10–24,60. Aktuální prognóza ČNB počítá pro druhé pololetí s určitým oslabením kurzu koruny, což by mohlo naznačovat plán postupného útlumu intervencí. Na druhou stranu nastavení bankovní rady hraje ve prospěch silné koruny. Proto očekáváme, že případné výraznější tlaky na oslabení koruny by ČNB měla tendenci krotit dalšími intervencemi. Objem devizových rezerv zůstává dostatečný na korekce výkyvů, na obrat v trendu by ale nestačily ani tak velké rezervy, jaké má ČNB stále k dispozici. Náš základní scénář počítá se stabilitou kurzu i ve druhé polovině roku. Další výrazné posílení koruny vzhledem k očekávanému snižování úrokového diferenciálu není příliš pravděpodobné a výraznějšímu oslabení by zase bránila ČNB. Rizika jsou ale velká. Pokud by se nenaplnilo očekávání pouze mírné recese a situace by se rapidně zhoršila, dlouhodobější tlak na oslabení koruny by ani ČNB



nemusela svými intervencemi zvládnout. Tento scénář se nám ale v současné době jeví jako málo pravděpodobný.

Komodity

Na cenu ropy budou letos stejně jako loni působit geopolitické faktory. Hlavním z nich je válka na Ukrajině, která zásadně ovlivňuje Rusko, jež je jedním ze tří největších producentů ropy. Nejistota ohledně jeho schopnosti udržet úroveň těžby a umístit svou produkci na trhu vedla loni na jaře k extrémnímu růstu cen ropy (maximum téměř 140 USD/brl u Brentu). Situace se mezitím stabilizovala, když se ukázalo, že ruská produkce nebyla válkou ovlivněna a že Rusko je schopno svou produkci dál prodávat na mezinárodním trhu, i když za ceny podstatně nižší, než jsou běžné tržní. Ruskou produkci patrně neovlivní ani zavedení stropu na ceny jeho ropy. Přesto nelze ani letos vyloučit výrazné dopady války na Ukrajině na ceny ropy, především pokud by docházelo k eskalaci napětí mezi Ruskem a NATO. Další trvajících geopolitickou komplikací je Írán. Nabídkovou stranu bude ovlivňovat také politika kartelu OPEC+. Ten se snaží udržet co nejvyšší cenu ropy a tuto snahu podpořil výrazným snížením těžebních limitů. Je možné, že v podobných krocích bude pokračovat. Vedle geopolitických faktorů bude vývoj ceny ropy ovlivňovat stav a výkonnost světové ekonomiky, tedy poptávka po ropě. Vyhledky pro letošní rok jsou slabé, což je dáno pravděpodobnou recesí v USA a EMU a značnými ekonomickými problémy Číny. Faktor negativních vyhlídek světové ekonomiky dominoval loňskému druhému pololetí, kdy ceny ropy setrvaly klesaly. Zda bude tento pokles pokračovat, určí hloubka recese ve vyspělých státech a délka trvání problémů čínské ekonomiky. Rizikem je zejména přehnaně tvrdá měnová politika Fedu a ECB a epidemie covidu po uvolnění opatření k jeho kontrole v Číně.

Cenu zlata bezprostředně podstatným způsobem ovlivňuje vývoj dolaru, protože cena zlata se uvádí v dolarech, ale jeho ocenění je navázáno i na ostatní měny. Pokud tedy dolar posiluje, cena zlata by měla klesat v souladu s oslabováním ostatních měn vůči dolaru a naopak. Dobře to bylo vidět loni, kdy při posilujícím trendu dolaru cena zlata setrvala klesala a po obratu trendu narostla. Zlato jakožto bezpečný přístav ovlivňuje i míra geopolitického rizika, jak bylo vidět z jeho výrazného posílení v době vypuknutí války na Ukrajině. Válka pokračuje, což s sebou nese reálné riziko eskalace. Pokud by k ní došlo, zlato by z toho těžilo. Pro zlato byl a bude důležitý také vývoj sazeb a chování dluhopisových trhů. Vyšší sazby přispívají k tlaku na pokles ceny zlata, očekávaný obrat a probíhající pokles výnosů dluhopisů mu pomáhají. Zanedbatelným faktorem nejsou ani nákupy centrálních bank, které také podporují růstovou tendenci jeho ceny. Vyhledky zlata jsou tak pro letošní rok poměrně dobré. Pravděpodobný je růst, jeho rozsah ale bude záležet na vývoji výše zmíněných faktorů.

Rizika

Stejně jako loni je největší riziko spojeno s centrálními bankami. Kam až zvednou sazby a jak dlouho bude trvat, než je začnou snižovat, jak pružně budou reagovat na vývoj ekonomiky, jak bude probíhat zmenšování jejich bilancí a jaké to bude mít dopady na trhy, to vše letos výrazně ovlivní jak vývoj reálných ekonomik, tak chování finančních trhů. Riziko je na straně přehnané tvrdosti a pozdní reakce na pokles inflace, tedy na straně negativních dopadů na růst a výhledově až přílišného poklesu inflace. Pokud by k tomu došlo, lze očekávat ještě více inverzní výnosové křivky, slabost akcií a menší prostor pro posílení eura.

Z geopolitických rizik bude i nadále dominovat rusko-ukrajinský konflikt, do kterého jsou silně, byť nepřímo zapojeny státy NATO. Prostor pro komplikace a eskalaci je velký. Pokud by k tomu došlo, lze očekávat prudkou negativní reakci rizikových aktiv (hlavně akcií a komodit), posílení dolaru a pokles výnosů státních dluhopisů při růstu výnosů dluhopisů podnikových. Rizikem zůstává také nestabilní Blízký a Střední východ, hlavně kvůli možným dopadům na ceny ropy.

Riziková zůstane Čína, která není v dobrém ekonomickém stavu, přičemž reálně hrozí jeho zhoršení. Obávat se lze i o její politickou stabilitu. Uvolnění opatření ke kontrole epidemie covidu s sebou nese riziko růstu počtu případů s významným negativním dopadem na ekonomiku. Stále problémový je sektor rezidenčních nemovitostí, i když vláda podniká opatření k jeho stabilizaci a nezdá se, že by hrozilo bezprostřední riziko jeho zhroutení. Čínu bude také negativně ovlivňovat pravděpodobně slabší globální poptávka kvůli recesi ve vyspělých státech a dopadu vysokých sazeb na rozvíjející se ekonomiky.

Rozvíjející se ekonomiky zatím prudký růst sazeb Fedu a ECB snášely dobře. Hodně jim pomáhalo oživování ekonomik po uvolnění protipandemických opatření. Toto oživení v kombinaci s narušenými dodavatelsko-odběratelskými vztahy s sebou ale přineslo inflační tlaky, což spolu s růstem sazeb Fedu přinutilo řadu centrálních bank rozvíjejících se států k rychlému zvýšení sazeb. Celosvětově slabá ekonomika a vysoké sazby mohou některým státům přinést výraznější potíže, i když krizi na rozvíjejících se trzích nepokládáme za pravděpodobnou.



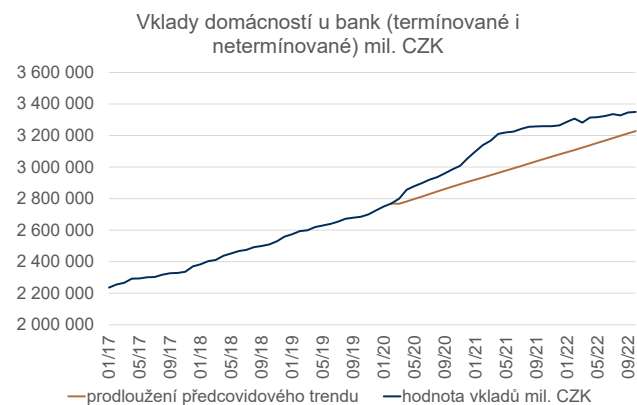
Domácí poptávka viditelně chladne již od počátku loňského roku, což se ovšem nedá říci o inflaci, která v listopadu překonala očekávání, a nebyť započítání úsporného tarifu, vyšplhala by se těsně pod 20 %. Centrální banka ale věří, že inflace v letošním roce bude klesat rychle i bez dalšího zvyšování sazeb, a sazby drží nezměněné na 7 %.

Ekonomická aktivita

Poslední statistické údaje ohledně maloobchodních tržeb zklamaly očekávání. Meziročně se propadly o 9,4 %, v meziměsíčním vyjádření byl propad také výrazný o 1,8 %. Na spotřebitele tak bezesporu negativně dopadá pokles reálných příjmů. Ve 3. čtvrtletí reálné mzdy poklesly o 9,8 %. Podle údajů ČNB ale spotřebitelé nejsou ochotni nebo schopni tento propad kompenzovat vybíráním úspor. Vklady u bank, které výrazně narostly v dobách covidu, kdy nebylo možné nakupovat kvůli zavřeným obchodům, přestaly klesat. Tyto tzv. nadvklady se drží okolo 120 mld. Kč. Na poklesu maloobchodních tržeb se ale podílí i určitý přesun spotřebitelů od zboží ke službám, které nejsou do statistik maloobchodních tržeb zahrnuty. Na rozdíl od tržeb za zboží, které byly v říjnu 3 % pod předpandemickými hodnotami, byla úroveň tržeb za služby o 4 % vyšší (v reálných hodnotách). Vzhledem k přetrvávající vysoké inflaci a vysokým nejistotám se domníváme, že trend poklesu domácí poptávky bude i nadále pokračovat, a to i přes přetrvávající dobrou situaci na trhu práce, kde se nezaměstnanost stále drží v blízkosti historických minim.

Také průmyslová výroba v říjnu zklamala očekávání. V meziročním vyjádření sice zůstává v růstu (3,1 %), ale to je dáno pouze nízkou srovnávací základnou, zejména u automobilového průmyslu, který v roce 2021 čelil výrazným tlakům kvůli problémům v dodavatelsko-odběratelských řetězcích. Stavebnictví oproti září v říjnu mírně vzrostlo o 1,8 %, to ale nic nemění na celkovém obrázku klesajícího trendu. To je vidět i na statistikách zahajování výstavby nových bytů, kde došlo k poklesu o 27,7 % y/y.

Spotřebitelé na svých bankovních účtech stále drží výrazné nadvklady.



Zdroj: ČNB

Inflace a centrální banka

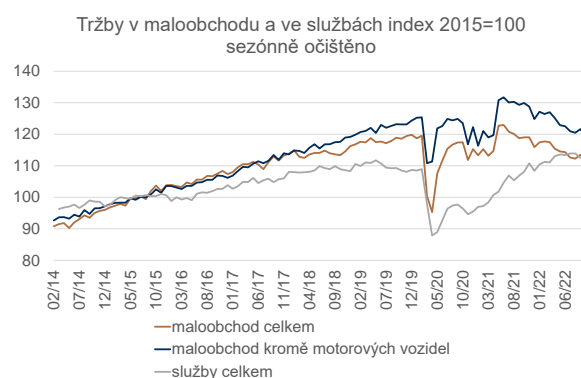
Inflace v listopadu překvapila vyššími než očekávanými hodnotami, když dosáhla 16,2 %. Nebyť započítání úsporného tarifu do cen energií, byla by ještě o poznání vyšší (19,8 %). Inflaci táhly především ceny energií a potravin. Naopak poptávkové cenové tlaky v listopadu tak silné nebyly. Ceny služeb rostly oproti říjnu pouze o 0,3 %. Domníváme se, že inflace by mohla být již u svého vrcholu. Očekáváme, že v lednu by měla v důsledku vyšší srovnávací základny klesnout, i když existují značná rizika, že překvapí vyššími hodnotami s tím, jak se budou měnit ceníky na nový rok. Tato změna se zřejmě nebude týkat pouze energií či vodného a stočného, ale i dalšího zboží a služeb, na které se zpožděním dopadnou vyšší ceny energií nebo které pouze využijí vlnu zdražování k navýšení svých marží. V průběhu roku by pak měla inflace postupně klesat jak díky vyšší srovnávací základně, tak díky slábnoucím poptávkovým tlakům.

Bankovní rada drží sazby stabilní. Stejně jako na listopadovém zasedání i v prosinci guvernér Michl zdůraznil, že na dalším zasedání mohou sazby zůstat stabilní, ale i jít vzhůru, a varoval trh, že jeho očekávání stabilních sazeb se nemusí naplnit. Jako případný spouštěč zvýšení sazeb guvernér uvedl rostoucí spotřebu, akcelerující inflační tlaky a samozřejmě fiskální politiku. Nedomníváme se, že by se v tomto ohledu v dohledné době pro zvyšování sazeb našel silný argument. Ani inflační čísla zřejmě guvernéra Michla negativně nepřekvapí. Podle jeho slov by měla inflace vzrůst na počátku roku k 20 %. Aktuální prognóza ČNB očekává 14,9 % v 1Q2023. Momentální nastavení měnových sazeb neznamená, že inflace v příštím roce nebude klesat, ale nižší sazby mohou způsobit pomalejší návrat k inflačnímu cíli, což s sebou nese dodatečné náklady.

Rizika

Kromě geopolitické situace zůstává pro českou ekonomiku rizikem i vývoj inflace, která sice vlivem srovnávací základny klesat bude, ale důležité bude i tempo poklesu, a to nejen v ČR, ale i u našich obchodních partnerů.

Maloobchodní tržby výrazně klesají, poptávka po službách je stále vyšší než před pandemií.



Zdroj: ČSÚ



Ekonomika eurozóny podle měsíčních údajů ve druhé polovině minulého roku viditelně zpomalila, ale předstihové indikátory signalizují mírný optimismus, že by případná recese měla být velmi mírná. Evropské centrální bance zároveň dělá starosti dvouciferná inflace, takže banka pokračuje a bude i nadále pokračovat ve zvyšování sazeb.

Ekonomická aktivita

Revidované výsledky HDP za 3. čtvrtletí byly o něco lepší než předběžné údaje, meziročně HDP rostl o 2,3 %. Detailní data ukázala, že růst táhla především spotřeba, a to jak soukromá, tak vládní. Naopak zahraniční obchod působil opačným směrem. Měsíční údaje z posledního čtvrtletí loňského roku ukazují na zhoršení ekonomické situace. Maloobchodní tržby v říjnu po zářijových lepších než očekávaných výsledcích potvrdily klesající trend, když poklesly o 1,8 %. Také průmyslová výroba v říjnu pokračovala v klesajícím trendu.

Naopak předstihové indikátory signalizují obrat. Stejně jako v listopadu i v prosinci se PMI opět zvýšily. Kompozitní index vzrostl na 48,8 z listopadových 47,1. Zdá se, že se situace začíná zlepšovat, ale indexy se stále drží pod hladinou 50 (včetně služeb, které ale v prosinci vzrostly až na 49,1), což ukazuje na mírnou recesi v eurozóně. Zlepšují se i další měkké indikátory, jako je například index ZEW nebo Ifo. Také důvěra spotřebitelů se již odrazila ode dna a poslední tři měsíce vykazuje růst. Aktuální hodnoty jsou ale stále z historického pohledu na velice nízké úrovni.

Inflace a centrální banka

Inflace v listopadu překvapila nižšími než očekávanými hodnotami. 10,1% růst cen ale stále mnohonásobně převyšuje 2% inflační cíl, proto ECB pokračuje v utahování měnové politiky.

Poslední zasedání ECB v loňském roce přineslo zvýšení sazeb o 50 bb. Repo sazba se tak dostala na 2,5 %, depozitní sazba na 2 %. I když se jedná o snížení tempa růstu sazeb, vyznění tohoto zasedání bylo nakonec jednoznačně jestřábí. Nová prognóza poměrně výrazně přehodnotila vývoj inflace směrem vzhůru na celém horizontu měnové politiky, a to i navzdory posunutí výhledu cen energií naopak dolů. Přestože na tiskové konferenci prezidentka Lagarde potvrdila, že další rozhodnutí Rady guvernérů bude záviset na přicházejících datech, jednoznačně také uvedla, že na zkrocení inflace bude potřeba další zvyšování sazeb, a to stabilním tempem (naznačila, že stabilní tempo znamená zvyšování po 50 bb). Otázkou je, proč ECB v prosinci přikročila ke zpomalení tempa růstu a příslibu dalšího zvyšování a zda tento příslib nakonec splní. Nejistoty jsou značné, ale vzrostla pravděpodobnost, že se depozitní sazba dostane výše, než jsme původně čekali. Předpokládáme, že vrcholu by mohla dosáhnout na 3,00–3,25 %. Spolu se zvyšováním sazeb bude ECB v příštím roce snižovat svou bilanci tím, že nebude reinvestovat polovinu z maturujících dluhopisů z programu APP. Bilanci tak bude snižovat o 15 mld. eur měsíčně, což je vzhledem k aktuální velikosti bilance 8,5 bil. eur poměrně zanedbatelné množství. Větší část kvantitativního utahování tak odpracuje splácení úvěrů v rámci TLTRO (do konce prosince má být celkem splaceno 800 mld. eur, 1,2 bil. eur maturuje většinou v červnu 2023).

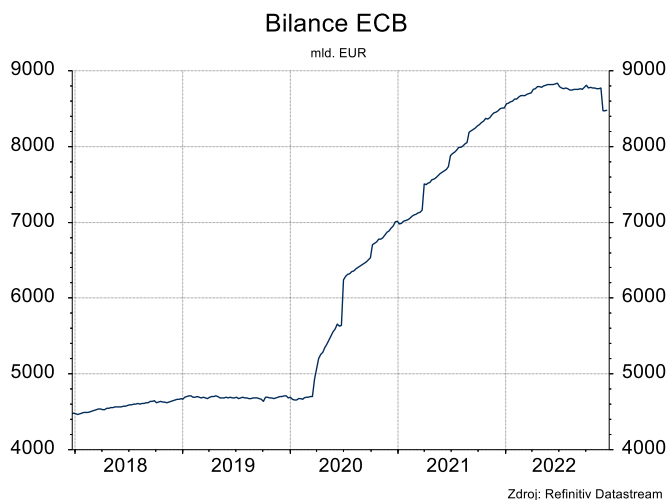
Rizika

Eurozóna letos čelí mnoha rizikům. K těm hlavním patří energetika. Nahrazení ruského plynu, ale i přehodnocení Green Dealu, jenž stál do značné míry právě na zemním plynu, může i pro eurozónu představovat přinejmenším zvýšené náklady, ale hrozí také riziko nedostatku surovin.

Důvěra spotřebitelů se začíná zlepšovat, z historického pohledu ale stále zůstává velice nízká.



První splacené půjčky v rámci TLTRO viditelně zmenšují bilanci ECB, k stavu před pandemií je ale ještě stále daleko.



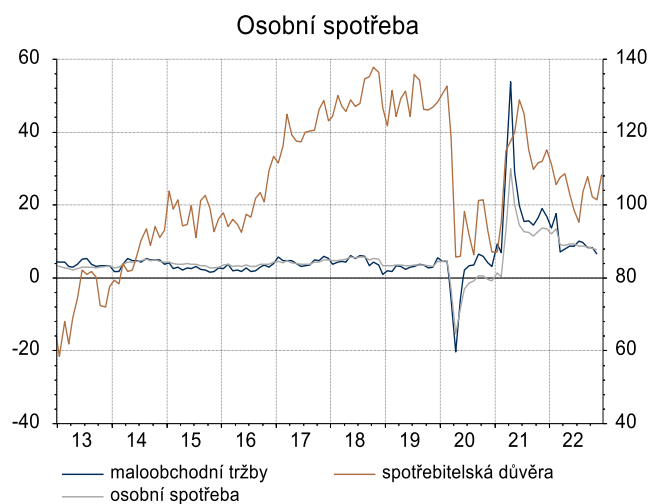
Spojené státy americké

Inflace výrazně překvapila směrem dolů druhý měsíc po sobě, Fed však na zasedání FOMC dal jasně najevo, že nemíní polevit ve svém boji za její další pokles. Představitelé Fedu se stále obávají, že by napjatý trh práce mohl vést ke vzniku mzdově-inflační spirály, takže by chtěli před tím, než ve svém úsilí poleví, kromě dalšího zpomalení inflace i jasné známky uvolnění na trhu práce. Toho se patrně dočkají, nasvědčují tomu jasné příznaky ochlazování ekonomiky. Otázka je, jak rychle na tyto známky budou reagovat.

Ekonomická aktivita

Data z trhu práce za listopad tradičně překonala očekávání, ale počet nových zaměstnanců byl opět nižší než před měsícem. Míra nezaměstnanosti zůstala stabilní a stabilní (a vysoký) zůstal také počet nabízených pracovních míst. Trh práce je tedy stále výrazně utažený. Nejvíce ale trhy zaujal (a polekal) vývoj hodinové mzdy, jejíž růst poměrně výrazně překonal očekávání. Sice stále výrazně zaostal za inflací, ale i tak oživil obavy z nárůstu mzdových tlaků, promítnutí vyšších mzdových nákladů do koncových cen výrobků, a tedy vytvoření mzdově-inflační spirály. Zatím se ovšem spíše zdá, že pokles reálné mzdy – a tedy kupní síly spotřebitelů – vede v kombinaci se zotavením nabídkové strany ekonomiky na jedné straně k nižší osobní spotřebě, jak zřetelně ilustrovaly slabé údaje o maloobchodních tržbách, a na druhé straně k růstu neprodaných zásob. Slábnutí ekonomiky potvrdila většina růstových indikátorů, a to jak tvrdé (průmyslová výroba), tak měkké (ISM, PMI). Jedinou výjimkou byl index nákupních manažerů ISM v nevýrobních odvětvích, který stále ukazuje na solidní expanzi.

Spotřebitelská důvěra sice roste, ale osobní spotřeba klesá.



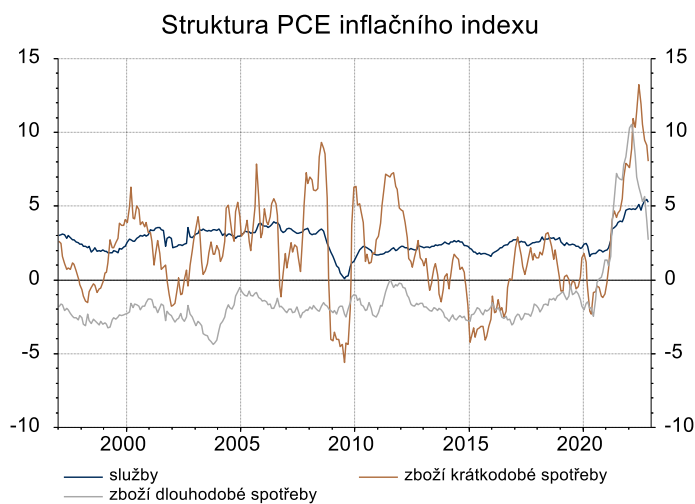
Inflace a centrální banka

Kombinace výprodejových slev a poklesu cen ojetin vedla k dalšímu snížení inflace u zboží. Trochu zpomalil meziměsíční růst nájmu a dále meziměsíčně klesly ceny ve zdravotnictví. I když růst cen ve službách očištěných o nájmy zůstal silný, ostatní méně rostoucí položky spotřebního koše stačily dostat růst jádrové inflace pod očekávání. Pro celkovou inflaci bylo důležité další snižování cen benzínu, které i přes pokračující růst cen potravin pomohlo k nižší než očekávané hodnotě. Přes pozitivní vývoj v posledních dvou měsících zůstává inflace vysoká, ovšem poměrně rychle by měl pokračovat její pokles. Pomoci by tomu měly především ceny zboží, u služeb jsou vyhlídky nejisté. Právě jejich chování může rozhodnout o tom, zda Fed skutečně své sliby dodrží a nechá sazby na maximu minimálně do konce roku. Podle komunikace z posledního zasedání FOMC by se sazby měly dostat minimálně na 5 %. Trh ovšem o tom, že Fed sliby dodrží, pochybuje a futures na federální fondy nyní čekají, že sazby na začátku roku 2024 budou pod svou aktuální úroveň.

Rizika

Jednoznačně největším rizikem pro letošní rok je, že to Fed přežene s tvrdostí své měnové politiky a dostane ekonomiku do hluboké a dlouhé recese. Podle našeho názoru je toto riziko malé. Mírná recese je sice pravděpodobná, ale kombinace poklesu inflace a slabosti ekonomiky by Fed měla přesvědčit, že nemůže dodržet svoje sliby ohledně ponechání sazeb na maximu po celý letošní rok. Souhlasíme tedy s názorem trhu, že sazby před koncem roku klesnou. Rizikem je také kvantitativní utahování, které bude zesilovat působení vysokých sazeb a samo o sobě může posunovat výnosovou křivku nahoru, což by výrazně přispělo k utažení měnových podmínek. Je to další důvod, proč se příliš nespolehat na sliby Fedu ohledně délky trvání vysokých sazeb.

Inflace u zboží rychle klesá, u služeb prochází vrcholem.



EUR/USD

Euro v prosinci pokračovalo v posilování. Pomohla mu hlavně nižší než očekávaná inflace v USA. Zasedání centrálních bank ovlivnilo kurz citelně méně. Jak Fed, tak ECB setrvaly na jestřábích pozicích, ECB ale překvapila poněkud více, takže nakonec po zasedáních obou centrálních bank zůstalo euro silné. Ve prospěch eura hraje podle všeho i sentiment a momentum. Jeho posilování by tedy mělo pokračovat, i když na 1,08 by měla být silná technická hladina odporu. Pokud by se jí euru podařilo překonat, otevře se mu cesta k posílení nad 1,1. Obrat trendu je skutečně rychlý, ale je potřeba si uvědomit, že dolar se předtím dostal na skutečně dlouho nevidané silné úrovně a že ještě před rokem se kurz pohyboval na 1,13–1,14. Sílu trendu k posilování eura budou hodně ovlivňovat i zveřejňovaná data a názor trhu na další vývoj měnové politiky Fedu a ECB.

EUR/CZK

Poslední měsíc loňského roku byl pro korunu úspěšný. Bez intervencí centrální banky v průběhu měsíce posilovala až na 24,10 EUR/CZK, tedy nejsilnější hodnoty za posledních 11 let. Tento vývoj je poněkud paradoxní vzhledem k přetrvávajícím vysokým nejistotám, které obvykle české měně nesvědčí, i jestřábí komunikaci ECB, jež značí další snižování úrokového diferenciálu. Pro korunu hovoří snad jen ceny plynu, které klesají a uklidňují obavy z nucené racionalizace výroby. Pro další výrazné posilování bude ale koruna v letošním roce hledat důvody těžko. Ekonomiku bude nepříznivě ovlivňovat především domácí spotřeba, která bude kvůli klesajícím disponibilním příjmům tlumit celkový ekonomický vývoj. Stabilita sazeb centrální banky (s níž počítáme jako s hlavním scénářem) navíc povede ke snižování úrokového diferenciálu. Na druhou stranu výraznějšímu oslabení bude bránit centrální banka intervencemi. Předpokládáme, že objem devizových rezerv by měl být dostatečný, aby se koruna držela dlouhodobě do 24,5 EUR/CZK.

Dluhopisy

Další překvapivě nízká inflace v USA podpořila trend poklesu výnosů a posunula desetiletý výnos na lokální minimum. Ve druhé polovině měsíce však došlo k poměrně citelné korekci na dlouhém konci výnosové křivky a desetiletý dluhopis se posunul z minima na 3,4 % nad 3,7 %. Korekce souvisela patrně s předchozím přehnaným poklesem a úpravami portfolií na konci roku a podpořil ji i vývoj v Japonsku, kde místní centrální banka zvedla strop pro výnos desetiletého dluhopisu, což ovlivnilo dluhopisové trhy globálně. Korekce by neměla trvat dlouho a dlouhý konec výnosové křivky by se měl brzy vrátit k pomalému postupnému poklesu. Krátký konec křivky je pod vlivem vývoje očekávání ohledně obavy z recese a pozitivní vývoj

inflace jednoznačně převažuje nad rétorikou Fedu, takže klesající očekávání ohledně sazeb vedou k poklesu výnosů i na krátkém konci křivky sazeb Fedu. Čím bude inflace nižší a růst slabší, tím větší bude tlak na pokles výnosů.

Vývoj německých výnosů byl v prosinci oproti USA poměrně výrazně odlišný. V prvním týdnu ještě stagnovaly na nízkých úrovních, na které se dostaly v listopadu, ale poté postupně pomalu rostly. Desetiletý výnos v průběhu prosince celkově narostl z 1,78 % na 2,30 %. Evropa v podstatě nereagovala ani na americkou inflaci, ani na Fed, zato podstatně výrazněji než americký trh reagovala na ECB. Celkový růst za měsíc byl podobný po celé délce křivky, ale její krátký konec se až do zasedání držel na stabilních úrovních a nahoru vyskočil až po zasedání ECB, které trh přinutilo přehodnotit konečnou úroveň jejich sazeb. V Evropě bude nyní záležet především na hloubce recese. Vyhledky jsou aktuálně optimistické, takže by nic nemělo bránit ECB, aby pokračovala ve zvyšování sazeb. Začátek výrazného poklesu inflace by měly ukázat nejdříve údaje zveřejněné na konci února, do té doby by inflace měla spíše podporovat očekávání vyšších výnosů.

Český dluhopisový trh si až do zasedání ECB v listopadu žil svým životem. Krátký konec křivky v polovině měsíce mírně klesl (dvouletý výnos z 5,7 % na 5,4 %). Dlouhý konec se choval podobně, když desetiletý výnos klesl z 4,8 % na 4,6 %. Po zasedání ECB se ovšem dlouhý konec křivky posunul výrazně nahoru v souladu s pohybem na dalších evropských trzích. ČNB nehodlá se sazbami v dohledné budoucnosti hýbat, což by mělo zabezpečit jen malé pohyby na krátkém konci výnosové křivky. Na jejím dlouhém konci je však prostor pro pohyb značný. Podle našeho názoru je nejpravděpodobnější kolísání bez jednoznačného trendu ovlivňované jak domácími událostmi (makrodata, komunikace ČNB, emisní politika ministerstva financí), tak chováním zahraničních trhů.

Akcie

Světové akciové trhy v listopadu pokračovaly v konsolidaci po předchozí korekci. Překvapivě nízká inflace v USA a zasedání Fedu je ovlivnily relativně málo. Zato reakce na ECB byla hodně výrazná a dostala trh jak v Evropě, tak v USA do poklesu. Roli v něm ovšem nehrála jen překvapivě jestřábí ECB, ale také vybírání zisků po předchozím poklesu a rostoucí obavy z dopadů recese ve vyspělých státech. Po dlouhém rostoucím trendu přinesl rok 2022 medvědí trh a je možné, že po poměrně výrazném poklesu bude na začátku roku část investorů sázet na růst v roce 2023, což by mohlo vést k relativně silnému lednovému efektu. Nevěříme však, že by tento růst (pokud k němu vůbec dojde) vydržel dlouho. Vyhledky ekonomiky, a tedy i vyhledky společností nejsou minimálně pro první pololetí dobré a hlavní centrální banky budou navíc dále utahovat měnovou politiku, přičemž asi zůstanou ve výrazně jestřábím módu. Proto pokládáme za



pravděpodobné, že se v rámci probíhajícího medvědího trendu dostaneme na nová minima.

Pražská burza, ostatně jako všechny ostatní burzy, neměla úplně pěkný rok. PX index oslabil o více než 15 %. To odpovídá vývoji ostatních burz a je potřeba říci, že někde bylo i mnohem hůře, např. NASDAQ oslabil o více než 30 %! Letošním pražským vítězem, co se zhodnocení týká, se staly akcie České zbrojovky, které si připsaly téměř 17 %. Na druhé straně stojí Erste Bank, která klesla o více než 25 %. Z méně likvidních titulů byl skokanem roku Photon Energy s +74 %, naopak poraženou je Pilulka s -58 %. Prosinec byl relativně klidnější měsíc. PX index uzavřel bez výrazné změny. Nejvíce posílila Kofola (+5 %) a Moneta (+4,5 %), nedařilo se naopak ČEZu (-4,8 %) a Komerční bance (-3,8 %).

Letošní rok nebude lehký. Je těžké říci, zda mají akcie na PSE už všechna rizika, která hrozí, započítána v ceně, ale spíše se obáváme, že nikoliv. Velká výzva bude stát před hlavním akcionářem ČEZu, co a jak s tímto kolosem udělat (hrozí převzetí, rozdělení, restrukturalizace). Banky budou díky poklesu ekonomiky velmi pravděpodobně tvořit rezervy na špatné úvěry, trh může začít oceňovat budoucí pokles sazeb a do toho budou muset platit daň z mimořádných zisků (windfall tax).

Kredit

Ani druhý obvyklý vrchol aktivity emitentů dluhopisů se nekonal a dvanáctý měsíc roku 2022 tak dopsal i poslední sloky ponuré ročenky tuzemského kapitálového trhu v mollové stupnici. K zisku titulu za největší nebankovní emisi letos stačilo skupině EPH umístění srpnových 2,4 mld. CZK. S takovým objemem by před rokem dosáhla těsně na páté místo. O něco lépe se letos dařilo společností, které s nabídkou dluhopisů v barvách české trikolóry oslovují zhýčkané západní investory. Po letech se do této nepřilíš početné elitní skupiny podařil návrat skupině ČEZ a na několikrát pokus i Českým drahám. Oba ale za vstup pořádně připlatili na kreditním spreadu a výrazně jim nepomohl ani dříve tak populární ESG punc.

Do roku 2023 ale nehledíme jen se zoufalou nadějí. Od října vytrvale klesají kreditní spready likvidních eurových emisí a zatvrzele holubičí ČNB už zlevňuje financování také u tuzemských emisí. Očekáváme proto postupný návrat emitentů, kterým v neklidných dobách vyhovovala sice hřejivá, ale stále svazující náruč bankovních domů. Mezi nejpravděpodobnější kandidáty řadíme společnosti, které budou v následujícím roce řešit splatnost svých dluhopisů – DEK, České dráhy a Pražskou plynárenskou.

Komodity

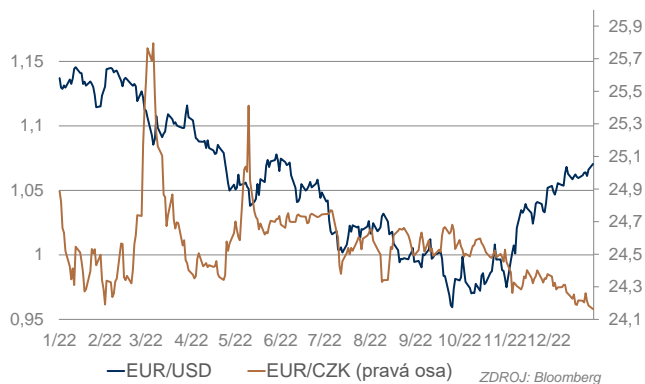
Zhruba od poloviny prosince pokračoval u cen ropy klesající trend. Cena ropy WTI v jeho rámci spadla až těsně nad 70 USD/brl. Trend byl motivován především očekáváním slabé výkonnosti světové ekonomiky v příštím

roce, tedy i slabé poptávky po ropě. Těsně před polovinou měsíce se trend obrátil k růstu, což souviselo se zastropováním cen ruské ropy a obavami, že to negativně ovlivní nabídku ropy na světovém trhu. Podle předběžných informací o vývoji vývozu by měl být export ruské ropy skutečně poměrně výrazně omezen. Pokud se to potvrdí, mohla by ropa dostat další impuls k růstu. Na druhou stranu se budou sledovat růstová data z vyspělých ekonomik a vývoj v Číně. Znamky oslabení by naopak měly tendenci růst cen brzdit či dokonce otáčet, pokud by byly silné.

Cena zlata v průběhu prosince driftovala pomalu nahoru při poměrně výrazné volatilitě. Klíčovou roli v tomto pohybu hrálo oslabování dolaru. Jestřábí tón nejvýznamnějších centrálních bank by měl růst ceny zlata spíše brzdit, obzvláště pokud s sebou nese i růst výnosů dluhopisů. Přestože ale byly centrální banky hodně nabroušené, zlato na ně reagovalo jen málo. Mimo dolaru poskytuje podporu zlato i jeho nakupování centrálními bankami. Vyhledky vývoje cen zlata jsou momentálně pozitivní, především vzhledem k očekávanému pokračování oslabování dolaru. Pomoci by mu mohl i pokles výnosů dluhopisů v USA a EMU, pokud se budou investoři obávat, že centrální banky přeženou utahování měnové politiky.



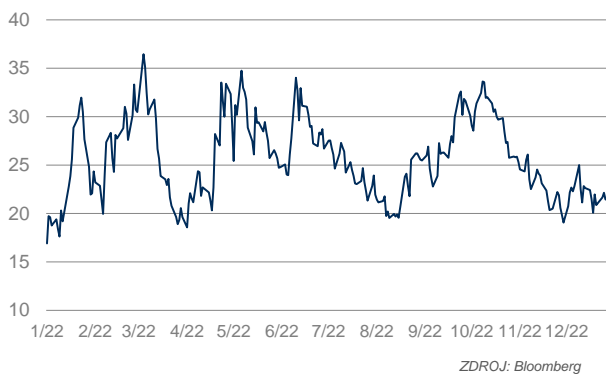
Devizové kurzy



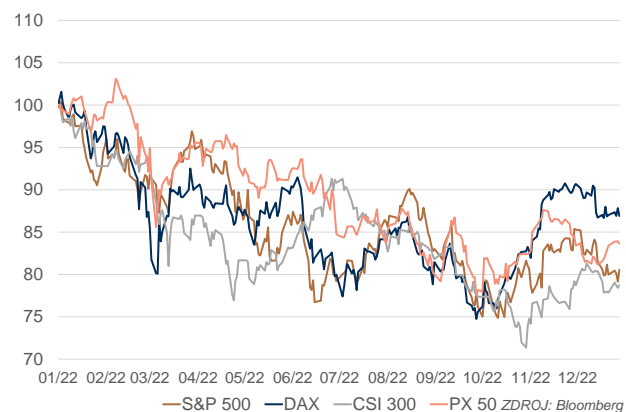
Dluhopisy (10 let)



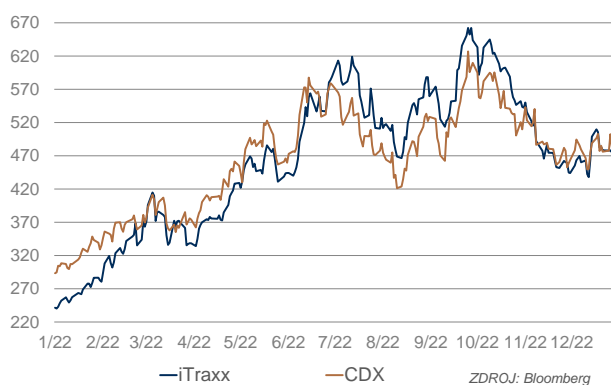
Index volatility VIX



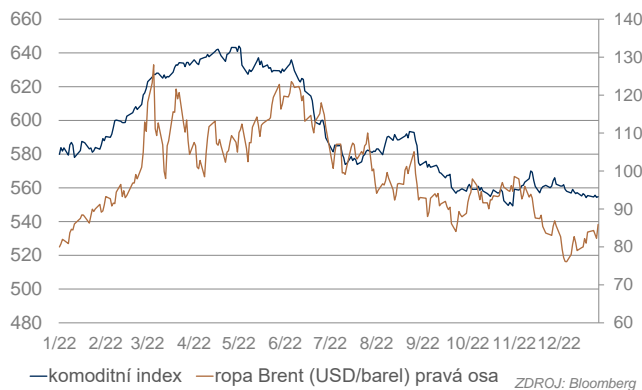
Akciové indexy (1. 1. 2022 = 100)



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	3,75-4,00	4,25-4,50	4,75-5,00	↑	4,75-5,00	→	4,25-4,50	↓
ECB	0,0	2,0	2,5	3,5	↑	3,5	→	3,5	→
ČNB	3,75	7,0	7,0	7,0	→	7,0	→	6,0	↓
KURZY									
EUR/USD	1,13	1,05	1,07	1,10	↑	1,12	↑	1,15	↑
EUR/CZK	24,8	24,4	24,2	24,4	↑	24,4	→	24,4	→
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	0,73	4,27	4,43	4,3	↓	4,0	↓	3,5	↓
US dluhopis 10y	1,51	3,49	3,87	3,8	↓	3,5	↓	3,0	↓
Něm. dluhopis 2y	-0,62	2,11	2,71	2,5	↓	2,5	→	2,0	↓
Něm. dluhopis 10y	-0,18	1,86	2,50	2,3	↓	2,0	↓	2,0	→
České dluhopisy 2y	3,65	5,32	5,45	5,45	→	5,0	↓	4,0	↓
České dluhopisy 10y	2,86	4,65	5,07	4,5	↓	4,0	↓	3,75	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	293,2	463,4	484,0	470,0	↓	420	↓	350	↓
EMU iTraxx 5y	241,4	443,9	472,3	460,0	↓	430	↓	370	↓
AKCIE									
S&P 500	4766,2	4071,7	3839,5					4600	↑
Eurostoxx 50	4298,4	3977,9	3822,1					4100	↑
DAX	15884,9	14529,4	13990,5					15200	↑
CSI 300	4940,4	3871,0	3871,6					4500	↑
PX 50	1426,0	1198,6	1206,8					1370	↑

* 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

	2022				2023*				2021	2022*	2023*	2024*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	4,6	3,7	1,7	-0,7	-1,8	-1,5	-0,5	1,1	3,5	2,4	-0,5	3,0
soukromá spotřeba	8,2	0,2	-5,9	-3,5	-3,8	-3,0	-0,5	2,1	4,4	1,5	1,1	4
vládní spotřeba	2,2	1,3	-1,2	-0,2	1,2	2,3	1,7	1,3	3,0	1,0	1,0	0
investice	6,9	6,1	4,6	-0,2	-5,5	-9,8	-10,4	-9,2	0,6	5,4	0,0	3
dovoz	5,1	2,7	6,2	3,0	-1,0	-1,0	0,0	3,0	11,5	3,0	3,0	6
vývoz	0,4	1,8	10,5	4,3	1,0	2,5	4,0	6,6	5,1	3,0	3,0	6
nezaměstnanost (%) (MPSV)	3,5	3,2	3,4	3,5	3,6	3,6	3,8	4,0	3,8	3,4	3,8	3,7
inflace (% y/y)	11,2	15,8	17,8	16,0	14,5	10,5	6,9	7,8	3,9	15,3	7,2	3,5
běžný účet (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,9	-4,1	-2,0	-1,3
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-5,1	-4,9	-4,1	-3
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	41,9	44,1	45,8	46,2

Evropská měnová unie

	2022				2023*				2021	2022*	2023*	2024*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	5,5	3,5	2,3	1,2	0,3	-0,5	-0,4	0,3	5,2	3,4	0,0	1,6
soukromá spotřeba	7,9	3,9	1,7	1,1	0,8	-0,3	-0,7	0,4	4,0	3,7	0,1	1,4
vládní spotřeba	2,9	0,7	0,4	1,4	1,4	1,2	1,1	1,1	2,6	1,9	1,2	1,1
investice	3,6	2,6	7,4	-0,4	0,1	-0,5	-0,5	0,7	2,0	2,4	-0,1	1,95
dovoz	10,0	6,0	10,8	2,5	2,6	1,1	0,6	1,4	9,1	6,7	1,9	2,75
vývoz	9,0	5,5	7,7	3,5	2,2	0,6	0,9	1,8	11,2	6,3	1,3	2,8
nezaměstnanost (%)	6,8	6,9	6,6	6,8	7,0	7,1	7,2	7,1	7,7	6,8	7,1	7,1
inflace (% y/y)	6,1	8,0	9,3	10,3	9,1	7,3	5,6	3,6	2,6	8,5	6,0	3
jádrová inflace (% y/y)	3,0	3,7	4,7	5,0	5,0	4,6	4,0	3,0	1,5	4,1	4,0	2,5
běžný účet (% HDP)	1,6	0,6	-0,3	-0,8	-0,1	-0,3	0,1	0,5	2,4	-0,2	0,6	1,15

Spojené státy americké

	2022				2023*				2021	2022*	2023*	2024*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	3,7	1,8	1,9	0,4	0,8	0,6	-0,1	0,0	5,9	1,9	0,3	1,3
soukromá spotřeba	4,8	2,4	2,2	1,5	0,8	0,1	-0,2	-0,2	8,3	2,7	0,9	1,4
vládní spotřeba	-1,6	-1,3	-0,3	0,8	1,2	1,5	1,0	0,6	0,6	-0,8	1,1	1,0
investice	2,5	-0,2	-0,9	-1,2	-2,4	-1,4	0,1	0,7	9,0	3,7	-2,5	1,7
dovoz	12,7	11,2	7,4	2,4	-3,4	-3,6	-0,9	0,7	14,1	8,7	0,3	1,7
vývoz	5,2	7,3	11,3	2,6	1,8	-2,3	-5,0	-1,2	6,1	7,3	2,2	2,2
nezaměstnanost (%)	3,8	3,6	3,6	3,7	3,9	4,2	4,6	4,8	5,4	3,7	4,4	4,8
inflace (CPI % y/y)	8,0	8,7	8,3	7,3	5,9	4,0	3,3	3,0	4,7	8,0	4,0	2,5
jádrová inflace (PCE % y/y)	5,3	5,0	5,0	4,7	4,2	3,9	3,4	3,0	3,5	5,0	3,6	2,4
běžný účet (% HDP)	-3,8	-3,9	-3,7	-3,6	-3,5	-3,6	-3,4	-3,4	-3,6	-3,9	-3,5	-3,4
rozpočtový deficit (% HDP)	-7,2	-4,3	-5,5	-4,8	-5,2	-4,9	-4,4	-4,8	-10,8	-4,4	-4,4	-4,4
vládní dluh (% HDP)	98,6	100,5	98,6	97,9	97,9	98,2	99,1	99,9	99,7	97,9	97,9	99,6

* 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 Němejc

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.

