
Měnová politika ČNB v časech rozbouřené inflace

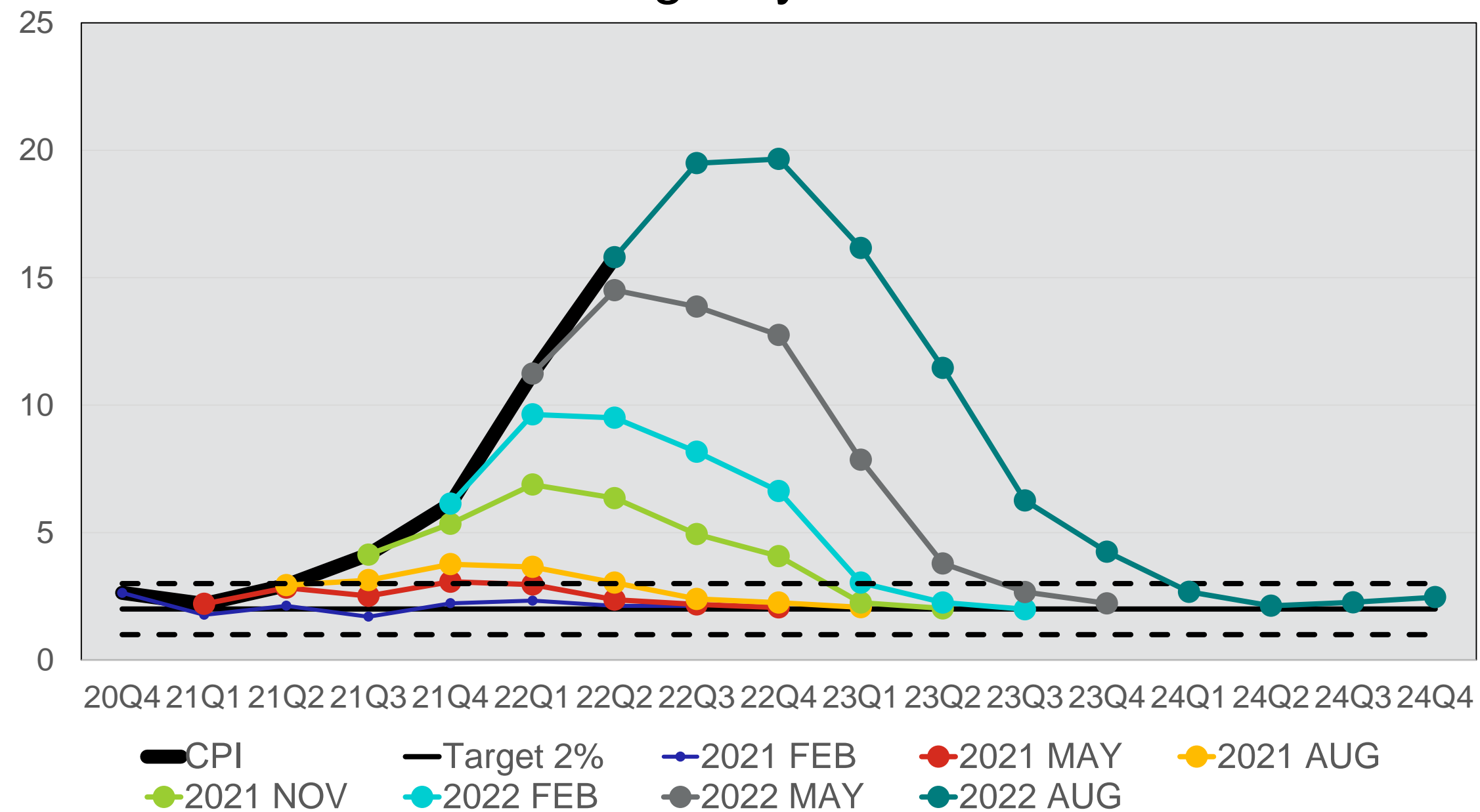
Oldřich Dědek
Česká národní banka

Rozpočet a finanční vize měst a obcí
září 2022



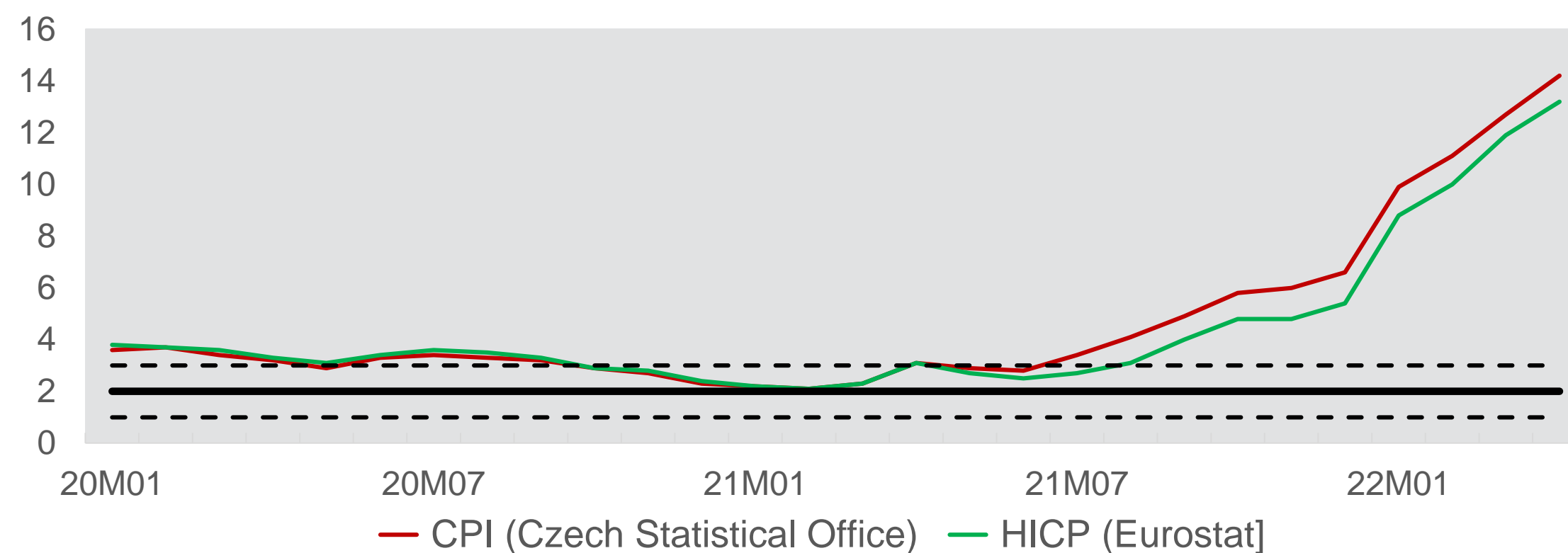
Inflační bouře

Prognózy inflace



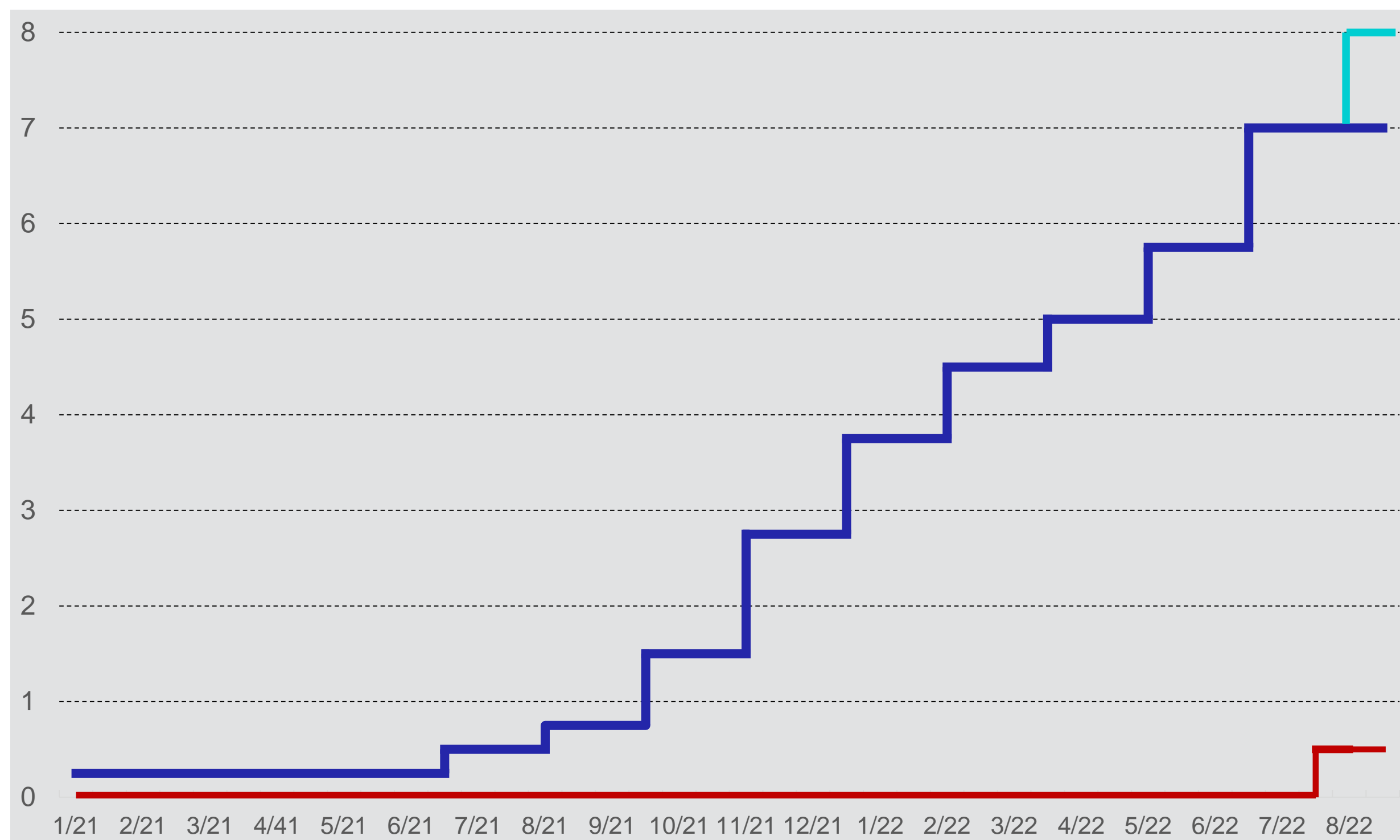
- Měnově-politický rámec je založen na tzv. nepodmíněné prognóze, jejíž trajektorie úrokových sazeb směřuje inflaci k inflačnímu cíli 2 % s tolerančním pásmem ± 1 p.b.
- Inflační cíl je stanoven pro měnově-politickou inflaci, což je index spotřebitelských cen očištěný o primární efekty nepřímých daní (permanentní výjimka)
- CPI publikovaný ČSÚ se od HICP publikovaného Eurostatem zahrnuje navíc imputované nájemné (současná diference činí cca 1 p.b.)

Domácí versus harmonizovaná inflace



Pramen: Česká národní banka, Český statistický úřad, Eurostat

Razantní měnová politika ČNB



— ČNB (dvoutýdenní repo sazba)
— ECB (main refinancing facility)

Pramen: Česká národní banka, ECB

- Strmý nárůst sazeb odůvodňován navracením inflace k inflačnímu cíli 2 %
- Obdobná měnově-politická reakce centrálních bank Polska a Maďarska (srpen 2022)
 - Česko 7 % (2T repo sazba)
 - Maďarsko 10.75 % (base rate)
 - Polsko 6.5 % (reference rate)
- Extrémně uvolněná měnová politika ECB
- Měnově-politické debaty
 - Poměr dovezené inflace a inflace domácího původu
 - Relativní síla nákladových a poptávkových tlaků
 - Dočasná versus trvalá inflace
- Jestřábi: Riziko odkotvení inflačních očekávání vyžaduje razantní reakci centrální banky
- Holubice: Razantní měnová politika je málo účinná při tlumení silných nákladových šoků a má tendenci poškozovat reálnou ekonomiku

Inflace v zemích Visegrádské skupiny

	Celková inflace							Jádrová inflace						
	1/22	2/22	3/22	4/22	5/22	6/22	7/22	1/22	2/22	3/22	4/22	5/22	6/22	7/22
Česko	8,8	10,0	11,9	13,2	15,2	16,6	17,3	7,8	8,6	9,7	11,2	12,1	12,8	13,4
Slovensko	7,7	8,3	9,6	10,9	11,8	12,6	12,8	5,0	5,5	6,9	8,1	8,5	8,8	8,9
Polsko	8,7	8,1	10,2	11,4	12,8	14,2	14,2	6,6	7,1	7,8	8,6	9,4	9,9	9,9
Maďarsko	7,9	8,4	8,6	9,6	10,8	12,6	14,7	6,1	6,7	7,4	8,2	9,1	9,6	11,0
EU	5,6	6,2	7,8	8,1	8,8	9,6	9,8	2,8	3,3	3,6	4,1	4,5	4,6	4,9

Estonsko: 23,2; 11,4

Lotyšsko: 20,9; 10,9

Litva: 21,3; 8,2

Pramen: Eurostat, měsíční data (meziroční změny)

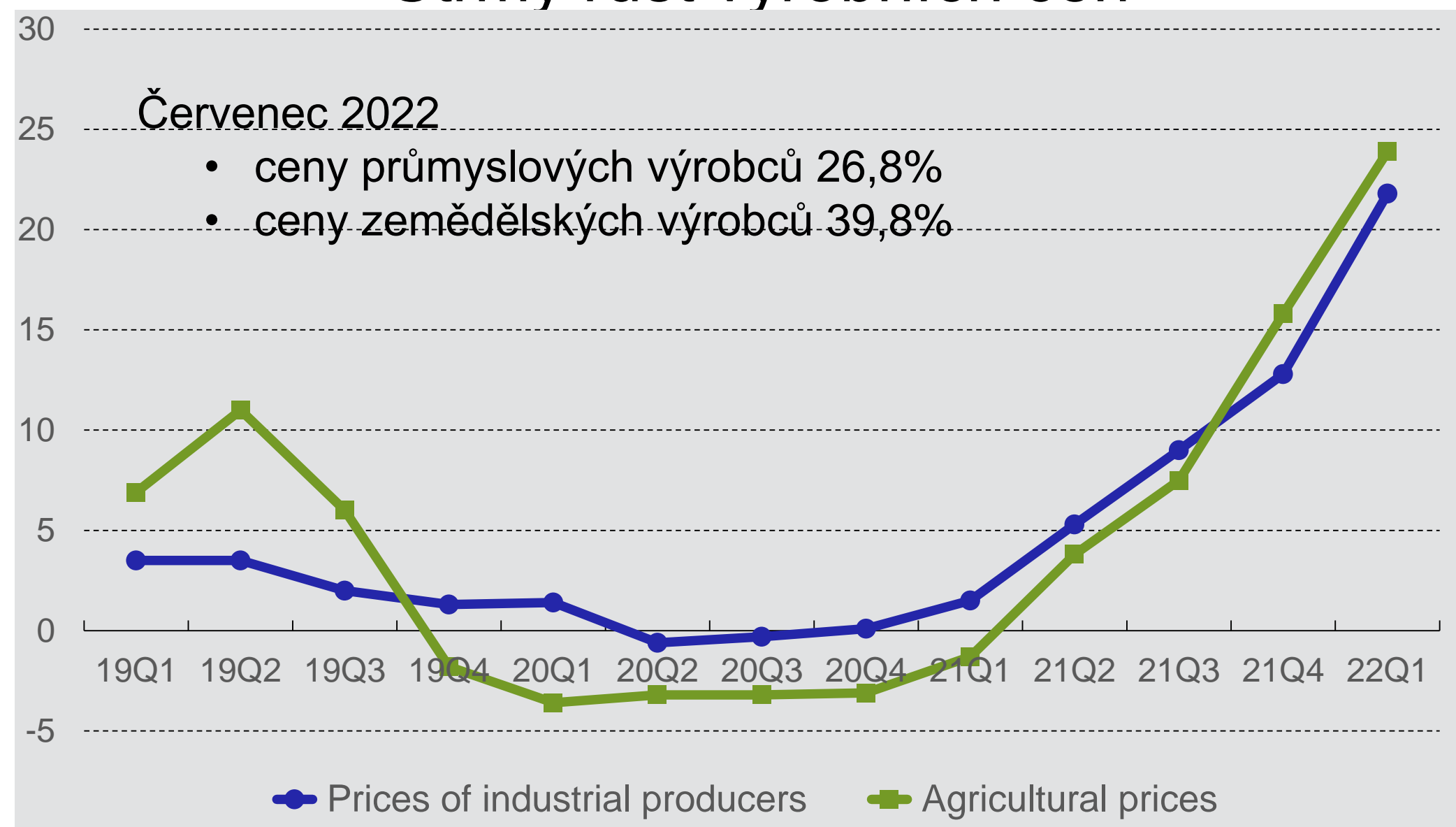
Celková inflace: Harmonizovaný index spotřebitelských cen

Jádrová inflace: Celková inflace po vyloučení energií, potravin, alkoholu a tabáku

- Paradox: Nejnižší inflaci (mezi vysokými inflacemi) v rámci Visegrádu má Slovensko, podléhající krajně uvolněné měnové politice ECB
- Porovnatelnost údajů o celkové inflaci je komplikována cenovými kontrolami přijímanými v jednotlivých zemích
- Jádrová inflace příliš neodráží sílu poptávkových tlaků s ohledem na pronikání nabídkových šoků do všech cenových okruhů

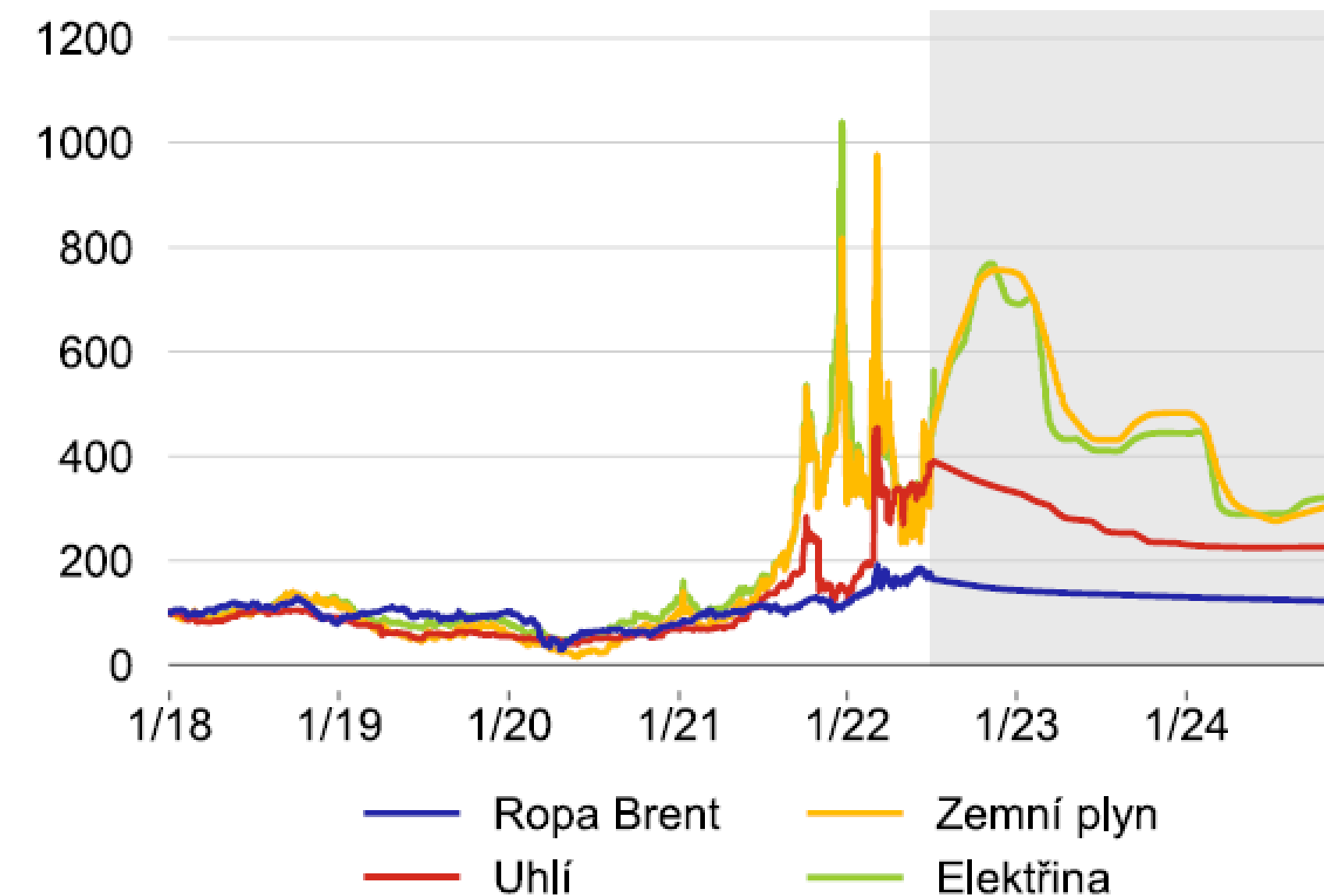
Nerovnoměrné post-covidové ožívování

Strmý růst výrobních cen



Pramen: Česká národní banka (čtvrtletní data, meziroční změny)

Ceny komodit

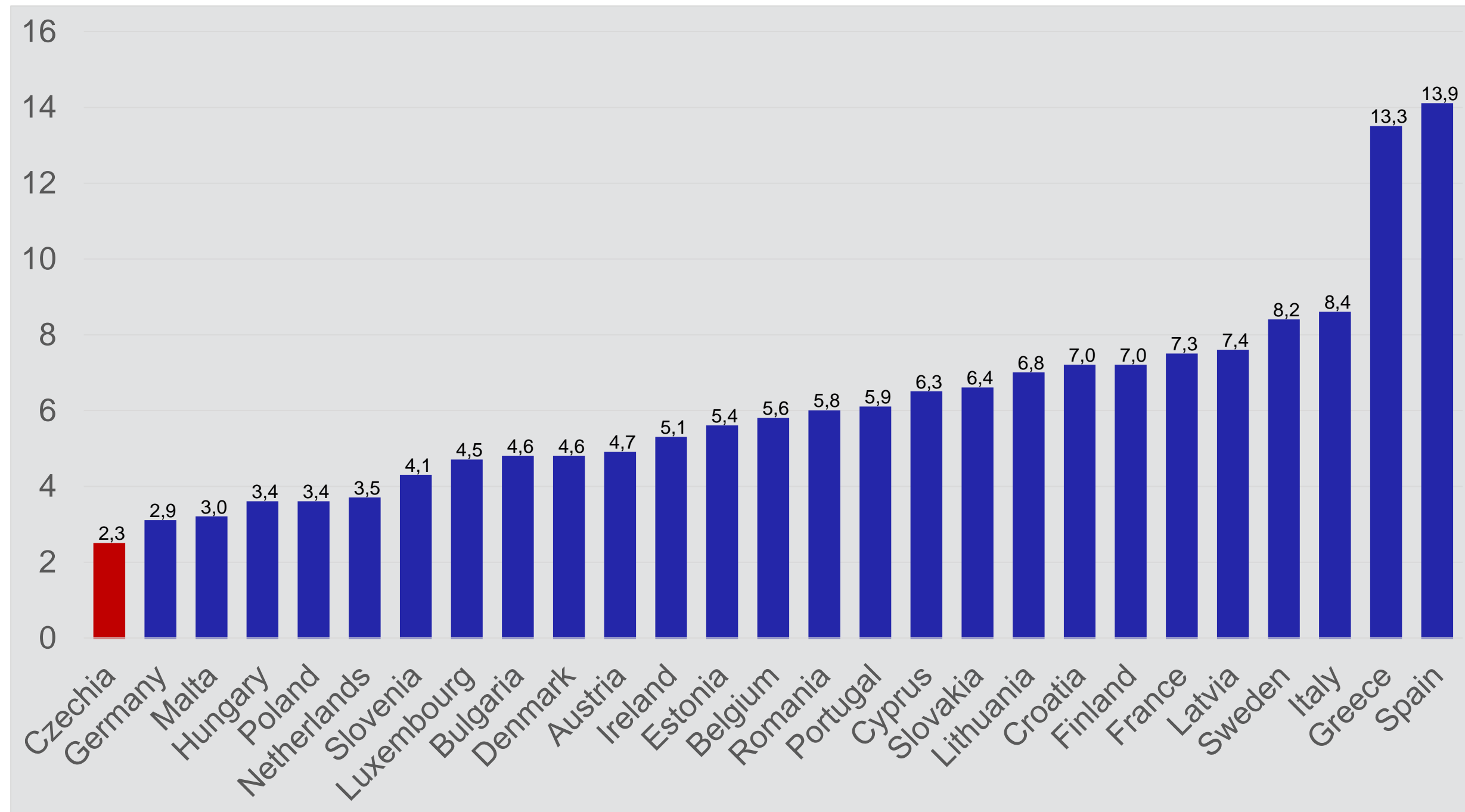


Pramen: Bloomberg (index 2018 = 100)

- Přehled neuspokojené globální poptávky nad globální nabídkou po ukončování covidových uzavírek tlačil na vzestup světových cen (ropa, ocel, polystyrén, stavební dříví, lodní přeprava aj.)
- Rozdíl mezi velkými (USA, Eurozóna, Čína) a malými ekonomikami ve schopnosti ovlivňovat poměry v globální ekonomice
- Očekávaný utlumený růst světové ekonomiky přispěje k odeznívání nákladových tlaků, velkou neznámou je další vývoj energetické krize v reakci na válečný konflikt na Ukrajině a na klimatická rizika

Napjatý trh práce

Míry nezaměstnanosti v zemích EU

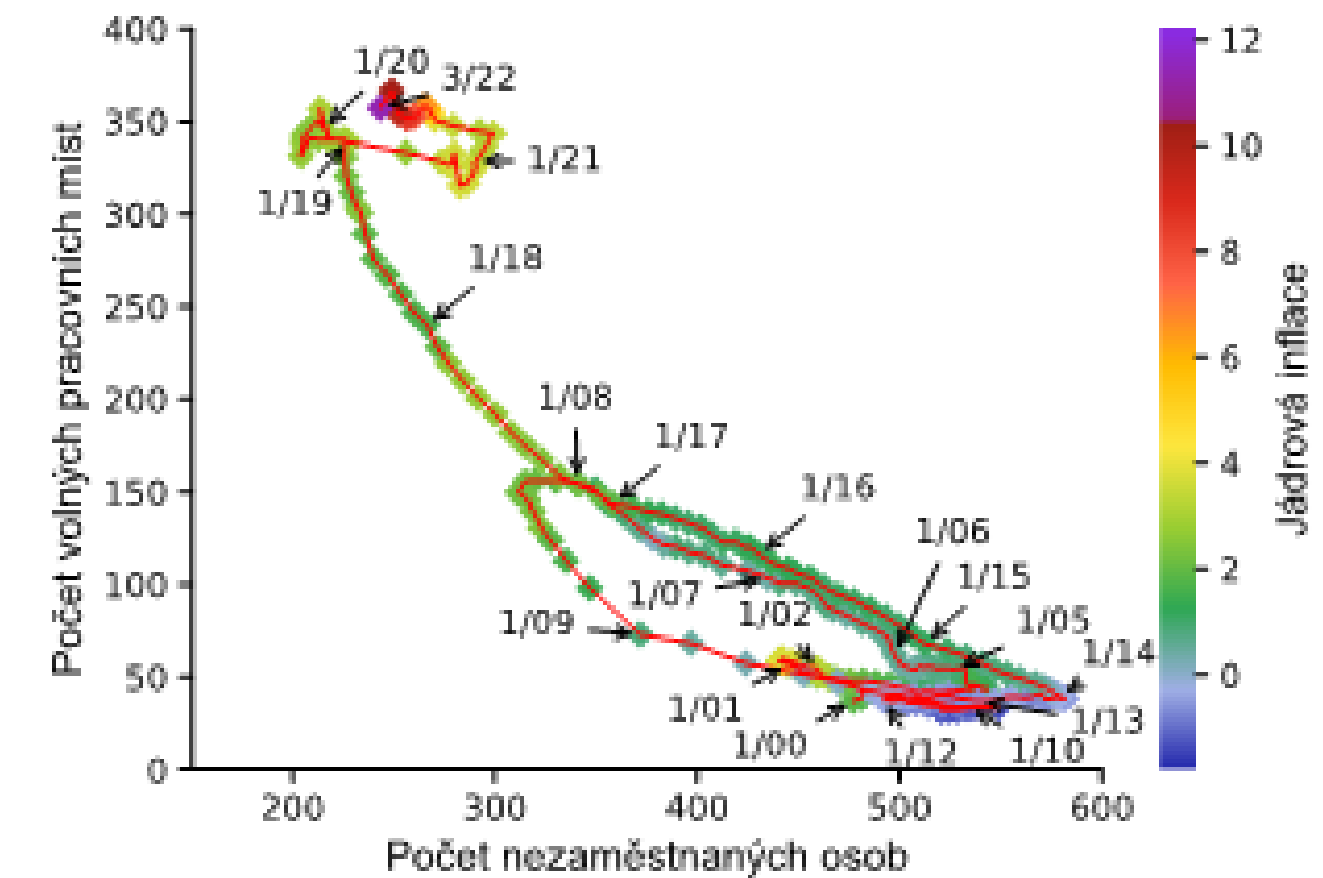


Pramen: Eurostat (měsíční údaje, poslední aktualizace 5.5.2022)

- Trh práce se i přes pozvolné ochlazování bude nacházet v napjatém módu
- Migrace z Ukrajiny se ve statistikách zaměstnanosti a nezaměstnanosti příliš neprojeví

Beveridgeova křivka

počty v tisících, sezonně očištěno, u jádrové inflace meziroční změny v %



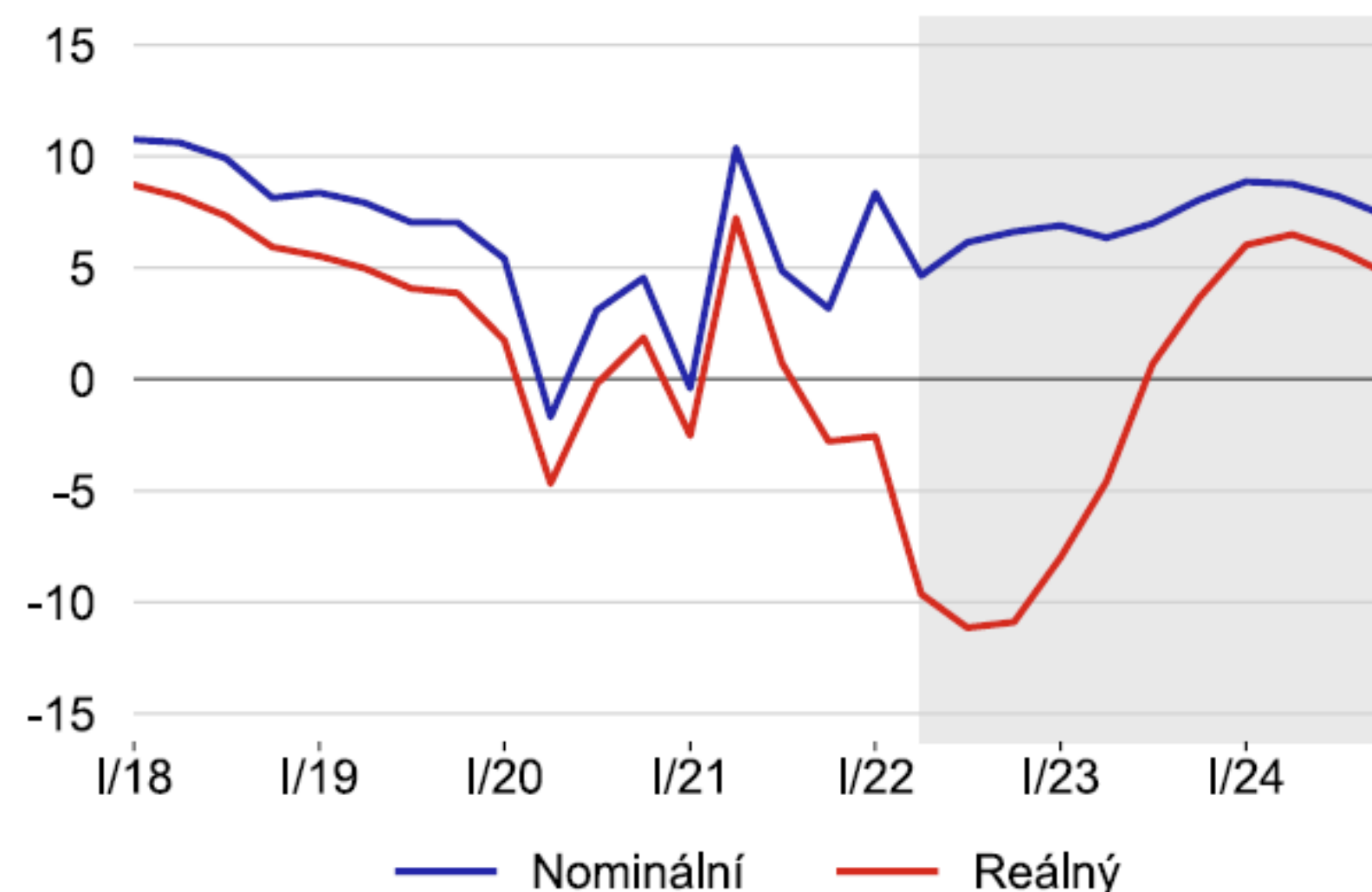
	Růst jednotkových mezd				
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
Česko	1,8	2,9	6,2	4,3	8,9
Slovensko	4,0	1,9	7,1	10,9	6,5
Polsko	5,8	7,9	9,3	9,2	10,5
Maďarsko	5,5	2,2	10,0	11,4	20,1

Pramen: Eurostat (labour cost index, čtvrtletní data, procentní změna vůči stejnému období předchozího roku)

Riziko mzdově-cenové spirály

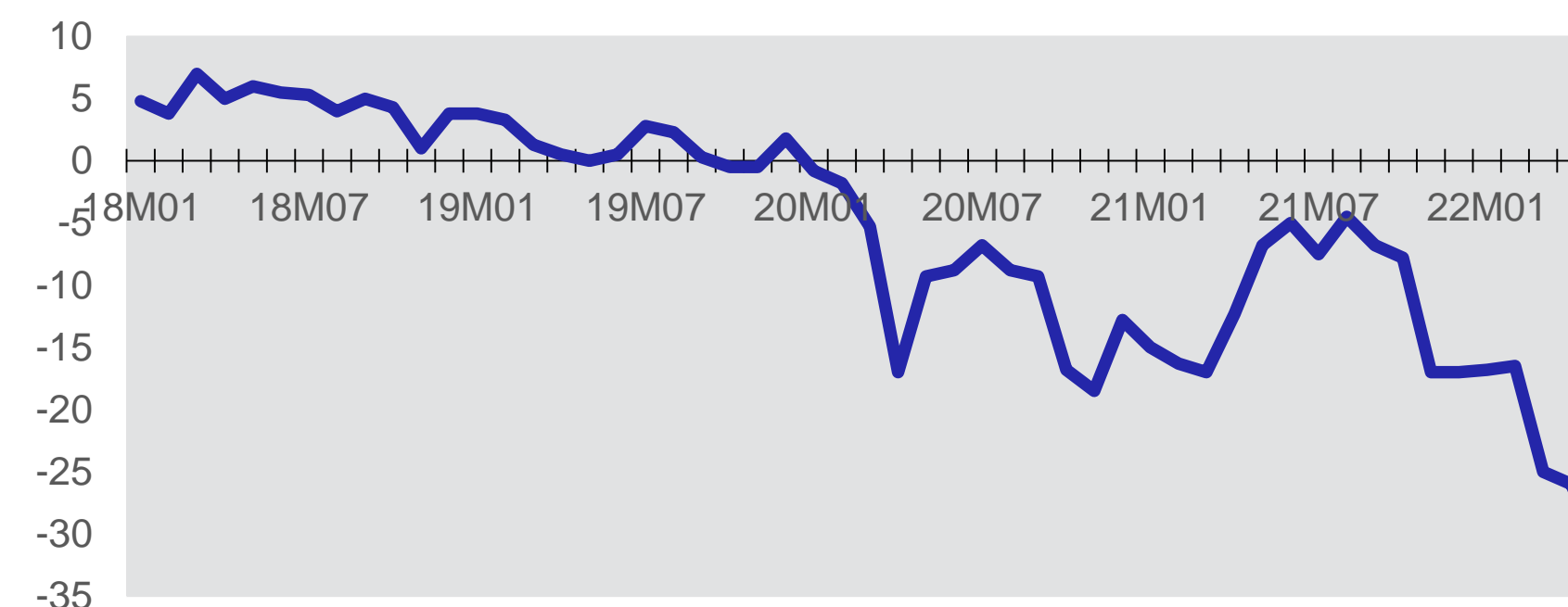
Objem mezd a platů

meziroční změny v %



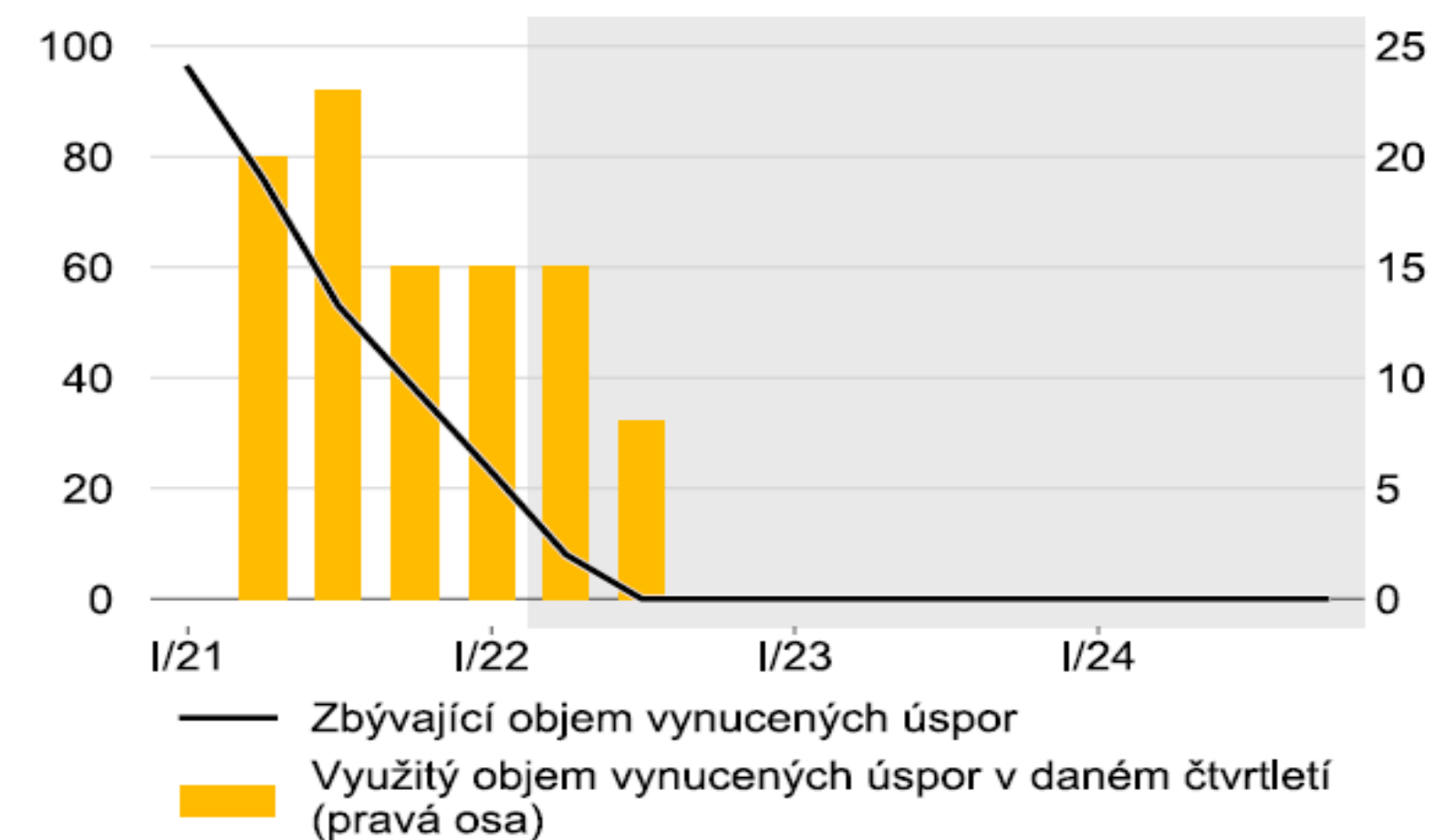
- Mzdově-cenová spirála: růst cen \Rightarrow růst mezd a platů \Rightarrow růst podnikových nákladů \Rightarrow růst cen \Rightarrow
- Retardéry mzdově-cenové spirály
 - Prudký pokles reálných mezd snižuje zbytné výdaje
 - Vyčerpávající se polštář vynucených úspor
 - Horšící se ekonomický sentiment domácností
 - Systém decentralizovaného mzdového vyjednávání

Spotřebitelská důvěra



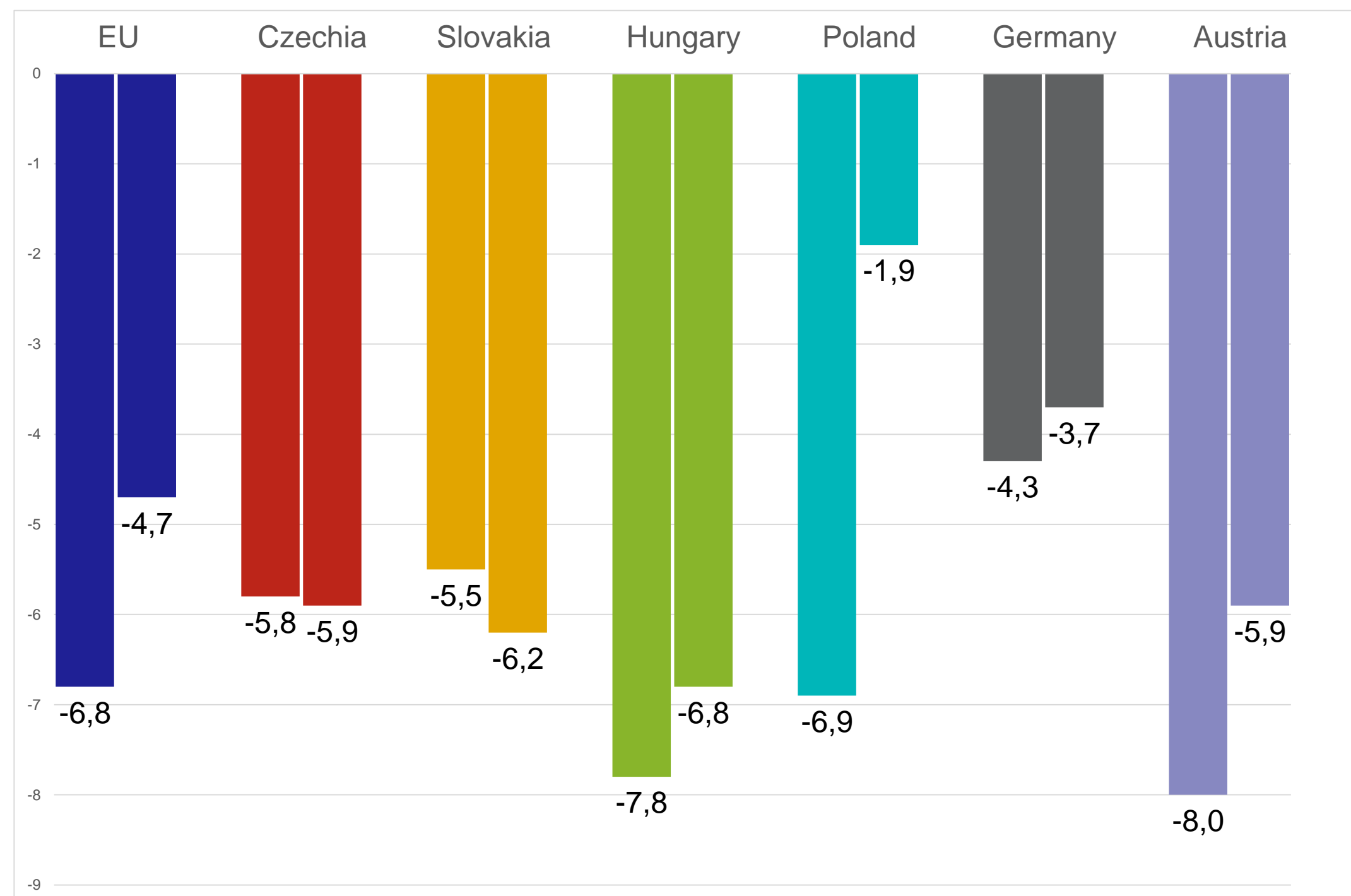
Pramen: Český statistický úřad (bazický index, dlouhodobý průměr (2003-2021) = 100, sezónně upraveno)

Vynucené úspory domácnosti



Pramen: Česká národní banka (mln. Kč, stálé ceny)

Rozpočtové deficity v letech 2020 a 2021



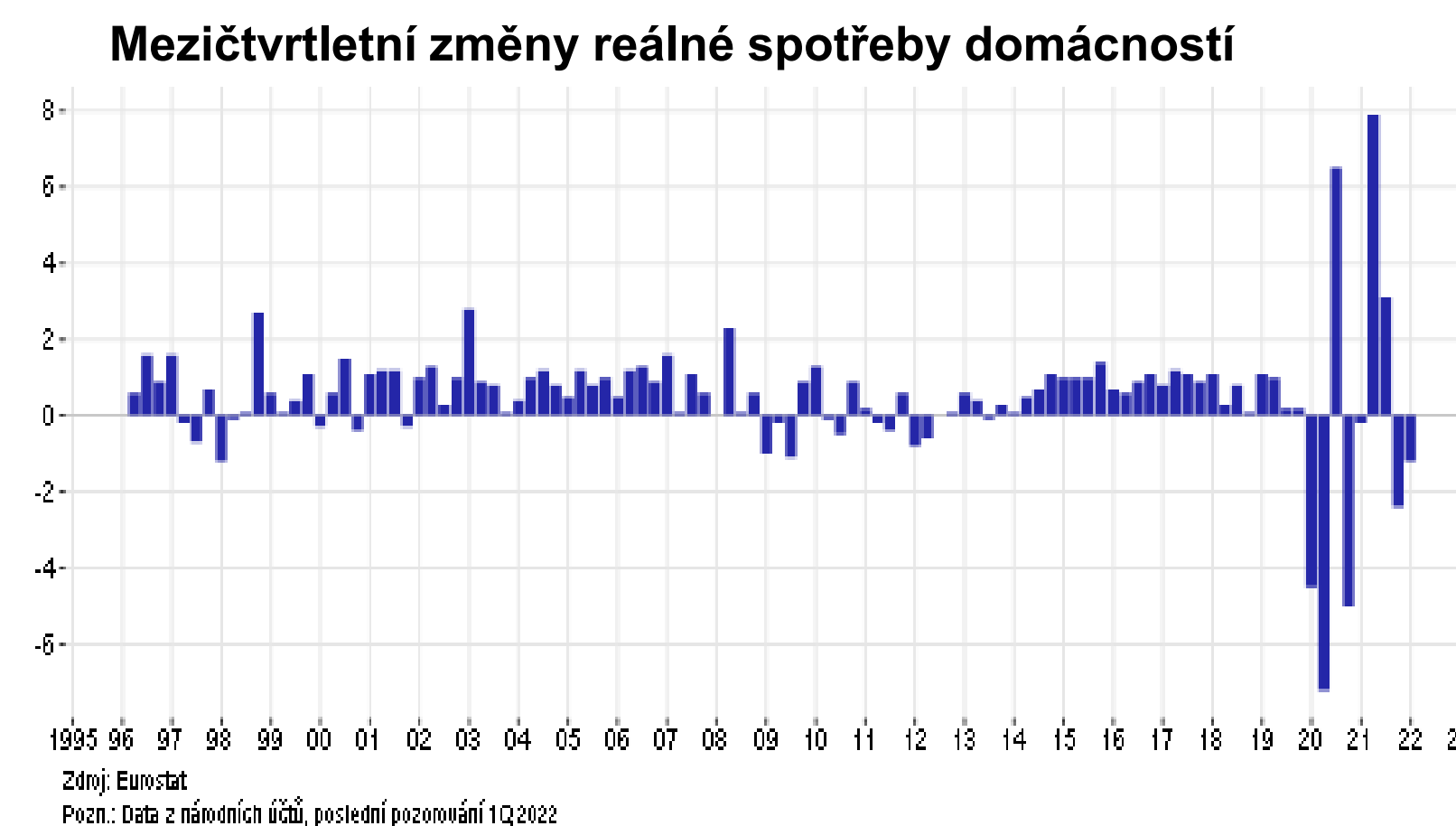
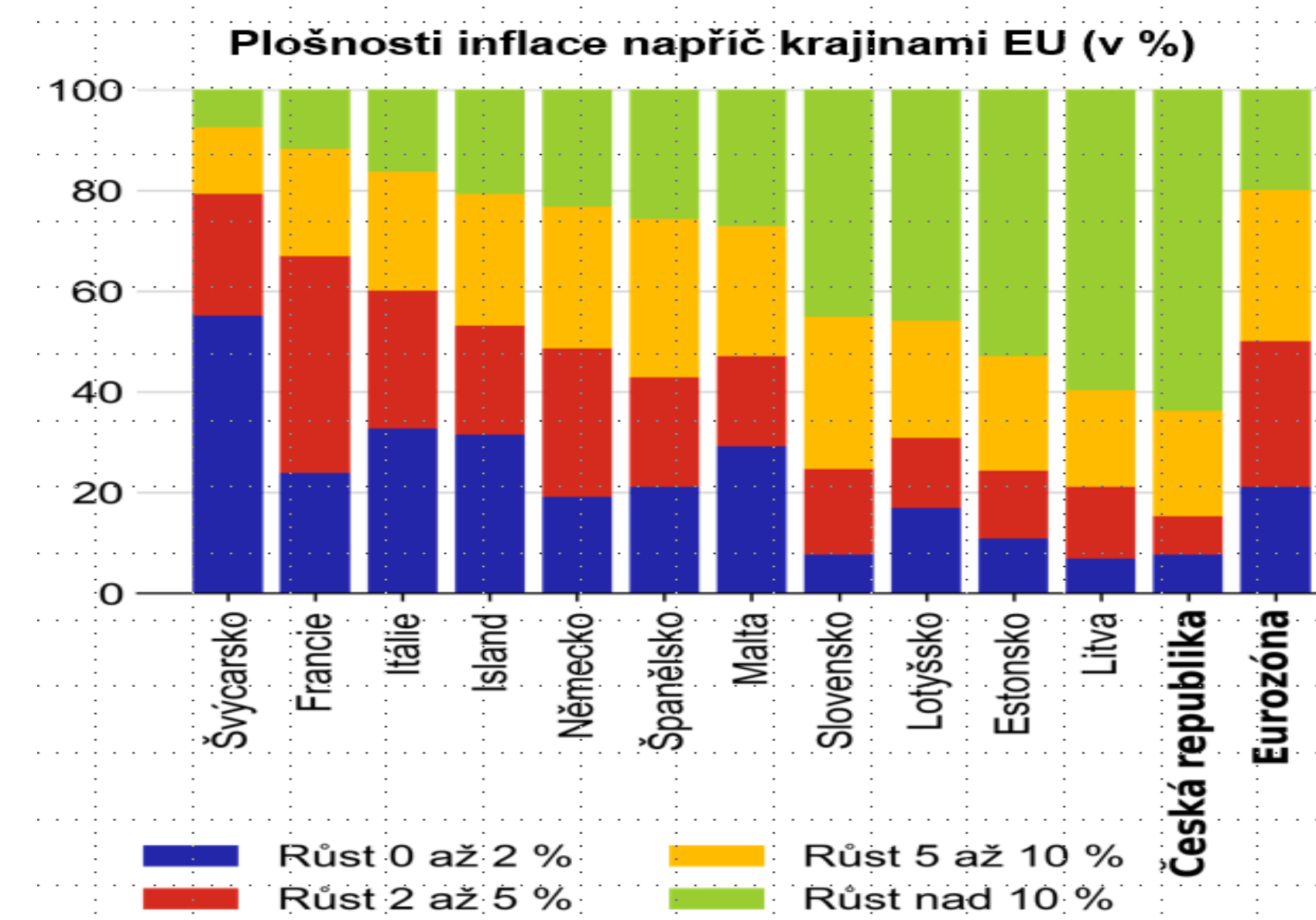
- V r. 2020 protipandemická opatření si vyžádala rozsáhlou fiskální podporu ve všech zemích EU
- Dočasné pozastavení pravidel Paktu stability a růstu
- V r. 2021 pouze některé země usilovaly o konsolidaci nadměrných deficitů

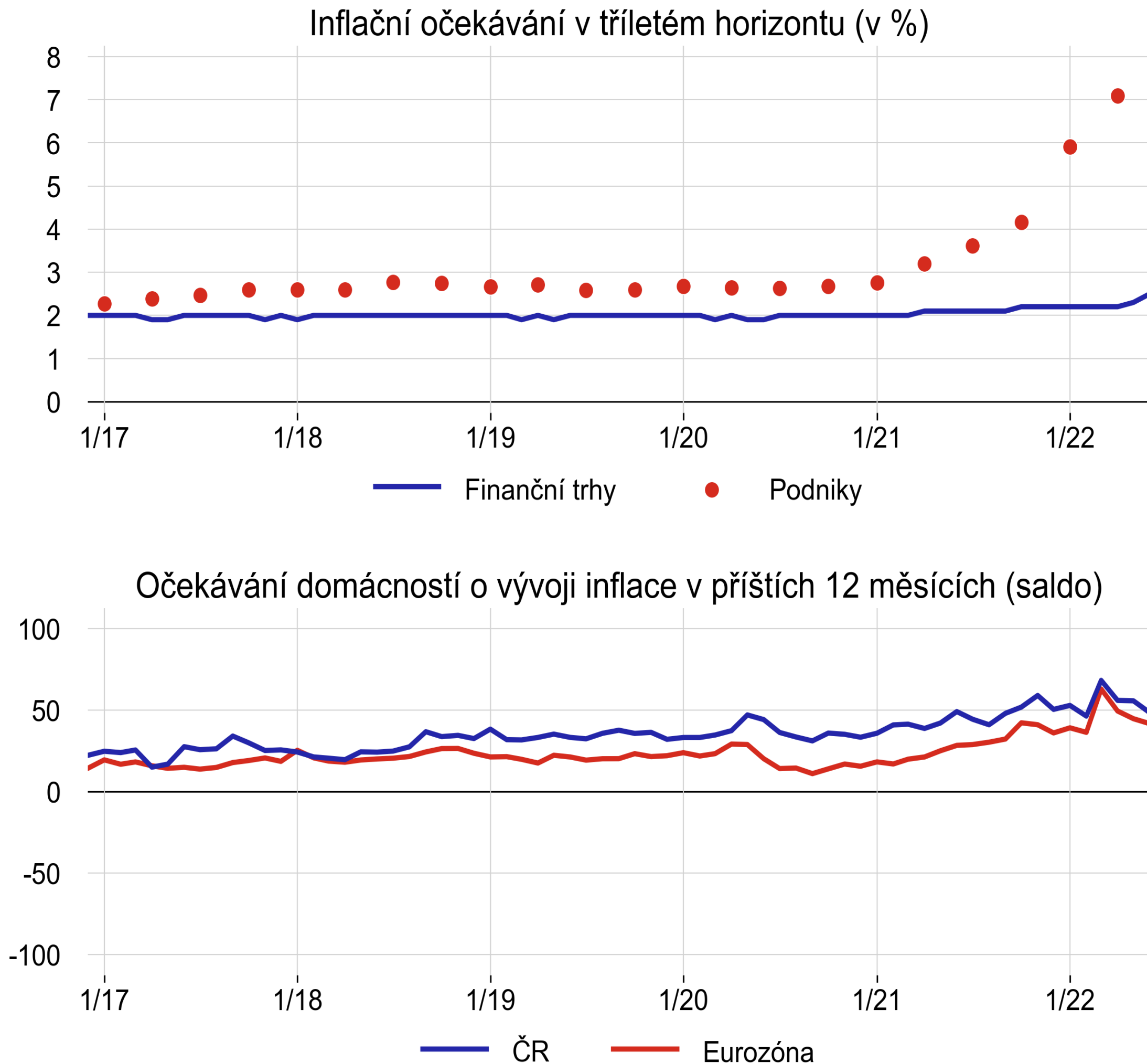
- Restriktivní dopad spojený s ukončováním podpůrných programů, které napomáhaly zotavování ekonomické aktivity, bude zčásti kompenzován dalšími opatřeními, např.:

- Pomoc domácnostem a firmám v souvislosti s prudkým zdražováním cen energií
- Zvýšení slevy na poplatníka u daně z příjmů FO
- Nadstandardní lednová valorizace důchodů
- Výdaje na pomoc uprchlíkům z Ukrajiny
- Dočasné snížení spotřební daně na naftu a benzín, snížení silniční daně
- Jednorázový příspěvek 5000 Kč na děti domácností s ročním příjmem do 1 mil. Kč
- Debata o zastropování cen energií

Objasňování mezinárodních rozdílů v inflaci

- Rozdílná váha energií a potravin jako nejrychleji zdražujících položek spotřebního koše
- Rozdílné hospodářské politiky (energetická politika, typ kontraktů s dodavateli paliv, rychlost promítání burzovních cen pro domácnosti, snižování daní, cenové stropy aj.)
- Vysoká plošnost české inflace může signalizovat větší roli poptávkových tlaků
- Protiargument: slabá korelace mezi intenzitou zdražování a zvyšováním reálných výdajů (reálné výdaje českých domácností na zboží dlouhodobé spotřeby a služby se v 1Q stále nedostaly na předkovidovou úroveň, reálný mezičtvrtletní pokles v posledních dvou čtvrtletích)
- Postkovidový cenový efekt: snaha firem o kompenzaci ušlých zisků přenášením rostoucích nákladů na zákazníka a ochota spotřebitelů akceptovat zvýšené ceny díky pozdržené poptávce a napjatému trhu práce
- Statistický efekt nižší cenové základy: zdražení o 1 € dává vyšší procentuální číslo inflace, je-li výchozí cena 5 € (20 %) než 10 € (10 %)

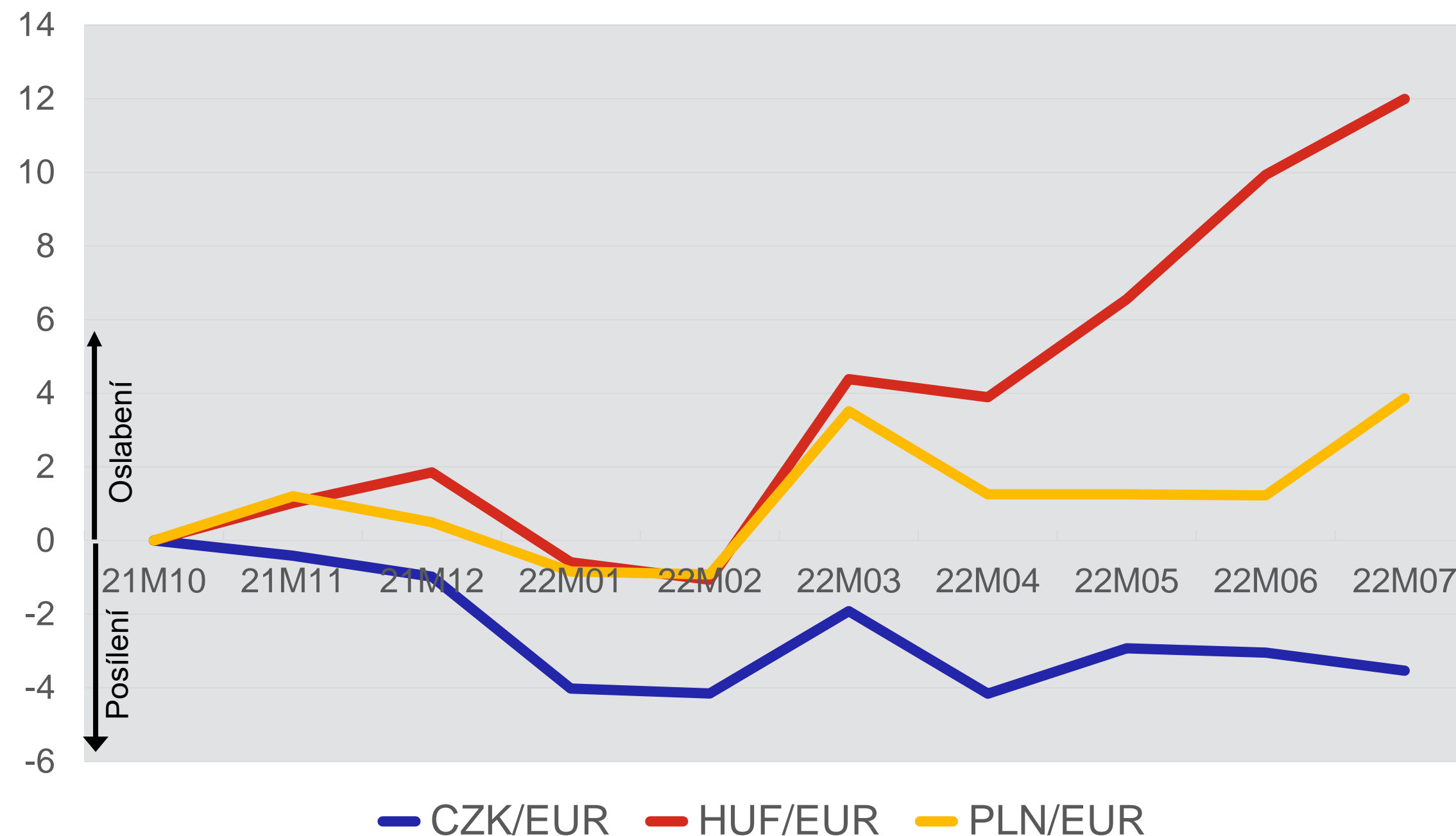




- Ukotvenost inflačních očekávání zajišťuje, že šoky do inflace mají tendenci relativně rychle vymizet. Pokud však inflační očekávání nejsou dostatečně ukotvena, větší cenové šoky mohou způsobit rychlé, výrazné a navíc persistentní efekty do inflace.
- Inflační očekávání v tříletém horizontu u nefinančních podniků takřka exponenciálně narůstají, v průměru očekávají za tři roky cenový růst v tempu přes 7 %.
- Analytici v tříletém horizontu očekávají inflaci ve výši 2,5 %, tedy nad cílem ČNB.
- Inflační očekávání domácností v ČR i v eurozóně zůstávají vysoká.

Měnový kurz a devizové intervence

Eurové kurzy středoevropských měn



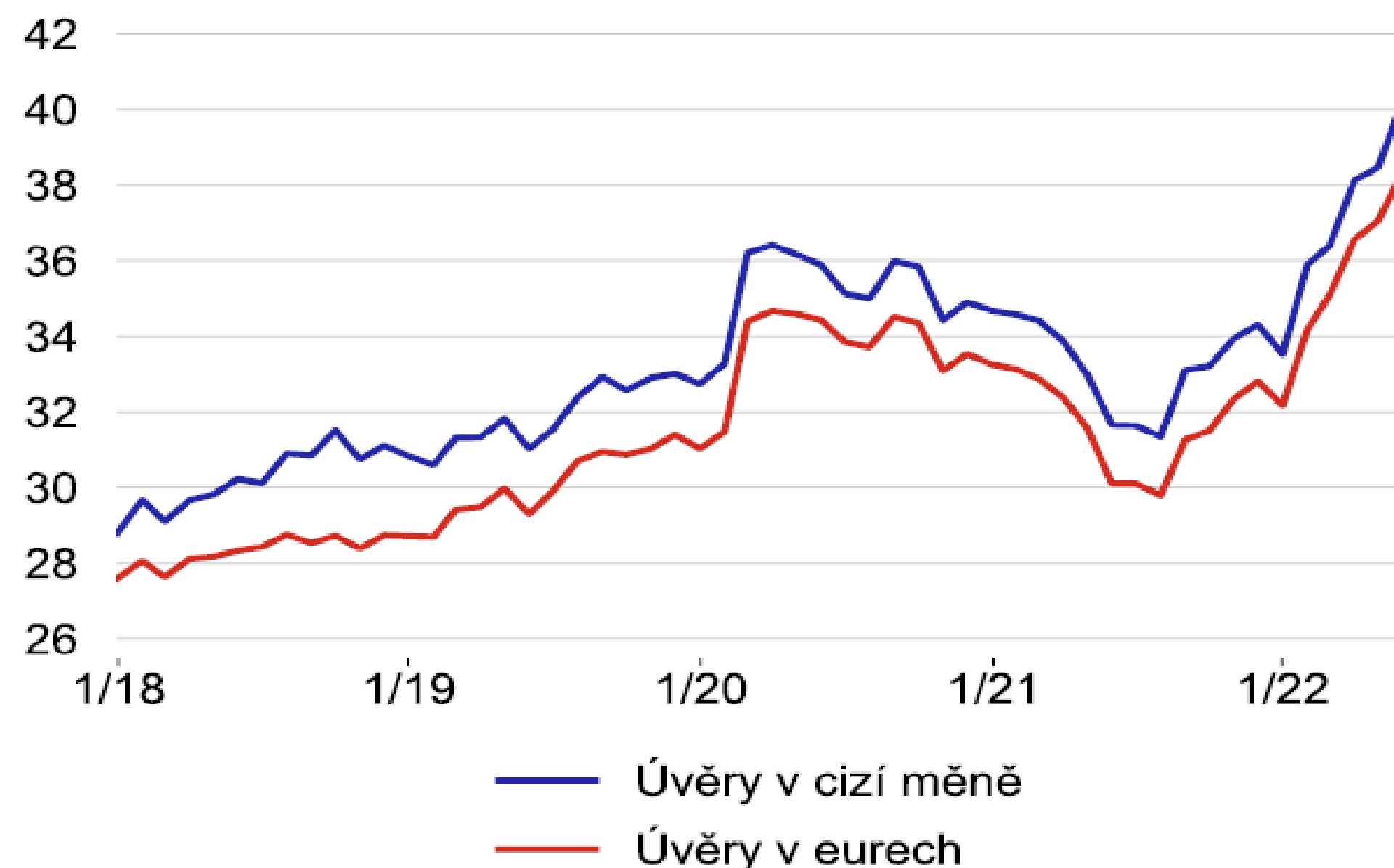
Pramen: Eurostat (měsíční data, průměr za období, procentní změna vůči říjnu 2021)

- Kurzový vývoj je pod silným vlivem globálních faktorů (očekávané zvyšování sazeb v USA a Eurozóně, válka na Ukrajině)
- Devizové intervence:
 - Protiinflační nástroj (slabá koruna zdražuje dovozy)
 - Riziko devalvačně-inflační spirály (obnovování cenové konkurenceschopnosti slabším kurzem)
 - Potlačování nadměrné kolísavosti z důvodu přestřelování kapitálových toků (stabilita vs. razantní zvyšování sazeb)
 - Vysoké rezervy z doby kurzového závazku (160 mld. EUR, 60 % nominálního HDP)
 - Omezená intervenční kapacita při intervenování proti oslabování kurzu
 - Objem měsíčních intervencí oznamován se 40 denním zpožděním (květen-červen 10,5 mld. EUR)

Euroizace podnikového sektoru

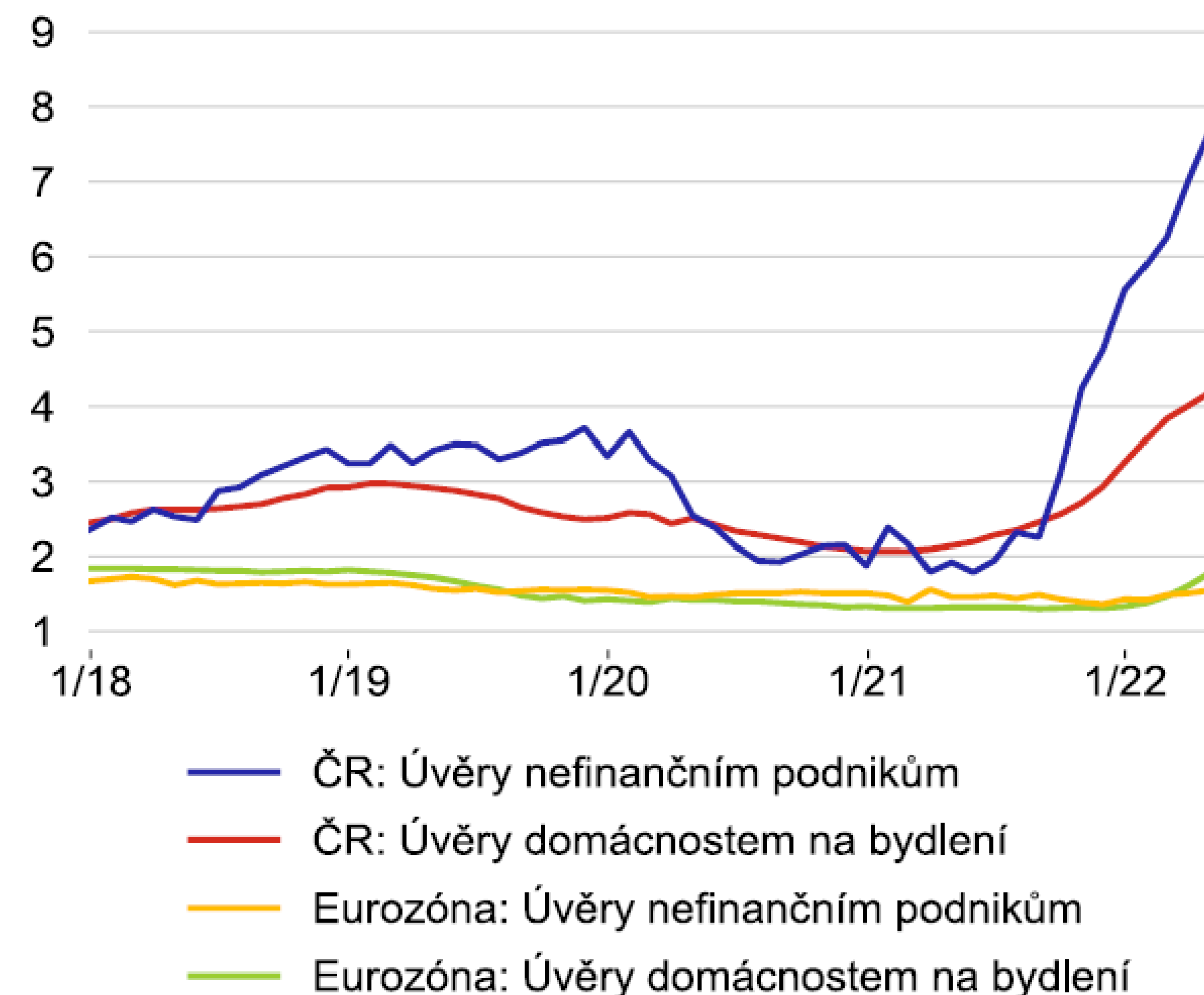
Podíl úvěrů v cizí měně na celkových úvěrech

nefinanční podniky, v %



Klientské úrokové sazby z úvěrů v ČR a eurozóně

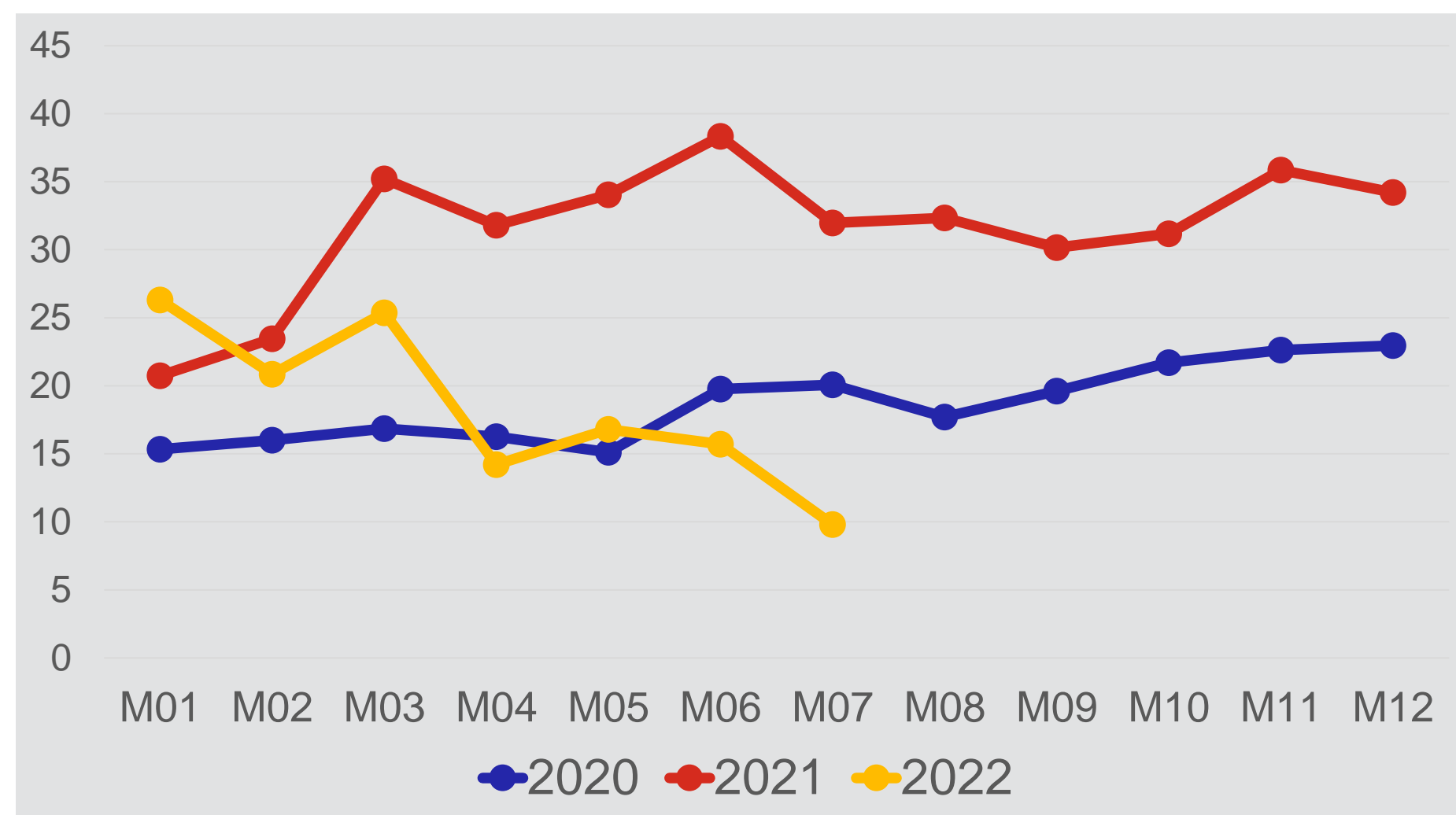
celkové náklady úvěrů vyjádřené ukazatelem *cost of borrowing*, v %



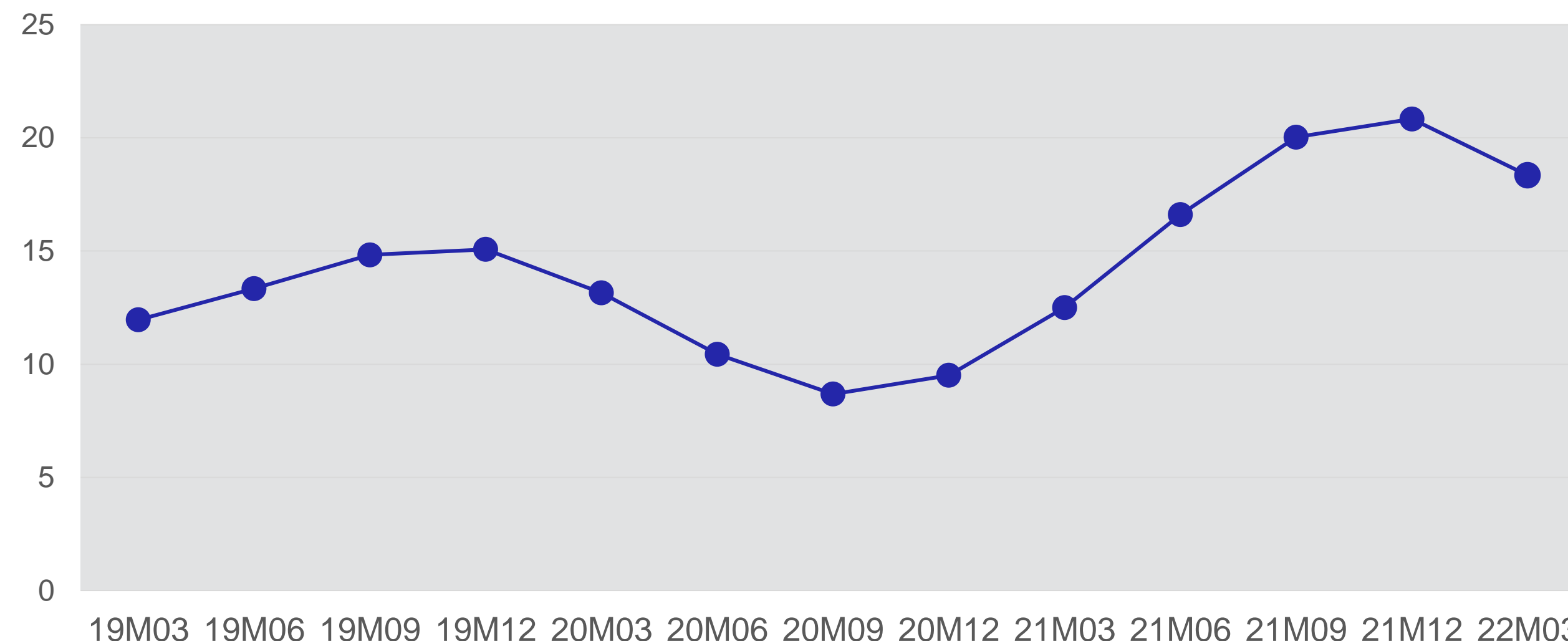
- Vysoký úrokový diferenciál mezi CZK a EUR motivuje firmy k eurovým výpůjčkám (oslabování účinnosti měnové politiky)
- Banky přistupují obezřetně k poskytování cizoměnových úvěrů (přirozený hedging)
- Podíl cizoměnových půjček domácnostem zůstává zanedbatelný (méně než 0,2 %)
- Připravovaná novela Zákona o účetnictví umožní firmám platit daň z příjmu právnických osob v eurech

Hypoteční trh

Nové hypotéky (bez refinancování, mld. Kč)



Index cen bytových nemovitostí (house price index)

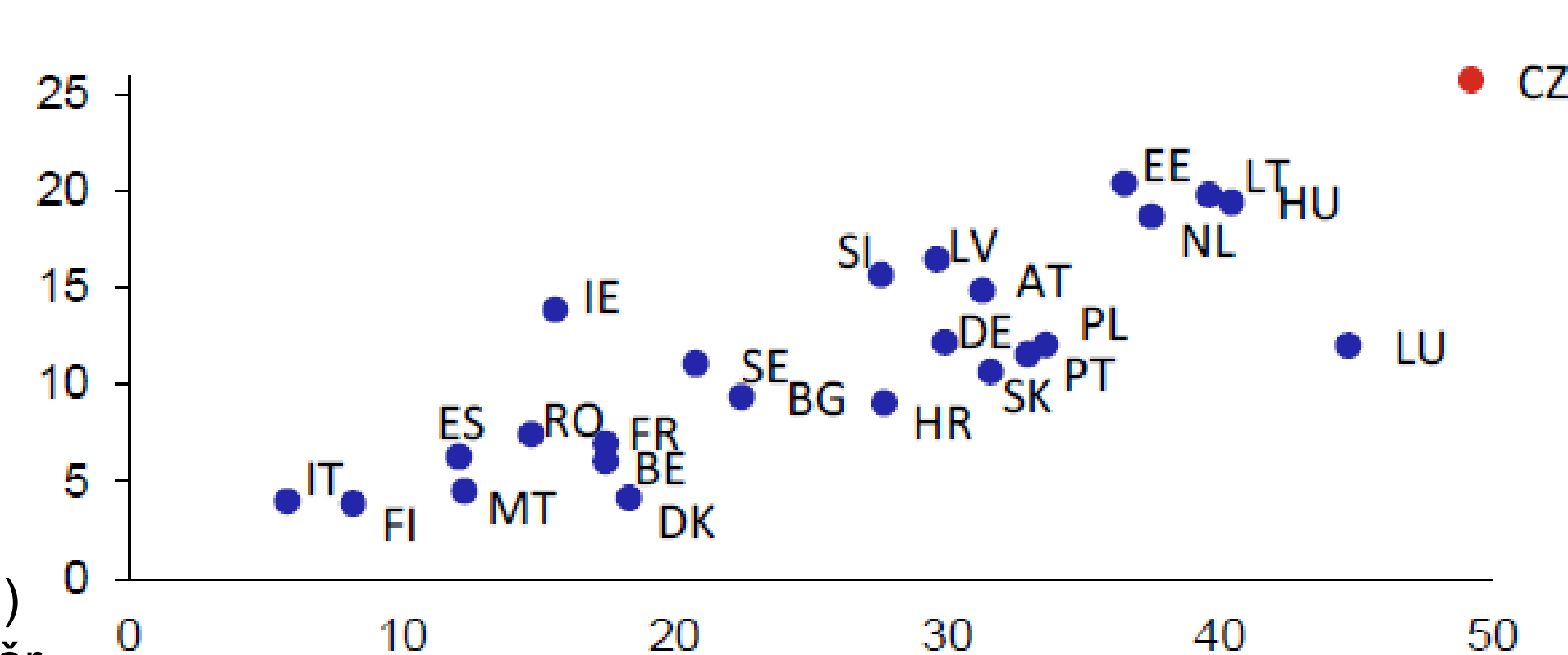


Pramen: Česká bankovní asociace – Hypomonitor CZK)

Pramen: Český statistický úřad

- Viditelné zchlazování hypotečního trhu
- Aktuální průměrná hypoteční sazba (červenec 2022) 5,4 %
- Nadále vysoké nadhodnocení (cca 40 %) cen nemovitostí ve vztahu k průměrnému důchodu domácností

Růst cen rezidenčních nemovitostí v zemích EU



Pramen: ČNB (% , konec 2021)
vodorovná osa: tříletý průměr
svislá osa: jednoletý průměr

- Nová zákonná pravomoc ČNB stanovovat úvěrové ukazatele (LTV, DSTI, DTI), doposud mohla dávat bankám pouze doporučení, která nebyla právně závazná
- Aktuální hodnoty úvěrových ukazatelů (platné od 1. dubna 2022)
 - Limit ukazatele LTV (poměr velikosti poskytnutého úvěru a hodnoty zastavené nemovitosti) snížen na 80 % (90 % pro žadatele mladší 36 let)
 - Limit ukazatele DSTI (poměr mezi celkovou výší měsíčních splátek dluhu žadatele o úvěr a jeho čistým měsíčním příjmem) činí 45 % (50 % pro žadatele mladší 36 let)
 - Limit ukazatele DTI (celkový dluh žadatele vyjádřený v násobcích jeho čistého ročního příjmu) činí 8,5 (9,5 pro žadatele mladší 36 let).
 - Poskytovatelé mohou na specifické případy aplikovat v běžném kalendářním čtvrtletí výjimku nepřekračující 5 % celkového objemu hypotečních úvěrů, které poskytli v předcházejícím kalendářním čtvrtletí

Děkuji za pozornost

