Ekonomický vývoj a měnová politika po ukončení kurzového závazku ČNB

Tomáš Holub
ředitel sekce měnové

seminář ICC „Eliminace měnových rizik v mezinárodních kontraktech“

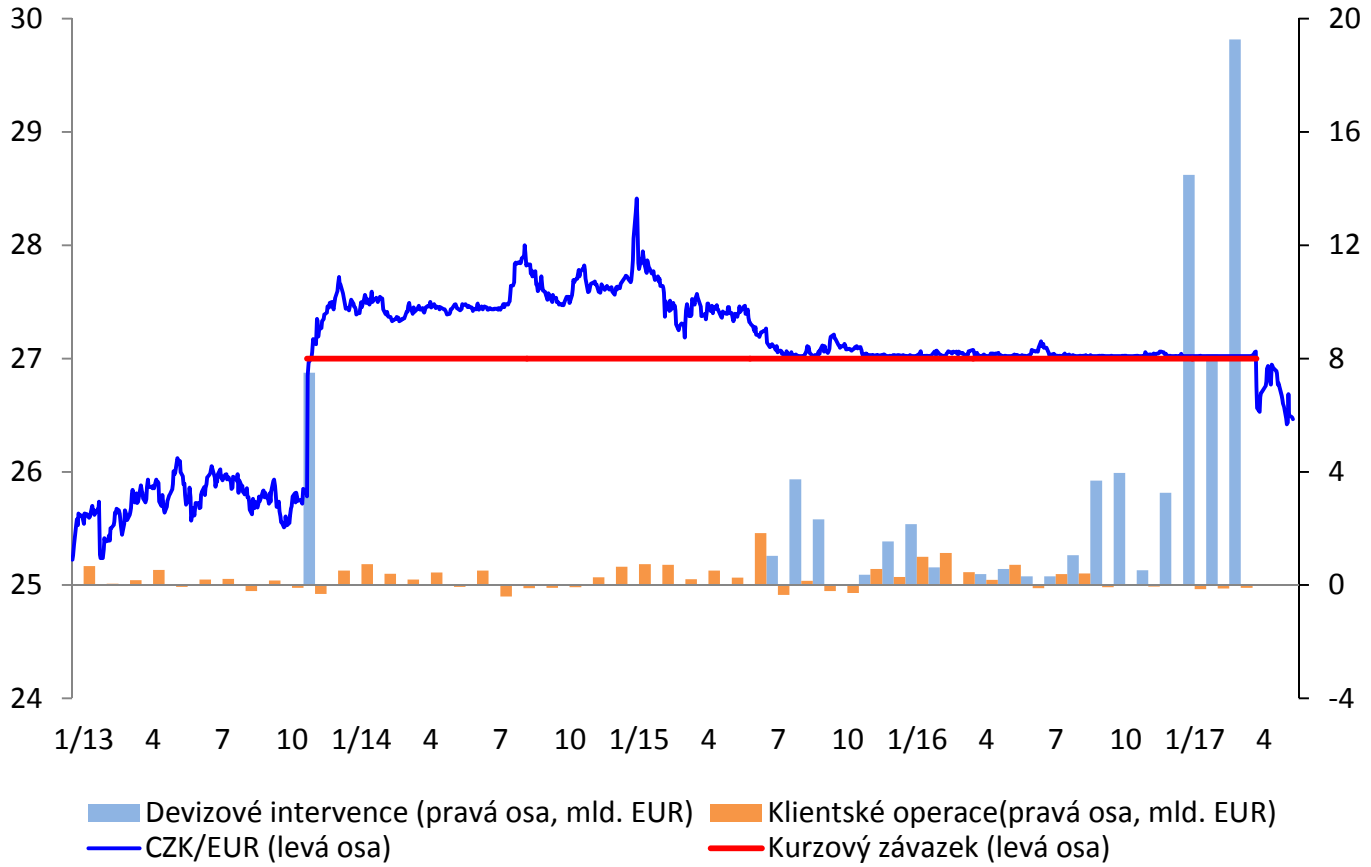
Praha, 29. května 2017

Obsah prezentace

- Kurzový závazek ČNB – krátká retrospektiva
- Aktuální ekonomický vývoj
- Makroekonomická prognóza ČNB a výhled měnové politiky
- Shrnutí

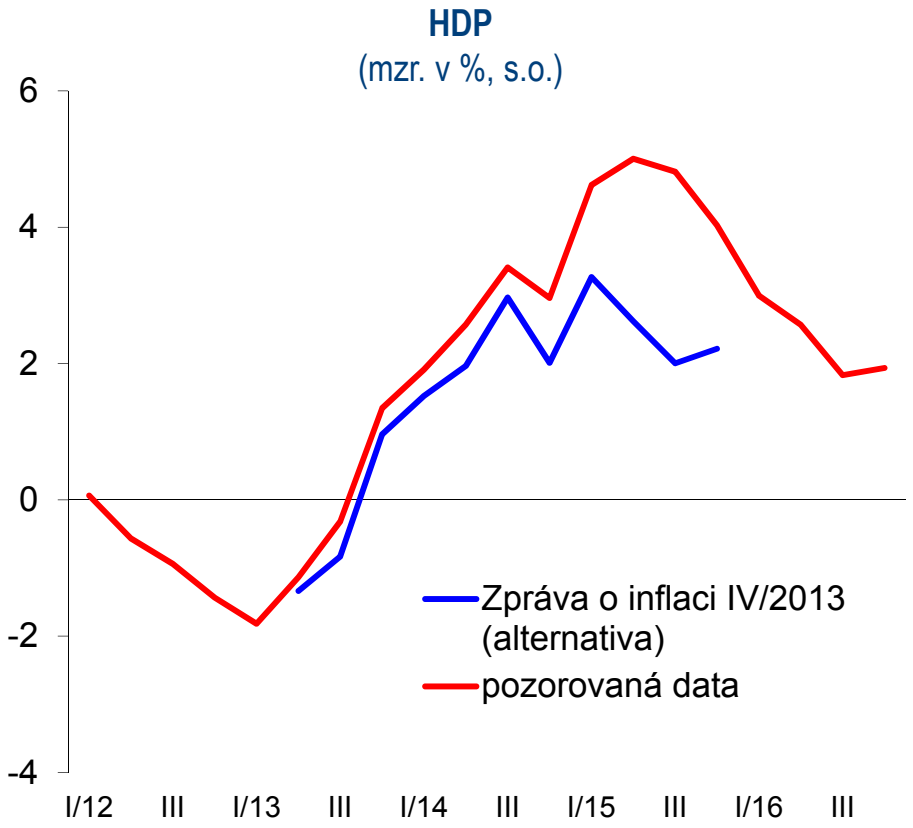
Kurzový závazek ČNB – krátká retrospektiva

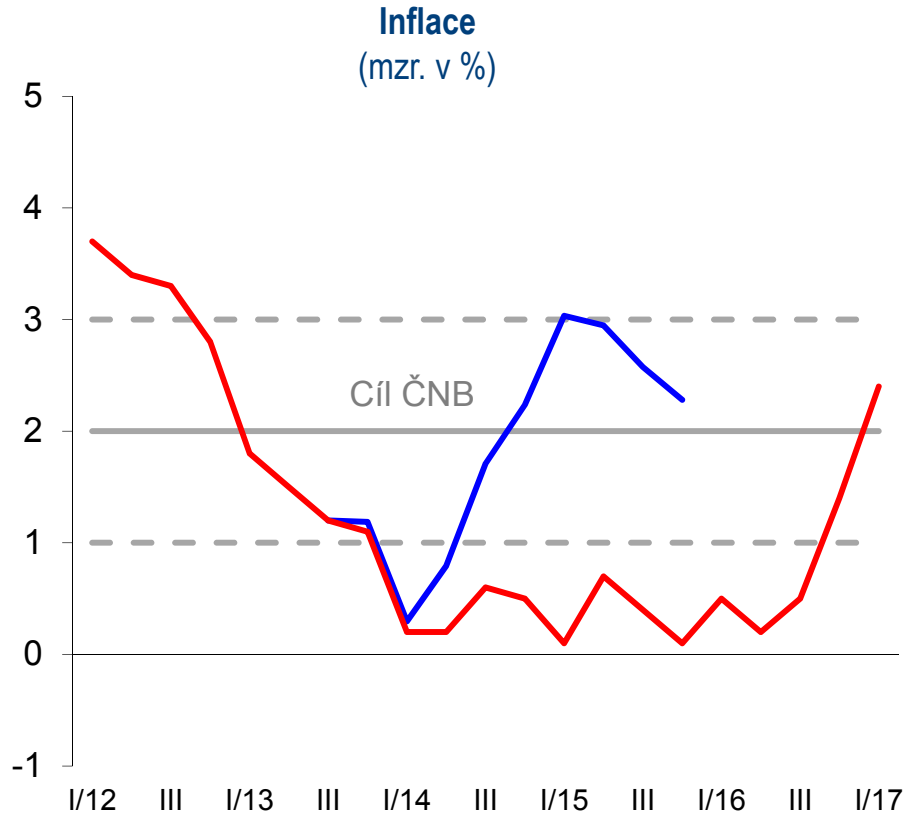
Kurzový závazek ČNB, vývoj kurzu a intervencí



- Závazek ČNB přinesl bezprecedentní míru kurzové stability, a to zejména poté, co se koruna počínaje červencem 2015 přimkla k hladině kurzového závazku.
- Velmi hladký z hlediska vývoje kurzu je zatím i vývoj po „exitu“.
- Intervence od července 2015 do března 2017 v souhrnu dosáhly 67,7 mld. EUR.

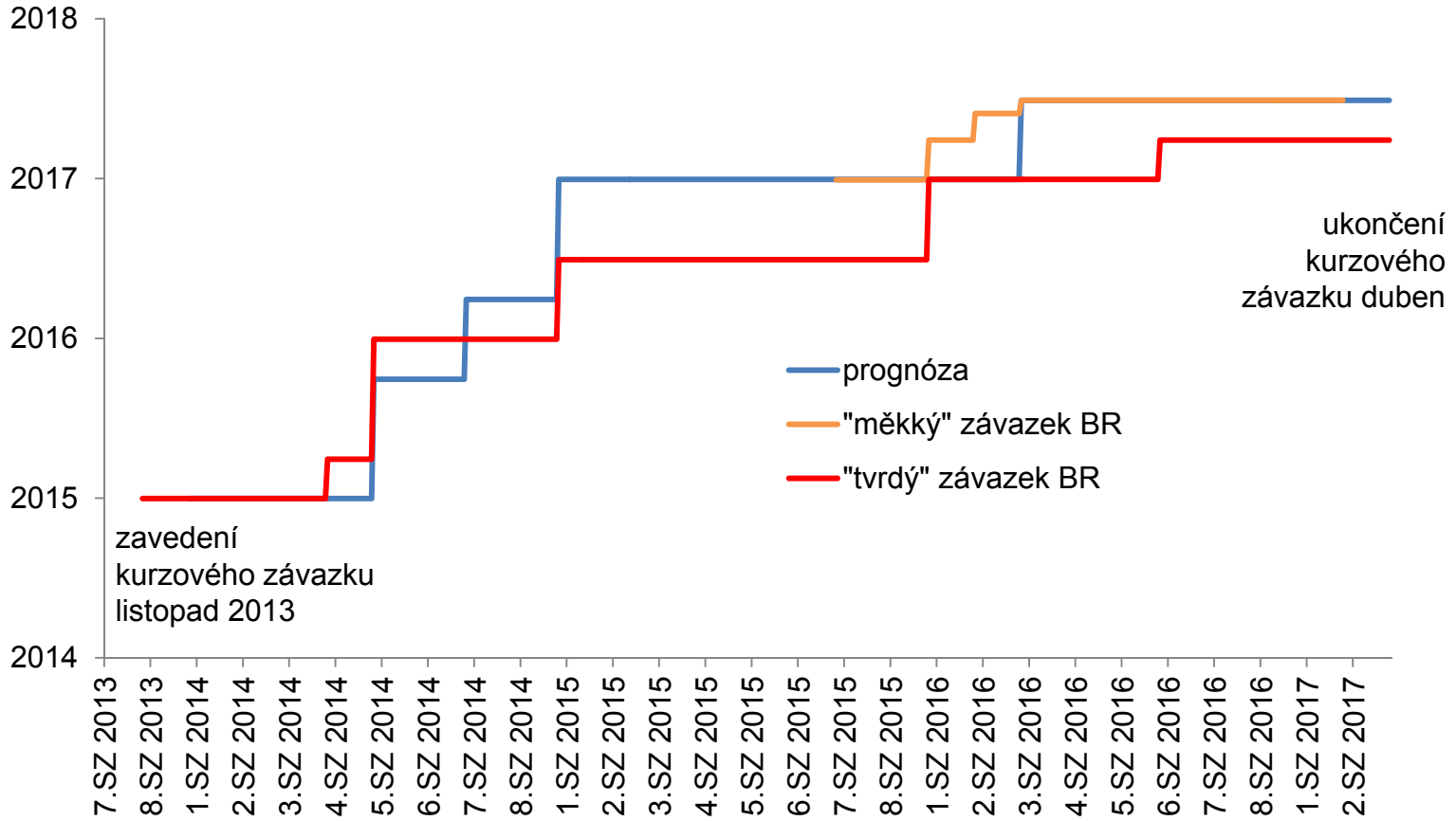
HDP a inflace – naplnění původních očekávání





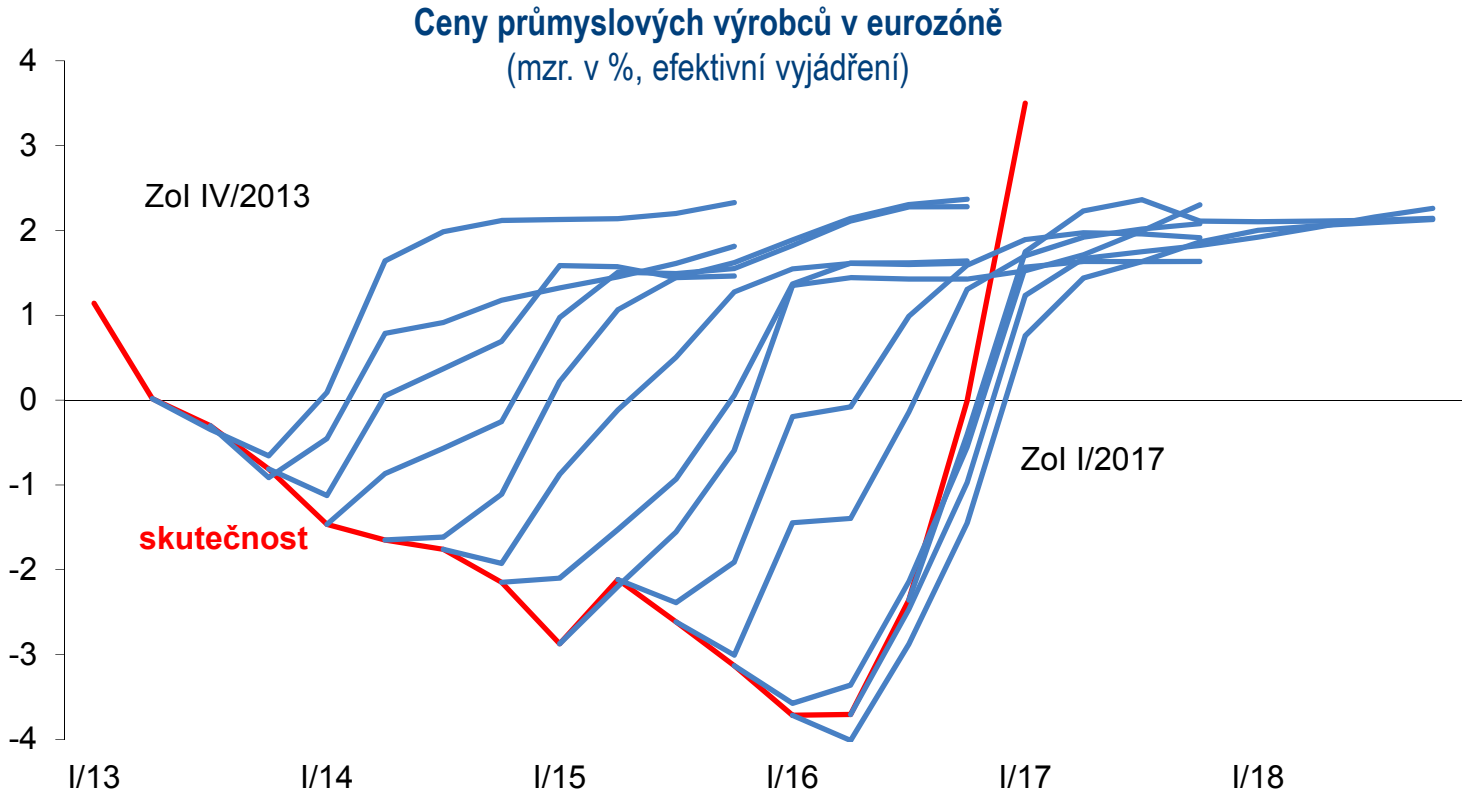
- Oživení ekonomické aktivity bylo oproti predikci z listopadu 2013 dokonce o něco rychlejší (v roce 2015 s výrazným přispěním dočerpávání EU fondů a příznivého nabídkového efektu propadu ceny ropy).
- Naproti tomu inflace se dostala do horní poloviny tolerančního pásma cíle o dva roky později vlivem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

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.

Zahraniční cenový vývoj během trvání závazku



- Propad cen průmyslových výrobců v eurozóně se od podzimu 2013 dále prohluboval a spolu s tím se odkládal jejich očekávaný návrat k růstu.
- To byl hlavní faktor nízké inflace v ČR, a tedy i prodlužování kurzového závazku.
- S rychlým obratem ve vývoji zahraničních výrobních cen na přelomu minulého a letošního byly vytvořeny podmínky pro udržitelné plnění 2% cíle ČNB.

Situace ekonomiky na podzim 2013 a nyní

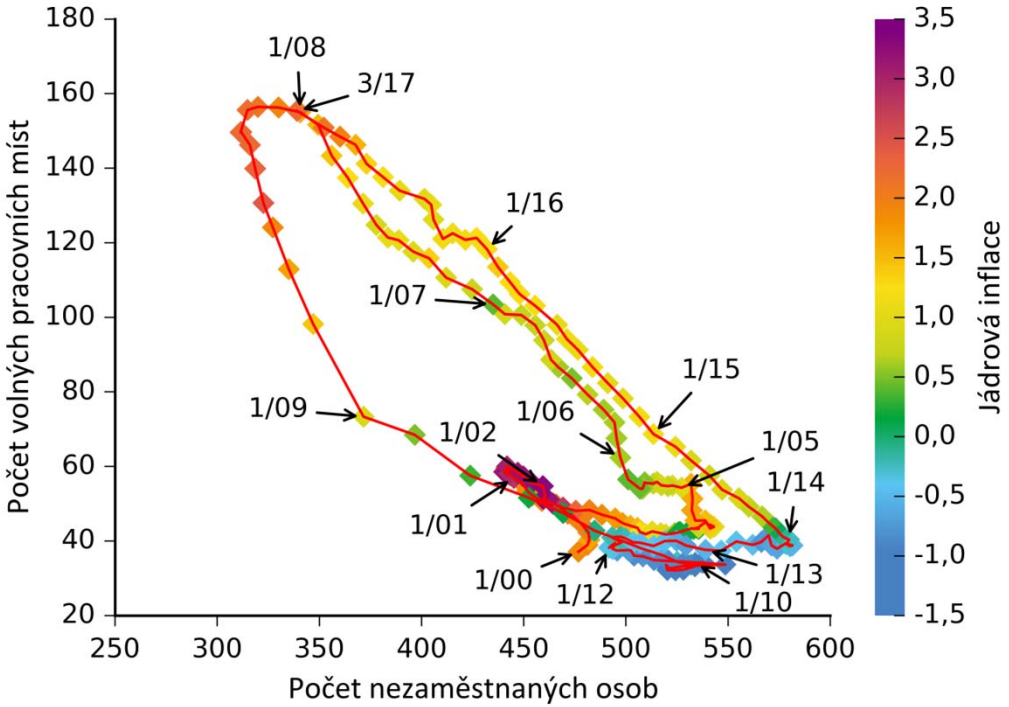
	meziročně v %			
	Dostupné k 7.11.2013		Dostupné k 24.5.2017	
Hrubý domácí produkt (s.o.) - průměrný růst	průměr 2012-2013	-0,6	průměr 2014-2015	3,7
Hrubý domácí produkt (s.o.)	II/13	-1,3	IV/16	1,9
Výdaje domácností na konečnou spotřebu (s.o.)	II/13	0,0	IV/16	2,9
Průmyslová produkce (s.o.)	9/13	1,8	3/17	4,3
Stavební produkce (s.o.)	9/13	-12,7	3/17	0,2
Tržby v maloobchodě vč. motoristického segmentu (s.o.)	9/13	0,3	3/17	6,3
Index spotřebitelských cen	9/13	1,0	4/17	2,0
Měnověpolitická inflace	9/13	0,2	4/17	2,1
Ceny průmyslových výrobců	9/13	0,6	4/17	3,2
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let (s.o., v %)	III/13	7,0	I/17	3,4
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS (s.o.)	III/13	0,7	I/17	1,6
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS (s.o.), počet osob	III/13	4937 tis.	I/17	5169 tis.
Počet volných pracovních míst (s.o.)	9/13	39 tis.	4/17	159 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	4/17	97,4

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

Trh práce a jeho vliv na vývoj inflace

Beveridgeova křivka

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

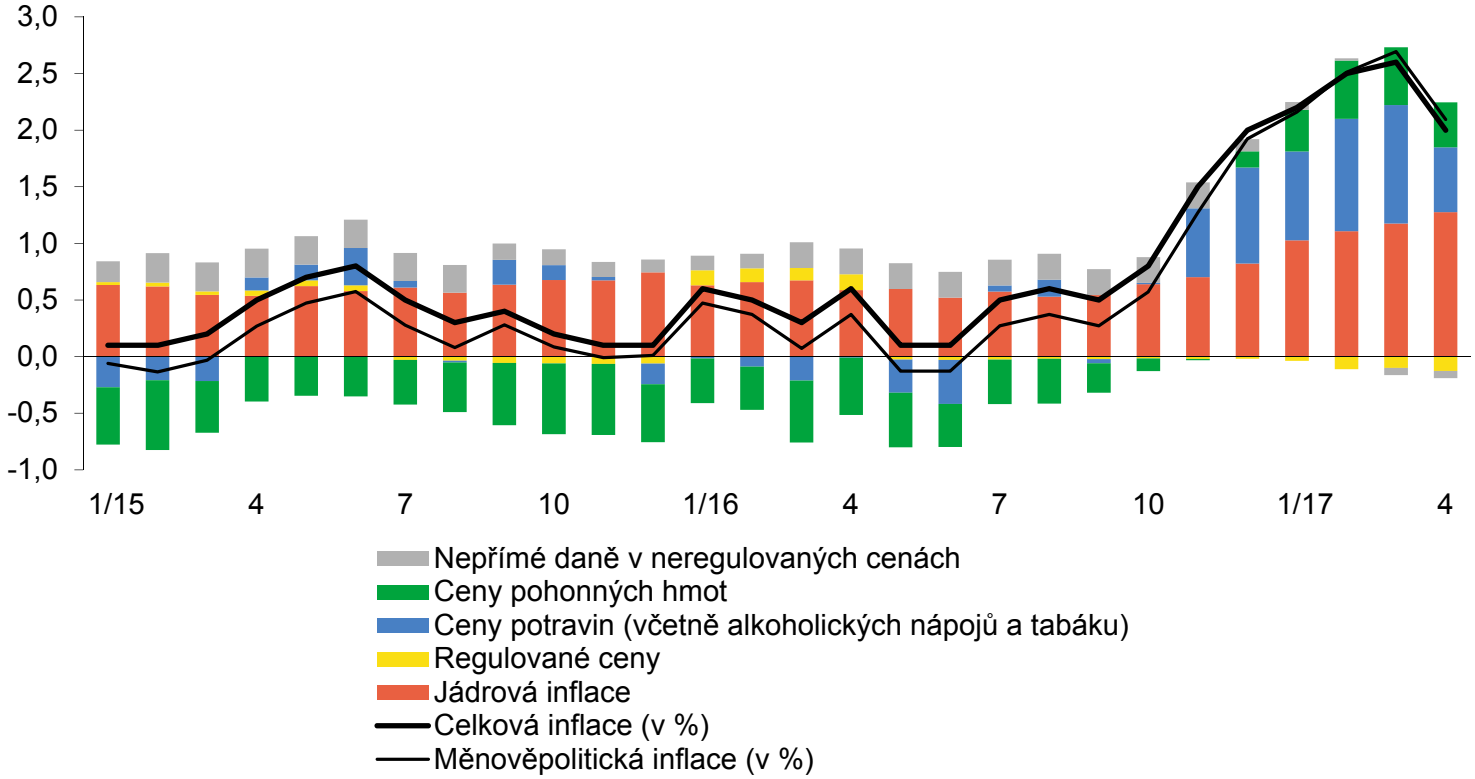


- Trh práce se z pohledu Beveridgovy křivky dostal do podobné situace, v jaké byl na vrcholu minulého cyklu počátkem roku 2008. Počet nezaměstnaných osob výrazně klesl, počet volných pracovních míst dále roste.
- Tento vývoj na trhu práce přispívá k postupnému zvyšování mezd a návazně jádrové inflace.

Aktuální ekonomický vývoj

Vývoj inflace

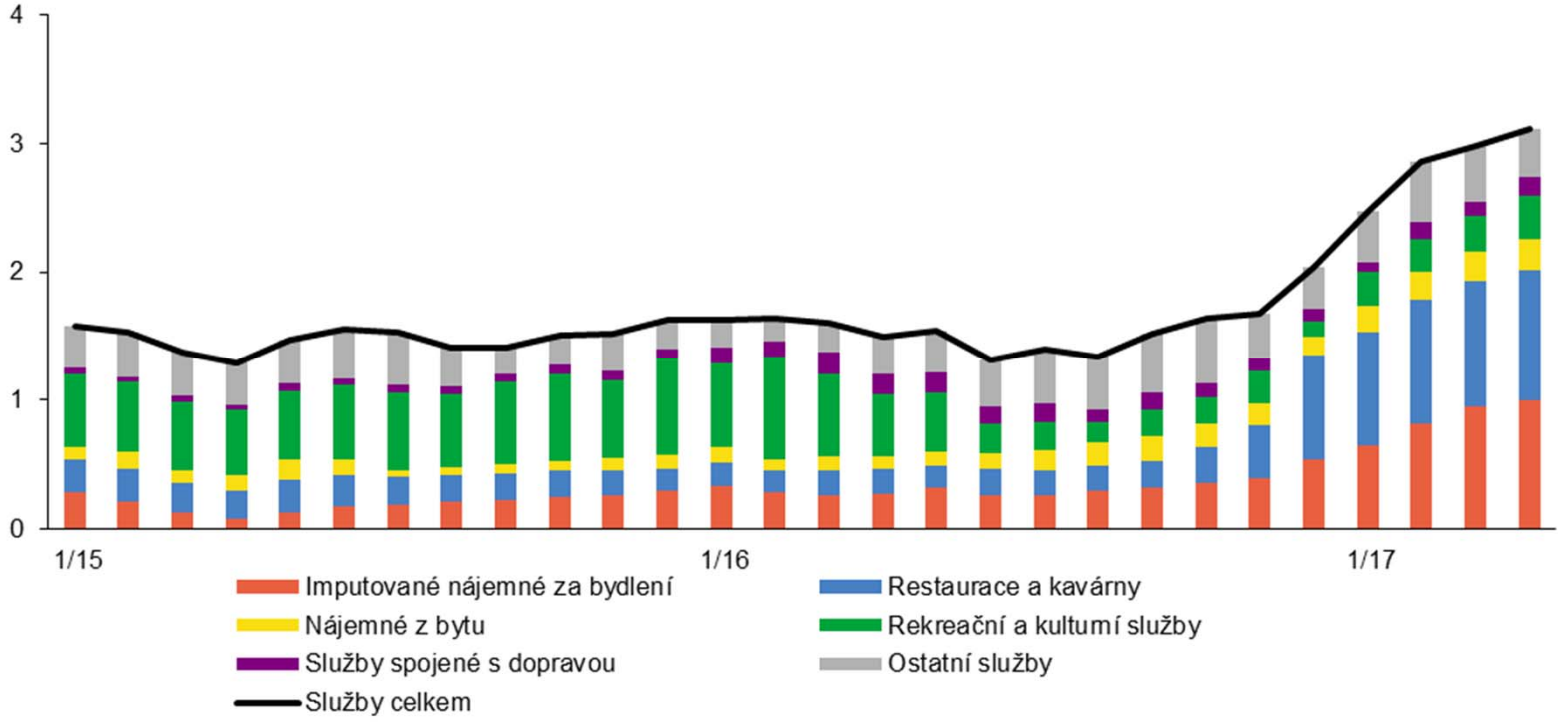
(meziročně v %, příspěvky v p.b.)



- Inflace počátkem roku 2017 vzrostla nad 2% cíl ČNB, v dubnu se na něj vrátila.
- Ke zvýšení inflace přispělo nečekaně rychlé oživení růstu cen potravin (který však v dubnu opět zvolnil) spolu s nárůstem jádrové inflace.
- Dle očekávání došlo k překmitu cen pohonných hmot do meziročního růstu.

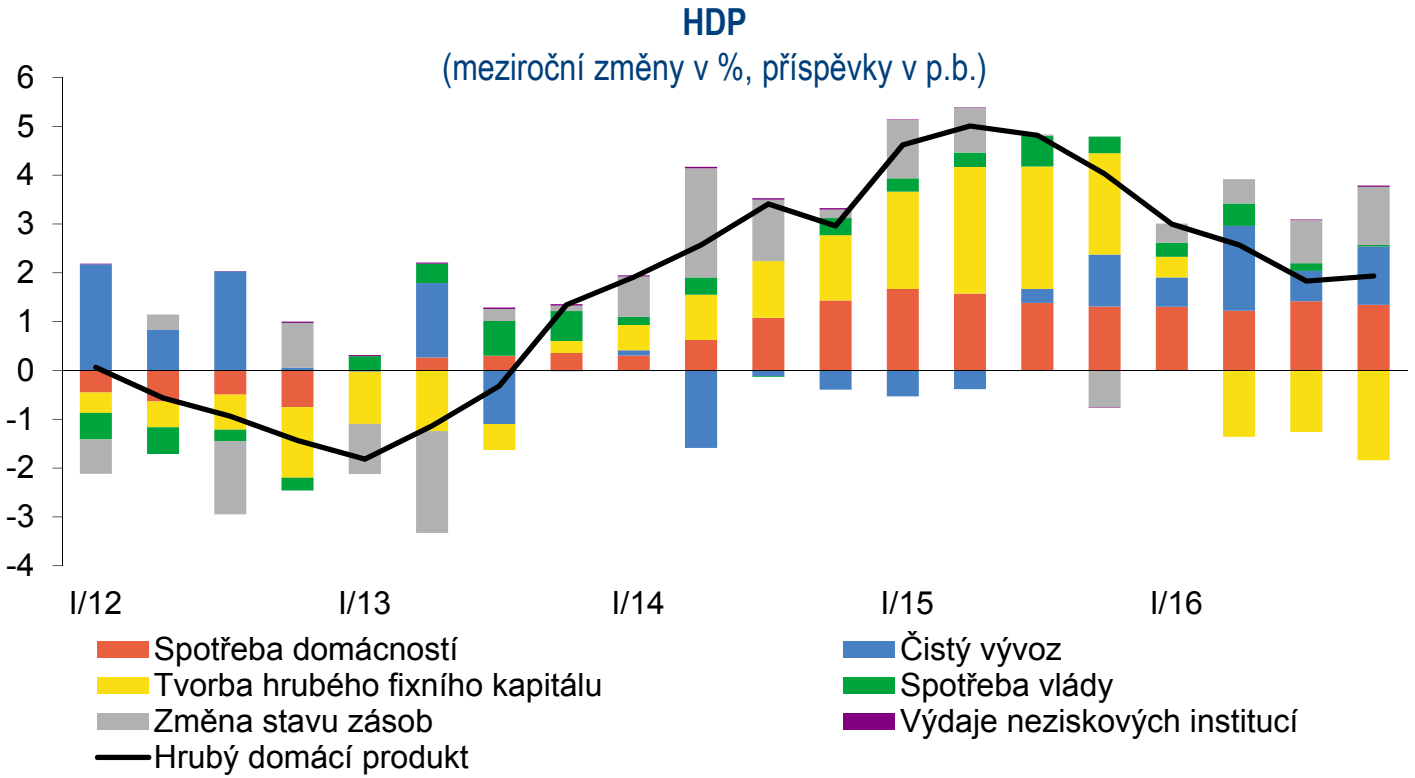
Faktory zrychlení jádrové inflace

Příspěvky jednotlivých skupin k růstu cen neobchodovatelných statků
(mzr. v %, resp. příspěvky v p.b., neočištěno o vliv daňových změn)



- K rychlému zvýšení došlo 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.

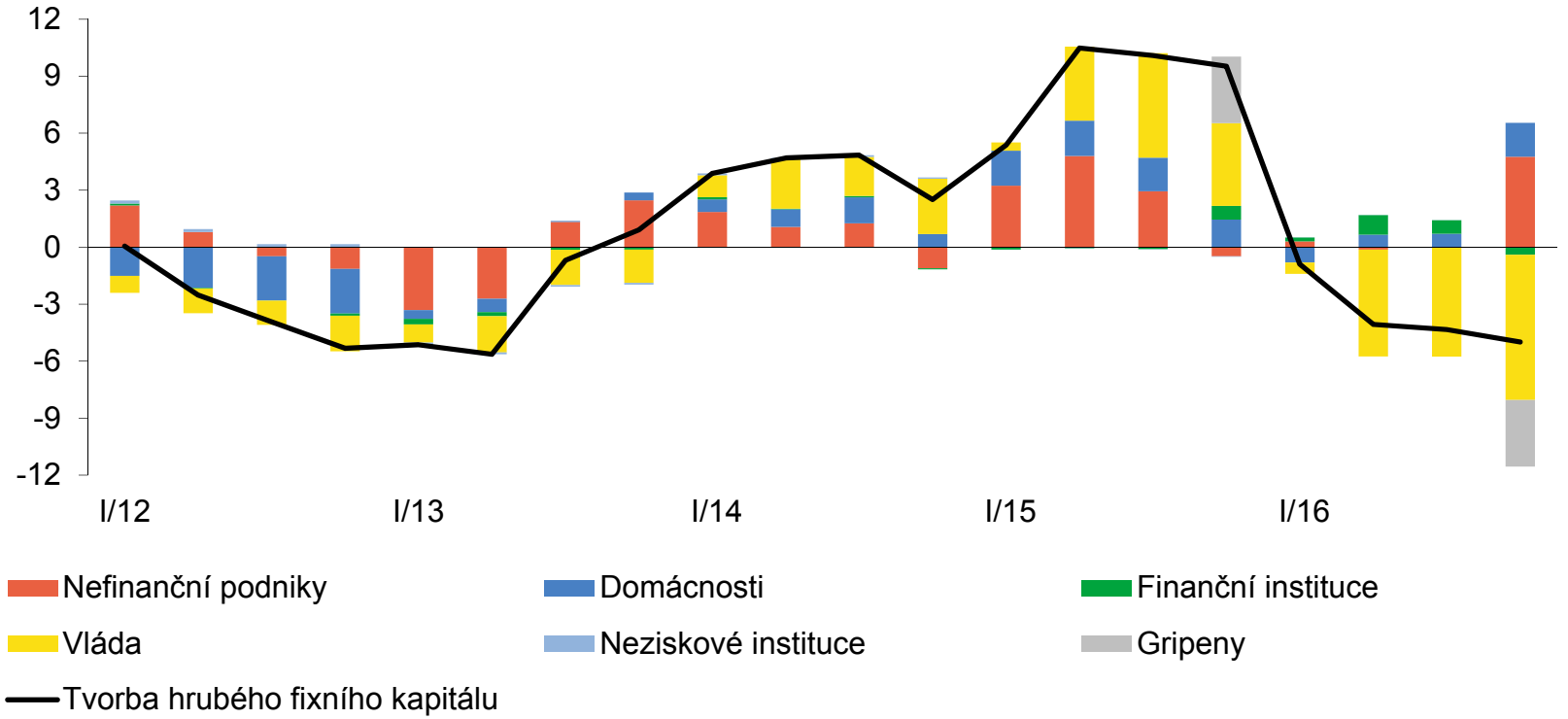
Ekonomický růst



- Růst HDP se ve druhém pololetí roku 2016 nacházel těsně pod 2 %.
- Počátkem letošního roku však podle rychlého odhadu zrychlil na 2,9 %.
- Stabilním tahounem růstu je spotřeba domácností a čistý vývoz.
- Loni pokračoval znatelný pokles fixních investic.

Vývoj fixních investic podle sektorů

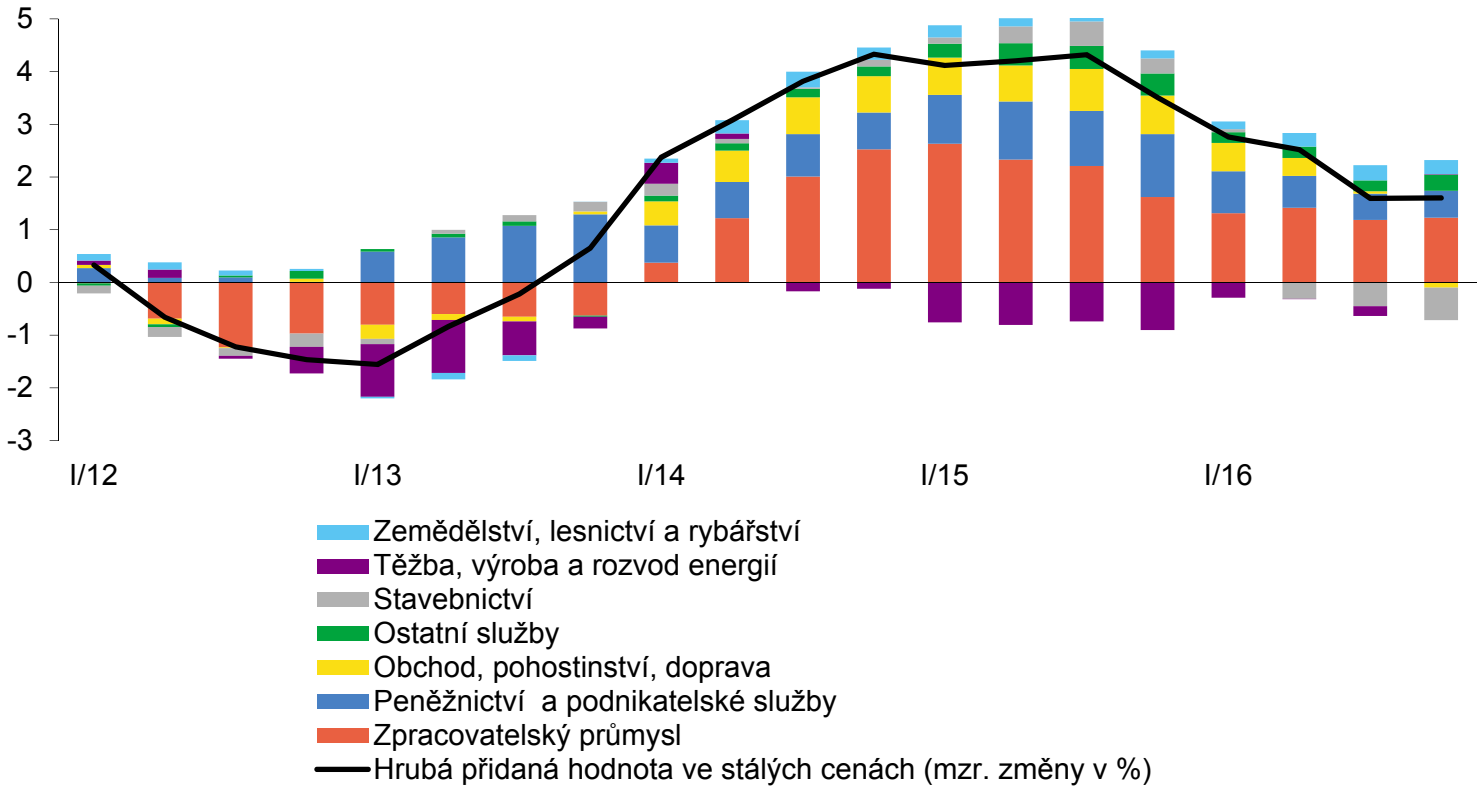
(meziroční změny v %, příspěvky v p.b.)



- 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. V závěru roku se však již obnovil jejich růst.

Růst hrubé přidané hodnoty

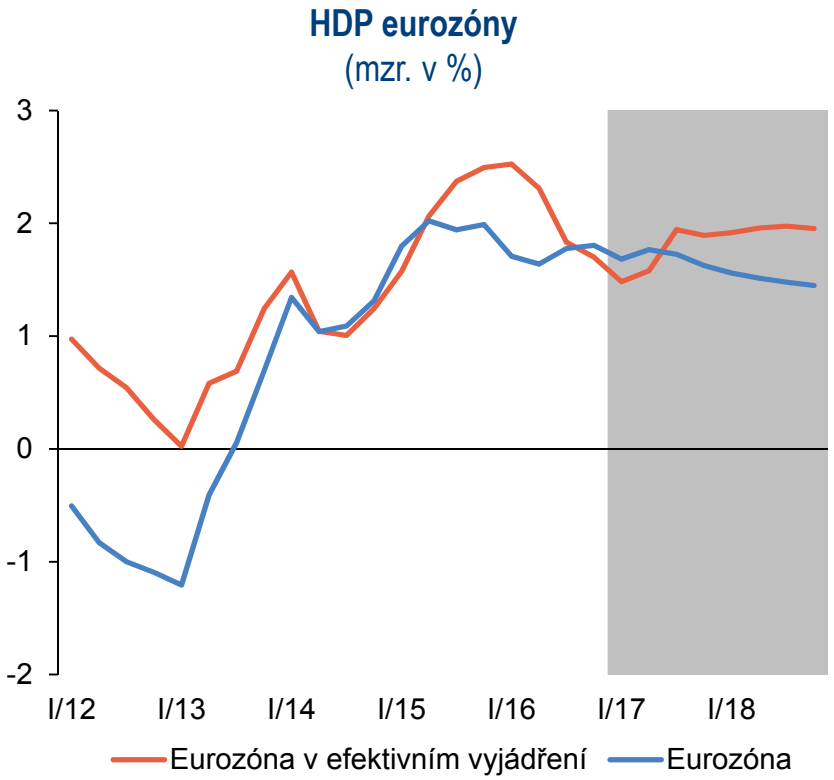
(meziročně v %, s.o.)

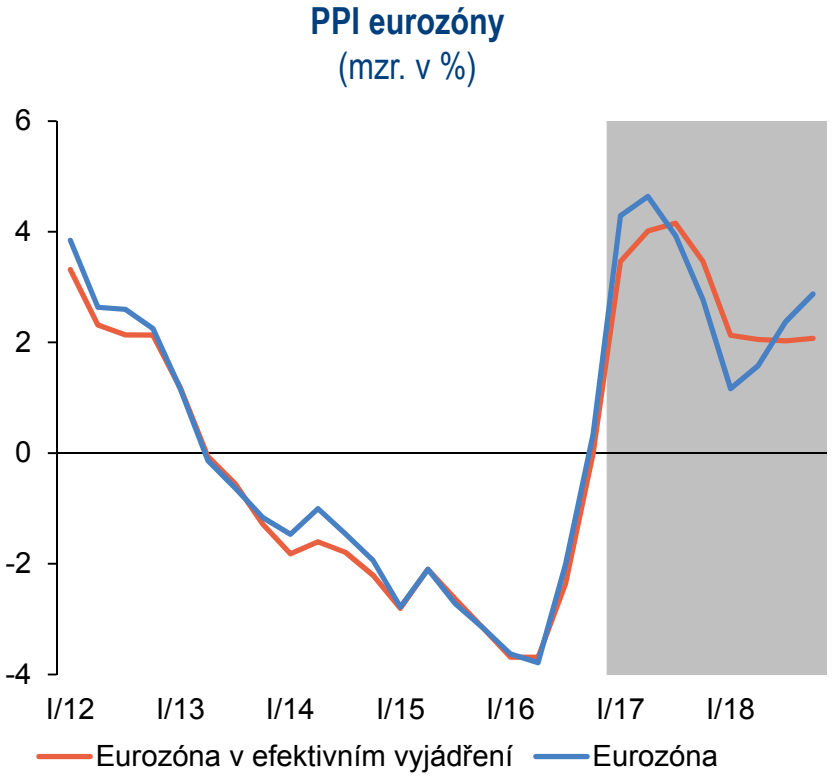


- Na růstu přidané hodnoty se v závěru loňského roku nadále nejvýrazněji podílel zpracovatelský průmysl.
- Přispěla i většina odvětví služeb (s výjimkou obchodu, pohostinství a dopravy).
- Maloobchodní tržby v letošním prvním čtvrtletí nadále rychle rostly.

Makroekonomická prognóza ČNB a výhled měnové politiky

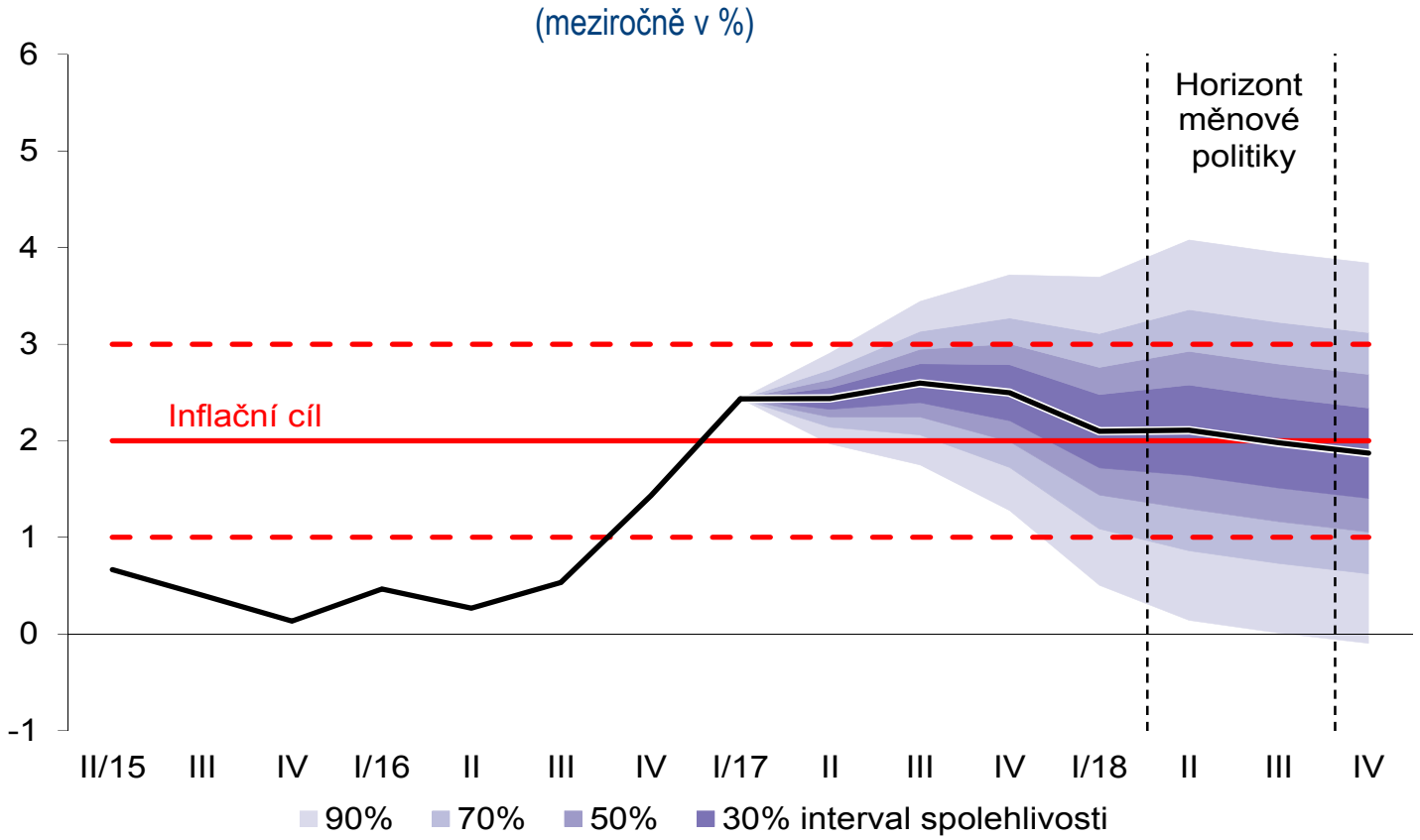
Předpoklady o zahraničním vývoji





- Meziroční růst ekonomické aktivity v efektivní eurozóně počátkem roku 2017 ještě mírně zpomalí, poté se vrátí ke 2 %.
- Silný růst cen průmyslových výrobců v eurozóně z počátku letošního roku postupně zvolní, zůstane ale kladný (kolem 2 %).

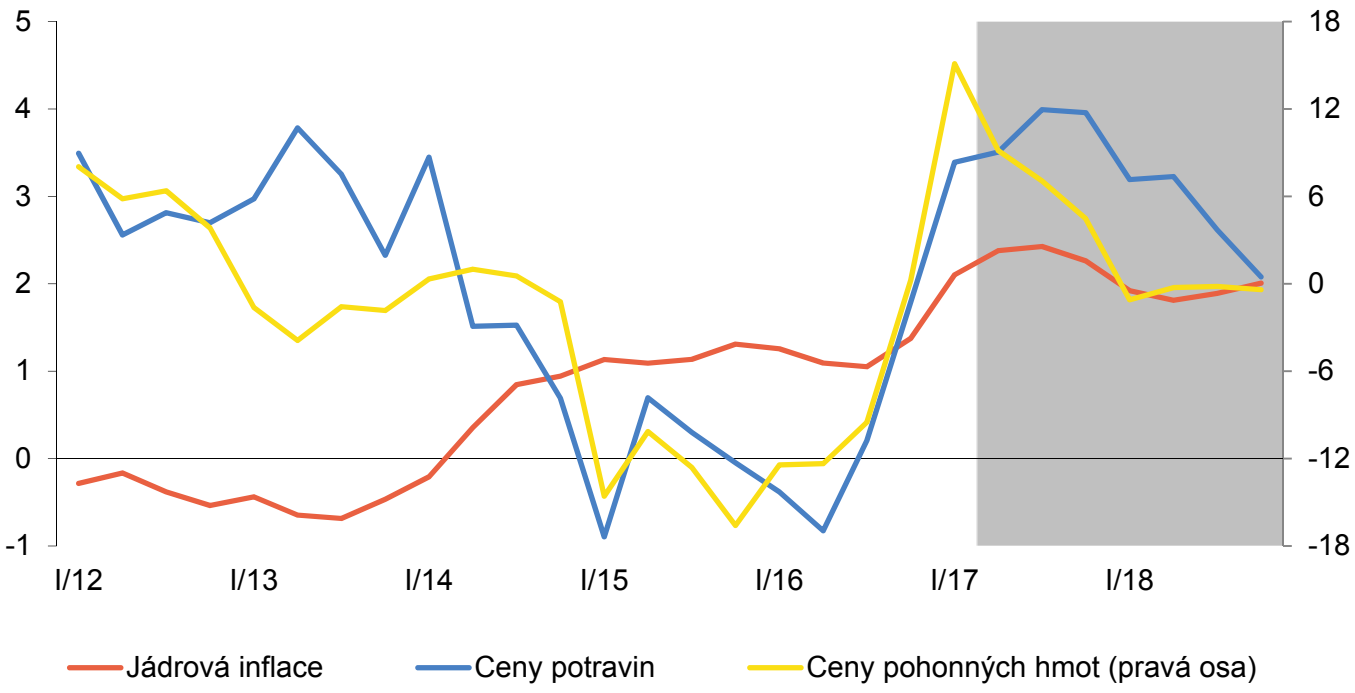
Prognóza celkové inflace



- Inflace se letos bude pohybovat v horní polovině tolerančního pásma 2% cíle ČNB, k němuž se vrátí počátkem příštího roku. Na horizontu měnové politiky se bude nacházet v těsné blízkosti cíle.
- V dubnu byla inflace mírně nižší než prognózovaná vlivem vývoje cen potravin.

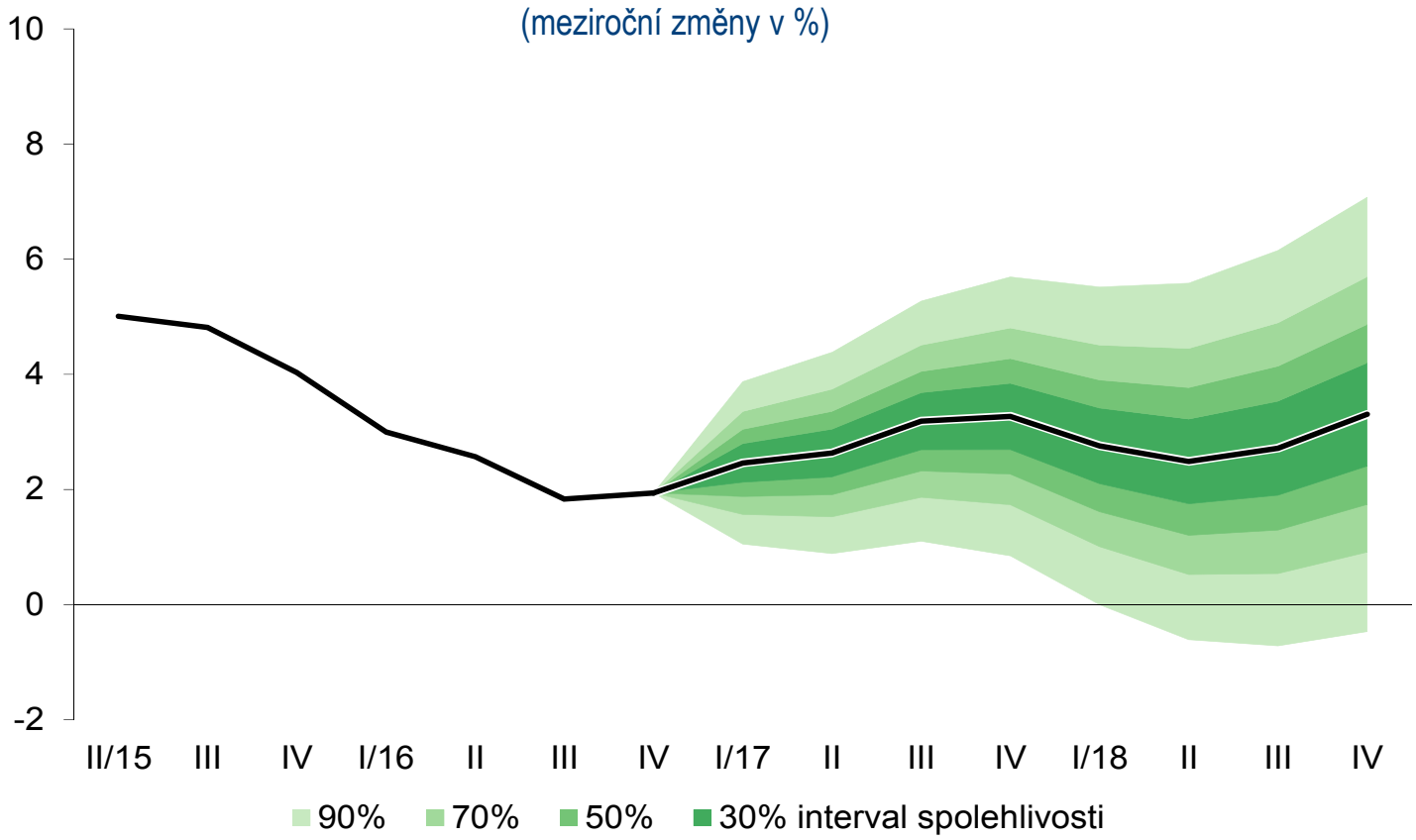
Prognóza složek inflace

(meziročně v %)



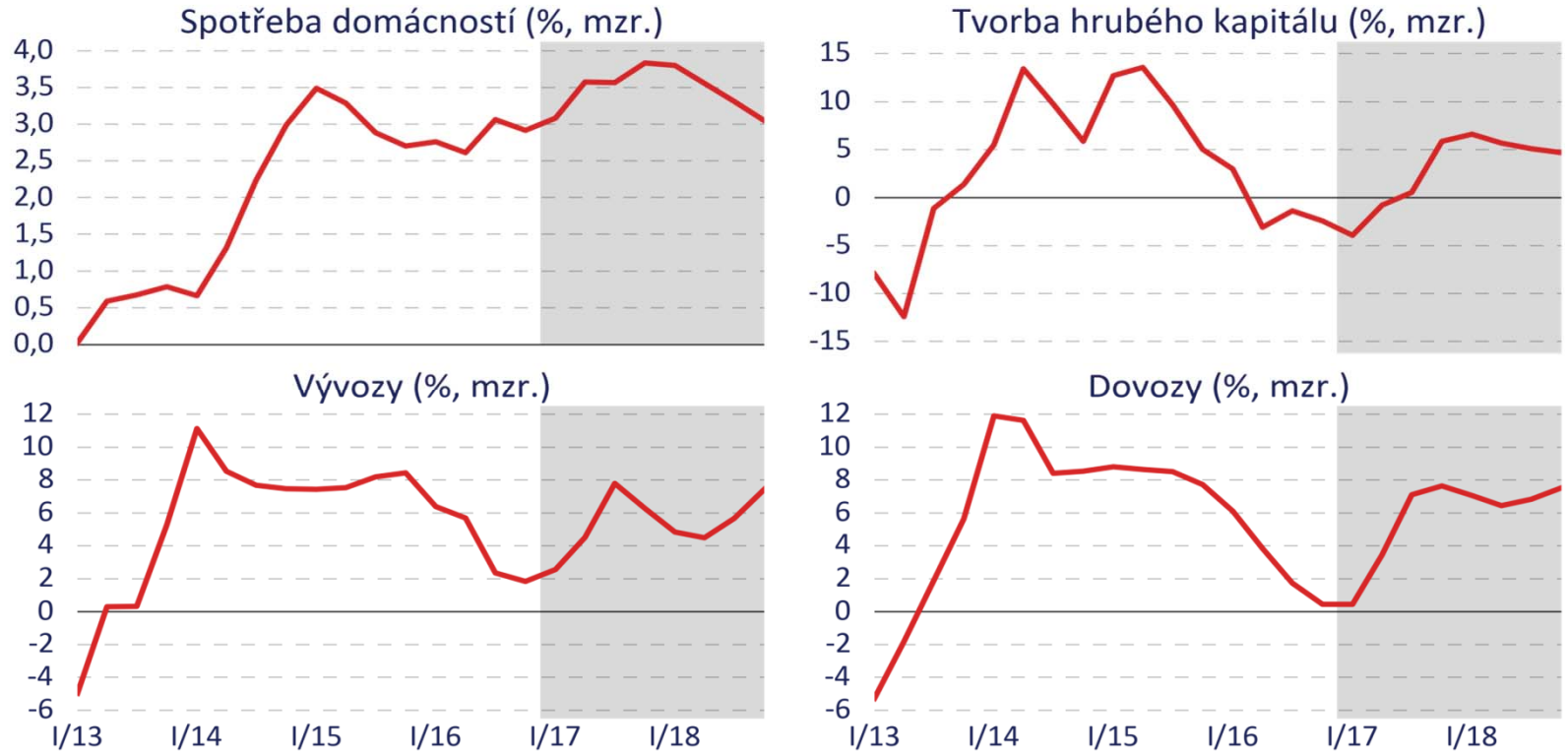
- Ceny pohonných hmot a posléze i ceny potravin zvolní svůj růst v souvislosti s vývojem světových cen komodit.
- Ke stabilizaci jádrové inflace dle prognózy přispěje posílení kurzu koruny, na zvyšování cen bude naopak nadále působit vývoj domácí ekonomiky.

Prognóza HDP



- Růst české ekonomiky v letošním roce zrychlí na necelá 3 %, kde setrvá i v roce 2018.
- Ekonomika bude těžit z obnoveného růstu vládních investic a pokračujícího růstu zahraniční poptávky. Měnové podmínky se posunou do neutrální polohy.

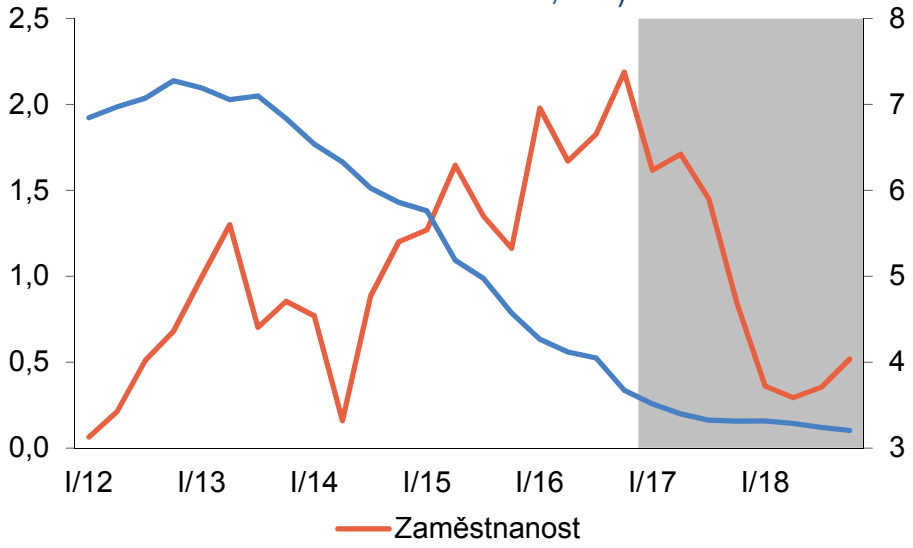
Prognóza složek HDP



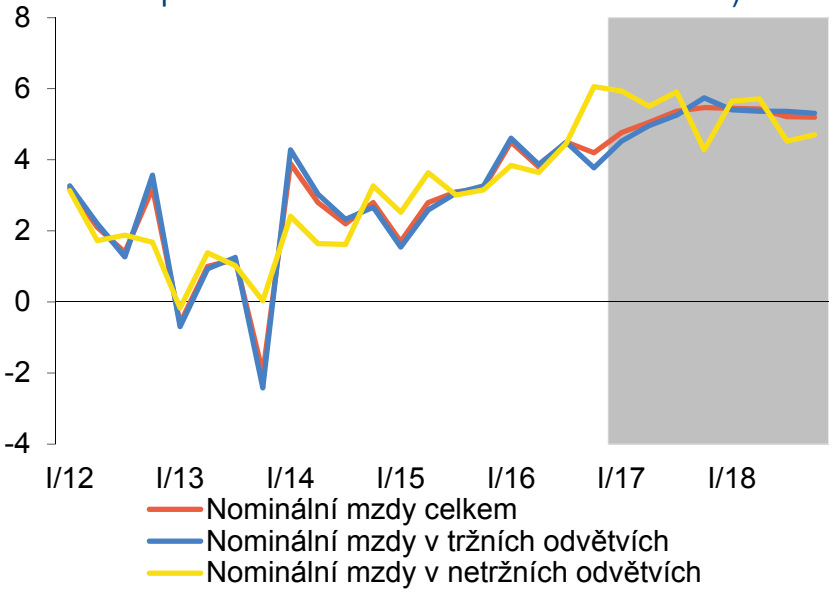
- Silný růst spotřeby domácností bude odrážet další zvýšení dynamiky objemu mezd a platů i jiných zdrojů příjmů.
- Aktuálně pozorovaný pokles tvorby hrubého kapitálu odezní především vlivem obnoveného čerpání fondů EU.
- Dynamika vývozu i dovozu se z nízké výchozí hodnoty zvýší.

Prognóza trhu práce

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

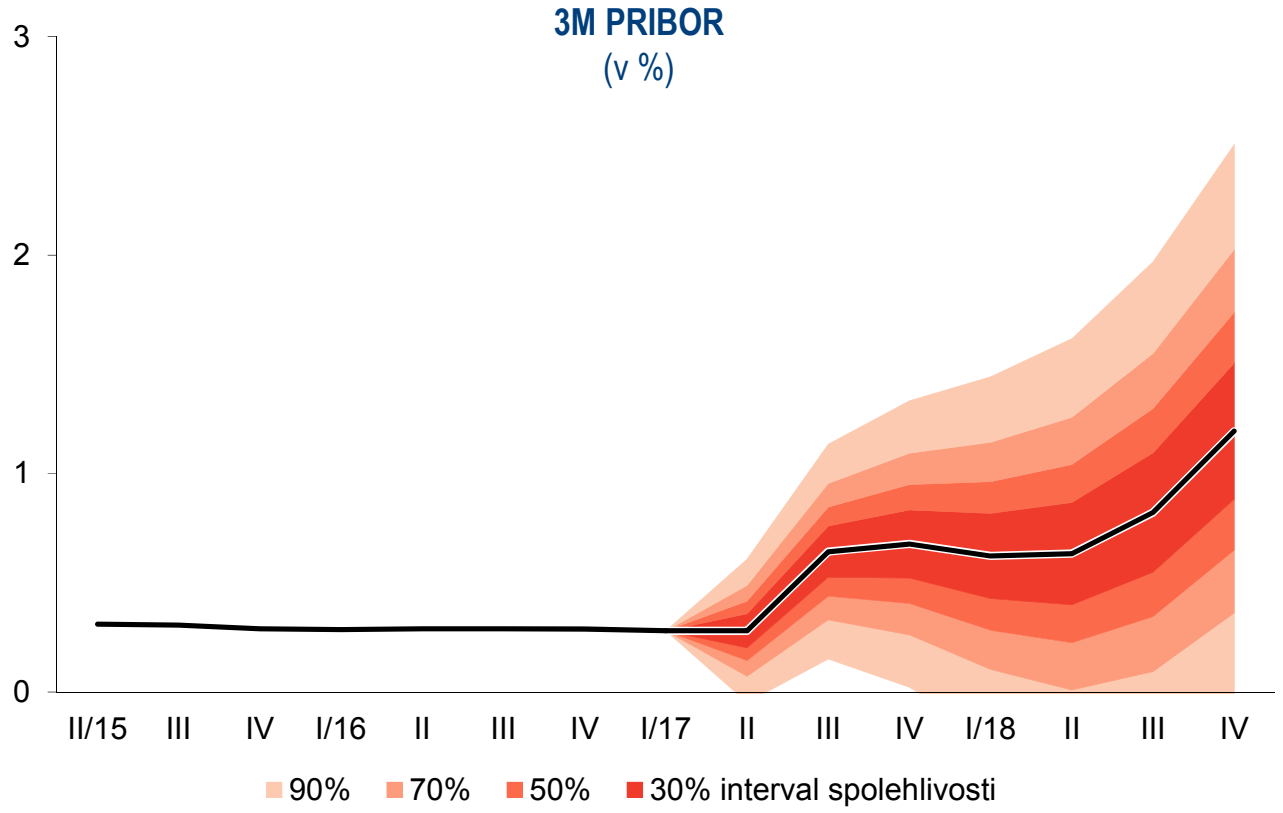


Průměrná nominální mzda
(mzr. v %, podnikatelská sféra – s.o., nepodnikatelská sféra – sezonně neočištěno)



- Celková zaměstnanost se bude dále zvyšovat, ale významně pomalejším tempem než doposud. Pokles míry nezaměstnanosti se zmírní, protože již naráží na přirozené limity.
- Růst mezd v tržních odvětvích dále zrychlí vlivem sílícího nedostatku volné pracovní síly při pokračujícím zvyšování poptávky po práci.
- Dynamika mezd v netržních odvětvích zůstane vysoká vlivem politiky vlády.

Prognóza domácích úrokových sazeb



- S prognózou je konzistentní nárůst domácích tržních úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí 2017 a poté i v průběhu příštího roku.
- Zvyšování sazeb však bude zhruba do poloviny příštího roku výrazně brzděno aktuálně pokračujícím kvantitativním uvolňováním ECB.

Kurzový vývoj po exitu

Faktory možného posílení

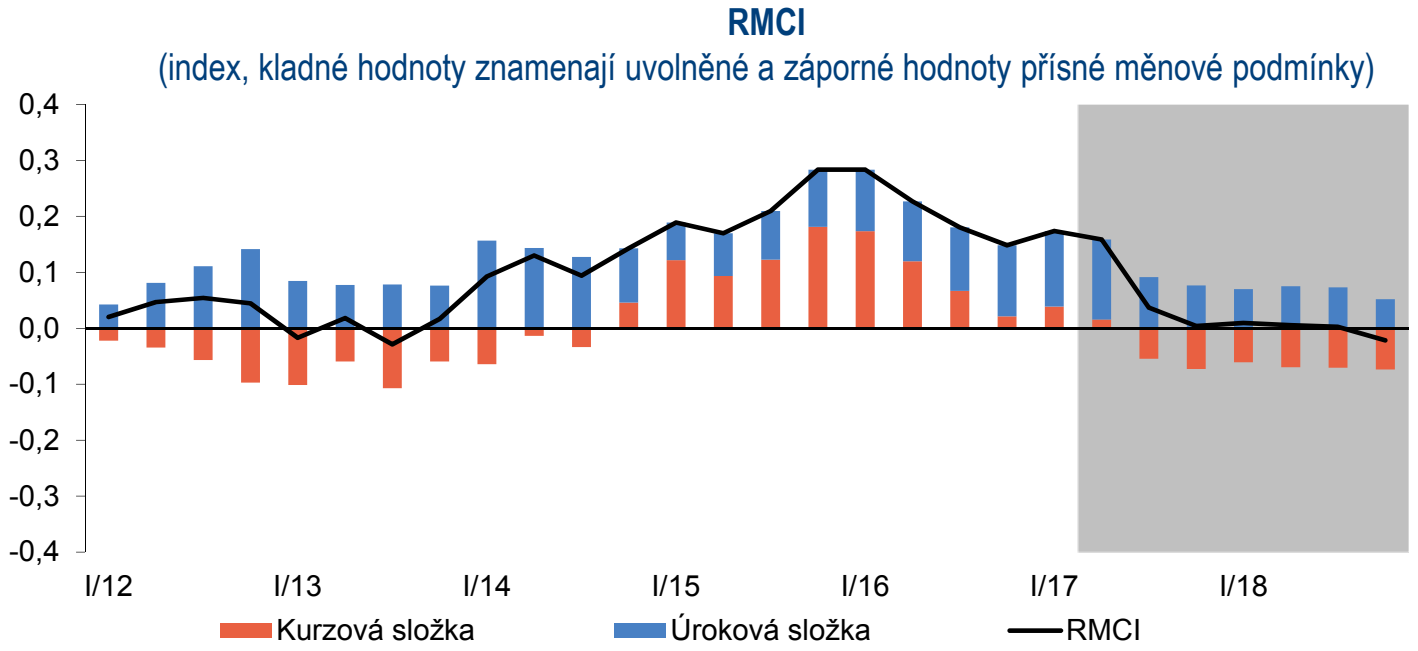
- Mírně kladný úrokový diferenciál vůči eurozóně.
- Kvantitativní uvolňování ECB.
- Obnovení dlouhodobé konvergence a s tím i rovnovážného reálného posilování kurzu (ale podstatně pomalejšího než před krizí, dle ČNB kolem 1,5 % ročně).

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“).

- Po ukončení kurzového závazku provedeném na počátku dubna bude měnový kurz dle prognózy posilovat (viz faktory uvedené výše na levé „misce vah“).
- Prognóza kurzu ovšem nebere do úvahy, že jeho posilování může být i v dalších čtvrtletích výrazně tlumeno tzv. překoupeností trhu.

Prognóza celkových měnových podmínek



- Ukončení kurzového závazku bylo prvním krokem k postupnému návratu celkových měnových podmínek k normálu.
- Prognóza předpokládá, že k němu dojde – v kontextu nadále velmi uvolněné politiky ECB – zejména prostřednictvím posílení kurzu.
- Vývoj kurzu je nicméně hlavní nejistotou prognózy.
- Pokud by kurz zůstal na slabší úrovni vůči prognóze, vznikal by větší prostor pro zpřísnění měnových podmínek jejich úrokovou složkou.

Shrnutí

Shrnutí

- Kurzový závazek byl účinným mimořádným nástrojem měnové politiky, jeho opuštění proběhlo velmi hladce a transparentně.
- ČNB ho opustila poté, co došlo k naplnění podmínek pro udržitelné plnění dvouprocentního inflačního cíle do budoucna – dle prognózy se inflace bude příští rok nacházet v těsné blízkosti cíle.
- Ukončení kurzového závazku je prvním krokem k postupnému návratu celkových měnových podmínek k normálu.
- I při tomto posunu v nastavení měnových podmínek letos růst HDP zrychlí na necelá 3 %, a to zejména díky oživení vládních investic.
- Nejistotou prognózy zůstává zejména vývoj měnového kurzu.
- Česká národní banka je nadále připravena v případě potřeby zmírňovat možné nadměrné kurzové výkyvy svými nástroji.

Děkuji za pozornost.

Tomáš Holub

Tomas.Holub@cnb.cz