

# Analytický měsíčník

Téma měsíce

## Trh práce zůstává silný

ČR Pokles inflace byl způsoben metodikou zpracování úsporného tarifu na energie

EMU ECB začíná se snižováním bilance velmi pozvolna

USA Nižší inflace překvapila trhy

[www.ppfbanka.cz](http://www.ppfbanka.cz)

prosinec 2022

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



Česká nezaměstnanost dlouhodobě zůstává nejnižší v celé Evropské unii. Navzdory klesající reálné ekonomice se nezaměstnanost drží v blízkosti historických minim. Průzkumy mezi zaměstnavateli ale ukazují, že trh práce čekají změny, které zřejmě určitý nárůst nezaměstnanosti přinesou. Pokud bude recese jen mírná, měl by být mírný i nárůst nezaměstnanosti.

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

## Trh práce zůstává ve výborné kondici. Jak dlouho ještě?

Zatímco předstihové indikátory již delší dobu v mnoha zemích EU signalizují recesi a postupně tento trend potvrzují i data z reálné ekonomiky, trh práce zůstává velice silný. V České republice to platí dvojnásob. Čím je dána síla trhu práce? A hrozí riziko, že ač se zpožděním nezaměstnanost výrazně poroste? To jsou otázky, na které nikdo nezná odpověď. Dostupná data z české ekonomiky zatím na prudký nárůst nezaměstnanosti neukazují.

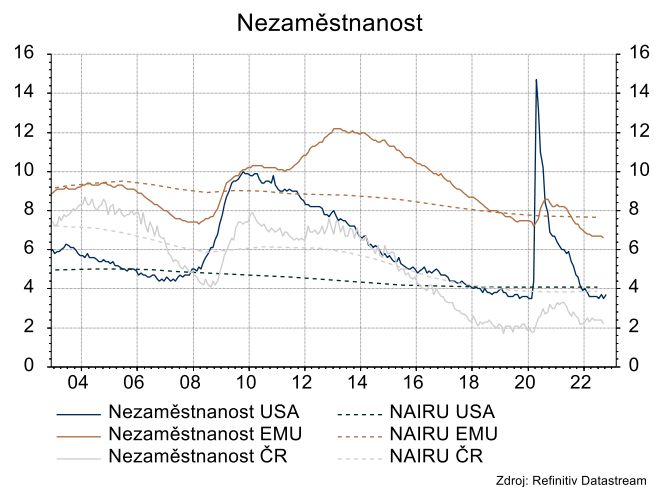
### Měření nezaměstnanosti

Statistiky nezaměstnanosti v ČR zveřejňují dvě instituce: Ministerstvo práce a sociálních věcí (MPSV) a Český statistický úřad (ČSÚ). Jejich metodologie je odlišná jak ve zjišťování počtu nezaměstnaných, tak v definici pracovní síly. MPSV zveřejňuje tzv. registrovanou míru nezaměstnanosti, která vyjadřuje procentuální podíl dosažitelných uchazečů o zaměstnání ve věku 15–64 let ze všech obyvatel této věkové kategorie, tedy včetně studentů a lidí, kteří práci nehledají. Naproti tomu obecná míra nezaměstnanosti tak, jak ji počítá ČSÚ, porovnává počet

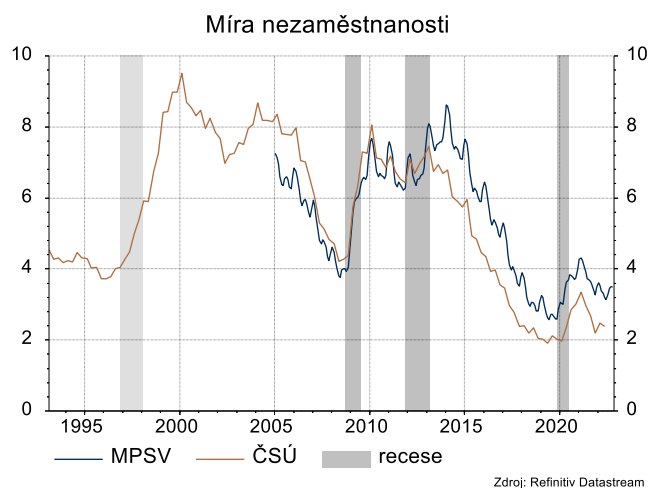
obě metodiky shodují v trendu na trhu práce. Pro mezinárodní srovnání se používá obecná míra nezaměstnanosti od ČSÚ.

### Historický vývoj nezaměstnanosti a přirozená míra nezaměstnanosti

**Přirozená míra nezaměstnanosti je v České republice v porovnání s ostatními zeměmi EU velice nízká.**



**Úroveň míry nezaměstnanosti se liší podle metodologie, trend je stejný.**



nezaměstnaných z výběrového šetření s počtem ekonomicky aktivních (zaměstnaných a nezaměstnaných). Kontraintuitivně, ačkoli jmenovatel u obecné míry nezaměstnanosti ČSÚ je menší, nezaměstnanost je nižší. Je to způsobeno metodikou výběrového šetření, které za nezaměstnaného nebere člověka, který jednorázově například brigádně v daném měsíci pracoval a může být stále evidován na úřadu práce. Tyto rozdílly ale nic nemění na faktu, že navzdory odlišným absolutním hodnotám se

Nezaměstnanost v České republice je od roku 2008 nejnižší z celé EU. Z historické datové řady je navíc zřejmé, že přirozená míra nezaměstnanosti (nezaměstnanost, při níž jsou ceny a mzdy v rovnováze a nedochází k inflaci) postupně klesala a v současné době se pohybuje pod 4 %. Nízká přirozená míra nezaměstnanosti je dána souhrou několika faktorů. Jedním z nich je napojení na německou ekonomiku především prostřednictvím průmyslové výroby, která představuje významného zaměstnavatele. Podle statistik ČSÚ poskytuje zpracovatelský průmysl stále čtvrtinu pracovních míst. Atraktivita České republiky jako montovny pro další státy je dána kombinací nízkých mezd a průmyslové vyspělosti země. Svou roli hraje i geografická poloha. Na nízké nezaměstnanosti se podílí rovněž demografie, konkrétně stárnutí populace. Počet lidí vstupujících na pracovní trh je menší než počet lidí, kteří z pracovního trhu odcházejí do důchodu. Konkrétně z pracovního trhu aktuálně každý rok odchází 25 tisíc lidí, které nelze nahradit z domácích zdrojů. Pokud tito pracovníci nebudou nahrazeni zahraničními, bude situace na trhu práce i nadále napjatá. Změní tento trend případná recese? A jak hluboká by recese musela být, aby došlo k výraznému nárůstu nezaměstnanosti?



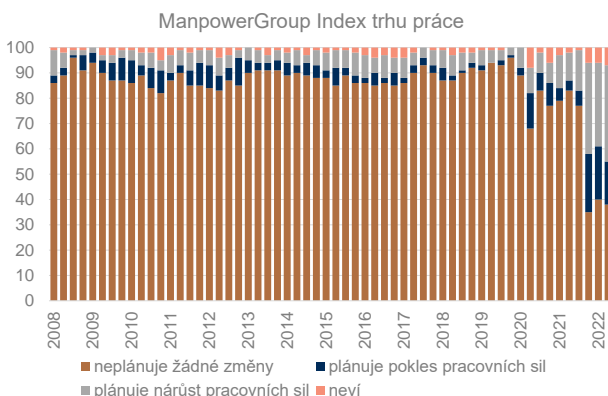
## Hrozí v české republice výrazný nárůst nezaměstnanosti?

Stav české ekonomiky se s energetickou krizí výrazně horší, což je vidět nejen na předstihových indikátorech, kdy důvěra spotřebitelů klesá na historická minima, ale postupně i na tvrdých datech z ekonomiky, jako jsou například maloobchodní tržby, ale také průmyslová výroba. Ve 3. čtvrtletí dokonce ekonomika mezičtvrtletně poklesla, a pokud se tak stane i ve 4. čtvrtletí, což je velice pravděpodobné, dostane se česká ekonomika do technické recese. I přes tento nepříznivý vývoj zůstává nezaměstnanost na velice nízkých úrovních. To je do značné míry dáno rigiditou trhu práce, který je obecně v celé EU charakterizován důrazem na ochranu zaměstnanců, a jeho vývoj tak na stav reálné ekonomiky reaguje se značným zpožděním. Na rozdíl například od Spojených států, kde propouštění a nabírání nových zaměstnanců probíhá s výrazně větší flexibilitou.

Aktuální stav trhu práce neukazuje na velký otřes a nezaměstnanost se drží v blízkosti historických minim. Počet volných pracovních míst sice mírně klesá, v říjnu poprvé od května 2008 poklesl pod 300 000, stále ale platí, že na jedno nabízené volné pracovní místo připadá méně než jeden nezaměstnaný.

Historická data ovšem ukazují, že recese s sebou růst nezaměstnanosti přináší. Během finanční krize v letech 2008–2009 vzrostla nezaměstnanost ze 4,1 % v srpnu 2008 až na 7,9 % v únoru 2010, kdy už ekonomika opět rostla. Naopak při dluhové krizi z roku 2012, která způsobila pouze mělkou recesi, se nezaměstnanost prakticky nezměnila. To ovšem neznamená, že bude-li recese jen mělká, nezaměstnanost nezačne růst. V roce 2012 byla nezaměstnanost okolo 7 %, tedy nad přirozenou mírou nezaměstnanosti. Nyní je situace výrazně odlišná. Přirozená míra nezaměstnanosti klesla až ke 4 %, ale aktuální nezaměstnanost ještě níže – na 2,2 %. Její nárůst je tak velmi pravděpodobný. Jak velký nárůst nezaměstnanost čeká, zůstává otázkou. Poslední

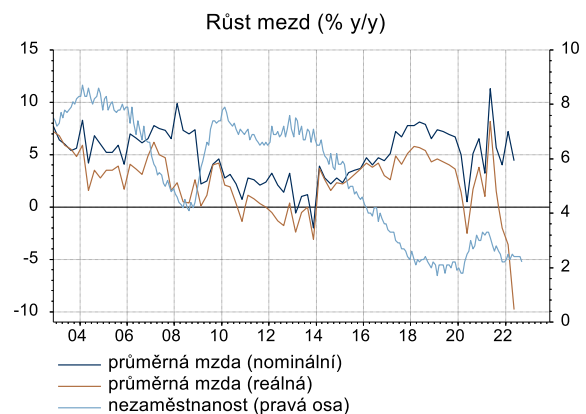
**ManpowerGroup Index trhu práce ukazuje, že trh práce čekají změny.**



Zdroj: Manpower Group

průzkumy ukazují, že situace na trhu práce se může v blízké době dynamicky měnit. Zajímavý průzkum na českém trhu práce provádí společnost Manpower. Na otázku očekávaného počtu zaměstnanců v následujícím čtvrtletí odpovídá více než 500 zaměstnavatelů každé čtvrtletí již od roku 2008. Rok 2022 se od předchozích let výrazně liší tím, že zaměstnavatelé očekávají značné změny. Ve 4. čtvrtletí 22 % zaměstnavatelů plánuje pokles pracovních sil, ale 33 % naopak plánuje nárůst pracovních sil, 41 % zaměstnavatelů nepředpokládá žádné změny. Oproti 3. čtvrtletí index vyzněl v méně optimistickém duchu (ve 3Q mělo 38 % firem v plánu nabírat nové zaměstnance), ale více zaměstnavatelů plánuje nabírat než propouštět, což nevypadá jako předzvěst rychlého nárůstu nezaměstnanosti. Spíše než na rychlý nárůst nezaměstnanosti může výsledek průzkumu ukazovat na riziko rychlého nárůstu mezd s tím, jak se budou

**S nízkou nezaměstnaností je obvykle spojován rychlejší růst mezd. Ten nyní v reálném vyjádření značně snižuje inflace.**



Zdroj: Refinitiv Datastream

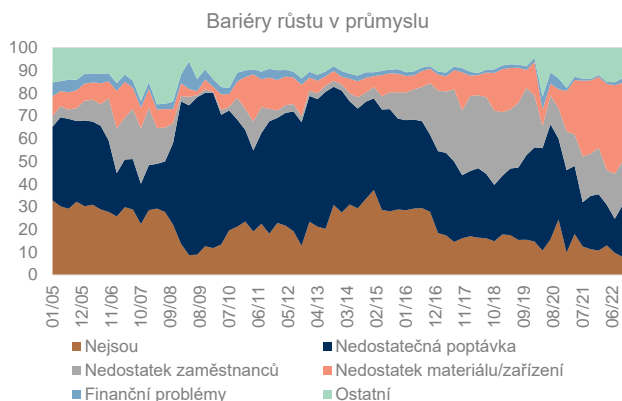
zaměstnavatelé snažit najít nové pracovníky pro své firmy. Tyto mzdové tlaky ale doposud patrně nejsou. V prvním pololetí letošního roku reálné mzdy výrazně klesaly (-3,6 % v 1Q a -9,8 % ve 2Q). Data za 3. čtvrtletí budou zveřejněna na počátku prosince. My očekáváme pokračování výrazného poklesu reálných mezd. Tlak na růst mezd může být tlumen i tím, že mzdy rostly před začátkem pandemie rychleji než produktivita práce, především kvůli nárůstu ve státním sektoru. Na druhou stranu vysoká inflace snižuje disponibilní příjmy a tlak na jejich růst se bude zvyšovat. Jen těžko ale růst mezd vykompenzuje růst inflace.





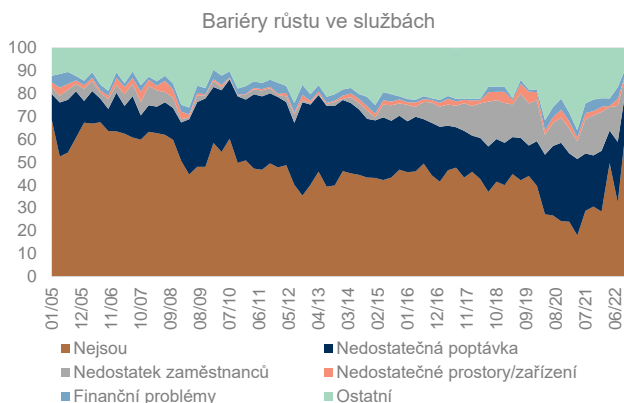
Z průzkumů Českého statistického úřadu vyplývá, že nedostatek zaměstnanců vnímá jako bariéru růstu stále méně firem, a to jak v průmyslu, tak ve službách. Naopak začínají narůstat obavy z nedostatečné poptávky. Nedostatečná poptávka by pak mohla být důvodem propouštění a nárůstu nezaměstnanosti a ve svém důsledku tlumit i tlak na růst mezd.

## Nedostatek zaměstnanců není hlavní bariérou růstu průmyslu.



Zdroj: ČSÚ

## Ani pro sektor služeb není nedostatek pracovníků hlavní bariérou růstu.



Zdroj: ČSÚ

## Vliv přílivu ukrajinských uprchlíků na český trh práce

Český trh práce může ovlivnit i příliv ukrajinských uprchlíků, protože převažující část z nich je v produktivním věku. Z dat Ministerstva financí vyplývá, že v současné době žije na území ČR 320 tisíc ukrajinských uprchlíků. Pokud bychom předpokládali, že se polovina z nich zapojí do pracovního trhu, dojde k navýšení celkové pracovní síly o necelá 3 %. K tomu ještě ve statistikách ČSÚ nedošlo. Je velmi pravděpodobné, že první pracovní zařazení uprchlíků budou zejména kvůli jazykové bariéře méně kvalifikované

profese s nízkými mzdami, což bude působit na zpomalování růstu mezd. Výsledky šetření Ministerstva práce a sociálních věcí z července ukazují, že uprchlíci se ve svých původních profesích uplatňují jen zřídka. Zároveň při dlouhodobějším setrvání Ukrajinců v ČR by se struktura zaměstnání měla začít měnit a měla by se zvyšovat průměrná kvalifikace, a tudíž i průměrná mzda. Na druhou stranu nehrozí, že by kvůli přílivu nových pracovníků z Ukrajiny český trh práce výrazně ochladl a nezaměstnanost prudce vzrostla.

## Závěr

Na trhu práce prozatím nejsou patrné signály, že by měla nezaměstnanost prudce vzrůst. K určitému ochlazení nicméně dochází, což je vidět na velmi pozvolném poklesu počtu volných pracovních míst. Trh práce ale i tak nadále zůstává přehřátý.

Trh práce tradičně reaguje na vývoj reálné ekonomiky se zpožděním a je pravděpodobné, že situace se v příštím roce zhorší. Významný vliv bude mít klesající poptávka domácností v důsledku poklesu disponibilních příjmů. Zatím se nezdá pravděpodobné, že by měl růst mezd dohánět inflaci. Navíc zpomalování, nebo dokonce recese hlavních obchodních partnerů České republiky, která je na vývozu významně závislá, bude tlumit zahraniční poptávku. Tyto faktory by měly způsobit propouštění a růst nezaměstnanosti. Jak výrazně nezaměstnanost poroste, bude záviset na mnoha faktorech. Pokud se naplní náš základní scénář a recese bude jen mírná, mohlo by dojít pouze k nárůstu nezaměstnanosti, která se dostane mírně nad svou přirozenou hodnotu. Podle našeho názoru by prudký nárůst nezaměstnanosti hrozil pouze v případě hluboké recese, kterou ovšem prozatím neočekáváme.



Inflace v říjnu výrazně poklesla pouze díky metodice zpracování úsporného tarifu na energie, proto nebudou mít nižší inflační čísla vliv na měnovou politiku. Reálná ekonomika naopak znaky zpomalování vykazuje, i když podle dosavadních dat by recese měla být pouze mělká.

## Ekonomická aktivita

Maloobchodní tržby v září meziročně poklesly o 5,6 %. To na první pohled vypadá jako značný pokles, ale nejnovější čísla překvapila trh pozitivně. Na pokles totiž měla vliv vysoká srovnávací základna, kdy spotřebitelé po covidových uzavírkách realizovali odloženou spotřebu. Naopak v porovnání s přechodným měsícem reálné maloobchodní tržby vzrostly o 0,9 % a jsou na srovnatelné úrovni s předcovidovým rokem 2019. Vysoké ceny sice domácí poptávku limitují, ale pouze omezeně. Svou roli zřejmě hraje stále silný trh práce. Přestože reálné příjmy klesají, nezaměstnanost je stále velice nízká. V říjnu zůstala podle MPSV stabilní na 3,5 %. Je ale velmi pravděpodobné, že poptávka domácností bude v dalších měsících klesat, a přispěje tak k poklesu české ekonomiky. Nálada spotřebitelů sice v listopadu mírně vzrostla, avšak z historického pohledu zůstává velice nízká.

Průmyslová výroba pokračovala v září ve svižném růstu (8,3 % y/y). Stejně jako v srpnu se na meziročním růstu podílela nízká srovnávací základna z minulého roku kvůli problémům v dodavatelsko-odběratelských řetězcích, které zasáhly především automobilový průmysl. Vysoké ceny energií a klesající poptávka ze zahraničí by postupně měly zpomalovat dynamiku českého průmyslu. Index PMI v listopadu opět překvapil horšími než očekávanými hodnotami (41,6). Za horšími výsledky stál pokles jak výroby, tak nových zakázek. Zajímavý byl vývoj cen vstupů, které opět poměrně výrazně vzrostly, zatímco ceny výstupů stoupají jen zvolna.

## Inflace a centrální banka

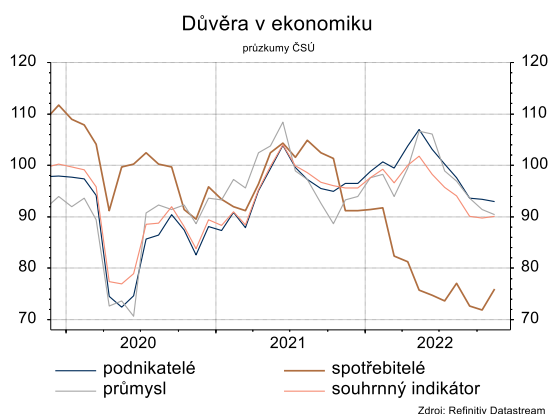
Říjnová inflační čísla překvapila výrazně nižšími hodnotami. Zatímco očekávání byla nastavena na hodnoty těsně pod 18 % (ČNB 17,4 %), podle ČSÚ ceny meziročně vzrostly pouze o 15,1 %. Tento výsledek byl ovlivněn metodikou, jakou se ČSÚ postavil k úspornému tarifu. I když je úsporný tarif vyplácen v podobě příspěvku na úhradu nákladů za energie, statistici se rozhodli, že tento příspěvek odečtou od ceny energií, čímž inflaci víceméně uměle snížili. Ceny energií po tomto zásahu meziměsíčně poklesly o 53,9 %. Bez použití této metodiky by inflace byla naopak vyšší a dosáhla by 18,6 %, zejména díky vyššímu než očekávanému růstu cen potravin. Ale rostly i ostatní položky. Jádrová inflace naopak překvapila vyššími než očekávanými hodnotami.

Úsporný tarif bude v platnosti po dobu tří měsíců. Do konce letošního roku tak inflace bude výrazně pod prognózou ČNB. V lednu by se situace měla normalizovat. Tato odchylka od prognózy nebude mít na měnovou politiku vliv. Na posledním zasedání se bankovní rada rozhodla držet sazby beze změny navzdory tomu, že nová prognóza (s mírně prodlouženým horizontem měnové politiky) ukázala na nutnost zvýšení sazeb o 100 bb. Argumentace členů bankovní rady proti zvyšování sazeb byla převážně založena na alternativních scénářích, které ukazovaly, že zvýšení sazeb sníží inflaci na horizontu měnové politiky (který je v současné době hodně variabilní) pouze velmi málo. Centrální bankéři také věří, že se zvýšilo protiinflační riziko globální recese. Zdá se, že bankovní rada je ve svých holubičích postojích pevná a zvyšování sazeb je velmi nepravděpodobné. Na snižování sazeb si ale počkáme delší dobu. Náš základní scénář počítá s prvním snížením sazeb v srpnu.

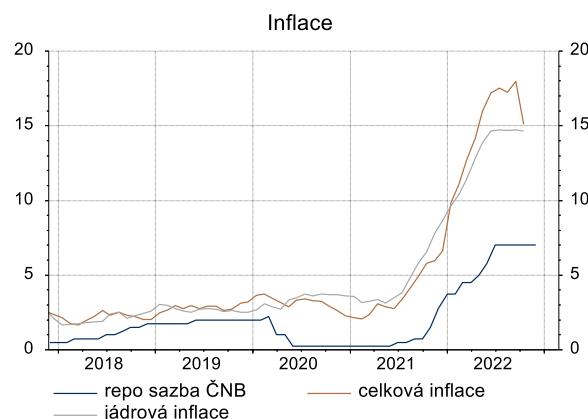
## Rizika

Kromě geopolitické situace představuje riziko pro českou ekonomiku i vývoj inflace. Pokud v příštím roce nebude klesat dostatečně rychle, nelze vyloučit, že ČNB bude donucena ke zvýšení sazeb.

**Důvěra spotřebitelů se mírně zvýšila, to ale nic nemění na celkovém výhledu poklesu ekonomiky ve 4. čtvrtletí.**



**Pokles inflace byl způsoben metodikou započtení vládního úsporného tarifu.**



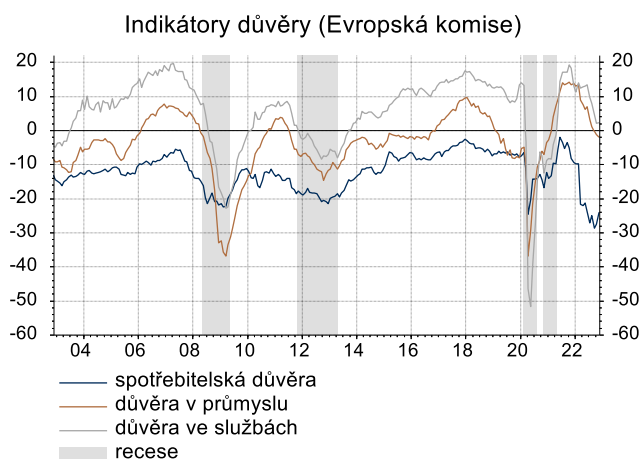
HDP eurozóny ve 3. čtvrtletí rostl. I když se eurozóna pravděpodobně recesi nevyhne, předstihové indikátory ukazují, že bude zřejmě velmi mírná. Zároveň inflační tlaky zdaleka nepolevují a ECB bude muset pokračovat v utahování měnových podmínek. Shoda na tom, jak rychle a jak dlouho, mezi členy Rady guvernérů nepanuje.

## Ekonomická aktivita

Po sérii zklamání maloobchodní tržby v září překvapily pozitivně, když meziměsíčně vzrostly o 0,4 %. Tento výsledek ale nezměnil celkový obrázek, který ukazuje klesající trend maloobchodních tržeb již ve třech po sobě následujících čtvrtletích. Na poklesu maloobchodních tržeb se podepisuje vysoká inflace a s ní spojený pokles disponibilních příjmů i propad důvěry. Poptávka po zboží je ale také zasažena přesunem ke službám, které nejsou ve statistikách maloobchodních tržeb zahrnuty. Celkově tak spotřeba domácností byla jedním z důvodů, proč růst HDP ve 3. čtvrtletí skončil v kladných číslech (0,2 % q/q).

Průmyslová výroba v září vzrostla nad očekávání, o 0,9 % m/m, ale stejně jako v předchozím měsíci byly výsledky ovlivněny volatilními irskými daty. Bez nich průmyslová výroba v podstatě stagnovala (0,1 % m/m) a zůstává 0,8 % pod předpandemickými hodnotami – nad ně se soudě podle předstihových indikátorů jen tak nedostane. PMI ve zpracovatelském průmyslu v listopadu mírně vzrostly, ale hodnota 47,3 je stále poměrně značně pod 50. Index PMI ve službách hodnotou 48,6 také překvapil pozitivně. Tyto výsledky ukazují na stagnaci či velmi mírný pokles ve 4. čtvrtletí letošního roku.

**Důvěra v ekonomiku je stále slabá, ale zdá se, že již dosáhla dna.**



## Inflace a centrální banka

Inflace v říjnu vzrostla na 10,6 %, přičemž růst cen netáhly pouze energie a potraviny, ale i zboží, které je součástí jádrové složky inflace. Inflační tlaky jsou široce založené. V listopadu inflace poprvé po roce a půl zpomalila a po dlouhé době překvapila nižšími než očekávanými hodnotami. 10 % je ale stále vysoko nad cílem ECB, navíc jádrová inflace zůstala stejně jako v říjnu na 5 %.

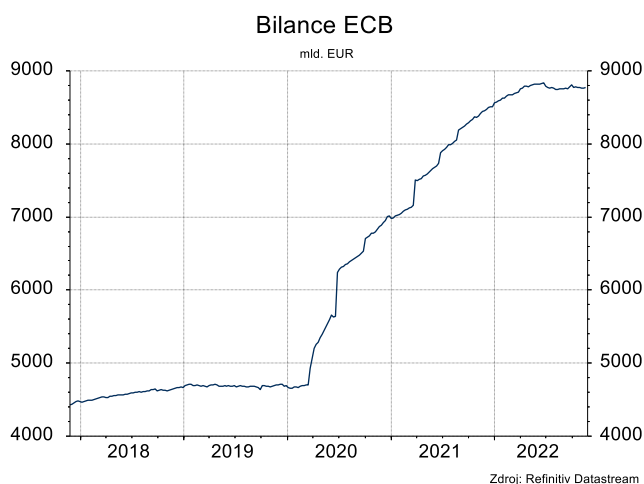
Rostoucí inflační tlaky pomáhají argumentaci jestřábích členů Rady guvernérů ECB, kteří volají po agresivnějším zvyšování sazeb. Rada guvernérů není v současné době jednotná. Na prosincovém zasedání se tak bude rozhodovat, zda zvýší sazby o 50 nebo 75 bb. Ve světle nižších listopadových inflačních čísel dáváme mírně vyšší pravděpodobnost zvýšení jen o 50 bb. Na druhou stranu zvýšení o 75 nelze vyloučit.

Kromě zvyšování úrokových sazeb udělala ECB první krok ke snížení vlastní bilance. Tento krok byl v listopadu sice malý, ale v následujících měsících by postupné snižování bilance, tedy jakési kvantitativní utahování, mělo pokračovat. Jedná se o splátky půjček, které byly poskytnuty v rámci TLTRO a jejichž podmínky ECB zpřísnila na svém posledním zasedání v říjnu. Dne 23. listopadu byly uskutečněny první splátky ve výši 296 mld. EUR. Vzhledem k velikosti celkových půjček 2,1 bil. EUR se jedná o poměrně malé množství, které trh prakticky nepocítí, další splátky by ale trh ovlivnit mohly.

## Rizika

Kromě rizika prohloubení energetické krize hrozí eurozóně nebezpečí, že kvůli inflačním tlakům bude centrální banka nucena zvyšovat sazby razantněji a ekonomika se propadne do hlubší recese. Regionální rozdíly bude ECB tlumit flexibilitou měnové politiky, ale zvýšení spreadů mezi Německem a některými vysoce zadluženými zeměmi může pro jejich financování znamenat vážný problém.

**První splacené půjčky v rámci TLTRO bilanci ECB nezměnšily.**





Po dvou po sobě následujících překvapeních, kdy inflace překvapila směrem nahoru, jsme se v říjnu dočkali překvapení opačného. Nižší než očekávaná byla jak celková, tak jádrová inflace a vedle růstu CPI byl nižší i růst PPI. Tržní reakce na toto překvapení byla velmi silná, bylo by však předčasné tvrdit s jistotou, že je inflace poražena. Proto také komunikace Fedu indikuje zpomalení, rozhodně ne ukončení cyklu růstu úrokových sazeb. Konjunkturální indikátory konsistentně potvrzují ochlazování ekonomiky a slábnutí inflačních tlaků, ale maloobchodní tržby ukazují na stále vysokou ochotu spotřebitelů utrácet. Podporuje je v tom trvající síla trhu práce a částečně také úspory z dob pandemie.

## Ekonomická aktivita

Data z trhu práce byla opět silná a překonala očekávání, zároveň ale také pokračuje ztráta dynamiky projevující se poklesem počtu nově obsazených pracovních míst. Míra nezaměstnanosti mírně vzrostla, ale stále se drží poblíž dlouholetých minim. Tempo růstu mezd mírně zpomaluje, i když úroveň zůstává vysoká. To je však dáno vysokou inflací, reálné mzdy nadále zřetelně klesají. Příspěvek růstu mezd do růstu nákladů a následně do růstu konečné produkce je klíčovou součástí sekundárních efektů a významným důvodem, proč bude inflace zpomalovat jen pomalu. Fed tuto dynamiku sice může ovlivnit, ale pokud by chtěl růst mezd zkrátit rychle, musel by hodně dupnout na brzdu, což by s sebou neslo jednak vysoké náklady a jednak rozkolísání ekonomického cyklu. Vysoká zaměstnanost a zbývající úspory z dob pandemie umožňují spotřebitelům nadále bez problémů utrácet, což se projevuje silnými maloobchodními tržbami. Je ovšem

otázka, do kdy jim tato schopnost vydrží. Podle našeho názoru by už začátek příštího roku mohl přinést poměrně výrazné ochlazení spotřebitelské poptávky a s ním i celé americké ekonomiky.

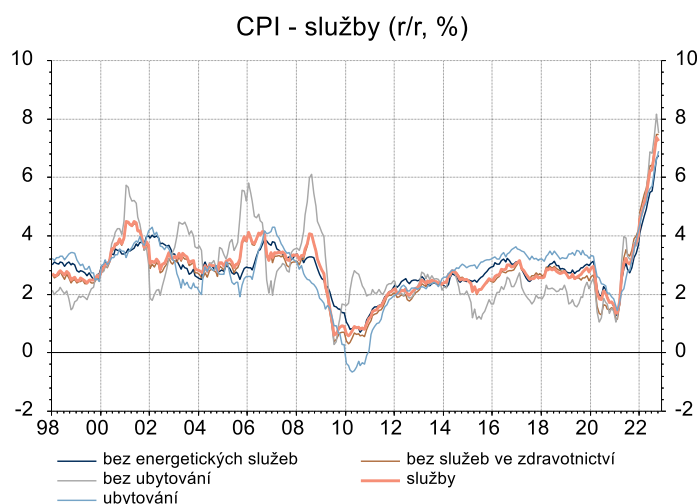
## Inflace a centrální banka

Růst maloobchodních cen v září zřetelně zaostal za očekáváním. Jádrovou inflaci opět táhly nahoru především nájmy, jejichž příspěvek k růstu tvořil přes polovinu meziměsíčního růstu CPI. Rostly také ceny potravin a benzínu, které přidaly k celkové inflaci. Naopak k podstatnému zpomalení došlo u růstu cen ve zdravotnictví, což má však jen administrativně-technické důvody a nesouvisí to s vývojem ekonomiky. Rychle slábne tempo růstu cen zboží a otežuje inflačních tlaků stále více přebírají služby, a to i po očištění o nájmy. Trh vzal data jako začátek poklesu inflace, což ovšem stále není jisté, i když je to pravděpodobné. Důležitým důvodem podporujícím očekávání zpomalení inflace je vysoká základna, dále by se stále více měly projevovat dopady utahování měnové politiky na poptávku a konečně došlo do značné míry k zotavení dodavatelsko-odběratelských řetězců. Tento posun reflektuje i rodící se skupina holubic v rámci FOMC varující před nadměrným utážením měnové politiky. Sazby velmi pravděpodobně nadále porostou, ovšem poněkud pomalejším tempem a jejich vrchol může být už poměrně blízko.

## Rizika

Výsledek kongresových voleb přinesl oslabení demokratů, ačkoliv podstatně menší, než se kterým se počítalo. Republikánům by to však mělo stačit na to, aby značně omezili schopnost demokratů prosazovat program současné administrativy. Zároveň to s sebou přineslo riziko dalšího kola zmatků a napětí kolem stropu zadlužení. Tento problém se naplno projeví až v příštím roce, a to kolem pololetí, ale je dobré si ho uvědomovat včas.

### Jádrovou inflaci aktuálně táhnou nahoru služby.



Zdroj: Refinitiv Datastream

### Spotřebitelé utrácejí prostředky uspořené v období covidových restrikcí.



## EUR/USD

Listopad podstatně podpořil realističnost možnosti, že se trend k posilování dolaru už obrátil. Dolar při velmi vysoké volatilitě oslaboval už skoro od začátku měsíce poté, co skončil krátký prudký pohyb opačným směrem, ale rozhodující okamžik přišel se zveřejněním dat o vývoji inflace. Překvapivě slabý růst cen foukl euru do plachet a kurz se skokově vzdálil od parity. Přestože pravděpodobnost obratu trendu je nyní podstatně vyšší, dolar se stále ještě může krátkodobě zotavit a při současném rozbouřeném trhu a prudkých pohybech může jít i o podstatné zotavení. Vývoj inflace stále není zaručený, stačí připomenout falešné svítání v červenci. Trh by sice na opačné překvapení nereagoval tak prudce, protože síla listopadové reakce byla do značné míry dána velkou převahou pozic zaměřených na posílení dolaru a jejich následným zavíráním, ale pohyb to stále může být významný. Navíc je značně nejistý vývoj měnové politiky jak Fedu, tak ECB. V dlouhém časovém horizontu (6–12 měsíců) je však pravděpodobné další posílení eura.

## EUR/CZK

Koruna se na začátku listopadu vezla na vlně regionálního optimismu a posílila až k 24,24 EUR/CZK. Poté sice část svých zisků smazala, ale i tak zůstává silnější než v předchozích měsících. Výrazněji se na kurzu koruny nepodepsala ani zpráva finanční skupiny Nomura, že České republice hrozí v příštím roce měnová krize. Podle našeho názoru je tato zpráva přehnaně pesimistická. Česko sice opravdu zažívá období dvojího deficitu (zvyšující se deficit veřejných financí i deficit běžného účtu), tedy okolností, které měnové krizi předcházejí, ale vzhledem k tomu, že celkové zadlužení zůstává stále nízké, a navíc centrální banka disponuje vysokými devizovými rezervami, si nemyslíme, že by měnová krize akutně hrozila. Domníváme se, že pokud by česká koruna začala výrazněji oslabovat, bude ji centrální banka bránit. Naš výhled počítá v průběhu několika příštích měsíců se stabilní korunou.

## Dluhopisy

Zveřejnění dat o vývoji inflace přineslo mimořádně ostrý propad ve vývoji amerického desetiletého výnosu. Výnos při něm spadl dolů o zhruba 30 bb (ze 4,1 % na 3,8 %). Ostrost propadu nasvědčuje jednak tomu, že se v předchozí fázi dostal výnos nerealisticky vysoko, a jednak tomu, že trh rychle a podstatně přehodnotil očekávání dalšího vývoje inflace, a to v krátkodobém a především i v dlouhodobém horizontu, a tedy také vývoj sazeb Fedu. Do konce měsíce potom výnos pokračoval v podstatně pomalejším a poměrně volatilním poklesu. To potvrzuje předpoklad, že vedle silné překoupenosti souvisel silný pohyb i se změnou výhledu. Pokles výnosů byl citelně

výraznější na dlouhém konci křivky než na krátkém, protože změna očekávání se týkala především dlouhodobějšího výhledu sazeb. Zvětšila se tak inverze křivky implikující recesi a dostala se na zatímní lokální maximum. Trh bude nadále velmi pozorně sledovat vývoj inflace a komunikaci představitelů Fedu, ale návrat na maxima výnosů z října je už nepravděpodobný. Takovou eventualitu by umožnil pouze impuls dostatečně silný na to, aby opět zcela obrátil očekávání trhu, a to je velmi málo pravděpodobné.

Výnos německého desetiletého dluhopisu v listopadu sice začal růstem, při kterém se dostal až na 2,4 %, ale po propadu výnosů v USA ho následoval a rychle klesl ke dvěma procentům. Podobně jako v USA i zde pokles pokračoval, byl však výraznější. Krátký konec výnosové křivky se držel na svých úrovních, což vedlo k tomu, že po reakci na pokles v USA se německá výnosová křivka poprvé v tomto cyklu dostala do inverze. Potvrdila se vyšší citlivost periferních dluhopisů, jejichž výnosy klesaly rychleji, a došlo tedy k utažení spreadů vůči Německu. Pokles dlouhého konce německé výnosové křivky vypadá poněkud přehnaně. Patrně vyjadřuje růstový pesimismus a očekávání, že inflace bude rychle zvládnuta, aniž by ECB musela dále podstatně zvýšit sazby. Mluvíci ECB však zůstávají převážně naladěni v jestřábím tónu a data (například čerstvé předběžné PMI indexy) momentálně neukazují na hluboký propad ekonomiky. Dluhopisy mohou reagovat i na vývoj cen energií (poklesy cen plynu nebo ropy). Riziko je podle našeho názoru krátkodobě nastaveno spíše na obrát k růstu, ovšem samozřejmě bude záležet jak na datech, tak na ECB.

Pokles českých výnosů začal už v říjnu, vývoj na světových trzích ho jen urychlil. Klesla celá výnosová křivka, pokles na jejím dlouhém konci byl však podstatně výraznější než na krátkém. Dlouhý konec výnosové křivky byl podle všeho silně přeprodán a výše výnosů začala přitahovat kupce. Celý proces obratu trendu pak byl urychlen impulsem ze zahraničí. Vyhlídky však zůstávají značně nejisté. Aby současný obrát vydržel, musí ho podpořit vývoj inflace. ČNB bude patrně držet sazby beze změny, zde je pravděpodobnost překvapení malá. Otázkou ovšem je, kdy je začne snižovat. Vývoj názoru trhu na odpověď na tuto otázku bude ovlivňovat především krátký konec a částečně střed výnosové křivky. Dlouhý konec bude pod vlivem řady faktorů od rizikové averze přes rozpočtovou politiku státu a strukturu emisí státních dluhopisů až po typické makroekonomické faktory typu výhledu inflace a toho, jak moc zpomalí česká ekonomika. A samozřejmě ho také bude ovlivňovat vývoj na hlavních světových trzích.

## Akcie

Akciové trhy v listopadu pokračovaly v růstu, který začal v polovině října. Důležitým impulsem byla především lepší než očekávaná data o vývoji americké inflace. V Evropě





trhům pomohly lepší ekonomické vyhlídky. Především nižší riziko těžké krize, dané zatím mírným průběhem studeného období roku a vysokou naplněností zásobníků plynu. Růstu také pomohl předchozí výrazný pokles, který snížil hodnocení firem a díky němuž mohl trh na zlepšení výhledu vývoje ekonomiky reagovat silněji. Na definitivní obrát trendu je však patrně ještě příliš brzy, aktuální růstový trend je spíše korekcí podobnou té, ke které došlo od poloviny června do poloviny srpna. Hlavním důvodem pro tento náš názor je stále velmi vysoká míra nejistoty a pravděpodobná obecně špatná výkonnost světového hospodářství v příštím roce. Kombinace zvýšení rizikové averze a zhoršení reportovaných výsledků společností může trend snadno obrátit k poklesu. Roli bude hrát i menší množství likvidity ve finančním systému související se zmenšováním bilancí centrálních bank. Trh by měli podpořit především dlouhodobí investoři, kteří si mohou dovolit držet pozice a počkat na zlepšení stavu ekonomiky a výsledků společností.

Pražská burza si v listopadu polepšila o +2,6 % a navázala na říjnový silný růst. Pravdou je, že v druhé polovině měsíce přišlo vybírání zisků a akcie ke konci měsíce růst korigovaly. Tahounem měsíce byly banky Erste bank +15,25 % a Komerční banka +5,06 %, u KB je potřeba připočítat speciální dividendu 55 CZK. Na druhé straně barikády stojí Pilulka -4 % a díky dani z nadměrných zisků (WTF) i ČEZ -0,74 %. Moneta jako nejmenší banka na burze a poslední, která bude platit WFT si rovněž nevedla nijak dobře, když vykazovala měsíční ztrátu -0,4 %.

## Kredit

Pro latinou nepolíbené by úsloví Amat victoria curam mohlo znít jako návod k oblíbenému způsobu hašení táborového ohně. Jeho český překlad – štěstí přeje připraveným – ale dokonale vystihuje motivaci nejčastější skupiny emitentů dluhopisů v předposledním měsíci tohoto roku. Hned čtyři banky přišly s nabídkou dluhopisů, jejichž výtěžek jim pomůže vylepšit kapitálovou přiměřenost. Jedná se totiž o tzv. MREL dluhopisy. Zdaleka největší objem si na trhu zajistila Česká spořitelna, které se podařilo i přes relativně silnou podřízenost pohodlně umístit celých požadovaných 500 milionů EUR se splatností 3 roky a možností předčasného splacení po 2 letech. Kreditní spread z původně avizovaných 400 bb klesl na finálních 370 bb. Druhým v pořadí dle objemu je další tuzemská filiálka rakouského bankovního domu. Raiffeisenbank umístila 4 miliardy CZK se splatností 5 let a možností předčasného splacení po 4 letech. Dluhopis bude obchodován na lucemburské burze a kreditní spread při emisi činil 325 bb.

O třetí příčku se dělí dvě ryze české banky – Moneta Money Bank a Air Bank, které shodně nabízejí až 1,5 mld. CZK. Air Bank výnos navázala na 6M PRIBOR, ke kterému nabízí 215 bb kreditní prémii pro splatnost 4 roky s možností předčasného splacení po 3 letech. Moneta se

shodným tenorem nabízí fixní úrok 8 %, tedy přibližně 250 bb nad úrokové swapy.

Jediným zástupcem nebankovního světa v listopadu je nepříliš úspěšná emise společnosti Passerinvest. Z původně avizovaných 50–150 milionů EUR se podařilo umístit pouze 25 milionů EUR, a nabídkové období tak bylo prodlouženo až do 14. 9. 2023. Dluhopisy jsou splatné za necelých 6,5 roku a kreditní spread nad 3M EURIBOR činí 450 bb.

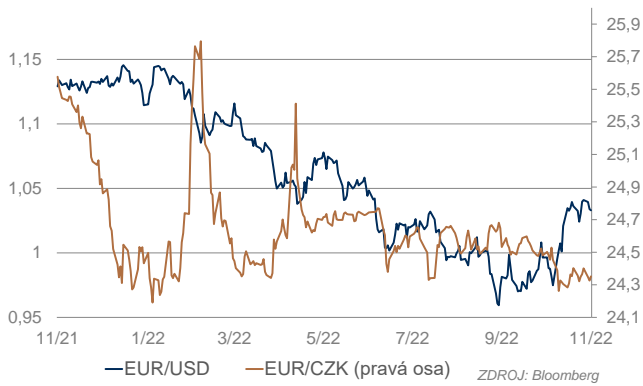
## Komodity

Cena ropy s výjimkou úplného začátku měsíce soustavně klesala. Největší podíl na tom měla zhoršující se očekávání ohledně výkonnosti světové ekonomiky, a tedy vývoje spotřeby ropy. Dalšími faktory byly blížící se platnost sankcí EU na ruskou ropu a diskuse o zavedení cenového stropu. Pokles v listopadu plně kompenzoval předchozí růst související s obavami z dopadů snížených těžebních limitů OPEC. Pokud se budou naplňovat očekávání a světová ekonomika bude v příštích měsících slábnout, bude se držet cena ropy dole. Jak nízko se dostane, bude záležet na míře zpomalení světového hospodářství a na tom, nakolik se toto zpomalení promítne do poptávky po ropě. K růstu by se cena ropy mohla obrátit v případě výrazného narušení dodávek, což však není pravděpodobné.

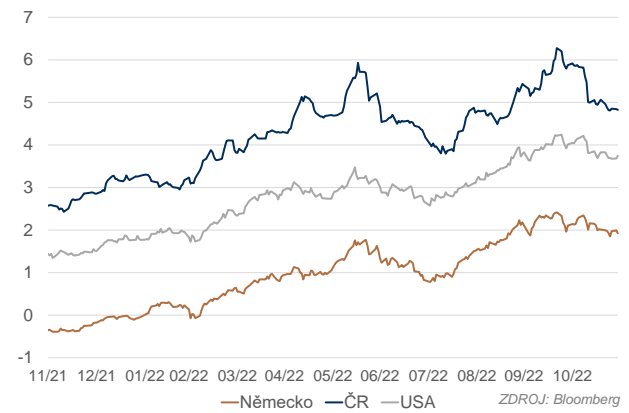
Vývoj ceny zlata v listopadu ovlivňovalo především silné kolísání dolaru. Volatilita se z měnového trhu přenesla i na trh se zlatem, díky čemuž se cena zlata pohybovala mezi 1615 až 1780 USD/oz. Zlatu pomohlo i zmírnění spekulací na další růst sazeb hlavních centrálních bank. Krátkodobé pohyby ceny zlata by nadále měly být hodně vázány na vývoj dolaru. Dlouhodoběji by ho mohl ovlivnit očekávatelný pokles likvidity u hlavních měn (USD, EUR) související se snižováním bilancí centrálních bank. Naším hlavním scénářem je kolísání poblíž současných úrovní, přičemž krátkodobé výkyvy mohou být výrazné.



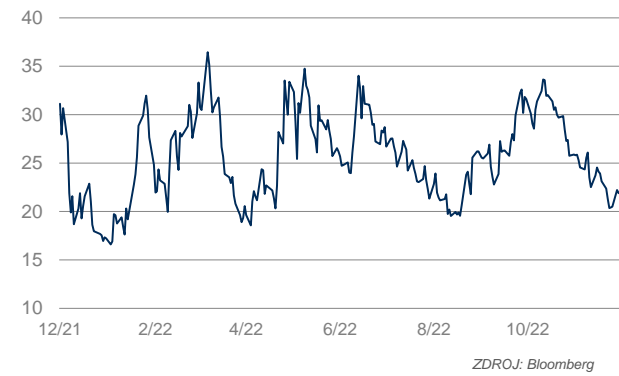
## Devizové kurzy



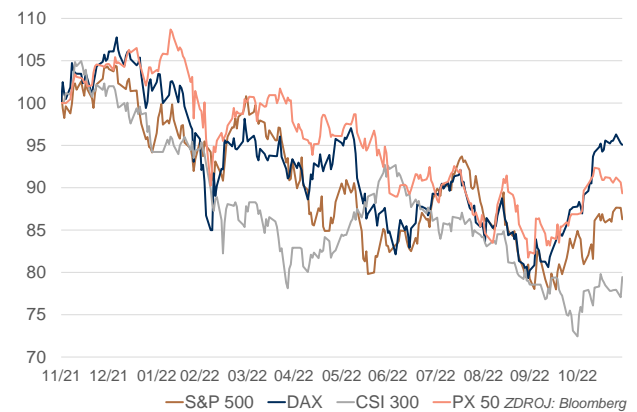
## Dluhopisy (10 let)



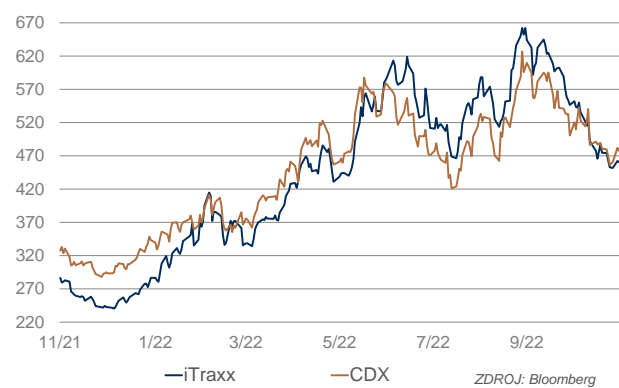
## Index volatility VIX



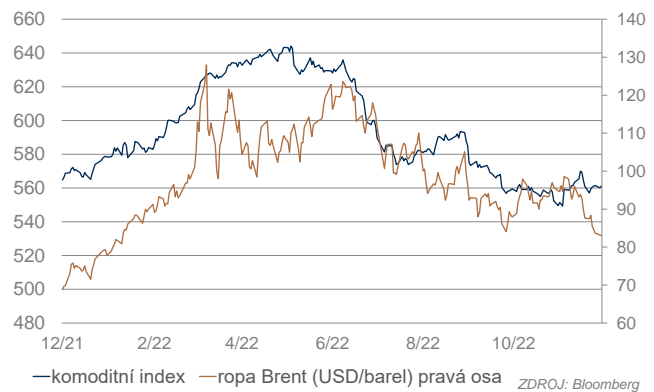
## Aktiové indexy (1. 10. 2021 = 100)



## 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*
<b>SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK</b>									
Fed	0 - 0,25	3,00-3,25	3,75-4,00	4,50-4,75	↑	4,50-4,75	→	4,00-4,25	↓
ECB	0	1,25	2	2,75	↑	2,75	→	2,75	→
ČNB	2,75	7	7	7	→	7	→	6	↓
<b>KURZY</b>									
EUR/USD	1,13	0,99	1,04	1,02	↓	1,04	↑	1,07	↑
EUR/CZK	25,5	24,5	24,4	24,5	→	24,5	→	24,6	↑
<b>DLUHOPISY</b>									
US dluhopis 2y	0,57	4,41	4,47	4,3	↓	4,0	↓	3,5	↓
US dluhopis 10y	1,44	4,01	3,72	3,8	↑	3,5	↓	3	↓
Něm. dluhopis 2y	-0,74	1,94	2,12	2,30	↑	2,5	↑	2	↓
Něm. dluhopis 10y	-0,35	2,10	1,93	2,00	↑	2,0	→	2	→
České dluhopisy 2y	3,06	6,00	5,32	5,50	↑	5,0	↓	4	↓
České dluhopisy 10y	2,57	5,83	4,65	4,5	↓	4	↓	3,75	↓
<b>KREDIT</b>									
USA CDX 5y	327,3	520,5	477,6	480,0	↑	450	↓	400	↓
EMU iTraxx 5y	286,4	552,1	455,9	460,0	↑	430	↓	370	↓
<b>AKCIE</b>									
S&P 500	4567,0	3872,0	3957,6					4500	↑
Eurostoxx 50	4063,1	3617,5	3960,3					4050	↑
DAX	15100,1	13253,7	14410,4					15000	↑
CSI 300	4843,9	3634,2	3853,0					4300	↑
PX 50	1357,2	1184,1	1213,5					1350	↑

\* Změna oproti předchozímu období (šipka dolu 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)	-1,9	9,1	3,8	3,5	4,6	3,7	1,6	-0,1	-5,5	3,5	2,4	-0,5
soukromá spotřeba	-6,2	9,0	5,5	8,4	8,2	0,2	-1,6	0,0	-6,8	4,4	1,5	1,0
vládní spotřeba	1,3	1,3	3,6	0,0	2,2	1,3	1,4	-0,1	3,4	3,0	1,0	1,0
investice	-4,0	-0,3	3,1	3,9	6,9	6,1	4,5	3,0	-7,5	0,6	5,4	0,0
dovoz	6,1	34,5	10,3	6,0	5,1	2,7	2,5	1,8	-6,9	11,5	3,0	3,0
vývoz	4,5	33,1	-0,2	-3,9	0,4	1,8	5,9	3,8	-6,9	5,1	3,0	3,0
nezaměstnanost (%) (MPSV)	3,3	3,1	2,7	3,4	3,5	3,2	3,4	3,5	3,6	3,8	3,4	3,7
inflace (% y/y)	2,2	2,9	4,1	6,1	11,2	15,8	17,8	18,0	3,2	3,9	15,3	7,2
běžný účet (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	1,5	0,5	-4,1	-2,5
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-6,4	-6,9	-4,6	-4,0
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	37,7	41,9	44,1	46,0

## Evropská měnová unie

	2021				2022*				2020	2021	2022*	2023*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	-0,9	14,6	3,9	4,8	5,5	3,5	2,1	1,1	-6,1	5,3	3,2	-0,1
soukromá spotřeba	-5,5	12,4	2,9	5,9	7,9	3,9	1,1	0,8	-7,7	4,0	3,7	0,0
vládní spotřeba	2,9	7,8	2,7	2,4	2,9	0,7	1,8	1,5	3,3	2,6	1,9	1,3
investice	-5,3	19,0	2,3	2,4	3,6	2,6	3,7	-0,4	-8,0	2,0	2,4	0,0
dovoz	-5,7	22,1	10,1	9,1	10,0	6,0	6,6	2,4	-8,4	9,1	6,7	1,8
vývoz	-0,3	26,4	10,3	8,3	9,0	5,5	5,5	3,0	-8,9	11,2	6,3	1,3
nezaměstnanost (%)	8,2	8,1	7,5	7,1	6,8	6,9	6,7	6,9	8,0	7,7	6,8	7,1
inflace (% y/y)	1,0	1,8	2,9	4,7	6,1	8,0	9,3	10,5	0,3	2,6	8,5	5,9
jádrová inflace (% y/y)	0,9	0,9	1,9	2,6	3,0	3,7	4,7	5,0	0,8	1,5	4,1	3,3
běžný účet (% HDP)	2,6	3,1	3,1	2,5	1,6	0,2	-0,7	-0,8	1,7	2,4	0,8	1,3

## Spojené státy americké

	2021				2022*				2020	2021	2022*	2023*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	0,5	12,2	4,9	5,6	3,7	1,8	1,8	0,2	-2,8	5,9	1,8	0,4
soukromá spotřeba	2,1	16,2	7,1	6,9	4,8	2,4	2,0	2,0	-3,0	8,3	2,6	0,8
vládní spotřeba	1,3	-0,1	0,6	0,1	-1,6	-1,3	-0,6	-0,1	2,6	0,6	-0,9	1,0
investice	3,2	20,8	7,1	9,6	2,5	-0,2	-1,2	-1,5	-5,3	9,0	0,8	-1,9
dovoz	6,2	30,6	12,6	9,6	12,7	11,2	7,5	7,5	-9,0	14,1	8,6	-0,2
vývoz	-7,4	18,6	4,9	4,9	5,2	7,3	11,3	11,3	-13,2	6,1	7,3	2,6
nezaměstnanost (%)	6,2	5,9	5,1	4,2	3,8	3,6	3,6	3,7	8,1	5,4	3,7	4,3
inflace (CPI % y/y)	1,9	4,9	5,4	6,7	8,0	8,7	8,3	7,5	1,2	4,7	8,1	4,3
jádrová inflace (PCE % y/y)	1,7	3,4	3,6	4,6	5,3	5,0	4,9	4,8	1,3	3,5	5,0	3,5
běžný účet (% HDP)	-3,1	-3,2	-3,4	-3,4	-3,8	-3,9	-3,7	-3,8	-2,9	-3,6	-3,9	-3,4
rozpočtový deficit (% HDP)	-16,8	-14,0	-12,2	-10,8	-7,2	-4,3	-5,5	-4,3	-15,6	-10,8	-4,3	-4,5
vládní dluh (% HDP)	-	-	102,0	98,8	98,6	100,5	98,6	98,0	100,3	99,7	97,1	97,9

\* Předpověď

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



## Karel Tregler

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

## Magdalena Středová

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

## Ľuboš Mokráš

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

## Pavel Němejč

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

## Tomáš Krejčí

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

## Dušan Jalový

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

## Miroslav Tutter

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

## UPOZORNĚNÍ

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

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

