
Aktuální inflační vlna

Příčiny, léčba a poučení do budoucna

Tomáš Holub

Seminář pobočky ČSE České Budějovice
ve spolupráci s Ekonomickou fakultou Jihočeské univerzity

České Budějovice, 22. listopadu 2022



Struktura prezentace

Aktuální inflační vlna

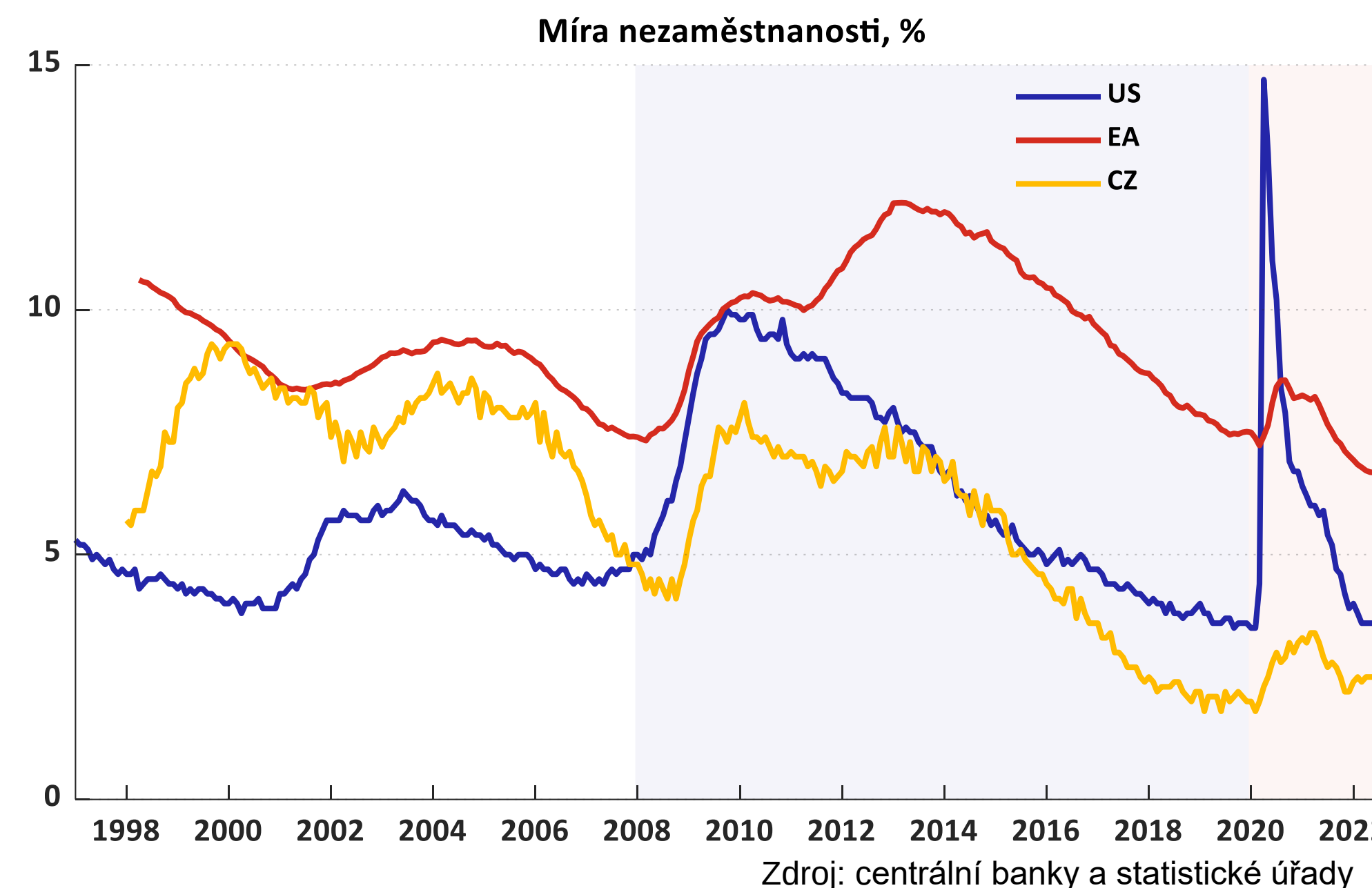
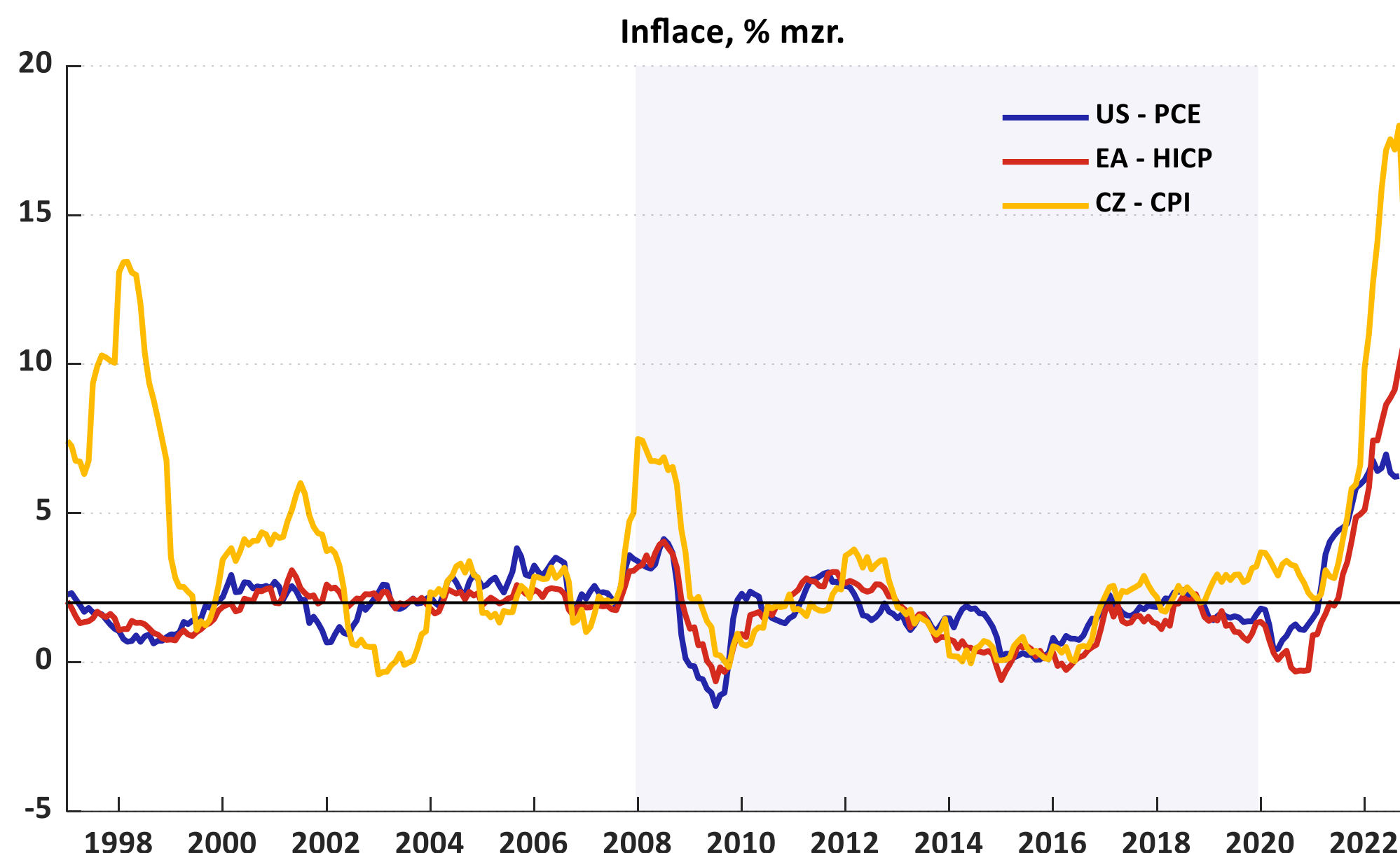
- Stylizovaná fakta
- Příčiny
- Léčba
- Lekce pro centrální banky



Inflační vlna – stylizovaná fakta



Inflační vlna (i)

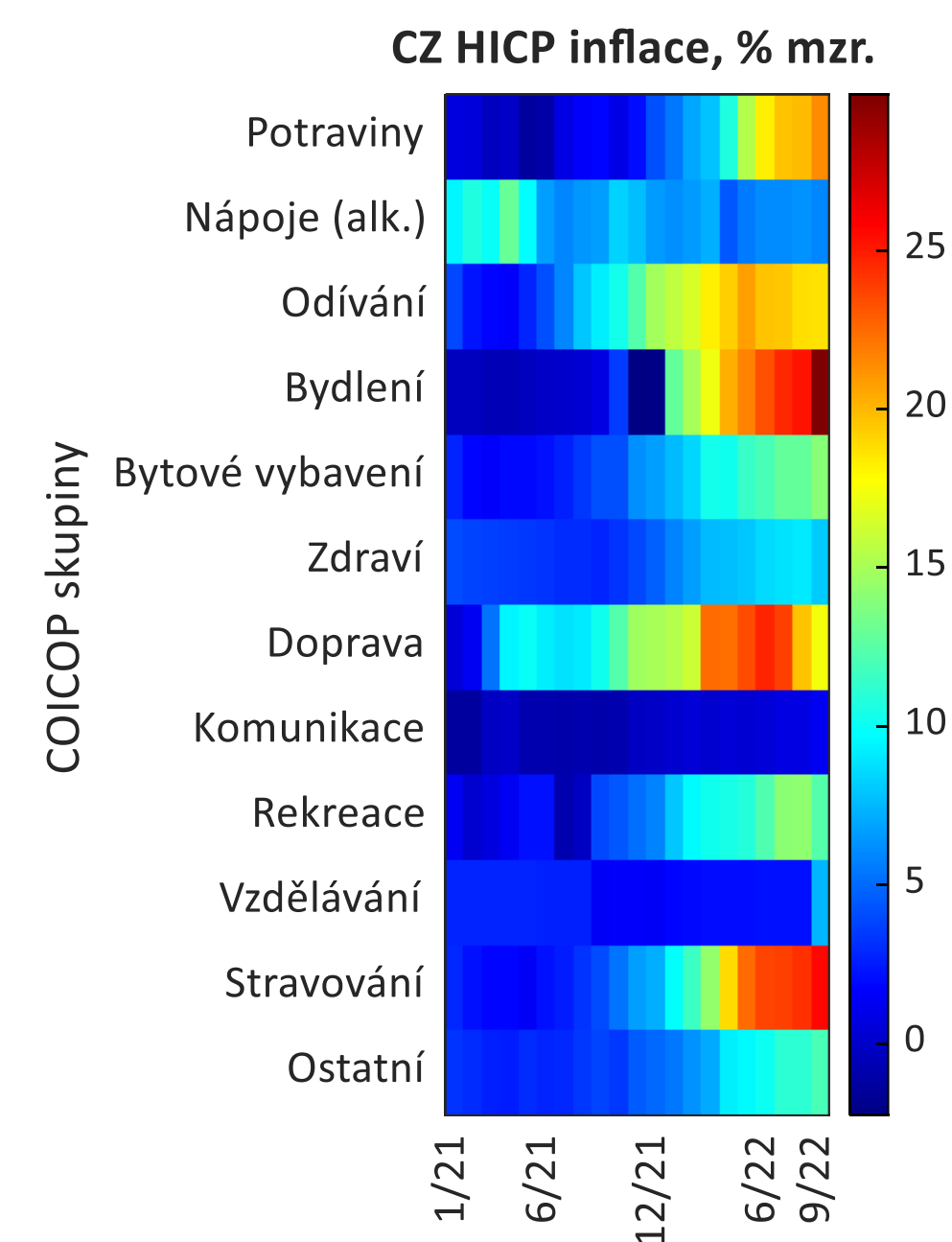
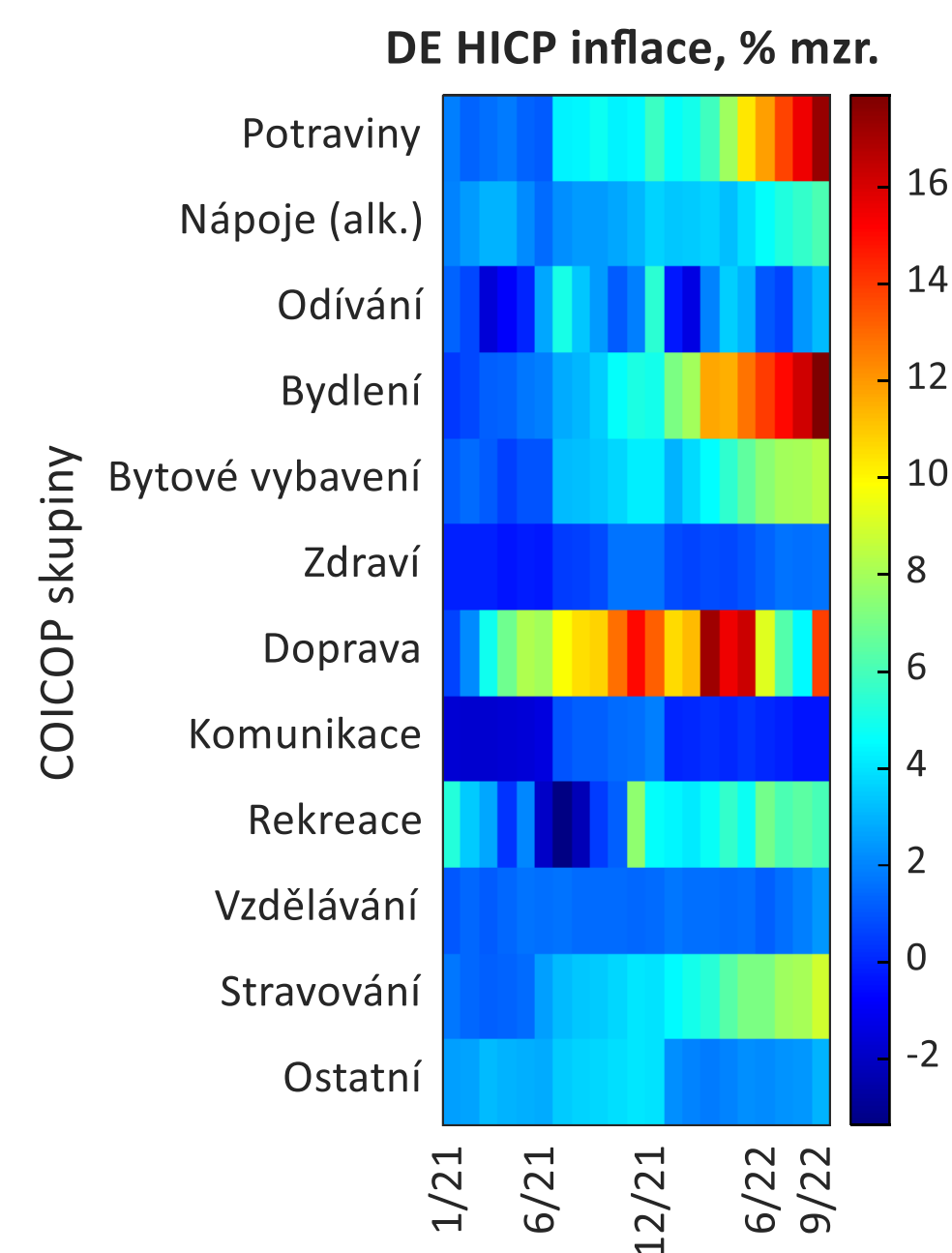
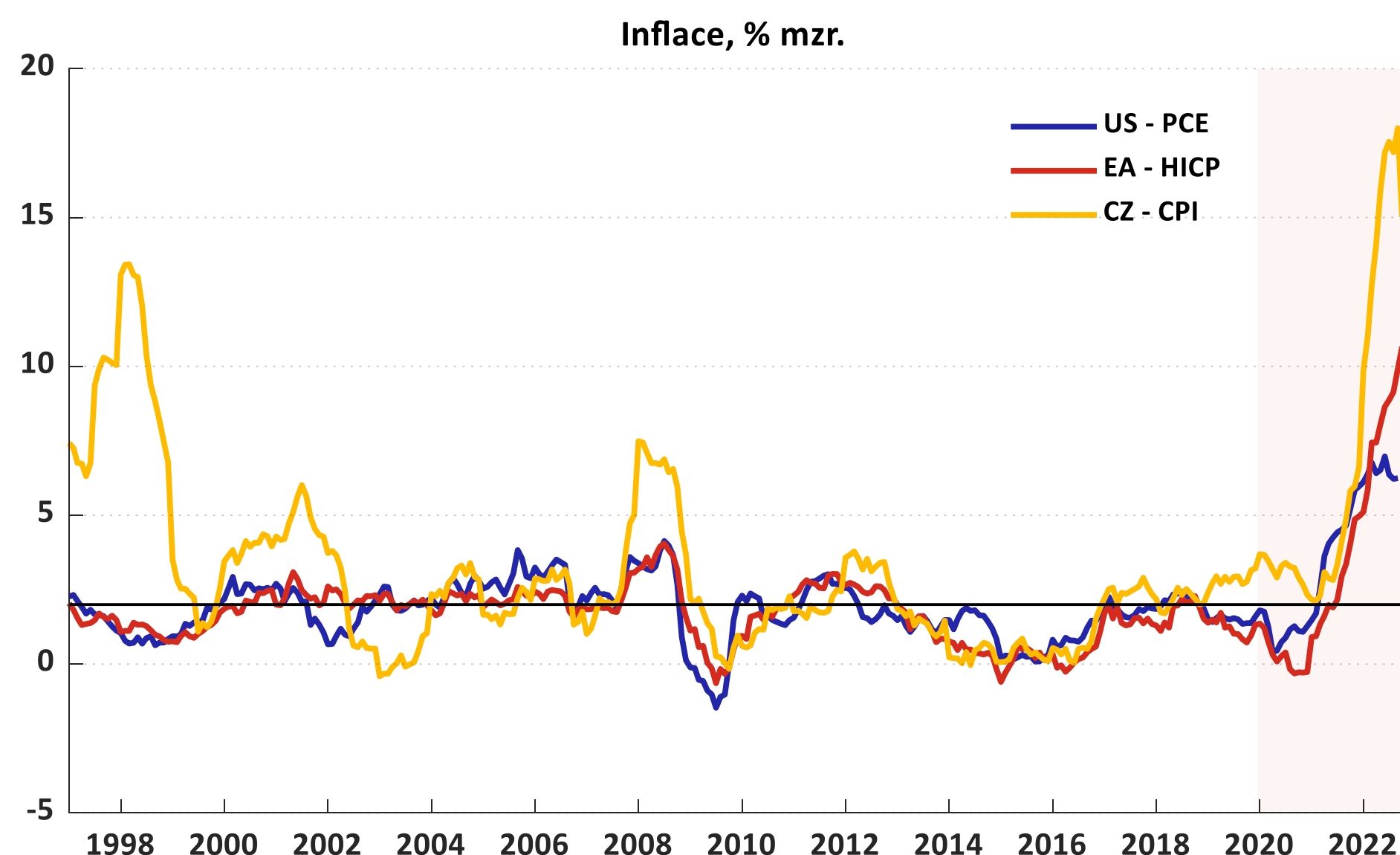


Po světové finanční krizi (GFC) zůstala **inflace utlumená** navzdory **reálnému oživení** a **míře nezaměstnanosti**, která klesla na historicky nejnižší úroveň.

Centrální banky v rozvinutých zemích se po dosažení efektivní dolní hranice úrokových sazeb uchýlily k **nekonvenčním nástrojům**.

Strategie „keep it hot“ nevedla k inflaci => studie o **zploštění Phillipsových křivek**, **rizicích deflace** a **strach ze znovuzavedení nekonvenčních opatření**.

Inflační vlna (ii)



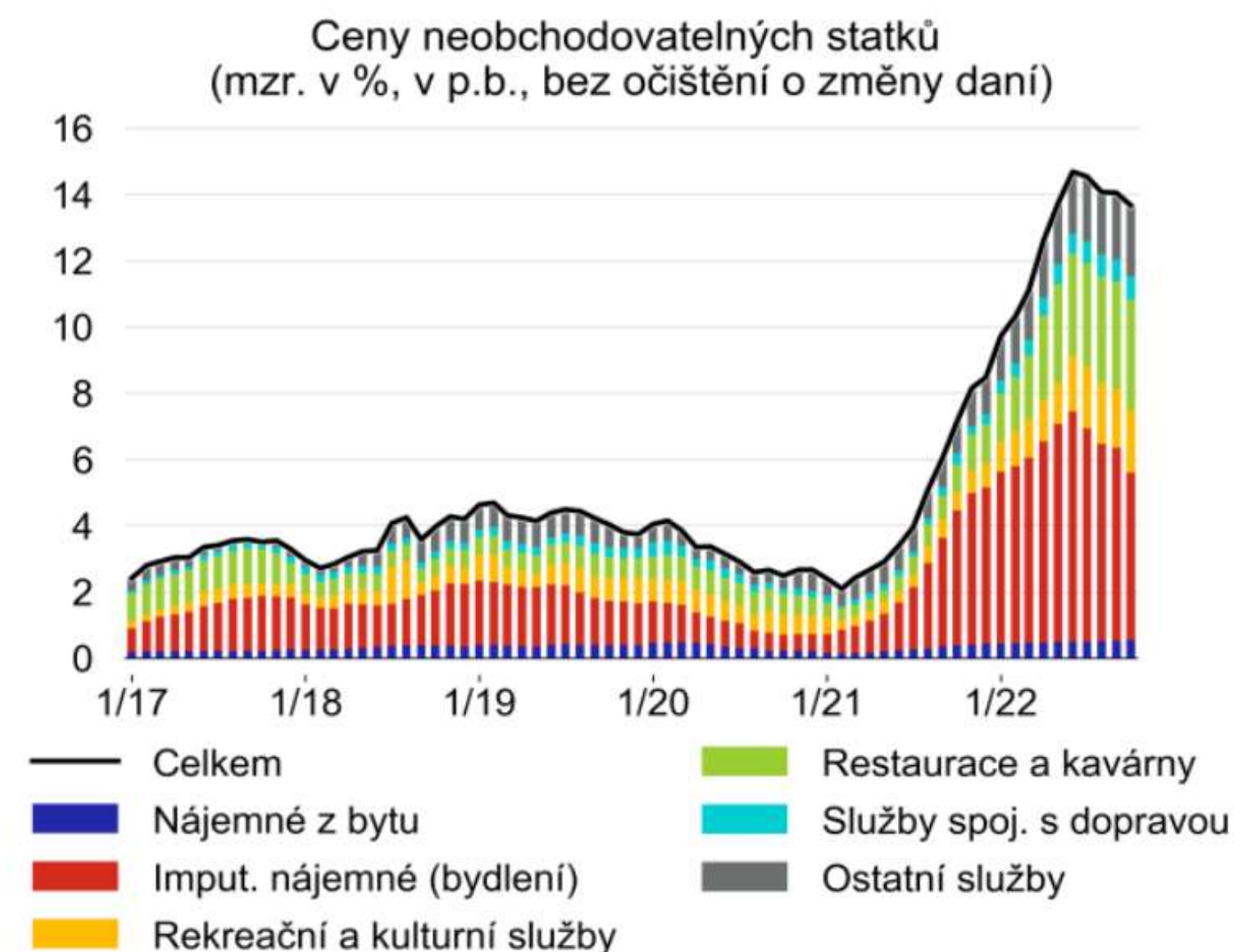
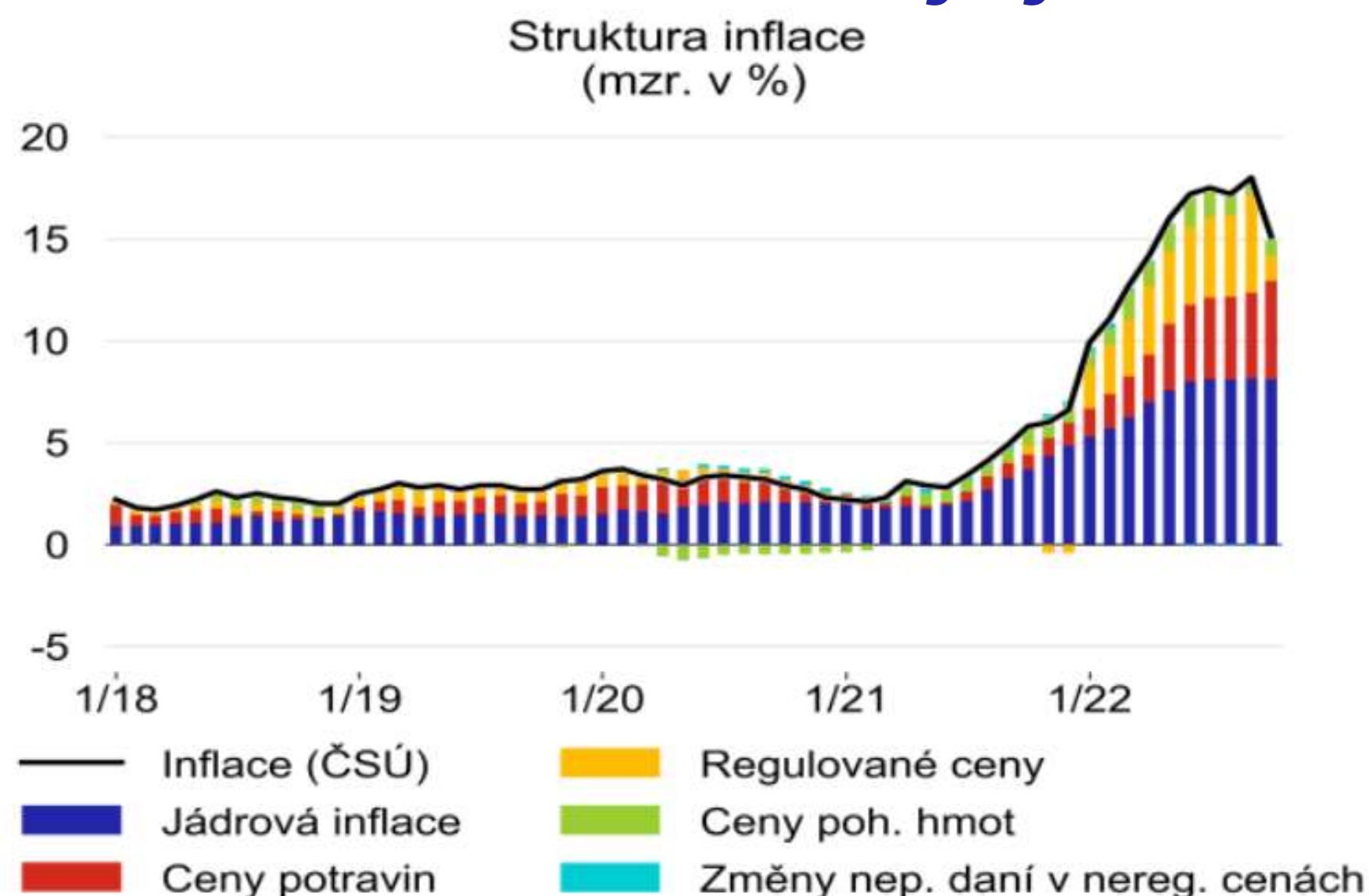
Zdroj: centrální banky a statistické úřady

Postcovidové oživení má jiný průběh.

Reálný růst a míra nezaměstnanosti se vrátili na úroveň před pandemií, ale **inflace** vzrostla na úrovně, které nebyly zaznamenány po desetiletí.

Nárůst inflace je rozšířený nejen napříč zeměmi, ale i mezi téměř všemi skupinami statků.

Inflace v ČR a její struktura



Meziroční růst spotřebitelských cen v říjnu zpomalil, když byl úsporný tarif započten do dynamiky **regulovaných cen**. Bez úsporného tarifu a odpuštění POZE by celková inflace dosáhla 18,6 %.

Jádrová inflace v říjnu zpomalila jen mírně. Naopak růst **cen potravin** v říjnu znatelně zesílil, což odráželo zdražení napříč všemi kategoriemi potravin.

K vysoké jádrové inflaci přispívají ceny **obchodovatelných** i **neobchodovatelných** statků. Ceny neobchodovatelných statků zpomalují svůj meziroční růst, který přesto zůstává vysoký s výrazným příspěvkem **imputovaného nájemného**.

Inflační vlna – faktory



Co stojí za inflační vlnou?

I. Poruchy na straně nabídky

II. Růst cen energií a nejistot v souvislosti s ruskou invazí na Ukrajinu

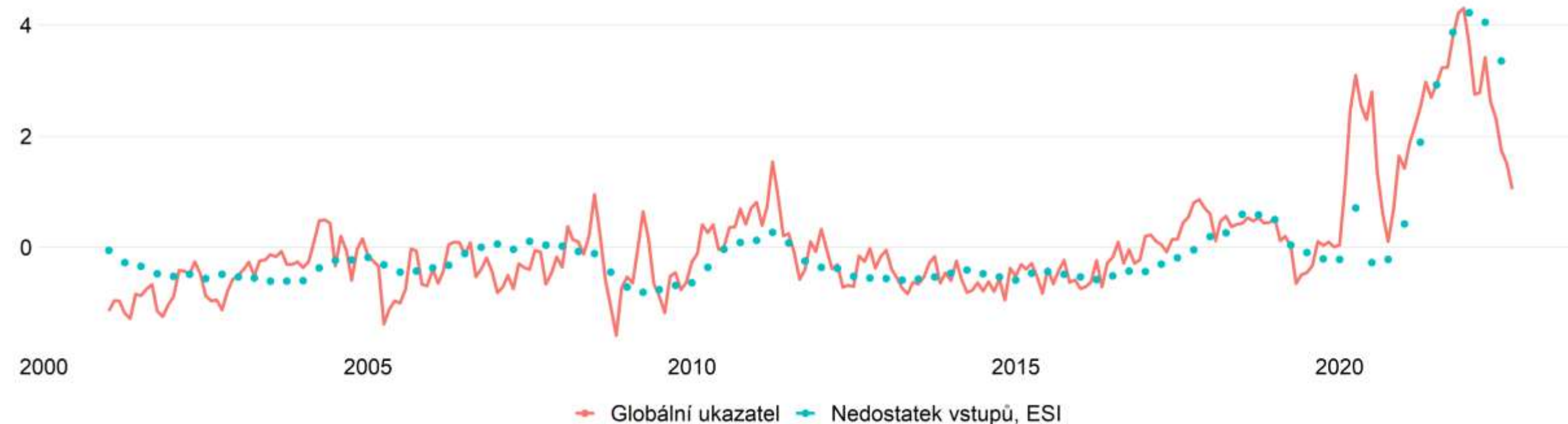
III. Poptávkové tlaky

IV. Příliš uvolněná měnová politika

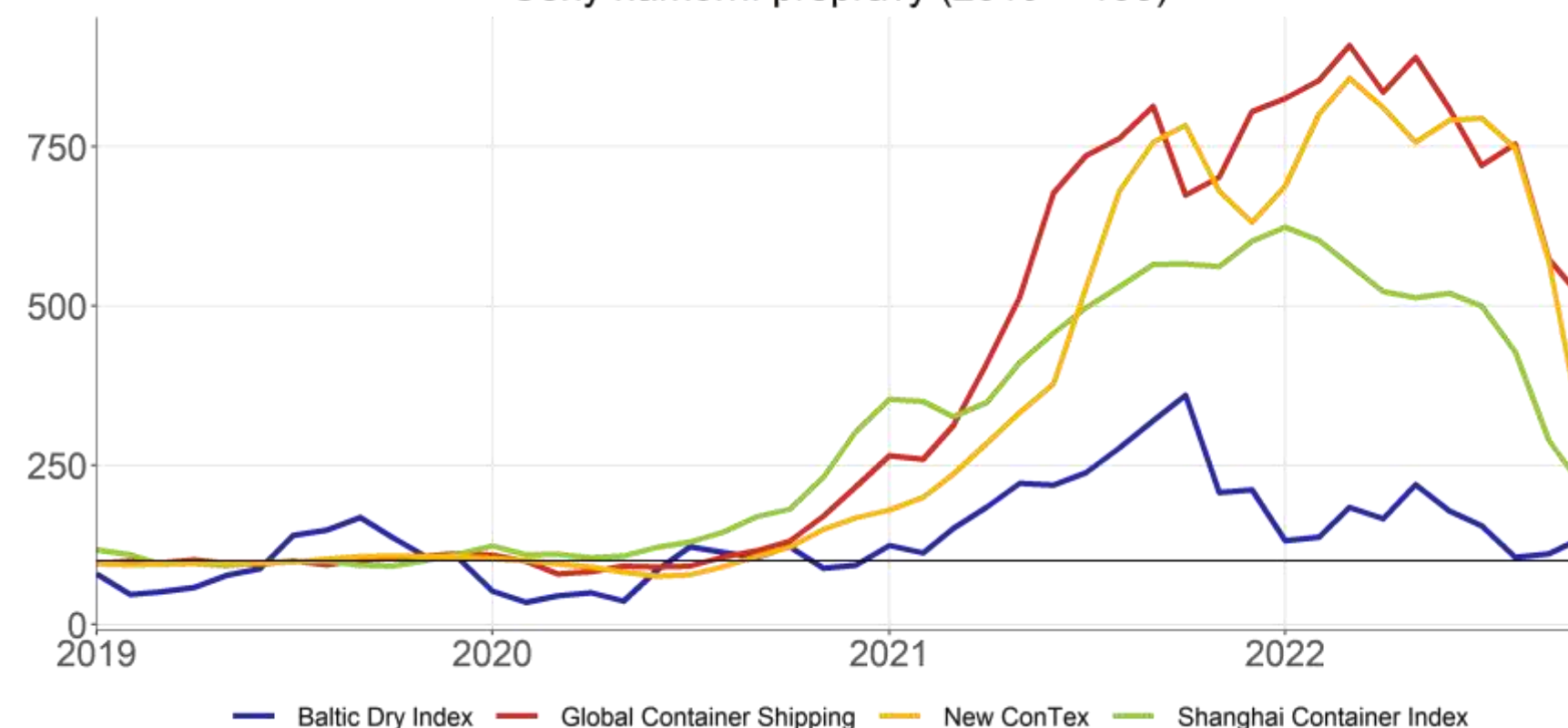
- A. Příliš mnoho stimulace – uvolnění měnové a fiskální politiky a jejich synergie
- B. Chybná víra ve zploštění PC
- C. Ztráta zaměření centrálních bank na cenovou stabilitu

I. Poruchy na straně nabídky

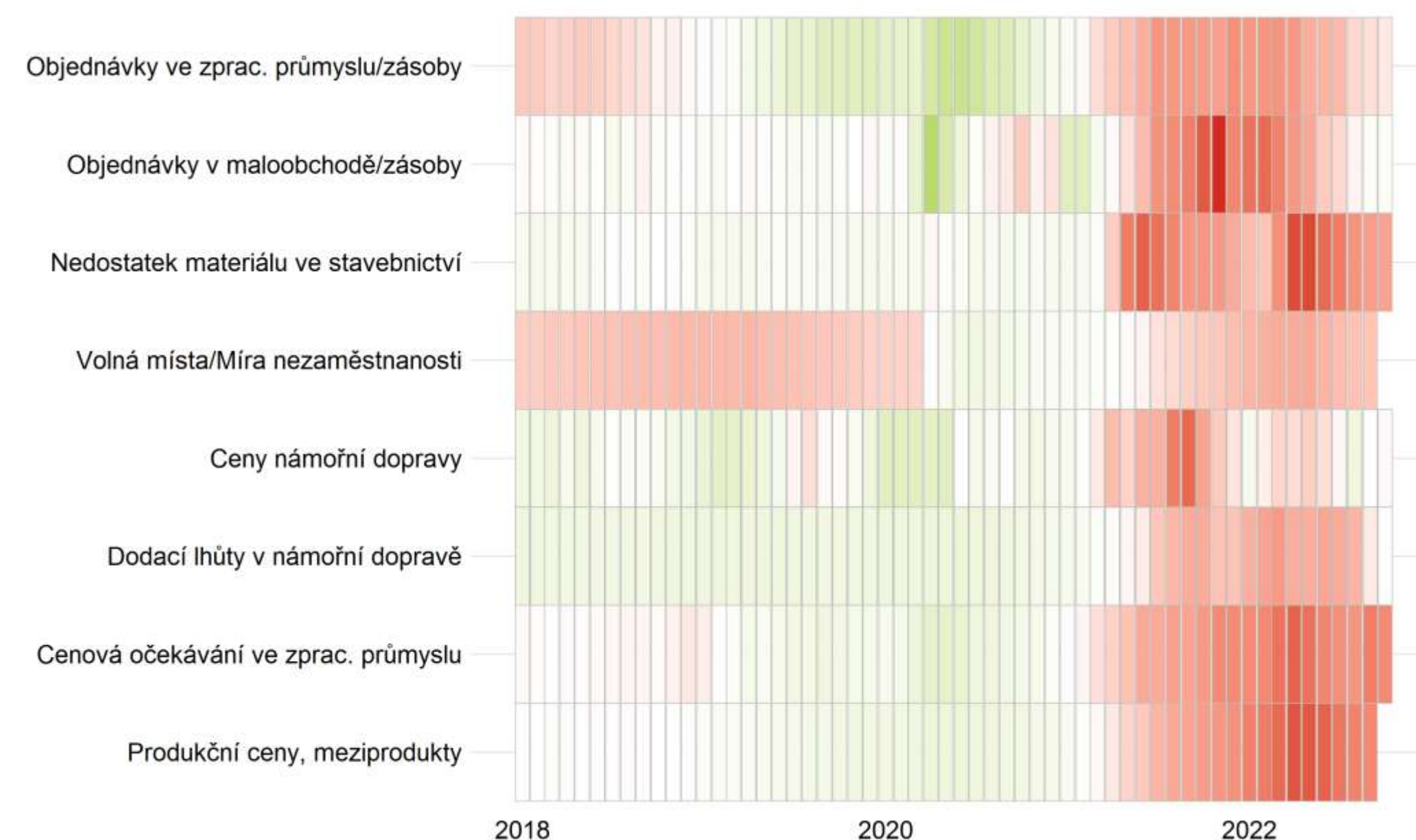
Přetížení řetězců a nedostatek vstupů v eurozóně



Ceny námořní přepravy (2019 = 100)

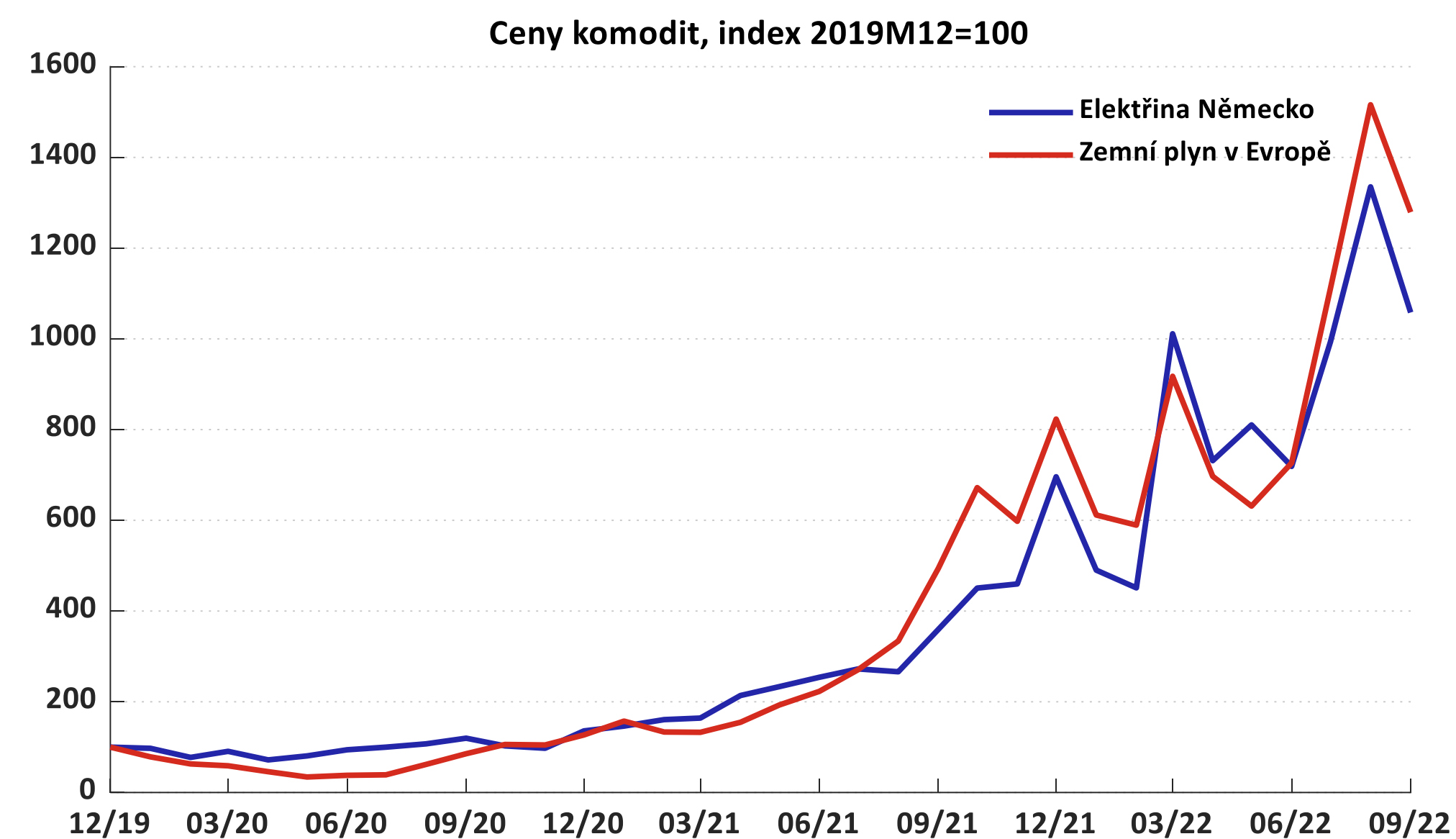
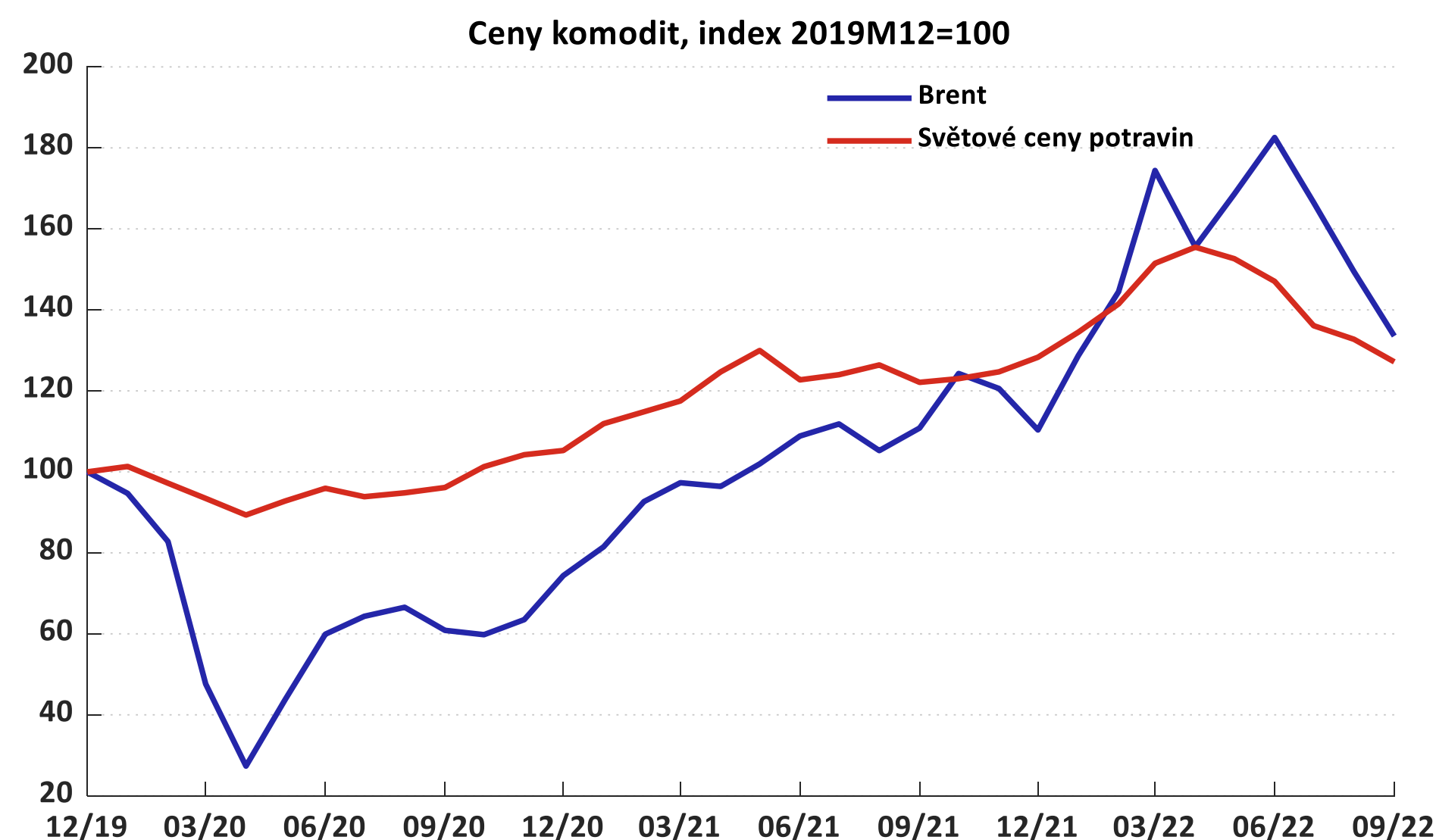


Napětí v dodavatelských řetězcích – Německo



Poruchy dodavatelských řetězců a následně jejich přetížení – zpoždění dodávek, růst cen námořní dopravy, nedostatek materiálu atd. Poruchy na straně nabídky byly silné zejména v minulém roce a první polovině letošního roku. Jejich **proinflační efekt** však v současnosti rychle odeznívá.

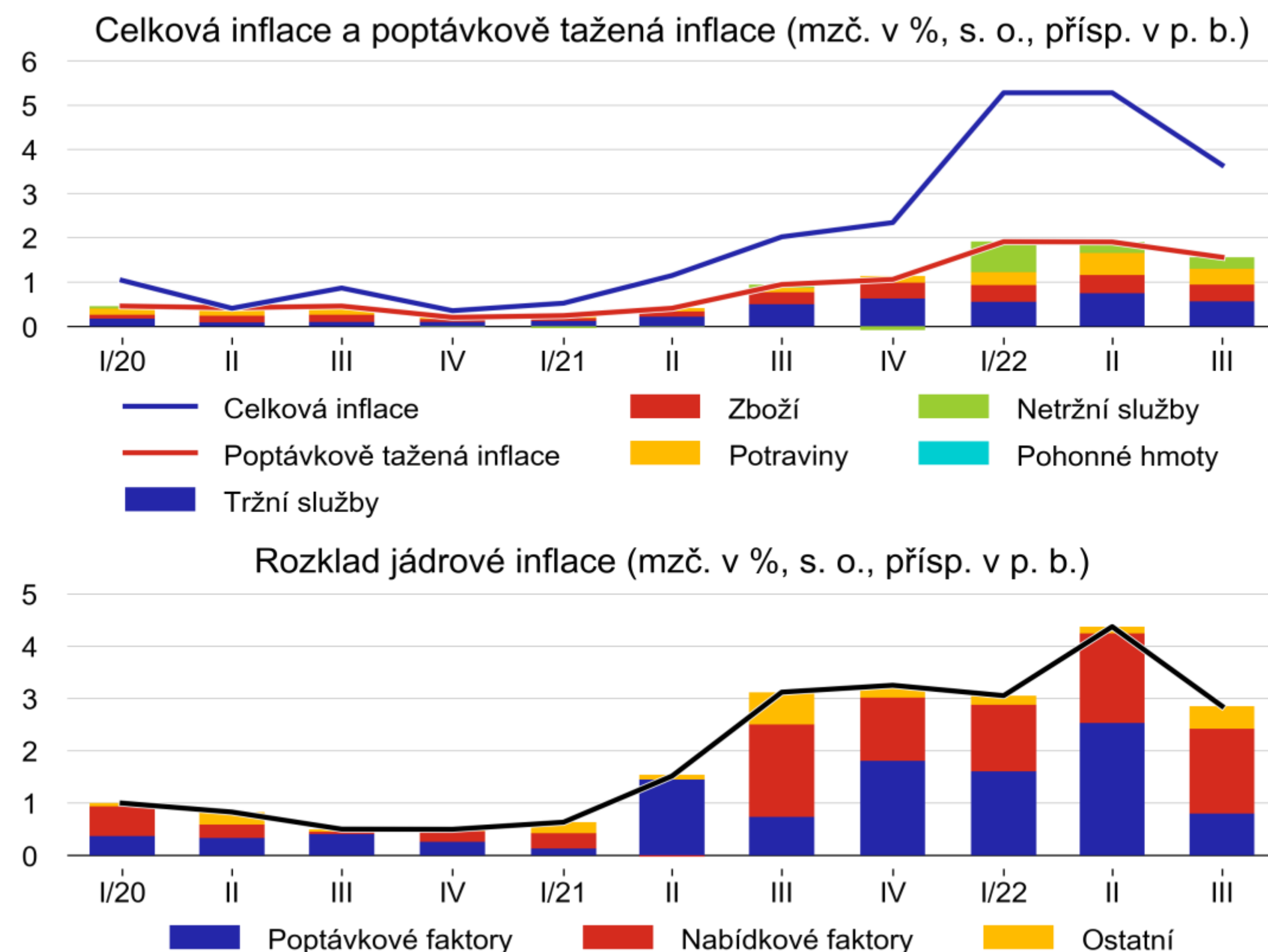
II. Ceny komodit a energií, nejistota



Zdroj: Datastream a Bloomberg

Výrazný růst **cen komodit a energií** oproti období před pandemií se propisuje do výrobních a spotřebitelských cen. Aktuálně dochází k poklesu cen komodit v souvislosti s očekávaným **zpomalením světového růstu** a v souvislosti s opatřeními proti jejich růstu (zastropování atd.). Jejich úroveň je však stále vysoká. V cenách komodit se odráží i **růst nejistoty** v souvislosti s válkou na Ukrajině.

III. Inflační tlaky v ČR: poptávka, nebo nabídka?



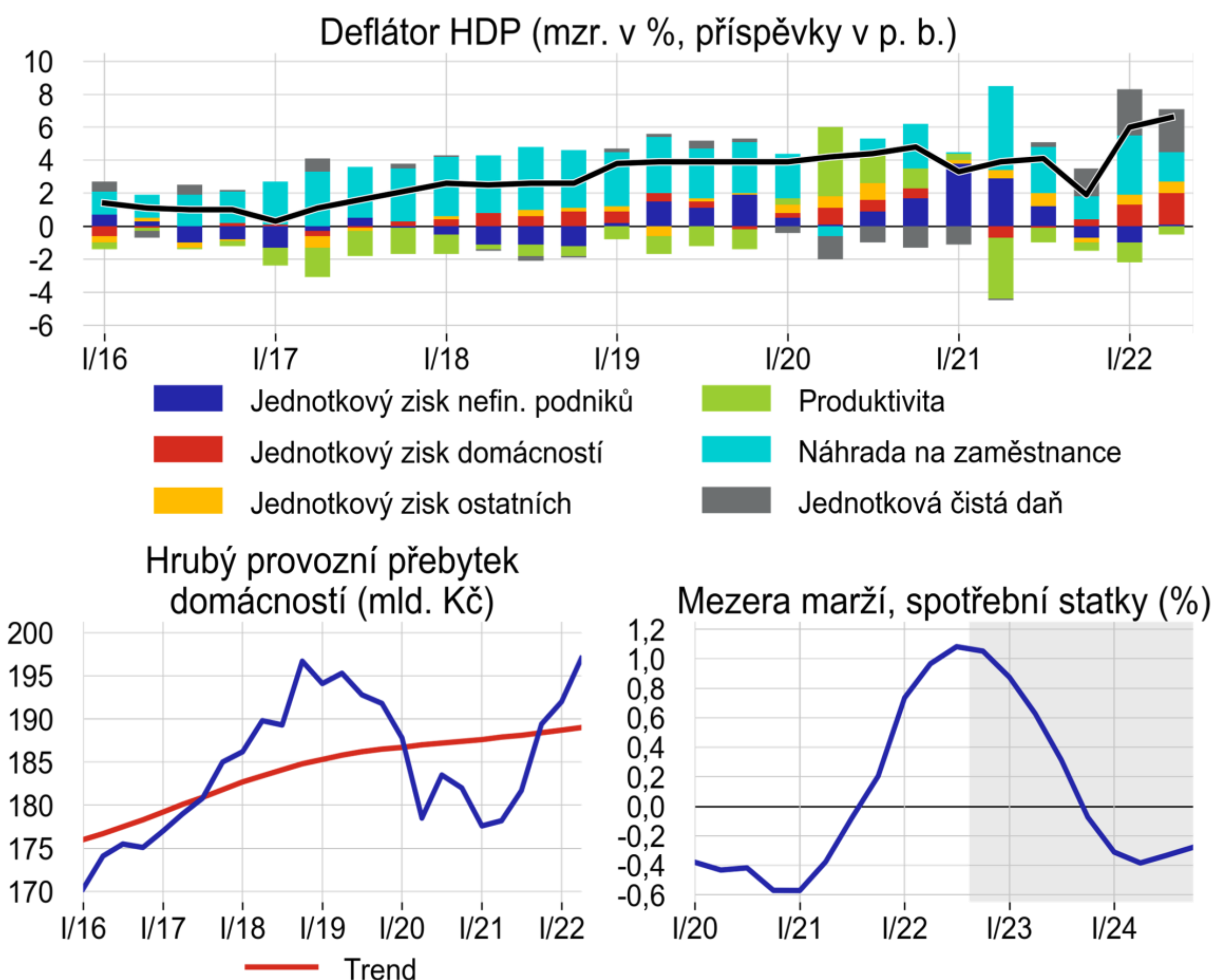
V celkové inflaci se letos výrazně promítaly zejména **nákladové faktory**, ale významně zvýšená byla i inflace **tažená poptávkou**.

Poptávkové inflační tlaky identifikované s pomocí souhrnného indikátoru trhu práce LUCI jsou patrné ve vývoji cen všech hlavních segmentů spotřebního koše s výjimkou cen pohonných hmot.

Přístup inspirovaný analýzou Fedu (A. Shapiro – poptávkový tlak charakterizuje souběžný růst ceny a objemu prodeje) také potvrdil, že jádrová inflace byla v posledním roce tažena jak **poptávkovými**, tak **nabídkovými faktory**, přičemž síla poptávkových vlivů v létě letošního roku zeslábla.

Poznámka: Kategorie Ostatní zahrnuje inflační očekávání a další faktory, které nelze jednoznačně přiřadit nabídce nebo poptávce.

III. Inflační tlaky v ČR: Ziskovost firem a marže



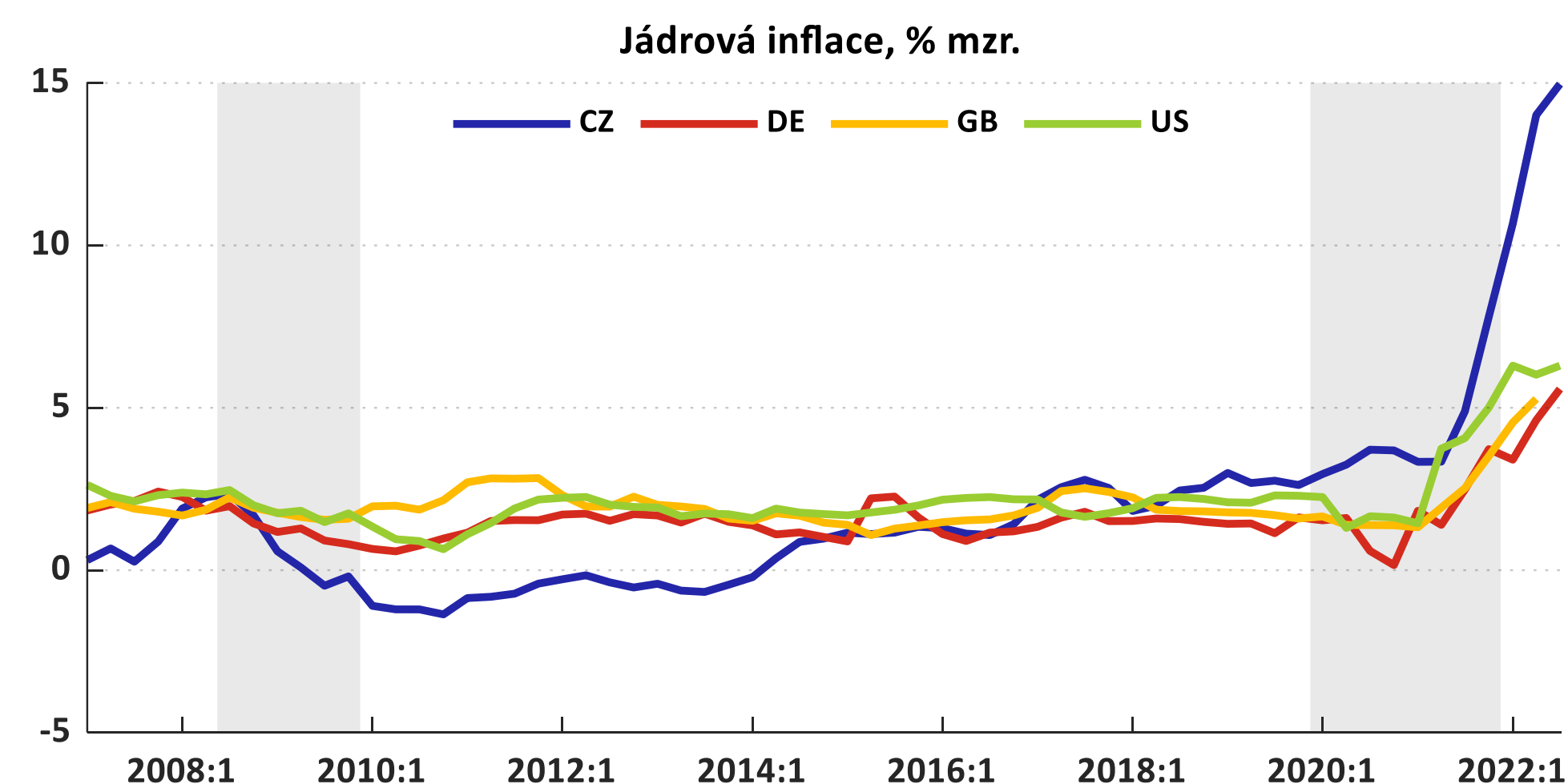
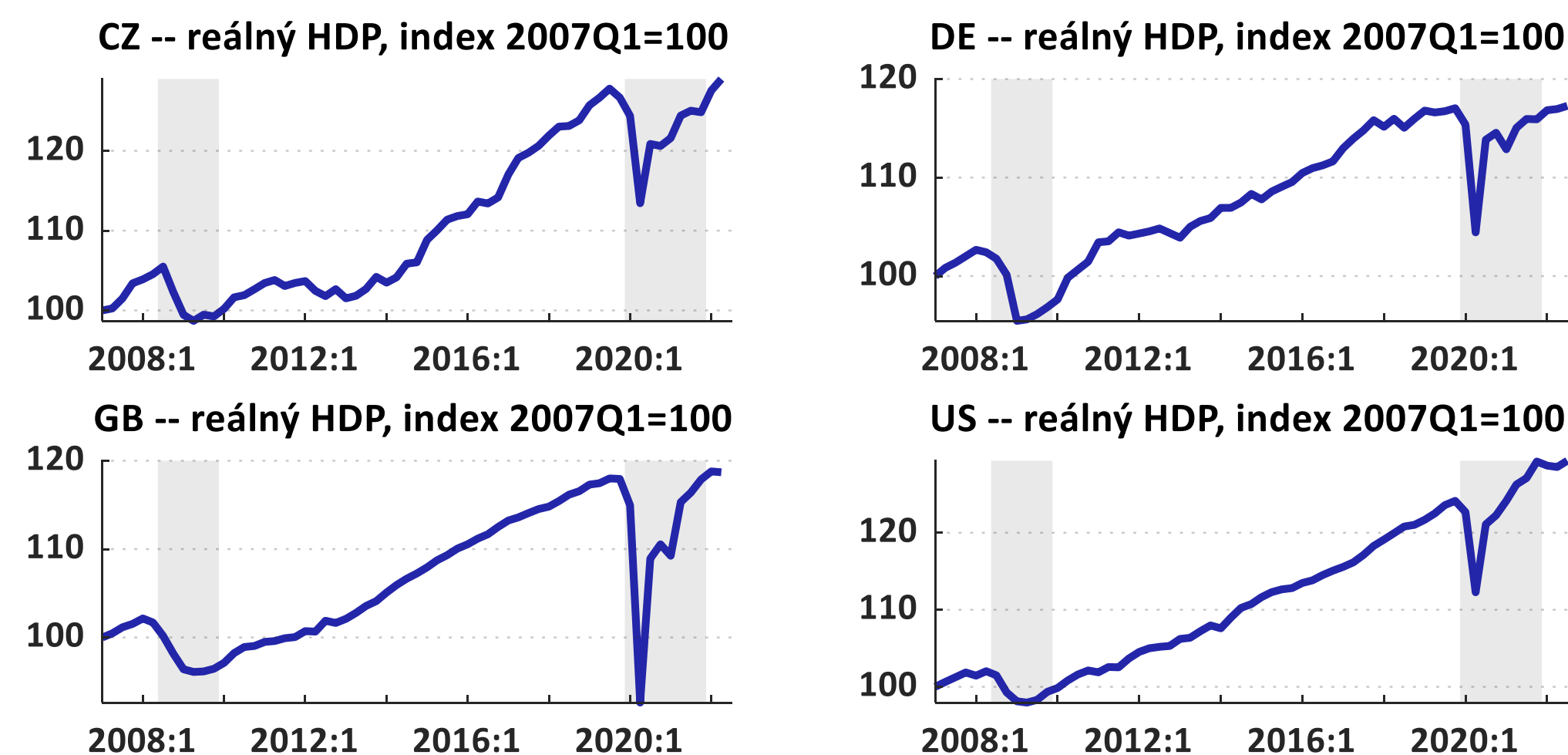
Cenové tlaky v ekonomice je možné hodnotit pomocí **rozkladu deflátoru HDP** jakožto indikátoru vývoje cen hrubé přidané hodnoty vytvořené v tuzemské ekonomice.

V prvním pololetí letošního roku k růstu **deflátoru HDP** nejvíce přispěly **náhrady na zaměstnance, zisky domácností (živnostníků) a čisté daně**.

Zisky podnikajících domácností se aktuálně pohybují nad trendovou úrovní. **Zisky podniků** se pak drží v blízkosti trendu.

Dosud výrazně **kladná mezera marží** odrážející zvyšování cen nad rámec růstu nákladů se začne v příštím roce uzavírat v návaznosti na zchlazení domácí poptávky i dosavadní zpřísňování měnové politiky.

IV.A Příliš mnoho stimulace – stylizovaná fakta



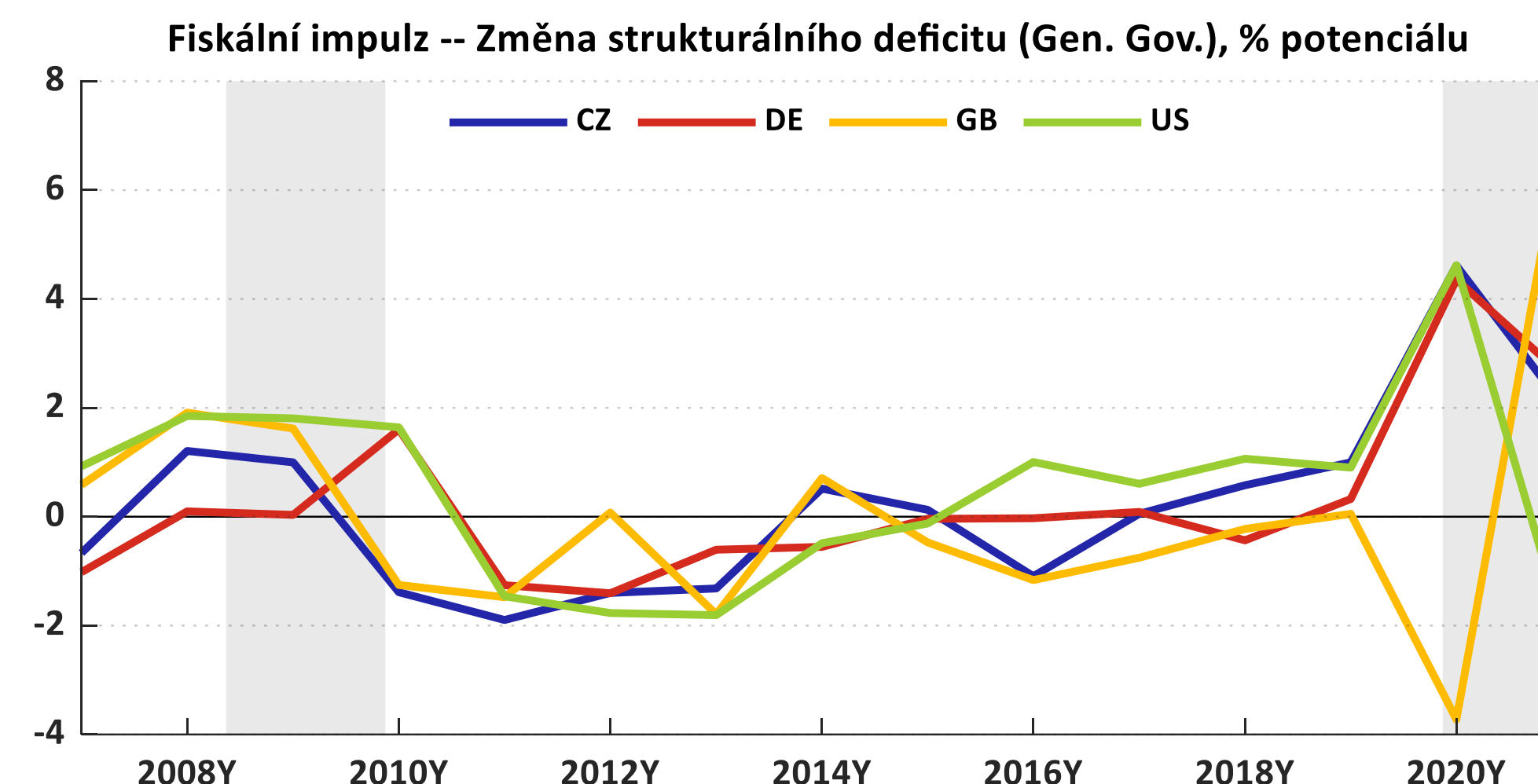
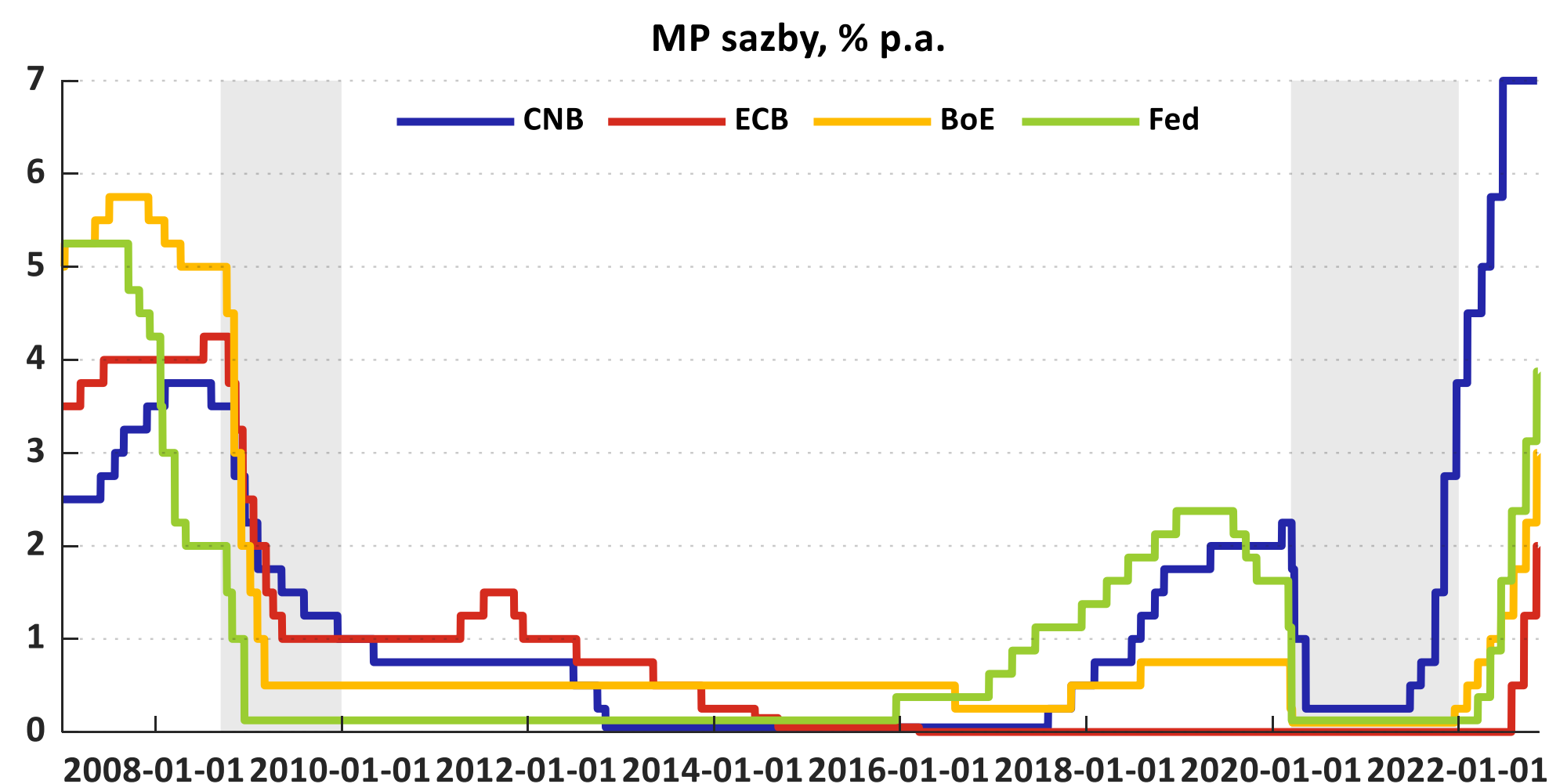
Zdroj: centrální banky a statistické úřady

GFC vedla k **recesi ve tvaru písmene L**, zatímco pandemie covidu byla charakterizována **recesí ve tvaru V** s rychlým návratem reálného HDP na úroveň před pandemií.

Reálná ekonomická aktivita spoluutvářela dynamiku jádrové inflace – **inflace klesající po GFC**, ale **rostoucí po covidovém šoku**.

Odlišná dynamika HDP a inflace odráží kromě odlišného typu šoků také rychlé a souběžné **uvolňování měnové a fiskální politiky**.

IV.A Příliš mnoho stimulace – synergie politik



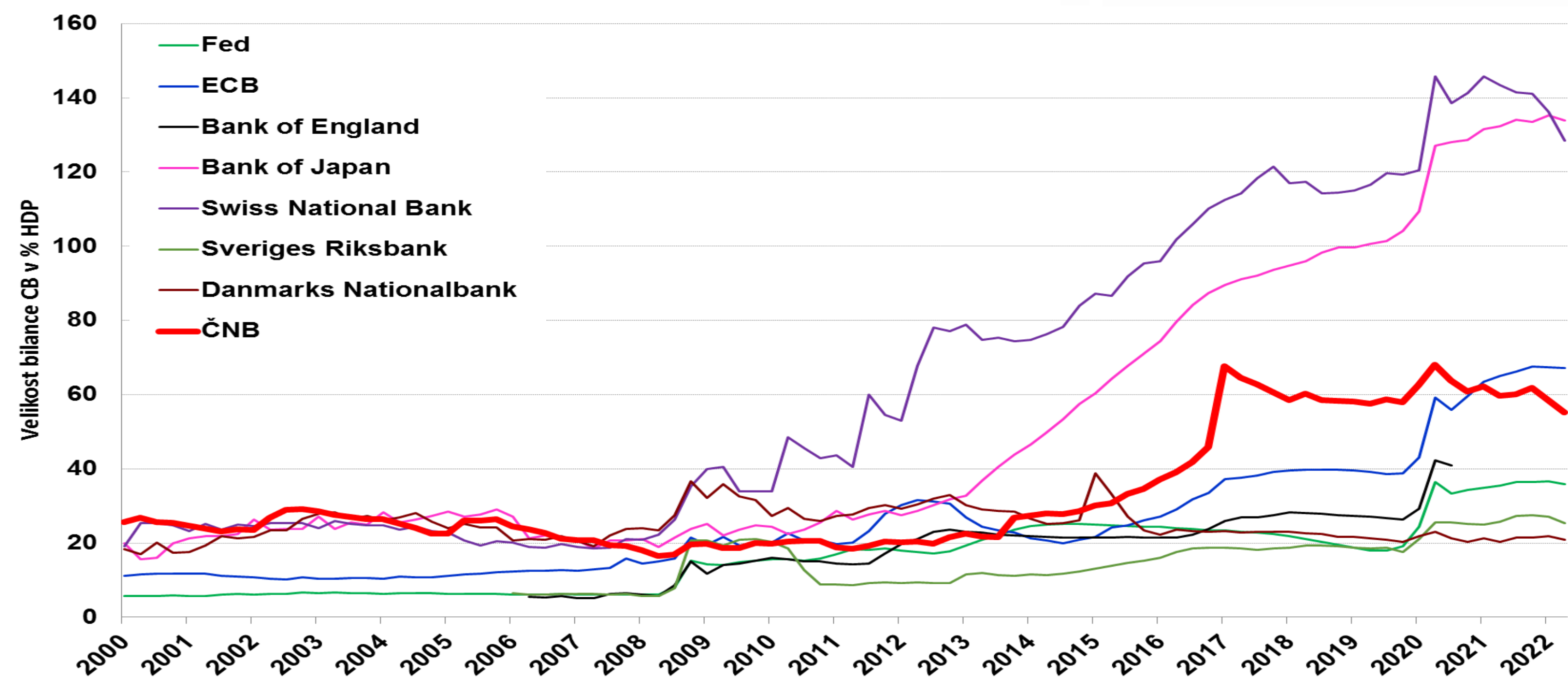
Zdroj: centrální banky a statistické úřady

Měnová politika – téměř okamžitý návrat k nulovým úrovním sazeb v reakci na covid, rychlé a masivní použití nekonvenčních nástrojů (netýká se ČR).

Fiskální politika – rychlejší a silnější fiskální reakce ve srovnání s GFC.

Covidový šok ukazuje, že se obě politiky se poučily z GFC, a demonstruje sílu **synergie mezi měnovou a fiskální politikou**.

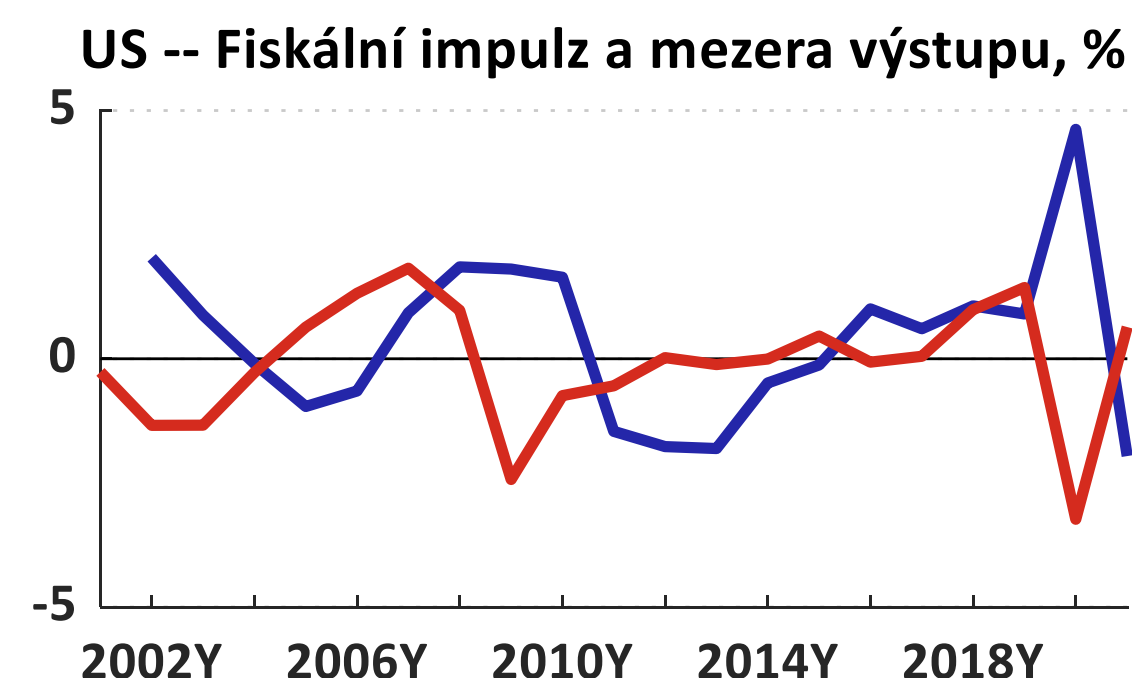
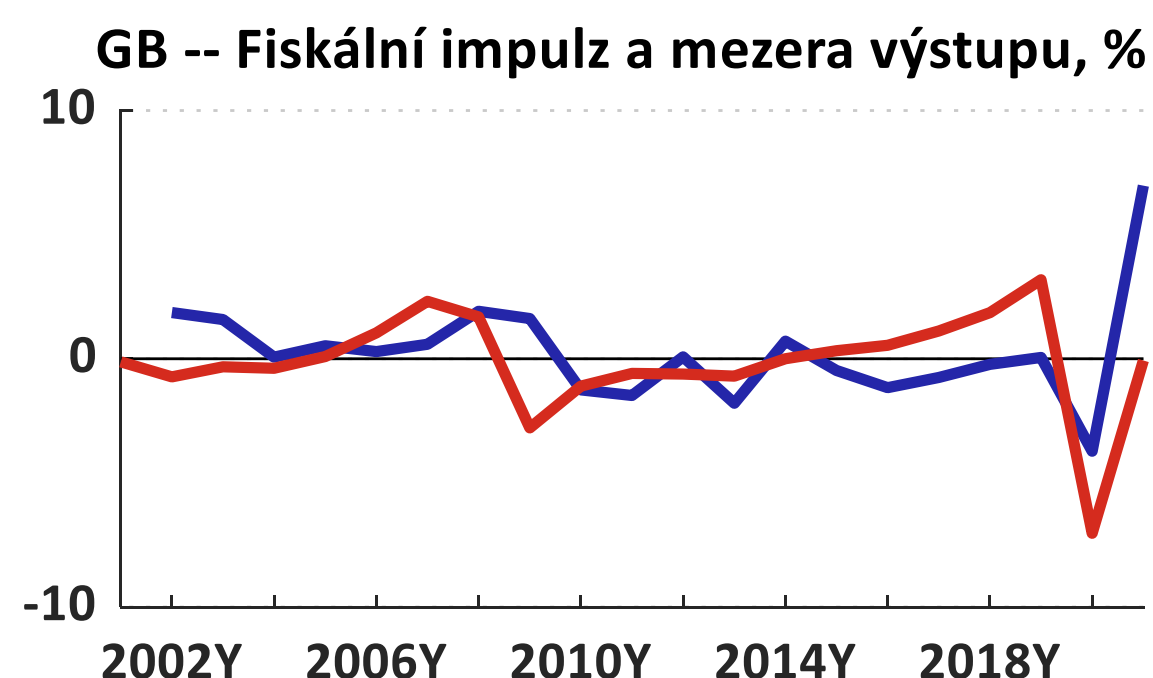
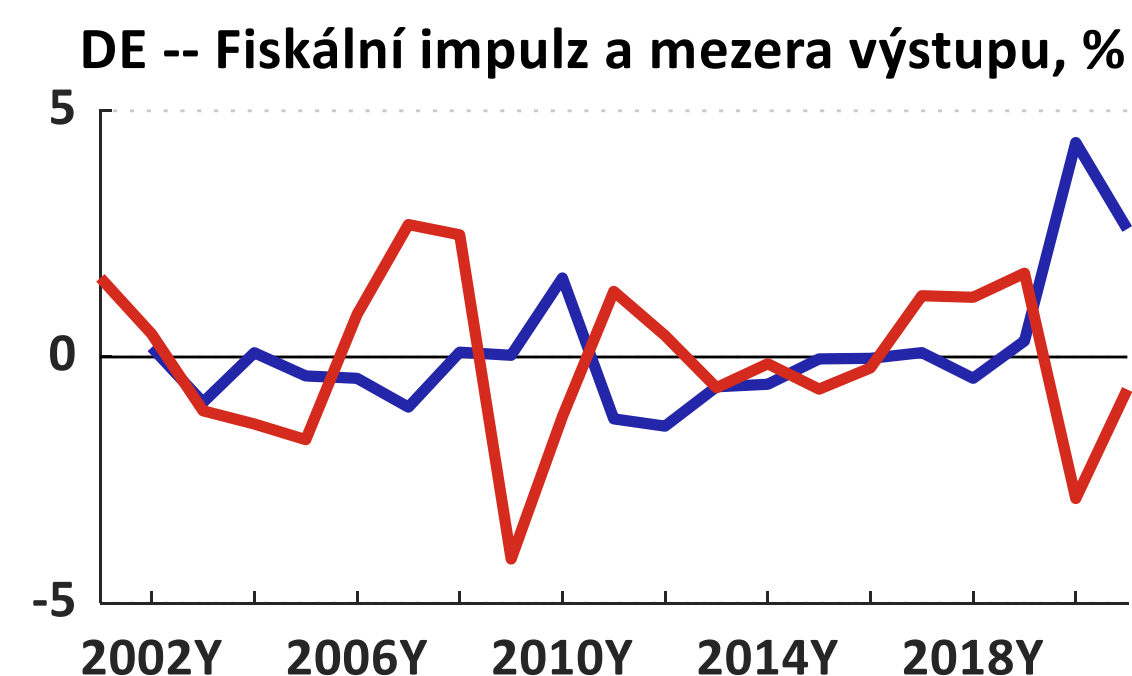
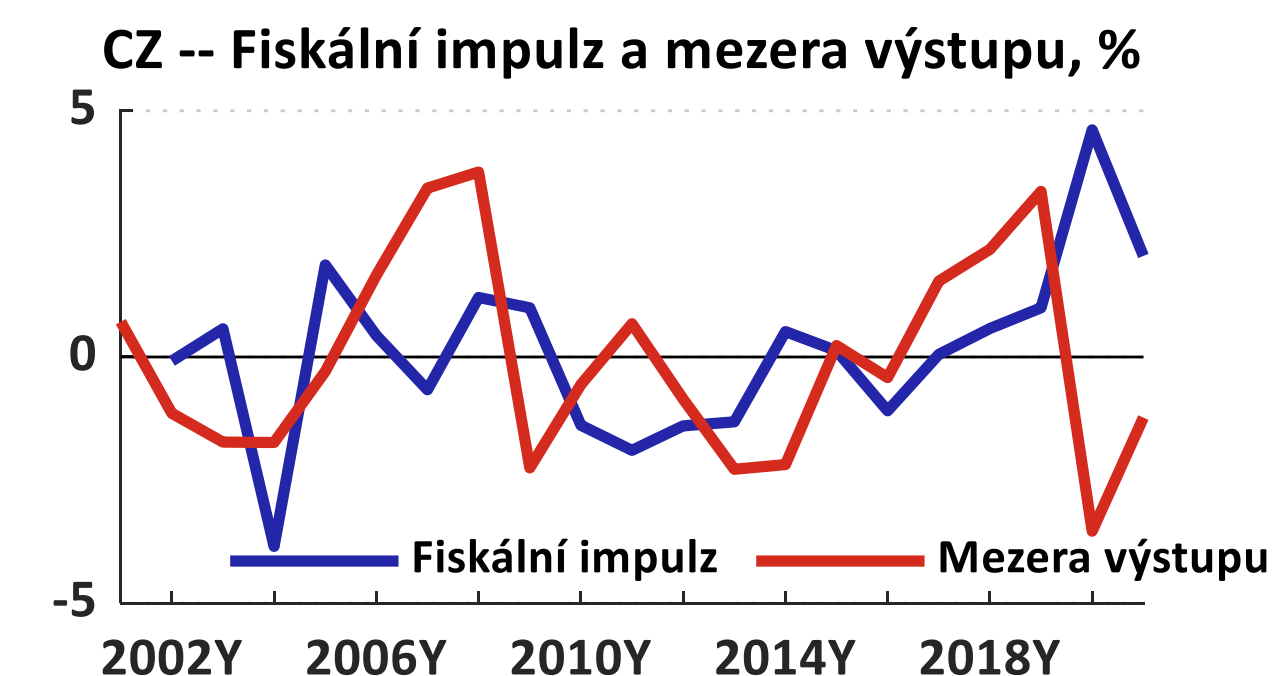
IV.A Příliš mnoho stimulace – synergie politik



Zdroj: Bloomberg, výpočet ČNB

Měnová politika – významné centrální banky přistoupily k rychlejšímu a masivnějšímu použití UMP nástrojů než po GFC (rychlé akce Fedu z té doby měly větší úspěch než váhavá reakce ECB; po zkušenosti s evropskou dluhovou krizí centrální banky nespolehaly na fiskální stimulaci).

IV.A Příliš mnoho stimulace – lekce



Zdroj: centrální banky a statistické úřady

Poznámka: Fiskální impulz aproximován změnou strukturálního deficitu. Mezery výstupu odhadnuty pomocí HP filtru.

Silná **synergie měnové a fiskální koordinace.**

Výrazné negativní šoky do reálné ekonomické aktivity vedou ke sladování měnové a fiskální politiky a využívání synergií – „**přirozená**“ **koordinace.**

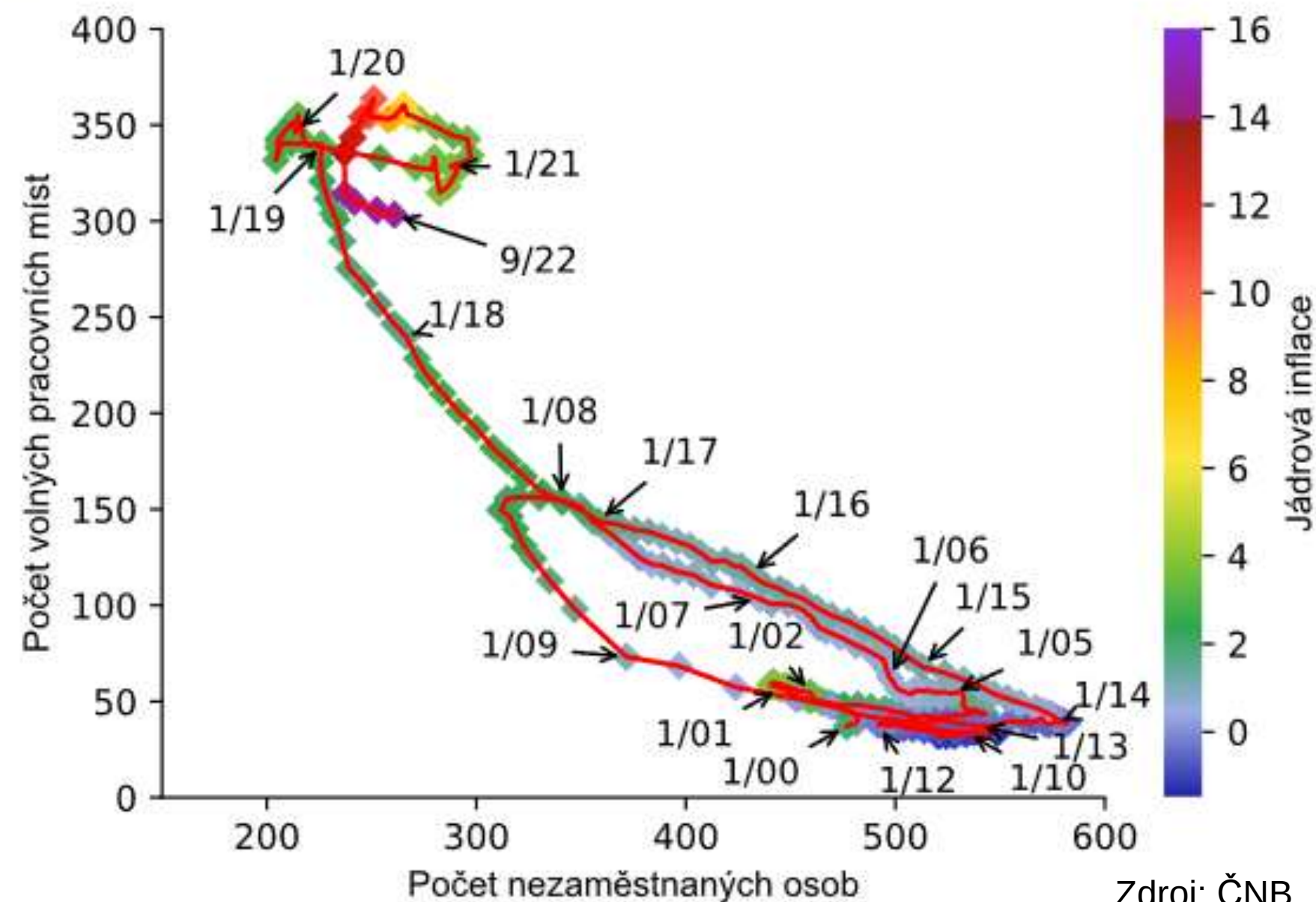
Soudržnost politik funguje mnohem méně během standardního hospodářského cyklu a v obdobích normalizace politiky, když šoky odeznívají – **je fiskální politika vždy proticyklická?**

Primárním cílem **měnové politiky** by mělo být **zajištění cenové stability.**

IV.B Chybná víra ve zploštění PC (i)

Beveridgeova křivka

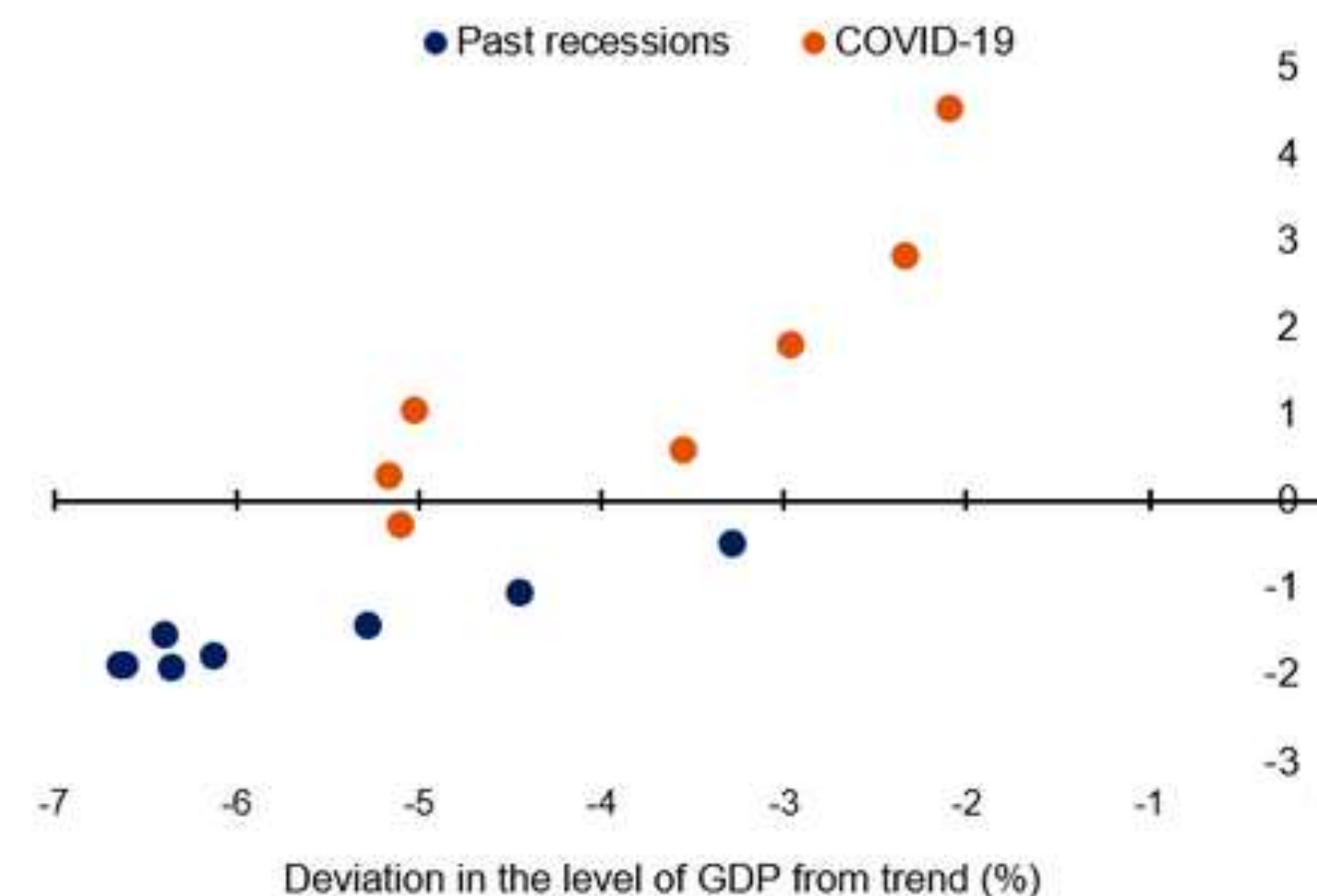
počty v tisících, sezonně očištěno, u jádrové inflace meziroční změny v %



Zdroj: ČNB

Core Inflation: Deviation from Trend

(Percent, quarter-on-quarter, annual rate)



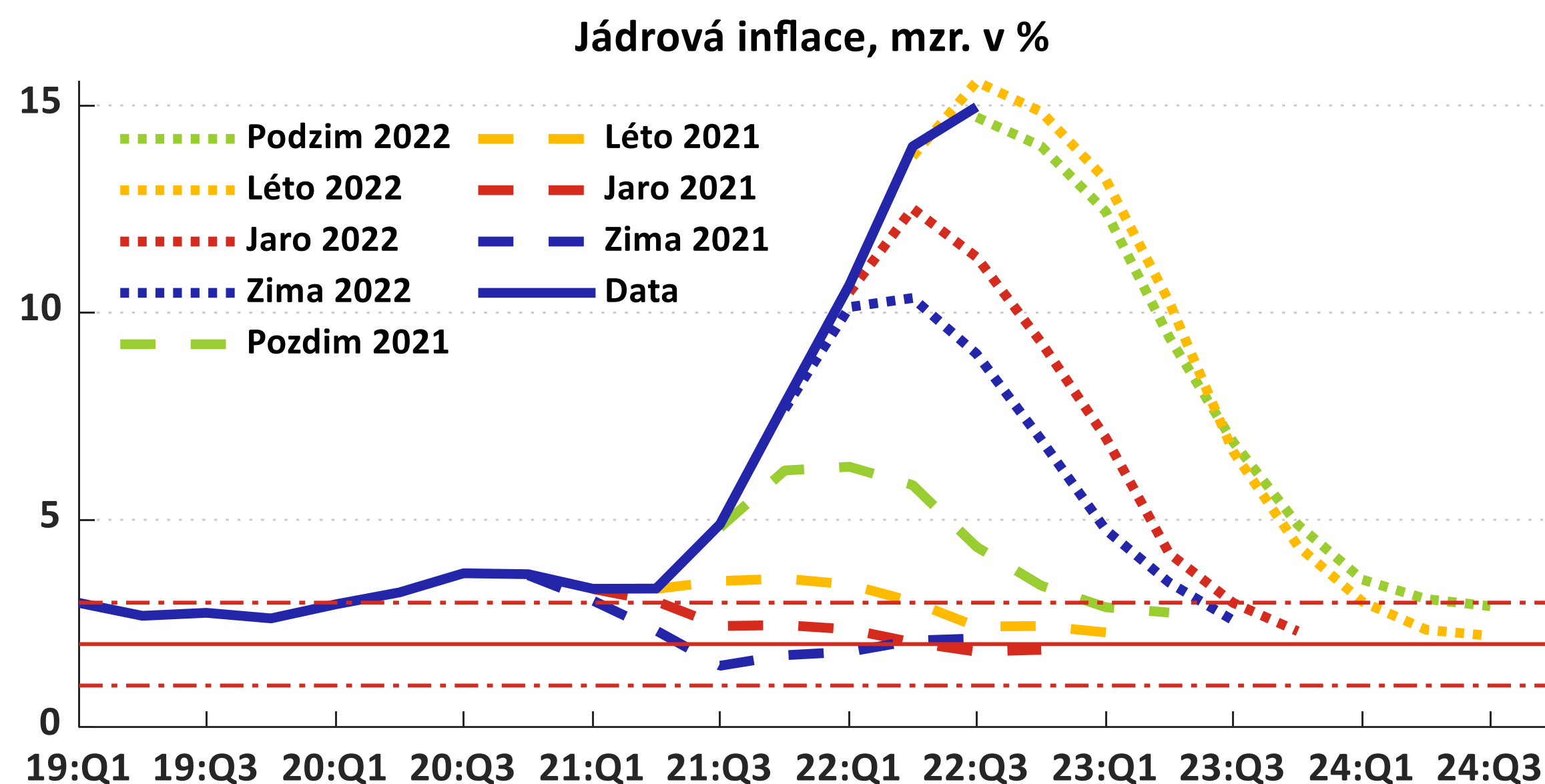
Sources: Gudmundsson and others (forthcoming), Haver Analytics, IMF staff estimates.

Note: Average response of core inflation and level of GDP to past recessions between 1990 and 2022Q1 estimated using local projections on a panel of 30 advanced economies. The chart shows the average estimated responses in the first seven quarters after the start of past recessions. For COVID-19, it shows the estimated responses from 2020Q3 to 2022Q1.

Nárůst inflace byl překvapivý vzhledem k předchozí zkušenosti – stejná severozápadní poloha **Beveridgeovy křivky**, ale aktuálně s vysokou inflací.

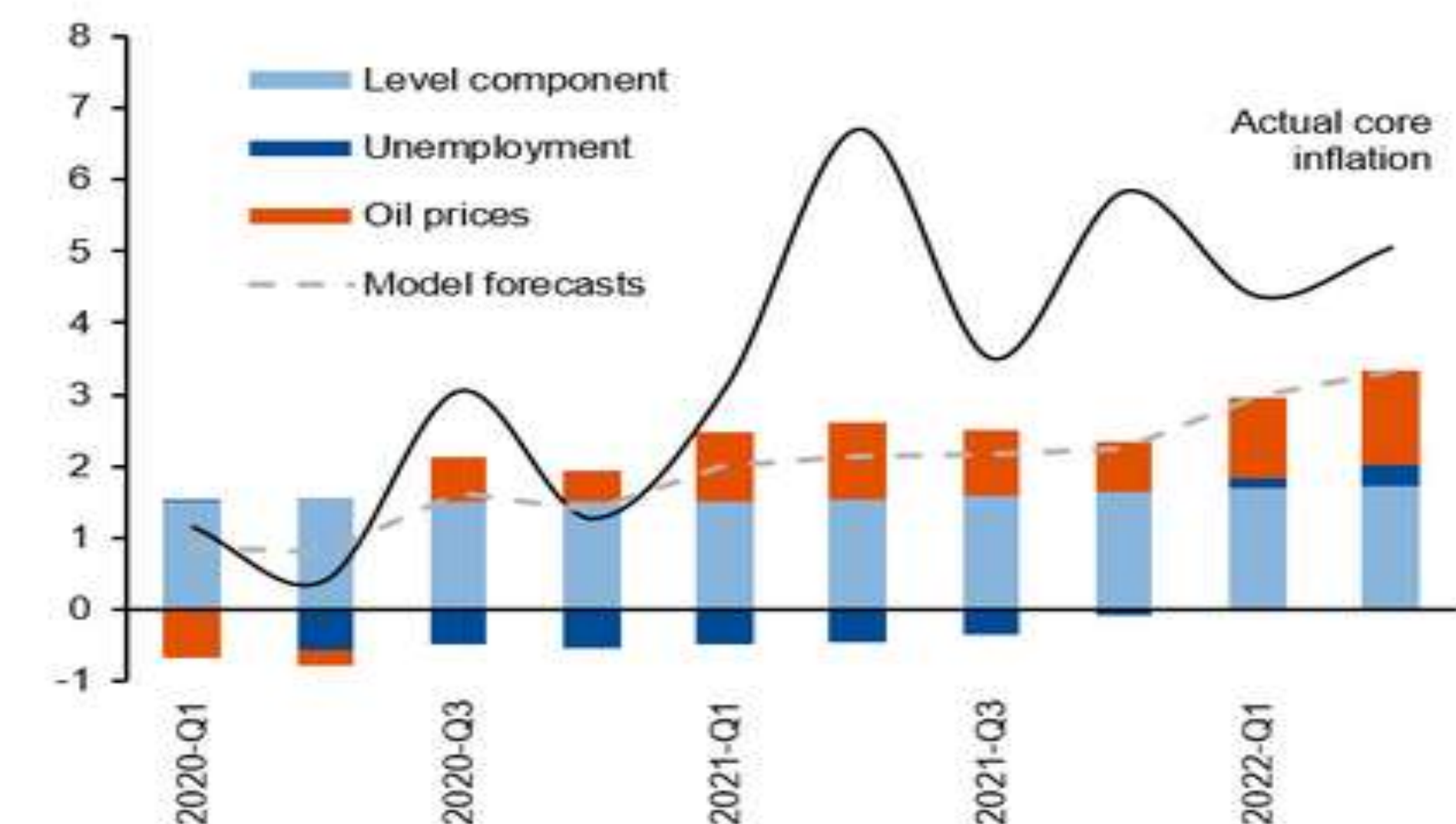
Chybný názor, že Phillipsovy křivky (PC) jsou extrémně ploché, reflektoval zkušenost po GFC a byl podpořen některými empirickými zjištěními – **avšak ploché PC nevysvětlují nedávný nárůst inflace.**

IV.B Chybná víra ve zploštění PC (ii)



Zdroj: ČNB

U.S. Core Inflation: Out-of-Sample Forecasts
(Percentage points, quarterly average, annual rate)



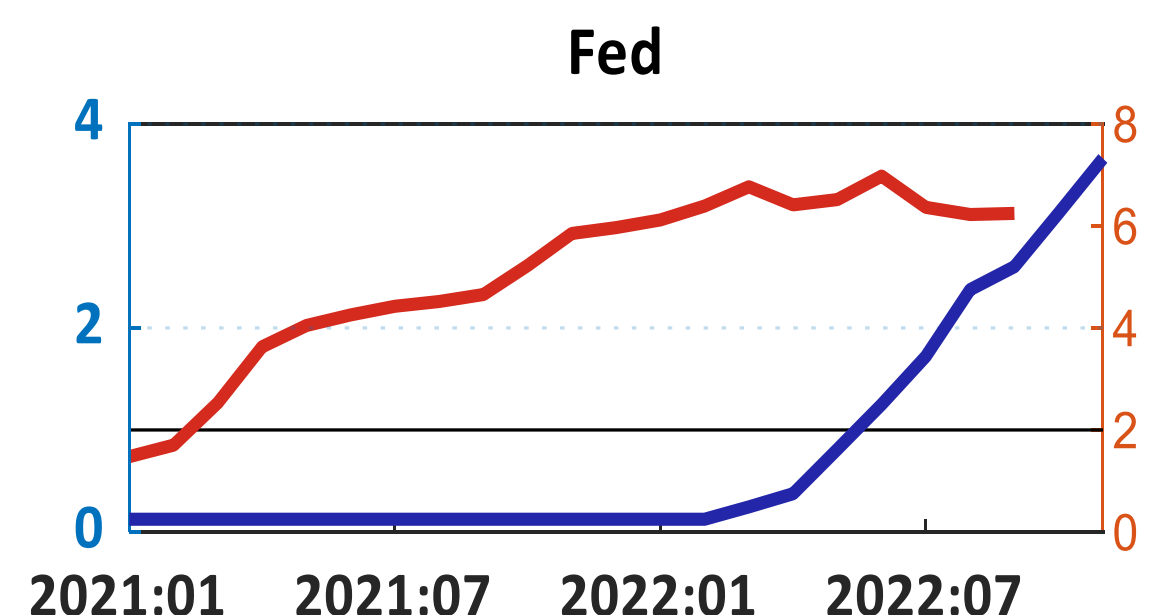
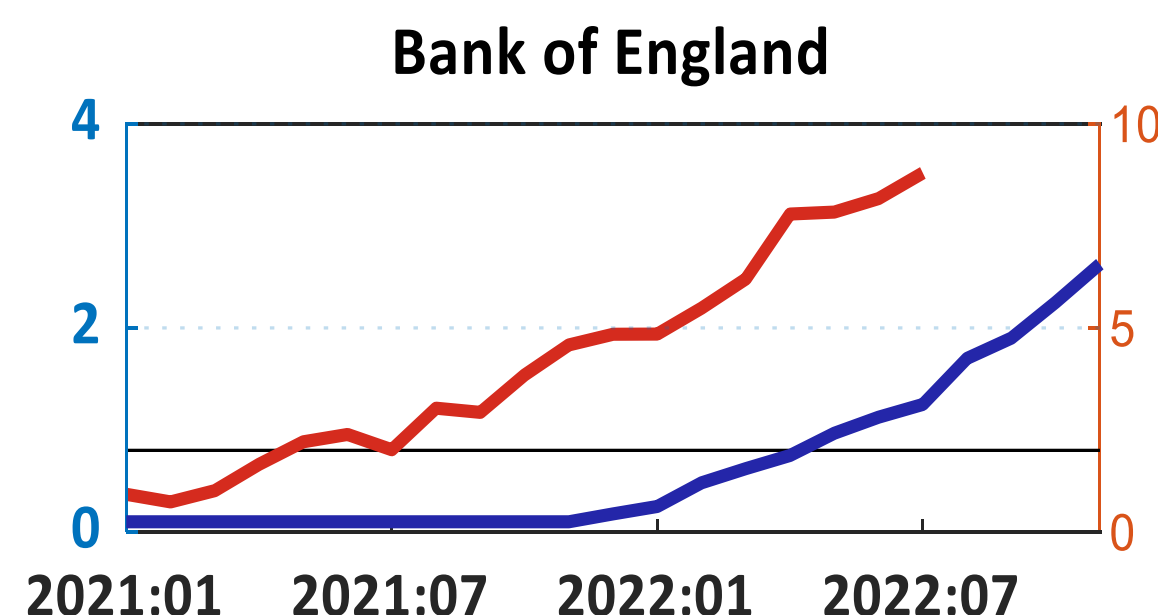
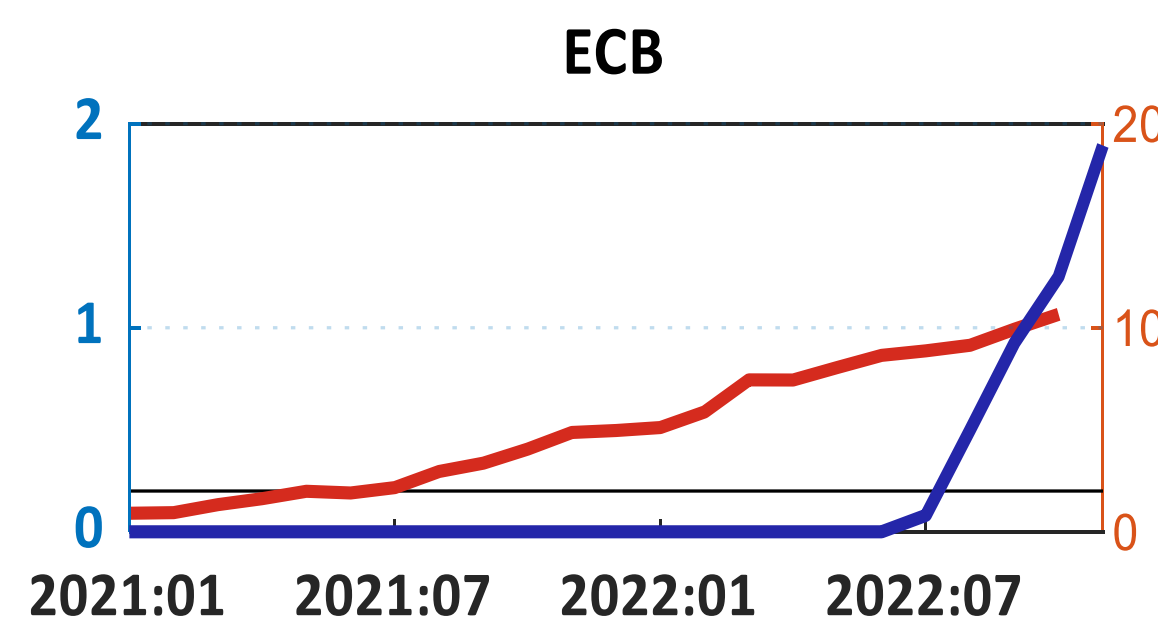
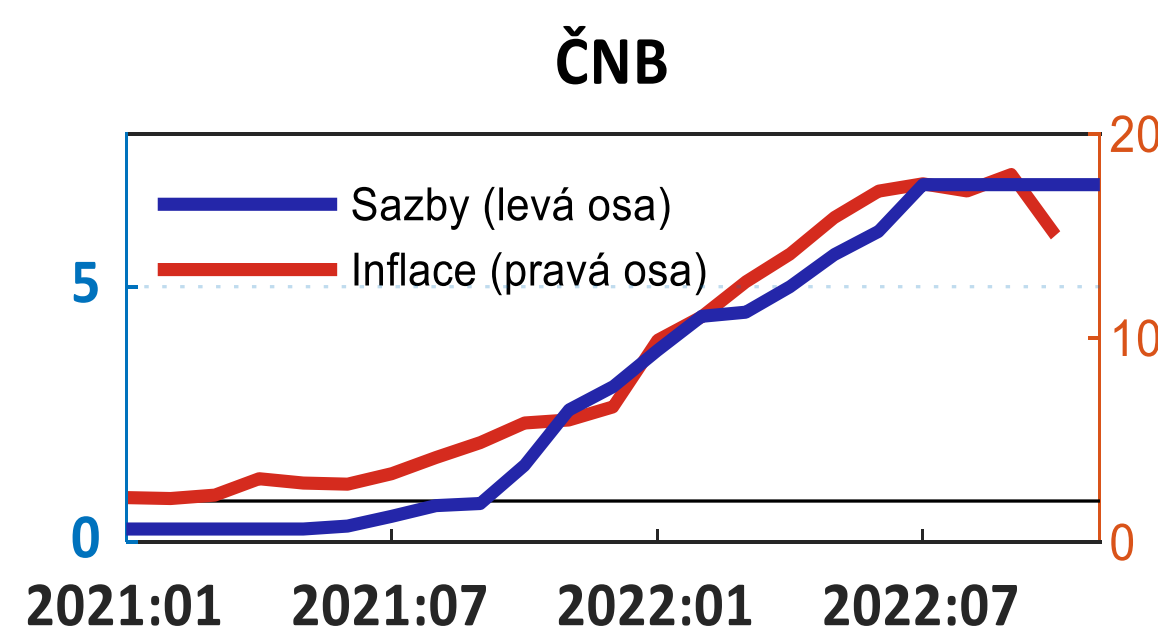
Source: IMF staff estimates based on model of Hooper, Mishkin, and Sufi (2020).
Note: Forecast based on 1960-2019 estimates. The 'Level component' includes the effects of lagged inflation, long-run expectations, and deterministic model components on the forecast.

Ploché PC a víra v dobře ukotvená inflační očekávání vedly k **nižším prognózám inflace** ve srovnání se skutečností.

Podstřelení předpovědi inflace lze vysvětlit pouze částečně nenaplněním vnějších předpokladů a rostoucími očekáváním. Prvotní ex post hodnocení naznačuje, že v modelech mohou chybět **nonlinearity**.

Výroční zpráva BIS 2022: „... in high inflation environments, price changes tend to exert a bigger and more persistent effect on overall inflation than they do when inflation is low ...“

IV.C Ztráta zaměření na cenovou stabilitu (i)



Zdroj: centrální banky a statistické úřady

Zpočátku byly **nabídkové šoky** považovány za **krátkodobé**, zvyšující inflaci pouze dočasně.

„Running the economy hot“, „looking through shocks“ anebo tvrzení, že šoky jsou „out of MP scope“ byly na základě minulé zkušenosti považovány za **strategii, která nepovede k výraznému nárůstu inflace**.

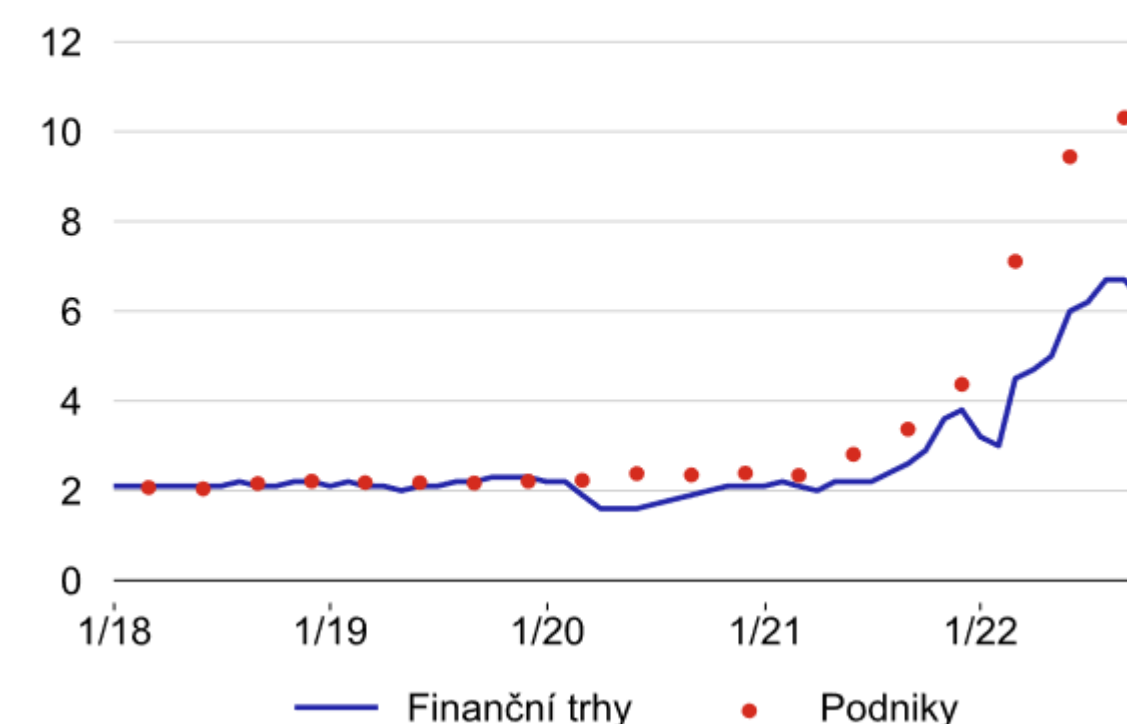
Výroky typu „**whatever it takes**“, objevující se v 90. letech ve vztahu k inflaci, nyní zpočátku zcela zmizely.

Při použití ex post pohledu je zřejmé, že aplikací výše uvedené strategie se centrální banky ocitly „**behind the curve**“, což vedlo k dalšímu poklesu reálných úrokových sazeb.

IV.C Ztráta zaměření na cenovou stabilitu (ii)

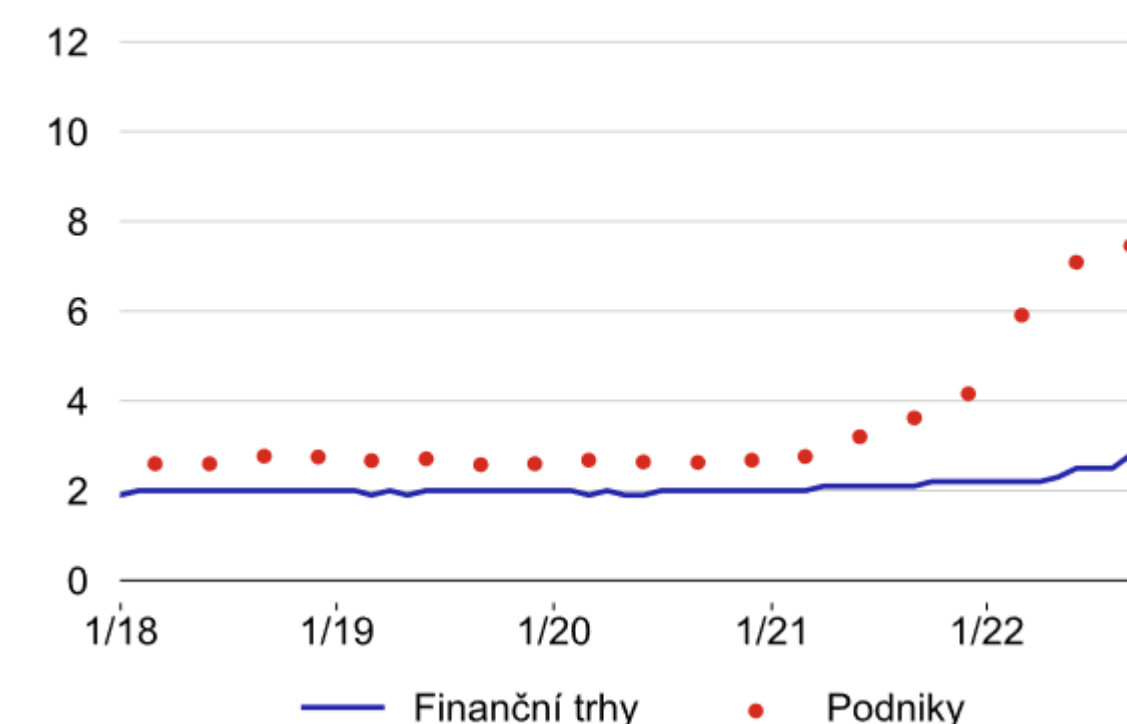
Inflační očekávání v ročním horizontu

vzorek cca 18 analytiků a 150 podniků, v %, horizont 1R



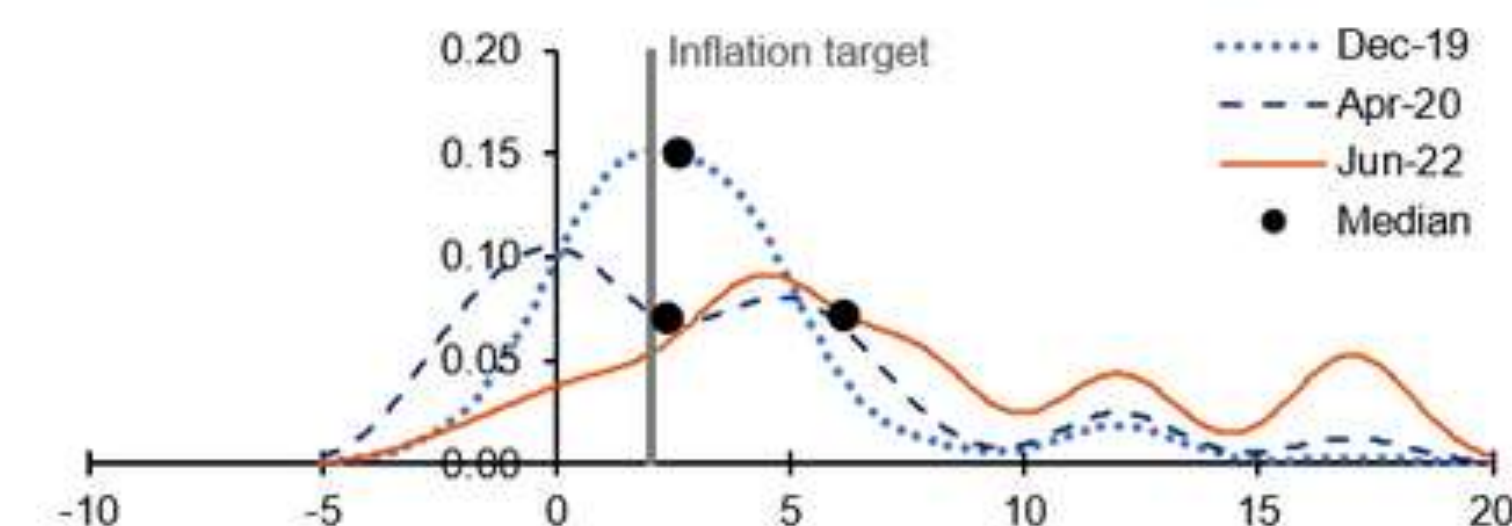
Inflační očekávání v horizontu tří let

vzorek cca 18 analytiků a 150 podniků, v %, horizont 3R

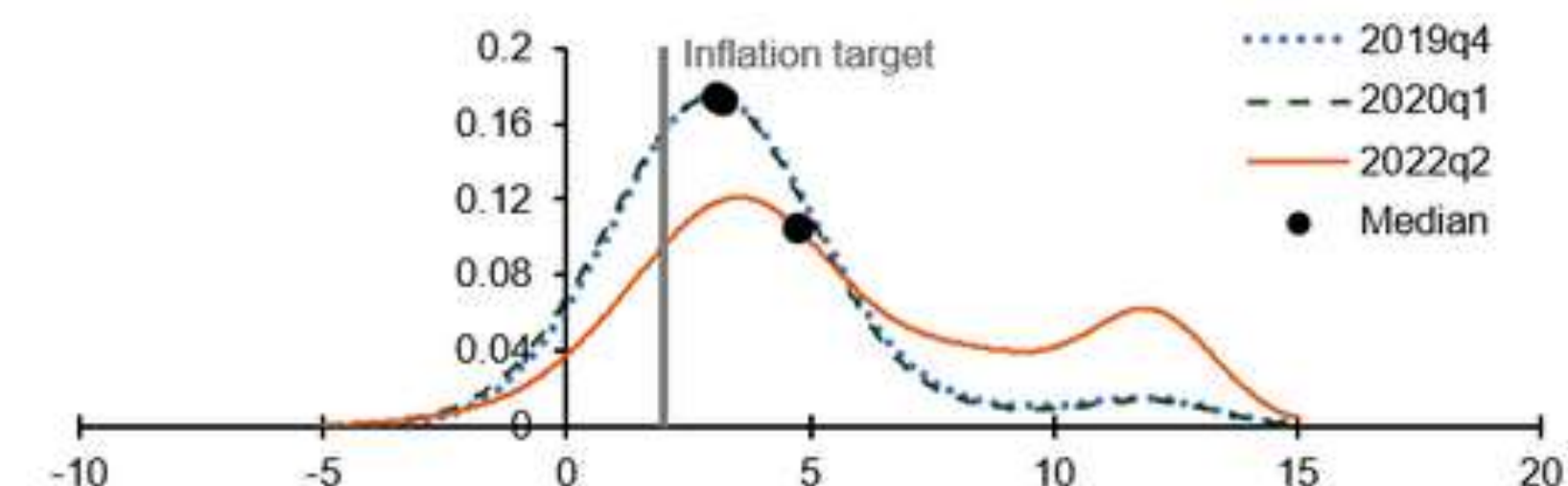


Zdroj: ČNB

U.S.: 1-Year Household Inflation Expectations



U. K.: 1-Year Household Inflation Expectations



Source: Gelos and others (forthcoming).

Note: The charts fit kernel densities to households' inflation forecasts, using methodology similar to Reis (2021).

Většina centrálních bank v rozvinutých zemích připouští, že se **inflace vrátí do blízkosti cíle až v roce 2024**.

Prodlužování horizontu politiky, ve kterém se inflace vrátí zpět k cíli, by mohlo podkopat **důvěryhodnost centrálních bank**, zvýšit **riziko ukotvení inflačních očekávání** a následně **náklady dezinflace**.

Inflační vlna – léčba

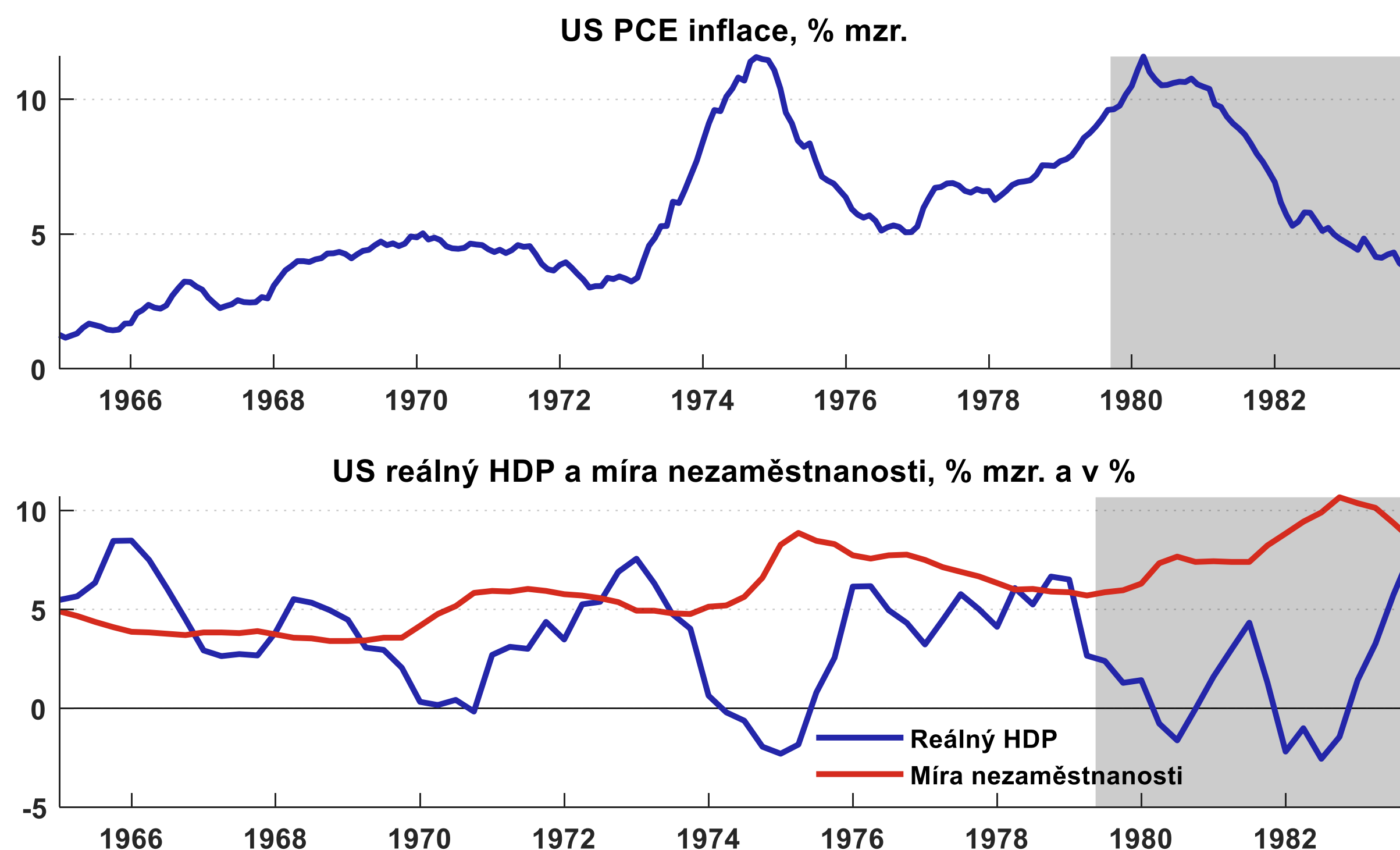




„Our monetary policy deliberations and decisions build on what we have learned about inflation dynamics both from the high and volatile inflation of the 1970s and 1980s, and from the low and stable inflation of the past quarter-century. ... These lessons are guiding us as we use our tools to bring inflation down. ... We will keep at it until we are confident the job is done.“

[Jerome Powell, 26. srpna 2022](#), Jackson Hole

Předvolckerovské období



Zdroj: FRED

Arthur Burns (1970–1978)



G. William Miller (1978–1979)



https://en.wikipedia.org/wiki/G._William_Miller

Inflace vzrostla z přibližně 1 % v roce 1965 na přibližně 12 % v roce 1980. Prezidenti Nixon a Carter začali uvažovat o regulaci cen.

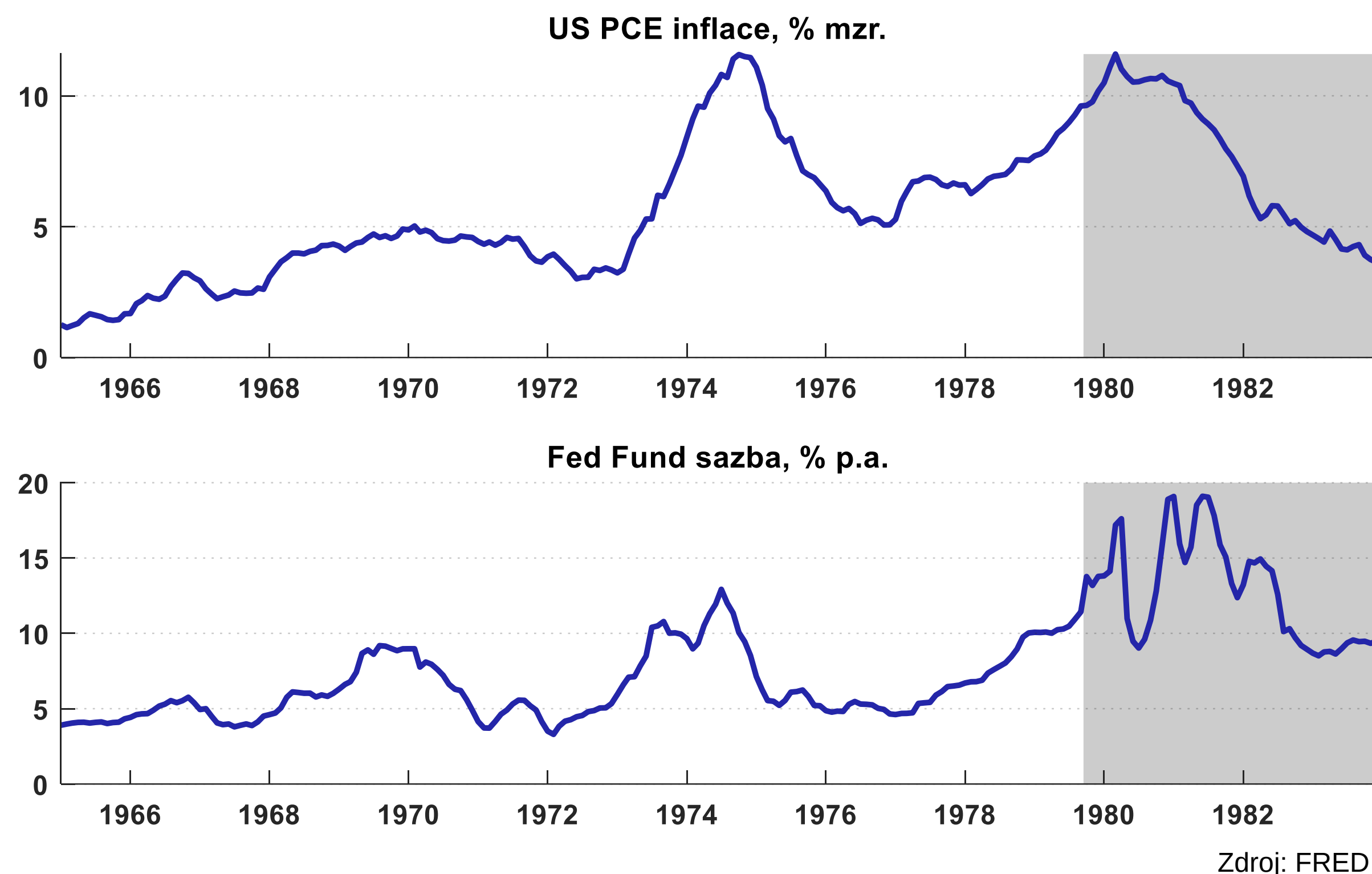
Nezaměstnanost se zvýšila z minima 3,5 % v roce 1969 na 10 % v roce 1982.

Ropné šoky v letech 1973–74 a 1979–80 a v letech 1973–74 pravděpodobně **mzdově-inflační spirála**.

Keynesiánští ekonomové zastávali názor, že vláda může utrácet až do plné zaměstnanosti. Inflace byla považována za přijatelnou cenu, pokud by to znamenalo zaměstnanost více lidí.

Když A. Burns začal koncem 70. let dávat prioritu boji s inflací, nebyl mu prezidentem Carterem prodloužen mandát a byl nahrazen G. W. Millerem.

Volckerova dezinflace



6. října 1979 předseda Fedu Paul Volcker radikálně zpřísnil měnovou politiku.

Politika Fedu přešla od úrokových sazeb jako nástroje k **cílování peněžní zásoby**.

Úroková sazba Fedu dosáhla téměř 20 % a stala se volatilnější v závislosti na likviditě na trhu.

Nezaměstnanost dosáhla v některých měsících dvouciferných hodnot. Volckerova tvrdá politika vedla k recesi.

Po 3 letech přísné měnové politiky se **inflace vrátila pod 5 %**.

Lekce z Volckerovy dezinflace

Lekce z Volckerovy dezinflace pomohly připravit cestu k pozdějšímu období tzv. **Great Moderation**.

- Great Inflation byla alespoň zčásti důsledkem příliš expanzivní fiskální politiky doprovázené váháním Fedu vyvážit ji přísnou měnovou politikou.

Primárním cílem měnové politiky by měla být cenová stabilita.

- Vzhledem k tomu, že Fed nereagoval včas na rostoucí inflaci, vzrostla inflační očekávání. Snížení inflačních očekávání vyžaduje mnohem agresivnější a trvalejší zpřísnění měnové politiky.

Inflační očekávání hrají důležitou roli určující dynamiku inflace, její trvání a náklady dezinflace.

- Volcker odolal všem politickým a tržním tlakům a obviňování, že přivedl ekonomiku do recese, a snížil vysokou inflaci.

„Keep at it until the job is done.“

Inflační vlna – lekce pro centrální banky



Lekce pro centrální banky

I když jsou covidový šok a válka „černé labutě“, prověřily naše **rámcové měnové politiky**.

Strategie „**keep it hot**“ by měla být přehodnocena na základě současných zkušeností s velkými a dlouhodobými odchylkami od cílů, protože náklady dezinflace mohou být vyšší než reálné přínosy.

Dezinflace je nákladná a náklady rostou spolu s odkotvením inflačních očekávání.

„**Back to basics**“ a návrat k minulým zkušenostem – **úspěšná dezinflace a cenová stabilita během Great Moderation**.

Vysoká nejistota ohledně budoucího vývoje vyžaduje **obezřetnostní přístup k měnové politice** – min-max, tj. minimalizace negativních dopadů nejhoršího možného scénáře.

Na začátku covidu byl za nejhorší možný scénář považován rozklad ekonomického a finančního systému v důsledku lockdownů. Tomuto scénáři jsme se s přispěním měnové i fiskální politiky úspěšně vyhnuli. **Nyní je však nejhorším scénářem zahnízdění vysokých inflačních očekávání.**

Děkuji za pozornost

Tomáš Holub

člen bankovní rady ČNB

tomas.holub@cnb.cz

