Ekonomický vývoj a ukončení kurzového závazku ČNB

Tomáš Holub
ředitel sekce měnové

Ekonomický seminář KB

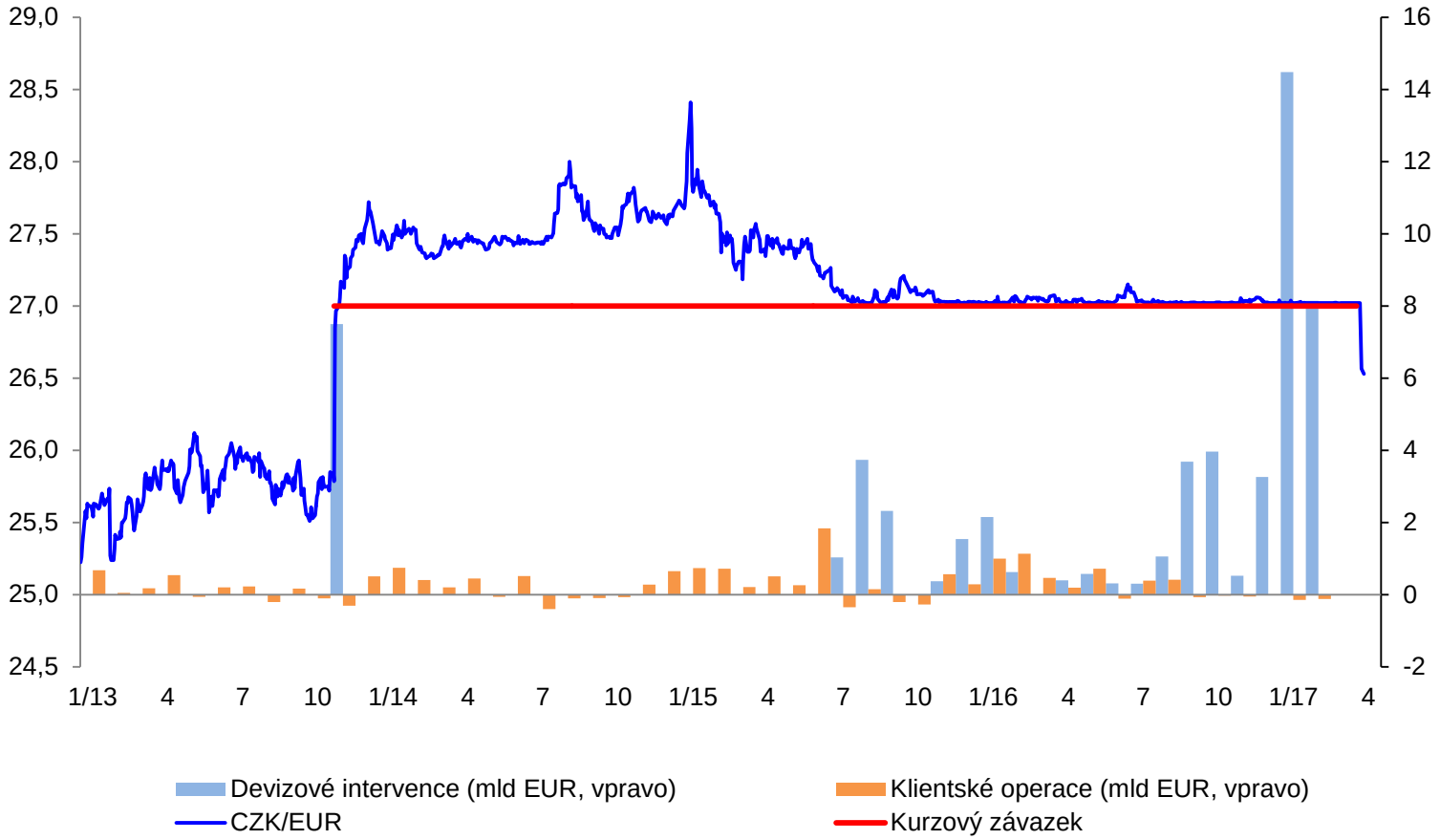
Praha, 12. dubna 2017

Obsah prezentace

- Opuštění kurzového závazku ČNB
- Aktuální ekonomický vývoj
- Makroekonomická prognóza ČNB a její dosavadní naplňování
- Shrnutí

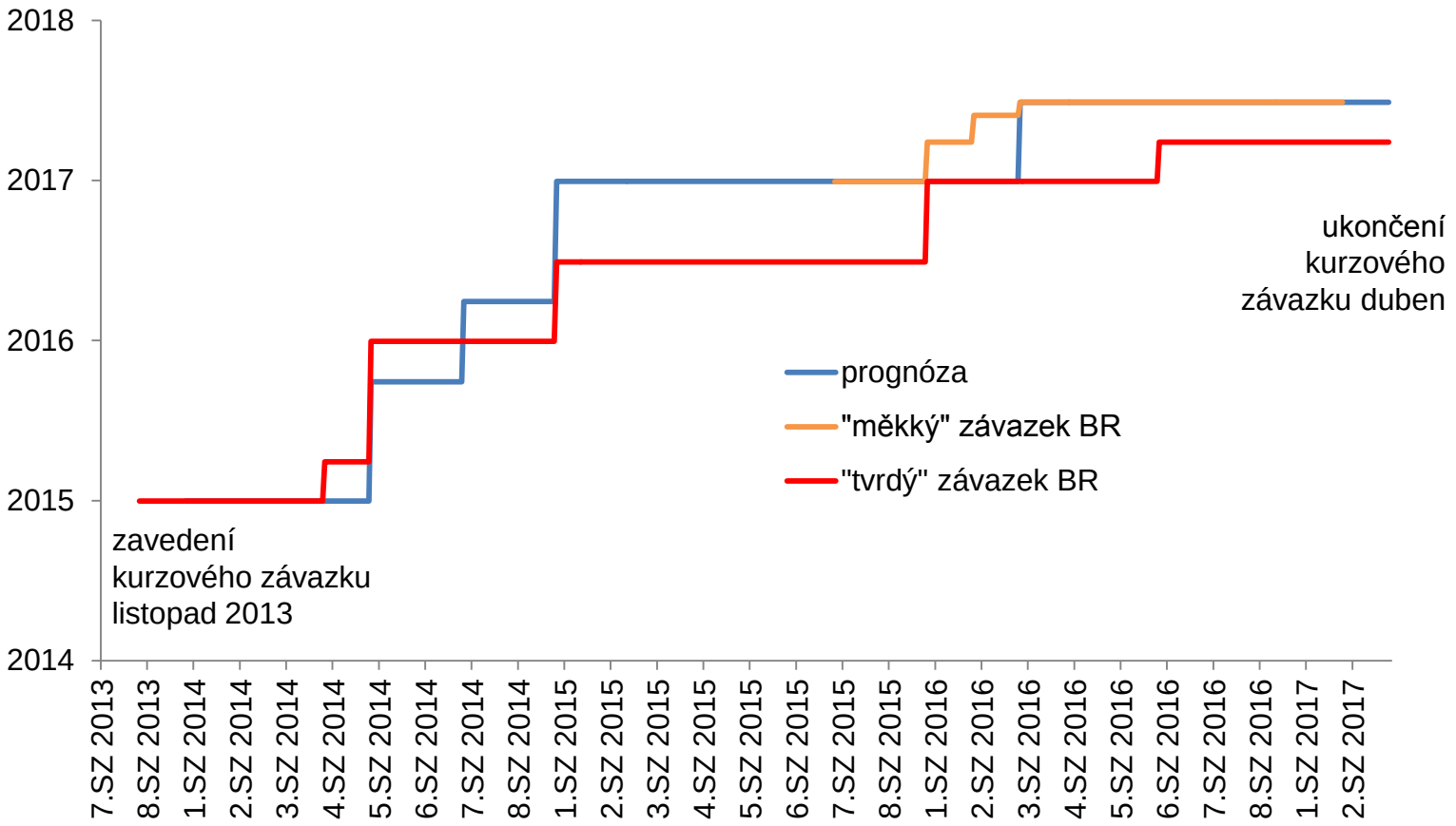
Opuštění kurzového závazku ČNB

Kurzový závazek ČNB, vývoj kurzu a intervencí



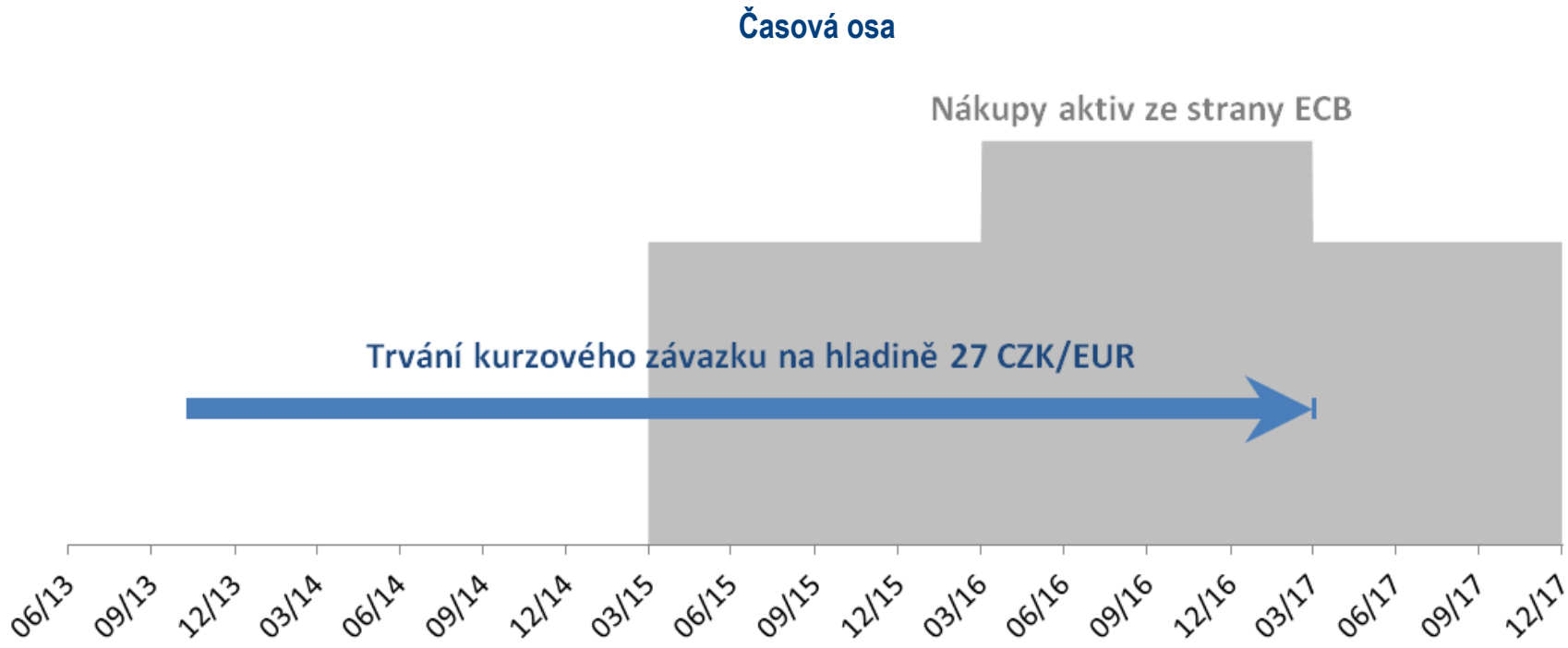
- Kurz se více než 1,5 roku nacházel nad úrovní 27 CZK/EUR bez intervencí ČNB.
- Počínaje červencem 2015 se pak kurz přimkl k hladině kurzového závazku.
- Došlo tak ke spuštění automatických intervencí, a to od července 2015 do února 2017 v celkovém objemu cca 48,5 mld. EUR.

Prodlužování kurzového závazku od r. 2013



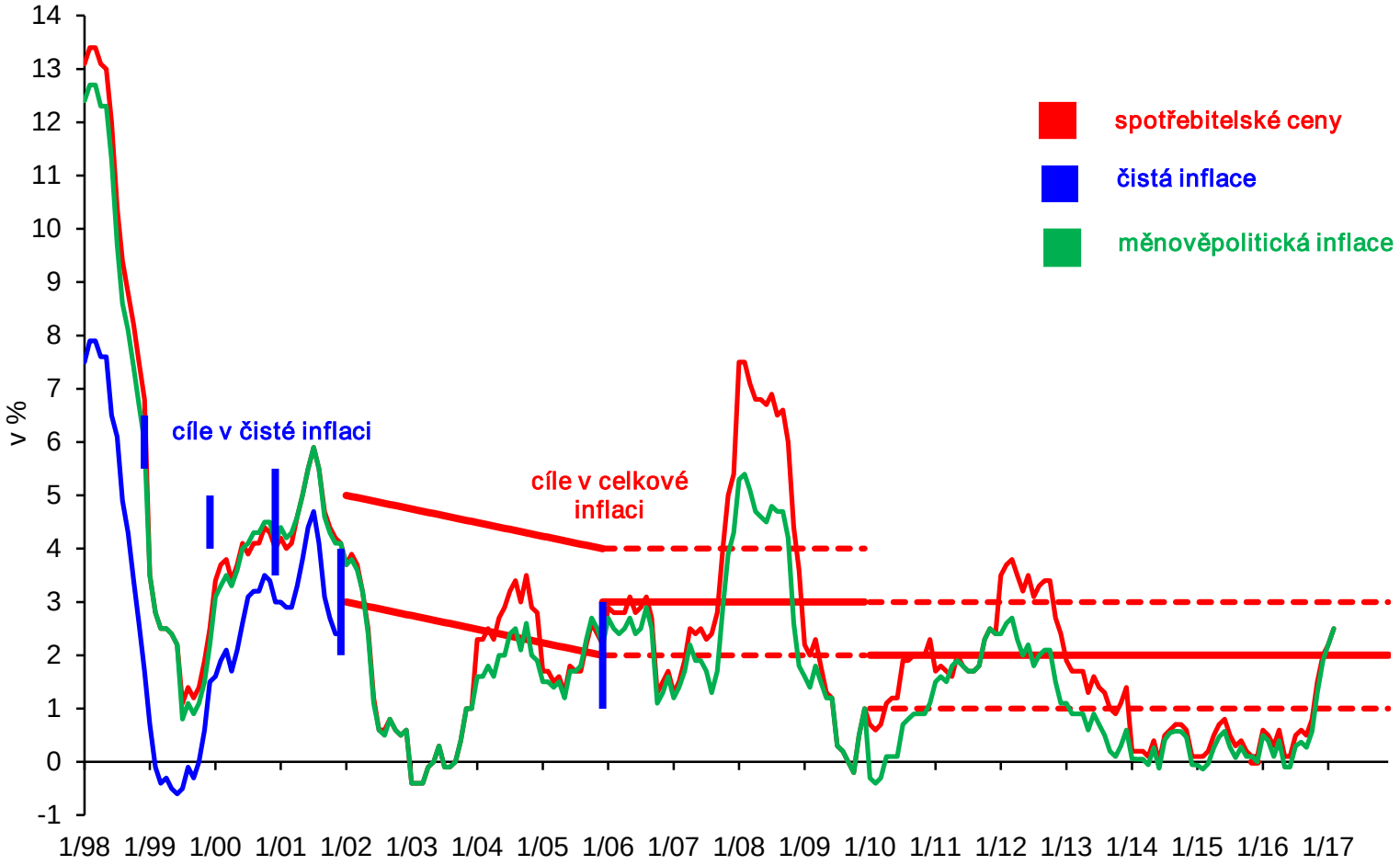
- Kurzový závazek trval podstatně déle, než bylo původně předpokládáno a veřejně avizováno. Příčinou byly zejména setrvalé deflační tlaky ze zahraničí.
- Komunikace načasování exitu byla nejen znakem transparence, ale i důležitým nástrojem ČNB.

Trvání kurzového závazku a QE ECB



- Závazek ČNB započal o 1½ roku před kvantitativním uvolňováním ECB a skončil minimálně o ¾ roku dříve, než skončí program ECB.
- Exit nastal způsobem odpovídajícím předchozí komunikaci ČNB: nebyl překvapivý, byl jednorázový (bez mezikroku) a transparentní.
- Jde o – doposud velmi hladký – návrat do standardně fungujícího režimu řízeně plovoucího kurzu.

Inflace ve srovnání s cíli ČNB



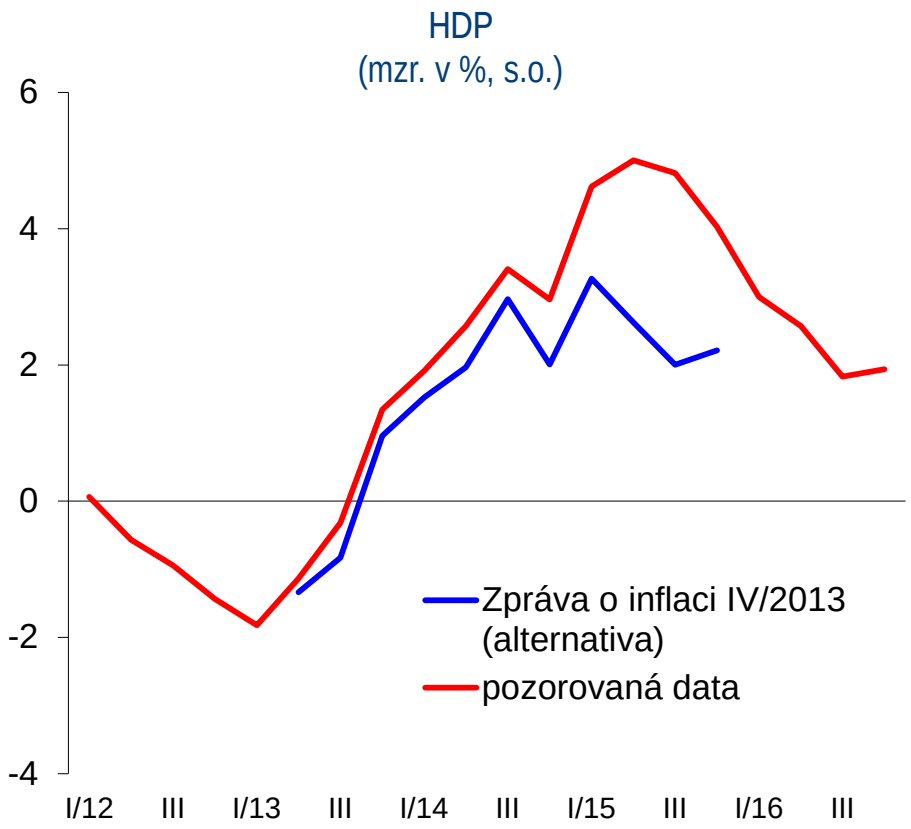
- V posledních měsících skončilo nejdelší období podstřelování inflačního cíle ČNB (které se navíc poprvé odehrávalo v kontextu nulových úrokových sazeb).
- Kurzový závazek odvrátil riziko deflace a přispěl k návratu inflace na cíl.

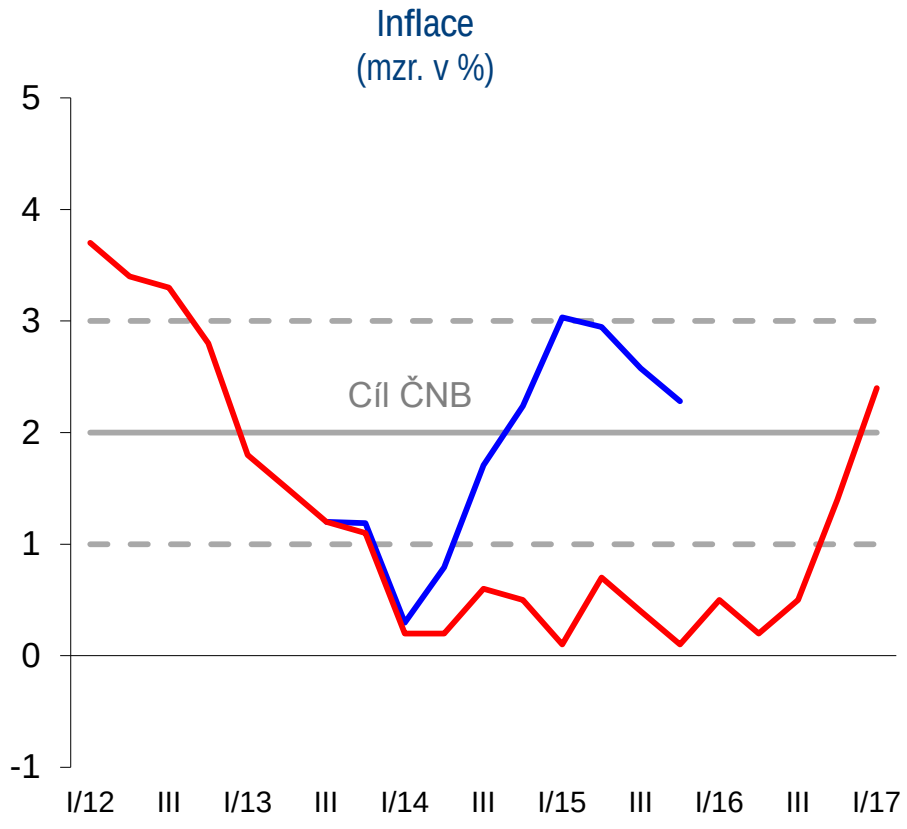
Situace ekonomiky na podzim 2013 a nyní

	meziročně v %			
	Dostupné k 7.11.2013		Dostupné k 30.3.2017	
Hrubý domácí produkt (s.o.) - průměrný růst	průměr 2012-2013	-0,6	průměr 2014-2015	3,7
Hrubý domácí produkt (s.o.)	II/13	-1,3	IV/16	1,9
Výdaje domácností na konečnou spotřebu (s.o.)	II/13	0,0	IV/16	2,9
Průmyslová produkce (s.o.)	9/13	1,8	1/17	4,2
Stavební produkce (s.o.)	9/13	-12,7	1/17	-1,9
Tržby v maloobchodě vč. motoristického segmentu (s.o.)	9/13	0,3	1/17	4,0
Index spotřebitelských cen	9/13	1,0	2/17	2,5
Měnově politická inflace	9/13	0,2	2/17	2,5
Ceny průmyslových výrobců	9/13	0,6	2/17	3,1
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let (s.o., v %)	III/13	7,0	IV/16	3,7
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS (s.o.)	III/13	0,7	IV/16	2,2
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS (s.o.), počet osob	III/13	4937 tis.	IV/16	5173 tis.
Počet volných pracovních míst (s.o.)	9/13	39 tis.	2/17	143,1 tis.
Průměrná nominální mzda	II/13	1,2	IV/16	4,2
Hrubý provozní přebytek nefinančních podniků	II/13	1,3	IV/16	8,6
Souhrnný indikátor důvěry (index)	10/13	88,9	3/17	96,6

- Oproti listopadu 2013 se zlepšily všechny klíčové ukazatele ekonomického vývoje (samozřejmě nejen s přispěním kurzového závazku).

HDP a inflace – **naplnění původních očekávání**

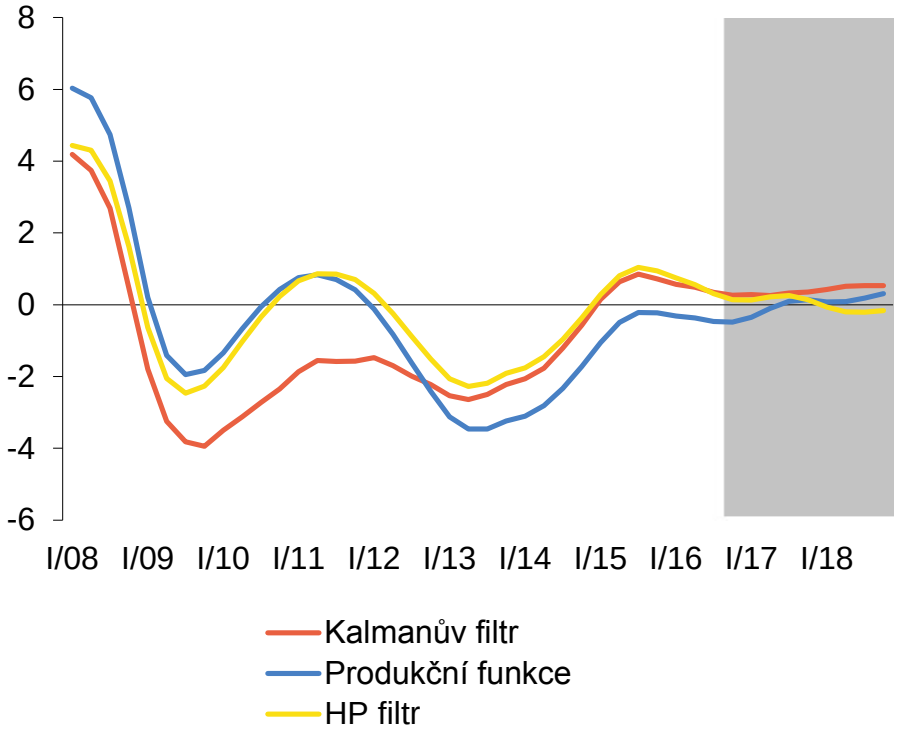




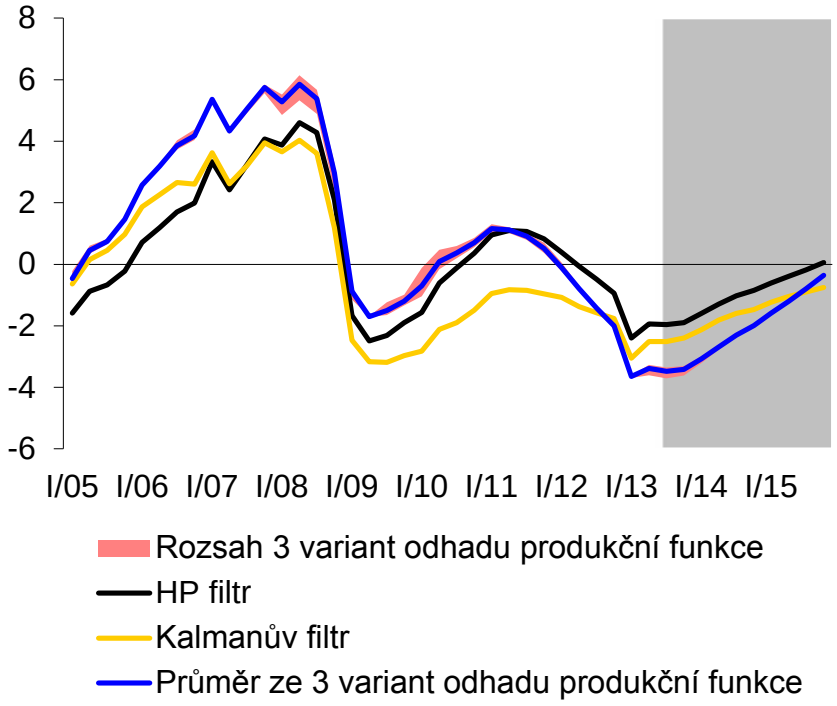
- Oživení ekonomické aktivity bylo oproti predikci z listopadu 2013 dokonce o něco rychlejší (v roce 2015 s výrazným přispěním dočerpávání EU fondů a příznivého nabídkového efektu propadu ceny ropy).
- Naproti tomu inflace se dostala do horní poloviny tolerančního pásma cíle o dva roky později vlivem protiinflačního vývoje v zahraničí.

Mezera výstupu

Aktuální odhad
(v % potenciálního produktu)

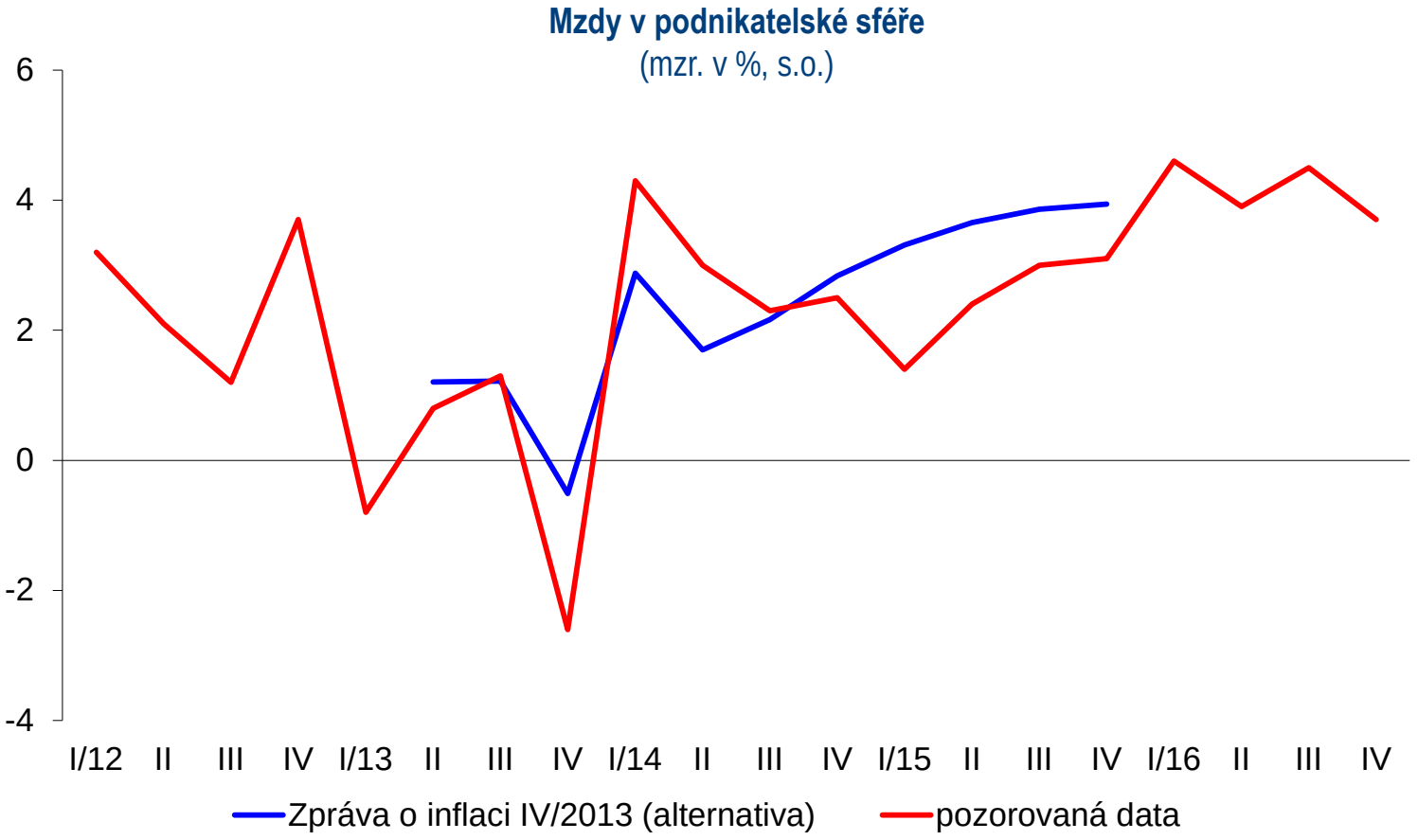


Historická retrospektiva z listopadu 2013
(scénář záporných sazeb, v % potenciálního produktu)



- K návratu ekonomiky k plnému využití výrobních kapacit došlo o něco rychleji, než bylo v listopadu 2013 očekáváno.
- Kurzový závazek se v tomto ohledu ukázal být účinný (resp. ještě účinnější než hypoteticky záporné sazby; jakkoli pomohl i silný impuls z EU fondů v r. 2015).

Mzdy – **naplnění původních očekávání**

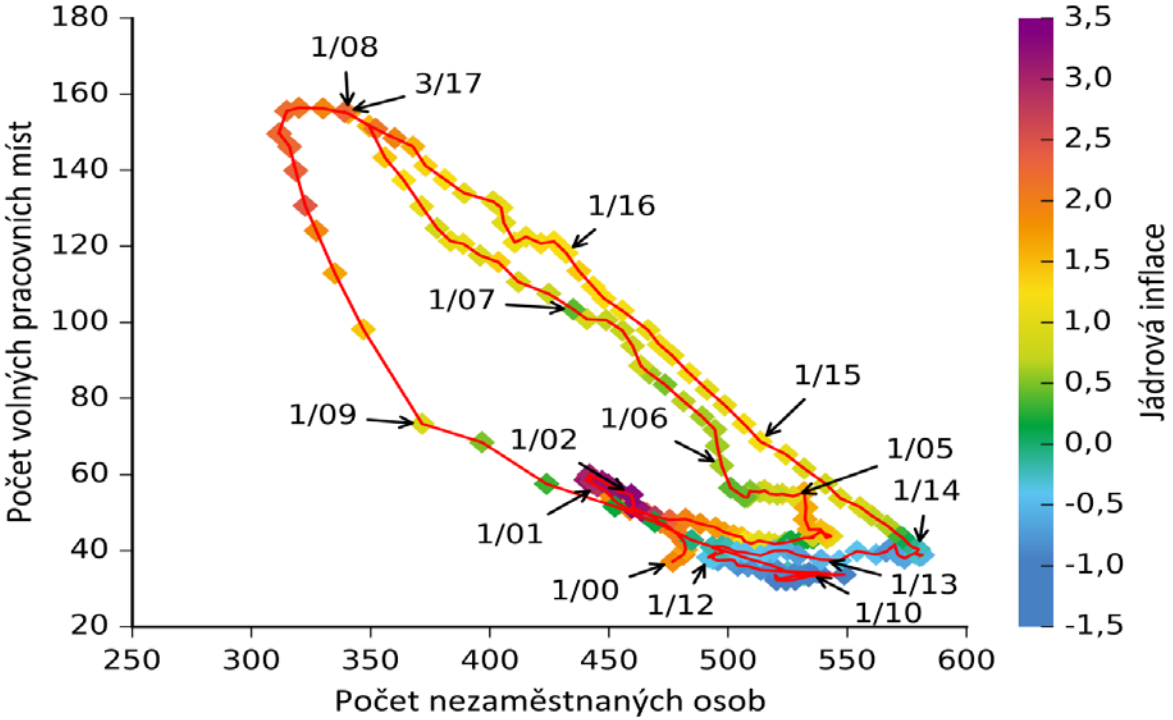


- Oživení mezd v soukromém sektoru v zásadě – tj. až na dočasné výkyvy – odpovídalo očekáváním ČNB z listopadu 2013 (zatímco pokles míry nezaměstnanosti byl o hodně rychlejší).

Trh práce a jeho vliv na vývoj inflace

Beveridgeova **křivka**

(počty v tisících, sezonně očištěné údaje, u korigované inflace mzr. v %)

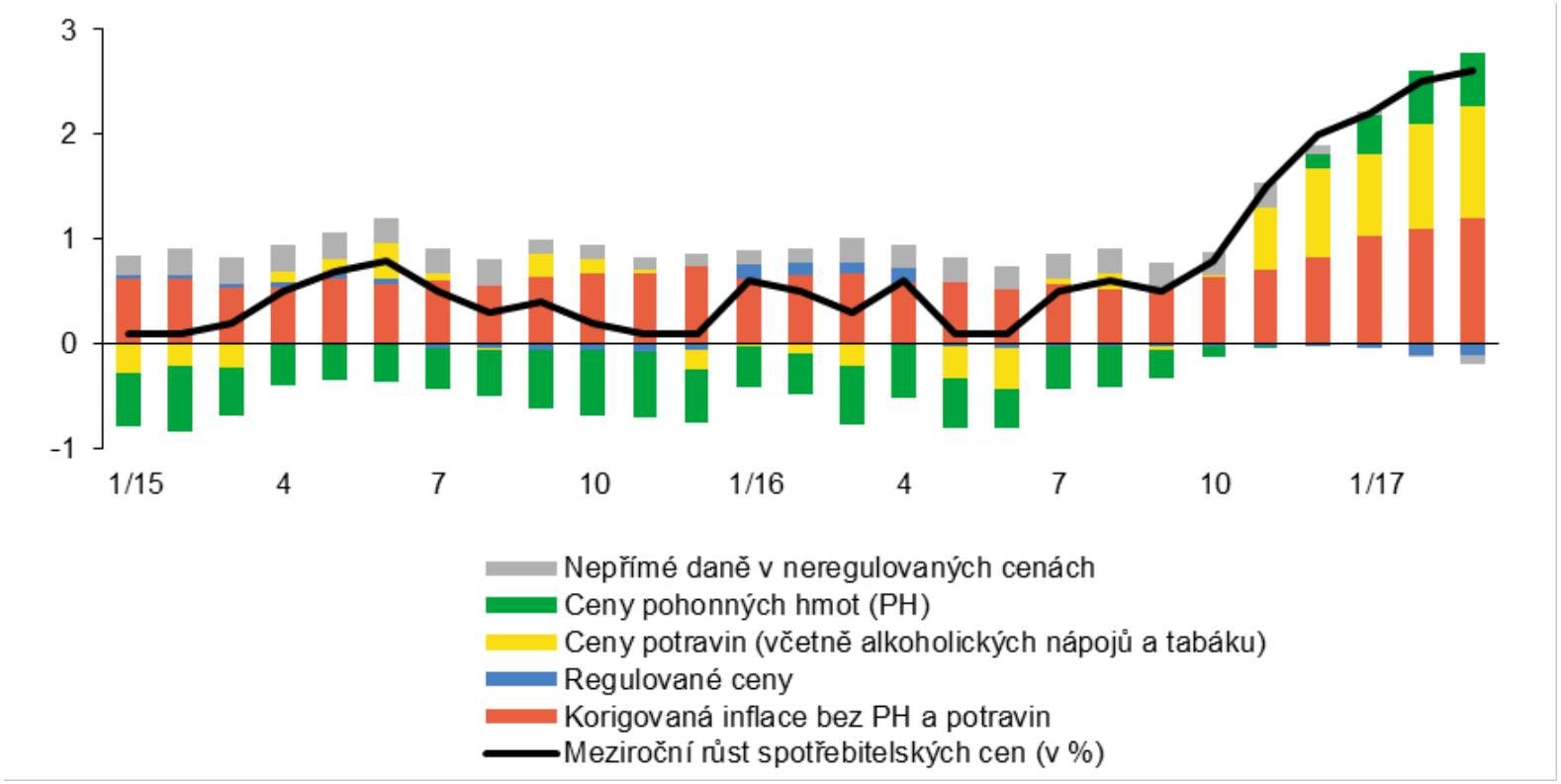


- Trh práce se z pohledu Beveridgovy křivky blíží situaci, v jaké byl na vrcholu minulého cyklu počátkem roku 2008. Počet nezaměstnaných osob výrazně klesl, počet volných pracovních míst dále roste.
- Tento vývoj na trhu práce přispívá k postupnému zvyšování mezd a návazně jádrové inflace. Tzv. Phillipsova křivka tedy v ČR zafungovala dobře.

Aktuální ekonomický vývoj

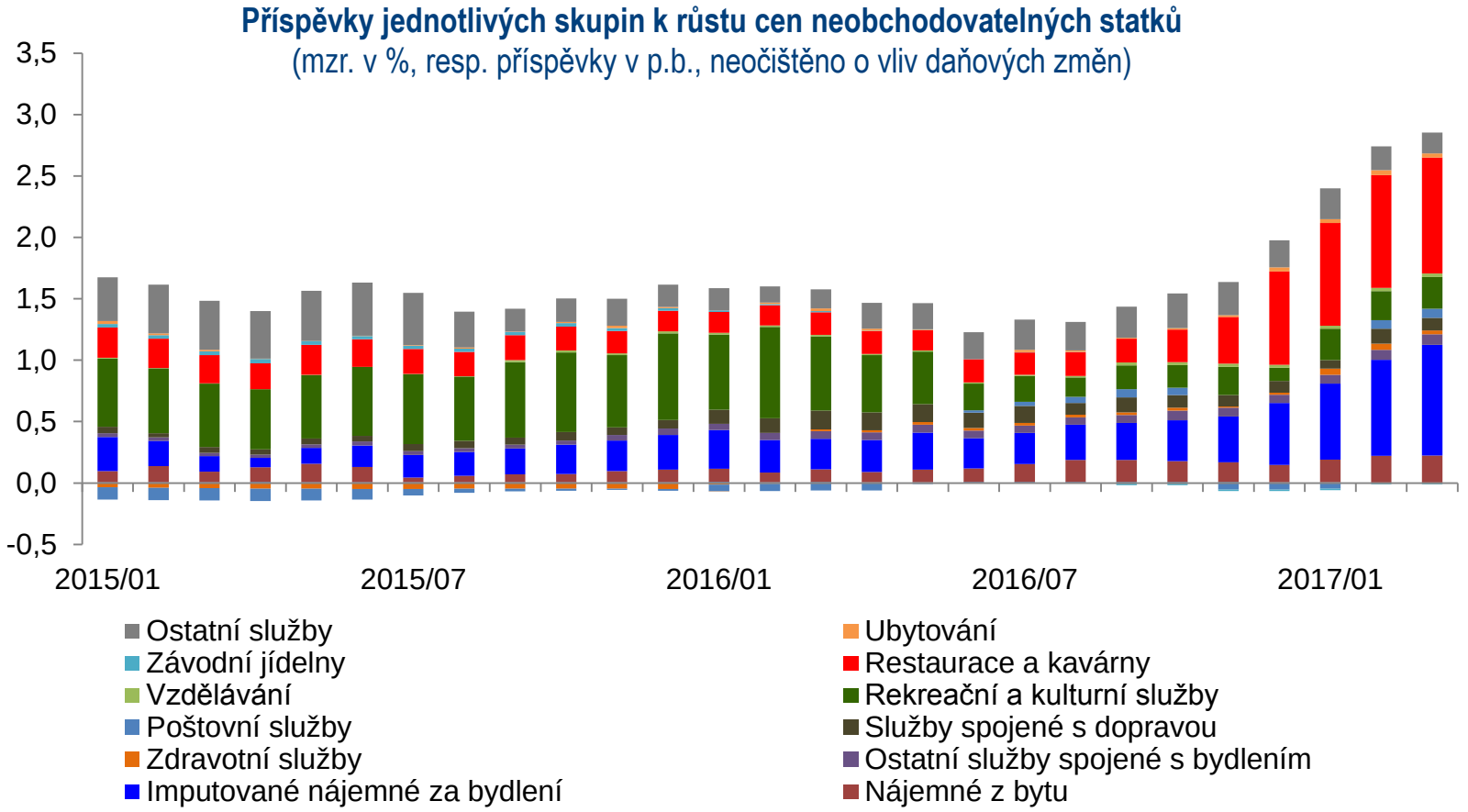
Vývoj inflace

(meziročně v %, příspěvky v p.b.)



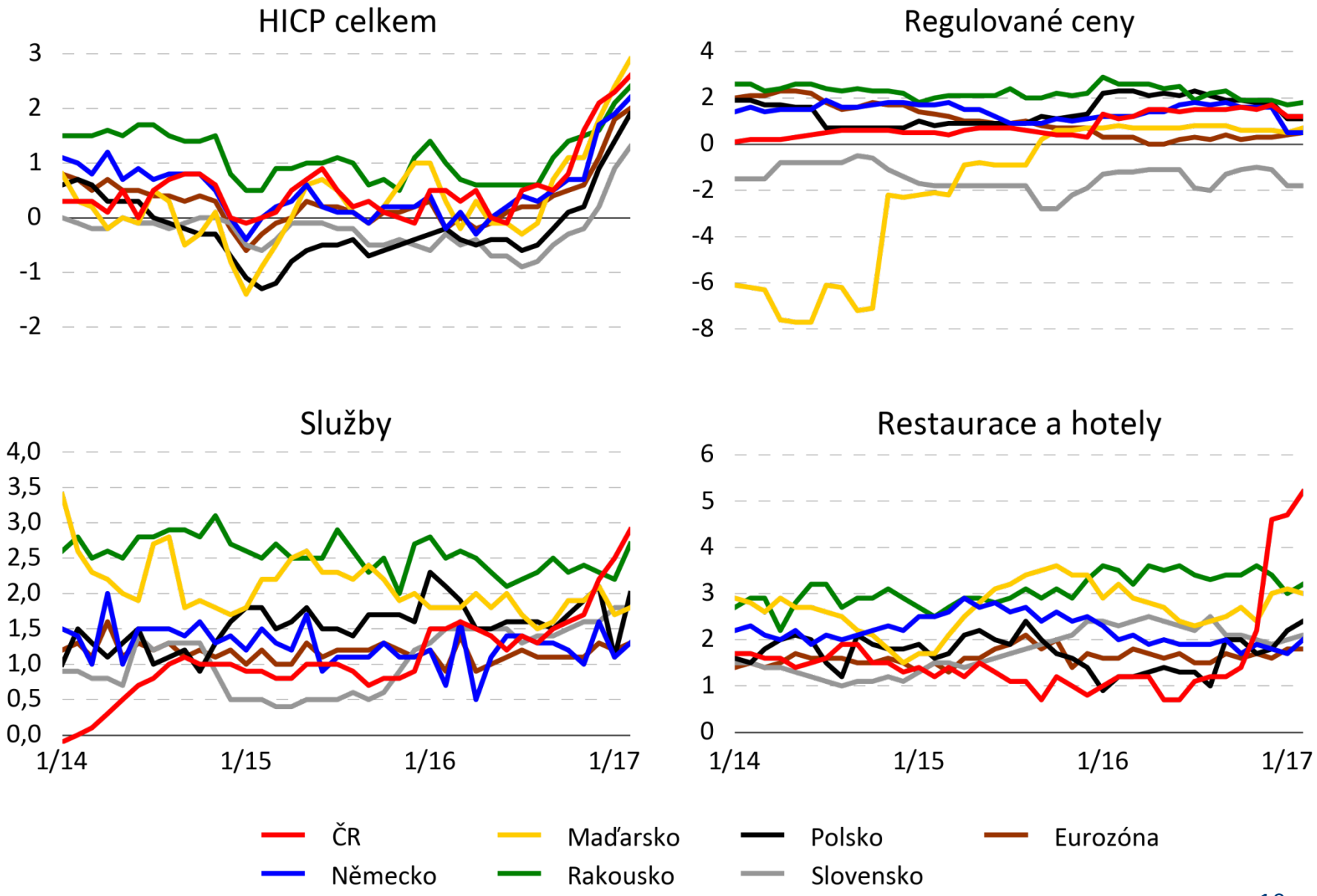
- Inflace se od počátku roku 2017 dostala nad 2% cíl ČNB.
- Ke zvýšení inflace přispělo nečekaně rychlé oživení růstu cen potravin spolu s nárůstem jádrové inflace.
- Dle očekávání došlo k překmitu cen pohonných hmot do meziročního růstu.

Faktory zrychlení jádrové inflace

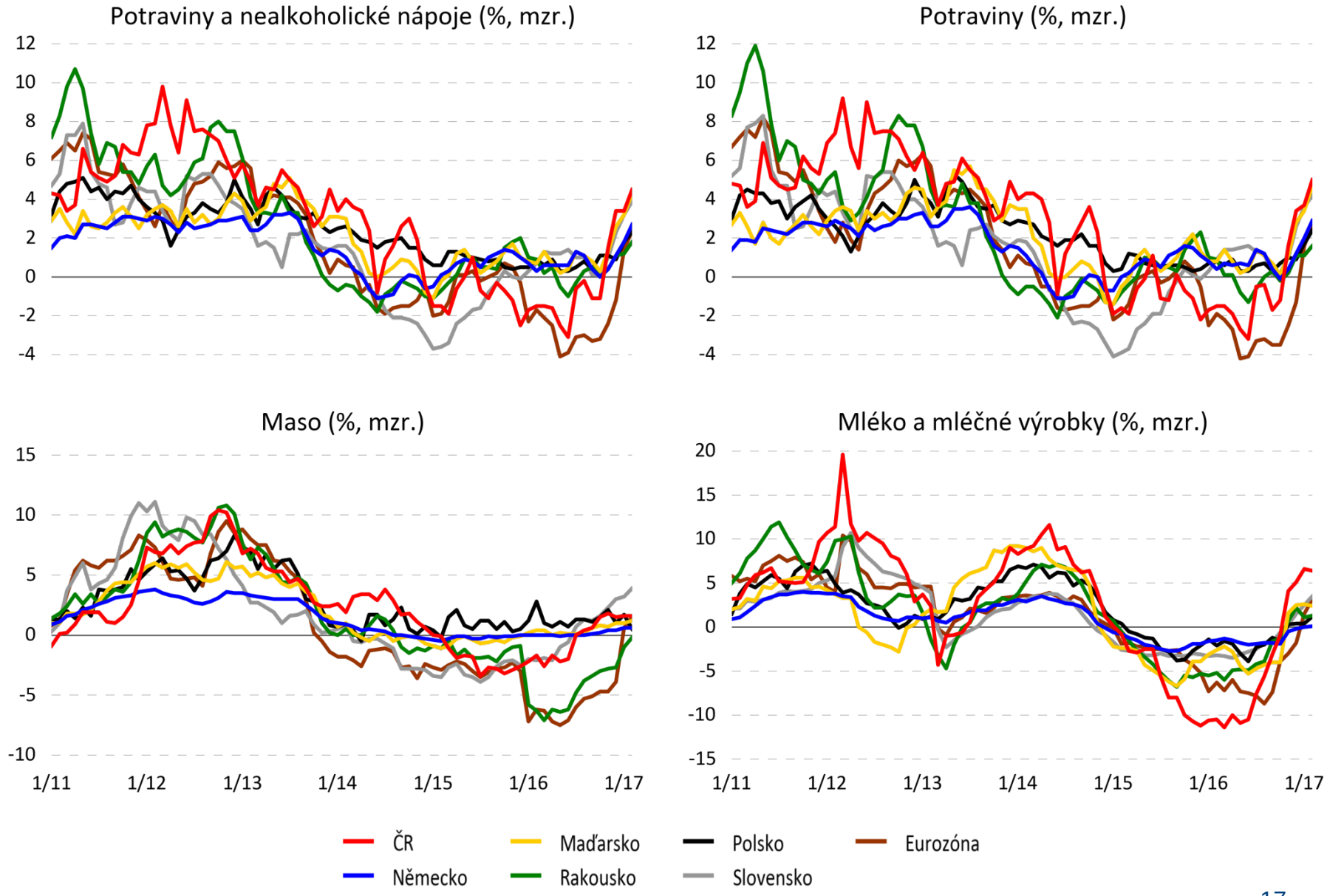


- K nečekaně rychlému zvýšení dochází u jádrové inflace a v jejím rámci u cen služeb.
- V odvětví restaurace a kavárny se projevil (zejm. koordinační) efekt EET.
- V imputovaném nájemném je vidět vliv růstu cen (nových) nemovitostí.

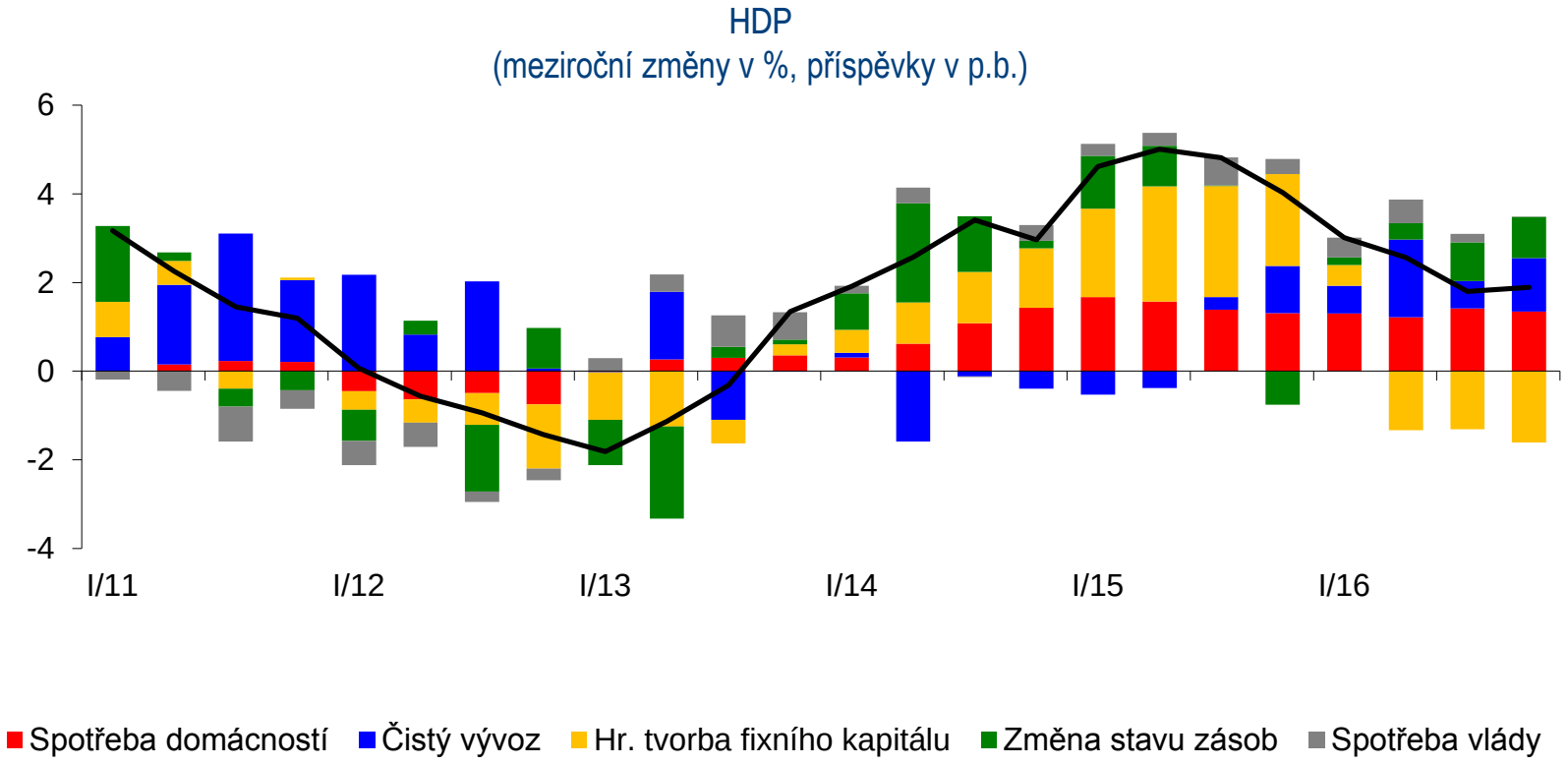
Inflace v ČR a okolních zemích (i)



Inflace v ČR a okolních zemích (ii)



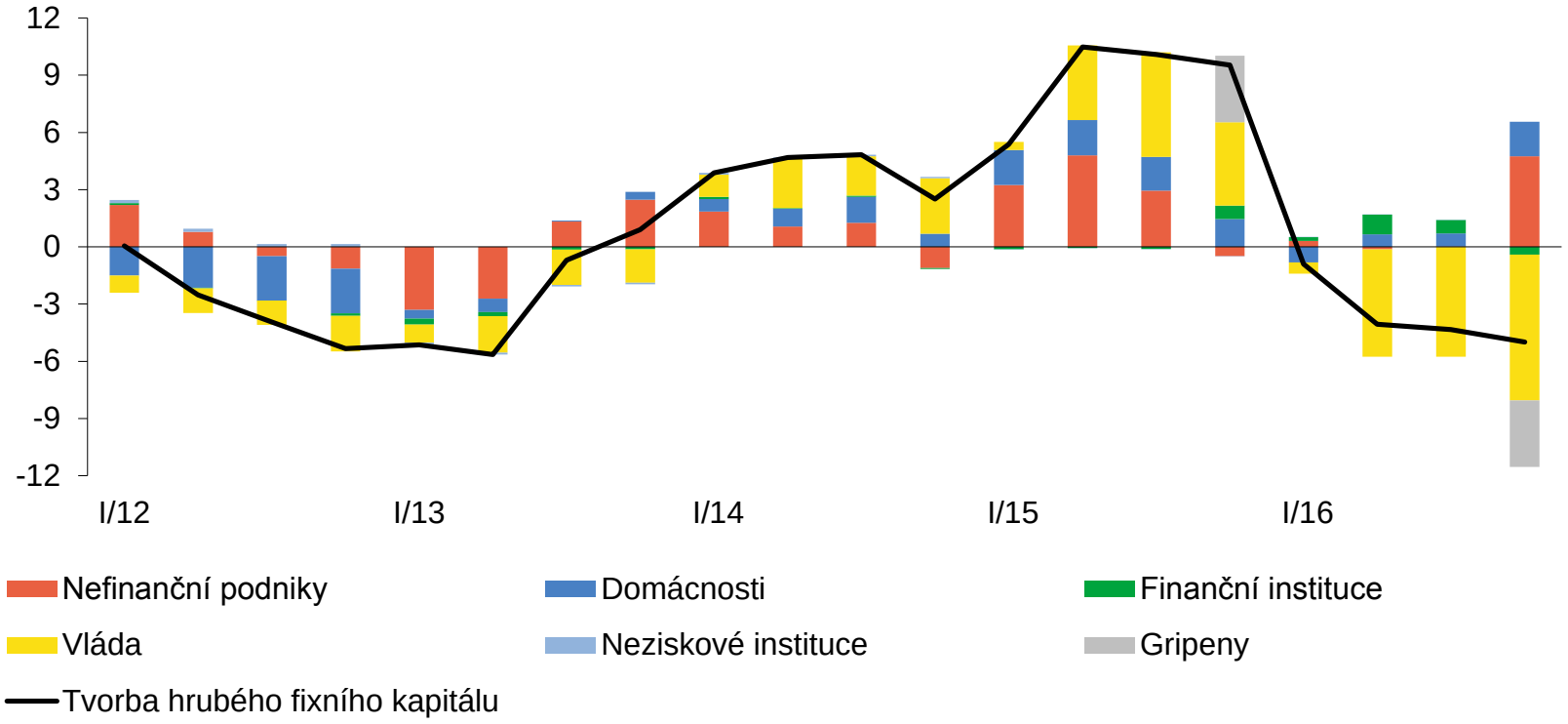
Ekonomický růst



- Růst HDP se ve druhém pololetí roku 2016 nacházel těsně pod 2 %.
- Stabilním tahounem růstu je spotřeba domácností.
- Příspěvek čistého vývozu byl rovněž kladný, avšak při viditelném zvolnění dynamiky vývozu i dovozu.
- Pokračoval znatelný pokles fixních investic.

Vývoj fixních investic podle sektorů

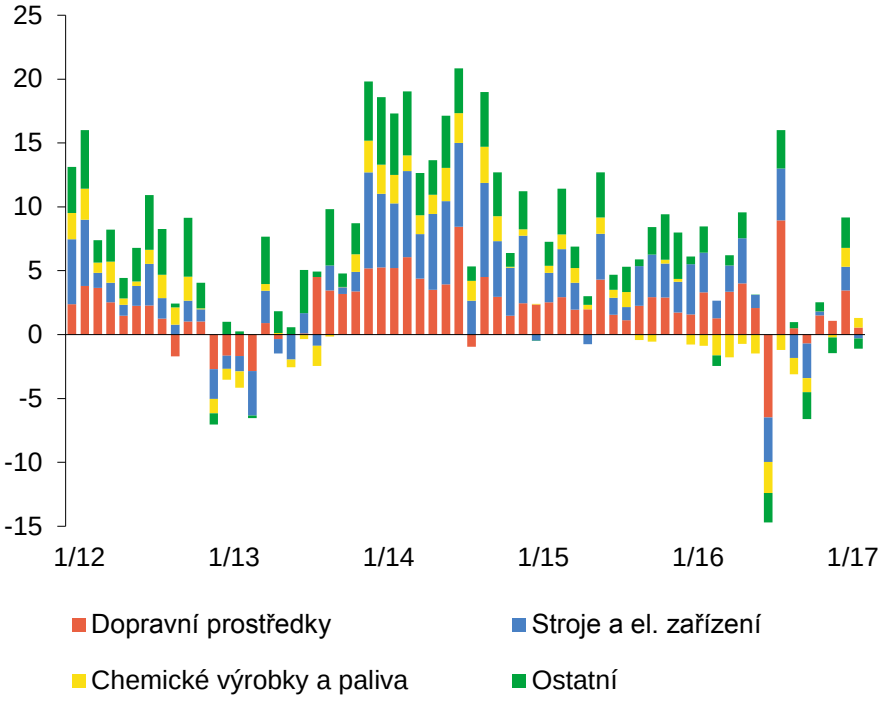
(meziroční změny v %, příspěvky v p.b.)



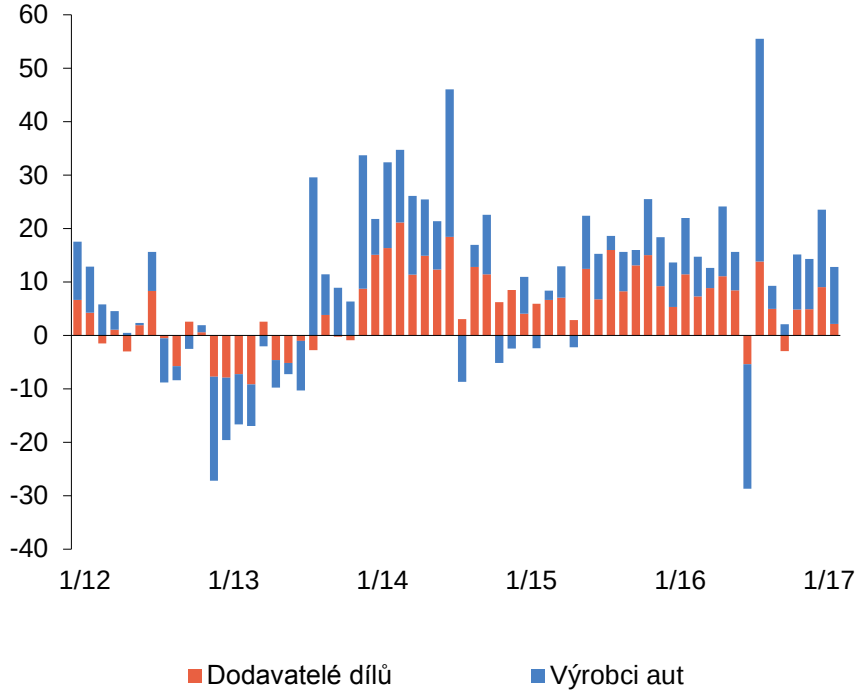
- K výraznému propadu docházelo loni u investic vlády vlivem cyklu čerpání fondů EU a tento propad se ve čtvrtém čtvrtletí (překvapivě) dále prohloubil.
- Faktor fondů EU se promítl i do útlumu dynamiky investic nefinančních podniků v prvním pololetí. Ve druhém pololetí se však již obnovil jejich růst.

Příčiny zpomalení vývozu od 2. pololetí 2016

Struktura vývozu
(meziroční změny v %, příspěvky v p.b.)

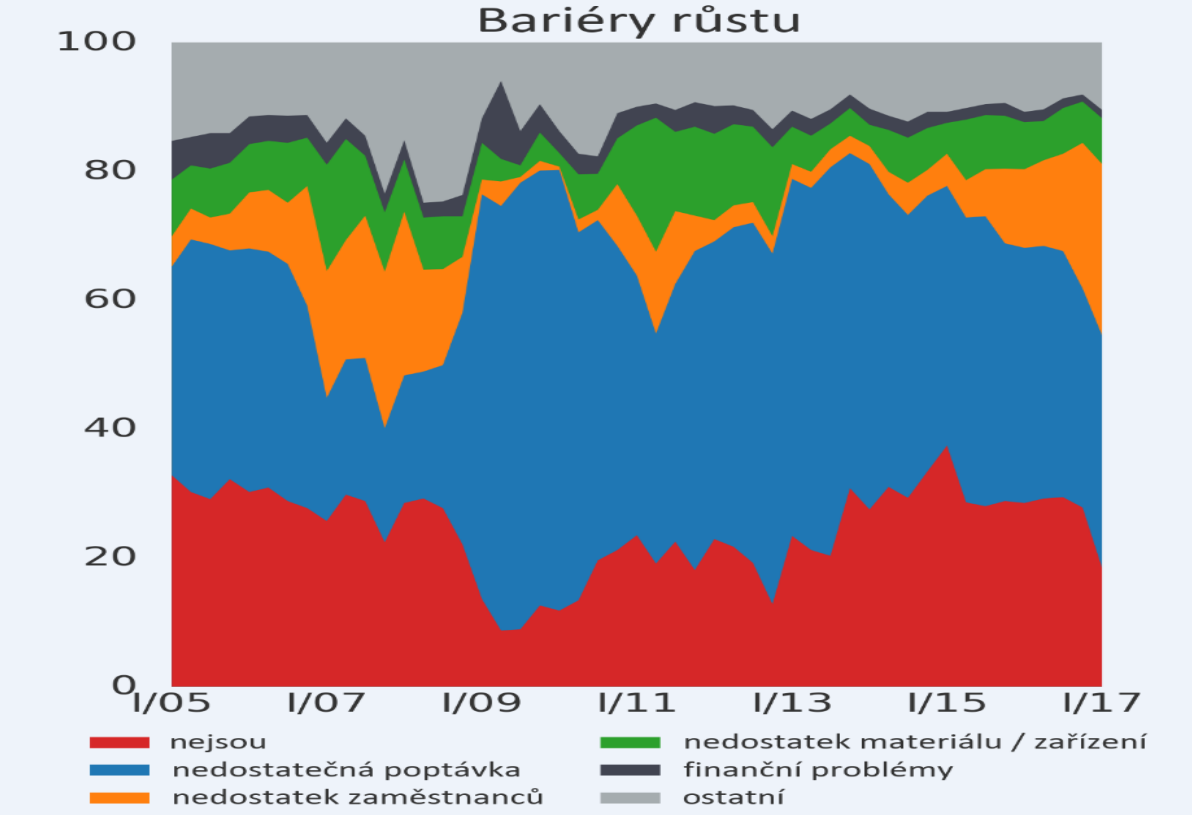


Tržby **autoprůmyslu** z vývozu do EA
(meziroční změny v %, příspěvky v p.b.)



- Zpomalení dynamiky vývozu bylo taženo zejména vývojem v automobilovém průmyslu. Ten ve druhém pololetí zvolnil svůj růst, a tudíž nebyl – na rozdíl od prvního pololetí – schopen tak výrazně převážit nad přetrvávajícím poklesem vývozu chemických výrobků, paliv a elektrické energie.
- Vývoj u dodavatelů dílů je přitom méně příznivý než u finálních výrobců.

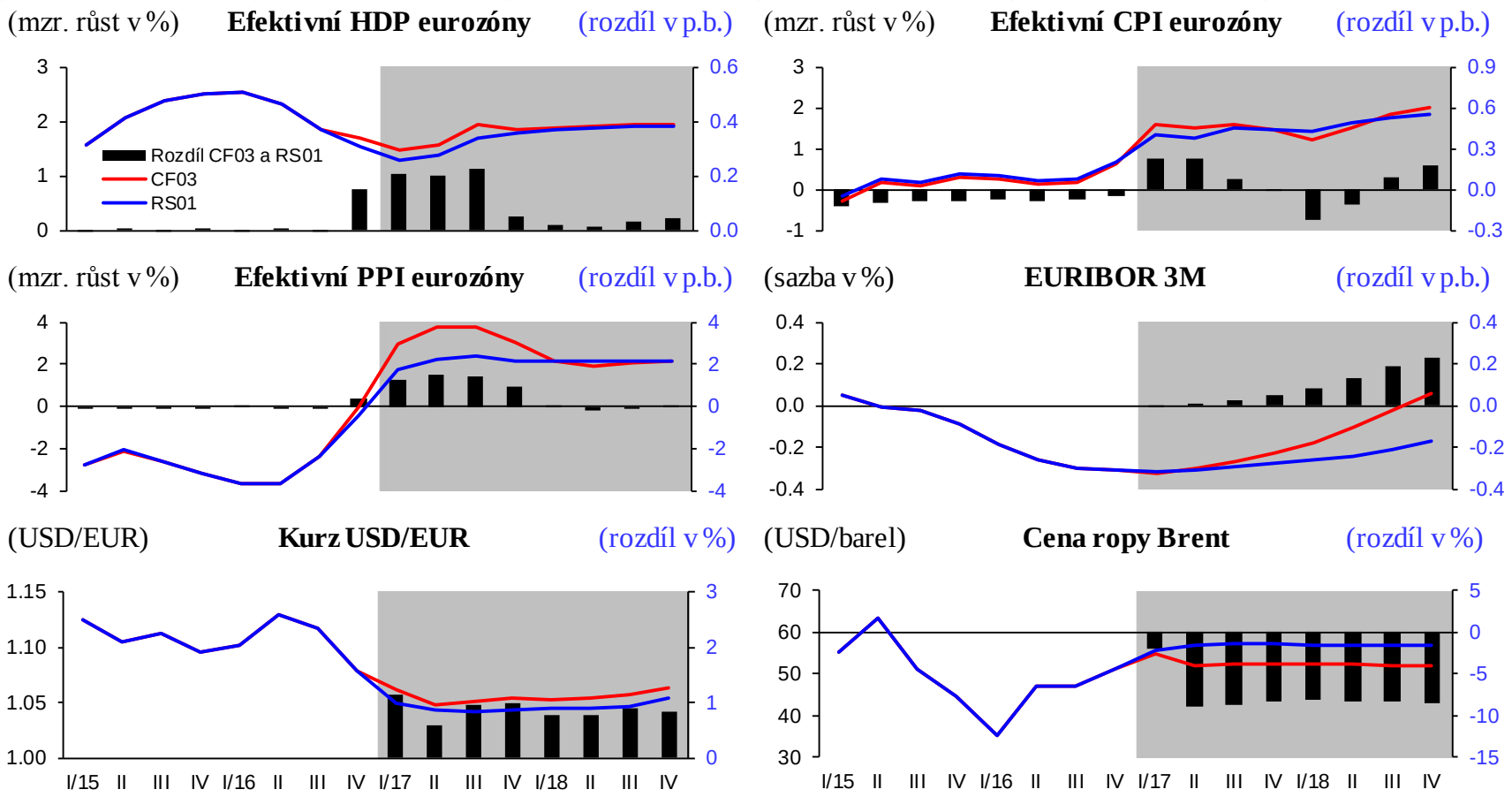
Bariéry růstu v průmyslu



- Stále silněji se projevuje nedostatek zaměstnanců jako bariéra růstu podniků.
- I z tohoto pohledu je situace obdobná jako v letech 2007-2008 (i když nyní stále převažují podniky, které za hlavní bariéru označují nedostatečnou poptávku).

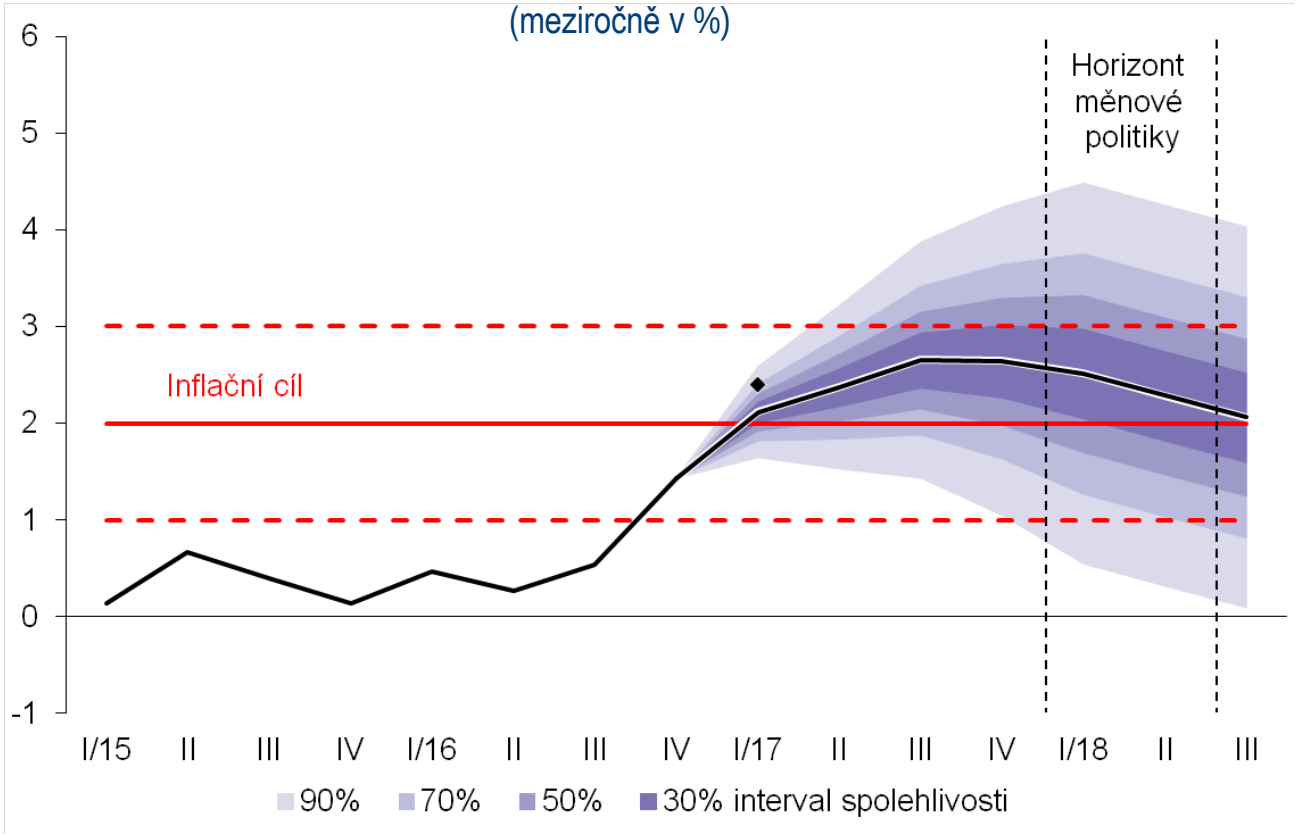
Makroekonomická prognóza **ČNB**
a její dosavadní naplňování

Předpoklady o zahraničním vývoji



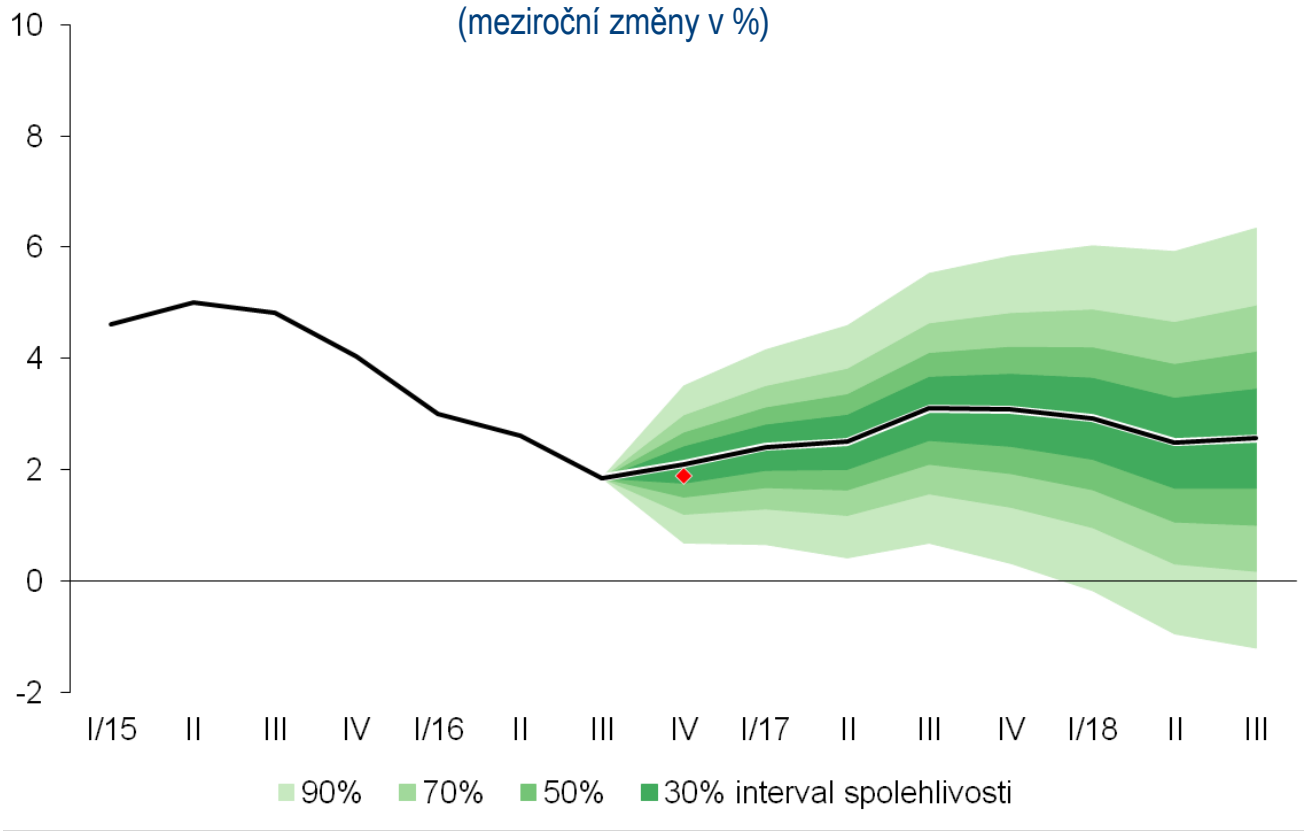
- Z pohledu udržitelnosti plnění 2% inflačního cíle ČNB i pokračování solidního ekonomického růstu je aktuální výhled zahraničí poměrně optimistický.
- Výrazně se zvýšil výhled PPI a mírně i HDP eurozóny pro letošní rok, jejich delší výhled se nezměnil. Snížil se pouze (březnový) výhled ceny ropy.

Prognóza celkové inflace



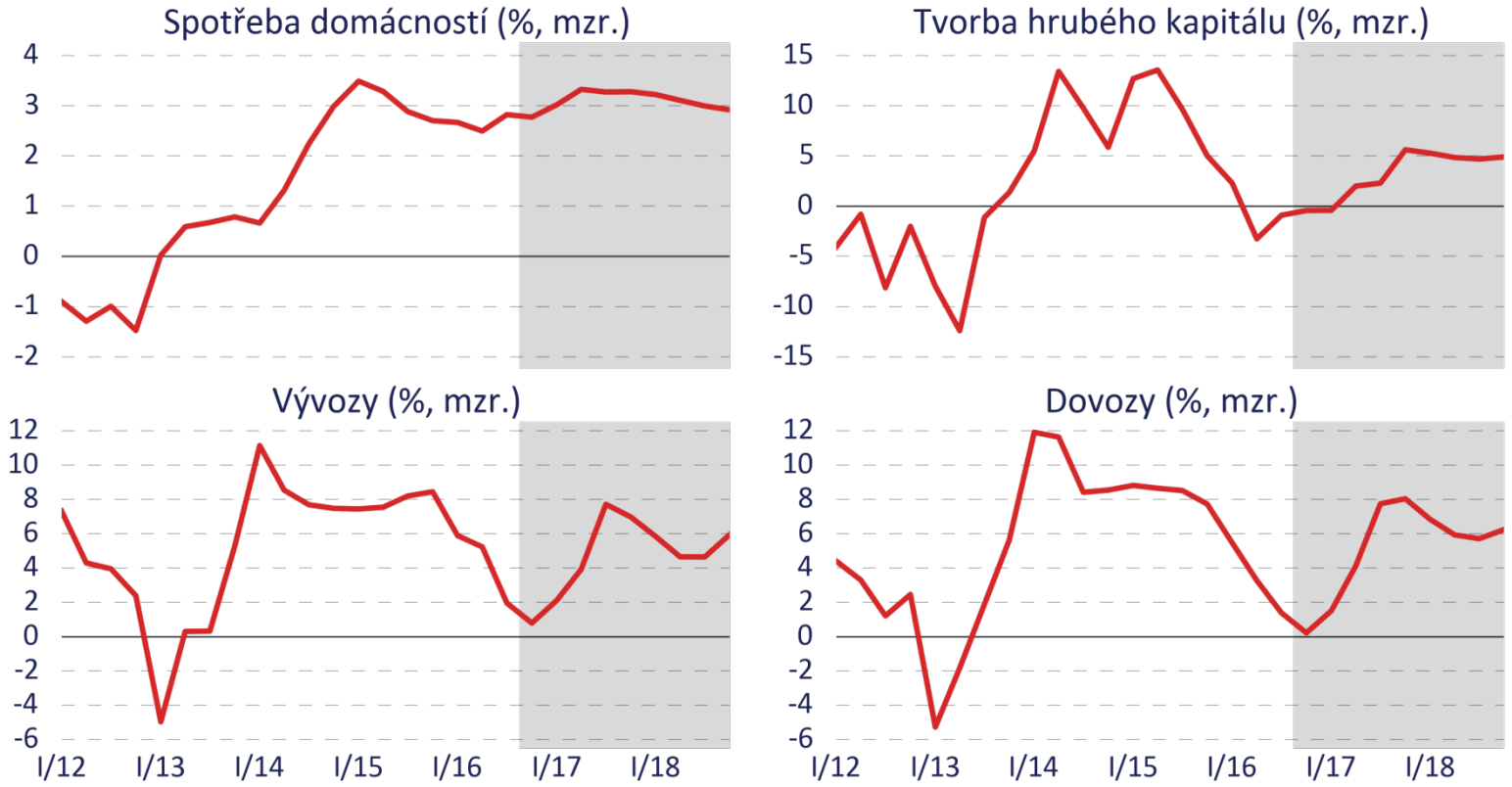
- V průběhu roku 2017 se bude inflace nacházet v horní polovině tolerančního pásma cíle, na horizontu měnové politiky se bude k cíli shora navracet.
- Ke zvýšení inflace přispěje vývoj domácí ekonomiky včetně mezd a již pozorované obnovení růstu cen průmyslových výrobců v eurozóně.
- V prvním čtvrtletí byla inflace vyšší než prognózovaná.

Prognóza HDP



- Růst HDP v roce 2016 dosáhl 2,3 %, přičemž zpomalil zejména vlivem cyklu EU fondů. Ve čtvrtém čtvrtletí 2016 byl vývoj HDP nepatrně pod predikcí.
- V letech 2017 a 2018 dynamika HDP zrychlí na 2,8 % z důvodu obnoveného růstu investic spolufinancovaných z fondů EU a urychlení růstu vývozu při stabilním růstu spotřeby domácností i vlády.

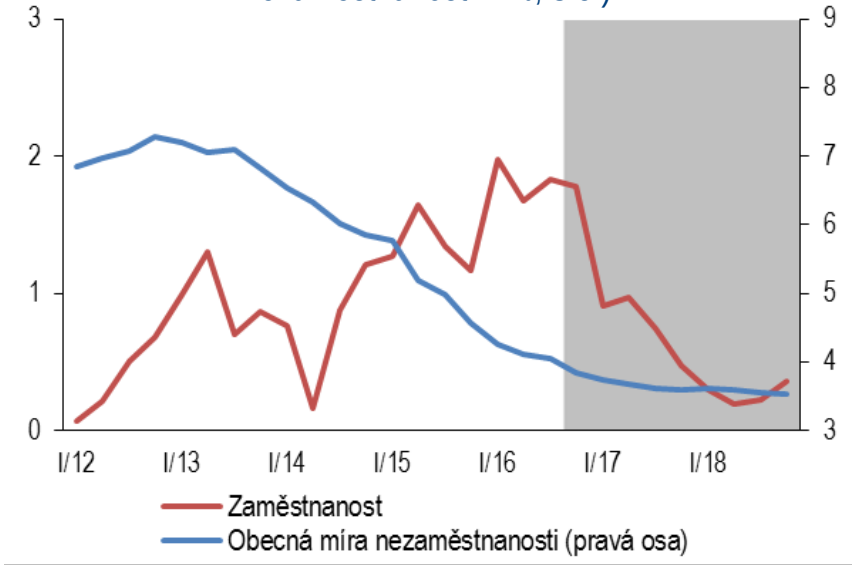
Prognóza složek HDP



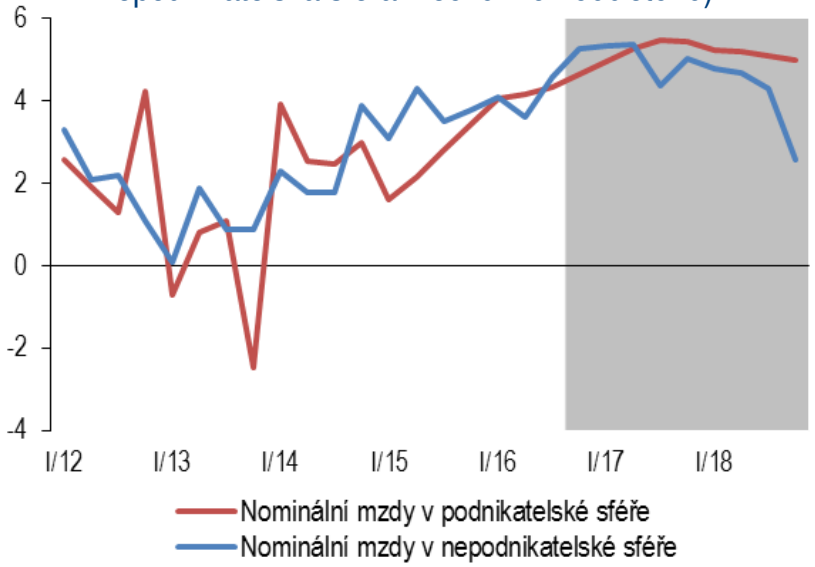
- Růst spotřeby domácností v letech 2017 i 2018 lehce přesáhne 3 %.
- Tvorba hrubého kapitálu letos obnoví svůj růst (letos 2,4 %), když odezní pokles investic spolufinancovaných z fondů EU. V roce 2018 pak dále zrychlí.
- Dynamika vývozu i dovozu se zvýší z nízké výchozí hodnoty.
- Data za 4.Q 2017: hlubší pokles investic, více kladný příspěvek čistého vývozu.

Prognóza trhu práce

Zaměstnanost a nezaměstnanost
(zaměstnanost mzr. v %; obecná míra nezaměstnanosti v %, s.o.)

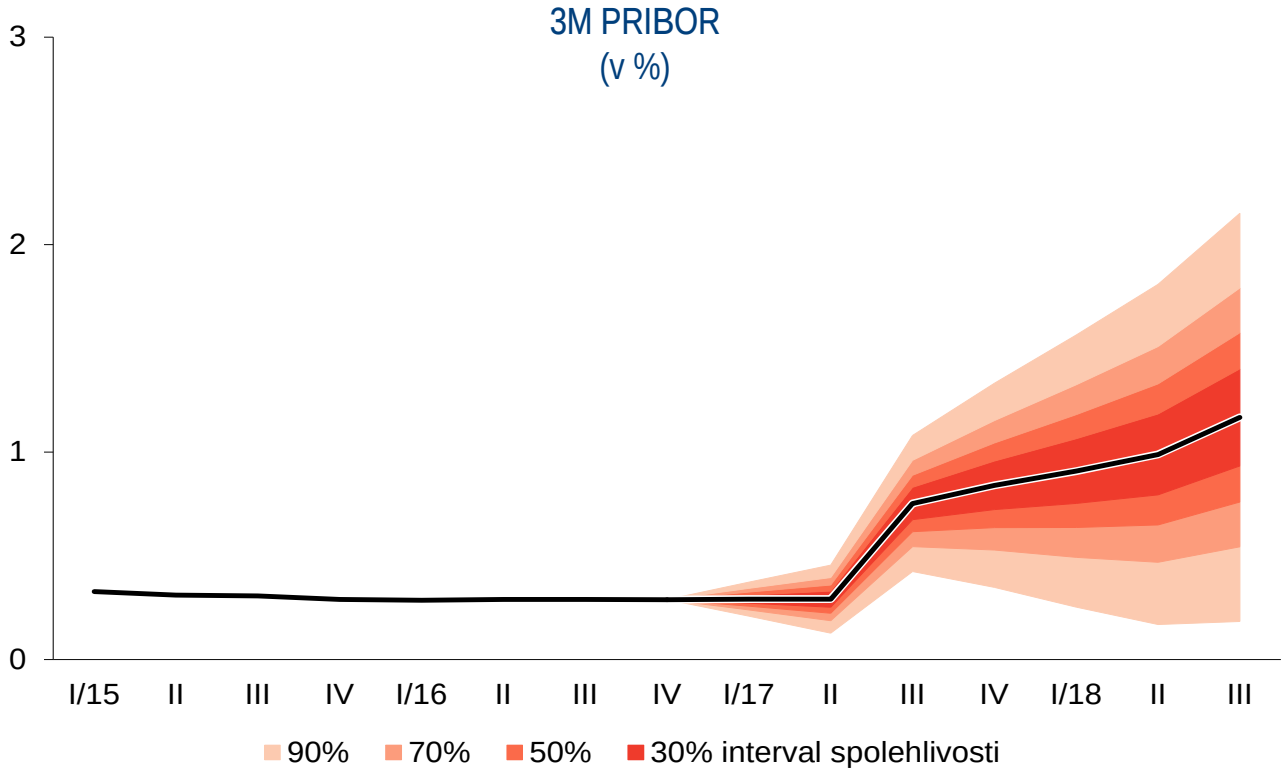


Průměrná nominální mzda
(mzr. v %, podnikatelská sféra – s.o., nepodnikatelská sféra – sezonně neočištěno)



- Růst celkové zaměstnanosti zpomalí, což bude odrážet již jen omezenou nabídku volné pracovní síly.
- Spolu s tím se zmírní pokles míry nezaměstnanosti.
- Růst mezd v podnikatelské dále zrychlí na hodnoty mírně nad 5 %. Svižný růst mezd v nepodnikatelské sféře bude pokračovat.
- Data za 4.Q 2017: pomalejší růst mezd vs. rychlejší růst zaměstnanosti

Domácí úrokové sazby



- S prognózou je počínaje polovinou roku 2017 konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb.
- Tento nárůst však sloužil spíše jako vodítko pro správné načasování konce kurzového závazku (exit = první krok směrem k méně uvolněným měnovým podmínkám) než jako predikce skutečného vývoje sazeb.
- V realitě bude zvyšování sazeb pravděpodobně pozvolné.

Kurzový vývoj po exitu

Faktory možného posílení

- Mírně kladný úrokový diferenciál (ale ČNB bude měnit své sazby obezřetně).
- Kvantitativní uvolňování ECB
- Obnovení dlouhodobé konvergence a s tím i rovnovážného reálného posilování kurzu (ale podstatně pomalejšího než před krizí, dle ČNB kolem 1,5 % ročně)

Faktory proti posílení

- Kurz byl před zavedením závazku ČNB mírně nadhodnocený.
- V mezidobí se oslabený kurz promítl do cen, mezd a dalších nominálních veličin.
- Hedging exportérů před exitem a vybírání zisků finančními investory z jejich masivních korunových pozic („překoupenost trhu“)

- V režimu řízeného plování může kurz krátkodobě kolísat jedním či druhým směrem. Vývoj kurzu proto zůstává významnou nejistotou stávající prognózy.
- ČNB je v případě potřeby připravena možné nadměrné kurzové výkyvy zmírňovat svými nástroji.

Shrnutí

Shrnutí

- Kurzový závazek byl účinný mimořádný nástroj, čest jeho památce.
- ČNB ho opustila poté, co vypršel tzv. „tvrdý závazek“ ohledně časování exitu a současně došlo k naplnění podmínek pro udržitelné plnění dvouprocentního inflačního cíle do budoucna.
- Ukončení kurzového závazku je prvním krokem k postupnému zmírňování uvolněnosti měnových podmínek (další kroky budou činěny obezřetně).
- I při tomto posunu k méně uvolněným měnovým podmínkám ekonomický růst v letošním roce zrychlí.
- Inflace se bude letos pohybovat v horní polovině tolerančního pásma, v příštím roce se shora přiblíží k dvouprocentnímu cíli.
- Vývoj kurzu zůstává významnou nejistotou stávající prognózy, ČNB je připravena možné nadměrné kurzové výkyvy zmírňovat.

Děkuji za pozornost.

Tomáš Holub
Tomas.Holub@cnb.cz