
Cenová bouře a flexibilní cílování inflace v pojetí ČNB

Zpráva o měnové politice – zima 2022

Tomáš Holub

Konference pro korporátní klienty SME, Česká spořitelna

Praha, 21. února 2022



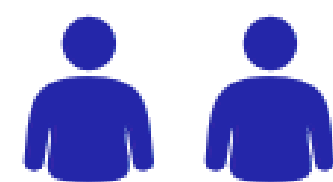
Měnověpolitické rozhodnutí

3,50 %	4,50 %	5,50 %
diskontní sazba	2T repo sazba	lombardní sazba

ZVÝŠIT NA 4,50 %



PONECHAT NA 3,75 %



Bankovní rada ČNB na svém jednání 3. února 2022 zvýšila dvoutýdenní repo sazbu o 75 bazických bodů na 4,5 %. Současně rozhodla o zvýšení lombardní sazby na 5,5 % a diskontní sazby na 3,5 %.

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

Přijaté rozhodnutí bankovní rady se opírá o zimní prognózu ČNB, se kterou je konzistentní **výrazný nárůst tržních úrokových sazeb na počátku letošního roku.**

ČNB tak nadále reaguje na **souběh silných cenových tlaků z tuzemské i zahraniční ekonomiky**, který se postupně promítá do domácí inflace.

Zvýšení úrokových sazeb zabezpečí návrat inflace do blízkosti 2% cíle na horizontu měnové politiky a podpoří ukotvenost inflačních očekávání.

Flexibilní cílování inflace ČNB

Měnově-politickou reakci ČNB ve flexibilním cílování inflace charakterizuje:

A. Vpředhledícnost

- reakce na budoucí inflaci, resp. její prognózu, a identifikace aktuálních inflačních tlaků propisujících se do inflace v budoucnu
- horizont měnové politiky 4-6 čtvrtletí z důvodu transmisních zpoždění

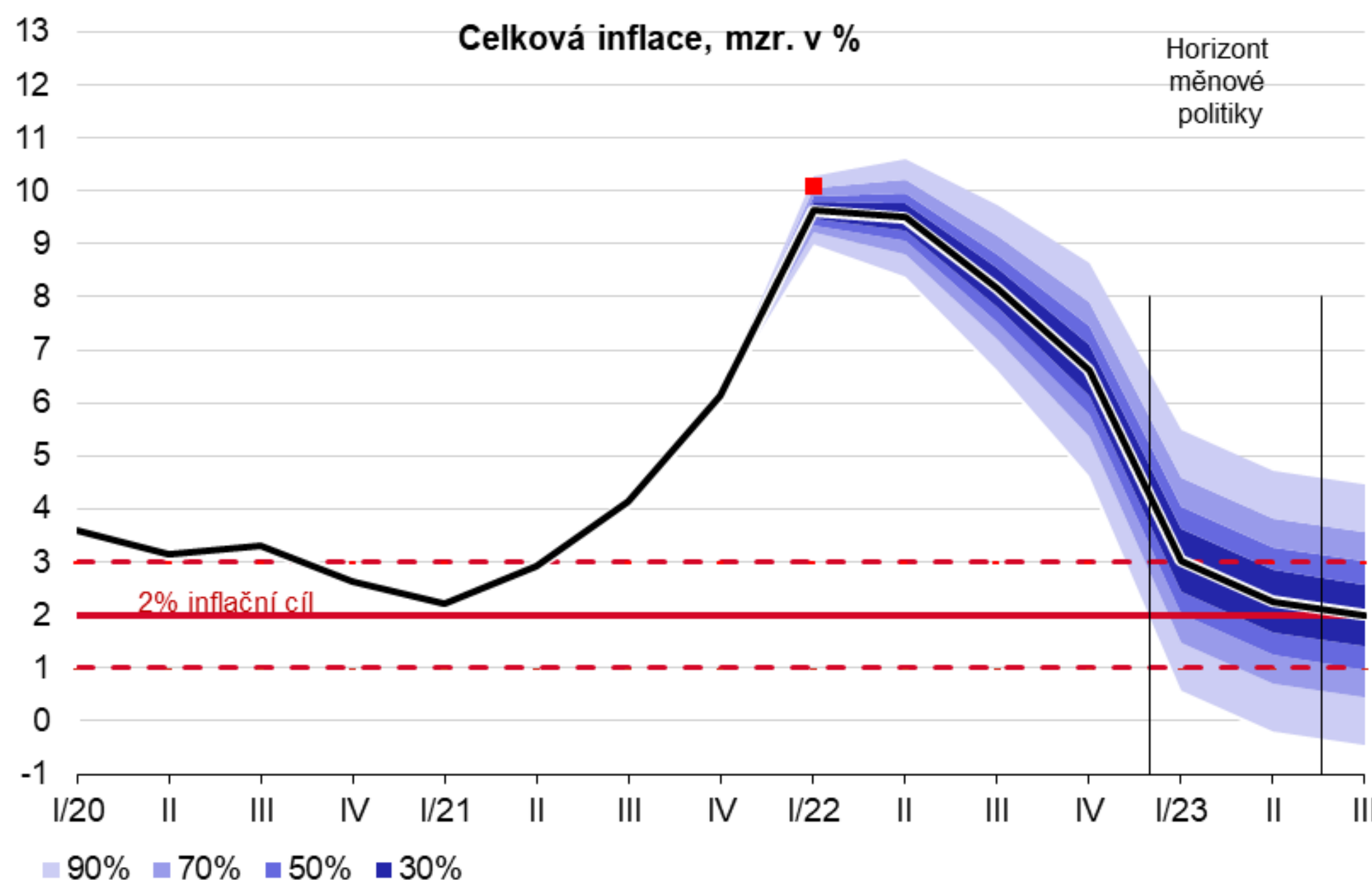
B. Flexibilita

- inflačního cíle není dosahováno za každou cenu, ale s přihlédnutím k reálnému ekonomickému vývoji tak, aby měnová politika nevyvolávala výkyvy ekonomické aktivity a zaměstnanosti
- pokud tím není dotčen její hlavní cíl cenové stability, ČNB podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády (Zákon o ČNB, 1993, 2020)

C. Respektování dynamiky neutrální úrovně sazeb

- neutrální úroveň sazeb není neměnná, ale je závislá na inflačních očekáváních a ekonomickém vývoji

A. Vpředhledícnost – Prognóza celkové inflace



Celková inflace na počátku letošního roku dále výrazně vzroste a překročí 9 %. Na urychlení cenového růstu se bude podílet zejména další zvýšení **jádrové inflace** a prudký růst **regulovaných cen**.

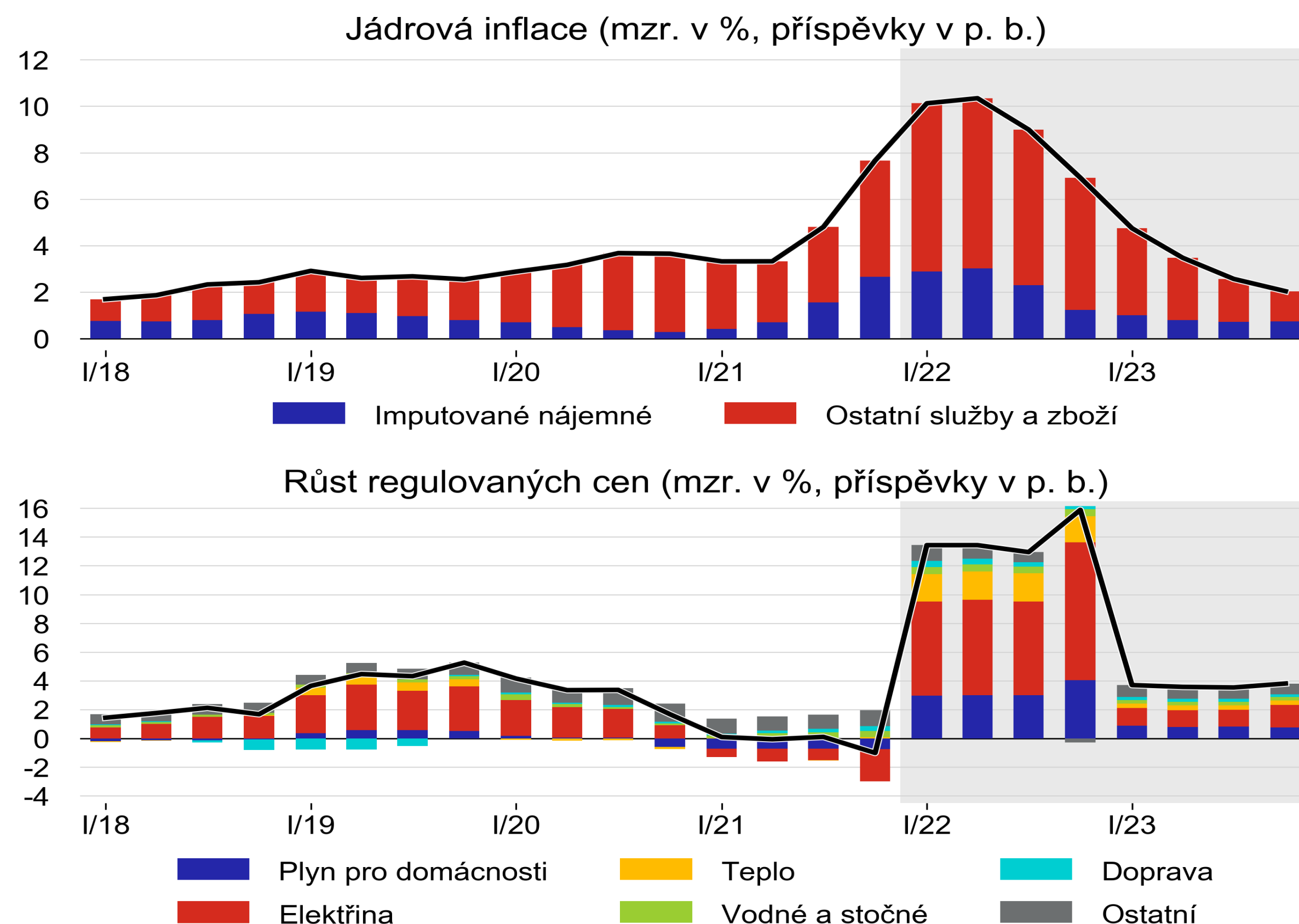
Inflace bude v letošním prvním pololetí kulminovat a následně bude **postupně zvolňovat**. K tomu přispěje **posílení kurzu a stabilizující vliv měnové politiky** skrze domácí poptávku.

Na horizontu měnové politiky se **inflace sníží do blízkosti 2 % cíle**.

Inflační bouře nebude dočasná sama od sebe, ale jen díky reakci měnové politiky ČNB.

Inflace v lednu dosáhla 9,9 % (prognóza očekávala 9,4 %). Pozorovaná inflace je tak nad prognózou, když její odchylka je dána převážně vyšším růstem cen potravin.

A. Vpředhledícnost – Složky inflace



Jádrová inflace na počátku letošního roku dále zrychlí z důvodu růstu nákladů na pozadí **silné poptávky**. Navíc se pravděpodobně projeví efekt lednového přecenění.

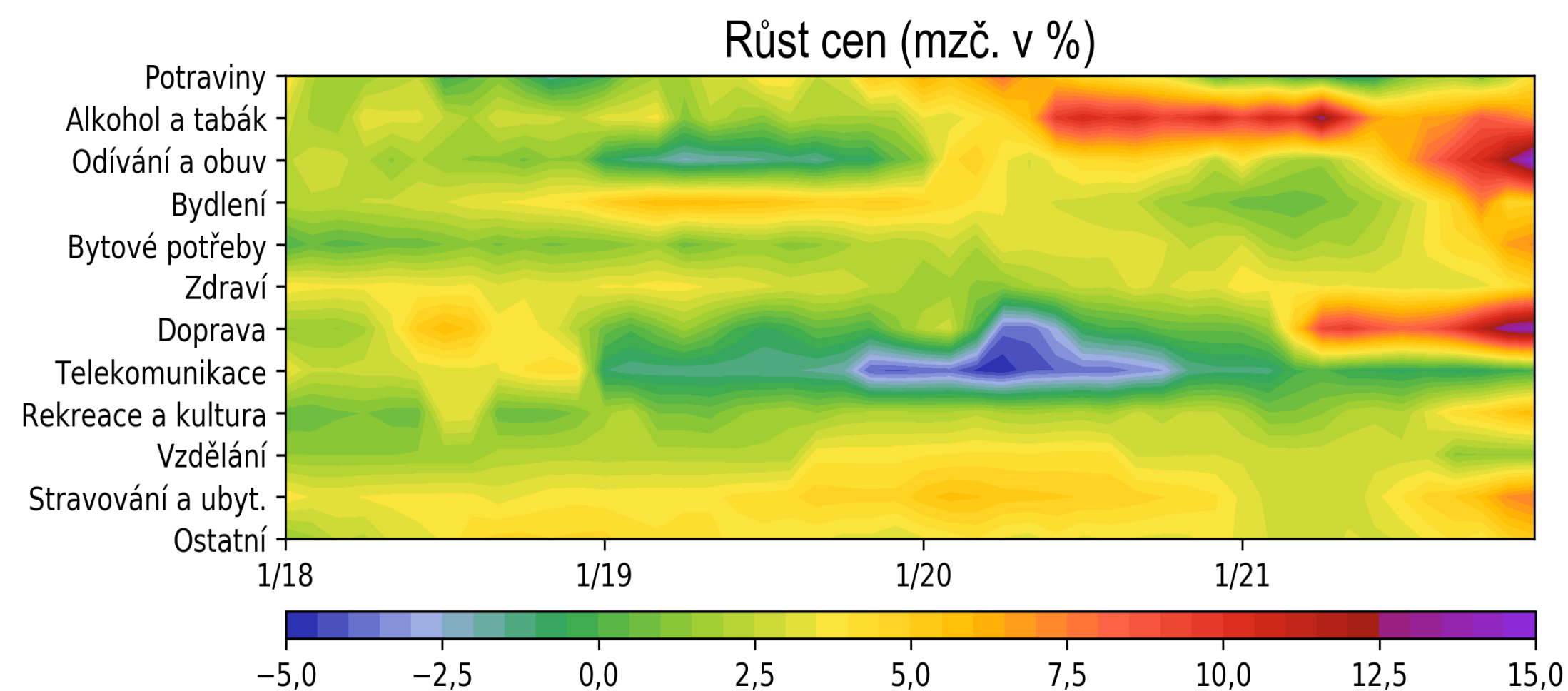
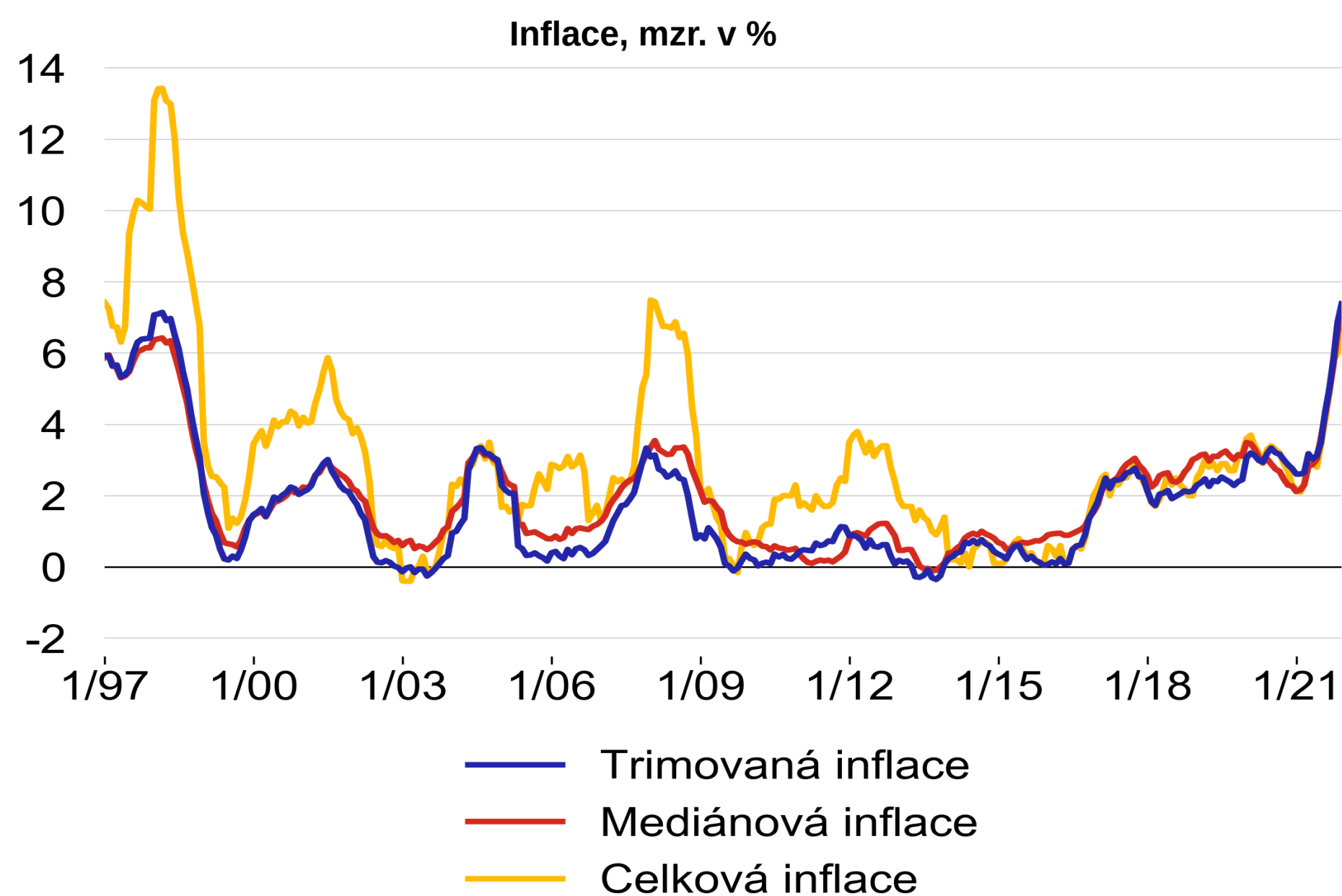
Narůstající příspěvek **imputovaného nájemného** v jádrové inflaci odráží zesílený růst cen nemovitostí a cen ve stavebnictví.

Regulované ceny se od počátku tohoto roku skokově zvýší vlivem výrazného zdražení energií.

Růst **cen potravin** zůstane na zvýšených hodnotách, když se k poptávkovým tlakům přidává zdražování světových cen agrárních komodit.

Inflace **cen pohonných hmot** zůstane v 1H 2022 vysoká, pak klesne vlivem zpevnění koruny a stabilizace světových cen ropy.

A. Vpřehledícnost – Plošné a intenzivní inflační tlaky

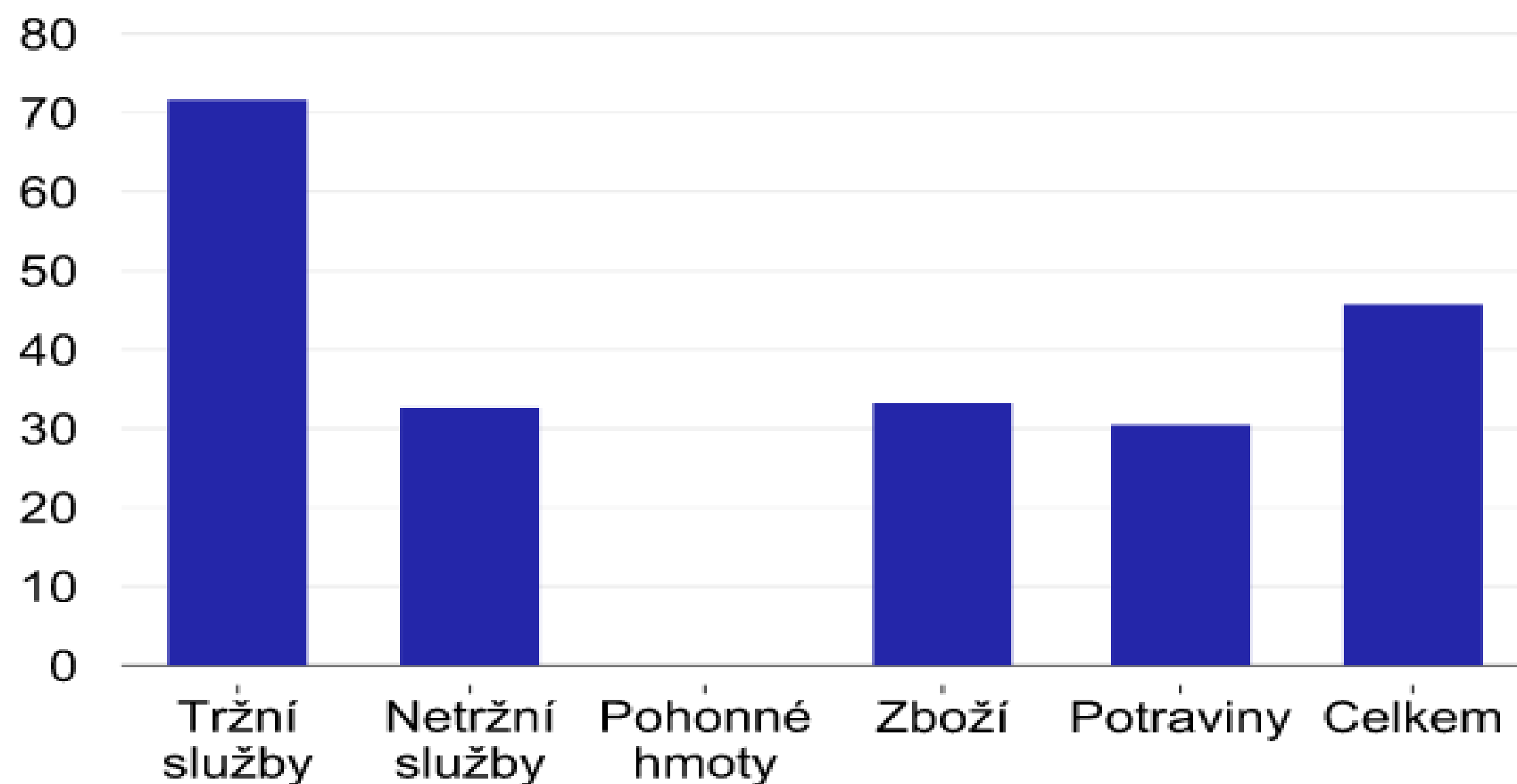


Nejvyšší inflace od roku 2008, ale tentokrát ukazatele **mediánové** a 10 % **trimované inflace** v závěru roku 2021 **převýšily celkovou inflaci**.

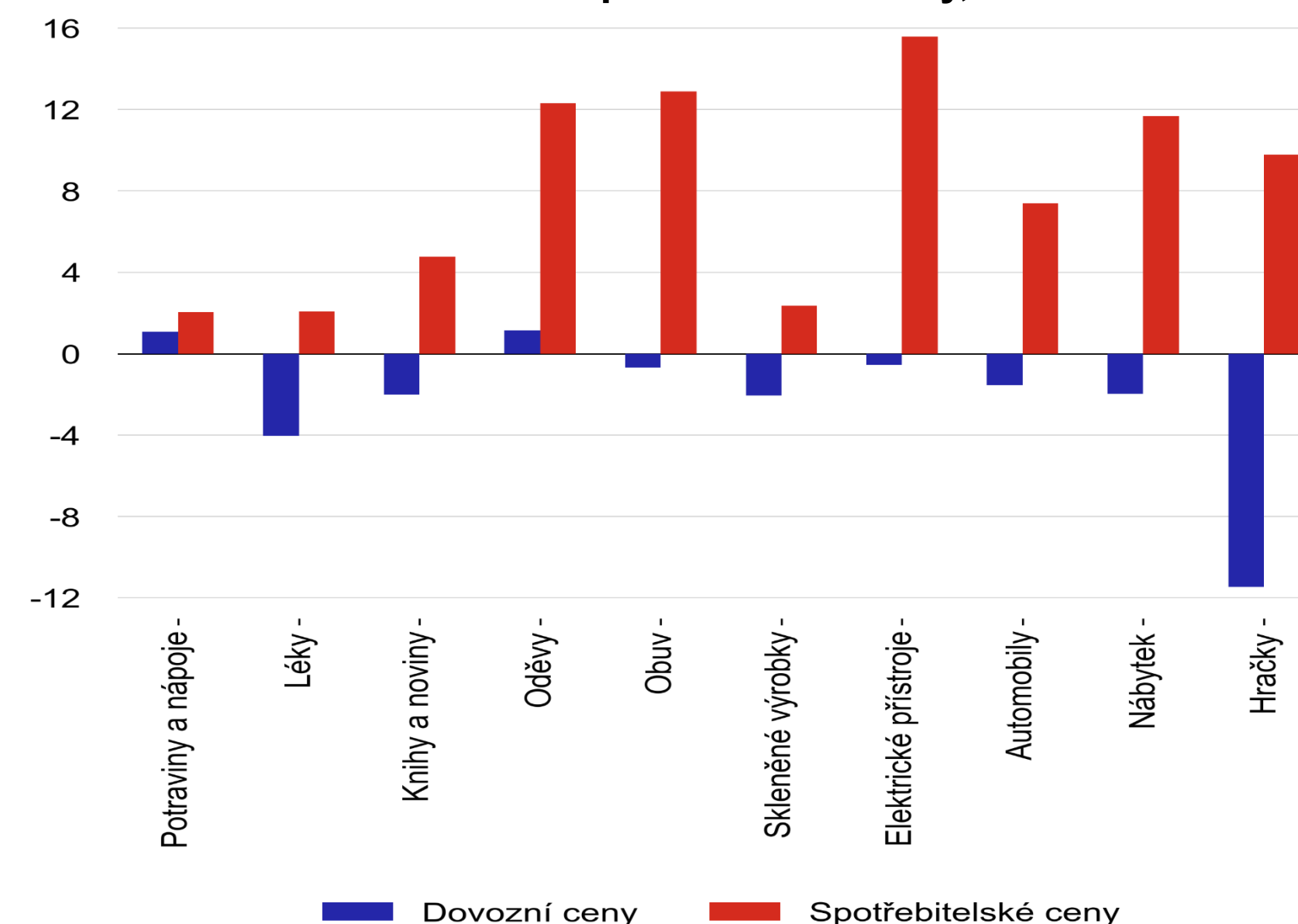
Současná vlna zdražování představuje **plošný a poměrně intenzivní jev napříč kategoriemi spotřebního koše**.

A. Vpředhledícnost – Poptávkové versus nabídkové tlaky

Odhadovaný podíl poptávkového klimatu na mzč. dynamice spotřebitelských cen v % ve 3. čtvrtletí 2021



Dovozní versus spotřebitelské ceny, mzr. v %



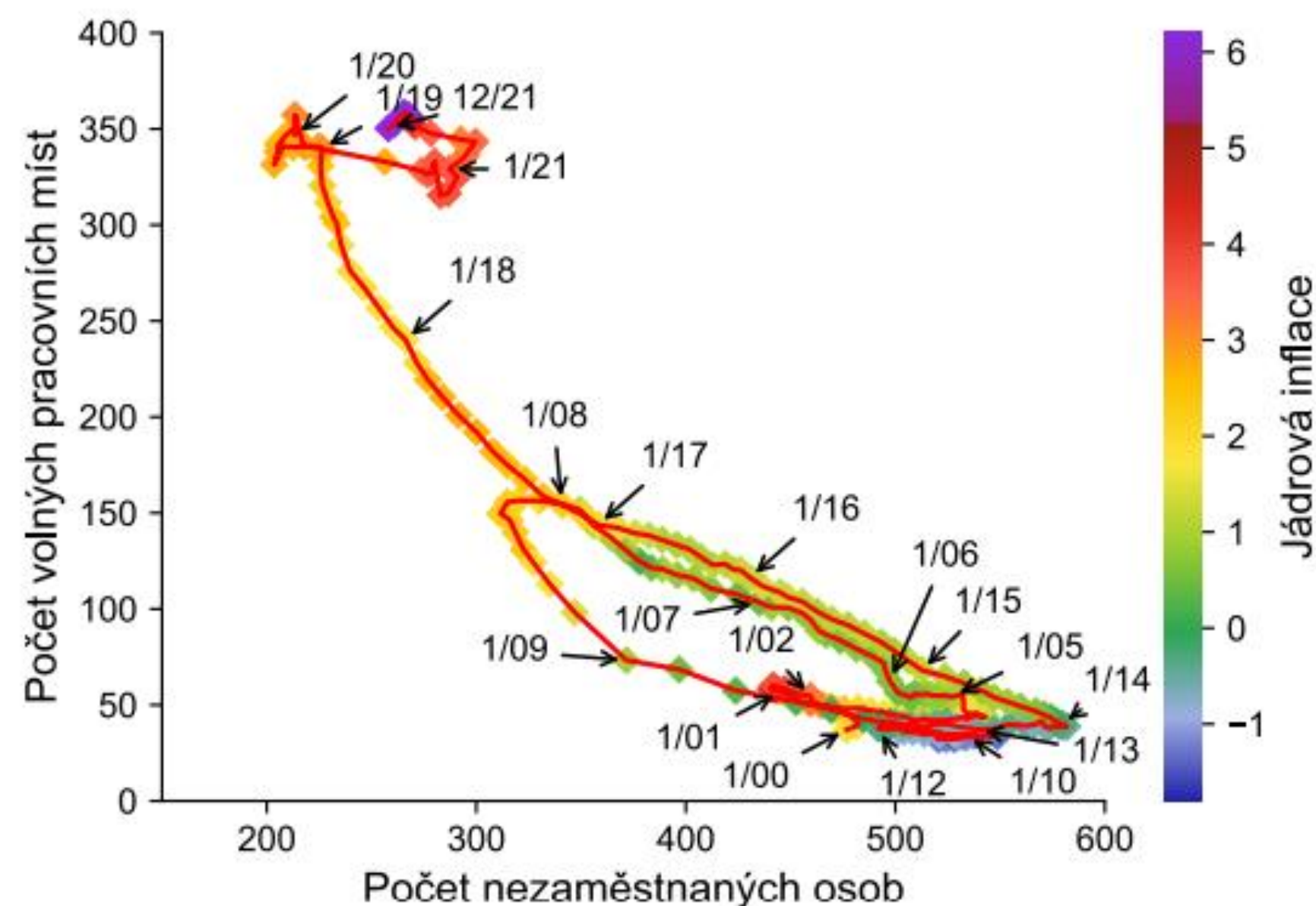
Kromě **nákladových vlivů ze zahraničí** tlačí inflaci nahoru **silná domácí poptávka**. Odhad domácích inflačních tlaků na základě indikátoru LUCI a jeho korelace s dynamikou inflace.

Silná domácí poptávka dovoluje firmám **zvýšit ceny** (ziskové marže) nad náklady/dovozní ceny a z části tak nahradit své předchozí ztráty.

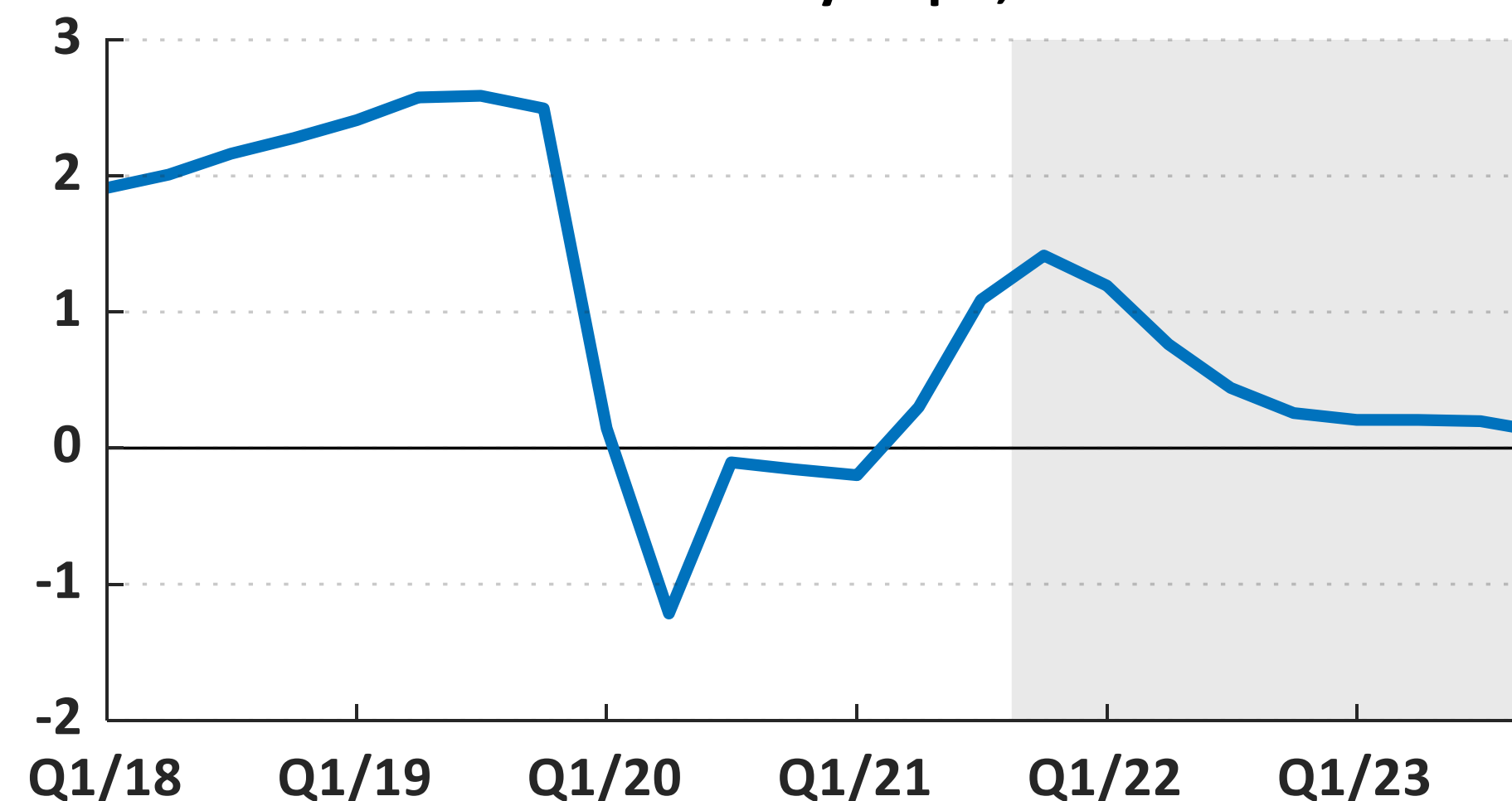
B. Flexibilita – Poptávkové tlaky a trh práce

Beveridgeova křivka

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



Mezera výstupu, %

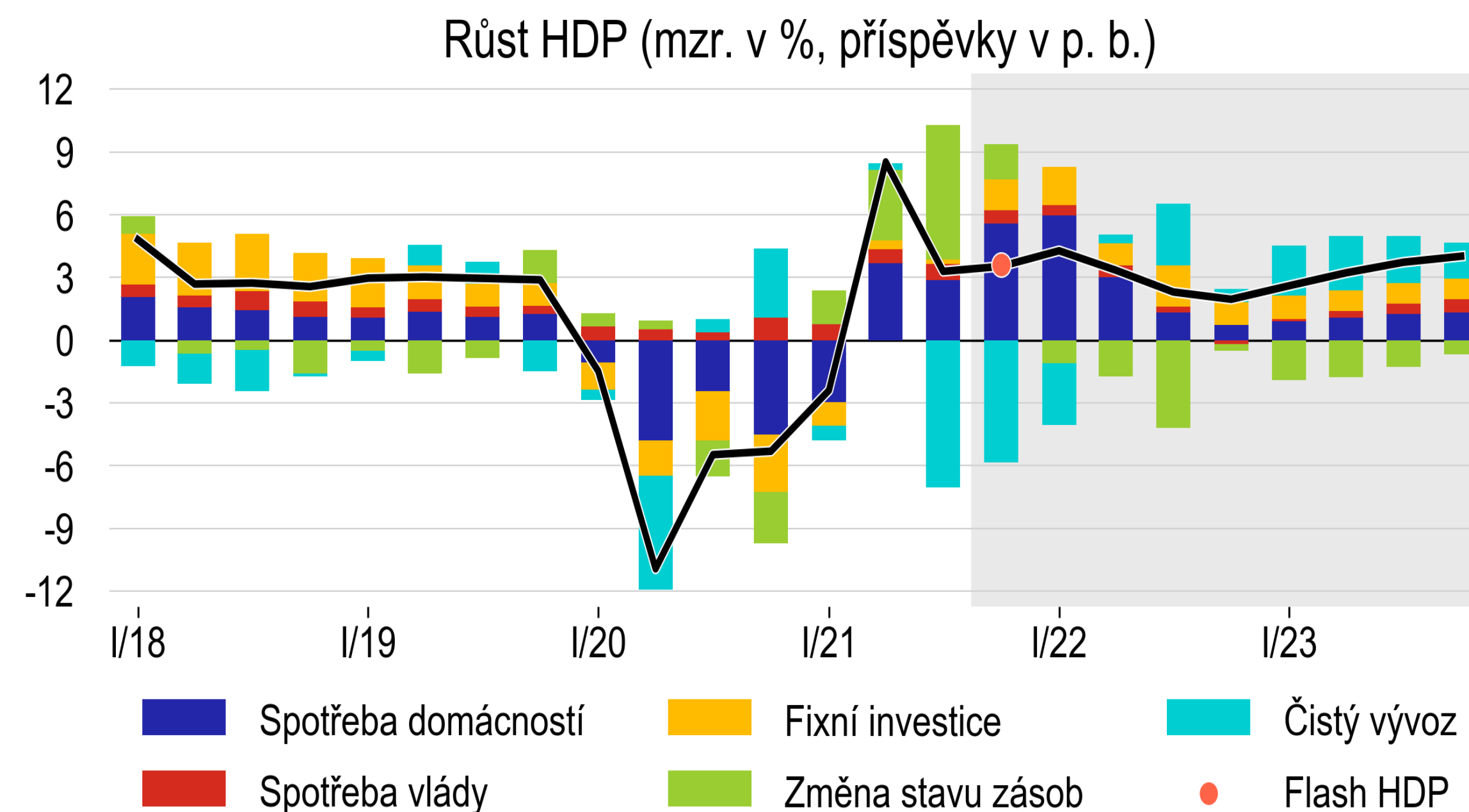
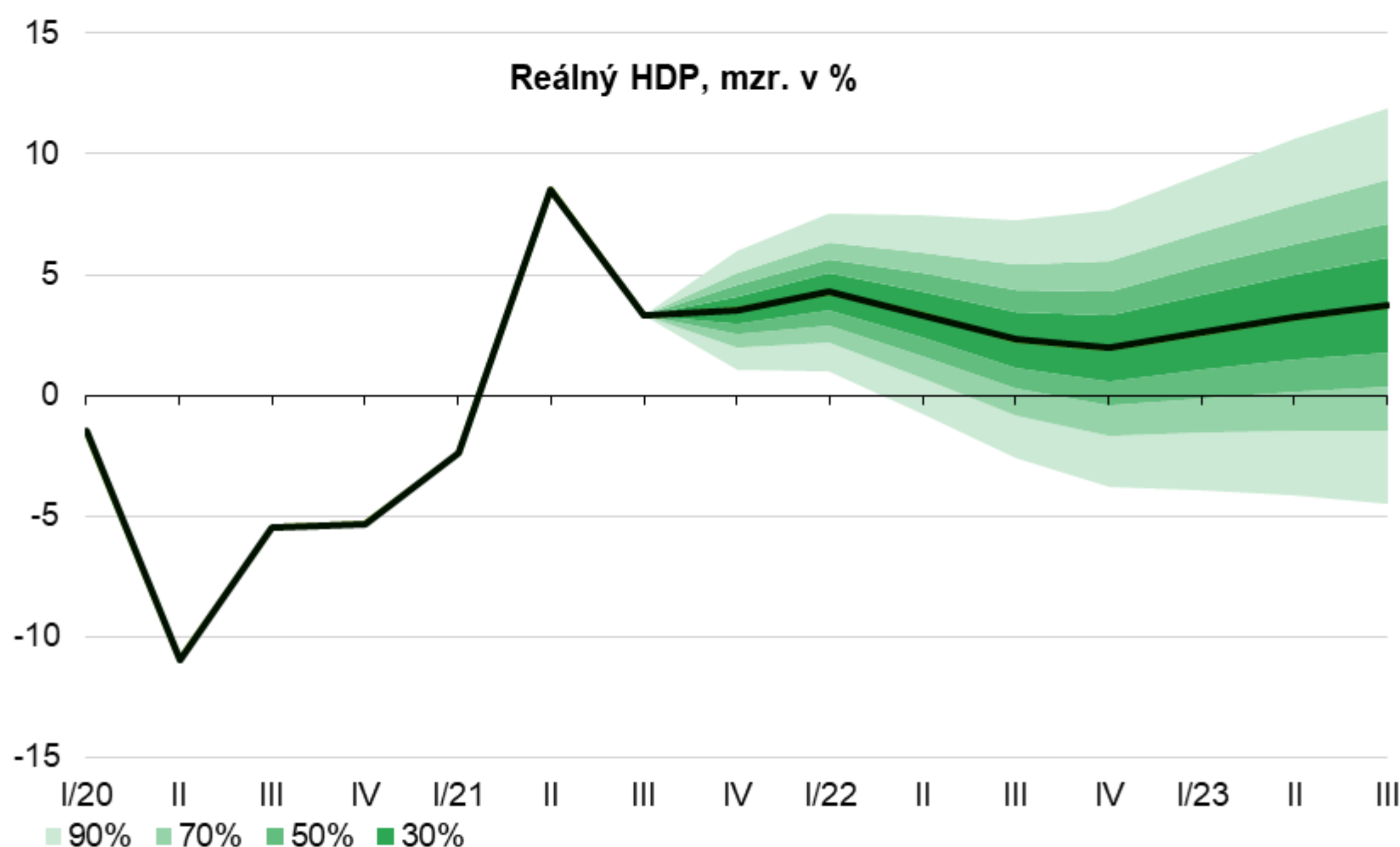


Trh práce zůstává nadále napjatý (nízká nezaměstnanost a vysoký počet volných míst), tj. covidové restriktce vedly jen k mírnému zchlazení. Po „covidovém“ propadu se reálná ekonomika vrátila nad potenciál, **pozitivní mezera výstupu**, a domácí poptávka tak generuje inflační tlaky.

Klasické Taylorovo pravidlo by implikovalo zvýšení sazeb nad rámec odchylek inflace od cíle.

Zpřísnění měnové politiky tak vrátí reálnou ekonomiku zpět na potenciál a ztlumí její přehřívání a inflační tlaky.

B. Flexibilita – Prognóza růstu reálného HDP

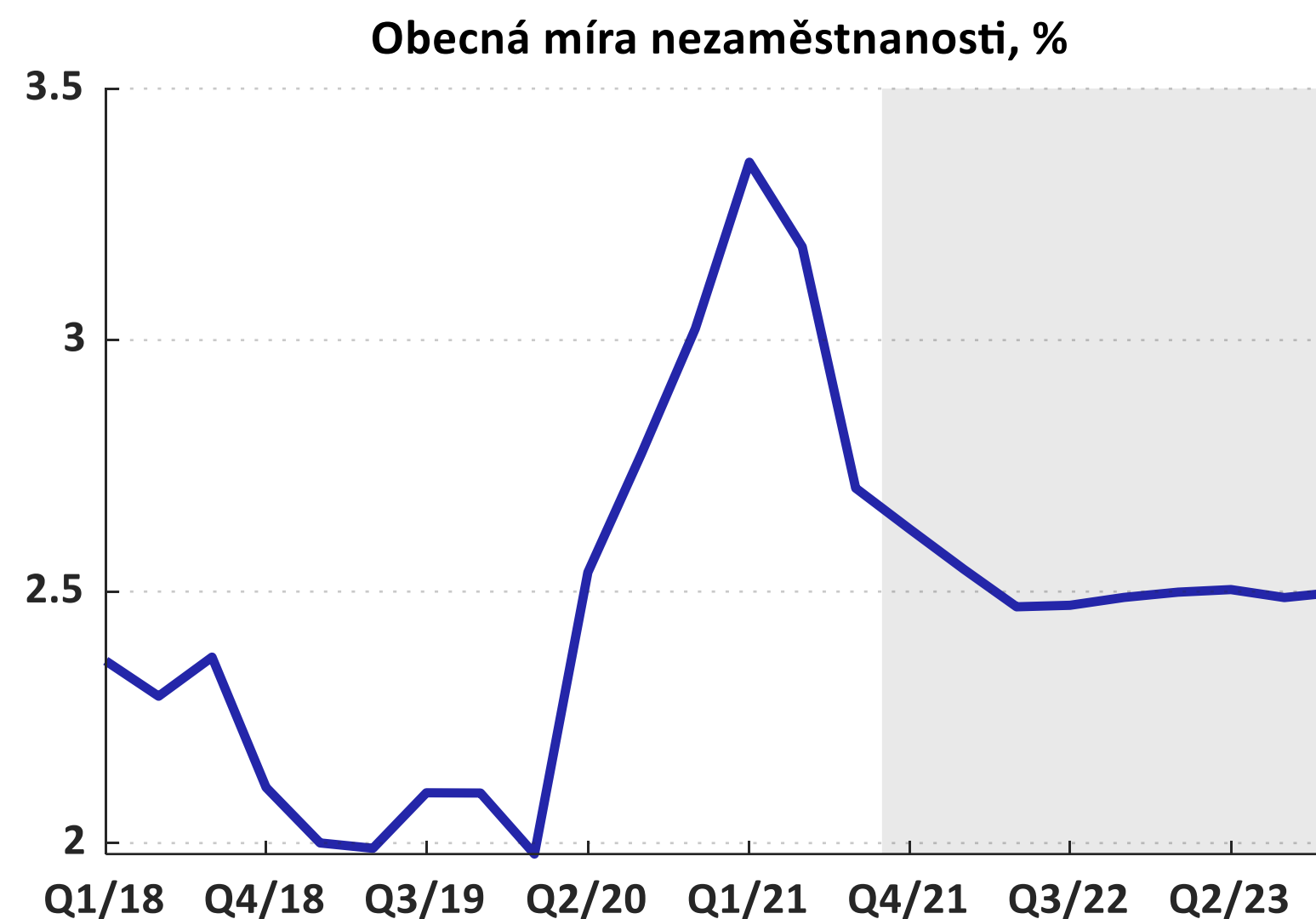
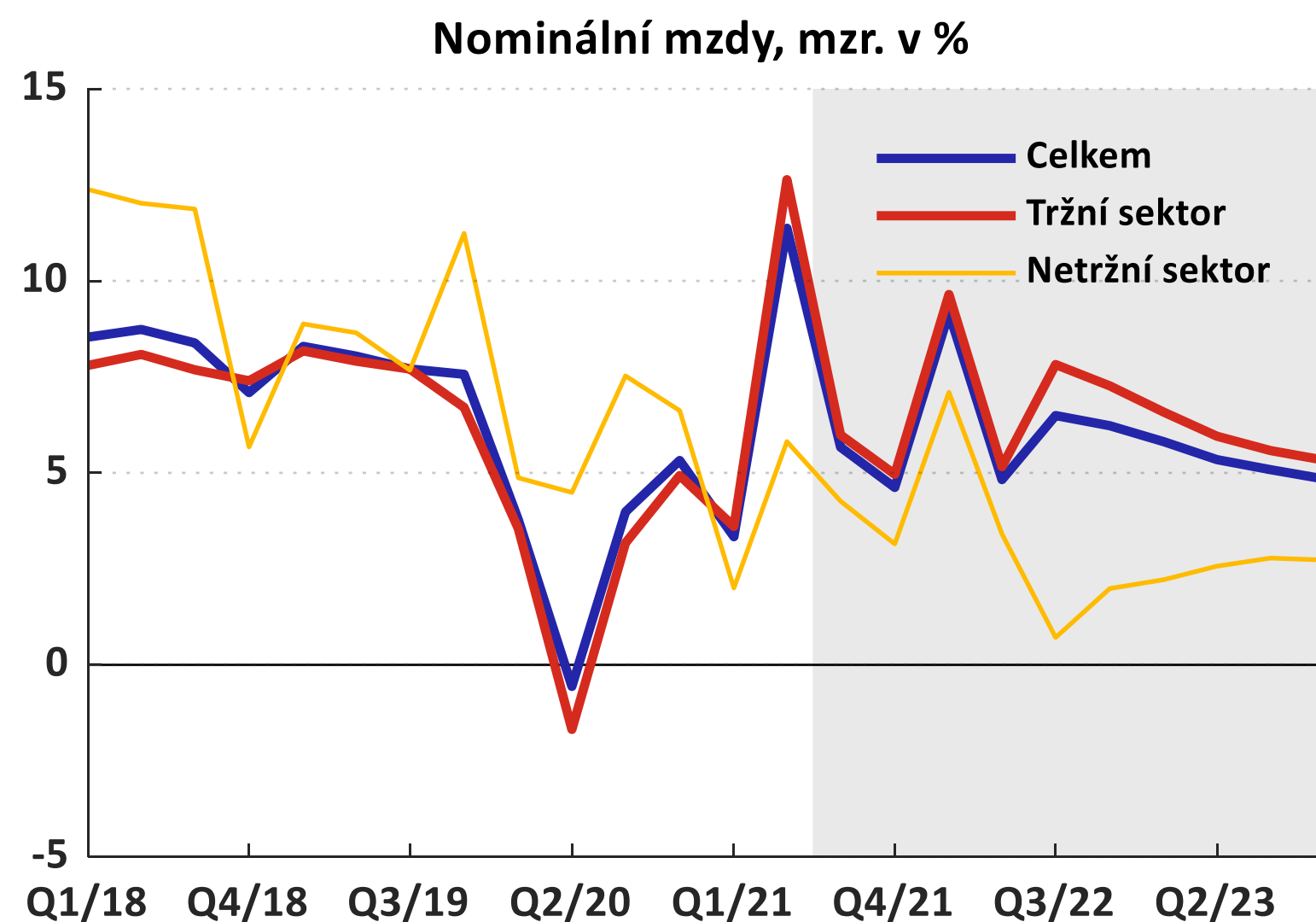


Reálná ekonomická aktivita bude v průběhu letošního roku pokračovat v postupném ožívování, a to navzdory přetrvávajícím problémům v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích.

HDP se letos zvýší o 3 % a jeho růst bude tažen **spotřebou domácností**. Porostou i soukromé a vládní **investice**.

Růst **vývozu** se obnoví ve druhé polovině letošního roku.

B. Flexibilita – Prognóza trhu práce



Silná poptávka po práci a zvýšená cenová dynamika se prostřednictvím mzdových ujednání promítne do výrazného zrychlení dynamiky **tržní mzdy**, které bude podpořeno i dalším nárůstem minimální mzdy a zaručených mezd.

Dynamika mezd v **netržních odvětvích** naopak viditelně zpomalí.

Růst mezd nepřesáhne inflaci a **reálná mzda** tak v letošním roce poklesne. Naopak mzdy reálně vzrostou v příštím roce.

Pokles **míry nezaměstnanosti** zpomalil a do budoucna se bude snižovat už jen nevýznamně.

C. Neutrální úroveň úrokových sazeb

Neutrální úroveň úrokových sazeb

- Nominální úrokové sazby, které jsou neutrální vzhledem k reálné ekonomické aktivitě a potažmo inflaci

Neutrální úroková sazba

=

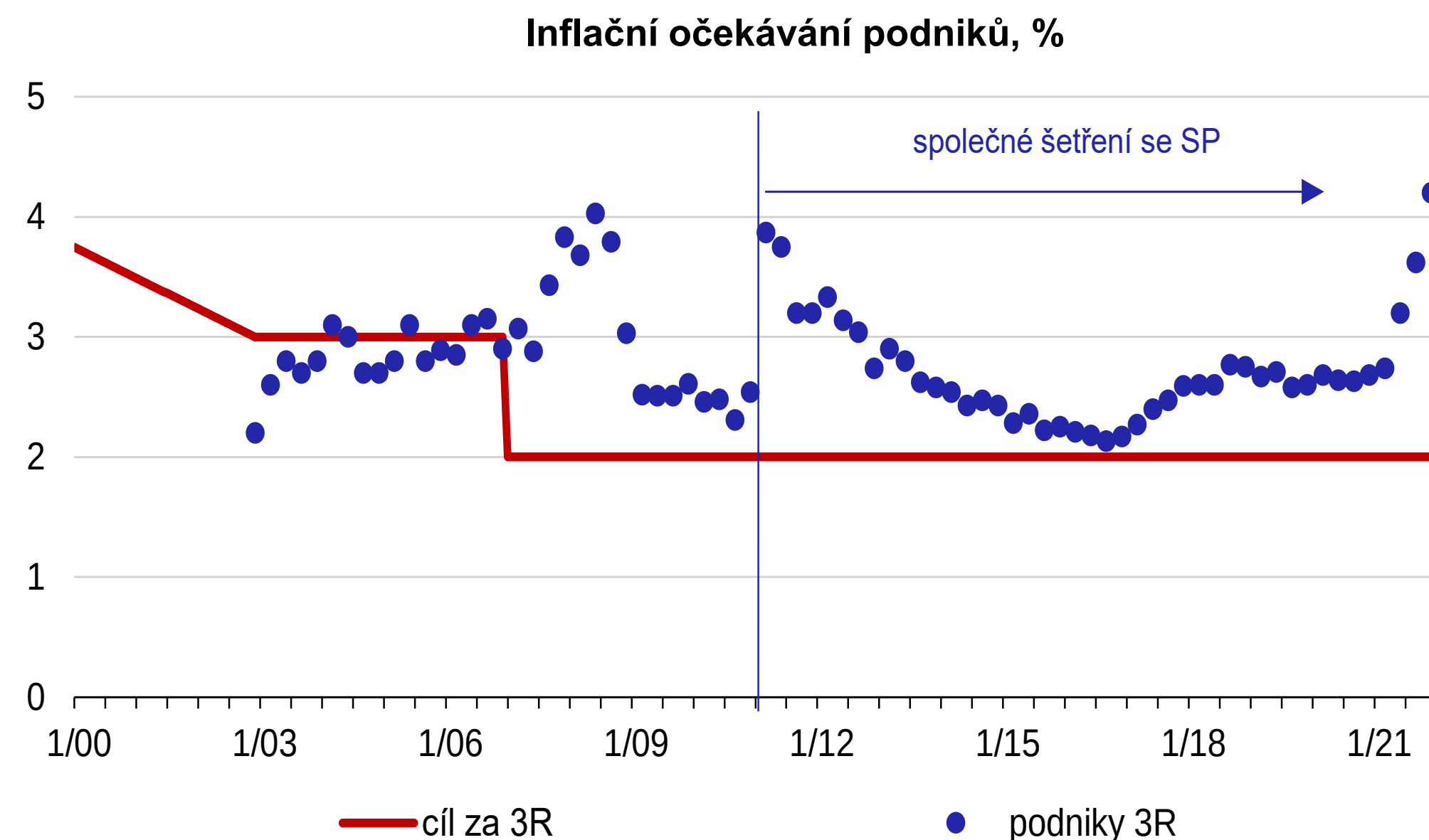
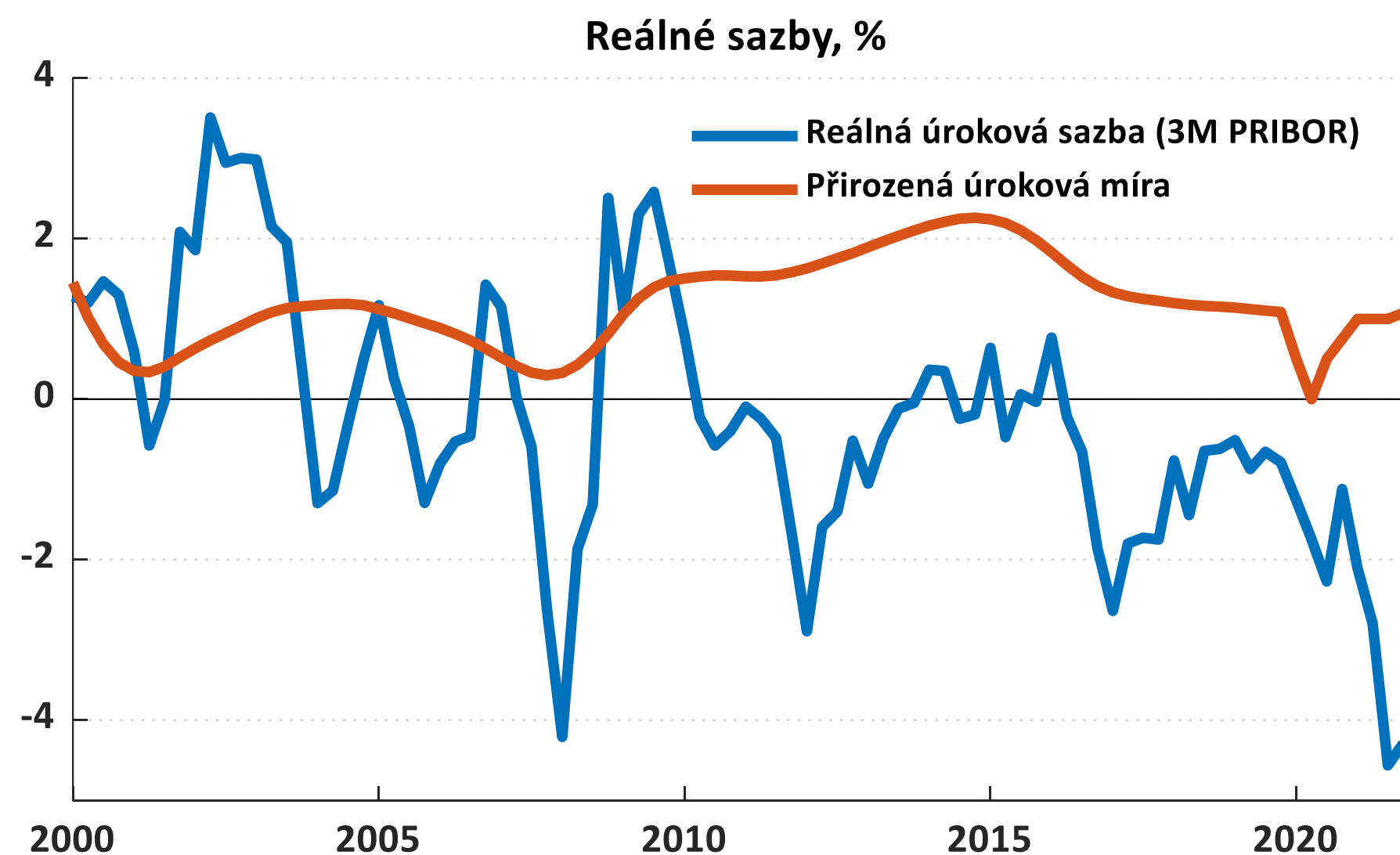
přirozená reálná úroková míra + inflační očekávání

Přirozená reálná úroková míra je dána ekonomickými fundamenty a je mimo dosah měnové politiky.

Inflační očekávání jsou ukotvována aktivní měnovou politikou navracející inflaci a tedy i inflační očekávání k cíli.

Úroveň neutrálních sazeb je tak závislá na přirozené reálné úrokové sazbě a vývoji inflačních očekávání.

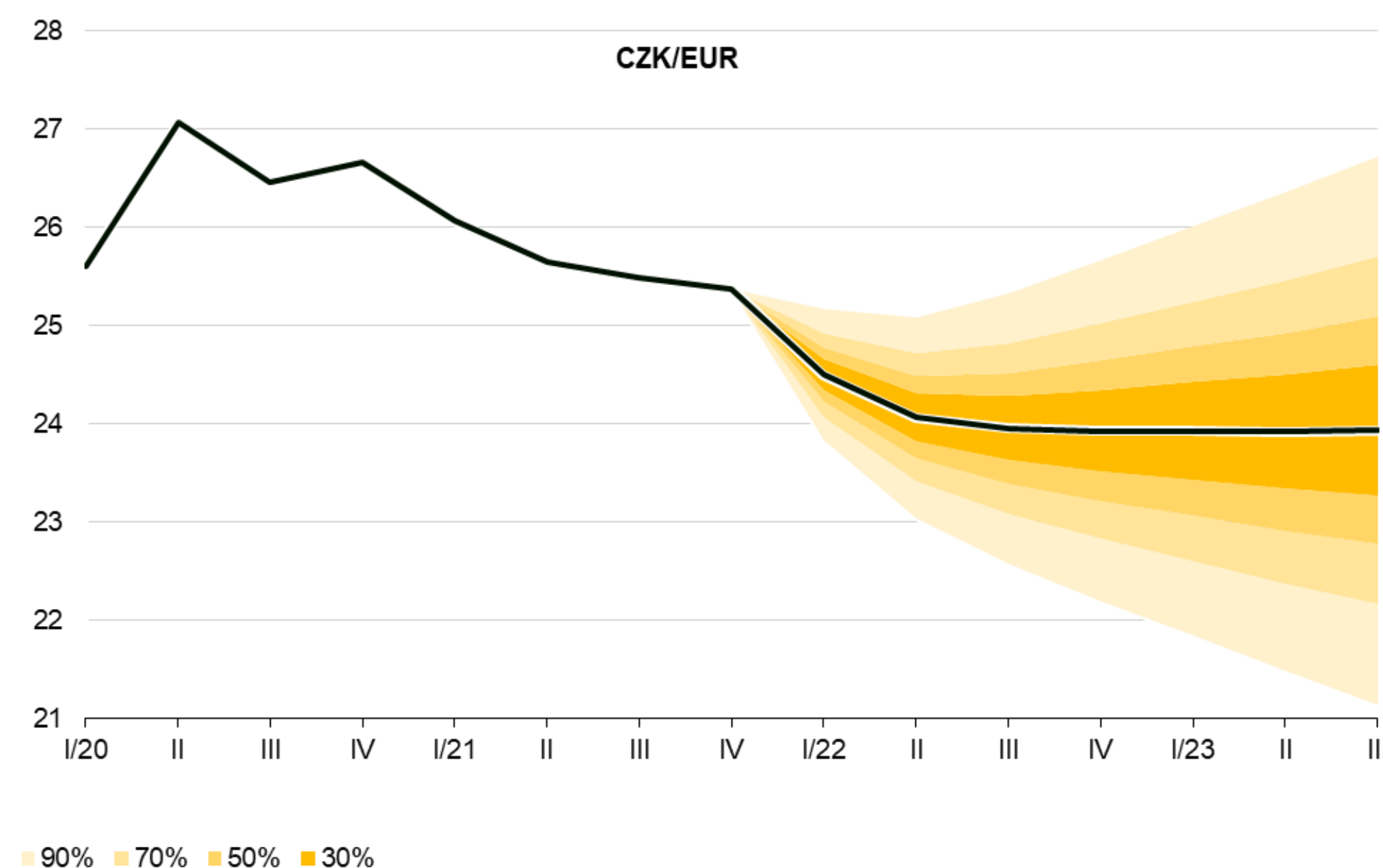
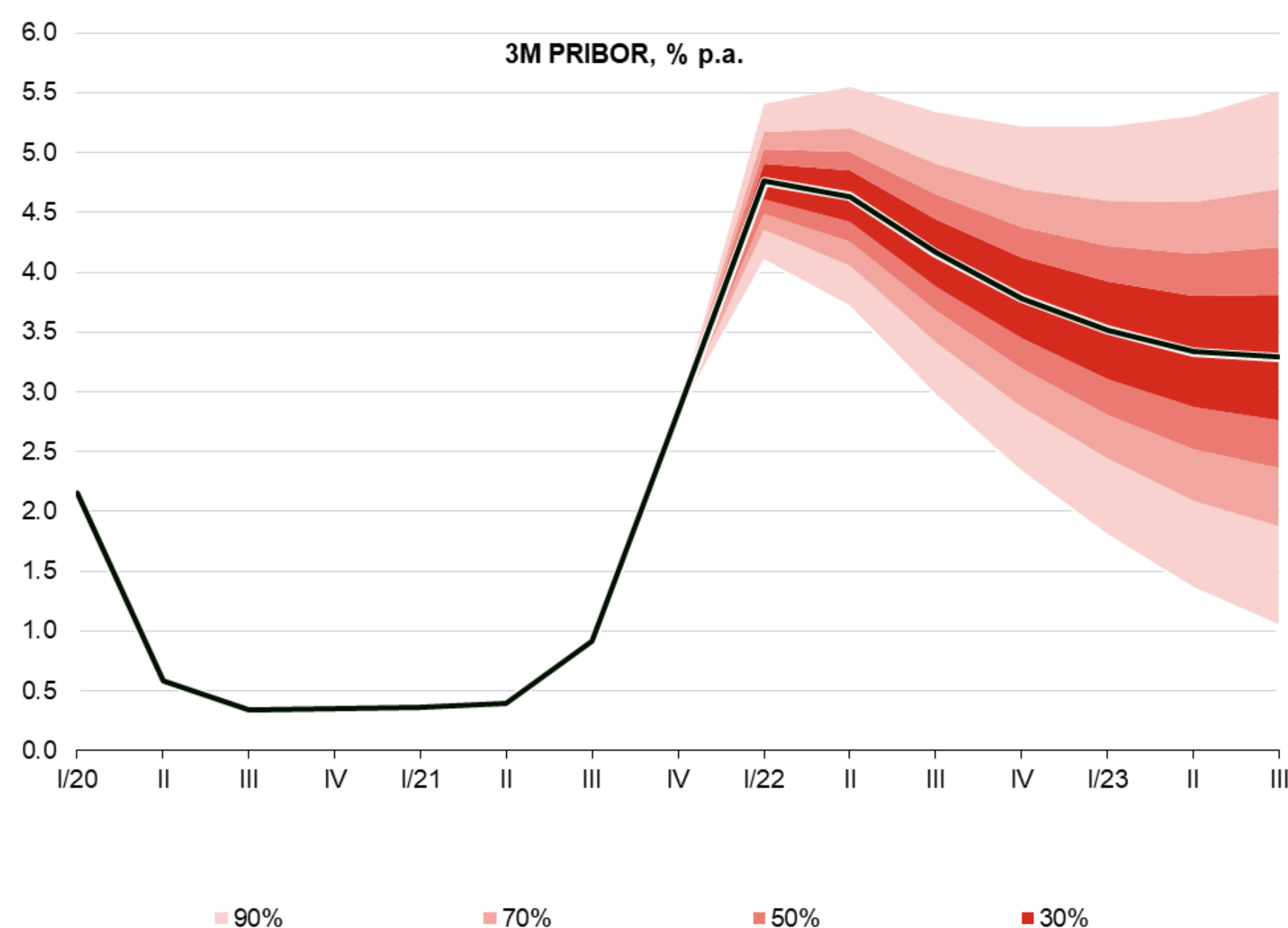
C. Neutrální úroveň úrokových sazeb



Odhad **přirozené reálné úrokové sazby** zůstává kolem 1 %. To by spolu s **dlouhodobými inflačními očekáváním** na 2% cíli implikovalo dlouhodobou **neutrální úroveň sazeb kolem 3 %**.

Šetření **inflačních očekávání nicméně** naznačují jejich růst mírně nad cíl jak u podniků, tak i analytiků finančního trhu. S tím roste i **neutrální úroveň** nominálních sazeb.

Prognóza úrokových sazeb a kurzu



S prognózou je konzistentní výrazný nárůst tržních **úrokových sazeb** následovaný jejich postupným poklesem od druhé poloviny letošního roku.

Kurz koruny k euru nejprve zpevní v reakci na strmý nárůst domácích úrokových sazeb, poté se ustálí těsně pod hladinou 24 CZK/EUR.

Rizika prognózy

Bankovní rada vyhodnotila rizika a nejistoty zimní prognózy na horizontu měnové politiky jako výrazné a v souhrnu jako mírně proinflační

Proinflační rizika

- možné slabší ukotvení inflačních očekávání 2% cílem ČNB
- případné pomalejší posílení kurzu koruny v důsledku razantního zpřísnění zahraniční měnové politiky či eskalace situace na Ukrajině

Protiinflační rizika

- možný slabší růst spotřeby domácností v reakci na skokový nárůst cen energií
- konsolidace českých veřejných financí

Nejistoty

- rozsah přecenění zboží a služeb v letošním lednu
- délka trvání přetížení globálních výrobních a dodavatelských řetězců

Děkuji za pozornost

Tomáš Holub

člen bankovní rady ČNB

tomas.holub@cnb.cz

