
Prognóza ekonomického vývoje v ČR a měnová politika ČNB

Zpráva o měnové politice – podzim 2021

Tomáš Holub

Seminář FRSA Advisory a Refinitiv

Praha, 16. listopadu 2021



Měnověpolitické rozhodnutí

2,75 %

2T repo
sazba

1,75 %

diskontní
sazba

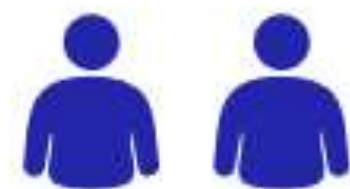
3,75 %

lombardní
sazba

ZVÝŠENÍ O 125 B. B.



PONECHÁNÍ



Bankovní rada ČNB na svém jednání 4. listopadu 2021 zvýšila dvoutýdenní repo sazbu o 125 bazických bodů na 2,75 %.

Současně rozhodla o zvýšení lombardní sazby na 3,75 %, diskontní sazby na 1,75 %.

Pro toto rozhodnutí hlasovalo 5 členů bankovní rady,
2 členové bankovní rady hlasovali pro ponechání sazeb beze změny.

Přijaté rozhodnutí bankovní rady se opírá o **podzimní makroekonomickou prognózu ČNB. S prognózou je konzistentní strmý nárůst tržních úrokových sazeb v závěru letošního a začátkem příštího roku** v reakci na aktuálně mimořádně silné inflační tlaky ze zahraniční i z domácí ekonomiky.

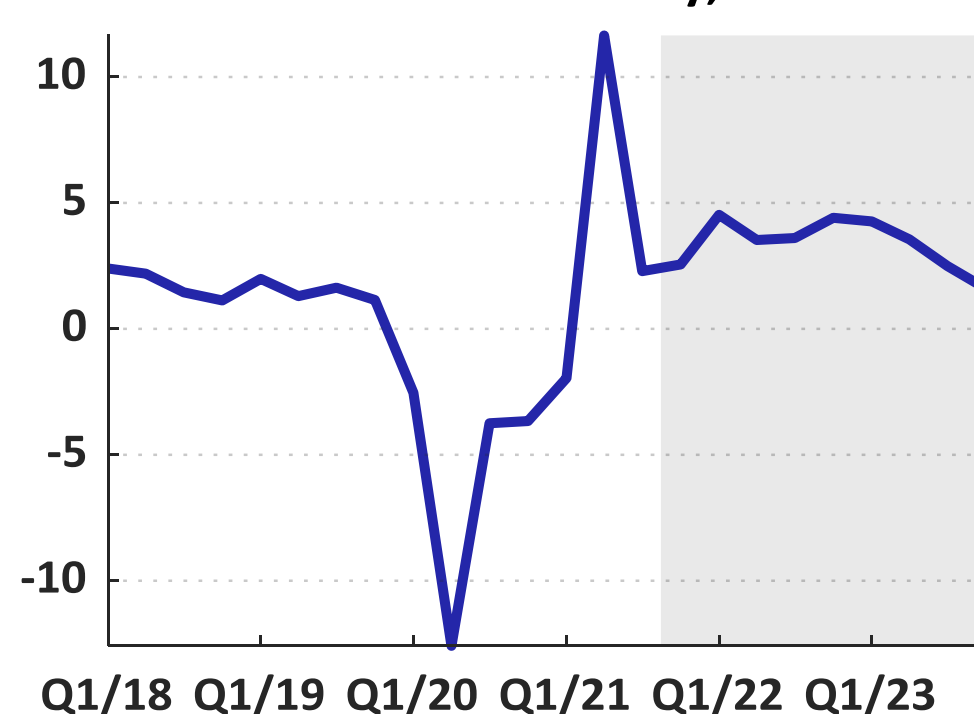
Zvýšení sazeb (od června celkově o 250 b.b.) omezí průsak inflačních tlaků do cenového vývoje a zabezpečí návrat inflace do blízkosti 2% cíle ČNB na horizontu měnové politiky.

Předpoklady prognózy

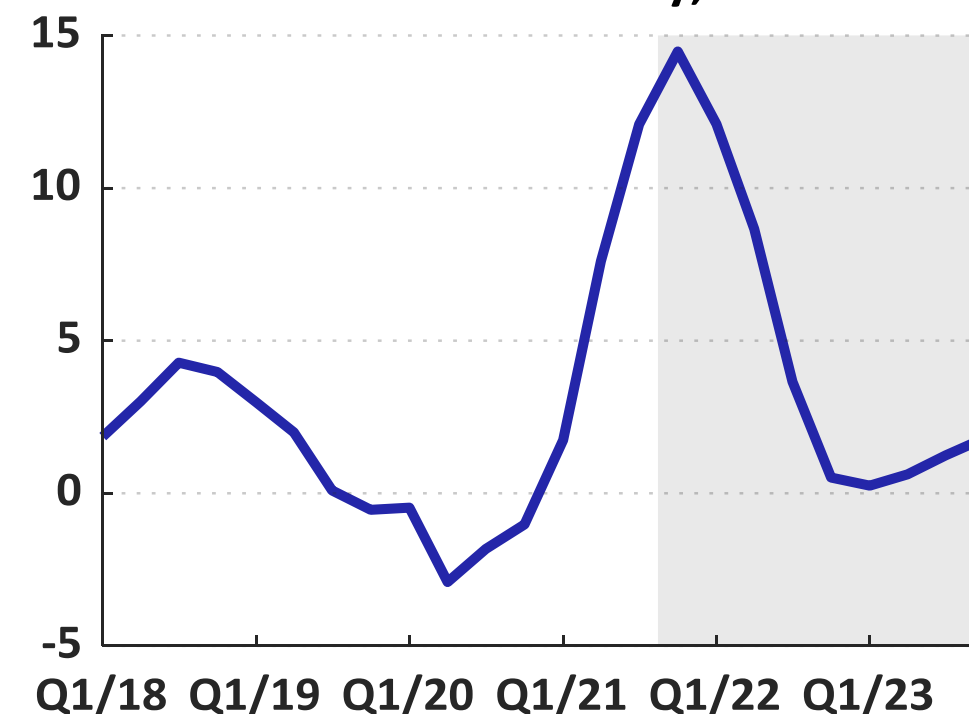


Předpoklady zahraničního vývoje (i)

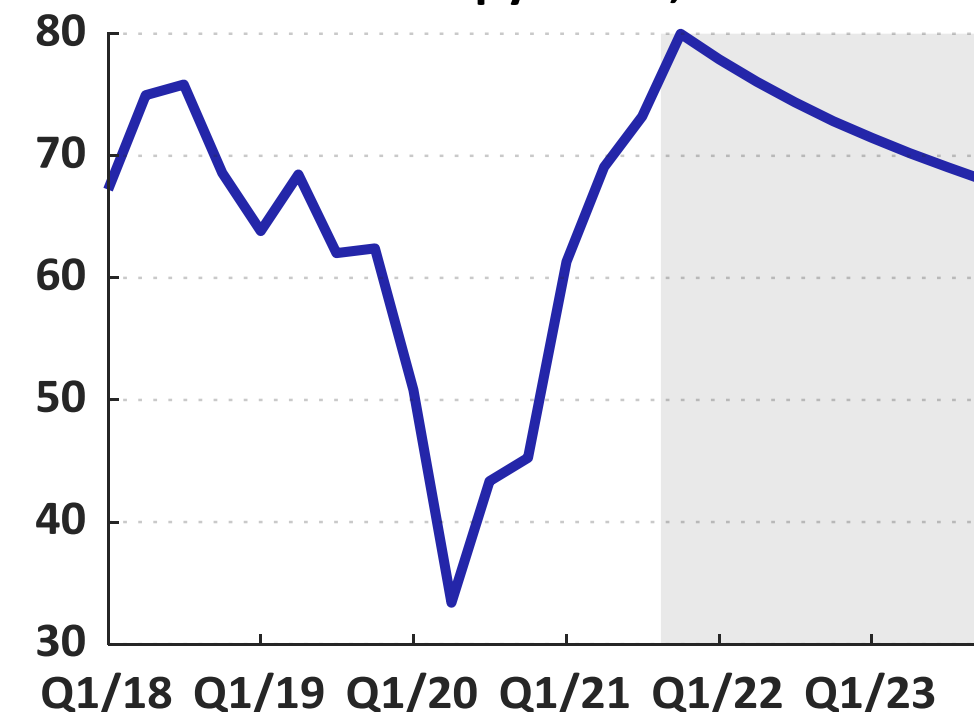
HDP efektivní eurozóny, mizr. v %



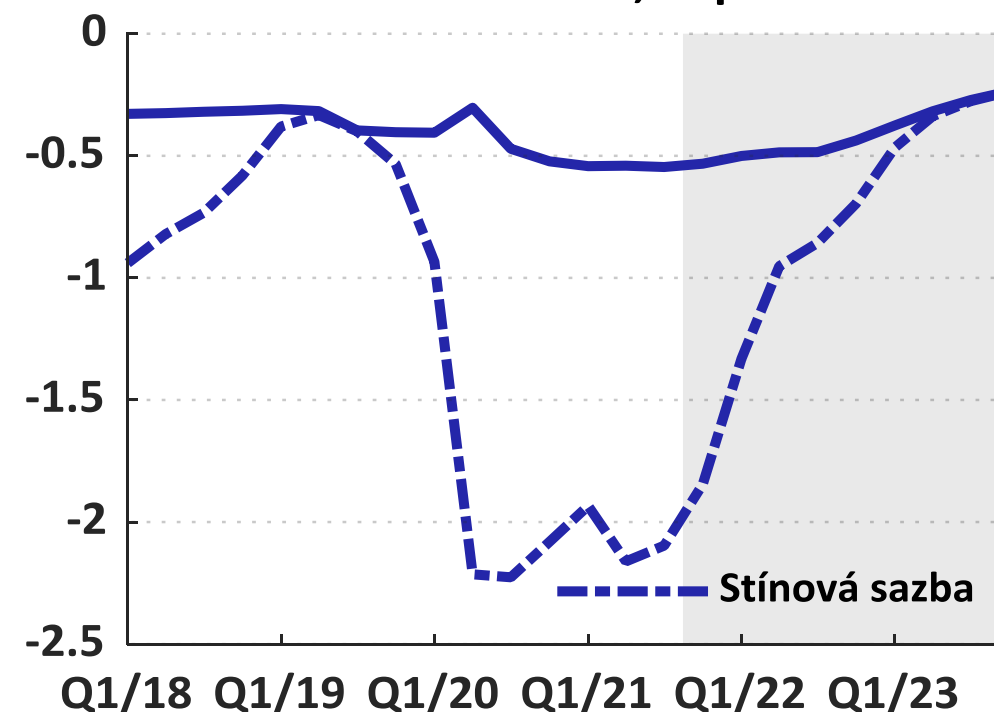
PPI efektivní eurozóny, mizr. v %



Cena ropy Brent, USD



3M EURIBOR, % p.a.



Ekonomická aktivita v efektivní eurozóně během léta pokračovala v oživení, zejména v sektoru služeb.

Průmyslová produkce byla zasažena problémy v dodavatelských řetězcích. Ty přetrvají až do poloviny příštího roku.

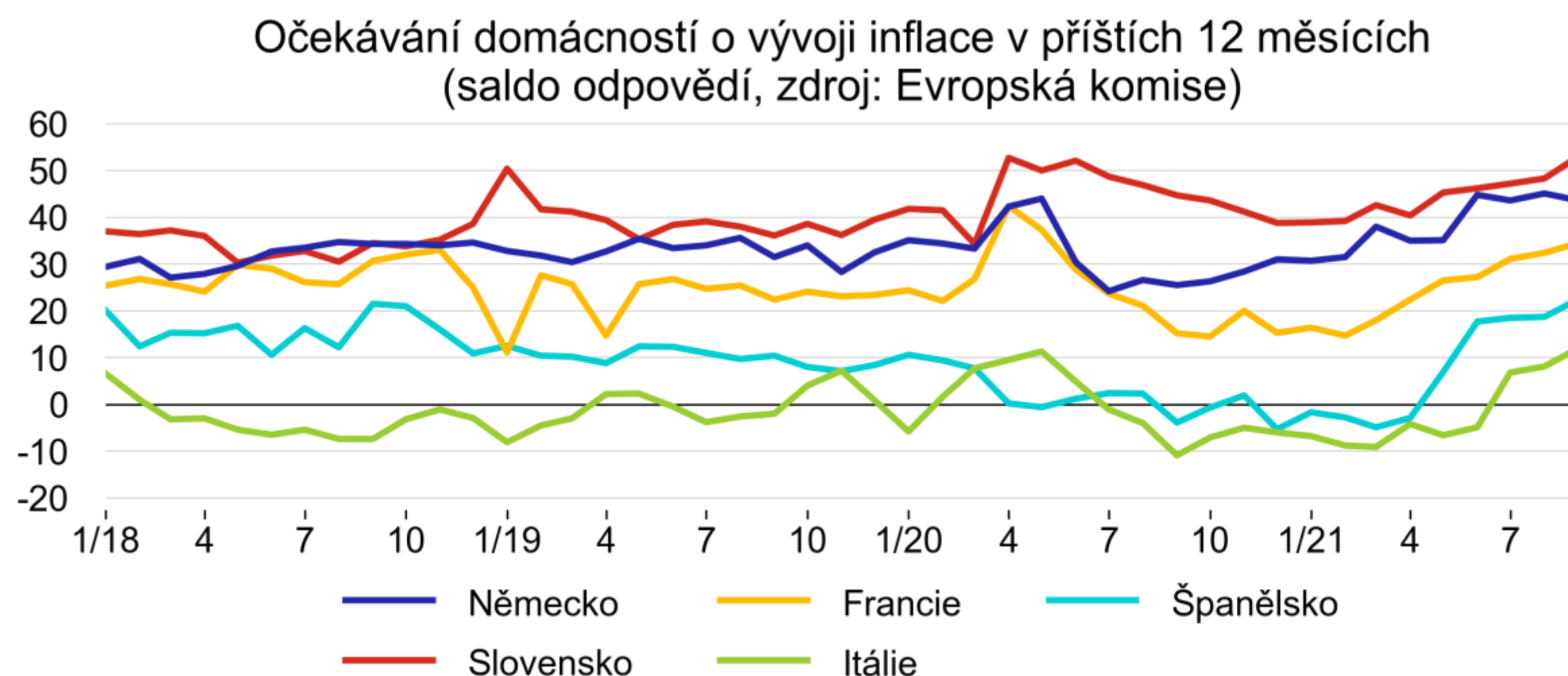
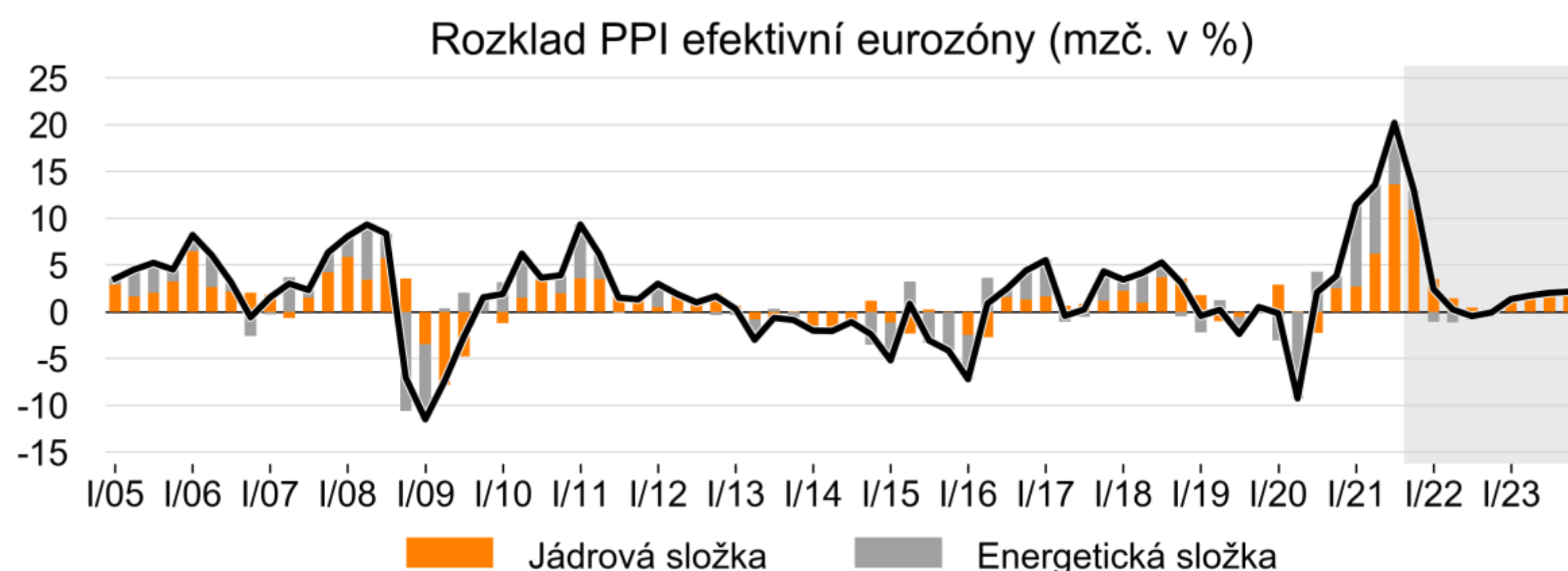
Růst v efektivní eurozóně přesáhne v letošním roce 3 %, v roce 2022 dále zrychlí.

Cena ropy bude v následujících dvou letech postupně klesat z aktuálně zvýšených hodnot.

Aktuální **výrazný cenový růst** v efektivní eurozóně vystřídá v příštím roce jeho postupné zvolnění.

Výhled **zahraničních úrokových sazeb** očekává zahájení pozvolného zpřísnování měnové politiky ECB.

Předpoklady zahraničního vývoje (ii)



Inflační tlaky v zahraniční **průmyslové výrobě** jsou aktuálně velmi silné a do konce letošního roku se dále zvýší.

Vedle růstu cen ropy a dalších energetických komodit působí proinflačně silná poptávka po průmyslovém zboží, která se odráží ve vysokém růstu **jádrových produkčních cen**.

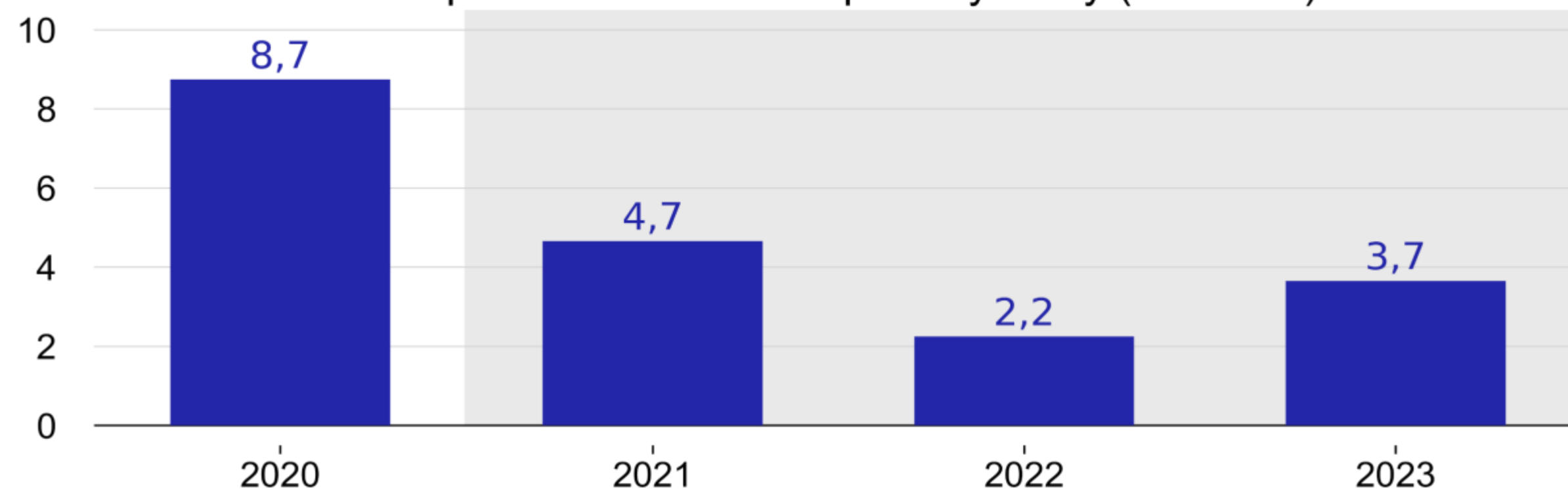
Na začátku příštího roku začnou inflační tlaky oslabovat s tím, jak se bude **uvolňovat napětí v dodavatelských řetězcích**. Navíc je očekáván pokles ceny ropy.

Vnější nákladové tlaky jsou tedy předpokládány jako dočasné, ale oproti původním očekáváním odezní později.

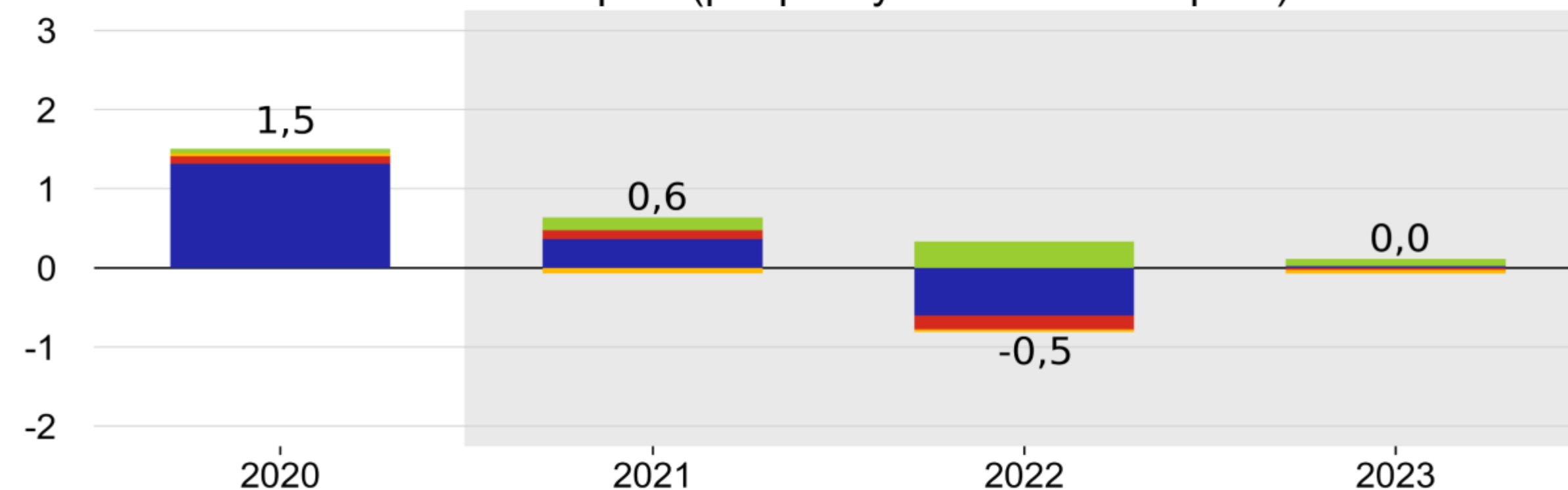
Vlivem aktuálního růstu cen očekávají spotřebitelé v zemích eurozóny **vyšší inflaci** v horizontu jednoho roku.

Předpoklady o vládní spotřebě a fiskálním impulzu

Tempo růstu nominální spotřeby vlády (mzr. v %)



Fiskální impulz (příspěvky k růstu HDP v p. b.)



Fiskální politika zvyšuje dynamiku HDP skrze **podporu příjmů a spotřeby domácností** (významný příspěvek má zrušení superhrubé mzdy).

Spotřeba vlády letos nadále roste, avšak vlivem loňské vysoké srovnávací základny její růst zvolňuje.

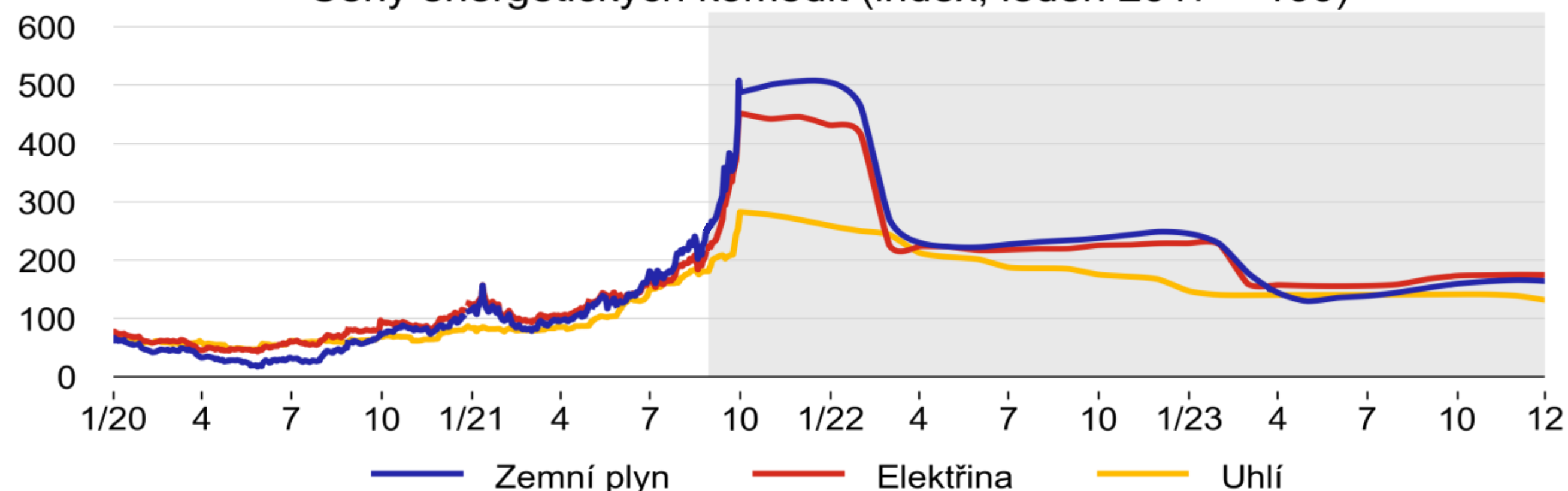
- Nominální nemzdová složka spotřeby vlády je opět posílena mimořádnými výdaji ve zdravotnictví.

Fiskální impulz bude v příštím roce vlivem odeznění většiny podpůrných opatření mírně záporný.

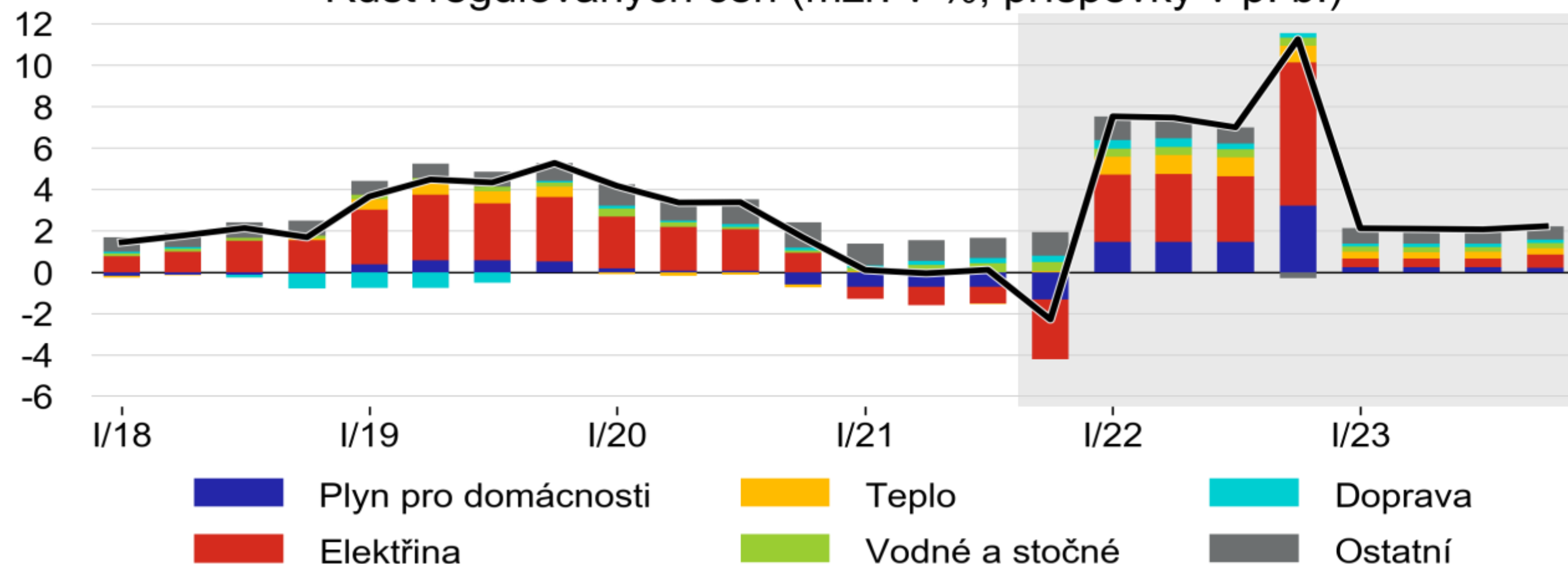
- Mimořádná valorizace důchodů či čerpání fondů EU budou restriktivní působení fiskální politiky tlumit.

Regulované ceny a ceny energií

Ceny energetických komodit (index, leden 2017 = 100)



Růst regulovaných cen (mzr. v %, příspěvky v p. b.)



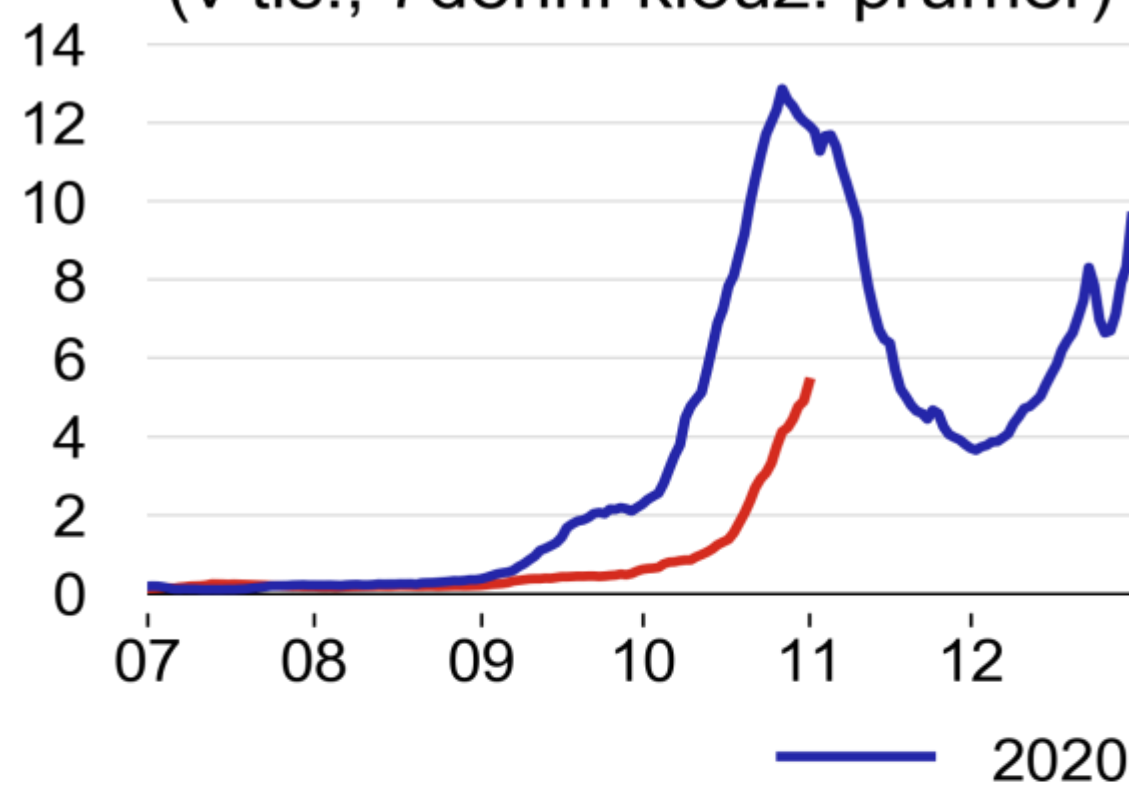
Skokový **nárůst cen energetických surovin** by měl částečně odeznít s koncem nadcházející zimy.

Zdražení energií koncem letošního roku se v domácích regulovaných cenách prozatím neprojeví, neboť bude převáženo dočasným **odpuštěním DPH na elektřinu a zemní plyn**.

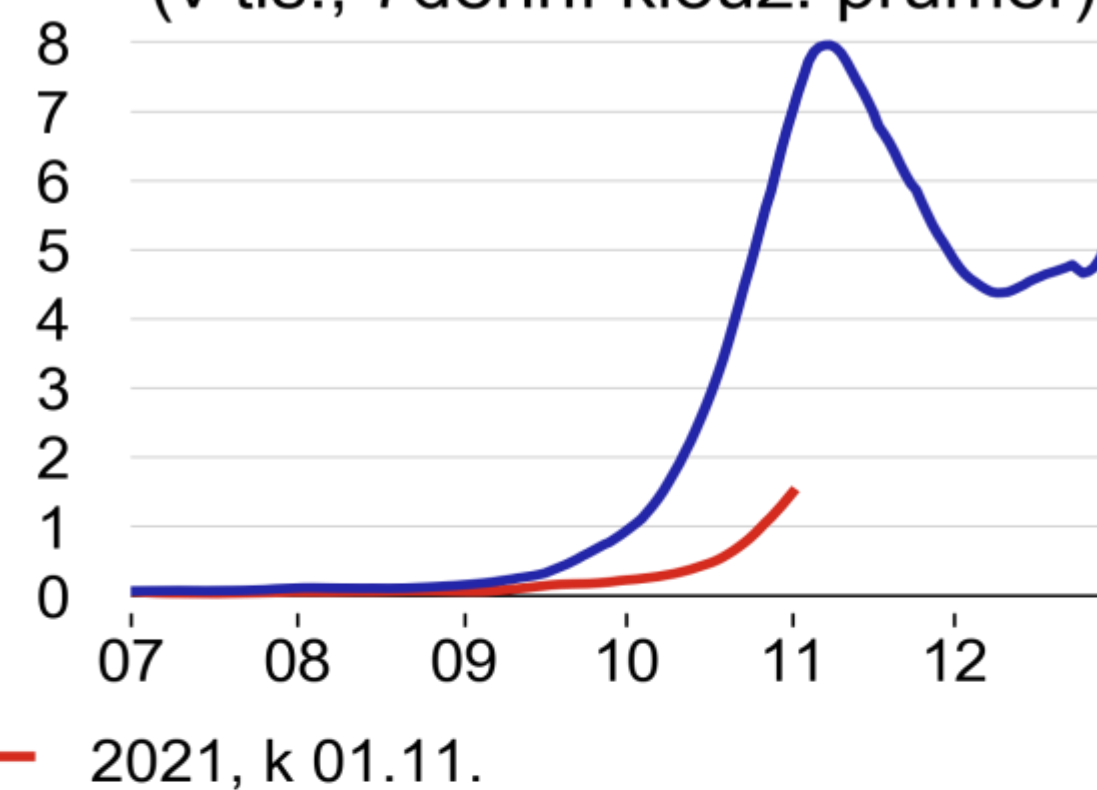
V příštím roce však **regulované ceny** skokově vzrostou až nad 7 %, když odpuštění DPH již nebude v platnosti.

Předpoklady o pandemii a aktuální vývoj

Denní počet nově nakažených
(v tis., 7denní klouz. průměr)



Stav hospitalizovaných osob
(v tis., 7denní klouz. průměr)

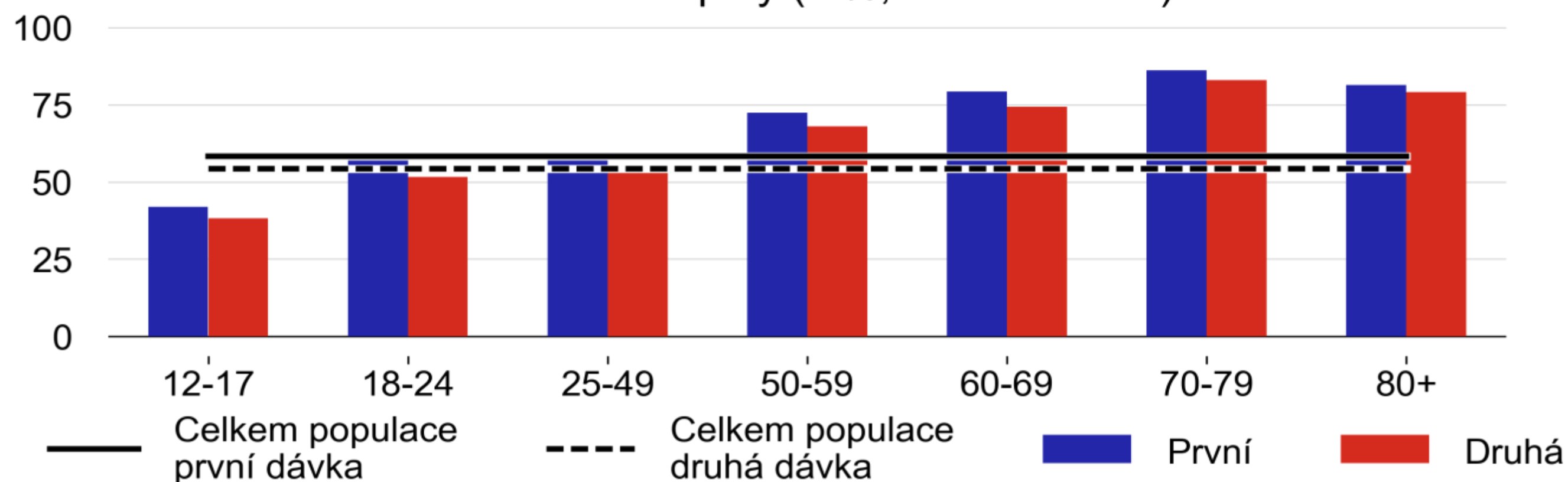


Během října rostl počet nově nakažených osob, ačkoli v meziročním srovnání **pandemie zatím nedosahuje proporcí loňského podzimu**, jak v počtu nakažených tak i hospitalizovaných osob.

Prognóza předpokládá, že **nárůst počtu nakažených a zejména hospitalizovaných** ve zbytku roku bude **tlumen** proočkovaností, promořením a dílčími vládními opatřeními.

Prognóza předpokládá, že případné zpřísnění protiepidemických opatření během nadcházejících měsíců přinese pouze **malé ekonomické dopady**.

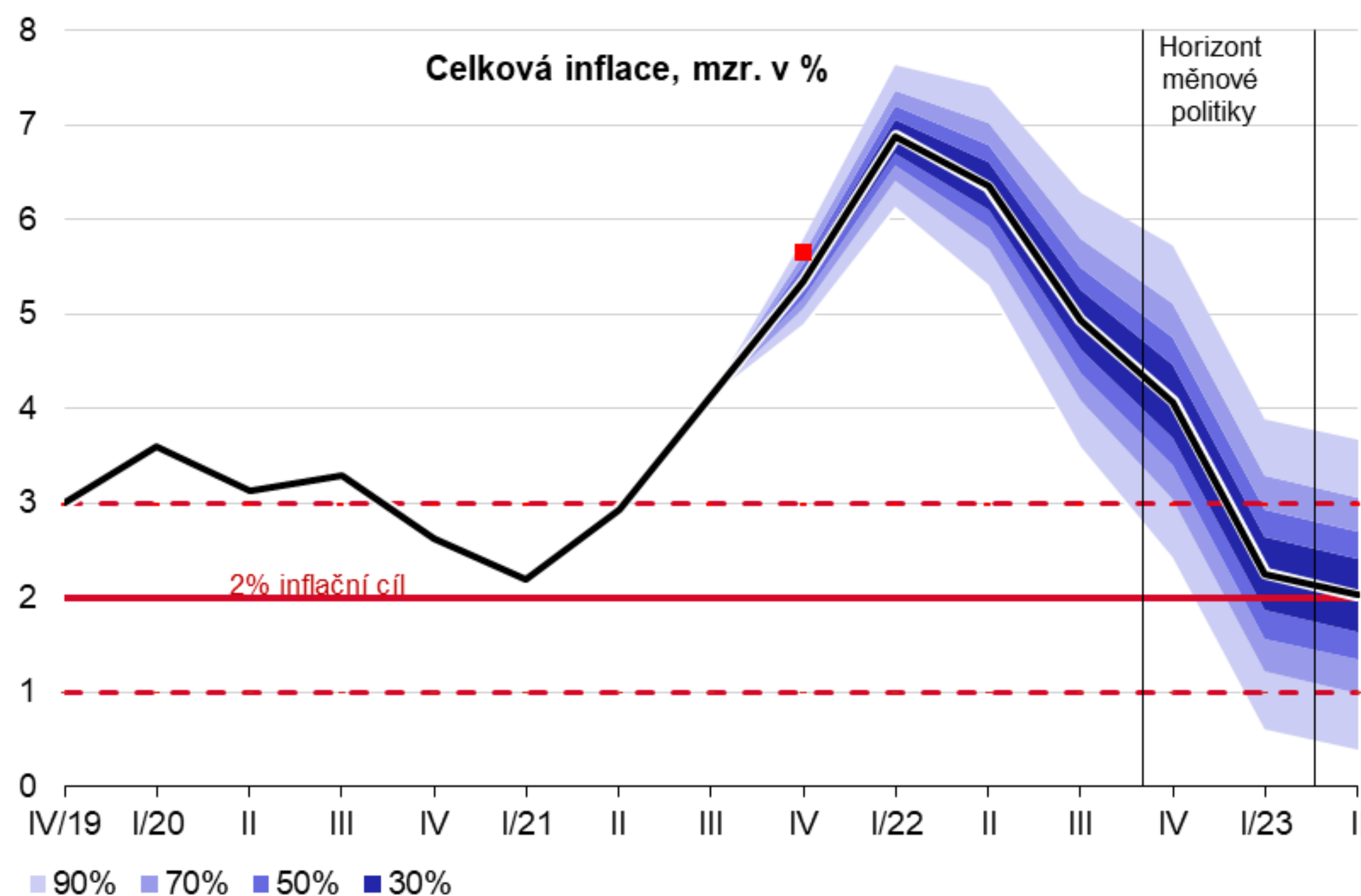
Podíl proočkované populace podle pořadí dávky
a věkové skupiny (v %, k 01.11.2021)



Prognóza – podzim 2021



Prognóza celkové inflace



Celková inflace na přelomu roku zrychlí až k 7 % a nad cílem se bude nacházet i po většinu příštího roku.

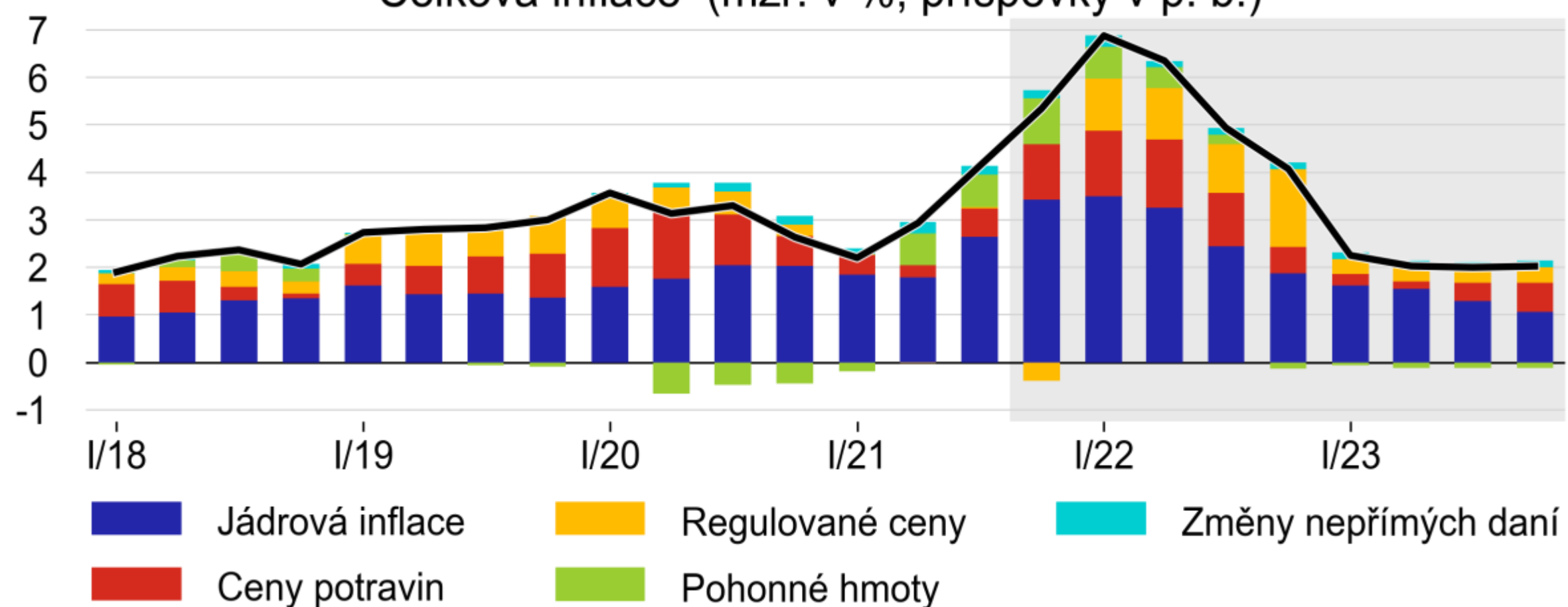
- V příštím roce celková inflace postupně zpomalí díky zpřísnění měnových podmínek v kurzové i úrokové složce a postupnému odeznění letošních proinflačních tlaků.

Měnověpolitická inflace se bude, s výjimkou konce letošního roku, nacházet lehce pod celkovou inflací vlivem dopadů změn spotřebních daní.

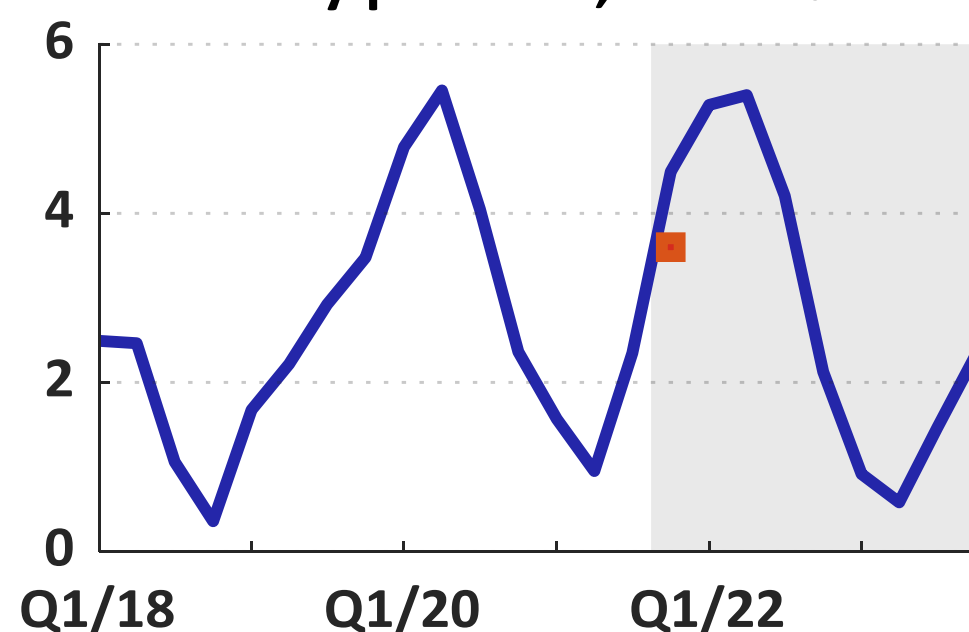
Inflace se v říjnu dosáhla 5,8 % (prognóza očekávala 5,5 %). Pozorovaná inflace je tak mírně **nad prognózou**, když její odchylka je dána **vyšší jádrovou inflací** (+0.35 p.b. do celkové inflace) a regulovanými cenami (+0,15 p.b.). Naopak ceny potravin rostly méně (-0,24 p.b.).

Struktura inflace

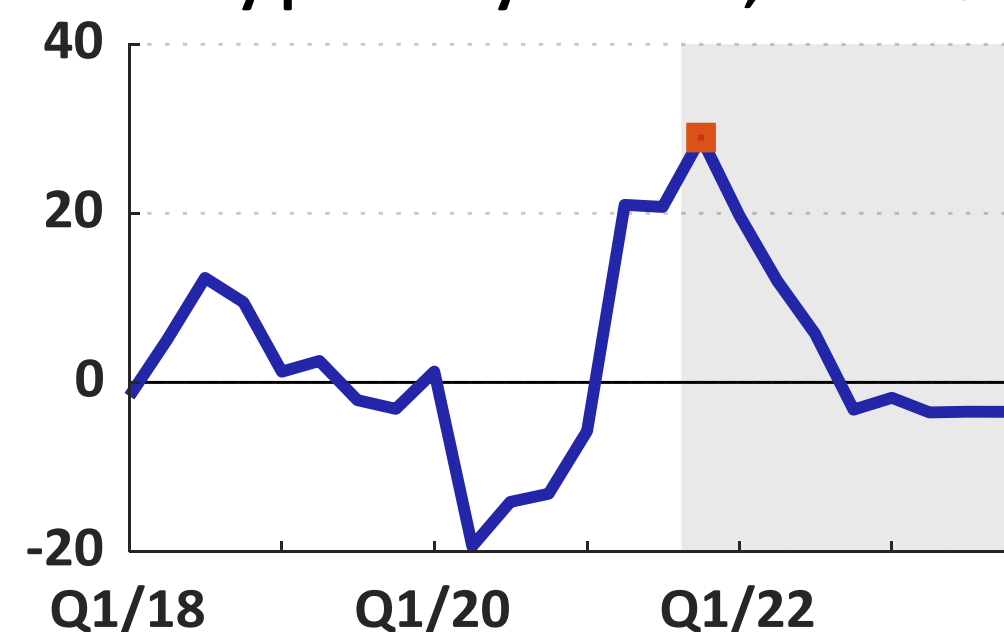
Celková inflace (mzr. v %, příspěvky v p. b.)



Ceny potravin, mzr. v %



Ceny pohonných hmot, mzr. v %



Pozorovaný růst cen je **plošný**.

Cenovému růstu na prognóze bude nadále dominovat **jádrová inflace**.

K vyšší celkové inflaci přispěje i **inflace cen potravin**, které bude odrážet zdražování agrárních komodit ve světě na pozadí silné domácí poptávkové.

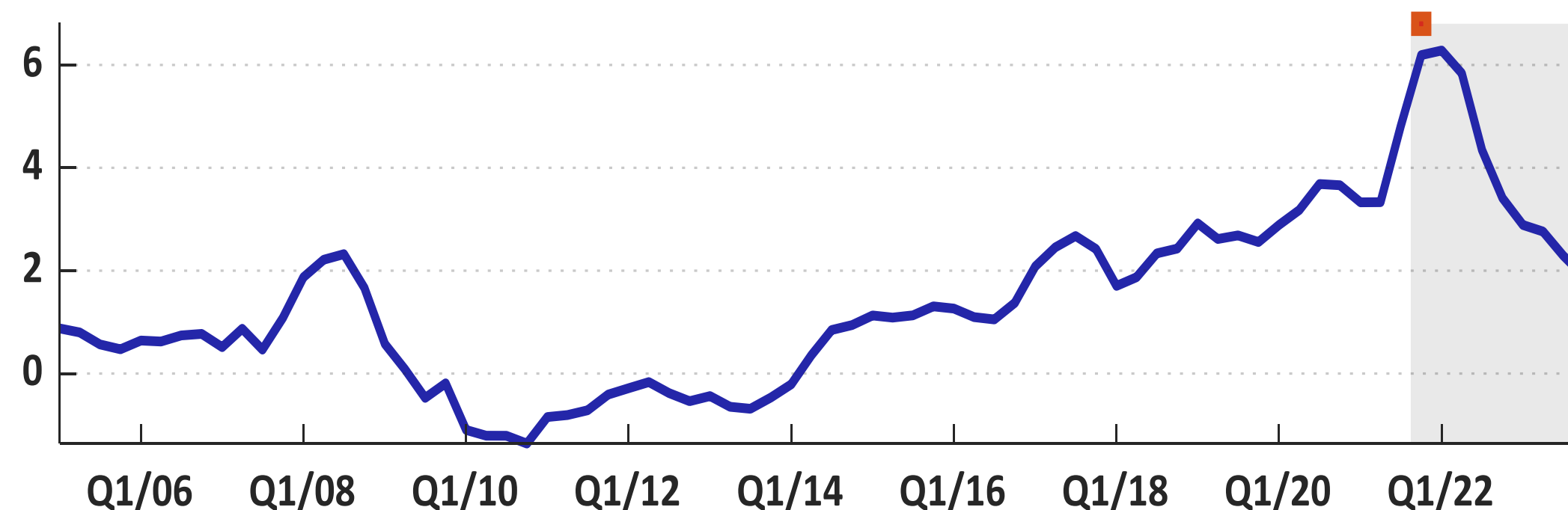
- Po kulminaci v 1H 2022 se dynamika cen potravin počátkem roku 2023 sníží.

Aktuálně kladný příspěvek **cen pohonných hmot** k dynamice inflace bude postupně odeznívat vlivem pozvolného poklesu cen ropy a postupně posilujícího kurzu koruny.

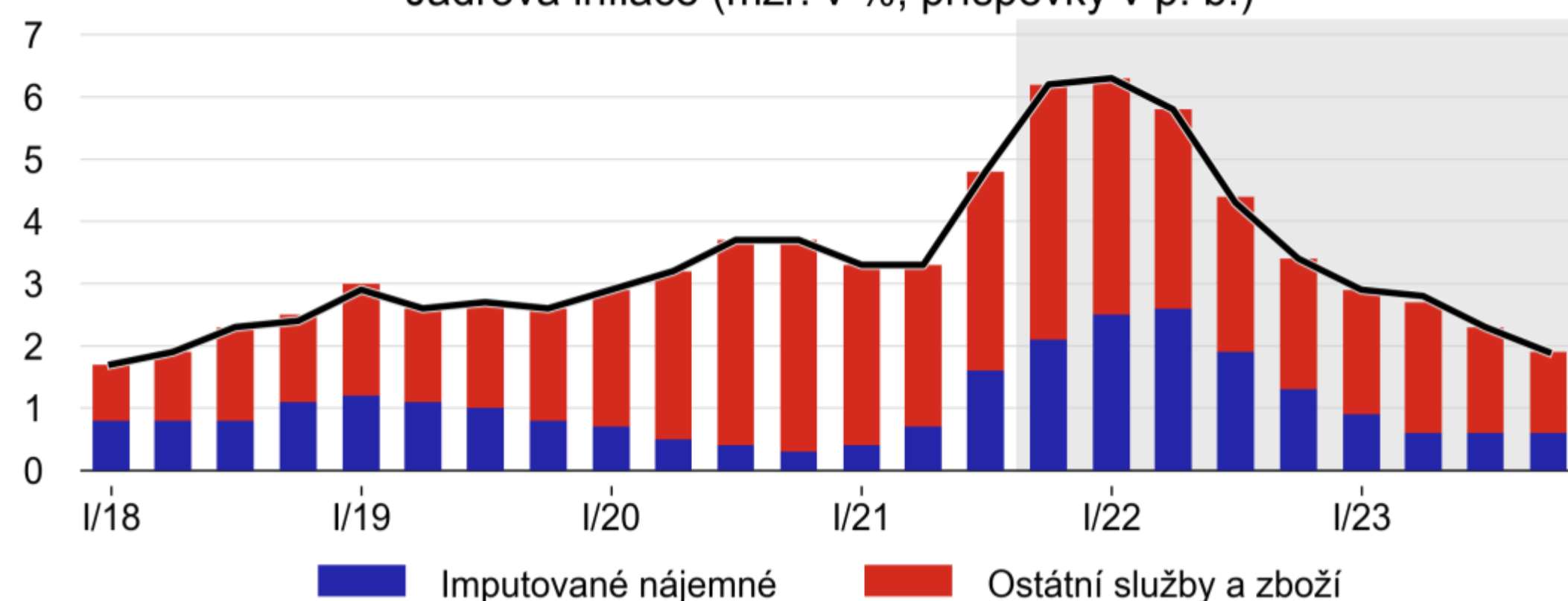
V příštím roce výrazně zrychlí dynamika **regulovaných cen**.

Jádrová inflace

Jádrová inflace, mizr. v %



Jádrová inflace (mizr. v %, příspěvky v p. b.)



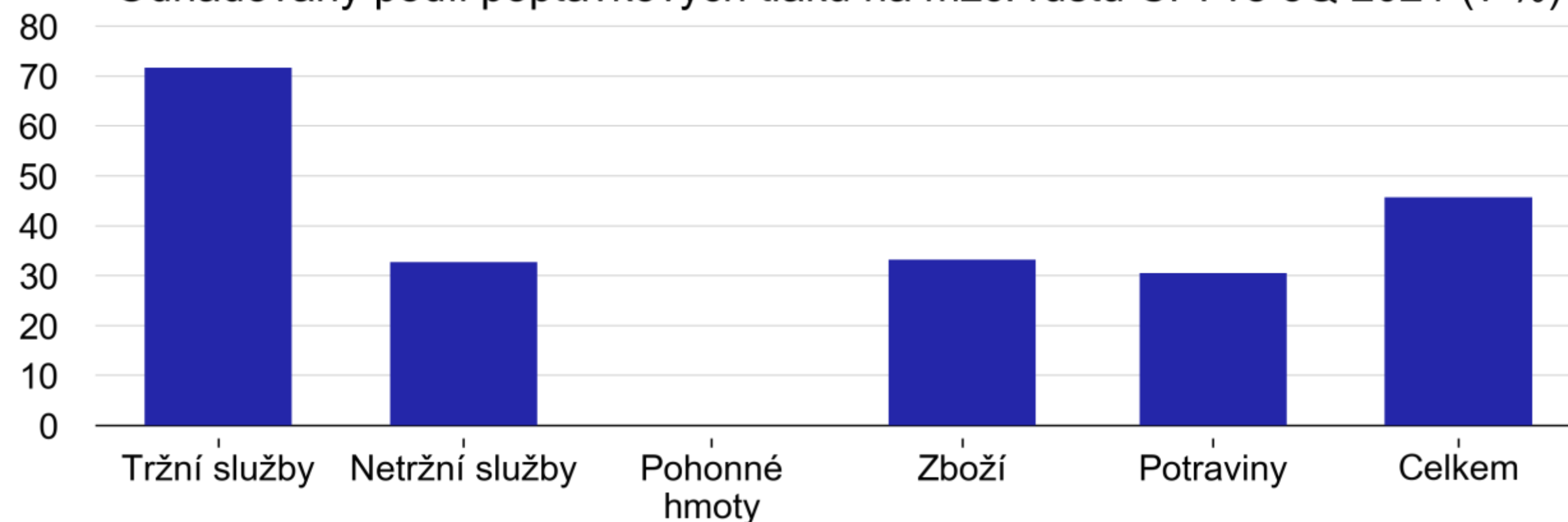
Silné inflační tlaky z domácí ekonomiky a rychlý růst cen průmyslových výrobců budou udržovat vysokou **jádrovou inflaci** i po zbytek letošního a v první polovině příštího roku.

K nárůstu jádrové inflace v prostředí robustního domácího poptávkového klimatu významně přispívá i zrychlující dynamika **imputovaného nájemného**.

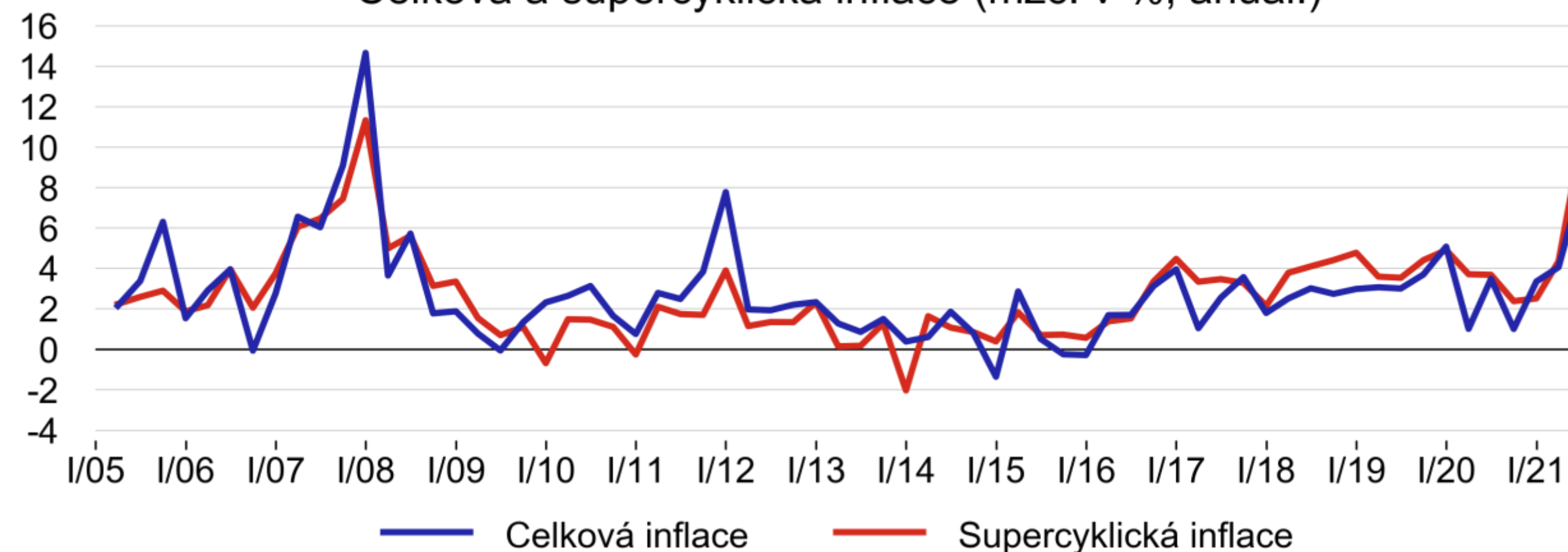
- V růstu imputovaného nájemného se projevuje souběh pokračujícího výrazného růstu **cen nemovitostí** a stavebních prací.
- Růst cen stavebních prací odráží setrvalý **růst mezd ve stavebnictví** a **potíže v globálních dodavatelských řetězcích**, které se projevují nedostatkem a vysokou cenou některých stavebních materiálů.

Domácí poptávkové tlaky

Odhadovaný podíl poptávkových tlaků na mzč. růstu CPI ve 3Q 2021 (v %)



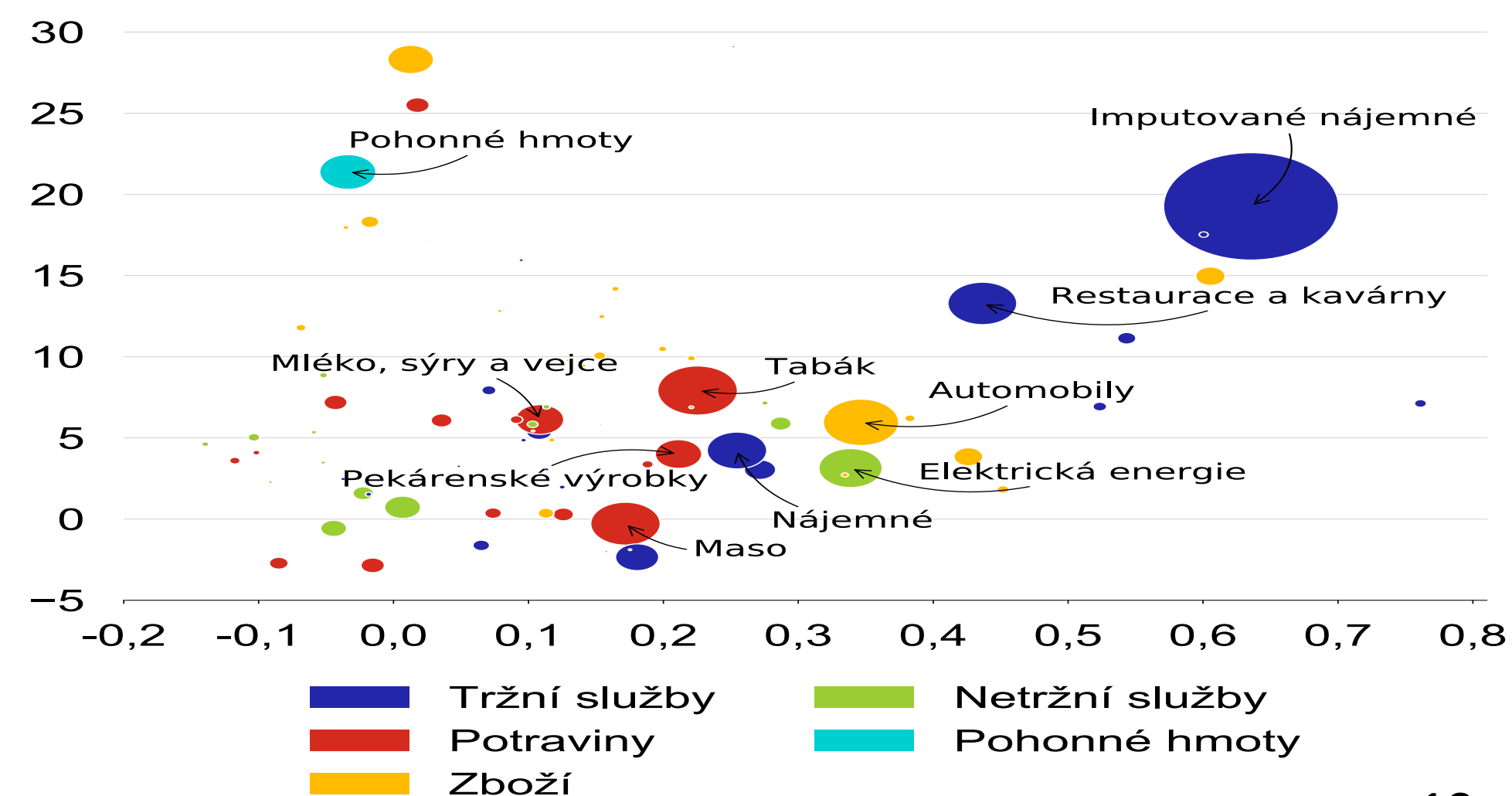
Celková a supercyklická inflace (mzč. v %, anual.)



Vedle zahraničních nákladů přispívá k rychlému růstu cen také **silně proinflační domácí prostředí**.

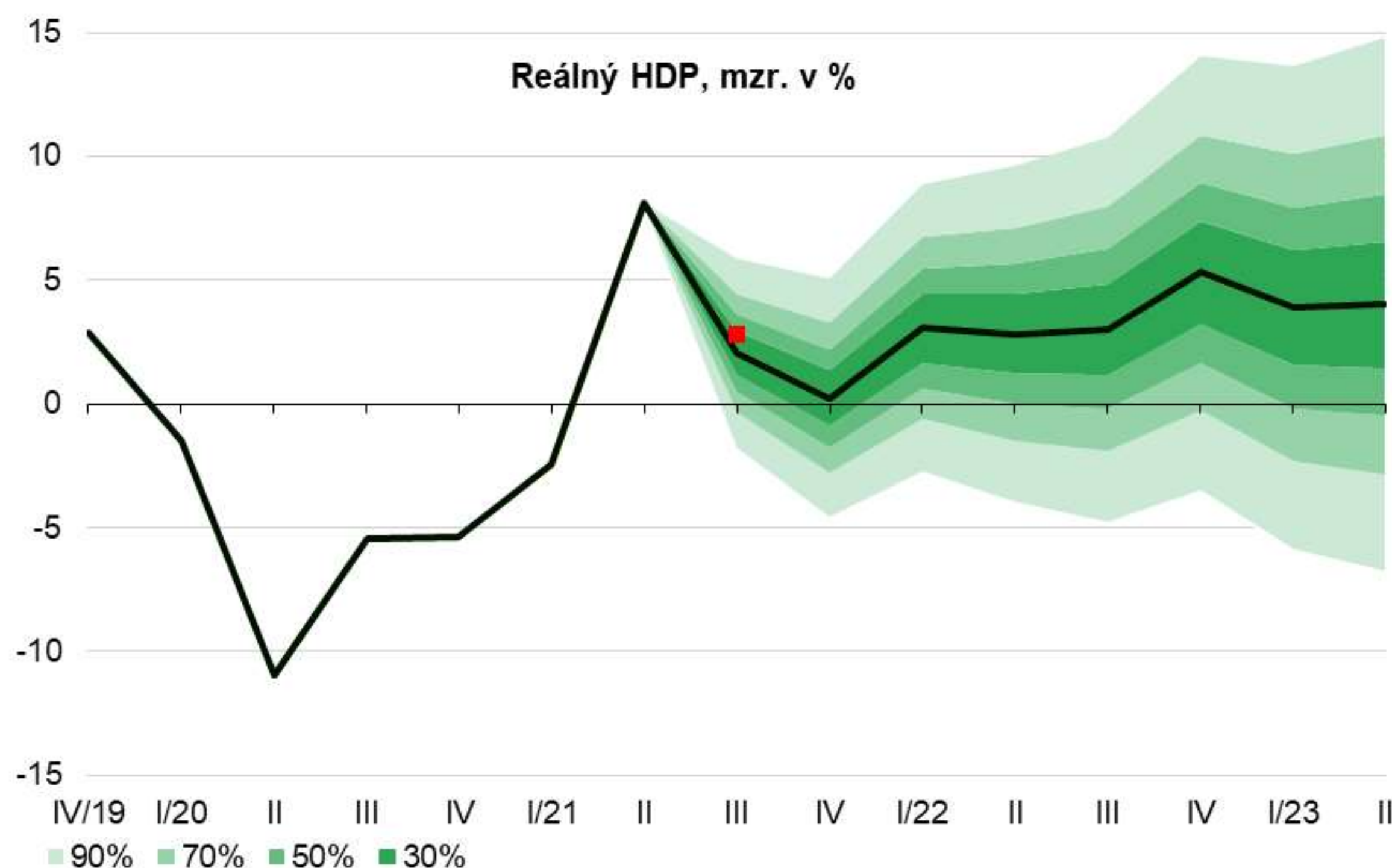
Nejvíce rostou ceny korelované s napětím na trhu práce, zejména **ceny služeb**, takže „supercyklická“ inflace je vyšší než celková inflace.

Vztah růstu cen ve 3.Q 2021 a napětí na trhu práce (měřeno indikátorem LUCI)



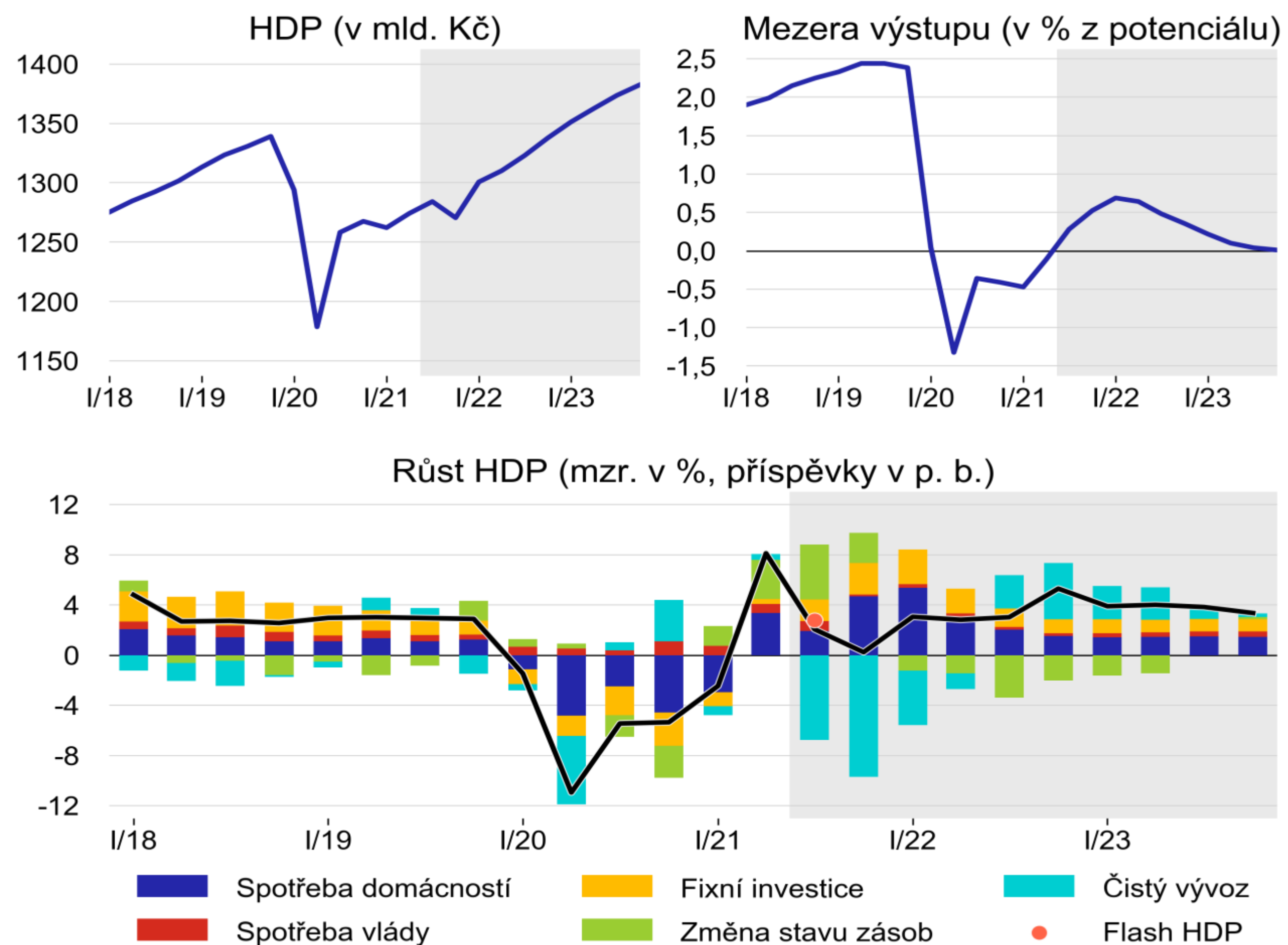
osa x: korelace s LUCI, osa y: anualizovaný mezičtvrtletní růst cen v % ve třetím čtvrtletí 2021, barva bubliny odpovídá zařazení do analytické skupiny, velikost bubliny odpovídá váze kategorie

Prognóza růstu reálného HDP



- Uvolnění protiepidemických opatření s sebou přineslo citelné oživení **domácí ekonomické aktivity** tažené **spotřebou domácností**, ke které přispívá mimo jiné také utrácení části nuceně vytvořených úspor z doby uzavírek (a v důsledku zrušení superhrubé mzdy).
- Ekonomická aktivita bude až do poloviny příštího roku tlumena přetrvávajícími **problémy v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích**, naopak protiepidemická opatření nebudou mít významné ekonomické dopady.
- **Růst reálného HDP** dosáhne v letošním roce 1,9 %. V příštím roce pak růst zrychlí na 3,5 % a podobného tempa dosáhne i v roce 2023.
- **Rychlý odhad HDP** poukazuje na vyšší růst ve 3Q 2021 (2,8 % oproti 2,1 % v prognóze).

Struktura reálného růstu HDP



Ekonomika začíná operovat nad svým potenciálem, neboť její zpomalení je dáno **poruchami na nabídkové straně**. **Kladná mezera výstupu** se bude v příštím roce postupně uzavírat.

Růst HDP bude tažen zejména **spotřebou domácností a investicemi**.

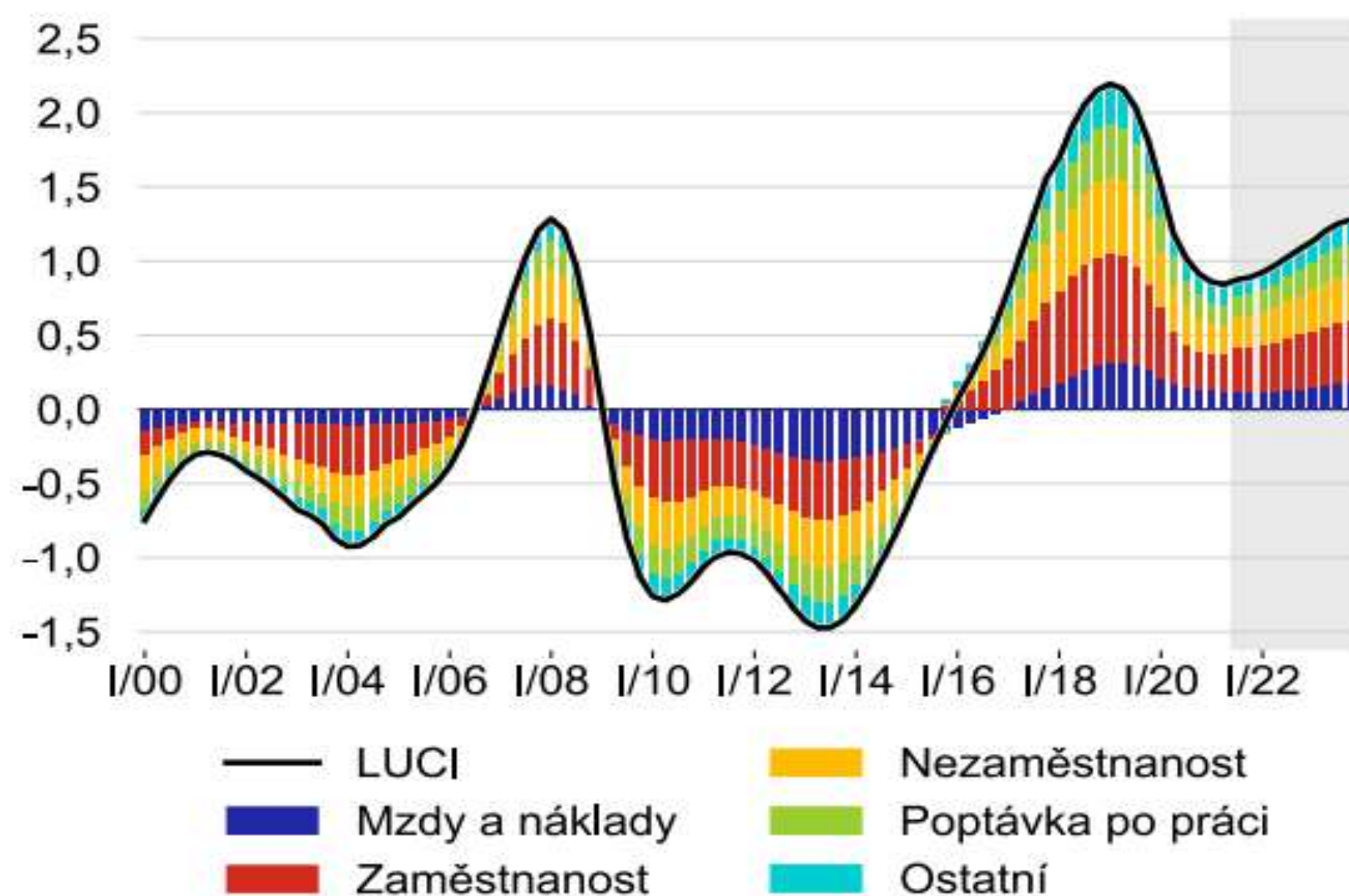
- Spotřeba domácností bude podpořena opětovným zlepšováním situace na trhu práce a také rozpouštěním části pandemií vynucených úspor.
- Celková investiční aktivita bude odrážet oživující zahraniční poptávky a sílícího napětí na trhu práce.

Odstávky v průmyslu (zejména automobilovém), nedostatek součástek a nárůst zásob z titulu nedokončené výroby se projeví dočasným **poklesem vývozu**.

Trh práce

LUCI – souhrnný indikátor trhu práce

index, směrodatné odchylky

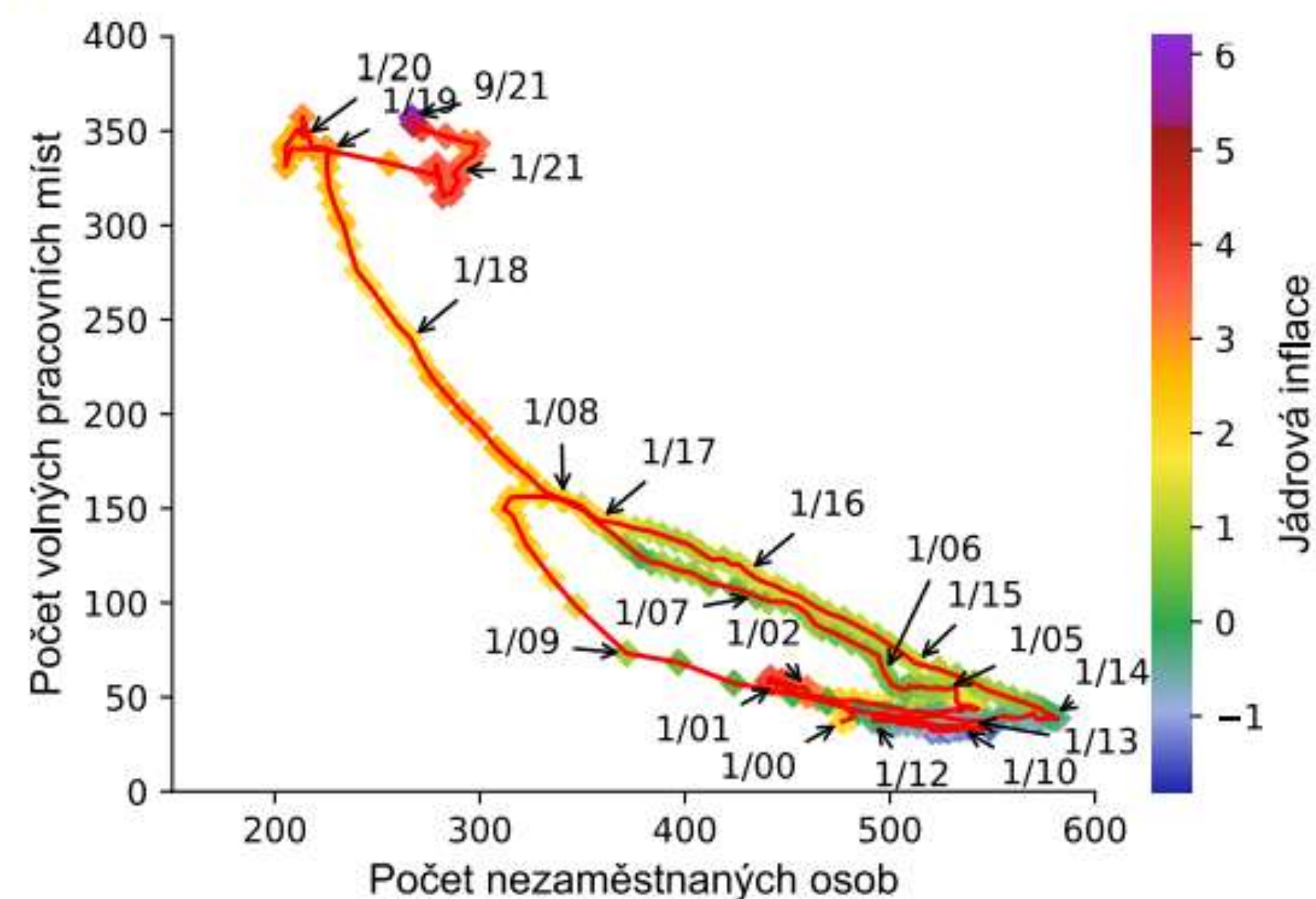


Kladné hodnoty znamenají, že trh práce je nad svou dlouhodobě rovnovážnou úrovní. Záporné hodnoty označují opačnou situaci.

Pohledem souhrnného indikátoru **LUCI** zůstává **trh práce nadále napjatý**, jeho přehřívání bude opět narůstat.

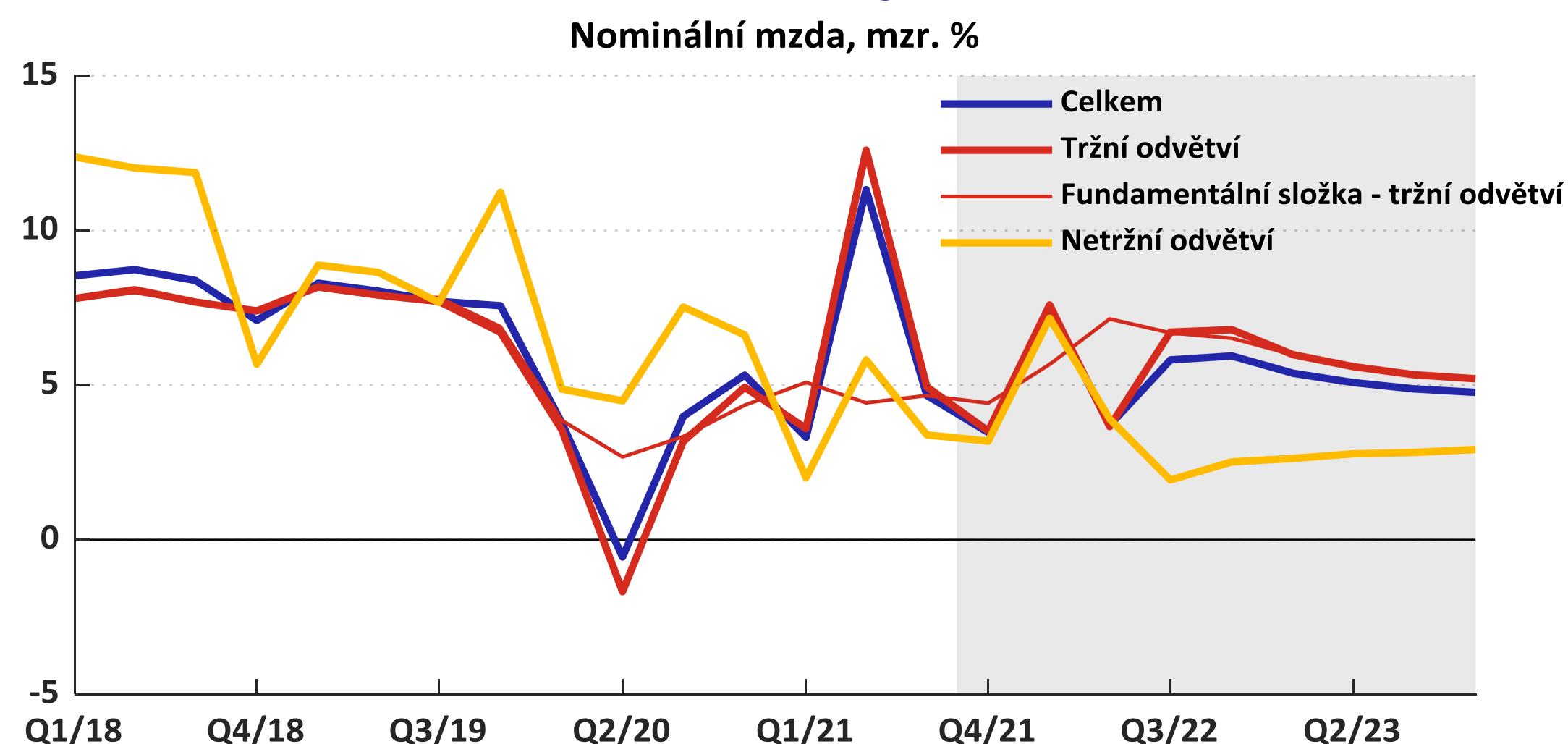
Beveridgeova křivka

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



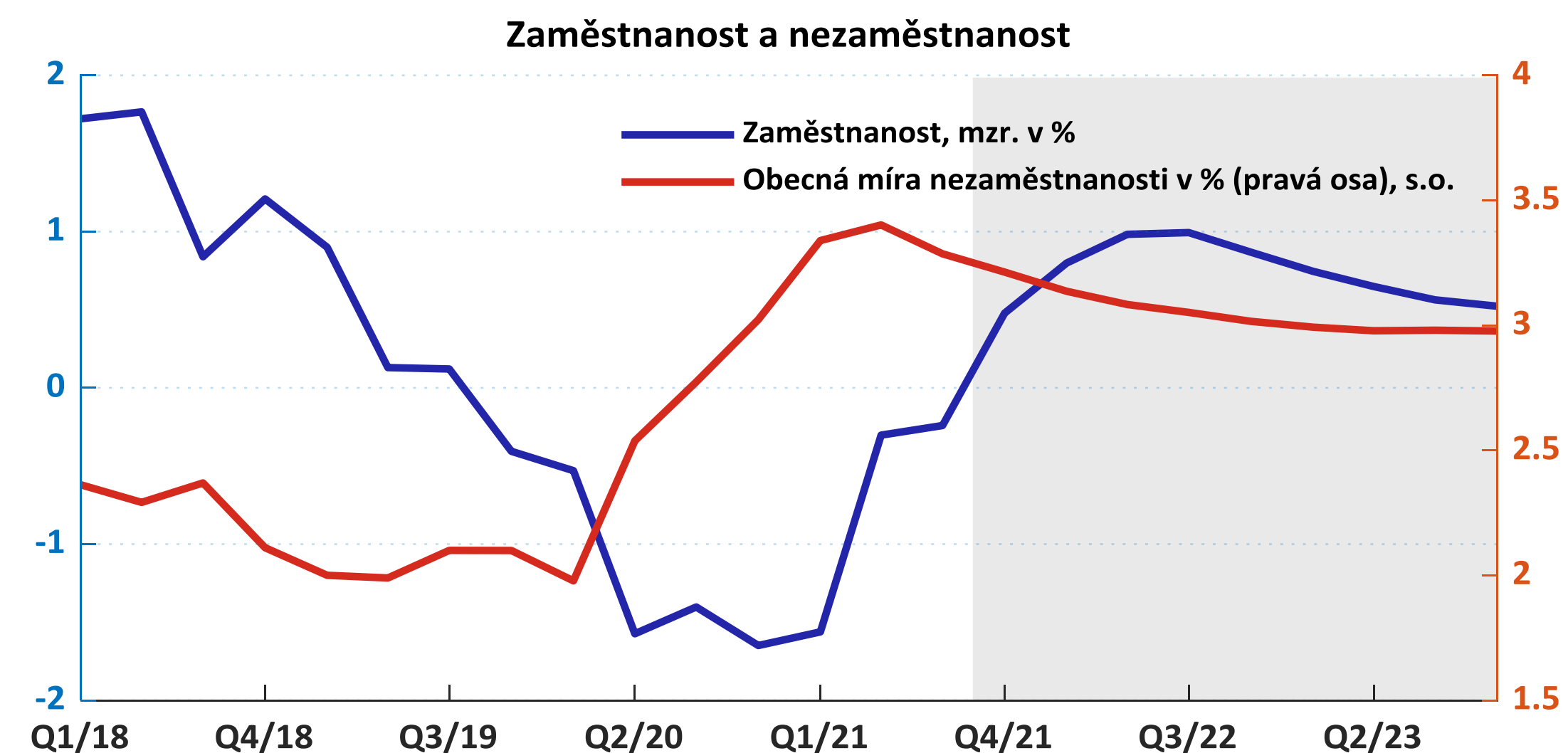
Pandemie a protiepidemická opatření **nevedla k významnému zchlazení trhu práce**, který tak působí i nadále **proinflačně**.

Trh práce – mzdy a nezaměstnanost



Poptávky po práci zrychlí dynamiku (fundamentálních) **tržních mezd**, které porostou i díky dalšímu nárůstu minimální mzdy od ledna 2022 a částečnému průsaku vysoké inflace do mzdového růstu.

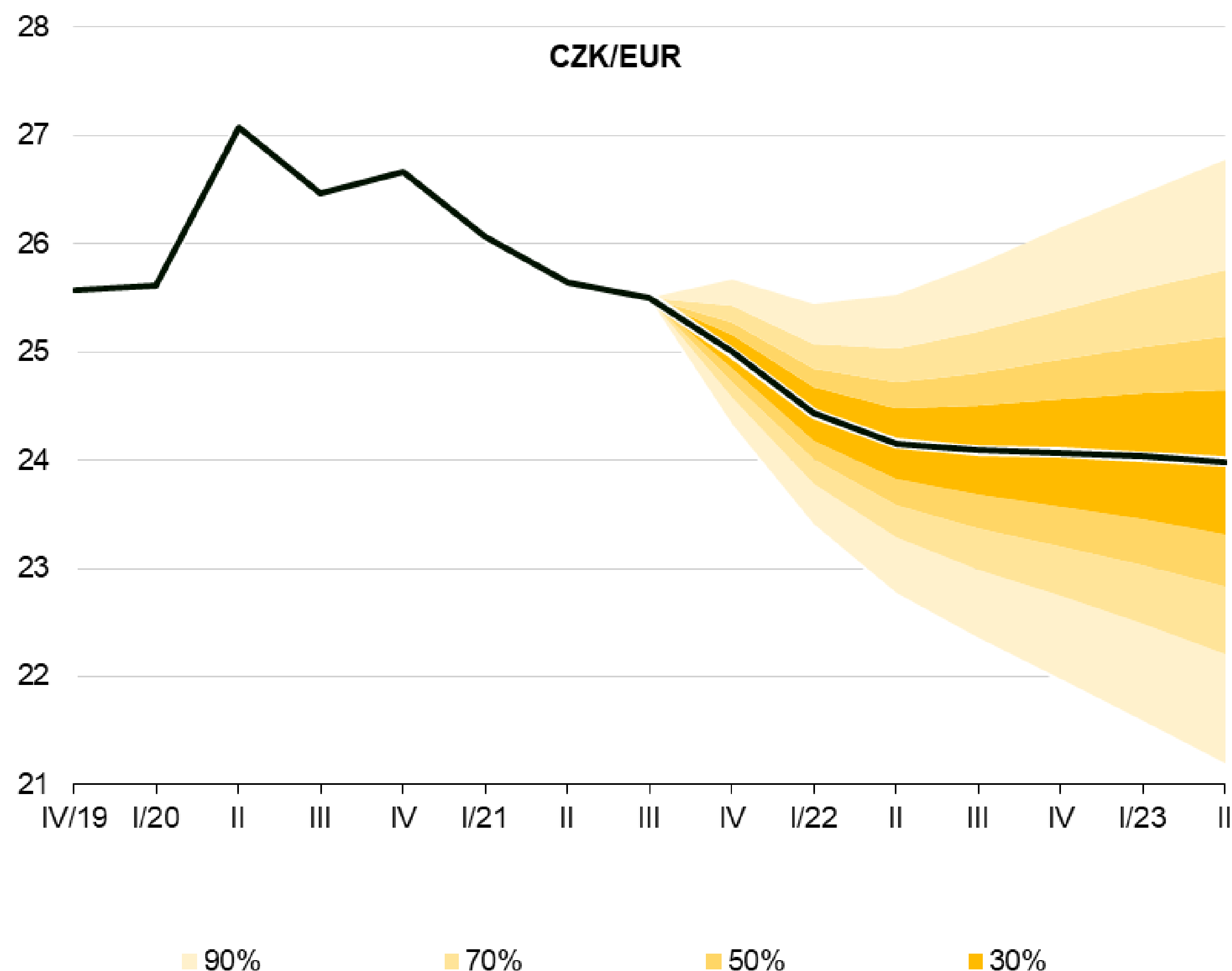
V **netržních odvětvích** porostou v následujících letech platy ve srovnání s předpandemickou dobou mírnějším tempem.



Pokles **zaměstnanosti** koncem letošního roku odezní, počet lidí bez práce se dále mírně sníží.

Další snižování obecné **míry nezaměstnanosti** bude až do poloviny roku 2022 spíše nevýrazné, a to zejména v návaznosti na útlum v průmyslu.

Prognóza kurzu koruny



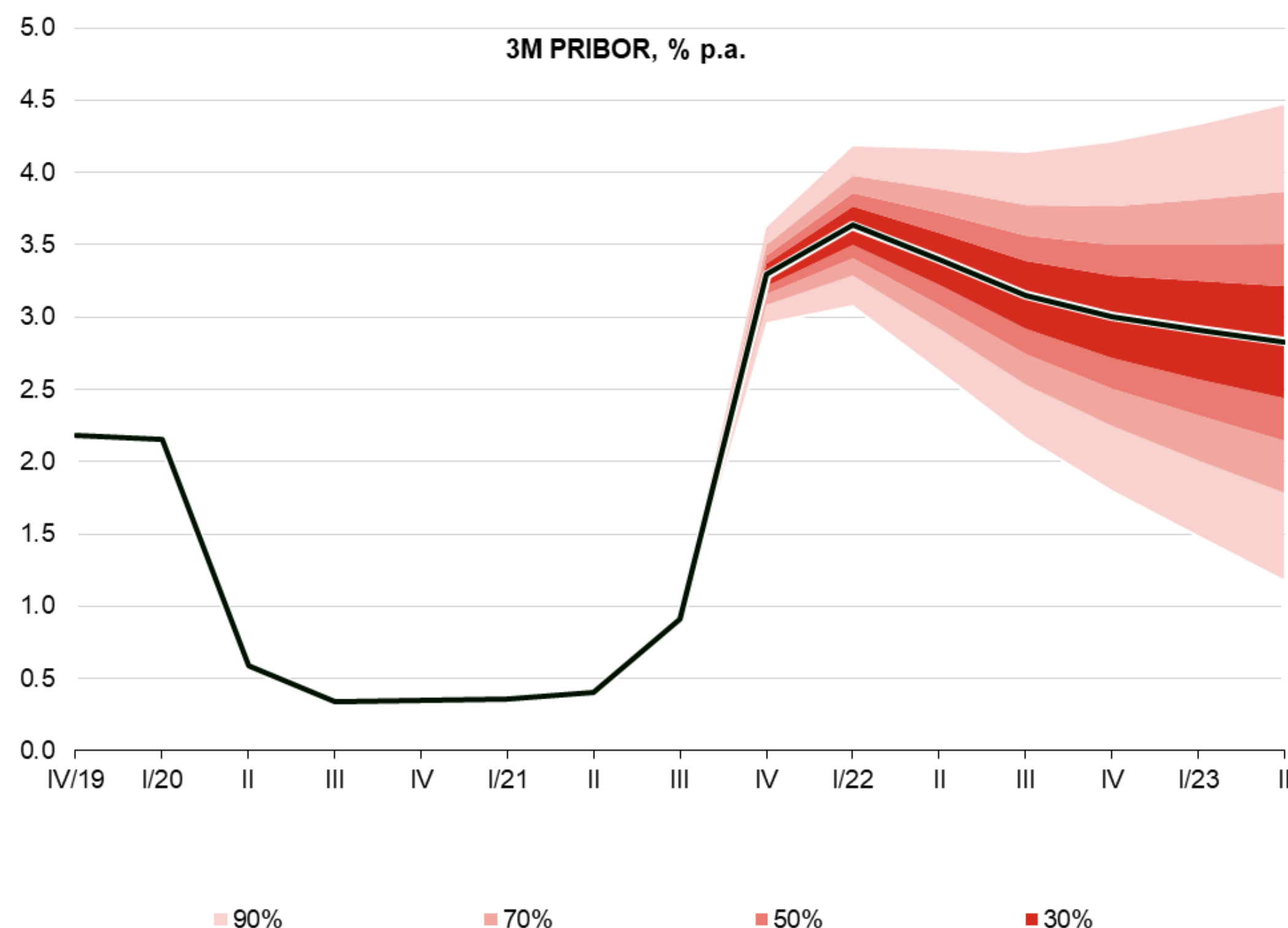
Posilování koruny bude odrážet zejména rychle se rozšiřující **úrokový diferenciál** vůči eurozóně.

V příštím roce se do dalšího pozvolného posilování kurzu bude promítat **obnovení růstu vývozu**.

- V něm se projeví odeznění předchozího zakolísání domácího průmyslu i kompletace a vývoz dříve nedokončené výroby.
- Naopak proti posilování koruny bude působit **pozvolné zpřísňování měnové politiky ECB**.

V roce 2023 se bude **kurz koruny** pohybovat poblíž hladiny 24 korun za euro.

Prognóza úrokových sazeb



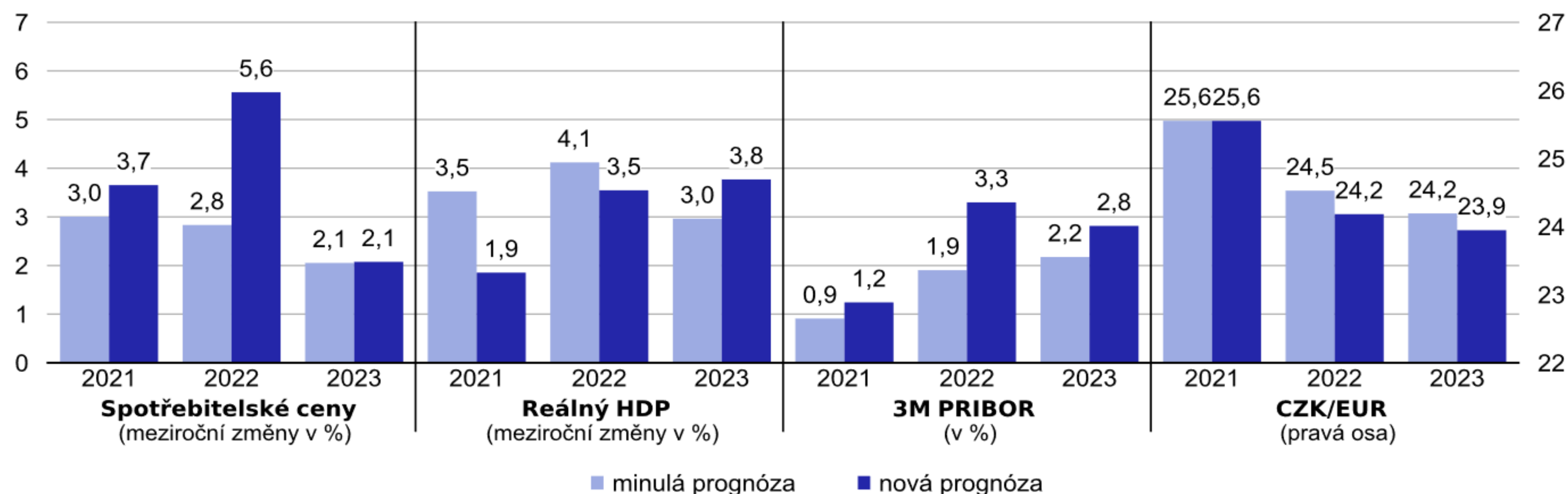
S prognózou je konzistentní strmý nárůst tržních úrokových sazeb v závěru letošního a začátkem příštího roku.

Měnová politika reaguje na mimořádně silné cenové tlaky z domácí ekonomiky i ze zahraničí.

Pokračující razantní zvyšování úrokových sazeb omezuje průsak uvedených tlaků do cenového vývoje v delším horizontu a upevňuje důvěru v dlouhodobou cenovou stabilitu.

Bankovní rada je připravena pokračovat ve zvyšování úrokových sazeb v souladu s podzimní prognózou.

Změna podzimní prognózy oproti létu



Ve srovnání s minulou prognózou došlo ke znatelnému **zvýšení výhledu inflace** pro letošní a zejména příští rok.

Ekonomický růst v letošním a příštím roce byl přehodnocen **směrem dolů**, v roce 2023 naopak poměrně výrazně nahoru.

Výhled **domácích úrokových sazeb** je pro všechny tři roky **vyšší**, přičemž **kurz koruny** je v letech 2022 a 2023 **silnější**.

Rizika prognózy

Bankovní rada vyhodnotila nejistoty a rizika nové prognózy jako výrazné, ale v souhrnu nezpochybňující její vyznění.

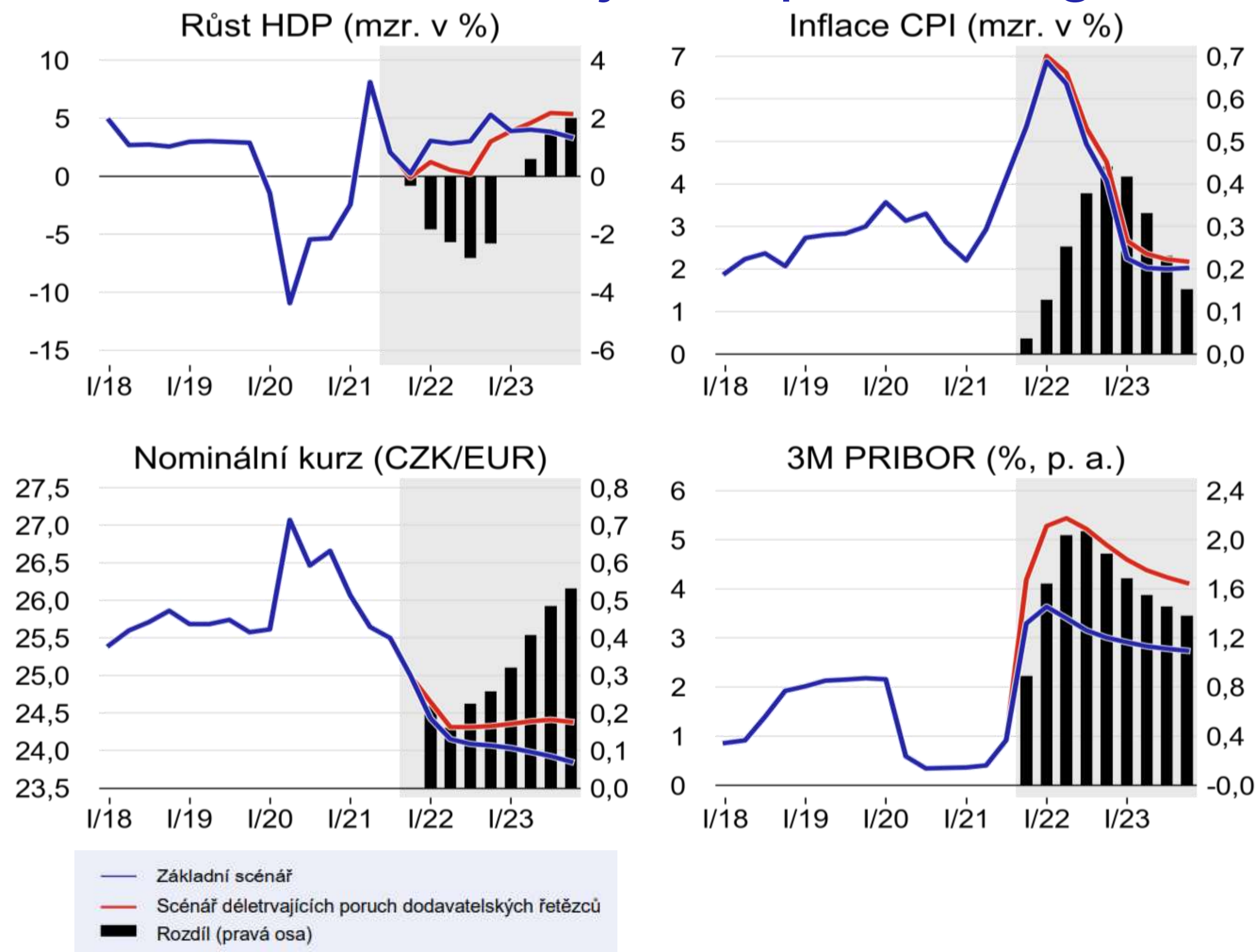
Proinflační rizika

- Delší trvání poruch globálních výrobních a dodavatelských řetězců
- Slabší kurz koruny
- Zvýšená inflační očekávání
- Výraznější než předpokládané zdražení energií a imputovaného nájemného

Protiinflační rizika

- Výraznější konsolidace veřejných rozpočtů novou vládou

Scénář déletrvajících poruch v globálních výrobních řetězcích



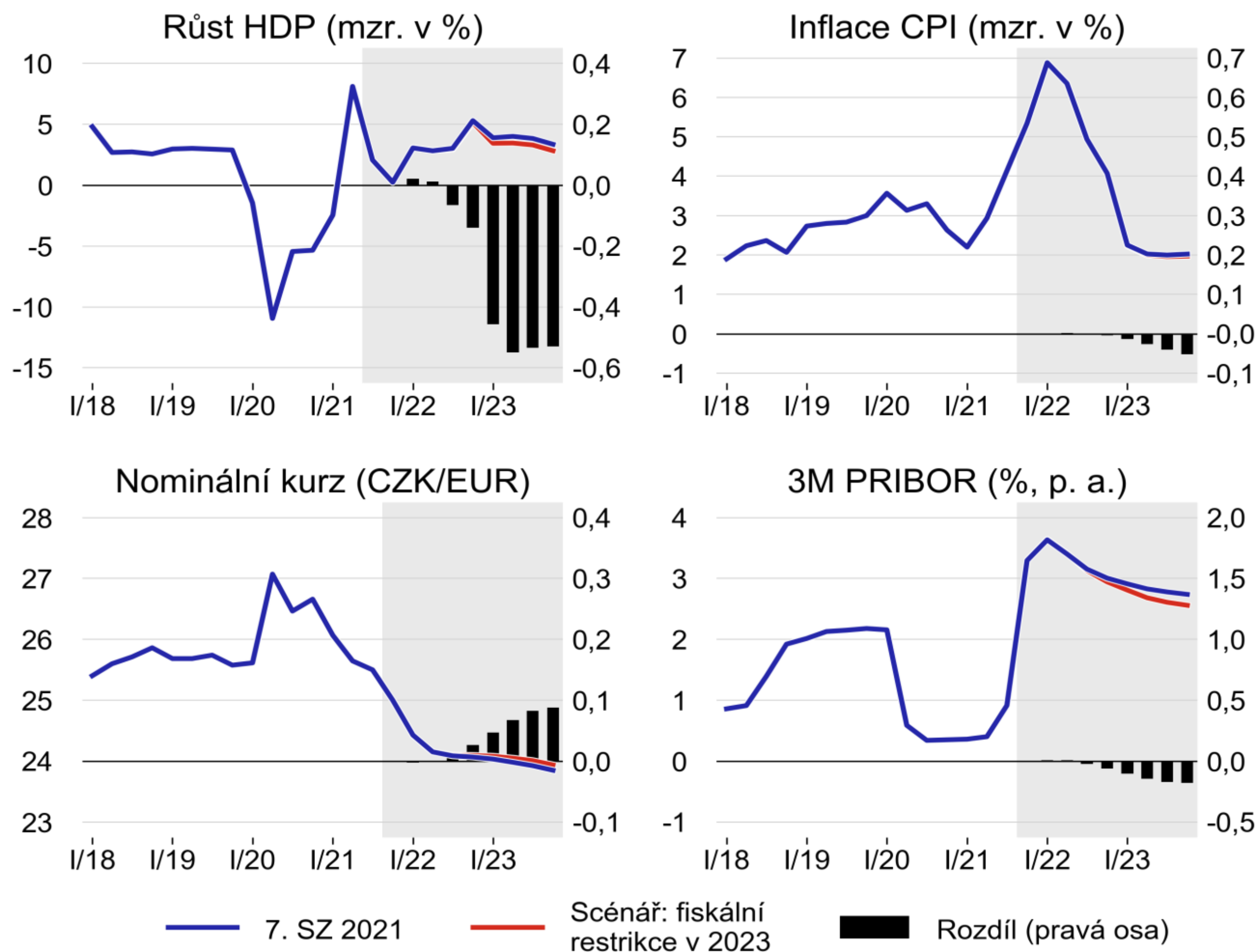
Domácí ekonomika poroste pomaleji než v základním scénáři. Vývoz bude navíc zasažen více, než by odpovídalo snížené zahraniční ekonomické aktivitě, protože průmysl je v domácí ekonomice zastoupen více než v zahraničí.

Vyšší růst zahraničních cen výrobců se skrz vyšší dovozní jádrové ceny promítá do **silnějších inflačních tlaků**.

Nižší zahraniční poptávka po českém vývozu a utlumenější domácí průmyslová produkce navíc působí na **slabší kurz koruny**.

Vyšší inflační tlaky, méně uvolněná zahraniční měnová politika a slabší kurz koruny vůči euru vedou k potřebě **výraznějšího nárůstu sazeb** oproti prognóze.

Scénář fiskální restrikce v roce 2023



Scénář předpokládá **konsolidaci veřejných financí** v roce 2023 v rozsahu 1 % HDP, přičemž je uvažována hypotetická kombinace opatření na výdajové i příjmové straně vládního sektoru.

Celkově slabší **tuzemská poptávka** vyvolaná výraznější konsolidací státního rozpočtu vede k nižšímu růstu HDP oproti základnímu scénáři.

Nižší domácí poptávka se prolíná do **utlumenějších inflačních tlaků**.

Centrální banka reaguje **uvolněnější měnovou politikou** oproti základnímu scénáři prognózy, což se promítá v lehce slabším kurzu koruny.

Děkuji za pozornost

Tomáš Holub

člen bankovní rady ČNB

tomas.holub@cnb.cz

