
Měnová politika a současná inflační vlna

Tomáš Holub

CRIF – Den s registry

Měnová politika uplynulých let a její vliv na financování firem

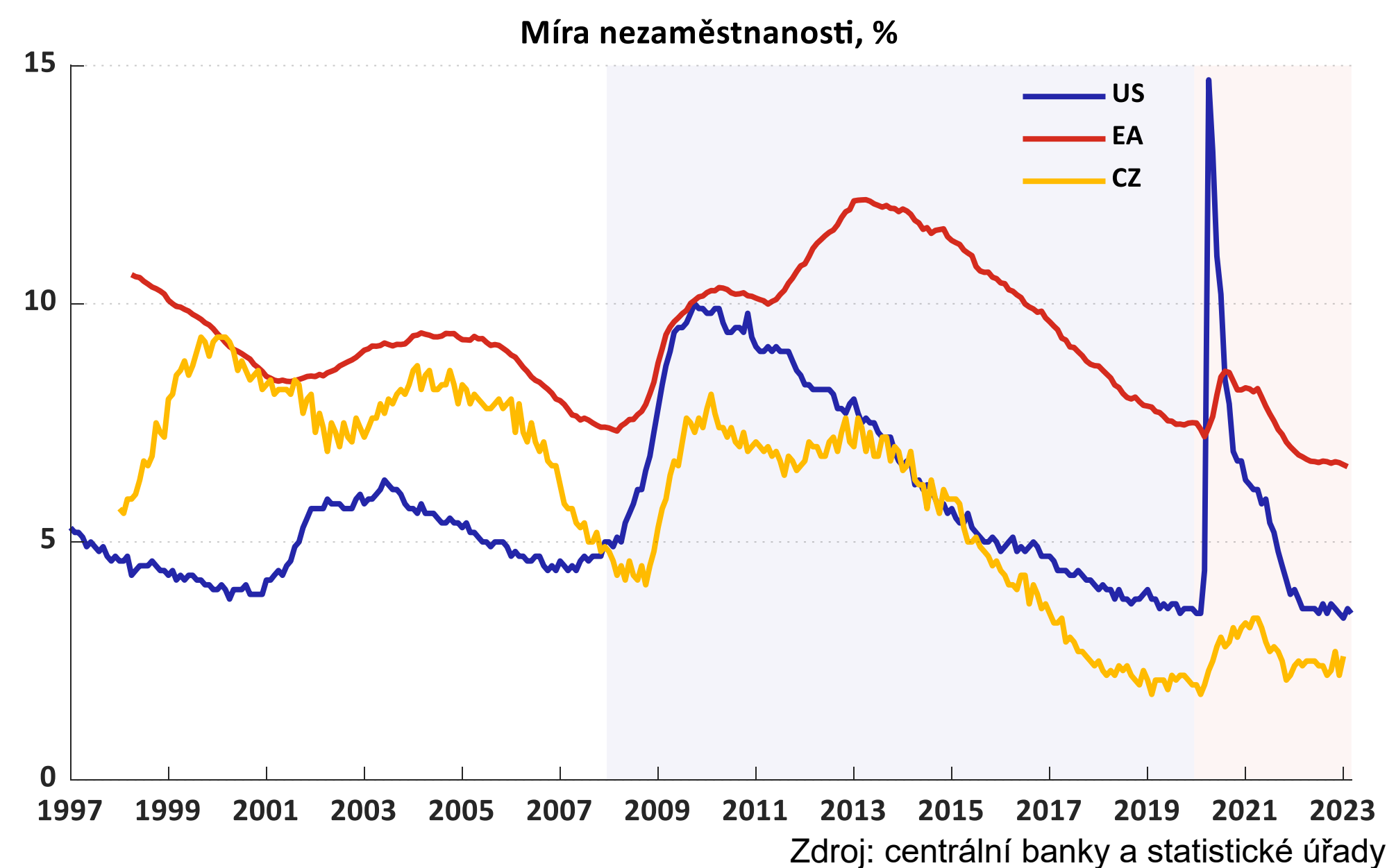
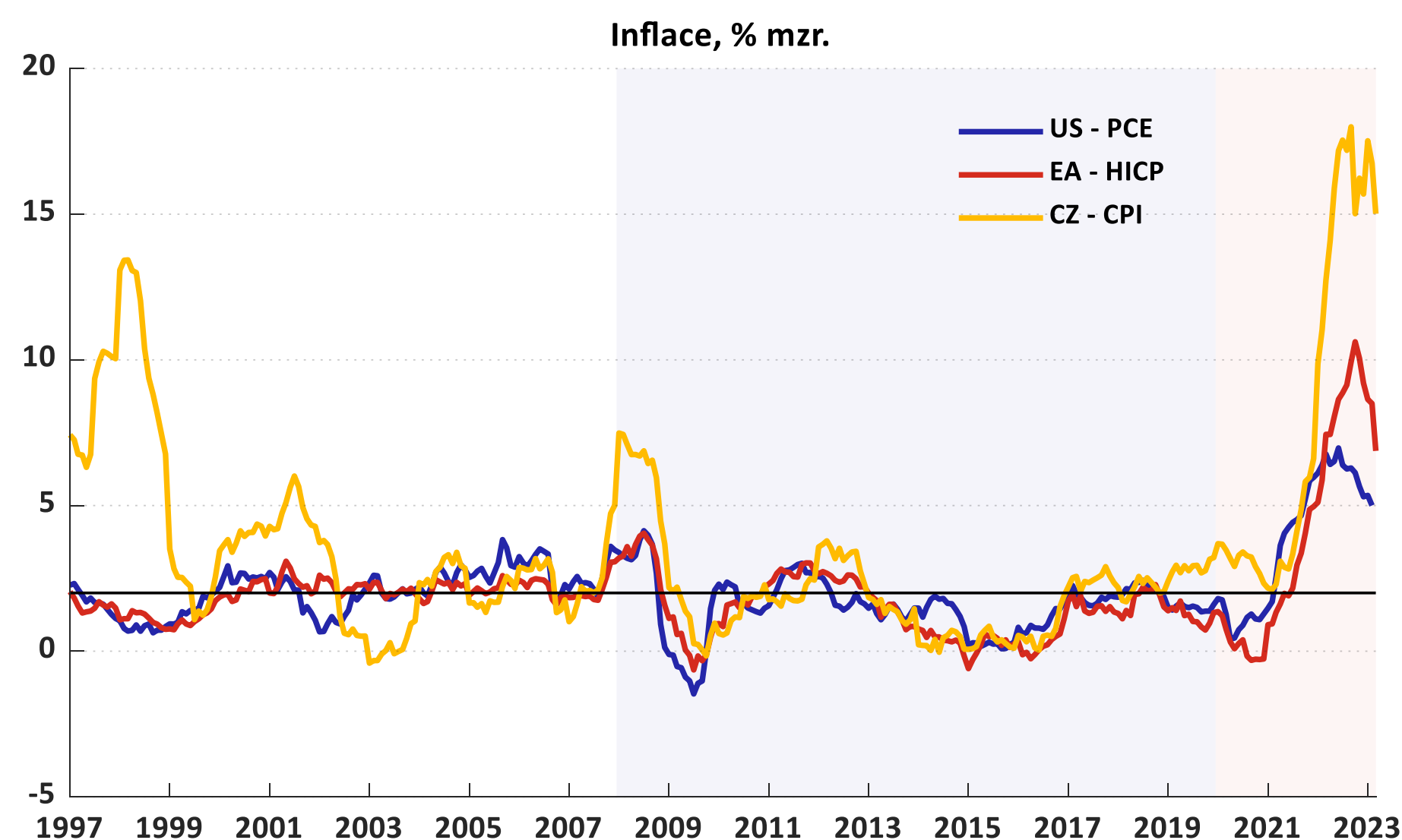
Praha, 19. 4. 2023



Inflační vlna – stylizovaná fakta



Inflační vlna (i)

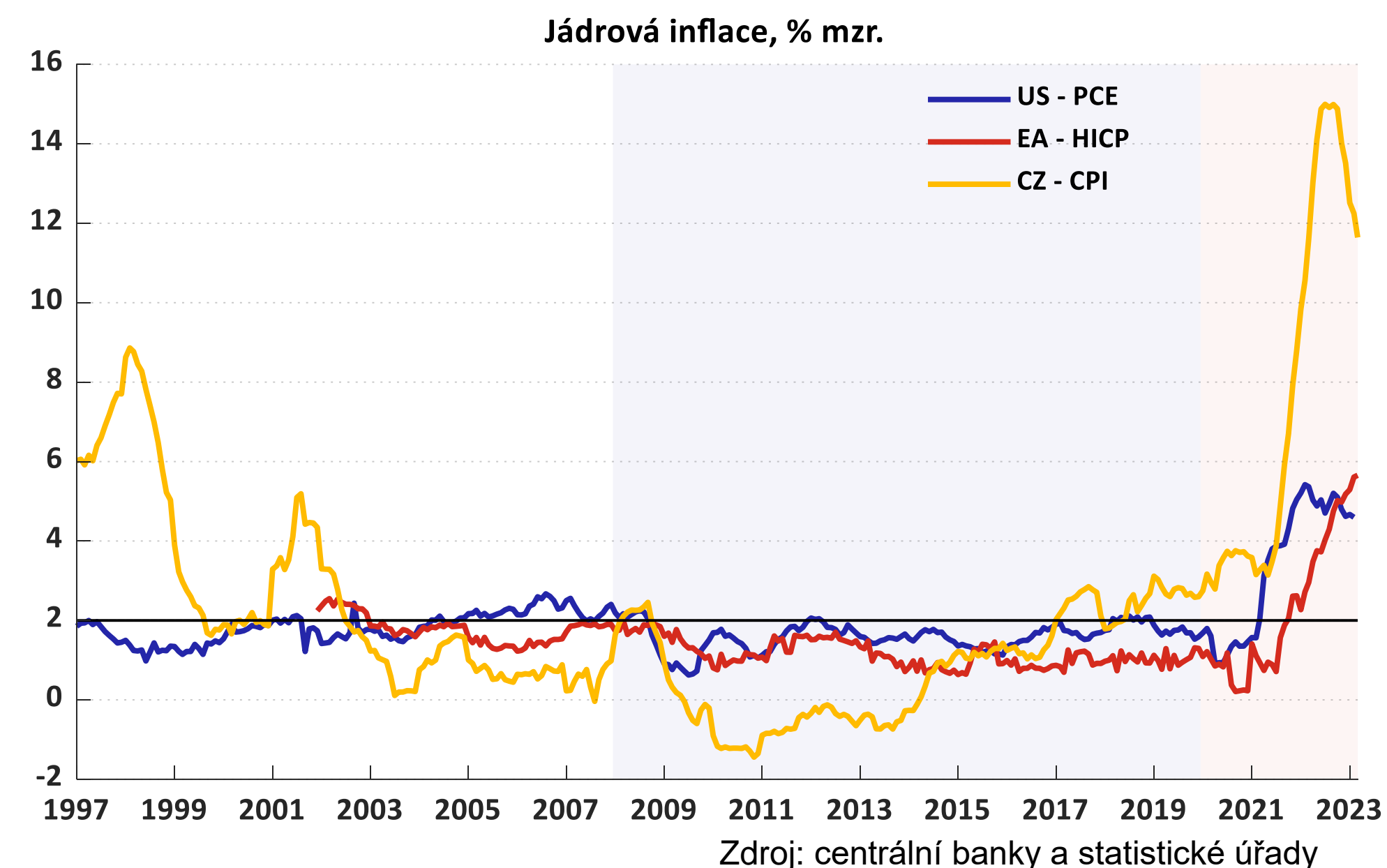
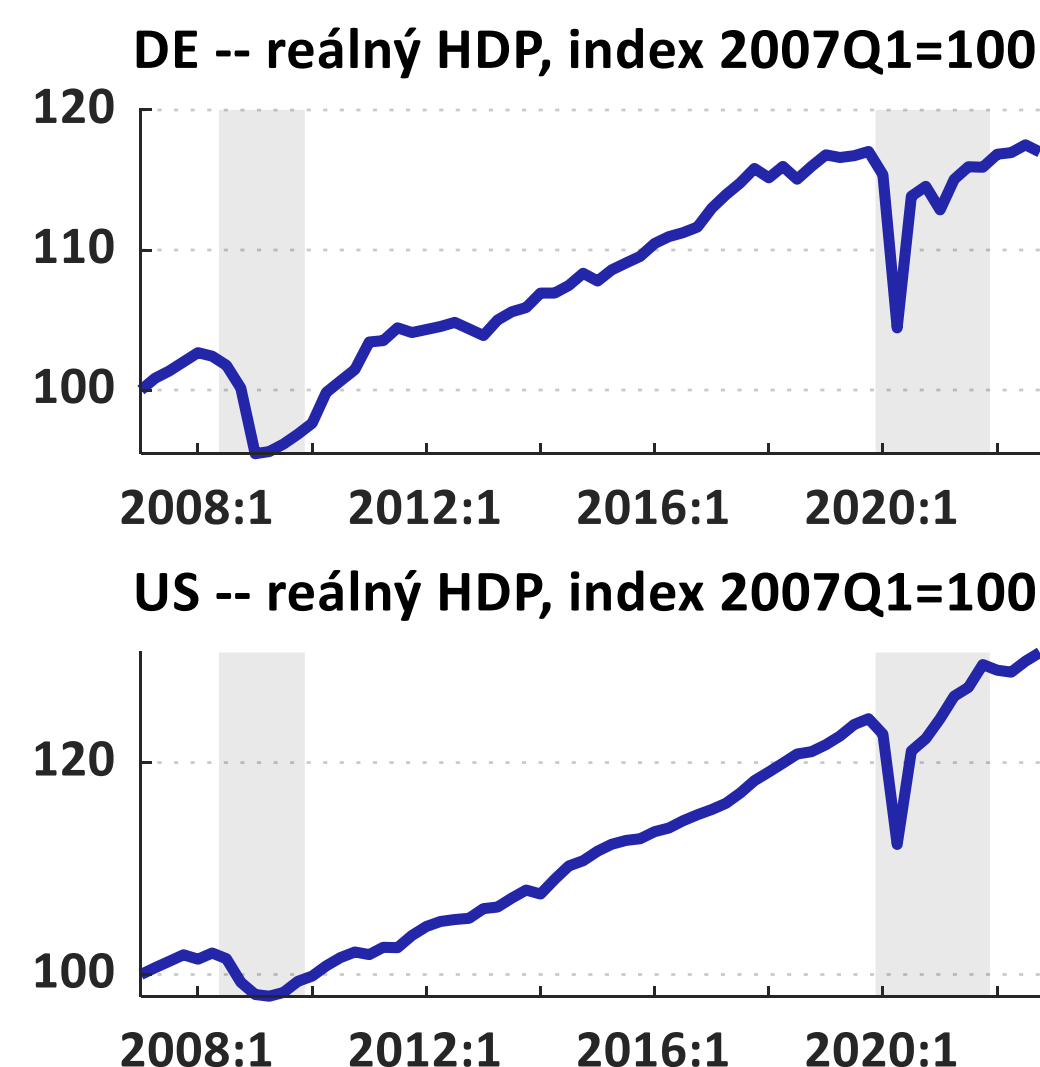
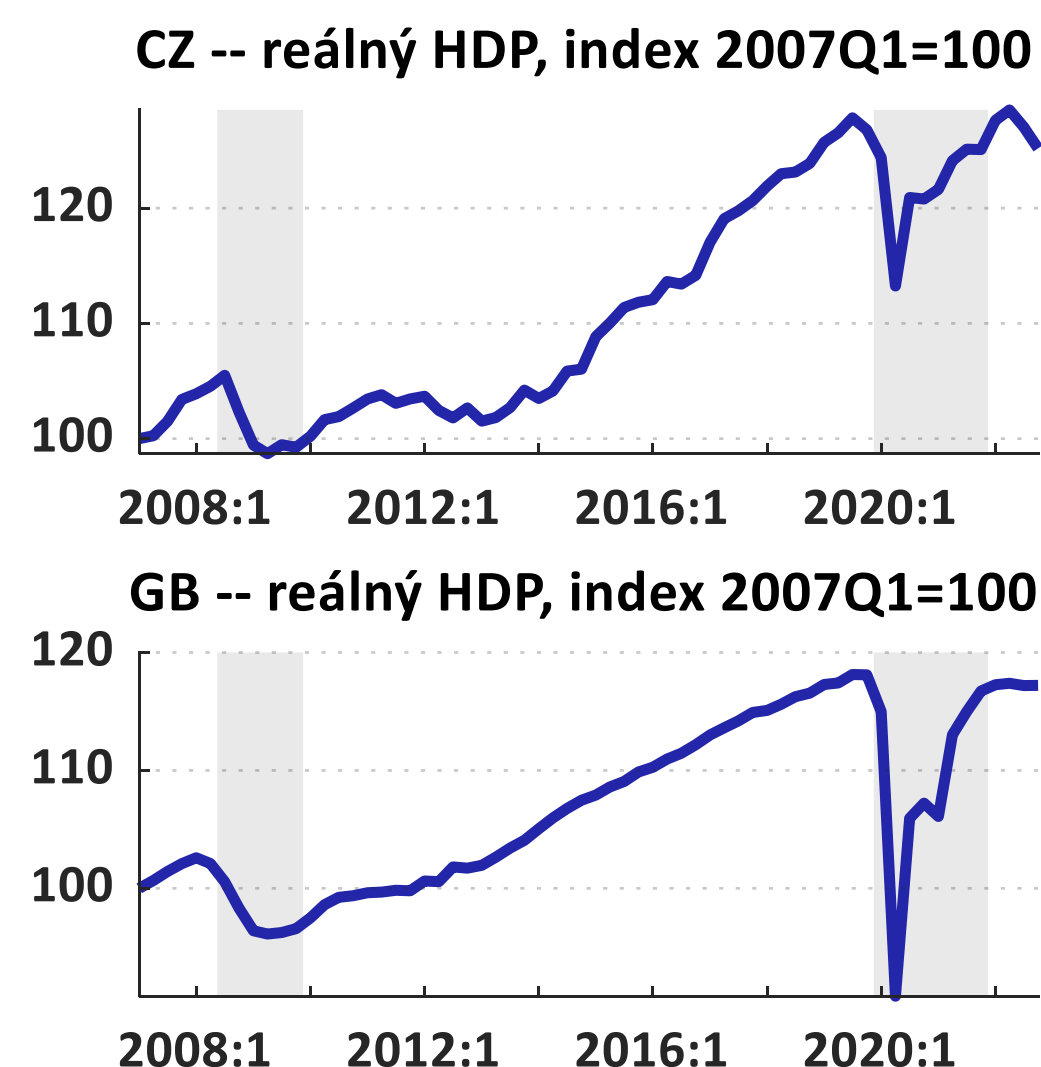


Po světové finanční krizi (GFC) zůstala **inflace utlumená** navzdory postupnému **reálnému oživení a míře nezaměstnanosti**, která klesla na historicky nejnižší úrovně.

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)

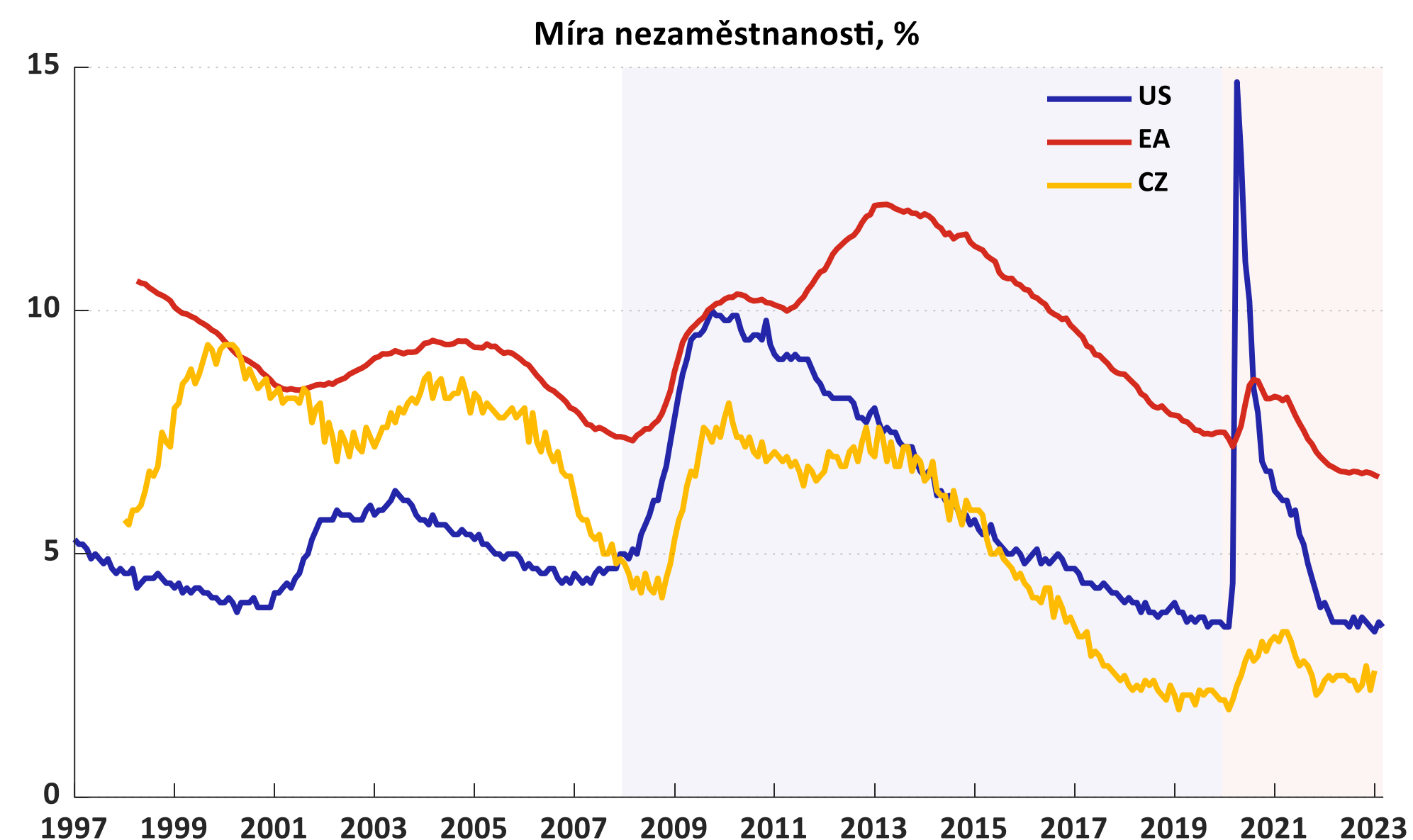
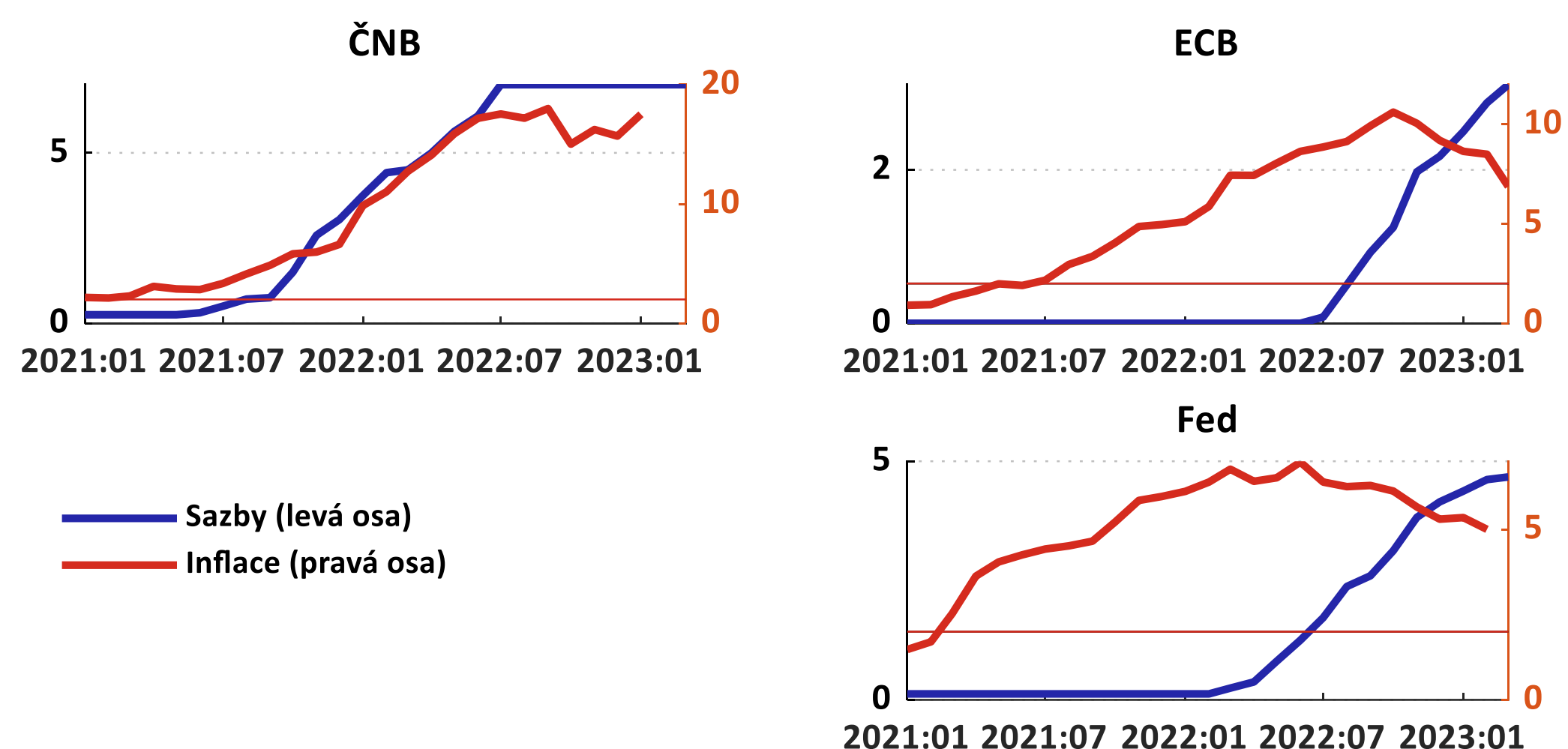


Postcovidové oživení mělo tvar V namísto L po GFC.

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

Nárůst inflace v roce 2022 odrážel nejen skok v **cenách energií** v souvislosti s válkou na Ukrajině, ale také vysoký nárůst **jádrové inflace**.

Inflační vlna (iii)



Zdroj: centrální banky a statistické úřady

Reakce **měnové politiky** byla zpočátku zdráhavá, přestože se nejen výhled, ale i pozorovaná inflace nacházely nad cílem. Argumentováno bylo nákladovým charakterem šoku a dočasnými poruchami na straně nabídky.

Zpřísnění měnových politik zatím nepřineslo výrazné ekonomické zpomalení a nárůst nezaměstnanosti.

Inflační vlna – faktory



Co stálo za inflační vlnou?

I. Poruchy na straně nabídky

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

III. Poptávkové tlaky

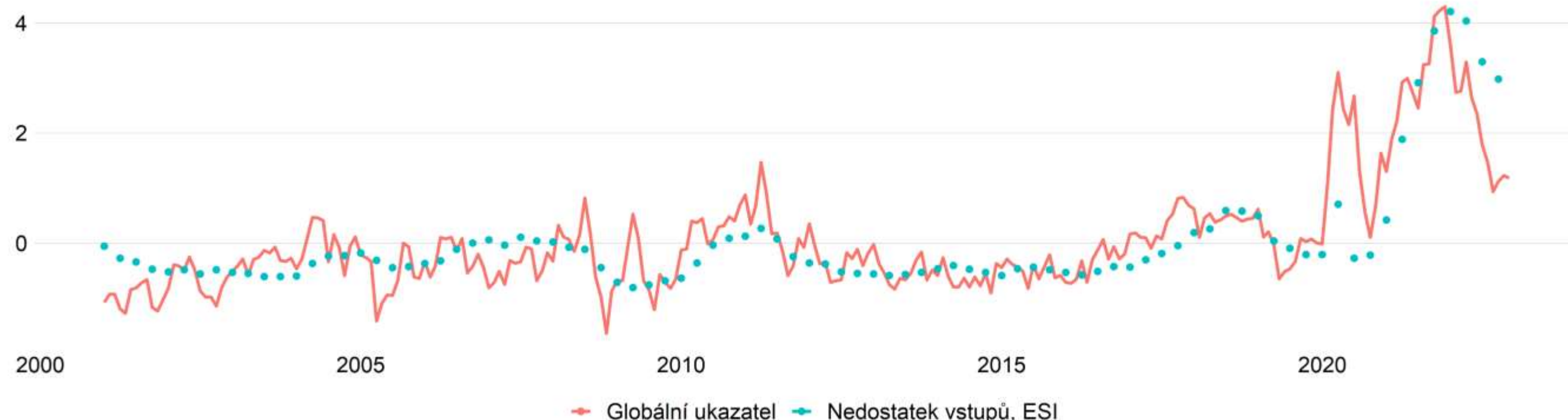
IV. Příliš mnoho stimulace

- Uvolnění měnové a fiskální politiky a jejich synergie

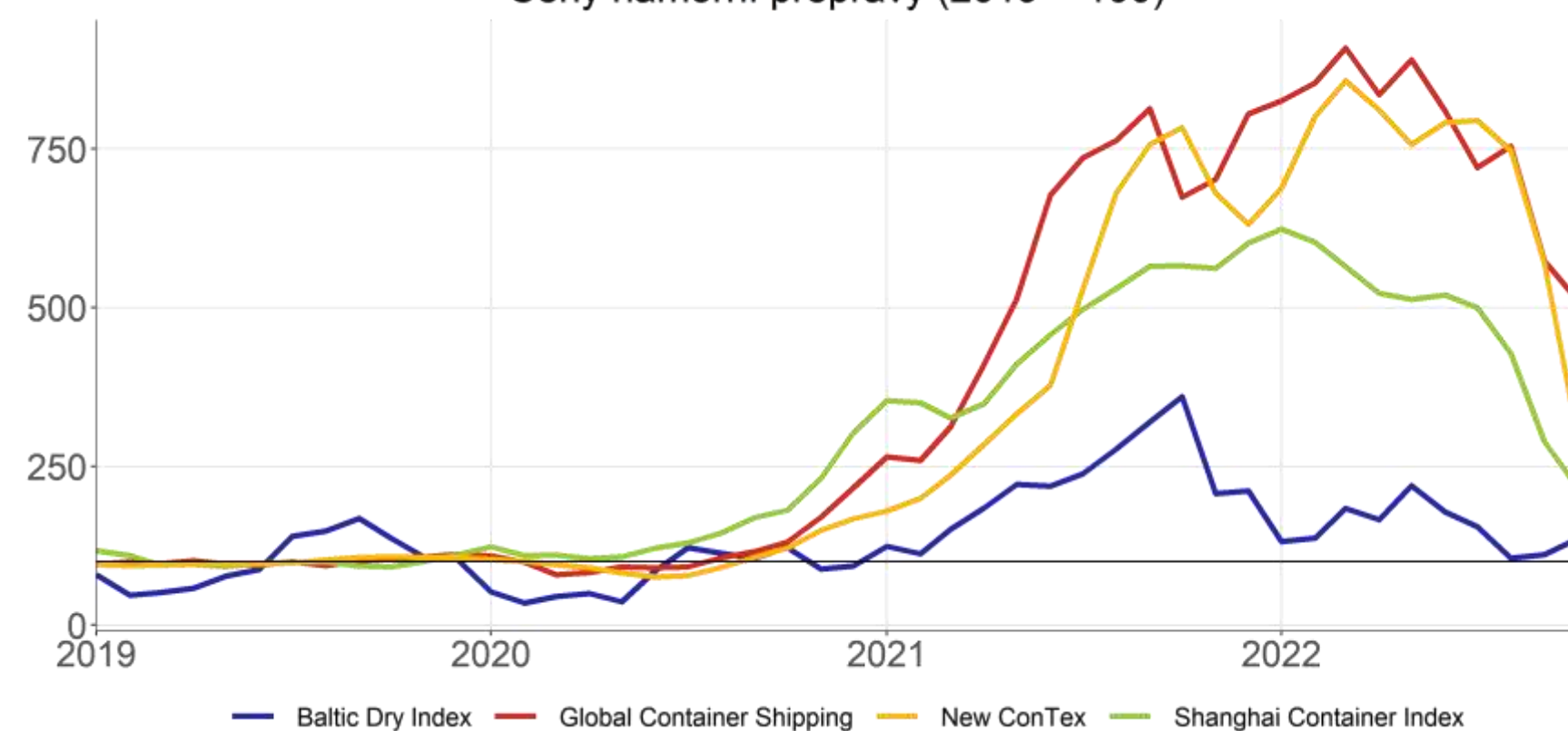


I. Poruchy na straně nabídky

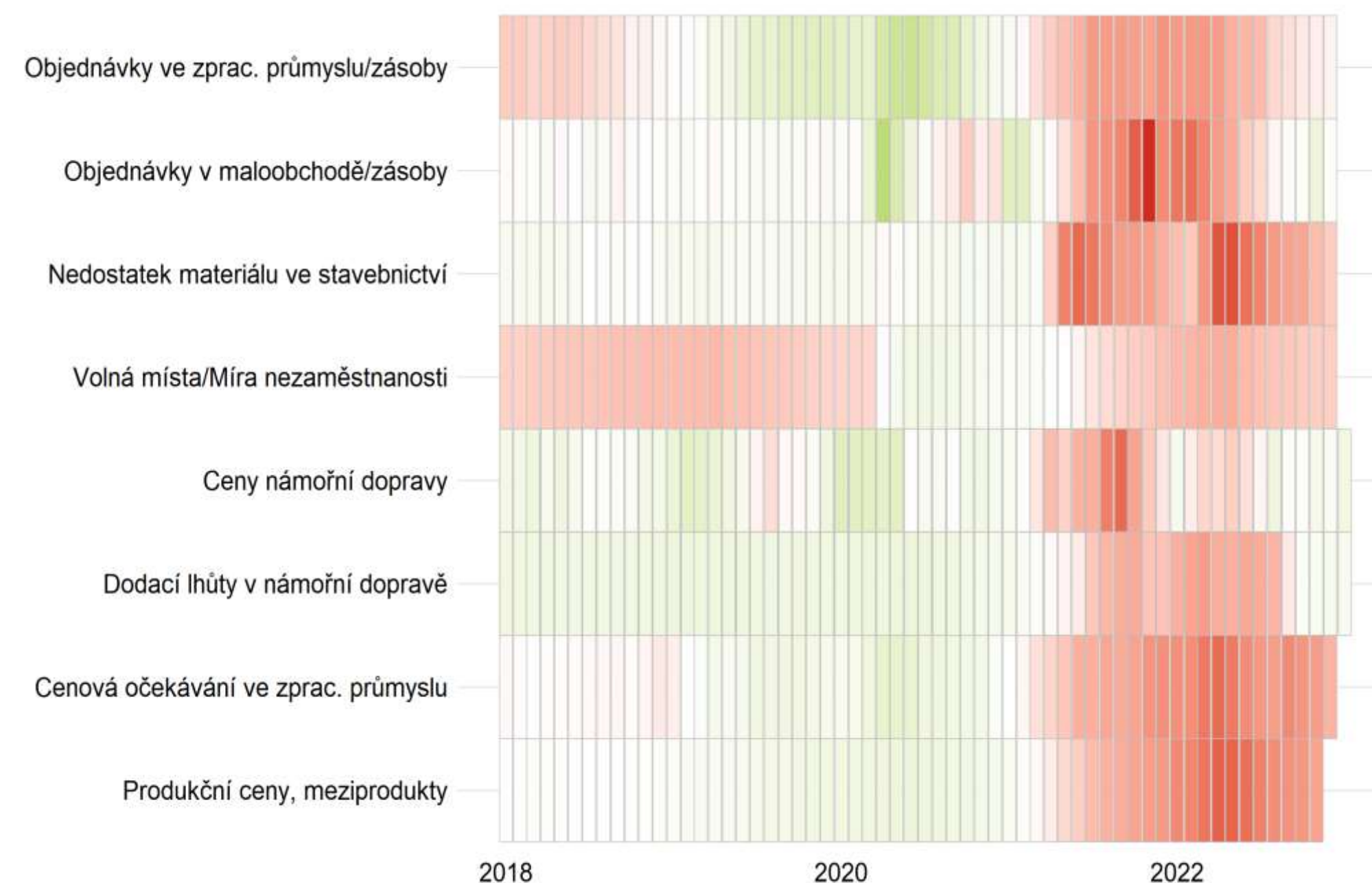
Přetížení řetězců a nedostatek vstupů v eurozóně



Ceny námořní přepravy (2019 = 100)

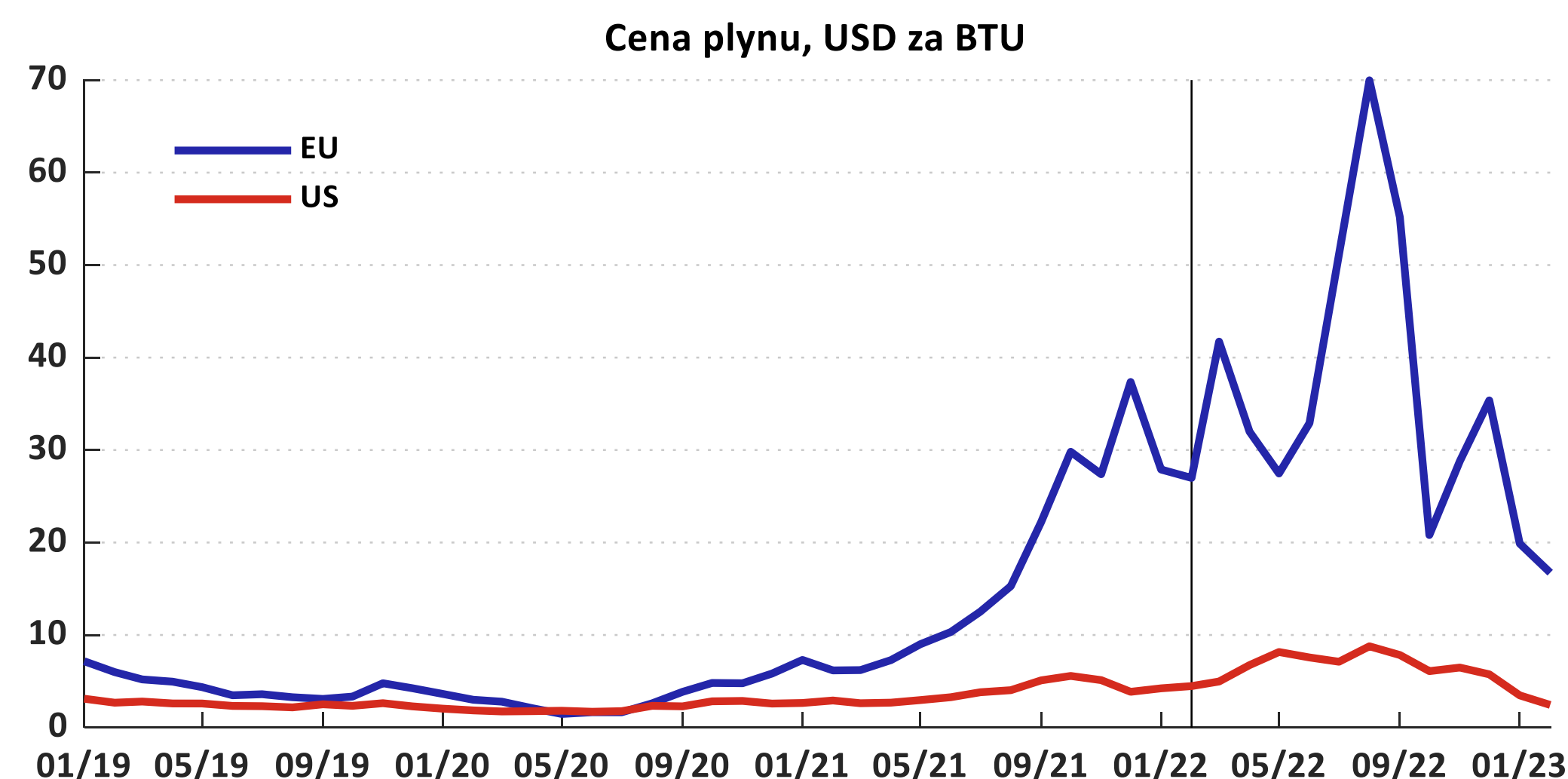
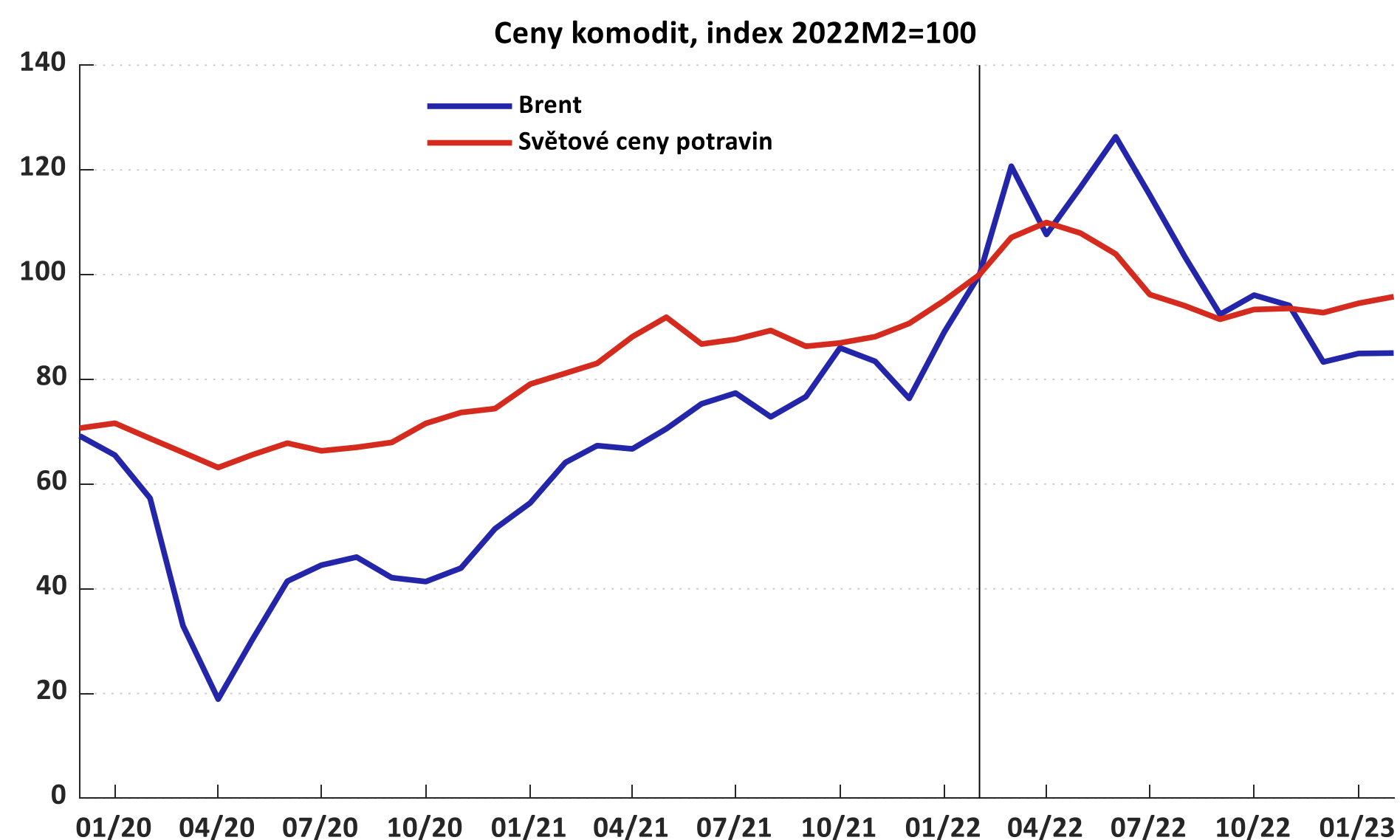


Napětí v dodavatelských řetězcích – Německo



Poruchy dodavatelských řetězců a následně jejich přetížení se projevovaly zpožděním dodávek, růstem cen námořní dopravy, nedostatkem materiálu atd. Poruchy na straně nabídky byly silné zejména v letech 2021 a 2022. Jejich **proinflační efekt** však již do značné míry odezněl.

II. Ceny komodit a energií, nejistota

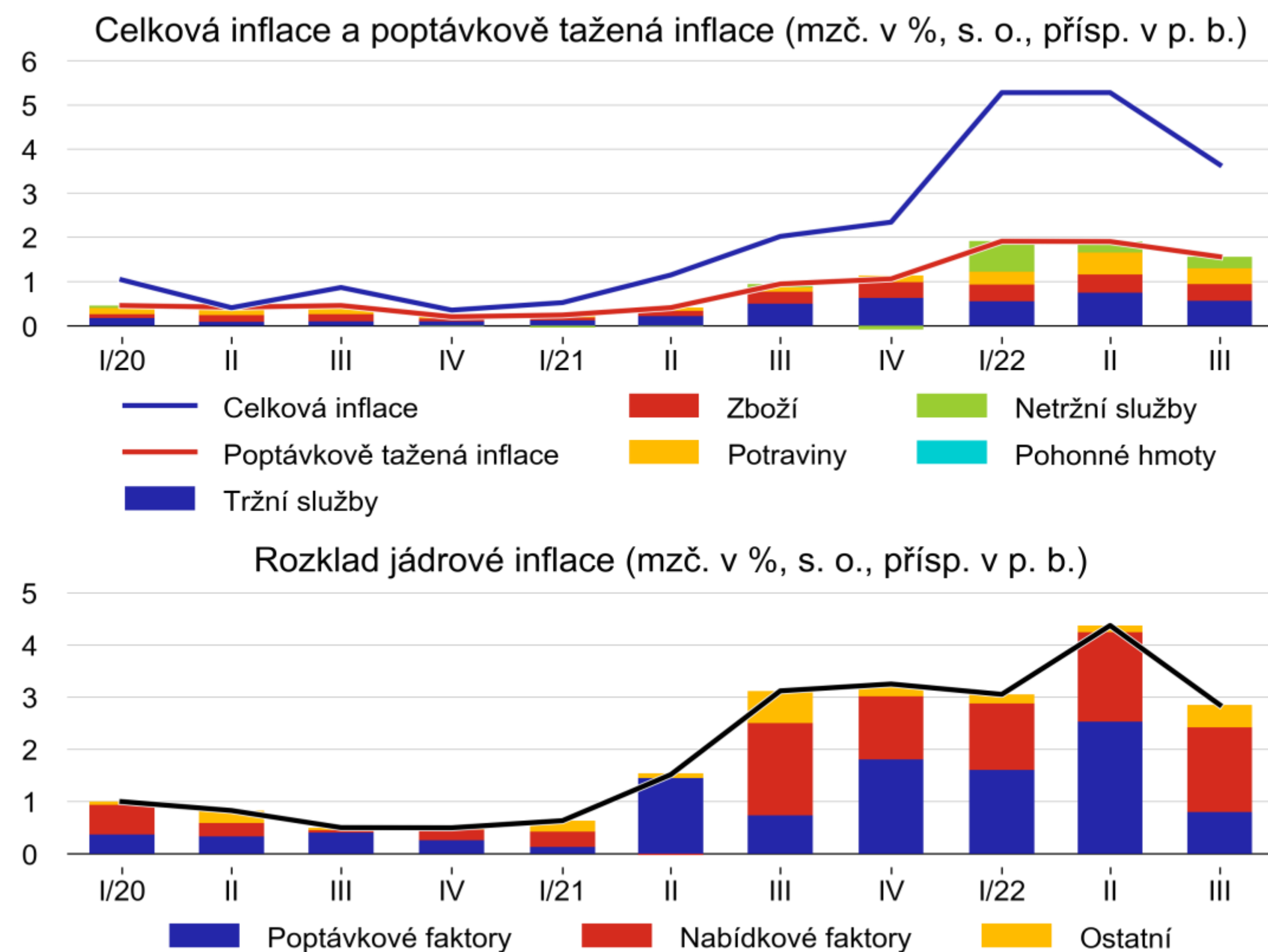


Zdroj: FRED a IMF

Výrazný růst **cen komodit a energií** zejména v souvislosti s válkou na Ukrajině se propisoval do výrobních a spotřebitelských cen. Tyto efekty rychle odeznívají s návratem cen komodit a energií na úroveň před válkou.

Dovoz LNG, relativně teplá zima, naplněnost zásobníků plynu a úspory ve spotřebě motivované především vysokými cenami vedly k poklesu **ceny plynu** v Evropě na úroveň před začátkem války.

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



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

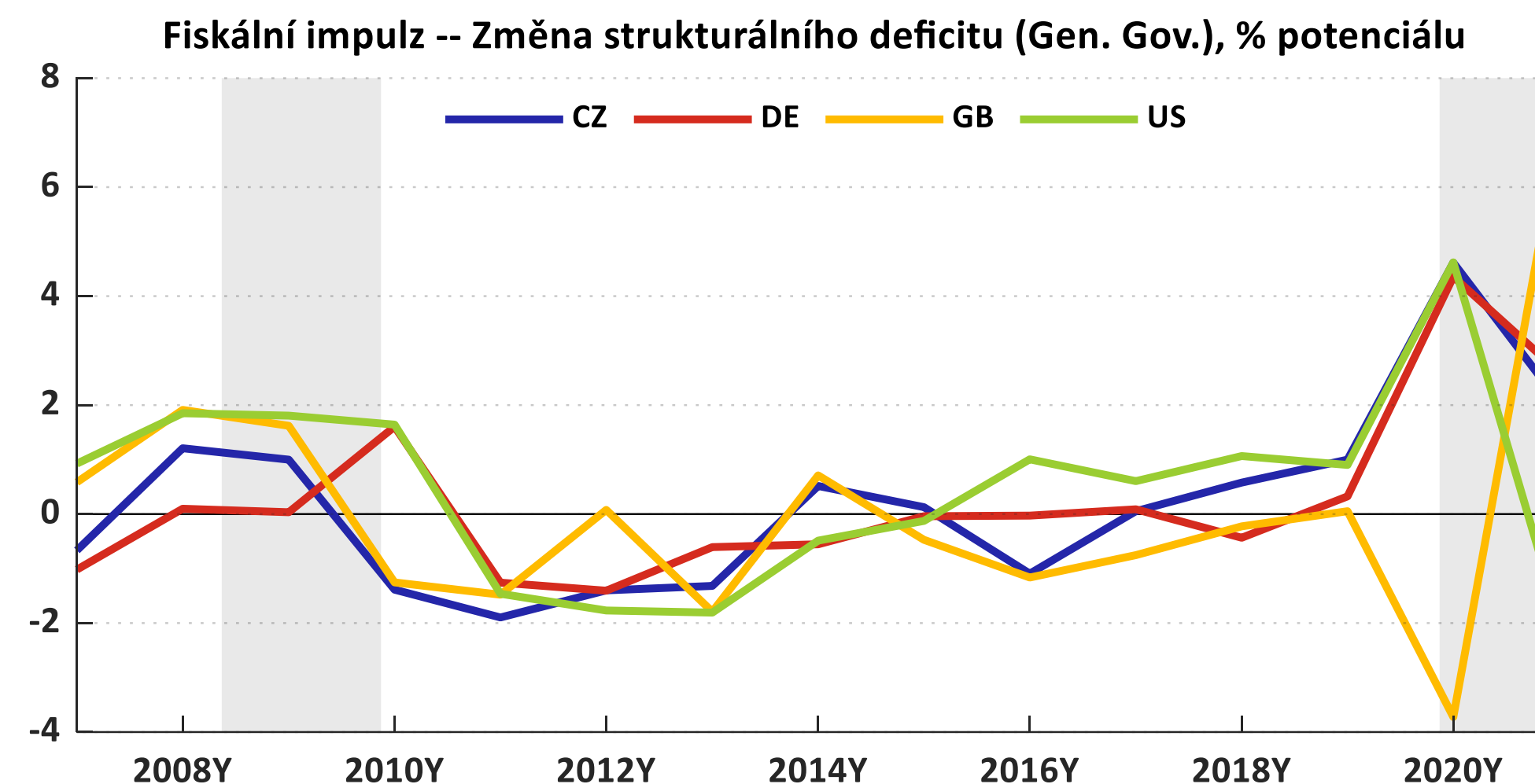
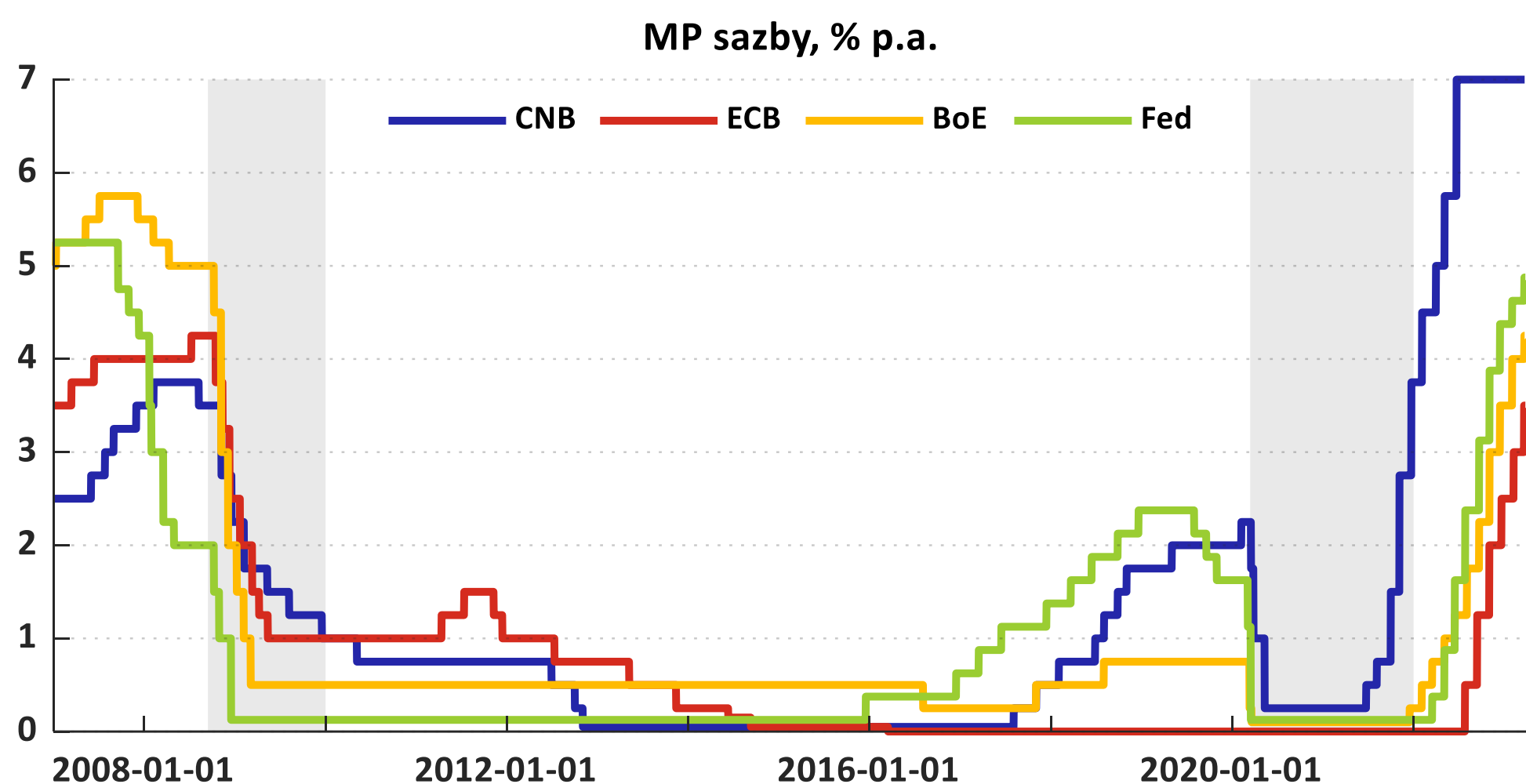
ZoMP podzim 2022

V celkové inflaci se v roce 2022 výrazně promítaly zejména **nákladové faktory**, ale významně zvýšená byla i inflace **tažená poptávkou**.

Poptávkové inflační tlaky identifikované s pomocí souhrnného indikátoru trhu práce LUCI byly 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 roce 2022 tažena jak **poptávkovými, tak nabídkovými faktory, přičemž síla poptávkových vlivů s koncem roku slábla**.

IV. Příliš mnoho stimulace – synergie politik



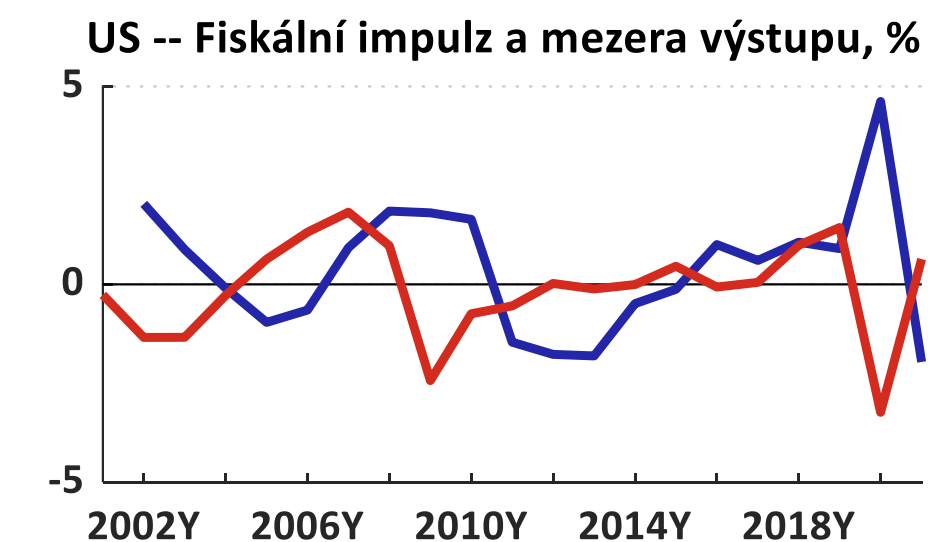
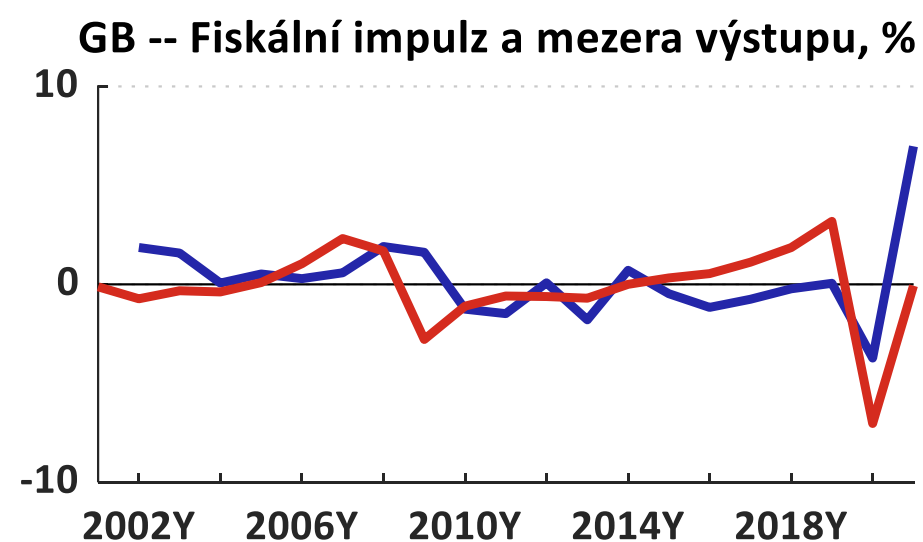
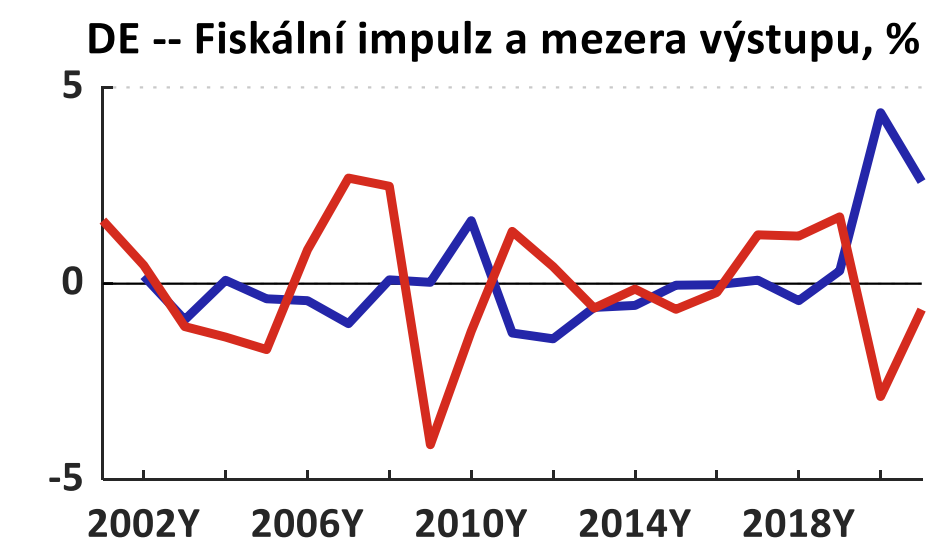
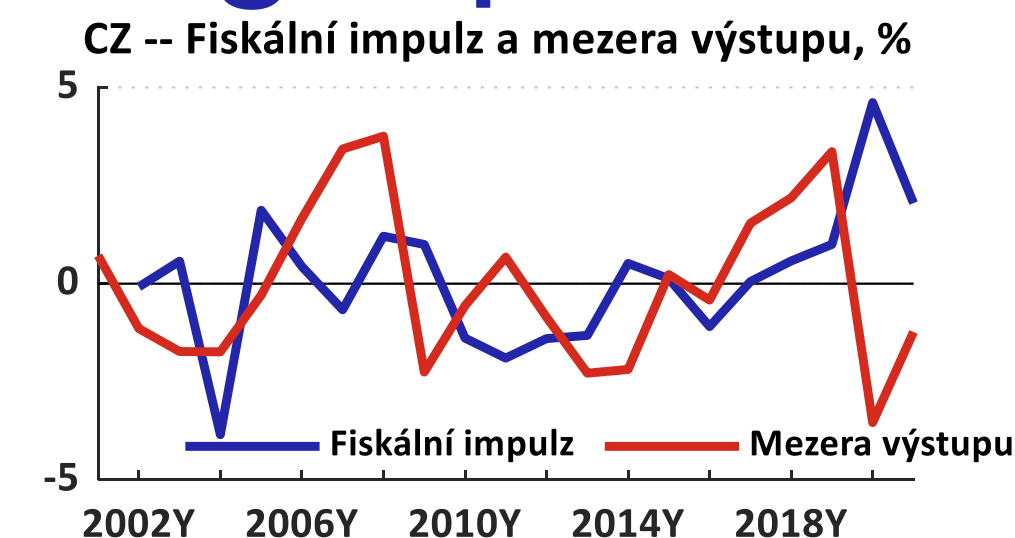
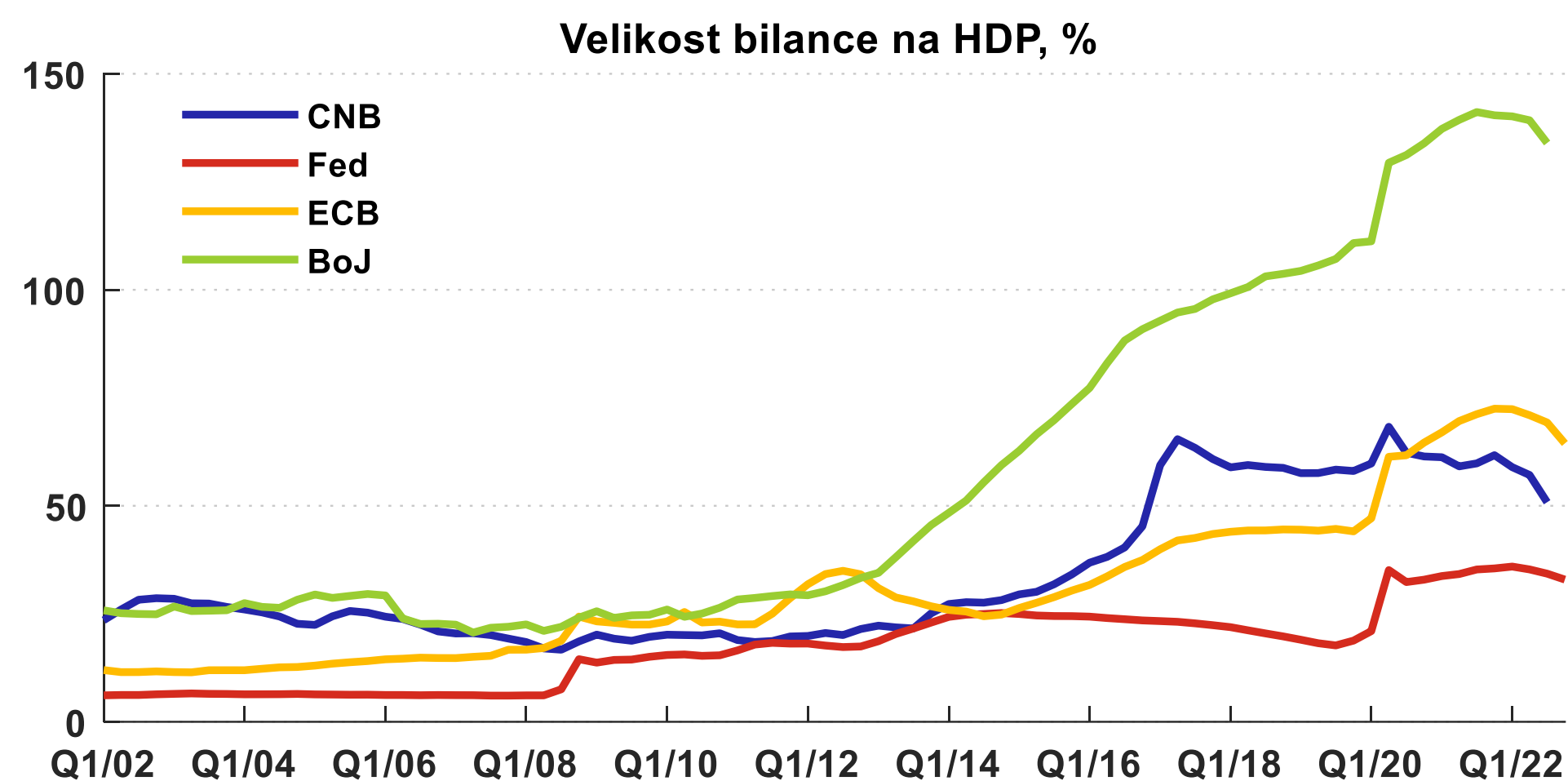
Zdroj: centrální banky a statistické úřady

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

IV. Příliš mnoho stimulace – synergie politik



Zdroj: International Finance Database a WEO

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

Měnová politika – významné centrální banky přistoupily k rychlejšímu a masivnějšímu použití nekonvenčních 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). Výsledkem byl rychlý nárůst bilancí CB.

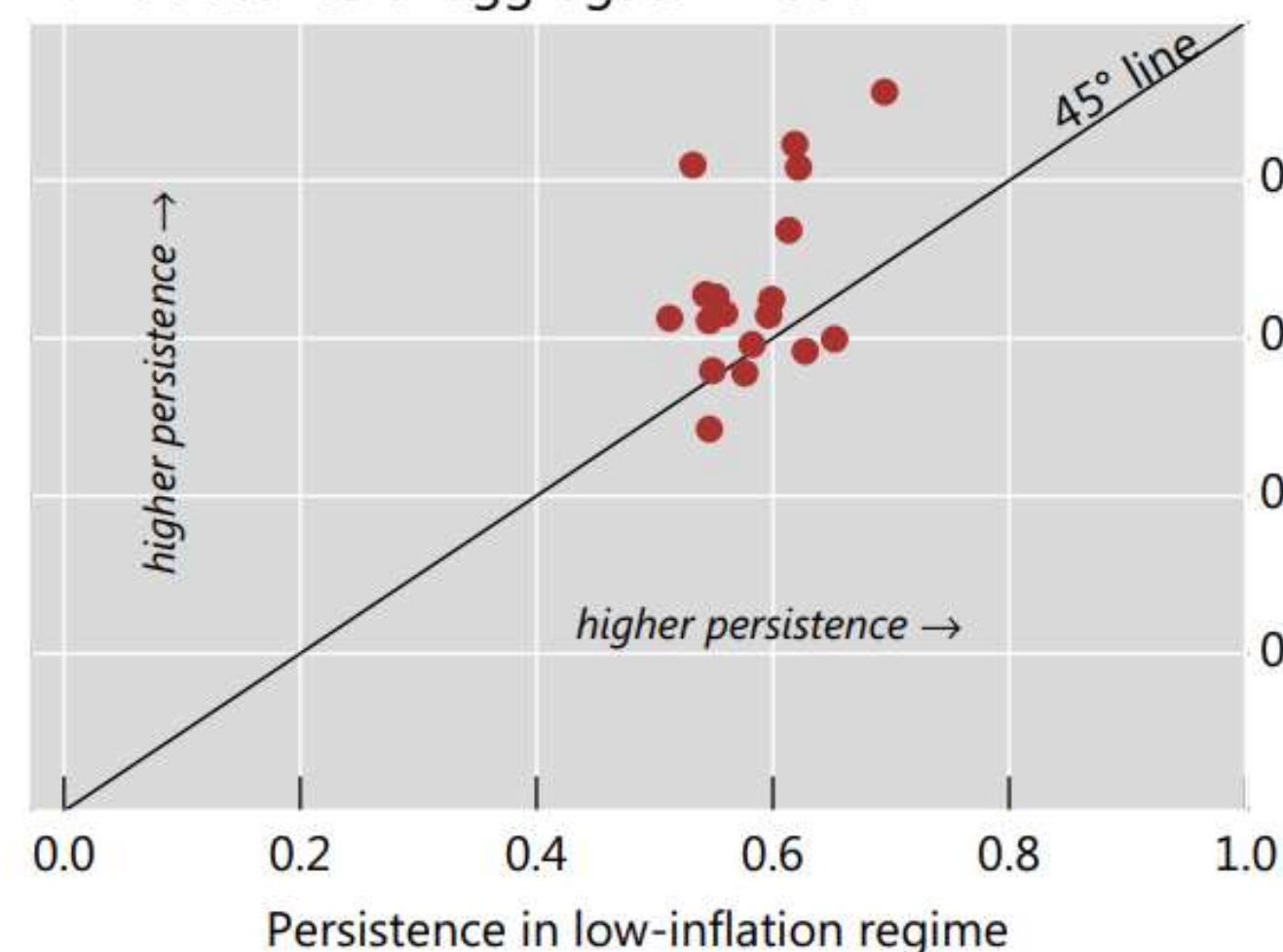
Projevila se silná **synergie měnové a fiskální politiky**. Jejich koordinace byla spíše spontánní než formální (výrazné negativní šoky do reálné ekonomické aktivity vedly k souběžné reakci obou politik).

Implikace inflační vlny?

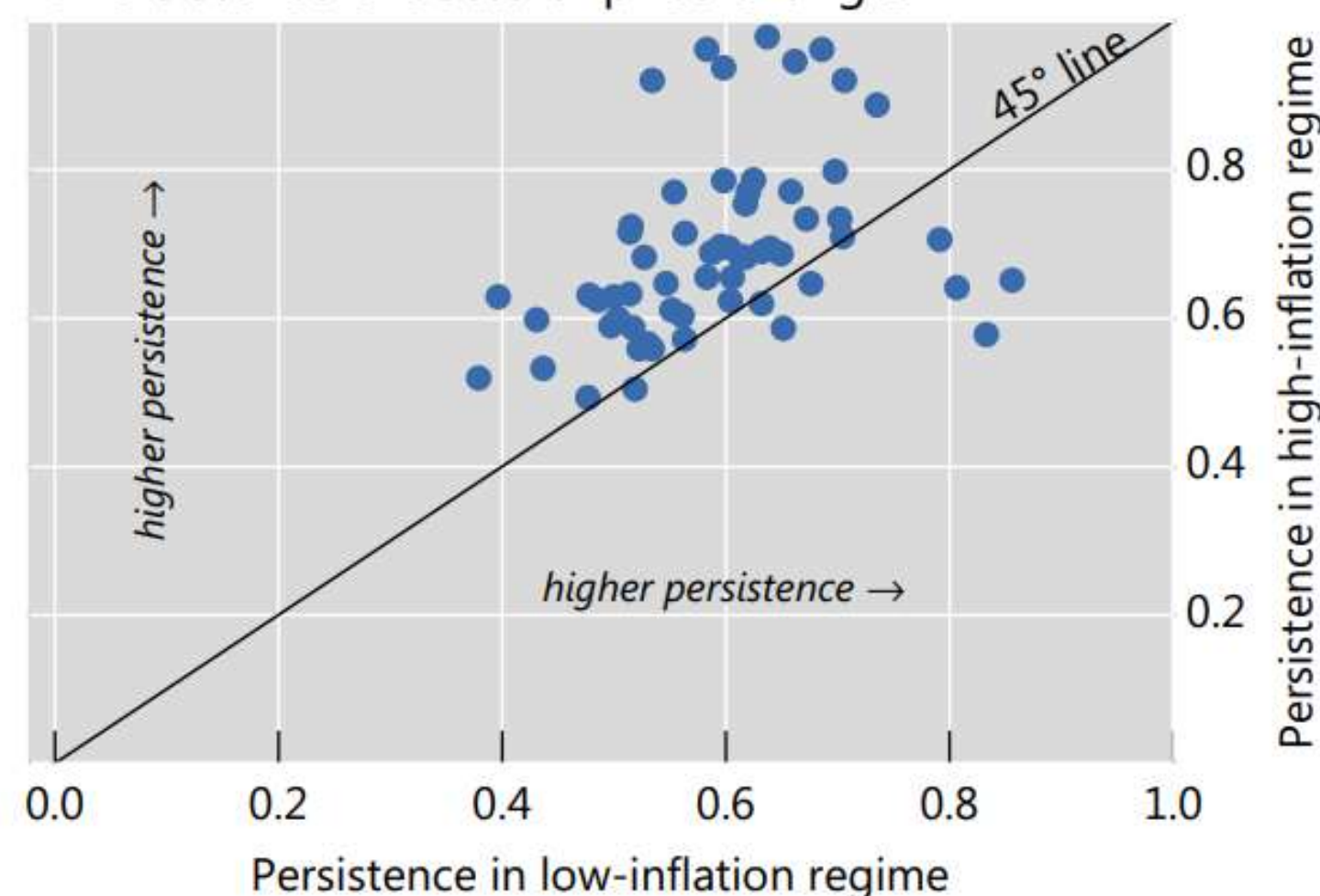
Low-inflation regimes: price changes are less persistent¹

Graph 8

A. Persistence of aggregate inflation



B. Persistence of sectoral price changes



¹ Persistence of one-month log price changes computed using sector-level data. Measure of persistence based on Días and Marques (2010). High-inflation regime samples: CA, Dec 1971–Dec 1990; JP, Dec 1970–Dec 1979; KR, Dec 1985–Dec 1997; MX, Jan 1983–Dec 2002; US, Jan 1965–Dec 1985. Low-inflation regime samples: CA, Jan 1991–Dec 2019; JP, Jan 1980–Dec 2019; KR, Jan 1998–Dec 2019; MX, Jan 2003–Dec 2019; and US, Jan 1986–Dec 2019.

Zdroj: Borio et al. (2023)

Borio et al. (2023) rozlišuje „nízkoinflační“ a „vysokoinflační“ prostředí.

„Vysokoinflační“ prostředí charakterizuje: (i) vysoká **variabilita** inflace, (ii) **přenos** cenových změn mezi sektory a (iii) vyšší **perzistence** inflace.

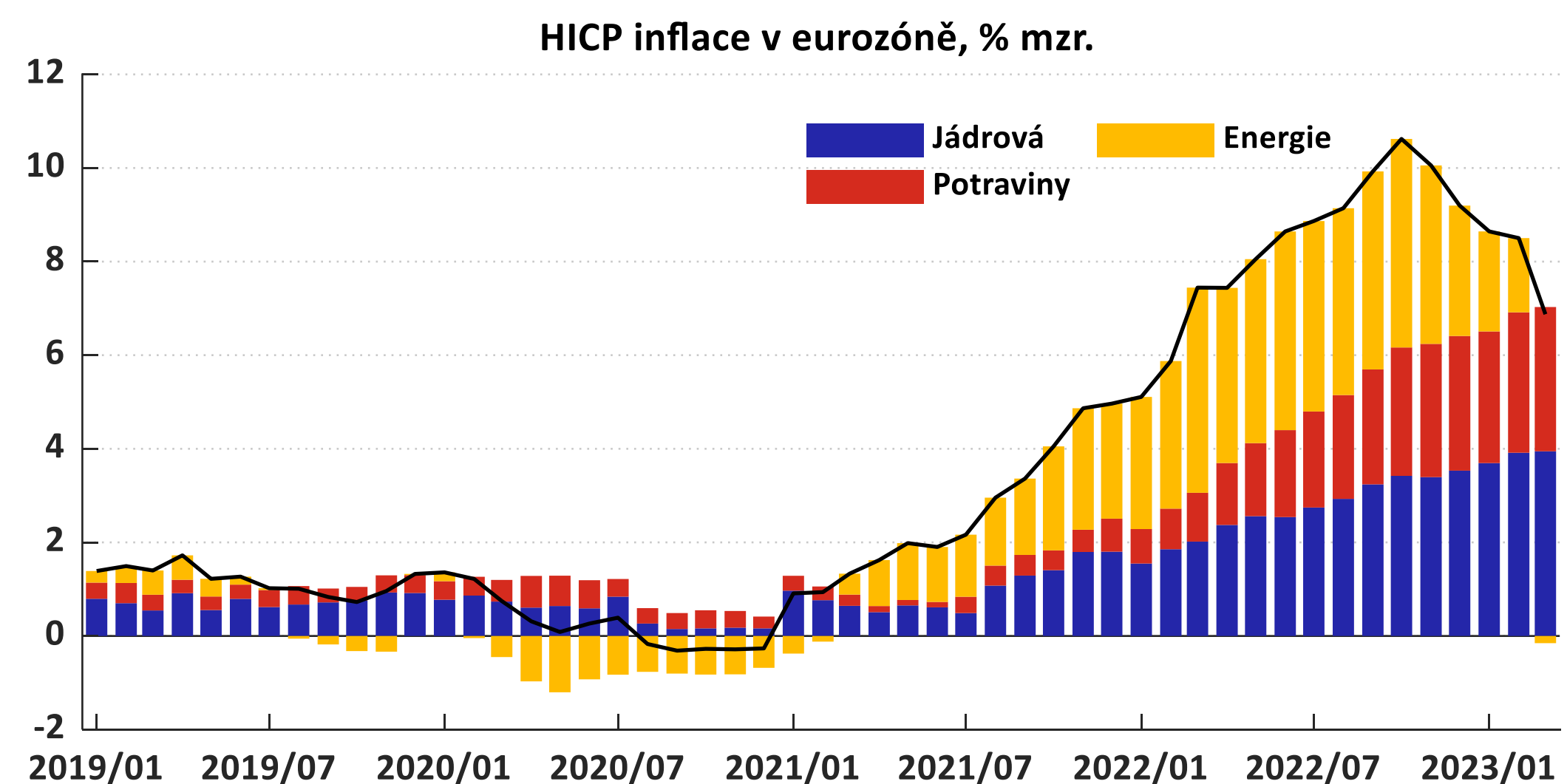
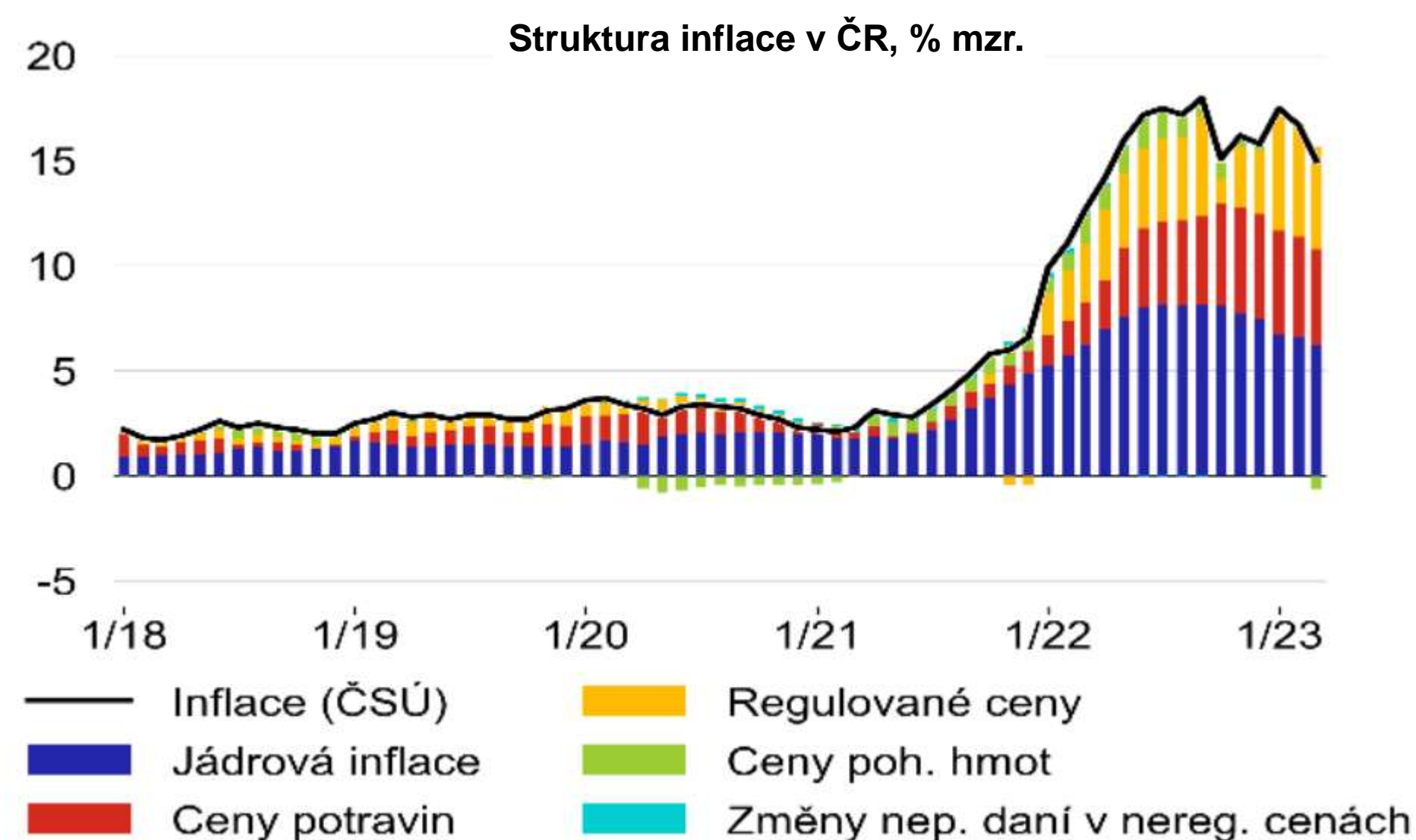
Výše uvedené charakteristiky implikují proinflační riziko prognóz založených na odhadech perzistence v nízkoinflačním prostředí v minulosti. A také riziko mzdově-cenové spirály.

Borio et al. (2023): „... whenever one of wages or prices grows at slower rate than the other, the one that was growing more slowly tends to speed up to restore the long-run relationship. Thus, if prices start to grow more quickly than wages, it is more likely for wage growth to speed up than for price growth to slow down ...“

Inflace v ČR a měnová politika



Inflace v ČR a v eurozóně



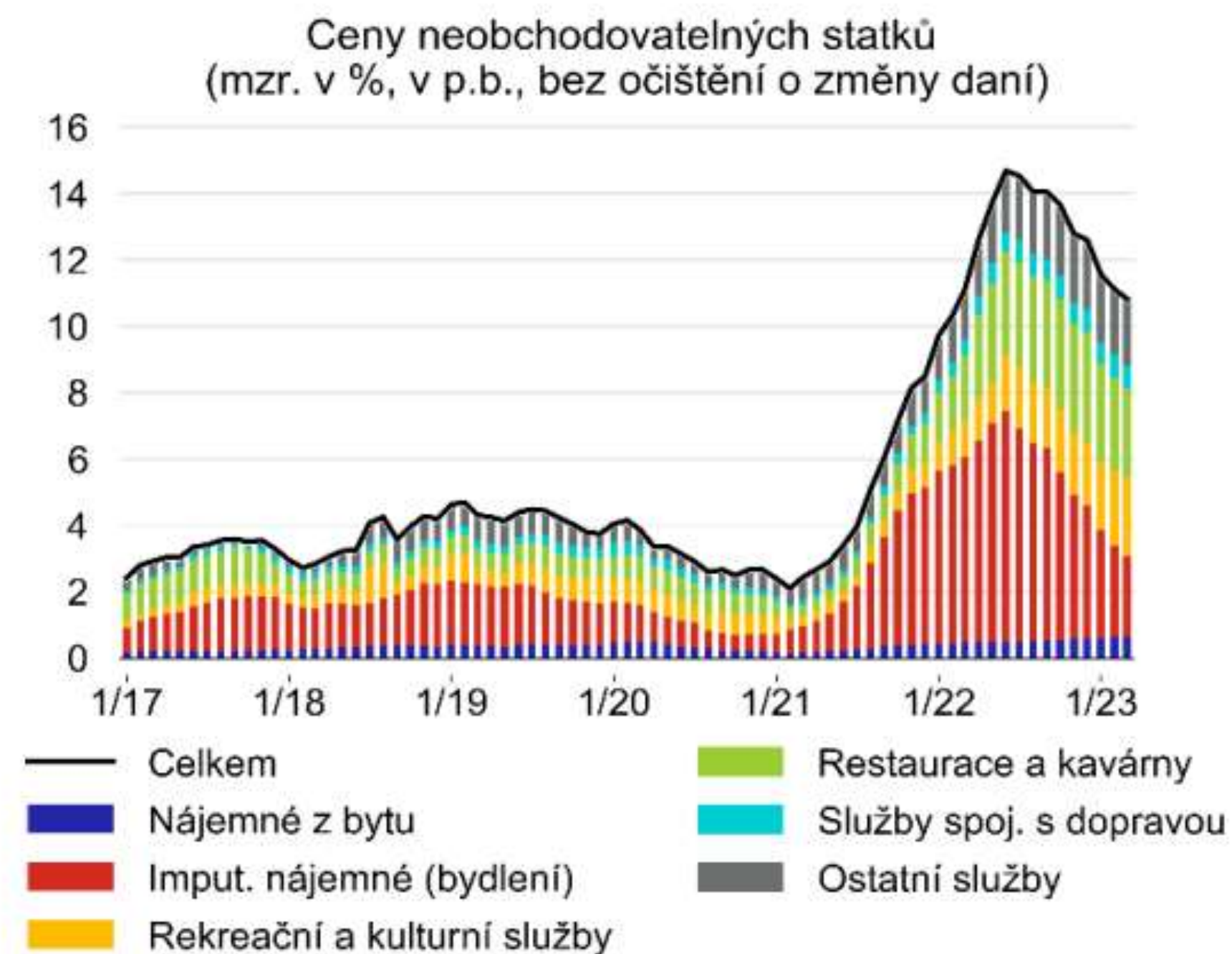
Zdroj: ČSÚ a Eurostat

V **ČR** i v **eurozóně** vedl výrazný příspěvek **cen energií a pohonných hmot** ke zrychlení inflace v minulém roce. Celková i jádrová inflace v ČR patří i nadále mezi nejvyšší v EU.

Inflace v ČR v souladu s aktuální prognózou (ZoMP zima 2023) nejprve v lednu zdatelně zrychlila (konec úsporného tarifu a výrazné zdražení energií a potravin), poté zpomalila a v březnu skončila jen lehce nad prognózou. Oproti prognóze byl rychlejší růst **cen potravin** a naopak nižší byl růst **regulovaných cen**. **Jádrová inflace** odpovídala zimní prognóze.

V eurozóně celková inflace zpomaluje pátý měsíc v řadě, když v březnu mezeročně poklesly ceny energií, ale jádrová inflace a růst cen potravin zpomalily jen mírně.

Jádrová inflace v ČR



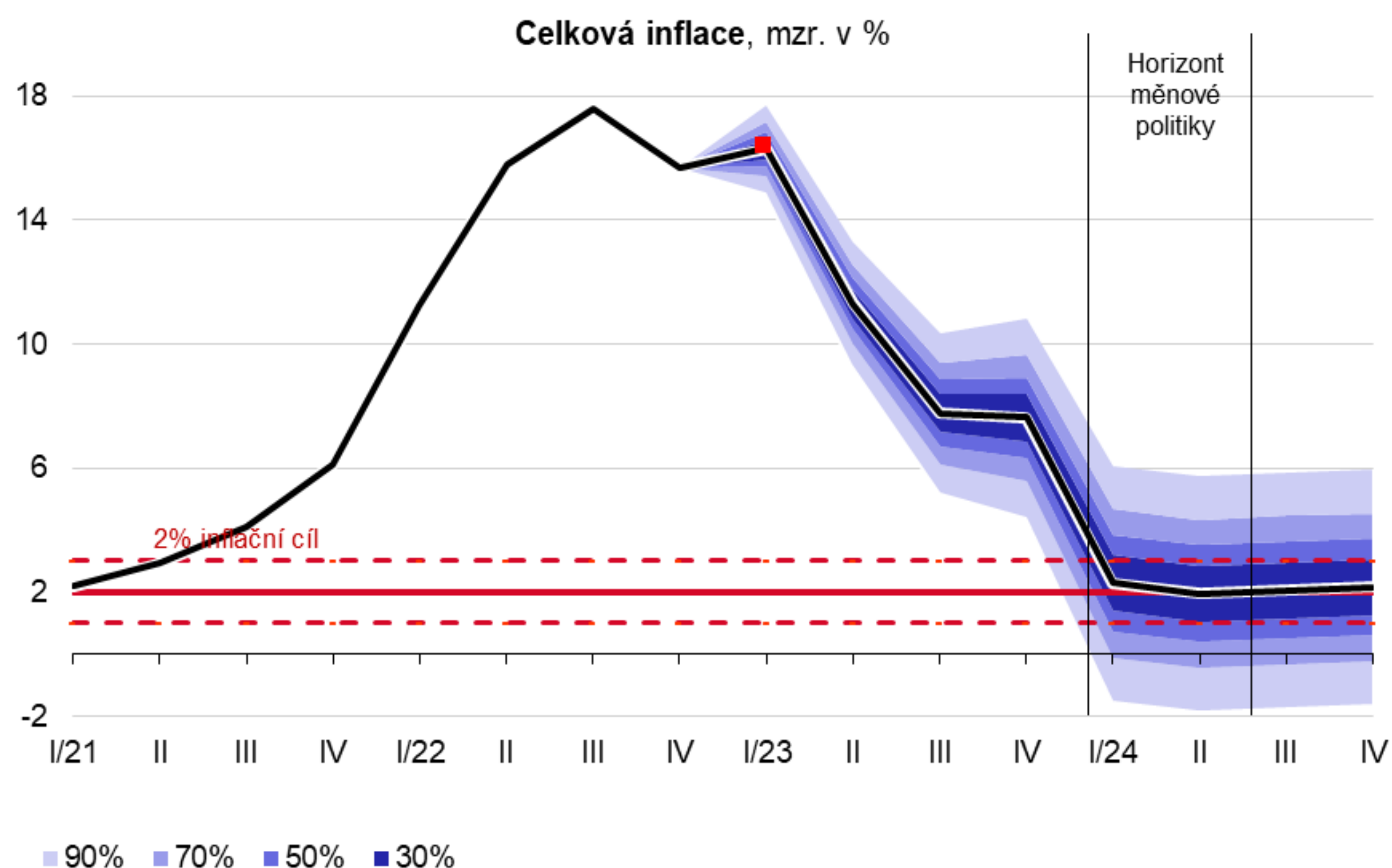
Zdroj: ČSÚ

Dynamika cen **obchodovatelných statků** (zboží) a cen **neobchodovatelných statků** (služeb) dále zvolnila.

Zpomalující růst cen neobchodovatelných statků odráží především svižně klesající dynamiku **imputovaného nájemného**, která dokonce v meziměsíčním vyjádření nabývá záporných hodnot. Transmise měnové politiky v tomto segmentu evidentně funguje.

Zvolnil rovněž růst cen v **restauracích**, nastalo ale naopak citelnější zdražení **rekreací** ve srovnání s dlouhodobým průměrem.

Prognóza celkové inflace



Inflace je v letošním roce v souladu se **stávající prognózou ze ZoMP zima 2023** (v březnu 15 % oproti 14,8 % v prognóze). Nová prognóza bude zveřejněna v květnu (ZoMP jaro 2023).

Podle stávající prognózy bude **inflace rychle klesat** a v první polovině roku 2024 se vrátí k 2% cíli za přispění **přísné měnové politiky**.

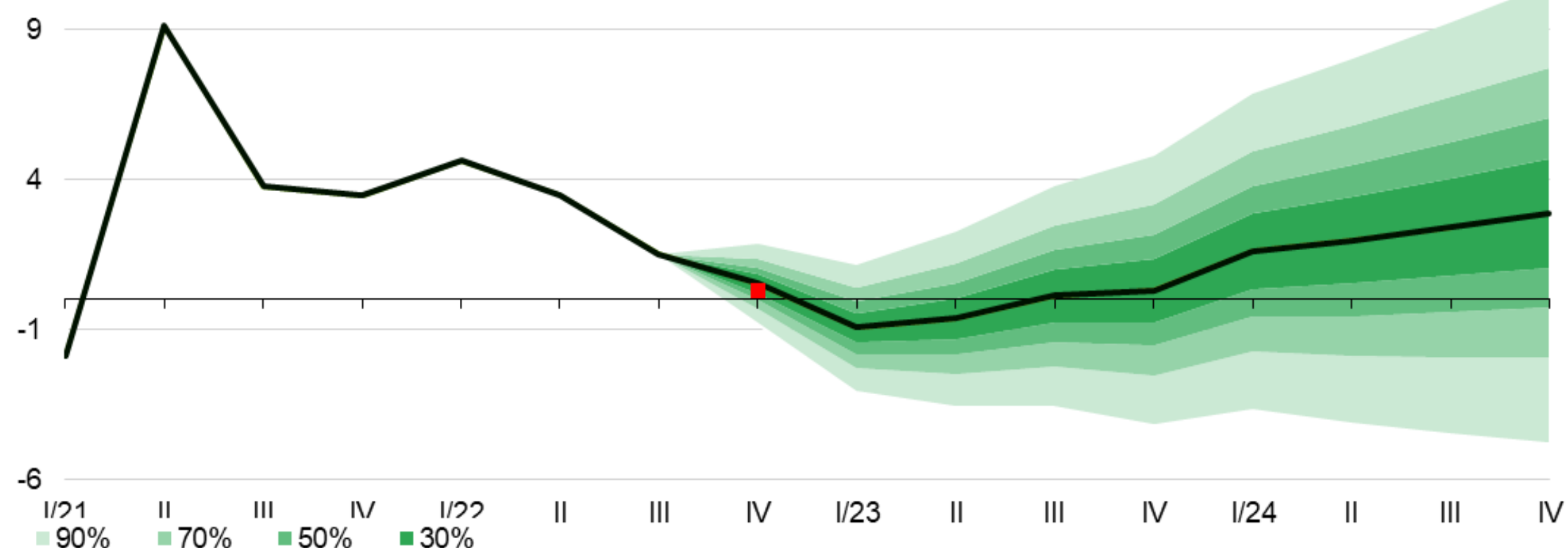
Zpomalení jádrové inflace bude odrážet klesající dynamiku cen obchodovatelných i neobchodovatelných statků, včetně imputovaného nájemného.

Zvolňování růstu cen **potravin** bude pokračovat na pozadí klesajících cen světových agrárních komodit i domácích CZV.

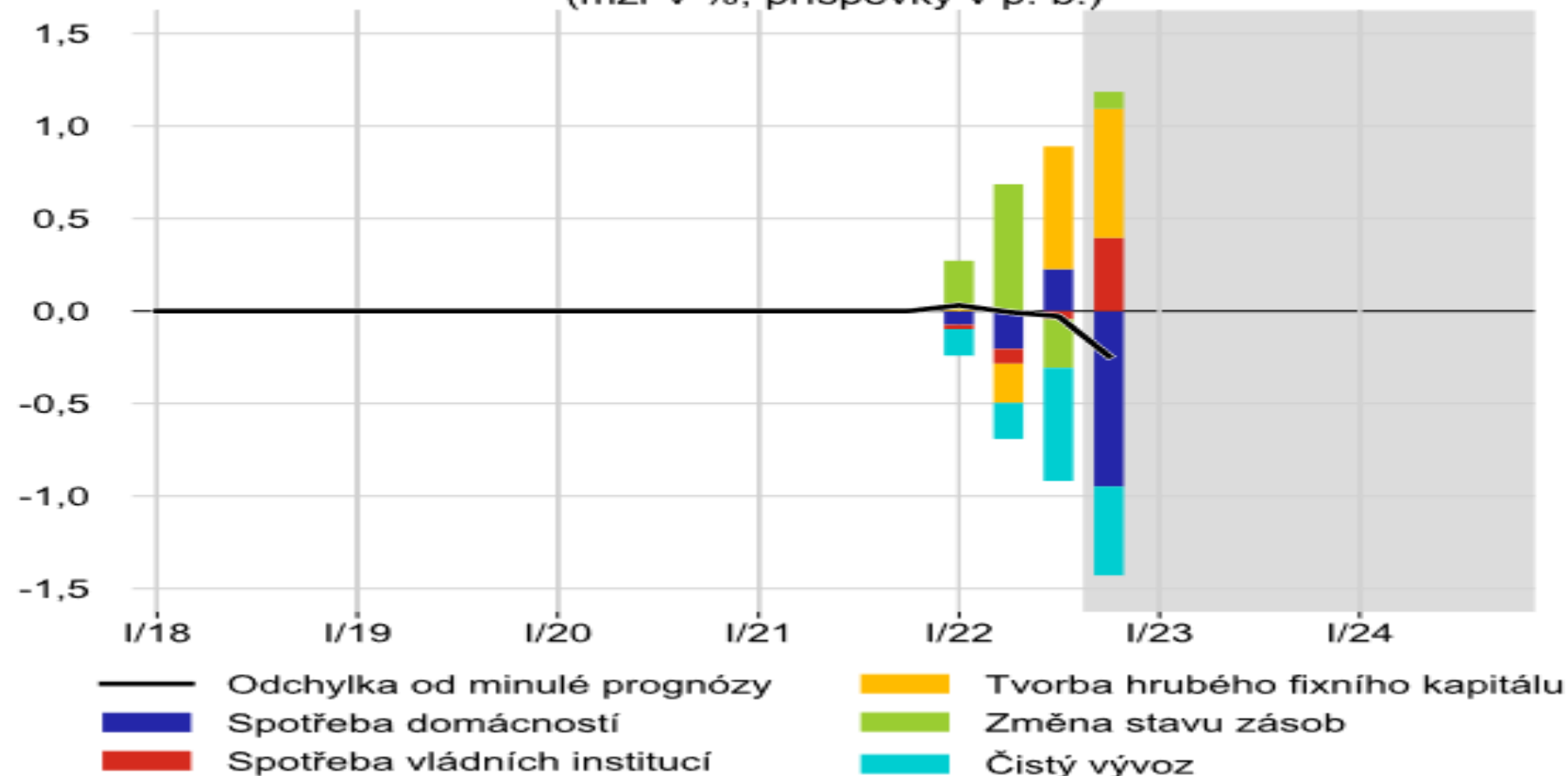
Ceny **pohonných hmot** přejdou (resp. již zřejmě přešly) do poklesu vlivem snížených cen ropy a silného kurzu koruny.

Prognóza růstu reálného HDP

Reálné HDP, mizr. v %



Odchylka od prognózy HDP
(mizr v %, příspěvky v p. b.)



Růst reálného HDP ve 4. čtvrtletí 2022 zaostal mírně za prognózou (meziročně 0,3 % versus 0,5 % v prognóze) z důvodu nižší spotřeby domácností a čistého vývozu. **Míra úspor domácností** přitom v závěru loňského roku dále narostla na 21,7 %.

Naopak nad prognózou se nacházel příspěvek tvorby hrubého fixního kapitálu a spotřeby vládních institucí.

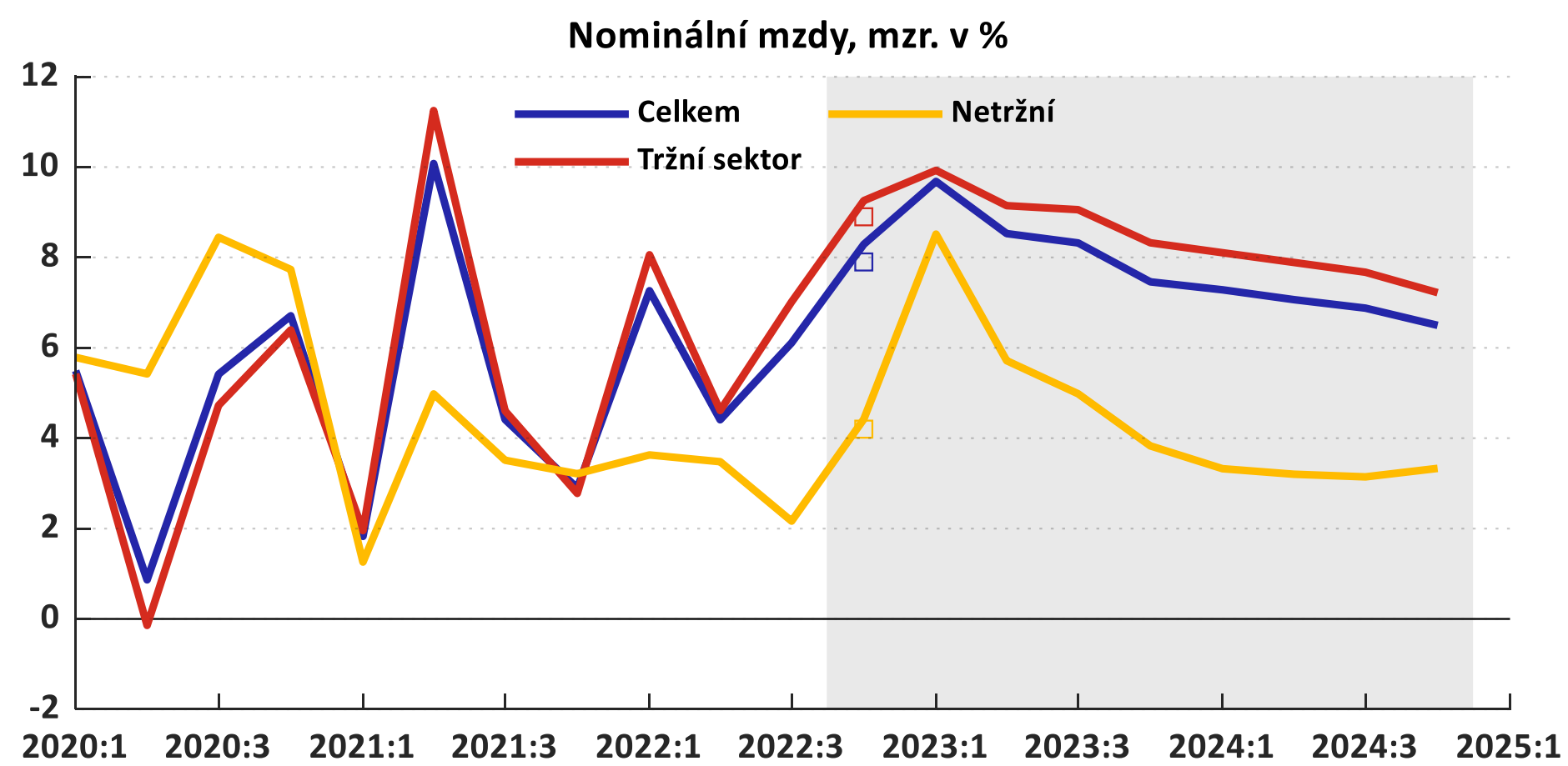
Dle stávající prognózy reálná ekonomika v první polovině letošního roku meziročně poklesne kvůli poklesu **spotřeby domácností** (propad reálných příjmů a negativní sentiment) spolu s útlumem **investiční aktivity** (zvýšené náklady firem na energie a místy přetrvávající problémy v dodavatelských řetězcích).

Příspěvek **čistého vývozu** k růstu bude kladný na pozadí silnější zahraniční poptávky.

Utlumená domácí ekonomická aktivita povede ke zmírňování napětí na **trhu práce**.

Poslední data a předstihové indikátory však vyznívají oproti prognóze o něco příznivěji.

Trh práce



Napětí na **trhu práce** přetrvává i přes sklouznutí ekonomiky do mělké recese.

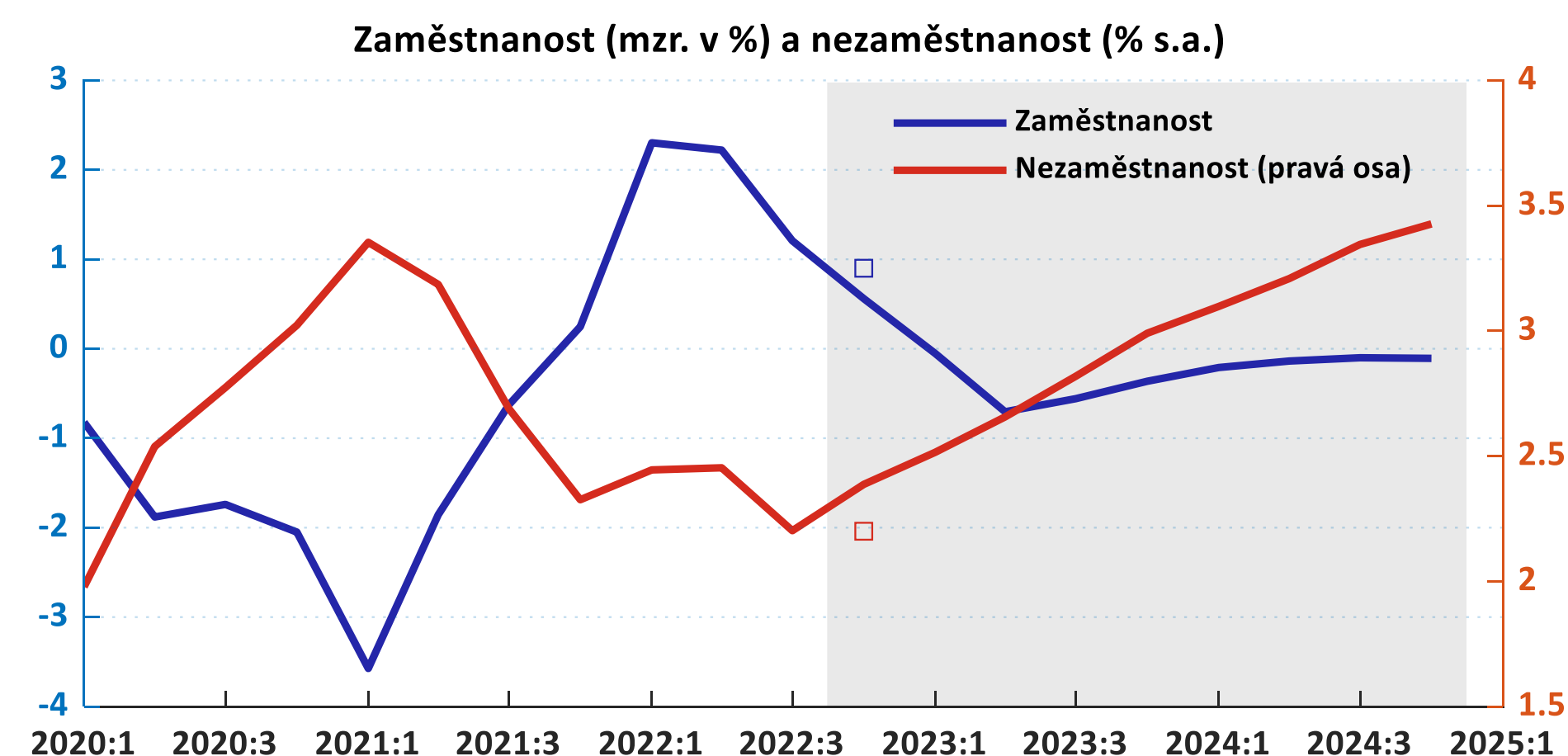
Meziroční **mzdový růst v tržní sféře** ve čtvrtém čtvrtletí 2022 opět zrychlil, i když oproti prognóze o něco mírněji (8,9 % versus 9,3 % v prognóze). Zrychlení růstu mezd bylo plošné a táhl ho především průmysl a tržní služby. V **netržní sféře** meziroční růst mezd zaostal za predikcí jen mírně (4,2 % versus 4,4 % v prognóze).

V **reálném** vyjádření **mzdy** vlivem vysoké inflace v obou sférách výrazně poklesly.

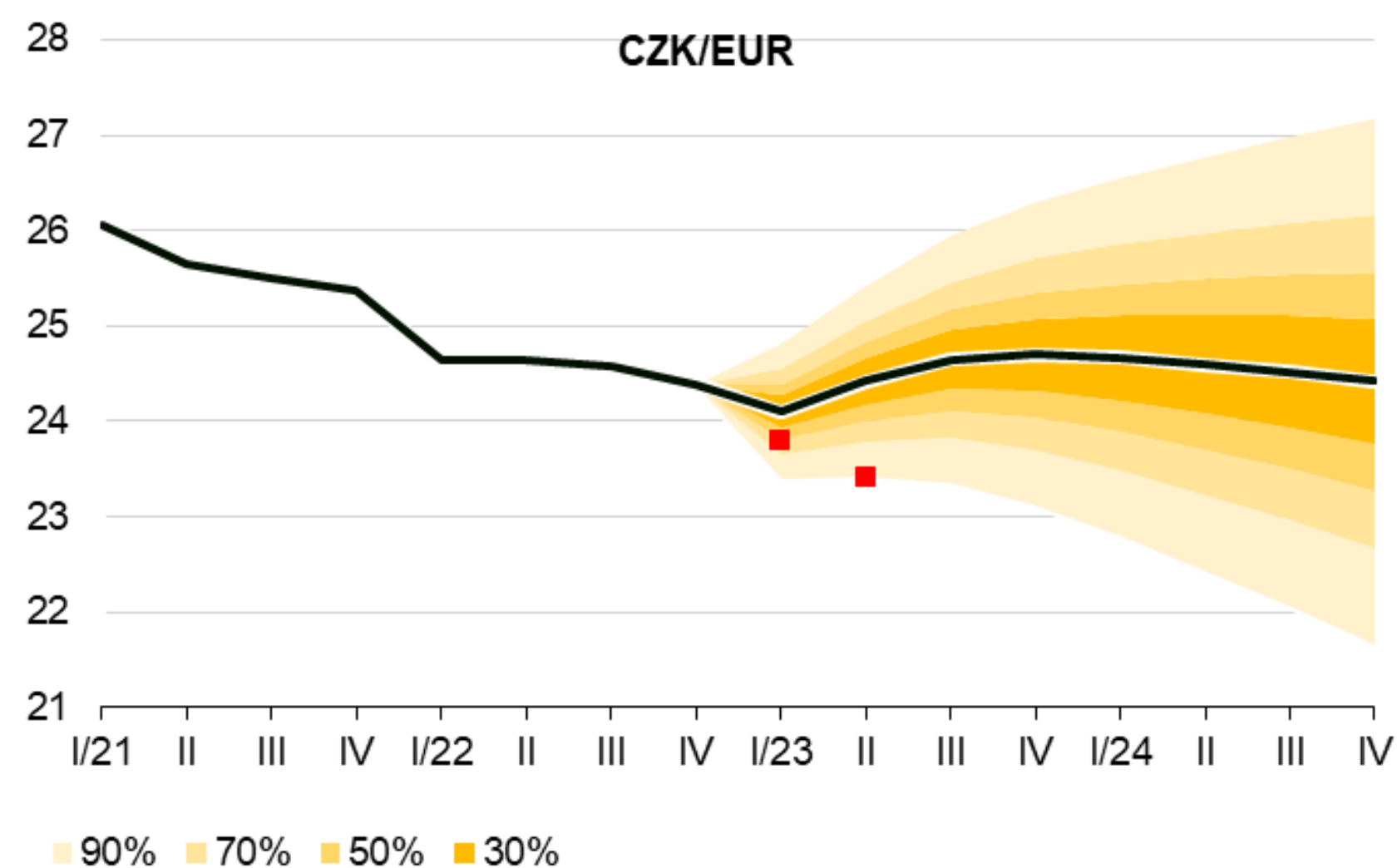
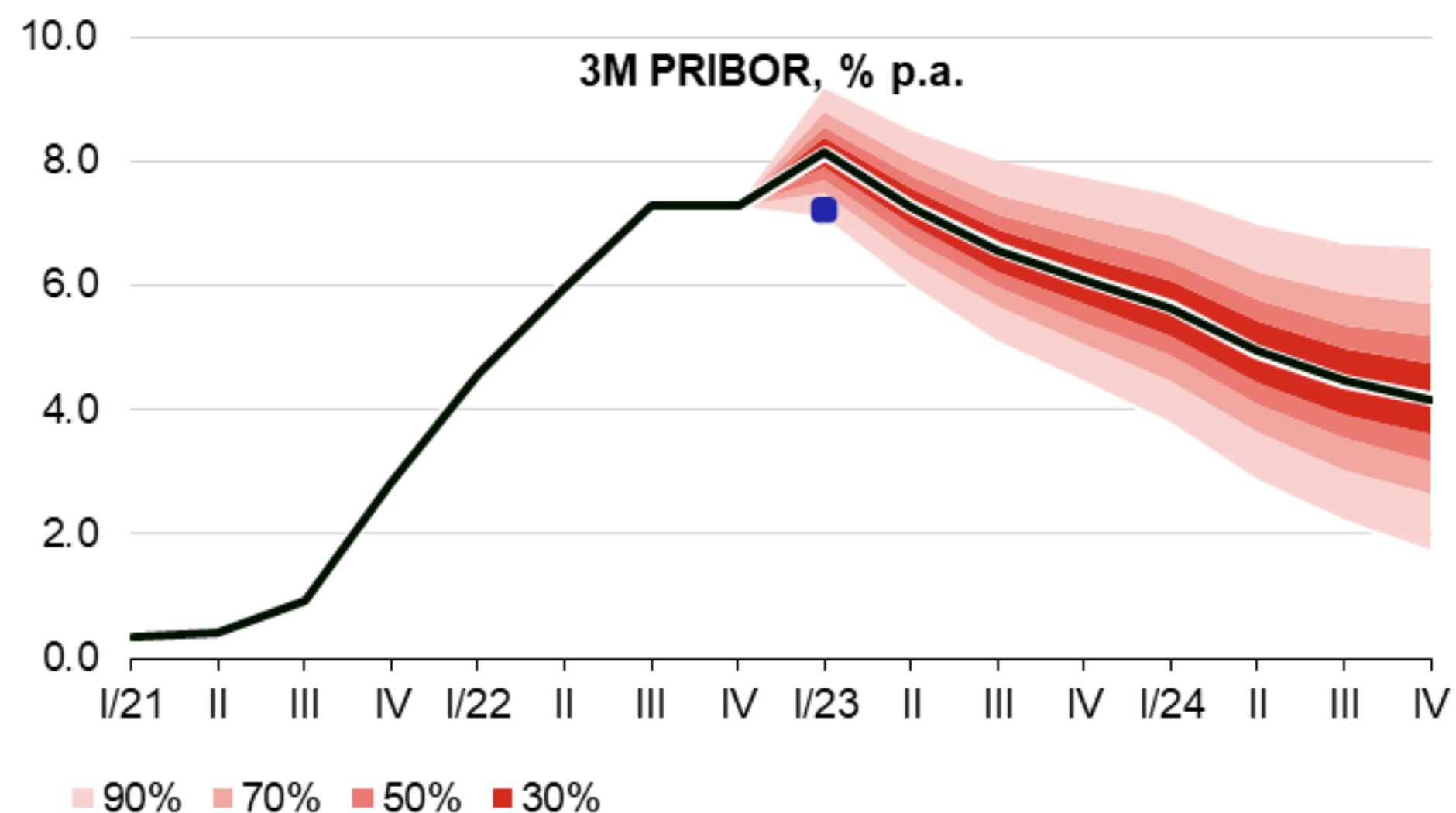
Obecná míra nezaměstnanosti byla ve 4. čtvrtletí nižší než prognóza, která očekávala její mírný nárůst, a nezaměstnanost tak zůstává na historických minimech. Mírně nižší bylo zpomalení růstu **zaměstnanosti**.

Dle stávající prognózy se **trh práce** letos lehce zchladí. Nominální **mzdový růst** začátkem letošního roku znatelně zrychlí, ale reálné mzdy poklesnou i v letošním roce.

Dvouciferný růst mezd v průmyslu a ve stavebnictví v lednu i únoru – rychlý **růst nominálních mezd** představuje proinflační riziko, které by zpomalilo návrat inflace k cíli.



Prognóza úrokových sazeb a kurzu



Se zimní prognózou byl konzistentní nejprve **nárůst tržních úrokových sazeb** následovaný jejich **postupným poklesem**. Tato trajektorie sazeb měla dle prognózy tlumit průsak dosavadních mimořádných inflačních tlaků a odrážet snahu centrální banky o robustní plnění 2% cíle. Bankovní rada na svých zasedáních ponechala sazby beze změny od června 2022.

Koruna byla v 1.čtvrtletí silnější o 30 haléřů oproti prognóze a aktuálně se pohybuje kolem 23,4 CZK/EUR. Silnější koruna přispívá k poklesu inflace. Další vývoj kurzu koruny bude ovlivněn zužujícím se úrokovým diferenciálem oproti eurozóně, což bude působit směrem k jeho oslabování. **ČNB bude i nadále bránit nadměrným výkyvům kurzu koruny.**

Měnověpolitické rozhodnutí

6,00 % diskontní sazba
7,00 % 2T repo sazba
8,00 % lombardní sazba

HLASOVÁNÍ O VÝŠI 2T REPO SAZBY

PONECHAT NA 7,00 %



ZVÝŠIT NA 7,25 %



Bankovní rada ČNB na svém jednání 29. března 2023 **ponechala dvoutýdenní repo sazbu na úrovni 7 %**. ČNB bude i **nadále bránit nadměrným výkyvům koruny**.

Pro toto rozhodnutí hlasovalo **6 členů** bankovní rady a **1 člen** hlasoval pro zvýšení o 25 b. b. Přijaté rozhodnutí bankovní rady se opírá o zimní makroekonomickou prognózu a o vyhodnocení informací získaných od jejího zpracování.

Se **základním scénářem prognózy** je konzistentní nejprve **nárůst tržních úrokových sazeb** následovaný jejich postupným poklesem.

Další MP jednání bude 3. května 2023.

Rizika

Bankovní rada vyhodnotila rizika a nejistoty základního scénáře prognózy jako výrazné a jdoucí oběma směry.

Proinflační rizika:

- rychlejší mzdový růst proti zimní prognóze
- expanzivnější fiskální politika
- hrozba ztráty ukotvenosti inflačních očekávání 2% cílem ČNB

Protiinflační rizika:

- výraznější než prognózovaný útlum domácí spotřebitelské a investiční poptávky

Nejistoty:

- perzistence inflace a rychlost jejího poklesu k inflačnímu cíli
- volatilita na globálních finančních trzích a související nastavení zahraniční měnové politiky
- další vývoj válečného konfliktu na Ukrajině
- dostupnost a ceny energií

Děkuji za pozornost

Tomáš Holub

člen bankovní rady ČNB

tomas.holub@cnb.cz

