

Makroekonomické odhady

## EcoAlert

## Měsíční předpovědi – prosinec 2022



**Martin Gürtler**  
(420) 222 008 509  
martin\_gurtler@kb.cz



**Jaromír Gec**  
(420) 222 008 598  
jaromir\_gec@kb.cz

## Ekonomika zůstává vůči dopadům energetické krize odolná

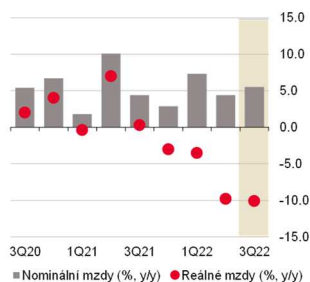
Naše očekávání ohledně říjnových dat z reálné ekonomiky jsou poměrně optimistická. Čekáme pokračující meziměsíční růst maloobchodních tržeb. Přispět by k němu měly vládní opatření na pomoc domácnostem a také pokračující růst mezd, když se řada podniků během podzimu rozhodla svým zaměstnancům kompenzovat část nákladů spojených s vysokou inflací. Nadále solidní mzdovou dynamiku by měla indikovat i data za třetí čtvrtletí, k výraznějšímu zrychlení mzdového růstu však patrně dojde až na přelomu roku. V průmyslu podle nás v říjnu pokračoval pokles produkce, avšak výrazně nižším tempem, než na jaké by ukazovaly pesimisticky vyhlížející předstihové indikátory. Pozitivní vliv zde nadále měly odeznívající problémy s dodávkami výrobních vstupů a příznivě mohlo působit i výrazné snížení cen energií na velkoobchodních trzích. Inflace v listopadu podle našeho odhadu mírně zrychlila z 15,1 % na 15,5 % y/y. Na nižších úrovních ji až do konce roku budou držet vládní opatření snižující cenu elektřiny, poté však pravděpodobně opět mírně zrychlí. ČNB bude podle všeho pokračovat v politice stabilních úrokových sazeb.

## Zveřejňované makroekonomické indikátory

	Období	Předchozí údaj	Náš odhad	Datum zveřejnění
Průměrná reálná mzda (% y/y)	Q3 22	-9,8	-10,1	5. prosinec 2022
Maloobchodní tržby (% y/y, WDA)	říjen	-3,9	-3,8	6. prosinec 2022
Maloobchodní tržby bez aut (% y/y, WDA)	říjen	-5,6	-5,9	6. prosinec 2022
Maloobchodní tržby bez aut (% y/y, NSA)	říjen	-5,6	-5,9	6. prosinec 2022
Průmyslová produkce (% y/y, WDA)	říjen	8,3	7,1	7. prosinec 2022
Průmyslová produkce (% y/y, NSA)	říjen	8,3	7,1	7. prosinec 2022
Stavební produkce (% y/y, WDA)	říjen	-3,7	-3,1	7. prosinec 2022
Bilance zahraničního obchodu (mld. CZK)	říjen	-13,9	-20,8	7. prosinec 2022
Podíl nezaměstnaných osob (%)	listopad	3,5	3,5	8. prosinec 2022
CPI (% m/m)	listopad	-1,4	0,6	12. prosinec 2022
CPI (% y/y)	listopad	15,1	15,5	12. prosinec 2022
Běžný účet platební bilance (mld. CZK)	říjen	-55,8	-32,5	14. prosinec 2022
PPI (% m/m)	listopad	0,6	-0,3	16. prosinec 2022
PPI (% y/y)	listopad	24,1	22,2	16. prosinec 2022
2T repo sazba (%)		7,0	7,0	21. prosinec 2022

Zdroj: ČSÚ, ČNB, MPSV, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Průměrná mzda



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Vysoká inflace prudce snižuje kupní sílu mezd

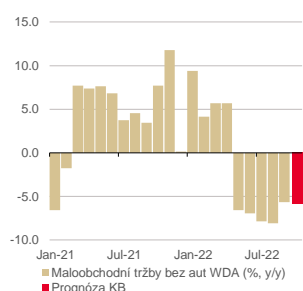
Odhadujeme, že průměrná nominální mzda ve třetím letošním čtvrtletí vzrostla meziročně o 5,5 % po růstu o 4,4 % zaznamenaném ve druhém čtvrtletí. Zrychlení meziroční dynamiky je způsobeno zejména nižší srovnávací základnou loňského třetího čtvrtletí, které bylo ve znamení odeznění mimořádných odměn v sektoru zdravotnictví a sociální péče souvisejících s pandemií. V mezičtvrtletním vyjádření naopak podle nás došlo k dočasnému zpomalení mzdového růstu z 2,1 % q/q (po sezónním očištění) v Q2 22 na 1,1 % q/q. Napětí na trhu práce přispívá k pokračujícímu vzestupu nominálních mezd v podnikatelské sféře. V nepodnikatelské sféře byl růst platů ve třetím čtvrtletí ovlivněn 10% navýšením tabulek pro část pracovníků veřejné správy od září.

Vzhledem k tomu, že inflace vzrostla z průměrných 15,8 % y/y v Q2 22 na 17,6 % y/y v Q3 22, celkové reálné mzdy pravděpodobně klesly o 10,1 % y/y po předchozím poklesu o 9,8 % y/y, a to při přibližné meziroční stagnaci (reálné) produktivity práce v Q3 22. ČNB je ve své prognóze o něco optimističtější, když očekává nominálně 6,1 % y/y (avšak při reálném poklesu o 11,5 % y/y). Na přelomu roku očekáváme zrychlení nominálního mzdové dynamiky. V prostředí napjatého trhu práce by se totiž do mzdových požadavků zejména v podnikatelské sféře měla promítat vysoká inflace, která v letošním roce způsobuje rekordní propad kupní síly mezd. V příštím roce by tak mzdy mohly růst dvouciferným tempem.

### Vládní podpora a vyšší dynamika mezd přispěly k růstu spotřebitelských výdajů

**Maloobchodní tržby bez prodeje aut v říjnu pravděpodobně pokračovaly v meziměsíčním růstu, oproti nečekaně silnému září však pomalejším tempem.** Podle našich odhadů meziměsíční růst zpomalil z 0,8 % na 0,2 % (SA). Přetrvávající kladná dynamika by značila mírné oživení spotřebitelské poptávky poté, co od dubna do srpna tržby bez přestávky klesaly. Vliv na to podle nás měla vládní podpora a vyšší dynamika mezd. K výraznému nárůstu maloobchodních tržeb v září pravděpodobně přispěla výplata vládní pomoci rodinám s dětmi. Od října pak vešel v platnost úsporný tarif a odpuštění plateb na obnovitelné zdroje energie. Vlivem toho většina domácností v posledních třech měsících letošního roku zaznamená značné snížení zálohových plateb za spotřebu elektrické energie, v některých případech až na nulu. Zmíněná opatření mají plošný charakter a jsou tak silným fiskálním stimulem. Z anekdotické evidence vyplývá, že řada firem se v průběhu podzimu rozhodla kompenzovat svým zaměstnancům část nákladů spojených s vysokou inflací, a to buď pomocí jednorázové odměny či ve formě mimořádného zvýšení mzdy. Na částečné oživení spotřebitelské poptávky by mohl ukazovat i výběr daně z přidané hodnoty, který od září vykazuje vyšší meziměsíční dynamiku. Omezujícím faktorem růstu výdajů domácností naopak zůstává rekordně nízký spotřebitelský sentiment. Po předchozím utlumeném vývoji se v září dařilo i prodeji automobilů. Ty pravděpodobně podpořila zvýšená produkce v důsledku obnovených dodávek výrobních vstupů a tento pozitivní vliv podle našeho odhadu přetrvával také v říjnu. Ukazují na to rostoucí počty registrací nových aut. Celkové maloobchodní tržby byly podle nás v říjnu ve výsledku meziměsíčně vyšší o 0,4 % (SA) po předchozím růstu o 1,1 %. V meziročním srovnání by však stále měly být tržby nižší, ty celkové o 3,8 % a bez prodeje aut o 5,9 % (WDA; letošní říjen měl stejný počet pracovních dní jako ten loňský).

Maloobchodní tržby bez aut

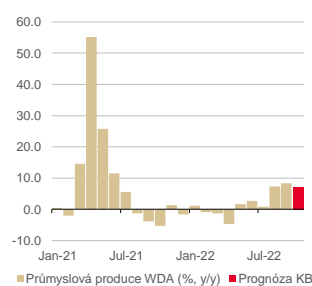


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Průmysl se zatím drží navzdory slabým předstihovým indikátorům

**Průmyslová produkce v říjnu podle našeho odhadu klesla meziměsíčně o 0,3 % po zářijovém poklesu o 0,2 % (SA).** Negativní trend vývoje tedy přetrvává, rychlost poklesu je ale oproti původním očekáváním nižší. Vyšší odolnost vůči dopadům energetické krize vykazuje většina průmyslových odvětví. Nejvíce pak výroba automobilů, která v předchozích měsících silně rostla, pravděpodobně zejména vlivem kompletace a následného vyskladnění části dosud rozpracované výroby z důvodu chybějících dílů. Odezdnávání problémů v dodavatelských řetězcích a nevyřízené objednávky z předchozích měsíců by měly držet průmyslovou produkci na vyšších úrovních také v říjnu. Pozitivní vliv na říjnovou produkci mohlo mít i výrazné snížení cen elektřiny a plynu na velkoobchodních trzích, když některé průmyslové podniky nakupují energie za spotové ceny. Pesimismus vyplývající z měkkých předstihových indikátorů se tak zatím zhmotňuje v jen velmi omezené míře. V říjnu PMI ze zpracovatelského průmyslu opět klesl a dosáhl nejnižší úrovně od května 2020. Úroveň sentimentu tedy zůstává nízká a jako hlavní důvod průmyslové podniky nejčastěji zmiňují klesající poptávku. Příznivě by v dalších měsících naopak mohlo působit i vládou plánované zastropování cen elektřiny a plynu pro všechny podniky, včetně těch velkých. Meziroční růst celkové průmyslové produkce podle nás v říjnu zpomalil z 8,3 % na 7,1 %. Na vysokou meziroční dynamiku nadále působí nízká srovnávací základna loňského roku.

Průmyslová produkce

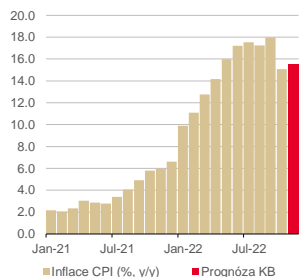


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Vládní opatření proti drahým energiím budou nadále držet inflaci poblíž 15 %

Očekáváme, že spotřebitelské ceny v listopadu meziměsíčně vzrostly v průměru o 0,6 % poté, co v říjnu klesly o výrazných 1,4 %. Důvodem tohoto poklesu bylo zavedení úsporného tarifu a odpuštění plateb na obnovitelné zdroje energie v důsledku čehož průměrná cena elektřiny pro domácnosti klesla na polovinu. Váhově významnější vliv plynoucí z úsporného tarifu přetrvává až do konce roku a meziroční inflace tak pravděpodobně zůstane poblíž říjnové úrovně (více jsme k dopadu vládních opatření do inflace psali zde <https://bit.ly/3yvsJny>). Meziroční dynamika regulovaných cen však i přesto v listopadu zrychlí, a to vlivem nízké srovnávací základny loňského roku, v jehož posledních dvou měsících došlo k odpuštění DPH u elektřiny a plynu. To je hlavní důvod námi očekávaného zrychlení celkové meziroční inflace z 15,1 % v říjnu na listopadových 15,5 %. V meziměsíčním vyjádření by měla zůstat dynamika spotřebitelských cen nadále výrazná, když po sezonním očištění pro listopad odhadujeme jejich růst v průměru o 1 %. Zatímco ceny potravin pravděpodobně pokračovaly v meziměsíčním růstu, oproti říjnu však výrazně pomalejším tempem, pohonné hmoty naproti tomu mírně zlevnily. V případě jádrové inflace očekáváme její snížení v meziročním vyjádření z 14,6 % na 14,0 %. Vliv na to ale bude mít především vyšší srovnávací základna. V meziměsíčním SA vyjádření odhadujeme jen nepatrné snížení z 0,9 % na 0,8 %. Po odeznění vlivu úsporného tarifu předpokládáme v lednu opětovnou akceleraci celkové meziroční inflace k 17 %. Působit bude i skutečnost, že na přelomu letošního a příštího roku průměrné spotřebitelské ceny elektřiny a plynu pro domácnosti zřejmě dosáhnou vládou stanovených cenových stropů.

Inflace CPI

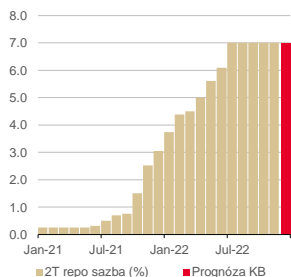


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Repo sazba ČNB zůstane na 7 % až do poloviny příštího roku

Česká národní banka pokračuje v politice stabilních úrokových sazeb. Zatímco prognóza ČNB ukazuje na potřebu jejich dalšího výrazného zvýšení, většina bankovní rady preferuje pokračující stabilitu. Na prosincovém zasedání podle guvernéra Michla úrokové sazby buď vzrostou nebo zůstanou beze změny. Na poslední tiskové konferenci po listopadovém rozhodnutí guvernéra zároveň připustil, že sazby mohou zůstat vyšší po delší dobu. Oproti prognóze ČNB neočekáváme, že by bankovní rada sazby dále zvyšovala. Základní repo sazba podle naší prognózy zůstane na současných 7 % až do srpna příštího roku, kdy by mohla začít postupně klesat. Ještě na konci roku 2023 by se ale měla pohybovat poblíž 5 % a politicky neutrální hladiny tří procent by měla dosáhnout až v závěru roku 2024. Rizika naší prognózy dalších kroků ČNB hodnotíme jako vychýlená ve směru vyšších úrokových sazeb, ať už ve smyslu potřeby jejich dalšího nárůstu či setrvání na vyšších úrovních po delší dobu. V tomto směru působí především námi očekávaný nárůst mzdové dynamiky (ČNB vzhledem k vysoké inflaci očekává umírněný růst mezd) a odkotvená inflační očekávání, stejně tak ale i nadále uvolněná fiskální politika české vlády a svižné zvyšování úrokových sazeb zahraničními centrálními bankami.

2T repo sazba



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu

**Jan Vejrmělek, Ph.D., CFA**  
(420) 222 008 568  
jan\_vejrmalek@kb.cz

### Ekonomové

**Martin Gürtler**  
(420) 222 008 509  
martin\_gurtler@kb.cz

**Jana Steckerová**  
(420) 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz

**Kevin Tran Nguyen**  
(420) 222 008 598  
kevin\_tran@kb.cz

### Finanční trhy

**Jaromír Gec**  
(420) 222 008 598  
jaromir\_gec@kb.cz

### Akciový analytik

**Bohumil Trampota**  
(420) 222 008 560  
bohumil\_trampota@kb.cz

## SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky

**Klaus Baader**  
(44) 20 7762 4714  
klaus.baader@sgcib.com

### Eurozóna

**Michel Martinez**  
(33) 1 4213 3421  
michel.martinez@sgcib.com

### Velká Británie

**Brian Hilliard**  
(44) 20 7676 7165  
brian.hilliard@sgcib.com

### Čína

**Wei Yao**  
(33) 1 5729 6960  
wei.yao@sgcib.com

**Anatoli Annenkov**  
(44) 20 7762 4676  
anatoli.annenkov@sgcib.com

### Severní Amerika

**Stephen Gallagher**  
(1) 212 278 4496  
stephen.gallagher@sgcib.com

### Čína a okolí

**Michelle Lam**  
(85) 2 2166 5721  
michelle.lam@sgcib.com

**Yvan Mamalet**  
(44) 20 7762 5665  
yvan.mamalet@sgcib.com

### Indie

**Kunal Kumar Kundu**  
(91) 80 6716 8266  
kunal.kundu@sgcib.cz

### Japonsko

**Jin Kenzaki**  
(81) 3 6777 8032  
jin.kenzaki@sgcib.com

**Sam Cartwright**  
(44) 20 7762 4506  
sam.cartwright@sgcib.com

### Korea

**Suktae Oh**  
(82) 2195 7430  
suktae.oh@sgcib.com

### Latinská Amerika

**Dev Ashish**  
(91) 80 2802 4381  
dev.ashish@soegen.com

## SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV – DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu, cross-asset a kvantitativního výzkumu

**Kokou Agbo Bloua**  
(44) 20 7762 5433  
kokou.agbo-bloua@sgcib.com

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů

**Guy Stear**  
(33) 1 4113 6399  
guy.stear@sgcib.com

### Vedoucí strategie sazeb

**Adam Kurpiel**  
(33) 1 4213 6342  
adam.kurpiel@sgcib.com

**Jorge Garayo**  
(44) 20 7676 7404  
jorge.garayo@sgcib.com

**Ninon Bachet**  
(33) 1 58 98 30 26  
ninon.bachet@sgcib.com

### Vedoucí strategie sazeb pro USA

**Subadra Rajappa**  
(1) 212 278 5241  
subadra.rajappa@sgcib.com

**Jean-David Ciotteau**  
(33) 1 4213 7252  
jean-david.ciotteau@sgcib.com

**Shakeeb Hulikatti**  
(91) 80 2802 4380  
shakeeb.hulikatti@sgcib.com

**Sean Kou**  
(44) 20 7550 2053  
sean.kou@sgcib.com

**Nishchal Gupta**  
(91) 80 6731 0822  
nishchal.gupta@sgcib.com

### Vedoucí strategie pro měnové kurzy

**Kit Juckes**  
(44) 20 7676 7972  
kit.juckes@sgcib.com

### Měnové deriváty

**Olivier Korber**  
(33) 1 42 13 32 88  
olivier.korber@sgcib.com

### Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů

**Phoenix Kalen**  
(44) 20 7676 7305  
phoenix.kalen@sgcib.com

**Bertrand Delgado**  
(1) 212 278 6918  
bertrand.delgado-calderon@sgcib.com

**Marek Dřimal**  
(44) 20 7550 2395  
marek.drimal@sgcib.com

**Kiyong Seong**  
(852) 2166 4658  
kiyong.seong@sgcib.com

**Vijay Kannan**  
(91) 701 044 5705  
vijay.kannan@sgcib.com

## Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkreslený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případě, kdy investiční doporučení uvedené v tomto dokumentu představuje šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícimu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů investičních doporučení ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. nezasílá investiční doporučení jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Tento dokument ani jeho obsah není určen osobám trvale bydlícím či sídlícím ve Spojených státech amerických a osobám splňujícím statut „amerického subjektu“, jak je definován v nařízení S podle zákona Spojených států amerických o cenných papírech z roku 1933, ve znění pozdějších předpisů.

Tento dokument není investičním doporučením dle nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, o zneužívání trhu, ani nepředstavuje investiční poradenství dle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>.