

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Jak je na tom nabídková strana ekonomiky?

ČR Proinflační rizika kvůli válce na Ukrajině sílí

EMU Optimismus předstihových indikátorů změní
geopolitická situace

USA Inflace pokračuje ve zrychlování

www.ppfbanka.cz

březen 2022

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



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

Globálně je momentálně největším ekonomickým problémem zrychlování inflace. Podstatně se na něm podílejí potíže nabídkové strany ekonomiky, přičemž jejich vyřešení je podle našeho názoru klíčovou podmínkou pro zmírnění inflačních tlaků.

Jak je na tom nabídková strana ekonomiky?

Problémy nabídkové strany ekonomiky způsobené pandemickým šokem momentálně představují jeden ze dvou největších problémů světové ekonomiky. Druhým je po letech vzkříšená inflace, ta ale s problémy nabídkové strany ekonomiky také do značné míry souvisí. Už v září minulého roku jsme se na příkladu problémů s dodávkami čipů pro automobilky zabývali tématem narušených dodavatelsko-odběratelských vztahů, což je největší slabina nabídkové strany. Protože jde podle našeho názoru o jedno z klíčových témat letošního roku, a to jak z hlediska výkonnosti ekonomik, tak z hlediska inflace, vracíme se k němu. Tentokrát se podíváme na některé makroekonomické indikátory týkající se dodavatelsko-odběratelských vztahů, tedy v jakém stavu je nabídková strana ekonomiky a zda se její situace zlepšuje.

Indikátory stavu dodavatelsko-odběratelských řetězců

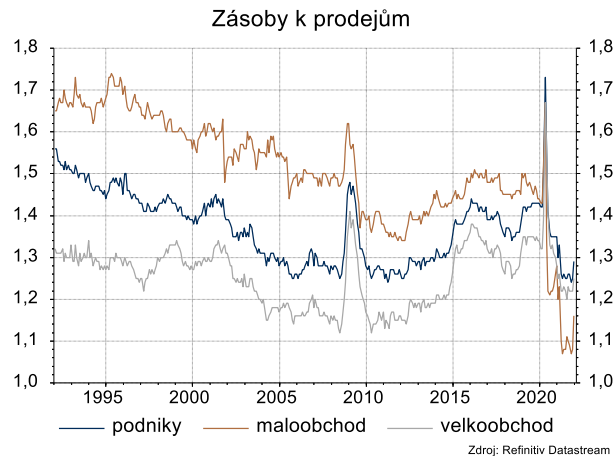


Na stav dodavatelsko-odběratelských řetězců je možné usuzovat nepřímo z indikátorů, které jsou jimi ovlivněny. Typicky jde například o ukazatele vývoje dodacích lhůt, stavu a vývoje zásob, objemu nedokončených zakázek, cen v dopravě a vytíženosti dopravy. V rámci snahy optimalizovat dodavatelské řetězce pro podniky byly už před lety vypracovány indexy kombinující jednotlivé ukazatele, jež umožňují měřit jejich kvalitu. Na makroekonomické úrovni však donedávna nic podobného neexistovalo. Problémy z poslední doby však motivovaly

výzkumníky z newyorského Fedu k vytvoření a zveřejnění indexu,¹ který by měl měřit stav dodavatelsko-odběratelských řetězců. K tomuto účelu použili indexy mapující stav lodní dopravy (Baltic Dry index a Harpex index) a ceny letecké dopravy do a z USA. Dalším zdrojem dat byly indexy nákupních manažerů (Markit IHS PMI a ISM). Konkrétně u těchto indexů využili subindexy měřící vývoj dodacích lhůt, objem rozpracovaných zakázek a stav zásob. Tato data statisticky zpracovali pomocí analýzy hlavních komponent. Výsledek jejich úsilí vidíme v grafu, který jasně ukazuje dopad pandemického šoku. Pozitivní je, že podle autorů indexu se začínají objevovat náznaky zlepšování situace. V tomto speciálu se podíváme na jednotlivé ukazatele související se stavem dodavatelsko-odběratelských vztahů. Nejprve prozkoumáme několik ukazatelů z USA a potom z EU.

Poměr zásob k prodejmům – USA

Prvním indikátorem, na který se zaměříme, je poměr zásob k prodejmům v USA. U tohoto indikátoru je typické prudké zvýšení kvůli poklesu prodejmů v období recese. Na grafu to vidíme velmi zřetelně v období recese po finanční krizi



2008/2009 a v podstatně mírnější formě v období recese po roce 2000. V období recese na začátku pandemie došlo také k prudkému růstu tohoto ukazatele, což souviselo s propadem prodejmů kvůli restrikcím. Nás ovšem zajímá především opak – tedy prudký propad tohoto ukazatele, který následoval po uvolnění restrikcí. Důvodem tohoto propadu byla kombinace mimořádně vysoké poptávky a problémů nabídkové strany do značné míry souvisejících s objektem našeho zájmu, tedy narušenými dodavatelsko-odběratelskými vztahy. Hloubka a rychlost propadu ilustrují

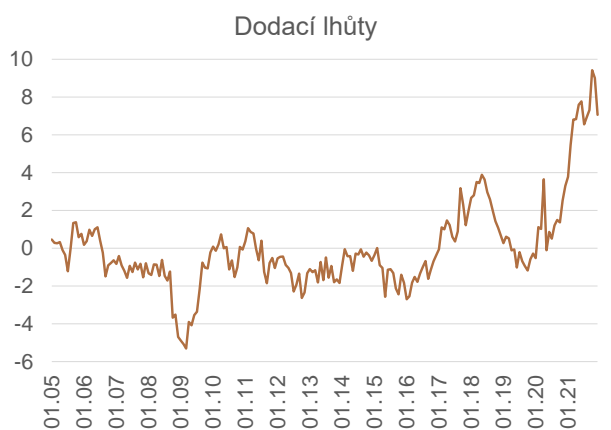
¹ <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2022/01/a-new-barometer-of-global-supply-chain-pressures/>



míru nerovnováhy, jíž po ukončení restrikcí ekonomika čelila. Obzvláště extrémní byla situace v maloobchodě, což však do značné míry souvisí s enormní poptávkou způsobenou kumulací vládního stimulu, úspor z doby restrikcí a uspokojování odložené spotřeby. Pozitivní je, že se indexy pro všechny tři sektory začínají vracet k normálu. Bohužel není jasné, do jaké míry se na tom podílí normalizace stavu zásob (a tedy normalizace stavu dodavatelsko-odběratelských řetězců) a do jaké míry je to způsobeno postupným návratem poptávky do normálu. Normalizace je v každém případě v počáteční fázi, a nerovnováha poptávky a nabídky tak trvá.

Dodací lhůty – USA

Druhým indikátorem je vývoj dodacích lhůt v USA. Jako zdroj jsme použili jednak indikátory regionálních Fedů a jednak subindexy ISM indexů. Zajímavé je, že dodací lhůty



Zdroj: Datastream, PPF banka

se prodlužovaly už před pandemií. Pravděpodobně to souviselo s oživením ekonomiky, a tedy vyšší poptávkou v prvních letech prezidentství D. Trumpa. Útlum ekonomiky ve druhé polovině jeho mandátu v důsledku obchodní války s Čínou rychle posunul index k normálním hodnotám. Odchylka způsobená pandemií však byla podstatně větší a do značné míry souvisí s narušenými dodavatelsko-odběratelskými vztahy. Podobně jako u poměru prodejů k zásobám i zde vidíme náznak obratu, což dává naději, že by se mohla situace začít trvaleji zlepšovat. Zatím však tento ukazatel indikuje, že stále existují značné problémy a nabídková strana ekonomiky není schopná normálně uspokojovat poptávku.

Rozpracované zakázky – USA

Stejně jako u dodacích lhůt je tento ukazatel složen z několika indexů (zdrojem jsou opět regionální Fedy a subindexy ISM). Pomocí analýzy hlavních komponent je extrahován index. Na začátku pandemického šoku došlo k prudkému poklesu objemu rozpracovaných zakázek. Stejně jako v předchozím podobném případě v roce 2009 to bylo kvůli poklesu poptávky. Po zmírnění restrikcí

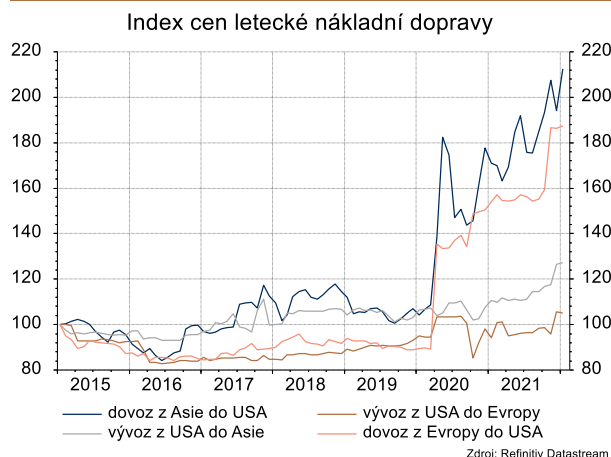
rozpracované zakázky rychle rostly, až se dostaly na nejvyšší úroveň od roku 2005. Tento růst byl způsoben nerovnováhou poptávky a nabídky, kdy náhle zvýšenou poptávku nebyli producenti schopni rychle uspokojit, a jedním z důvodů tohoto stavu byly problémy v dodavatelsko-odběratelských řetězcích. Situace se však podle vývoje indexu zjevně rychle normalizuje. Obrat u tohoto ukazatele začal poměrně rychle a jeho úroveň se už blíží normálnímu stavu.



Zdroj: Datastream, PPF banka

Ceny v dopravě – USA

K příčinám narušení dodavatelsko-odběratelských vztahů patří logistika, konkrétně kapacitní potíže především lodní a letecké dopravy. To vede k problémům jak u subdodávek, tak u dodávek zboží. Jedním z indikátorů stavu jsou ceny dopravy, které u přetížených dopravních tras prudce narostly. Jako příklad uvádíme vývoj cenových indexů v letecké dopravě publikovaný americkým Bureau of Labor Statistics na trasách do USA a z USA. Z vývoje indexů je patrné, že problém je hlavně s dopravou do USA, což souvisí s enormním růstem spotřeby v loňském roce. Rovněž je zřejmé, že zatím se situace nezlepšuje, spíše naopak. Z hlediska subdodávek, a tedy stavu dodavatelsko-odběratelských řetězců, je důležitá především trasa z Asie do USA.



Zdroj: Refinitiv Datastream



Rozpracované zakázky v průmyslu – EU

Index rozpracovaných zakázek v průmyslu je vypočten ze subindexu indexu důvěry Evropské komise týkajícího se



Zdroj: Evropská komise, PPF banka

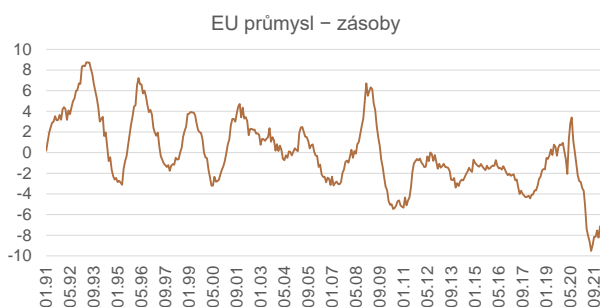
úrovně zakázek. Stejně jako v USA byl extrémně prudký propad na začátku pandemie vystřídán rychlou normalizací a následně růstem na maxima, tentokrát už od roku 1991 (tedy za dobu existence tohoto průzkumu). Na rozdíl od USA se index drží na maximech, což naznačuje, že v EMU ještě normalizace situace v průmyslu nezačala a trvají významné problémy v dodavatelsko-odběratelských vztazích.

Zásoby v průmyslu – EU

Dalším ukazatelem je vývoj zásob v průmyslu. V první fázi pandemie vidíme nárůst zásob, což souviselo s praktickým zastavením produkce při plošných uzavírkách. Po uvolnění restrikcí se začaly zásoby rychle vyčerpávat a jejich úroveň klesat, až se dostala na historická minima. To souviselo částečně s obnovením poptávky, ale podstatnou roli zde hrála neschopnost nabídkové strany dostatečně produkovat v důsledku narušení dodavatelsko-odběratelských řetězců. Vývoj indexu ukazuje, že se situace pomalu začíná zlepšovat, ale z hlediska historie zůstává stále stav zásob mimořádně nízký.

Závěr

Vývoj jednotlivých ukazatelů týkajících se stavu dodavatelsko-odběratelských řetězců ukazuje, že se



Zdroj: Evropská komise, PPF banka

situace už sice začala zlepšovat, ale že je stále ještě hodně daleko od normálu. Je tedy pravděpodobné, že nabídková strana ekonomiky bude mít v dohledné budoucnosti (minimálně v nejbližších měsících) i nadále problém plně uspokojit poptávku a že i nadále bude prostor pro zvýšené inflační tlaky, které s tím souvisejí. To v situaci, kdy už nějakou dobu inflace výrazně zrychluje, což s sebou nese rovněž menší psychologické bariéry pro zvyšování cen a celkový růst inflačních očekávání, což se promítá do cenotvorby. Navíc se postupně budou projevovat sekundární dopady předchozího růstu cen, a období vyšší inflace se tedy bude prodlužovat. Ovšem z globálního hlediska je situace podstatně jiná. Fed se ke zvýšení sazeb jen chystá a ECB je stále opatrná se ke zvyšování sazeb vůbec vyjádřit. Kombinace dopadů problémů v dodavatelsko-odběratelských vztazích na nabídkovou stranu ekonomiky a laxní politiky hlavních centrálních bank může vést až ke vzniku nebezpečné inflační spirály, ve které se bude projevovat vliv slabosti nabídkové strany ekonomiky, zvýšených inflačních očekávání, zrychlení růstu mezd a likvidace úspor kvůli obavám ze ztráty jejich hodnoty, což bude podporovat poptávku. Cenou za laxnost tak může být nutnost později zpřísnit měnovou politiku mnohem více s podstatnými dopady na výkonost ekonomik. ČNB sice může díky ostrému zvýšení sazeb úspěšně utlumit domácí inflační tlaky, ale vzhledem k malé velikosti a otevřenosti české ekonomiky stejně můžeme doplatit na váhání jinde ve světě.



Pomalejší růst reálné ekonomiky a současně rychlejší růst cen. Tak by se dala charakterizovat poslední data Českého statistického úřadu. Zároveň s eskalací konfliktu na Ukrajině rostou kvůli závislosti české ekonomiky na dovozu nerostných surovin z Ruska jak proinflační rizika, tak rizika pro růst reálné ekonomiky.

Ekonomická aktivita

Statistiky z posledního měsíce loňského roku překvapily vesměs negativně. Průmyslová výroba meziročně po sezónním očištění poklesla o 3 %. Poslední čtvrtletí loňského roku tak celkově skončilo pod předpandemickými úrovněmi. Za horšími výsledky průmyslové výroby stojí zejména problémy v automobilovém odvětví, které poslalo meziročním poklesem o 15,8 % celý sektor do červených čísel. I když tato hodnota byla ovlivněna relativně vysokou srovnávací základnou z minulého prosince, kdy se automobilky snažily dohnat výpadky po uzavření továren, je zřejmé, že nedostatek čipů automobilový průmysl stále negativně ovlivňuje. Naopak ostatním průmyslovým odvětvím se dařilo o poznání lépe, přičemž nebývale pozitivně vyznely výsledky stavebnictví. Meziročně po očištění vzrostlo o 8,1 %, a to zejména díky pozemnímu stavebnictví, které vzrostlo o 10,5 %. Výrazně se zvýšil počet zahájených bytů (celkově za rok 2021 to bylo 45 tisíc, nejvíce od roku 2009).

Také prosincové maloobchodní tržby zklamaly, když meziročním růstem o 3,3 % zůstaly daleko za očekáváním. Tento vývoj koresponduje s vývojem spotřebitelské důvěry, jež se na konci loňského roku pohybovala v blízkosti minima na vrcholu pandemie. Důvěra spotřebitelů v únoru sice mírně vzrostla, ale přinejmenším očekávání další akcelerace růstu cen bude bránit většímu optimismu.

Inflace a centrální banka

ČNB na únorovém zasedání po dlouhé době rozhodla v souladu s očekáváním trhu a zvýšila základní sazbu o 75 bb na 4,5 %. Bankovní rada rozhodovala na základě

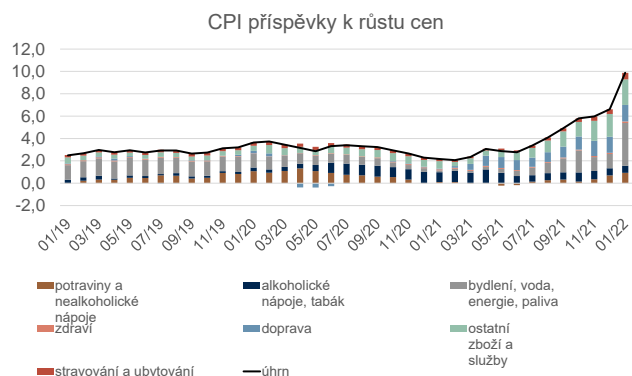
nové prognózy, která ukazovala konec zvyšování sazeb. Další inflační čísla ale tento výhled narušila. Inflace v lednu vystoupala na 9,9 % a překonala prognózu o 0,5 pb. Skokové zvýšení cen bylo způsobeno převážně položkami v oddíle bydlení, voda, energie a paliva, ale i vyššími cenami potravin. Podle komentáře ČNB stály za odchylkou od prognózy především ceny potravin a pohonných hmot. Naopak predikce jádrové inflace se zhruba naplnila. (Jádrová inflace vzrostla na nové historické maximum 9,7 %.) Podle poslední prognózy by měla inflace kulminovat pod 10 %, ale tuto hranici zřejmě překoná. Zda překročení této hranice ČNB vyhodnotí jako impuls k ještě jednomu zvýšení sazeb, není jasné. Na březnovém zasedání bude mít bankovní rada k dispozici i únorová čísla. Ta by mohla trochu napovědět. My se přikláníme k názoru, že lednová vyšší než očekávaná inflace spíše přiměje centrální bankéře k dalšímu zvýšení sazeb (o 25 bb, ale nevylučujeme ani 50 bb). Podle analýzy ČNB jsou poptávkové tlaky jednoznačně patrné při srovnání cen importů, na kterých se příznivě projevuje kurz koruny a maloobchodních cen, jež rostou výrazně rychleji. Další proinflační riziko navíc představuje konflikt na Ukrajině, který se může promítnout do vyšších cen zejména u potravin a zemního plynu a může působit na oslabení koruny.

Vývoj inflace v dalších čtvrtletích je nejistý. Na pokles inflace by měla působit vyšší srovnávací základna, ovšem šok způsobený válkou může zvýšit ceny surovin i oslabit korunu a tím podnítit další nárůst inflačních tlaků.

Rizika

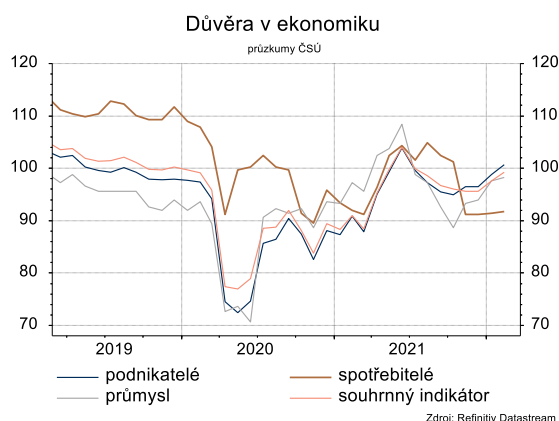
Riziko představuje vyšší inflace a s ní spojené další zvyšování sazeb a zároveň oddálení jejich snižování. K proinflačním faktorům, jako je napjatý trh práce a nesoulad mezi nabídkou a poptávkou, se aktuálně přidává konflikt na Ukrajině, který může přinést kromě vyšších cen komodit i oslabení české měny.

Za skokovým nárůstem inflace stály zejména energie.



Zdroj: ČSÚ

Spotřebitelská důvěra se zřejmě na předpandemické hodnoty rychle nevrátí.



Zdroj: Refinitiv Datastream



Akcelerující inflace mění mírně rétoriku ECB a zvyšování sazeb již v letošním roce se už nejeví jako nepravděpodobný scénář. Nejistot je stále více než dost a zvyšování sazeb bude záležet na aktuálním vývoji inflace. Rychlejší ukončování programu kvantitativního uvolňování by mohla ECB oznámit již v březnu.

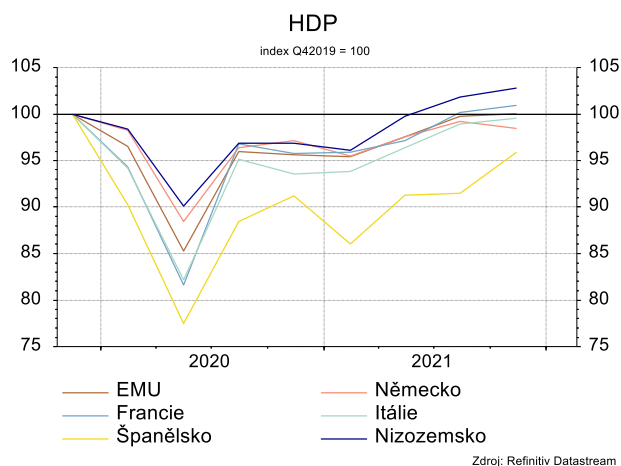
Ekonomická aktivita

Druhý odhad HDP potvrdil, že ekonomika eurozóny se na konci loňského roku dostala zpět na předpandemické úrovně. V rámci jednotlivých zemí jsou ale velké rozdíly. Nejhůře ve srovnání s koncem roku 2019 vychází Španělsko, které zůstává 4 % pod předpandemickými úrovněmi. Ani Portugalsko a Německo nedosáhlo plného oživení a na konci loňského roku zůstaly o 1,5 % pod předpandemickými úrovněmi. Na opačné straně spektra stojí Francie, Švédsko nebo Nizozemsko, které již hodnoty z konce roku 2019 překonaly.

Data z reálné ekonomiky pro letošní rok ještě nejsou k dispozici. Předstihové indikátory sice ukazují na silící optimismus, ale situaci může výrazně zkomplikovat ruská agrese vůči Ukrajině.

Důvěra spotřebitelů v únoru mírně poklesla a dále se vzdálila od letních více než tříletých maxim. Ve srovnání s vrcholem pandemie jsou ale spotřebitelé relativně optimističtí. Kompozitní index nákupních manažerů v únoru vzrostl na pětíměsíční maximum (55,8). Tento vývoj odráží postupné uvolňování protiepidemických restrikcí, a to zejména v sektoru služeb, kde PMI v únoru vzrostl z lednových 51,1 na 55,8. Sektor zpracovatelského průmyslu zaznamenal marginální pokles z 55,4 na 55,6. Také hojně sledované německé indexy ZEW a IFO ukazují na optimistická očekávání. Pro úplnost je ale třeba dodat, že průzkumy jsou z doby před eskalací konfliktu na Ukrajině, který může náladu výrazně zhoršit.

Ne všechny země se již vrátily na předpandemické úrovně.



Inflace a centrální banka

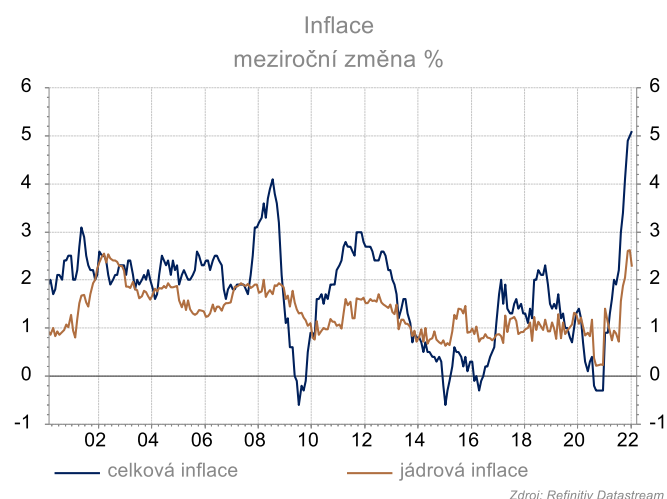
Inflace v prvním měsíci letošního roku vzrostla na 5,1 %, čímž nejenže vytvořila další historické maximum, ale výrazně se odchytila od tržních očekávání, jež předpokládala, že vrchol inflace nastal již na konci loňského roku (5 % v prosinci) a letos už dojde k poklesu zejména díky jednorázovým faktorům, jako je odeznění distorzí kvůli dočasnému snížení DPH v Německu. Za růstem cen ale stály hlavně ceny energií (+ 28,6 %) a potravin (+3,6 %), zatímco jádrová inflace klesla z 2,6 na 2,3 %, což bylo ale méně, než se čekalo. Detailní data ukazují, že inflační tlaky začínají vznikat napříč sektory, inflace bude zřejmě ještě růst a díky dalšímu růstu cen komodit v důsledku války na Ukrajině budou ještě tlaky sílit. V tomto kontextu se jeví aktuální prognóza inflace ECB pro letošní rok na hodnotě 3,2 % jako příliš optimistická.

Vyšší než očekávaná inflace mírně změnila i rétoriku prezidentky ECB Lagarde. Únorové měnově-politické zasedání sice nepřineslo žádnou změnu v nastavení měnových podmínek, ale na tiskové konferenci prezidentka Lagarde nechtěla zopakovat svoje výroky z prosince, že letos sazby ECB zvedat nebude. Jasněji by mělo být až po březnovém zasedání, na kterém bude k dispozici nová prognóza. Trhy na základě vyšších inflačních čísel i vyznění posledního zasedání začaly očekávat první zvýšení sazeb již v červenci. To je podle našeho názoru přestřelený odhad. Pravděpodobnější scénář je dřívější ukončení QE, a to již ve 3. čtvrtletí letošního roku.

Rizika

Pandemie ještě neodezdněla a Evropa čelí další hrozbě, tentokrát geopolitické. Eskalace konfliktu na Ukrajině a přijetí tvrdších sankcí proti Rusku tvrdě dolehnou na Evropu, která je klíčově závislá především na ruském plynu.

Inflace v lednu opět překonala historická maxima.



Spojené státy americké

Podle dat zveřejněných v průběhu února zůstává americké hospodářství v dobrém stavu z hlediska ekonomické aktivity, zároveň však pokračuje zrychlování růstu cen při už tak vysoké inflaci. Na začátku měsíce překvapila data o vývoji na trhu práce nečekaně vysokým přírůstkem nově zaměstnaných. Dalším překvapením byl silný růst maloobchodních tržeb. Inflace udivila jen mírně, ovšem na „špatnou“ stranu, byla tedy vyšší než očekávání. Konjunkturální indexy se držely bezpečně v pásmu expanze a předběžný index PMI za únor dokonce ukázal nečekané zlepšení, které bylo výrazné především u služeb. Fed se chystá zvýšit sazby v březnu, ovšem situaci mu notně komplikuje geopolitika.

Ekonomická aktivita

Růst počtu zaměstnanců nejen překvapil pozitivně za leden, ale byl výrazně revidován směrem nahoru i za předchozí měsíc. Míra nezaměstnanosti přesto mírně vzrostla, ale 4,0 % nepředstavují problém a navíc se dá očekávat vzhledem k trvalí silné poptávce po pracovní síle její pokles. Paradoxní růst míry nezaměstnanosti při vysokém přírůstku nových pracovníků se dá vysvětlit vyšší mírou participace, a tedy větší pracovní silou. Výrazně překvapil také růst maloobchodních tržeb. Po slabém konci minulého roku ukázal silnou poptávku, ale protože jsou maloobchodní tržby uváděny nominálně, jde také o důsledek vysoké inflace. Chuť lidí nakupovat mohly posílit také obavy z dalšího růstu cen a ztráty hodnoty jejich úspor, což je faktor, který by v případě trvání přispěl ke vzniku inflační spirály. Průmyslová produkce se držela standardu posledních měsíců a pokračovala v mírném růstu. Konjunkturální indexy zveřejněné na začátku měsíce sice ukázaly mírnou ztrátu dynamiky ekonomiky, ale stále silnou expanzi. Vyhledky pro první čtvrtletí jsou navzdory

očekávanému růstu sazeb v březnu a trvajícím problémům nabídkové strany (trh práce, subdodávky) dobré. Růst by měla táhnout i nadále osobní spotřeba a podporovat by ho měla stabilní výkonnost průmyslu.

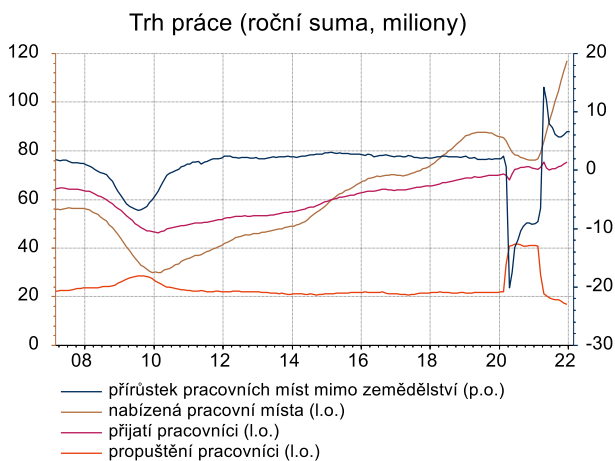
Inflace a centrální banka

Růst inflace opět překonal očekávání, i když jen mírně. Problém je, že inflace se jednoznačně rozšiřuje: není omezená na omezený počet produktů, ale je stále více široce založená. To zvyšuje pravděpodobnost sekundárních efektů, a tedy vzniku inflační spirály. K tomu přispívá i napjatá situace na trhu práce kombinovaná s růstem životních nákladů, což tlačí a bude ještě více tlačít na zrychlování růstu mezd. Problémem jsou také stále vysoké ceny komodit a situaci v tomto směru velmi pravděpodobně ještě zhorší rusko-ukrajinský vojenský konflikt. Stále trvají potíže se subdodávkami, které způsobují kapacitní problémy nabídkové straně ekonomiky. Mluvíci Fedu v průběhu února jednoznačně signalizovali odhodlání přejít už v březnu ke zvyšování sazeb, lišila se pouze indikace razance růstu sazeb. Trh v průběhu měsíce začal počítat se zvýšením sazeb o půl procentního bodu, ale na konci února vzal tato očekávání částečně zpět. Fed nyní bude mít velmi komplikovanou situaci, protože na jedné straně musí čelit inflačním tlakům a hrozbě vzniku inflační spirály, na druhou stranu šoku, který světové ekonomice může způsobit růst cen komodit (především ropy, plynu, pšenice) kvůli rusko-ukrajinské válce.

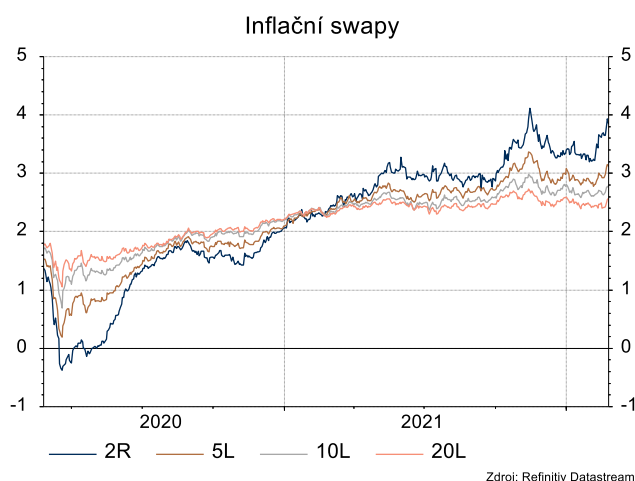
Rizika

Jednoznačně největším aktuálním rizikem je konflikt na Ukrajině. Jeho další vývoj a dopady na ekonomiky a trhy je nyní těžké odhadnout, ale rizika jsou značná. Bezprostředním rizikem je zejména růst cen komodit, může ale dojít i k sekundárním nestabilitám, které budou situaci dále komplikovat, a to jak na finančních trzích, tak v ekonomikách. USA sice nejsou exponované bezprostředně, ale sekundární efekty je mohou zasáhnout.

Trh práce je silně přehřátý.



Tržní inflační očekávání opět rostou.



EUR/USD

Dolar k euru po většinu února pomalu posiloval. V první polovině měsíce se držel kurz nad 1,14, v jeho druhé polovině se posunul k 1,13. Tlak na posilování dolaru byl dán přirostující se rétorikou Fedu a signalizací rychlého zvedání sazeb. Útok Ruska na Ukrajinu vedl k prudkému posílení dolaru (odliv prostředků do bezpečí, větší bezprostřední expozice EMU než USA). Kurz se rychle dostal až na 1,11, ale poté se v korekci vrátil k 1,12. Další vývoj v blízké budoucnosti bude záležet na nyní klíčovém geopolitickém faktoru, jímž je Rusko. Pokud by napětí mezi ním a NATO eskalovalo, pomohlo by to dolaru. Pravděpodobnější je však postupné zklidnění situace a návrat dolaru na slabší úroveň. Hodně napoví, jaká bude finální podoba sankcí proti Rusku. Zatím nejde o jeho úplné odříznutí od světových finančních trhů (SWIFT), takže nehrozí úplné zastavení vývozu jeho komodit. To by mělo omezit nejhorší dopady současné krize na světovou ekonomiku. Kromě politiky budou mít i nadále podstatný vliv centrální banky, zejména březnové zasedání FOMC. Geopolitické faktory ještě zvětšují nejistotu ohledně jeho výsledku a spíše zvyšují pravděpodobnost opatrnějšího přístupu, tedy zvýšení sazeb o 25 bb. To by mohlo pomoci euru.

EUR/CZK

Na začátku února se koruna pohybovala okolo 24,25 EUR/CZK. Ziskům bránilo především geopolitické napětí. Koruna se dostávala postupně pod tlak a mírně oslabovala. Náhlý útok Ruska na Ukrajinu představoval šok pro všechny, finanční trhy nevyjímaje. Koruna v reakci na začátek války oslabila, ale její oslabení bylo podle našeho názoru poměrně mírné. Dostala se na 25 EUR/CZK a vzápětí překvapivě své ztráty do jisté míry korigovala. Pokračování bojů drží celý region pod tlakem, ovšem koruna své pozice okolo 25 EUR/CZK stále drží. Domníváme se, že existuje značné riziko dalších ztrát koruny. Na druhou stranu, pokud by koruna začala oslabovat příliš rychle, může ČNB zareagovat a intervenovat. Devizové rezervy na to má dostatečné.

Dluhopisy

Výnosy amerických státních dluhopisů v průběhu února poměrně výrazně narostly. Desetiletý výnos se na začátku února pohyboval poblíž 1,75 %, v průběhu měsíce se dostal nad 2 % (maximum 2,06 %), poté však došlo ke korekci. Ta souvisela se zvýšenou averzí vůči riziku a odlivem prostředků do bezpečí kvůli krizi kolem Ukrajiny. Výnosy v bezprostřední reakci padaly až na 1,85 %, rychle se však vracely zřetelně nad 1,95 %. Krize v souvislosti s Ukrajinou bude dominantním tržním faktorem i v blízké budoucnosti. Další vyhocení krize je podle našeho názoru méně pravděpodobnou variantou. Vedlo by k dalšímu

poklesu výnosů. Pravděpodobnější je postupné zklidnění situace a posléze vývoj výnosů podle postupu Fedu. Roli bude hrát i vývoj inflace, především zda se začnou objevovat známky jejího zpomalování, nebo ne.

Vývoj v Evropě byl podobný jako v USA. V první polovině výnosy pokračovaly v rychlém růstu a německý desetiletý se dostal až nad 0,3 %. V rychlosti růstu mohly hrát roli i technické faktory jako momentum a stoplossy. Je pravděpodobné, že pohyb trochu přestřelil, proto se i s přispěním spíše holubičí rétoriky ECB směr obrátil a výnos desetiletého německého dluhopisu se vrátil na 0,2 %. V závěru měsíce výnos ještě dále klesl kvůli útoku do bezpečí v souvislosti s ukrajinskou krizí. U tzv. periferních dluhopisů došlo k růstu spreadu k německým dluhopisům. Výnos italského desetiletého dluhopisu se v průběhu února dotkl 2 %, koncem měsíce korigoval k 1,8 %. Také u evropských státních dluhopisů bude v blízké budoucnosti dominovat vliv ukrajinské krize. Pokud nebude krize eskalovat, očekáváme konsolidaci, která by kvůli předchozímu rychlému růstu výnosů přišla velmi pravděpodobně tak jako tak.

Po ostrém růstu výnosů českých státních dluhopisů v lednu přinesl únor zklidnění a návrat na poněkud nižší úroveň. Výnos desetiletého dluhopisu se na začátku února dostal až na 3,4 %, ale už v první polovině měsíce došlo k poklesu lehce pod 3,0 %. Korekce souvisela především s náznakem ze strany ČNB, že se zvyšování sazeb blíží ke konci. Ruský útok na Ukrajinu měl bezprostředně jen malý dopad, výnosy sice narostly, ale pouze mírně. Trh se tedy momentálně zjevně neobává podstatnějších dopadů na českou ekonomiku. Potěšující je především zjevná důvěra zahraničních investorů, protože nedochází k podstatnějšímu výprodeji jejich pozic v českých státních dluhopisech. Pokud by se však situace dále komplikovala, může k této eventualitě přece jen dojít, což by znamenalo tlak na růst výnosů. Trh se jinak bude orientovat především na vývoj inflace a na to, jak případně konflikt na Ukrajině ovlivní rozhodování ČNB. Její první hodnocení ukazují na to, že ho vidí jako proinflační riziko, hrozí tedy další růst sazeb.

Akcie

Po volatilním obchodování v první polovině února přišel ve druhé polovině rychlý a výrazný pokles akciových indexů. Přejít k poklesu ve druhé polovině měsíce zpočátku souvisel hlavně s přirostující rétorikou Fedu. Podíl na něm měl ovšem také pokračující výprodej technologických titulů. Ke konci měsíce došlo ke krátkému prudkému výprodeji kvůli krizi na Ukrajině, brzy však přišla ostrá korekce, když se ukázalo, že bezprostřední dopad na světovou ekonomiku a finanční trhy nebude zásadní. Pokud by se ovšem situace přece jen komplikovala a eskalovala, může dojít k dalšímu razantnímu propadu akciových indexů. Druhým významným faktorem bude březnové zasedání FOMC, jehož výsledek je nyní velmi nejistý. Jestliže by Fed



razantně otočil a naznačil rychlé utahování měnové politiky, akcie by patrně reagovaly negativně a dále klesaly. Důležitá budou také data o vývoji inflace, která ukážou, jak moc bude Fed tlačěn k razantnímu utahování měnové politiky.

Pražská burza nestojí mimo dění a vliv geopolitického vývoje na české akcie samozřejmě dopadá. Logicky nejvíc jsou zasažené společnosti angažované na ruském trhu a bankovní akcie. Erste -22 %, Komerční banka -9 %, což jsou asi největší pohyby. Růst v únoru udržela Česká zbrojovka (+6,5 %) a ČEZ (+5,3 %). Následují končící emise Avast a O2, které už svoje účinkování na burze ukončilo.

Odhadovat další vývoj je velmi složité, ale obecně nejistota, geopolitická rizika a válka, případně zvyšující se inflace (potenciálně sazby) nejsou pro akcie jako takové vhodný mix. Můžeme tak nadále očekávat vysokou volatilitu a extrémní reakce na trhu, kdy je velmi těžké reagovat na vývoj.

Kredit

Únor byl po tradičně rušném lednu výrazně klidnější a veškeré dění na primárním trhu korporátních dluhopisů se točilo kolem tří emisí. Přesně v polovině měsíce vydala Sazka Group 200 mil. EUR s fixním kupónem 3,875 %, což představuje výnosový spread 432 bb nad německý dluhopis. MND se podařilo umístit nejen původně požadovaných 1,8 mld. CZK. Zájem o pětiletý floater umožnil nakonec navýšení až na maximálních 2,2 mld. CZK s kreditním spreadem 280 bb poněkud nestandardně nad 3M PRIBOR.

Energo-Pro i přes rating B+ upoutalo dostatečný zájem investorů a umístilo pětiletý dluhopis v objemu 435 milionů USD s výnosem 8,5 %. Společnost tak získala dostatek prostředků i na splacení 370 mil. EUR zajištěných dluhopisů s výnosem 4 %. Zajímavostí je, že si 45 mil. USD koupila Černomořská obchodní a rozvojová banka (BSTDB), která očekává, že Energo-Pro dále bude modernizovat rozvodné sítě v Bulharsku a Gruzii, čímž umožní připojení většího počtu koncových uživatelů. Zároveň se BSTDB stane partnerem při přípravě plánu na zvýšení odolnosti výroby elektrické energie proti změnám klimatu.

Komodity

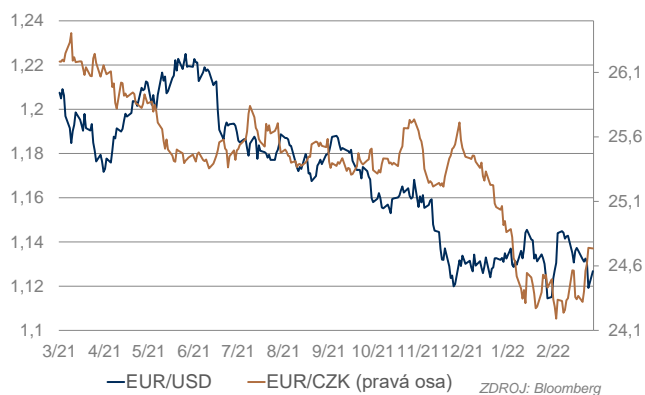
Ceny ropy rostou stabilně už od poloviny prosince díky zlepšujícímu se stavu světové ekonomiky, a tedy vyšší poptávce. V únoru se k tomuto faktoru přidal ještě růst napětí mezi Ruskem a Ukrajinou, který nakonec vyvrcholil ozbrojeným konfliktem. Ruský podíl na světovém exportu ropy je o něco vyšší než 8 % a to je v současné, z hlediska kapacity producentů napjaté, situaci hodně. Bezprostředně po zahájení ruského útoku na Ukrajinu vyskočila cena ropy brent na 106 USD/bbl v obavách, že by mohlo dojít k sankcím omezujícím export ruské ropy. Když se ukázalo,

že tak přísné nové sankce nebudou, vrátila se ropa brent pod 100 USD/bbl. Ropa bude i nadále velmi citlivá na vývoj konfliktu a jeho dopady na ruskou schopnost exportovat ropu. Riziko dalšího, i výrazného, růstu ceny je reálné. Pokud však situace nebude eskalovat, měl by se trh s ropou postupně zklidnit a věnovat pozornost vývoji rovnováhy mezi poptávkou a nabídkou. Je také možné, že ve snaze zmírnit tlak na trh pramenící z napětí kolem Ruska budou zintenzivněna jednání s Íránem, jejichž výsledkem by mohl být plný návrat Íránu na světový trh, a tedy zmírnění napětí v souvislosti se zásobováním ropou.

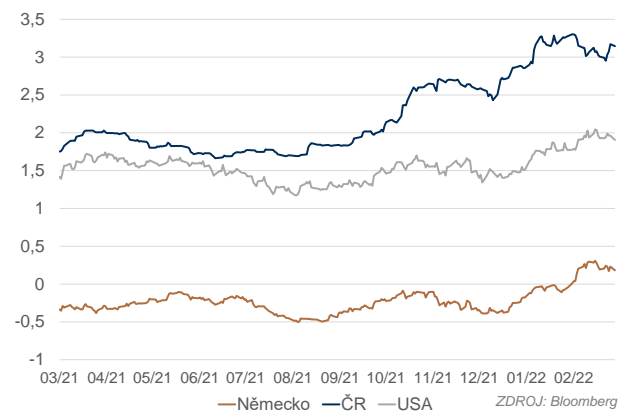
Cena zlata výrazně reagovala na zvyšující se napětí kolem Ukrajiny a při zahájení ruského útoku na Ukrajinu rychle vzrostla až nad 1970 USD/oz. Růst byl ovšem jen krátkodobý, a když se ujasnilo, že jde alespoň prozatím o lokální konflikt bez přímého dopadu na světovou ekonomiku, zlato své zisky opět rychle ztratilo. Mimořádná volatilita z konce února může pokračovat, protože další vývoj situace je velmi nejistý a komplikace nejsou vyloučené. Střednědobě patrně vydrží zvýšená nejistota, což by mělo cenu zlata podporovat. Z dlouhodobějšího hlediska se však za předpokladu, že se bude geopolitická situace zklidňovat, očekává spíše pokles ceny kvůli velmi pravděpodobnému růstu sazeb centrálních bank.



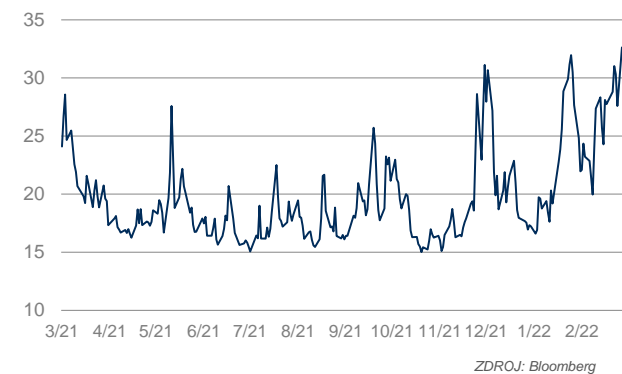
Devizové kurzy



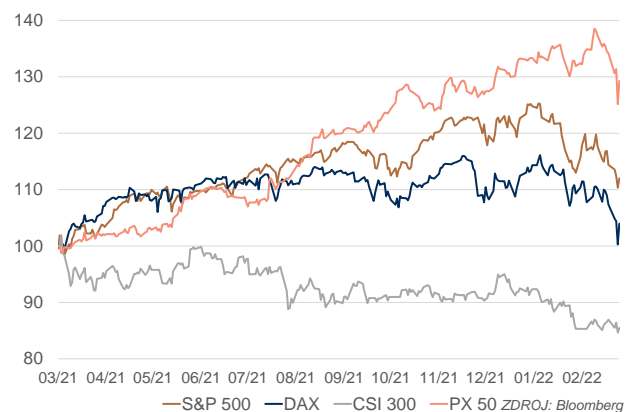
Dluhopisy (10 let)



Index volatility VIX



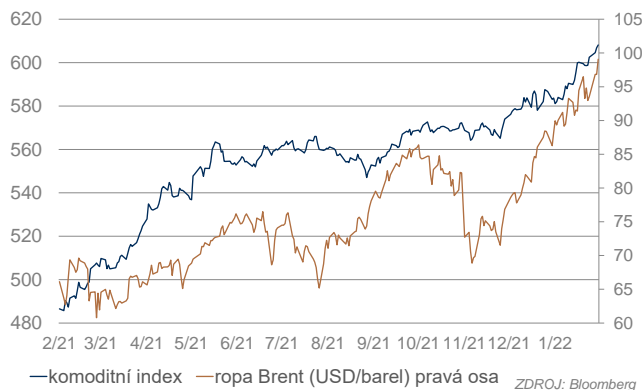
Akciové indexy (1. 3. 2021 = 100)



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	↑	0,75 - 1,00	↑	1,25 - 1,50	↑
ECB	0	0	0	0	→	0	→	0,25	↑
ČNB	0,25	3,75	4,5	5	↑	5	→	4	↓
KURZY									
EUR/USD	1,20	1,12	1,12	1,11	↑	1,12	↑	1,15	↑
EUR/CZK	26,2	24,3	25,2	25,5	↑	24,5	↓	24,0	↓
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	0,13	1,16	1,49	1,5	↑	1,6	↑	2	↑
US dluhopis 10y	1,40	1,77	1,91	2,0	↑	2,2	↑	2,5	↑
Něm. dluhopis 2y	-0,66	-0,61	-0,44	-0,4	↑	-0,4	→	0	↑
Něm. dluhopis 10y	-0,26	-0,05	0,19	0,3	↑	0,4	↑	0,5	↑
České dluhopisy 2y	0,99	3,90	3,98	4,50	↑	4,5	→	3,7	↓
České dluhopisy 10y	1,71	3,25	3,05	3,3	↑	3,5	↑	3,5	→
KREDIT									
USA CDX 5y	292,5	339,2	359,1	360,0	↑	350	↓	340	↓
EMU iTraxx 5y	249,3	286,6	354,4	380,0	↑	400	↑	380	↓
AKCIE									
S&P 500	3811,2	4515,6	4384,7					4500	↑
Eurostoxx 50	3636,4	4174,6	3853,9					4200	↑
DAX	13786,3	15471,2	14223,7					16000	↑
CSI 300	5336,8	4563,8	4581,7					4500	↓
PX 50	1057,6	1416,3	1342,8					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	3,3	2,6	3,8	4,1	4,0	5,1	-5,8	3,3	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	3,6	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	8,2	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	9,5	8,6	7,0	5,6	3,2	3,7	7,7	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	44,0	43,0

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	4,7	5,4	4,3	3,0	3,3	-6,8	5,1	4,0	2,5
soukromá spotřeba	-5,6	12,2	2,5	6,1	9,0	6,3	3,2	3,4	-8,1	3,5	5,5	2,2
vládní spotřeba	2,8	7,8	2,6	2,1	3,0	1,3	1,2	1,1	0,7	3,8	1,5	0,9
investice	-6,0	18,5	3,1	1,6	2,8	2,8	4,3	4,0	-9,3	3,6	3,4	3,4
dovoz	-5,7	21,6	9,7	6,0	6,0	4,3	4,6	5,0	-9,9	7,1	5,7	3,8
vývoz	-0,1	25,9	9,4	5,9	5,8	4,6	4,3	4,9	-10,6	9,6	5,5	4,0
nezaměstnanost (%)	8,1	8,0	7,6	7,4	0,0	0,0	0,0	0,0	8,0	7,7	7,3	7,1
inflace (% y/y)	1,0	1,8	2,9	4,4	4,1	3,7	3,0	1,8	0,3	2,6	3,1	1,6
jádrová inflace (% y/y)	0,4	0,7	1,4	2,4	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	2,0	2,2	2,3	2,6	2,1	2,7	2,3	2,4

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	5,5	4,3	3,7	3,9	2,9	-3,4	5,7	3,7	2,5
soukromá spotřeba	2,1	16,2	7,1	7,1	4,8	2,8	3,2	2,9	-3,8	7,9	3,4	2,5
vládní spotřeba	1,3	-0,1	0,6	0,0	-0,5	-0,1	0,0	1,0	2,5	0,5	0,6	1,5
investice	3,2	20,8	7,1	8,6	2,3	3,1	4,2	4,8	-5,5	9,6	6,4	3,8
dovoz	6,2	30,6	12,6	9,6	7,9	7,7	7,2	3,4	-8,9	14,0	6,6	3,9
vývoz	-7,4	18,6	4,9	5,3	6,8	8,2	12,0	7,5	-13,6	4,6	7,0	4,8
nezaměstnanost (%)	6,2	5,9	5,1	4,3	3,9	3,7	3,5	3,4	8,1	5,4	3,6	3,4
inflace (CPI % y/y)	1,9	4,9	5,4	6,6	7,1	5,8	4,7	3,3	1,2	4,7	5,1	2,5
jádrová inflace (PCE % y/y)	1,7	3,4	3,6	4,4	5,0	4,1	3,6	3,1	1,4	3,3	3,9	2,3
běžný účet (% HDP)	-3,1	-3,2	-3,4	-3,4	-3,6	-3,5	-3,4	-3,4	-3,0	-3,5	-3,5	-3,3
rozpočtový deficit (% HDP)	-16,8	-14,0	-12,0	-9,0	-7,3	-6,5	-5,3	-5,3	-15,6	-10,8	-5,7	-4,4
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	100,1	100,7	100,0	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 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.

