ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

Makroekonomický výhled, inflace a měnová politika

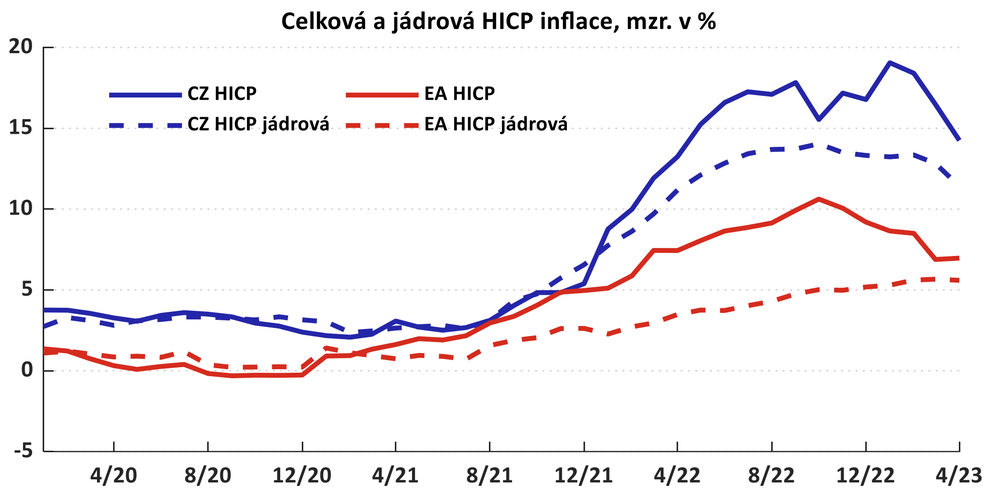
Jarní prognóza 2023

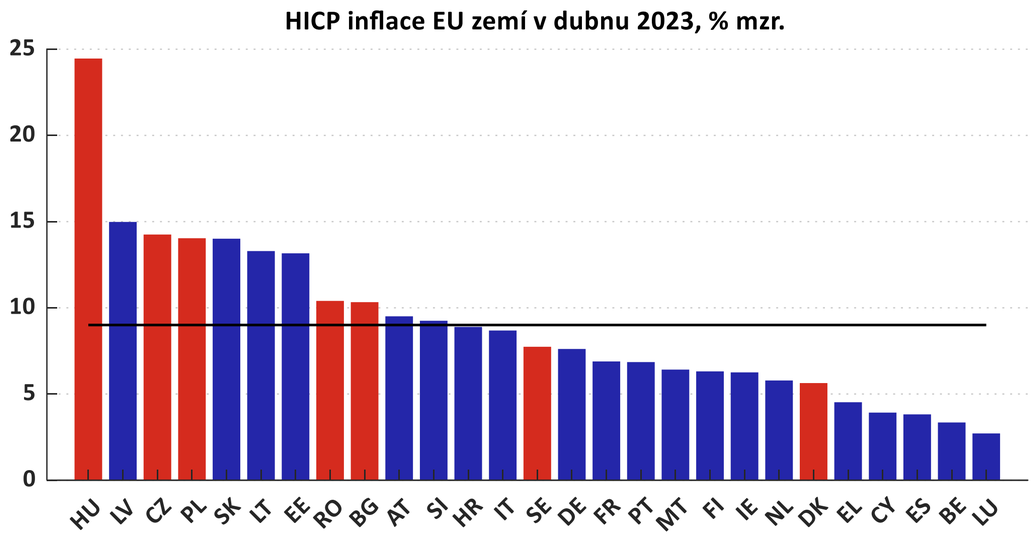
Tomáš Holub

Seminář ČSOB firemního bankovnictví Praha

23. května 2023

Inflace v zemích EU





Země eurozóny vyznačeny modře, zatímco země mimo eurozónu jsou červeně.
Černá čára je průměr EU.

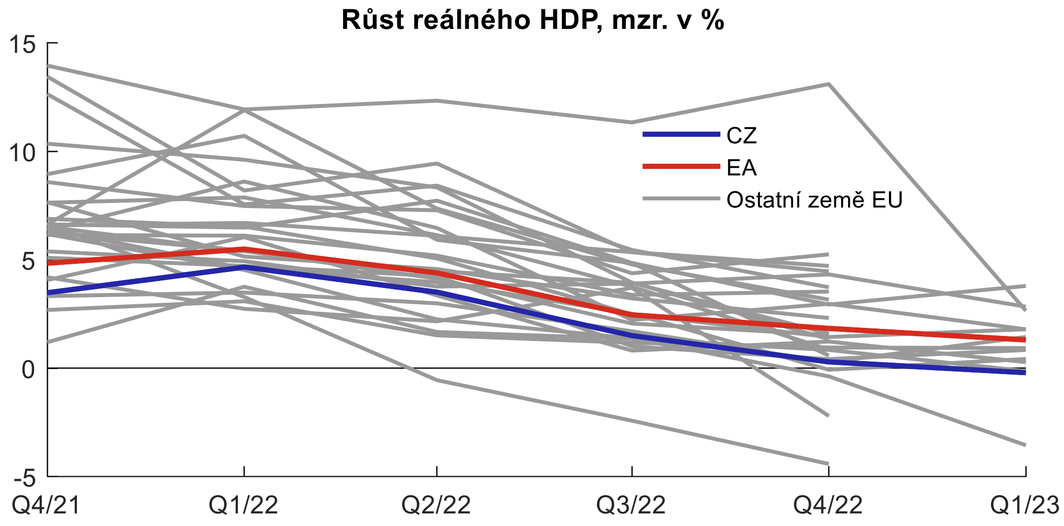
Zdroj: Eurostat

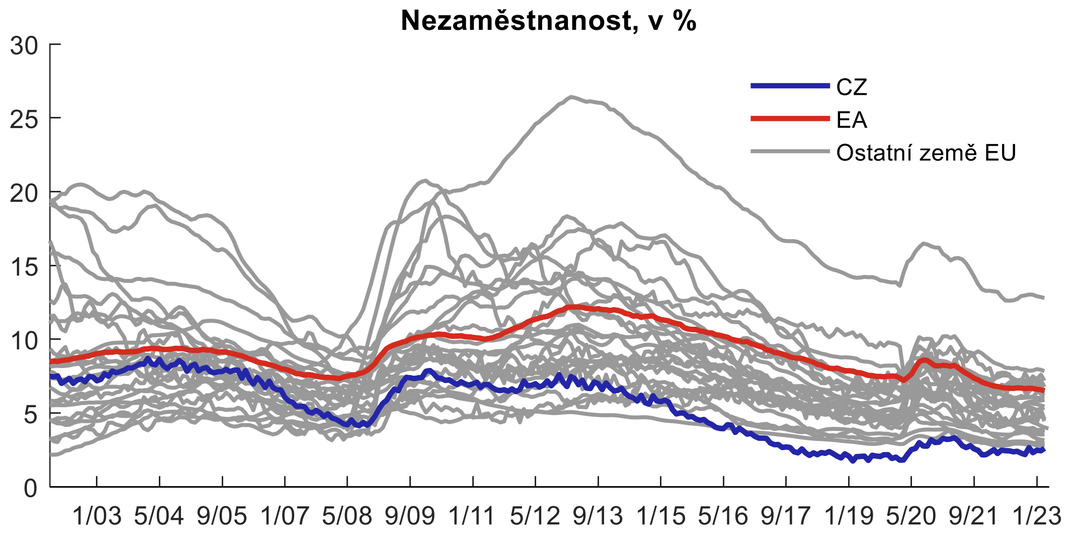
Celková inflace po předchozím zvýšení zpomaluje v ČR i v zemích EU a klesá směrem k jádrové inflaci.

Zatímco **jádrová inflace v ČR** dosáhla vrcholu ve druhé polovině minulého roku a zpomaluje, v **eurozóně** pravděpodobně vrcholí až v současnosti.

Celková i jádrová inflace v ČR patří i nadále mezi nevyšší v EU.

Reálná ekonomická aktivita v zemích EU





Zdroj: Eurostat

Většina zemí EU prokázala odolnost vůči energetické krizi a na rozdíl od původních pesimistických výhledů v závěru roku 2022 pouze mírně **mezičtvrtletně poklesla**.

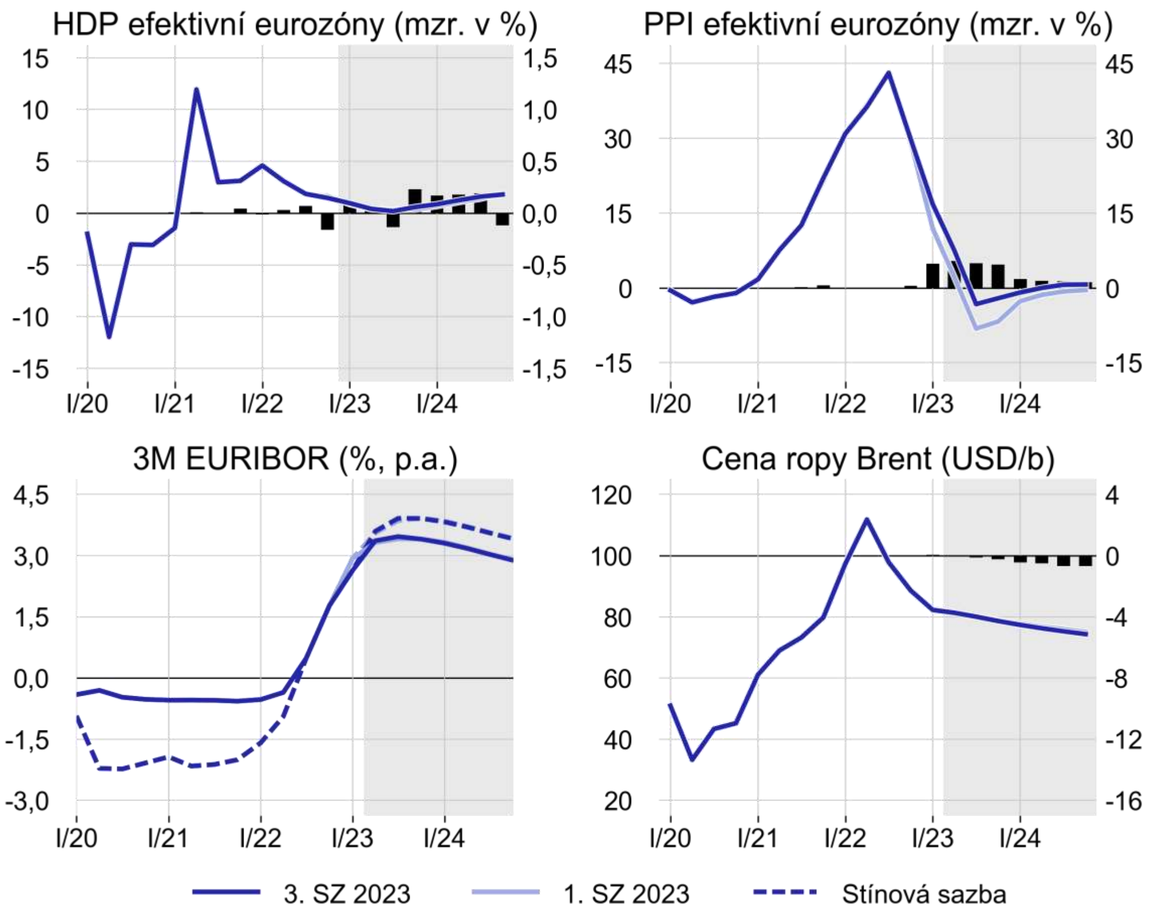
Pro začátek letošního roku jsou očekávání optimistická a **recese bude pravděpodobně mělká a krátká**.

K příznivému vývoji přispěla mimo jiné mírná zima, která omezila čerpání plynu z evropských zásobníků, což společně s úsporami ve spotřebě energií vedlo k výraznému poklesu **cen zemního plynu** i **elektřiny** na komoditních burzách.

Nezaměstnanost v zemích EU se nadále nachází na historicky nízkých hodnotách. Nezaměstnanost v ČR je stále nejnižší v EU.

ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

Předpoklady o zahraničním vývoji



Ekonomika eurozóny v letošním roce výrazně zpomalí svůj růst z důvodu útlumu globální poptávky a poklesu reálných příjmů domácností.

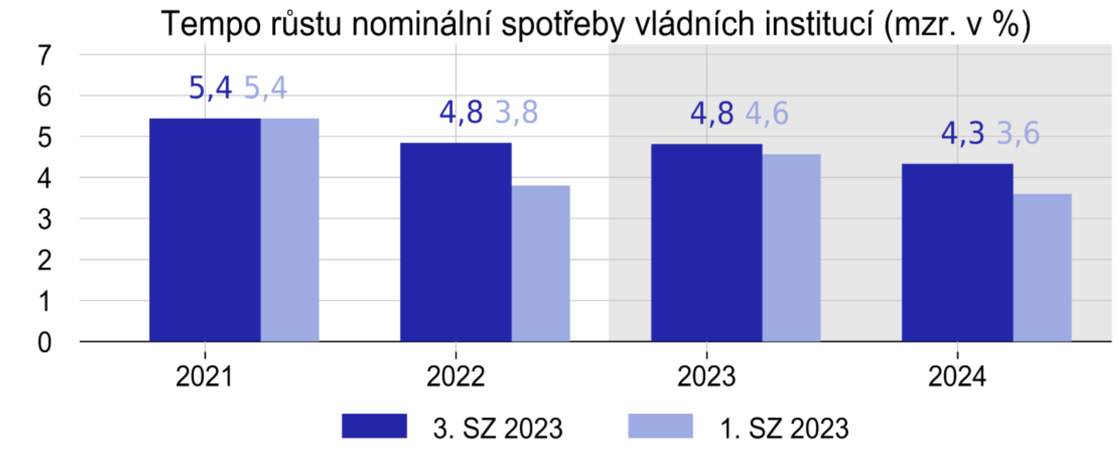
V mezičtvrtletním pohledu ekonomická aktivita v efektivní eurozóně na konci minulého roku mírně klesla, ale zvyšování **průmyslové produkce** a **vývozu** v letošním roce naznačuje její mírné oživování.

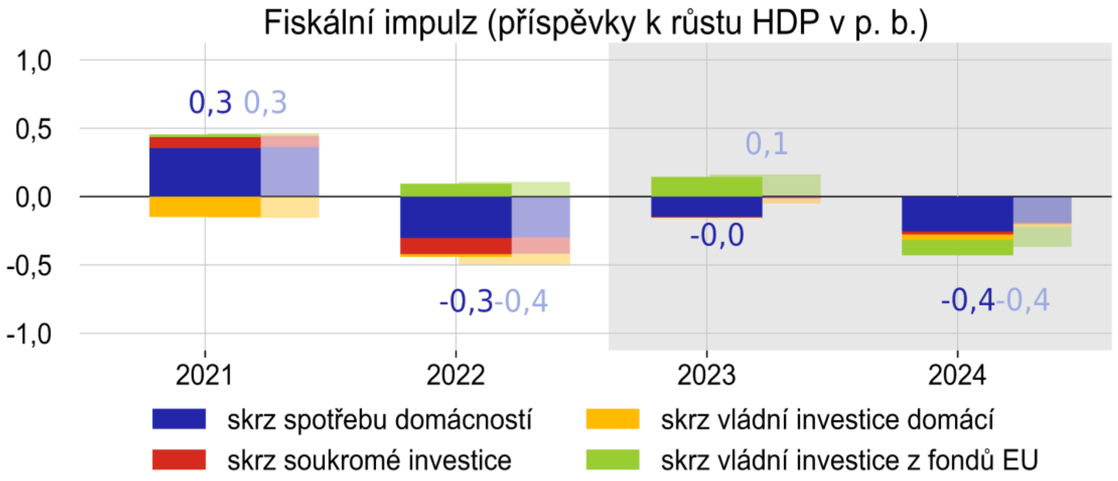
Vlivem prudkého propadu cen zemního plynu a elektřiny se rychle snížil růst **výrobních cen** a nadále zůstane nízký.

ECB zvýšila od 10. května 2023 měnověpolitické sazby o 25 b. b. (depo na 3,25 %). Do výhledu **úrokových sazeb** 3M EURIBOR se promítá trhem očekávané zpřísňování měnové politiky ECB (do stínové sazby též snižování její bilance).

Výhled **ceny ropy** je klesající v důsledku slabého růstu globální ekonomiky.

Předpoklady o domácí fiskální politice





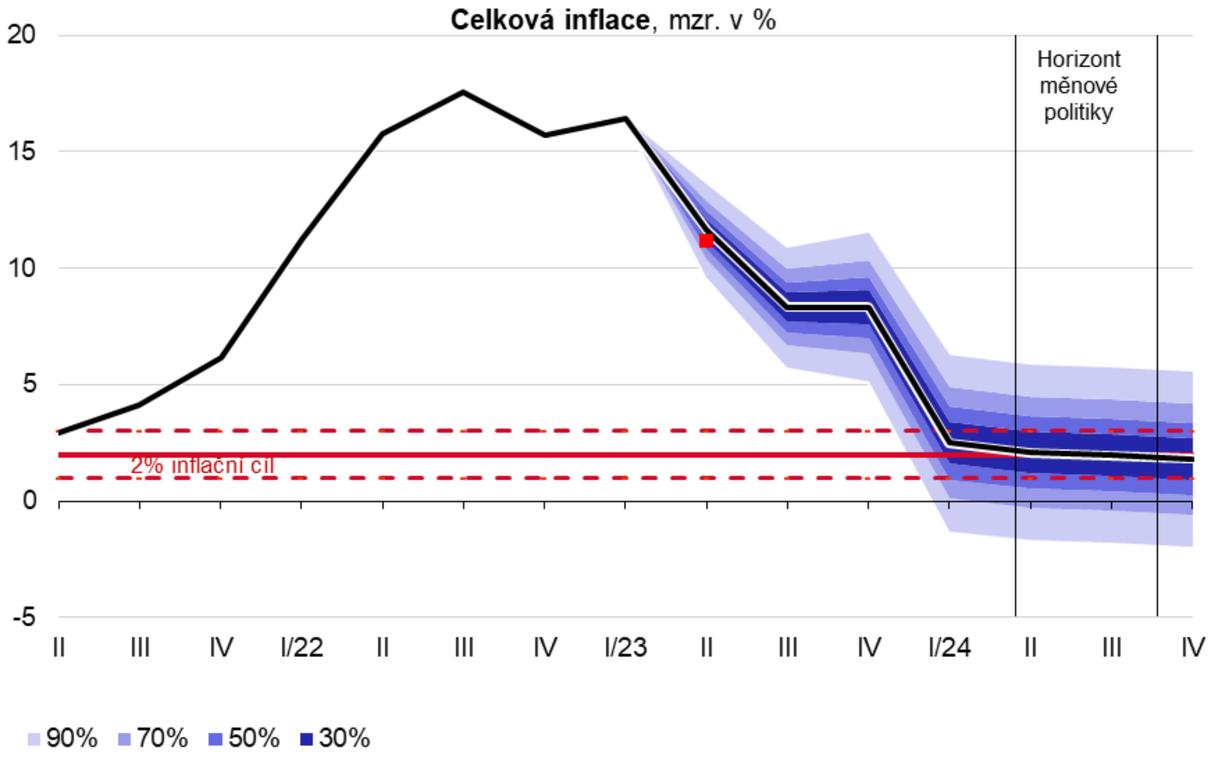
Tempo růstu nominální **spotřeby vládních institucí** zůstane svižné. Zvýšení vládní spotřeby v roce 2024 odráží navýšení mezd učitelů (navázání koeficientem 1,3 k průměrné mzdě).

Fiskální impulz bude letos zhruba **neutrální**, přičemž odráží nižší rozsah mimořádné valorizace důchodů.

V roce 2024 odezní vliv minulých vládních opatření, což spolu s pomalým náběhem fondů EU z nového programového období povede k mírně **restriktivnímu fiskálnímu impulzu**.

V době vzniku prognózy nebyly k dispozici detaily **konsolidačního balíčku**, a prognóza s ním tedy nepracuje. Jde tudíž o protiinflační riziko prognózy (s výjimkou prvotních dopadů změn nepřímých daní).

Prognóza celkové inflace



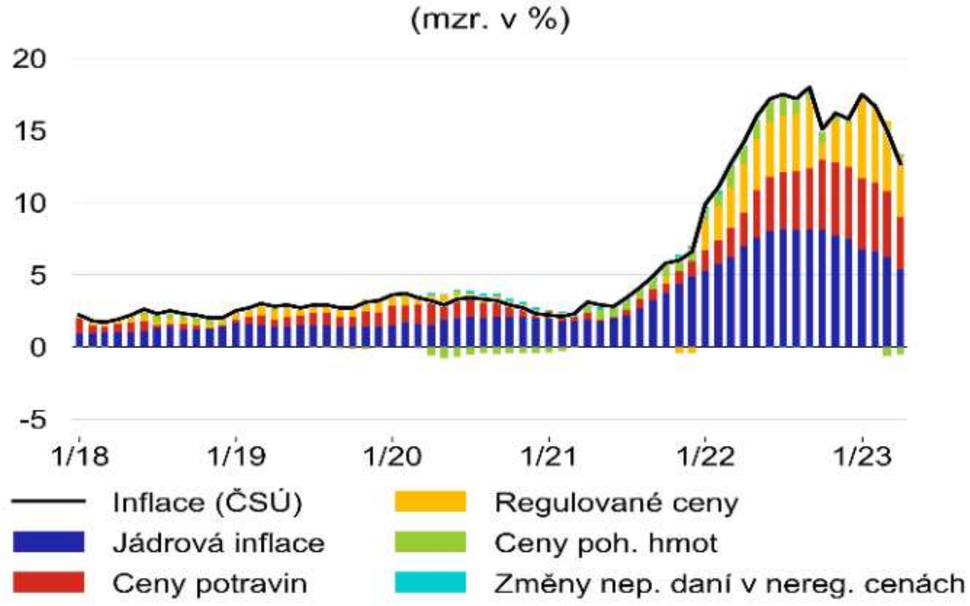
Podle prognózy **inflace** ve druhém čtvrtletí 2023 znatelně zvolní, v létě se pak sníží na jednociferné hodnoty. Počátkem roku 2024 se vrátí do blízkosti 2 % cíle, a to i za přispění poměrně **přísné měnové politiky**.

Růst cen zvolní vlivem rychle se snižujících **nákladových tlaků** ze zahraničí a dalšího zmírňování cenových tlaků z domácí ekonomiky. Zároveň dojde k postupné korekci aktuálně kulminujících **ziskových marží**.

Koncem roku se pokles inflace dočasně zastaví vlivem nízké srovnávací základny loňského roku dané poklesem cen elektřiny z důvodu vládního **energetického úsporného tarifu**.

Inflace v dubnu dosáhla 12,7 %, což bylo pod prognózou (13,2 %). Ve směru nižší než očekávané celkové inflace působily zejména ceny potravin, v menší míře jádrová inflace. To částečně kompenzoval lehce vyšší růst regulovaných cen a mírnější pokles cen pohonných hmot.

Struktura inflace



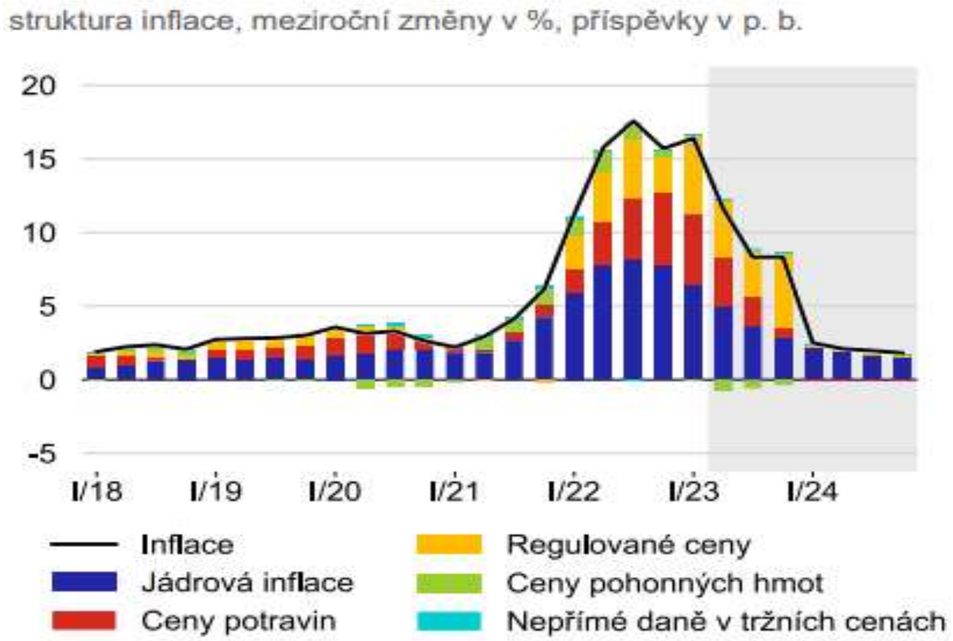
Zdroj: ČSÚ

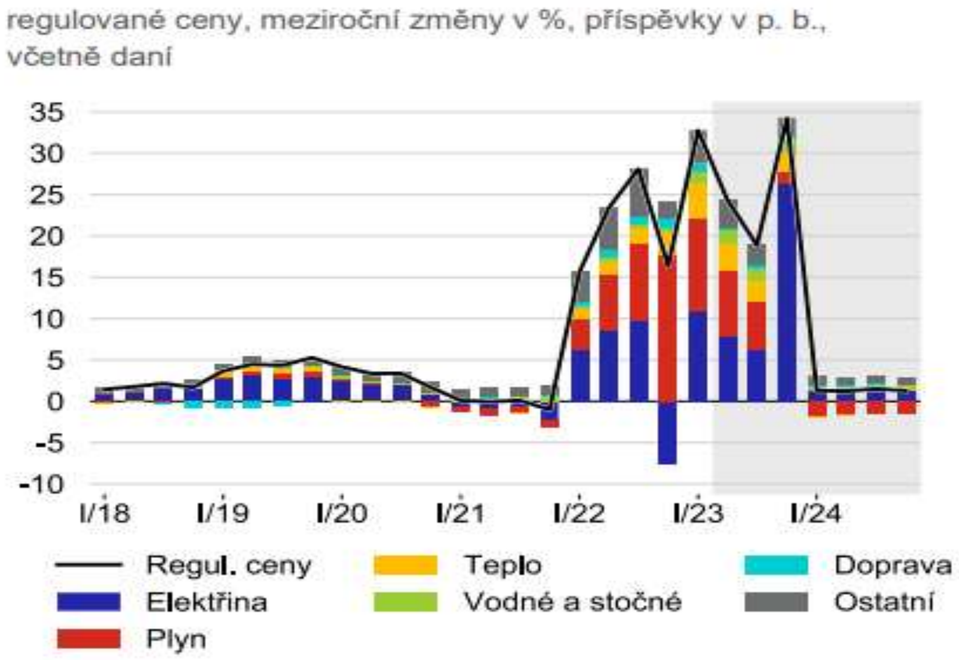
Celková inflace v dubnu dále zpomalovala za přispění všech složek. Meziroční **jádrová inflace** v dubnu zpomalila na 10 %, když klesla dynamika cen **zboží** i **služeb**. Ve zvolňování meziročního růstu cen služeb se odráží zejména snižování dynamiky **imputovaného nájemného**, ale také cen dovolených a cen v restauracích.

Meziroční růst **cen potravin** v dubnu citelně zpomalil (ze 17,7 % na 13,7 %), když oproti březnu klesaly zejména ceny zeleniny.

Meziroční dynamika **regulovaných cen** v dubnu zpomalila (z 30 % na 26,4 %) s pokračujícím zlevňováním cen energií pod vládou stanovené cenové stropy. Ceny **pohonných hmot** klesly.

Prognóza inflace



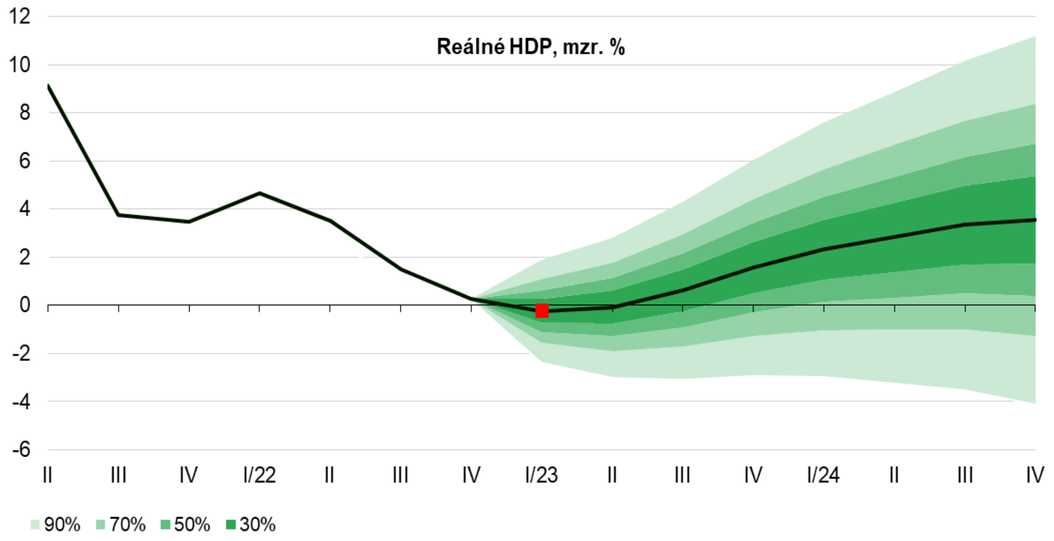


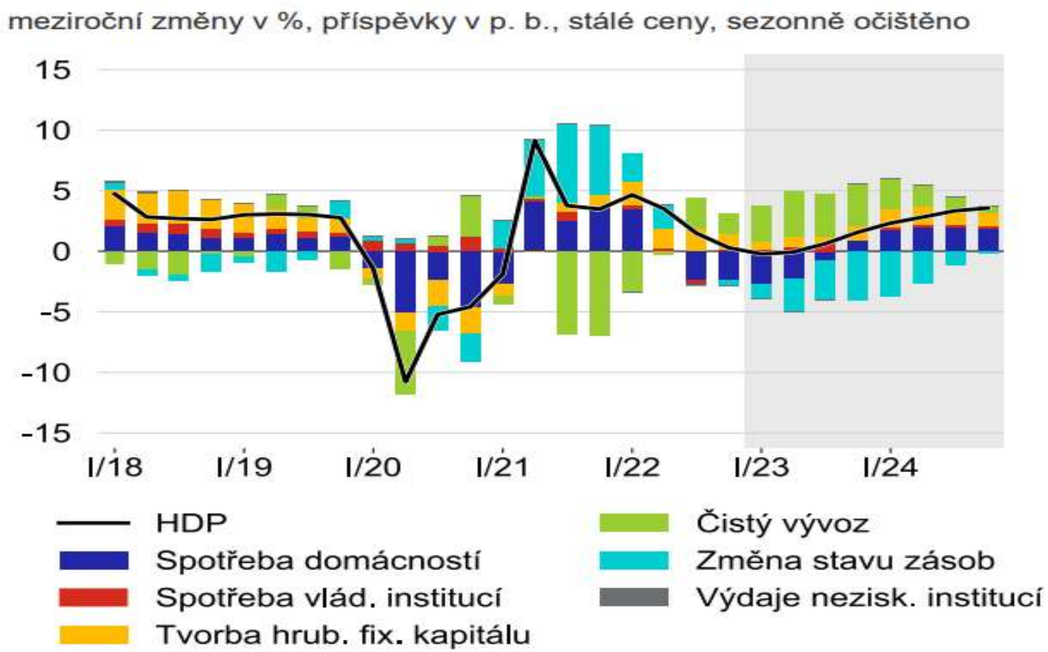
Růst **spotřebitelských cen** bude po většinu roku 2023 a na počátku roku 2024 prudce brzdit s přispěním všech složek.

Příspěvek **jádrové inflace** a **potravin** se bude snižovat. Příspěvek **cen pohonných hmot** bude po zbytek letošního roku záporný.

K poklesu inflace v příštím roce výrazně přispěje skokový útlum dynamiky **regulovaných cen**. Ten bude odrážet vývoj spotřebitelských cen plynu a elektřiny, které již v letošním roce započaly svůj pokles (pro část zákazníků).

Prognóza růstu reálného HDP



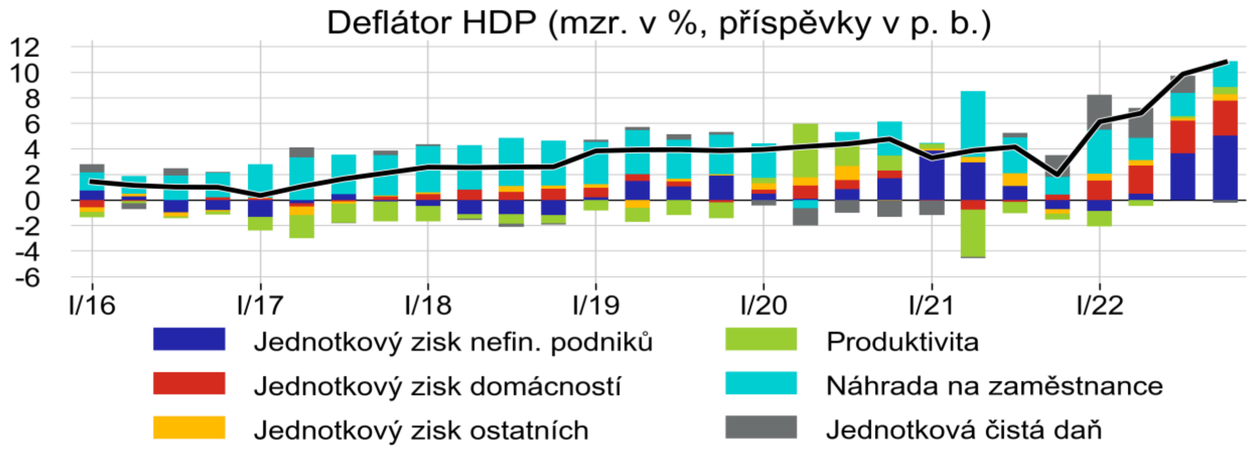


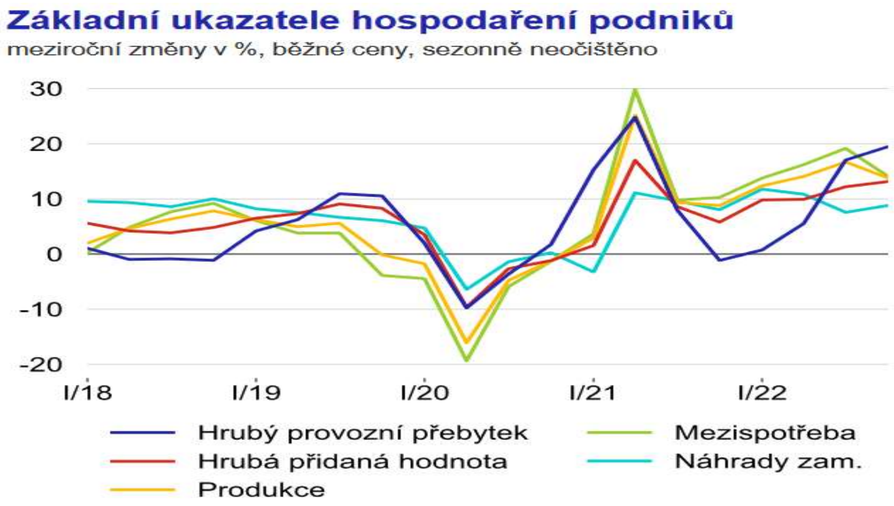
Česká ekonomika se letos vymaní z mírné recese a obnoví růst. K tomu bude dominantně přispívat **čistý vývoz** zejména v souvislosti s odezněním problémů v dodavatelských řetězcích.

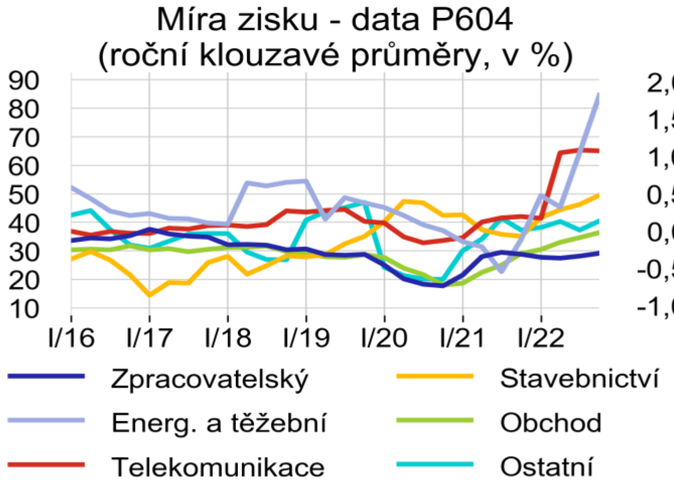
Reálný růst výrazně zrychlí až v příštím roce díky obnovení růstu **spotřeby domácností**. Zotavování spotřeby bude důsledkem růstu reálných příjmů, tedy zvýšené dynamiky nominálních mezd v podmínkách zpomalující inflace. Růst HDP dosáhne v příštím roce 3 %.

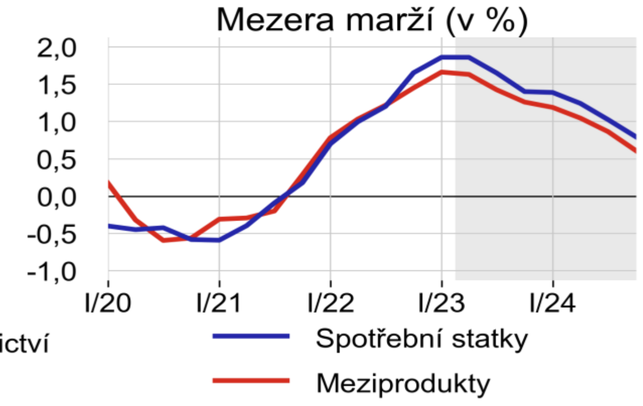
„**Rychlý odhad“ HDP pro 1Q 2023** je v souladu se základním scénářem prognózy.

Ziskovost firem





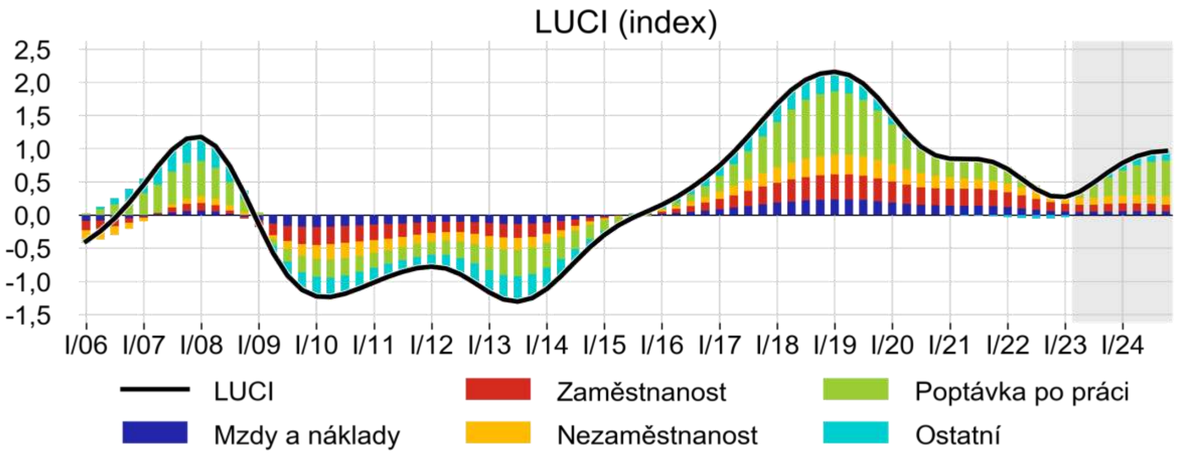


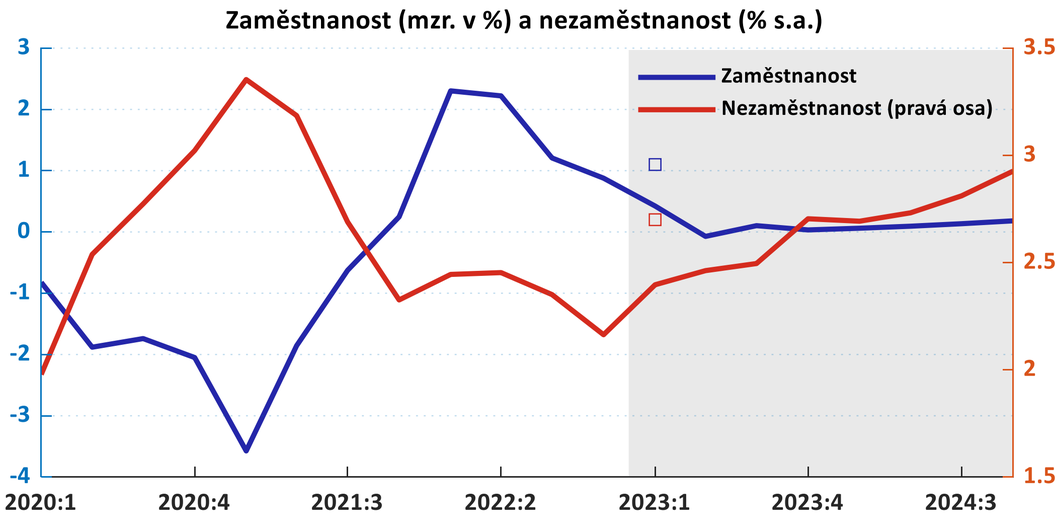


Firmy byly v souhrnu schopné generovat **zisk** i přes propad reálné spotřeby a prudký nárůst nákladů. Zisk firmy využijí na **růst mezd a investice**, které budou zároveň podpořeny i oživením zahraniční poptávky v příštím roce.

Výrazně **kladná mezera** marží se bude jen postupně uzavírat v návaznosti na zchlazení domácí poptávky, k němuž přispěje i přísná měnová politika.

Trh práce





Napětí na trhu práce se pohledem **LUCI** již dále nebude snižovat, naopak se obnoví jeho přehřívání.

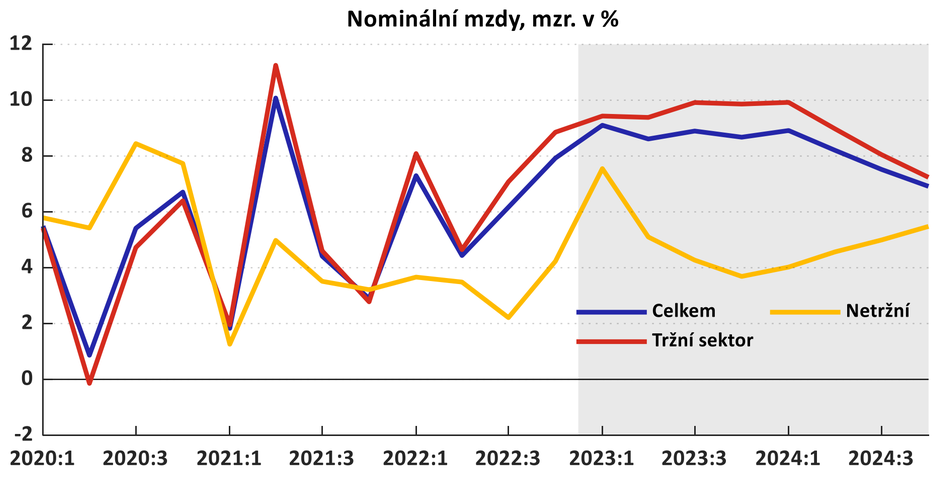
Stagnace či jen velmi pozvolný růst **zaměstnanosti** bude pokračovat i v následujících obdobích, a to především kvůli obnovené poptávce po práci ze strany podniků.

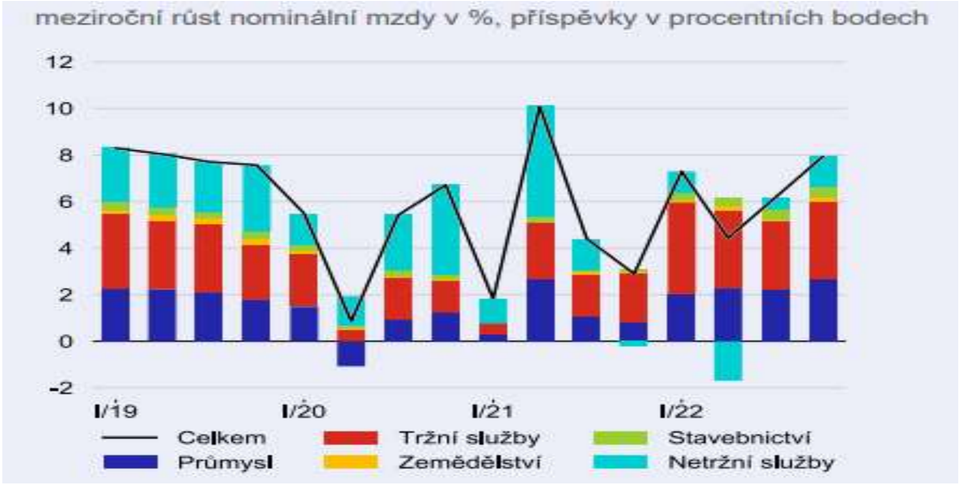
Obecná míra nezaměstnanosti se na konci minulého roku obrátila k lehkému nárůstu, který bude pokračovat i letos.

Vysokofrekvenční a předstihové indikátory naznačují, že se **náborová aktivita firem**, která ještě na přelomu roku signalizovala další zchlazování trhu práce, ve druhém čtvrtletí obnovila.

Nezaměstnanost v prvním čtvrtletí vzrostla výrazněji, než očekávala prognóza (2,7 % vs. 2,5 %). Avšak růst zaměstnanosti se také oživil rychleji než v prognóze (1,1 % vs. 0,4 %)

Mzdový růst





Nominální **mzdový růst v tržní sféře** v průběhu minulého roku meziročně významně zrychlil a byl umožněn mimo jiné dobrou finanční situací podniků.

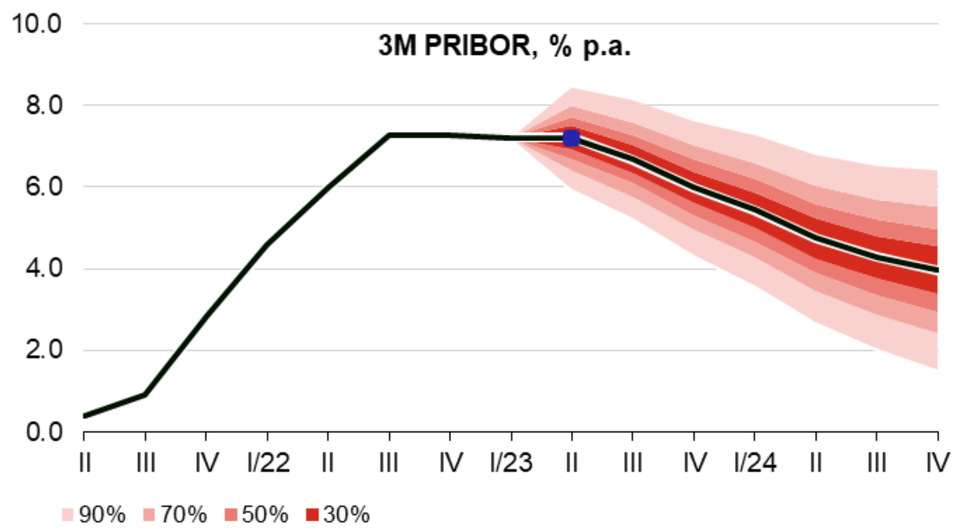
Ke zrychlení mzdového růstu koncem minulého roku přispívala **všechna odvětví**.

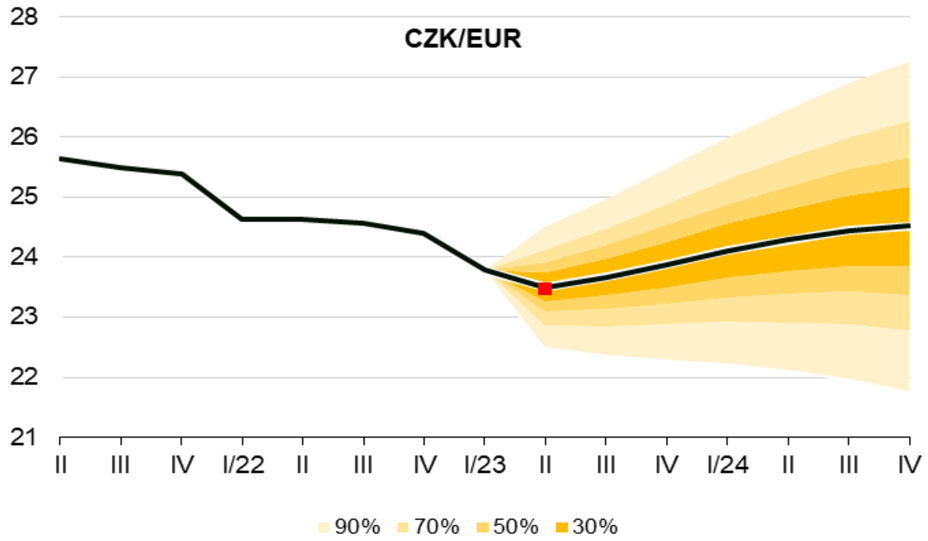
Tlak na růst nominálních mezd je navyšován také **průsakem vysoké inflace** a požadavky zaměstnanců na kompenzaci loňského i letošního propadu **reálných příjmů**.

Někteří významní zaměstnavatelé již oznámili nárůst mezd svým zaměstnancům **dvouciferným tempy**.

Riziko **mzdově-inflační spirály** je významným proinflačním rizikem prognózy.

Prognóza úrokových sazeb a kurzu





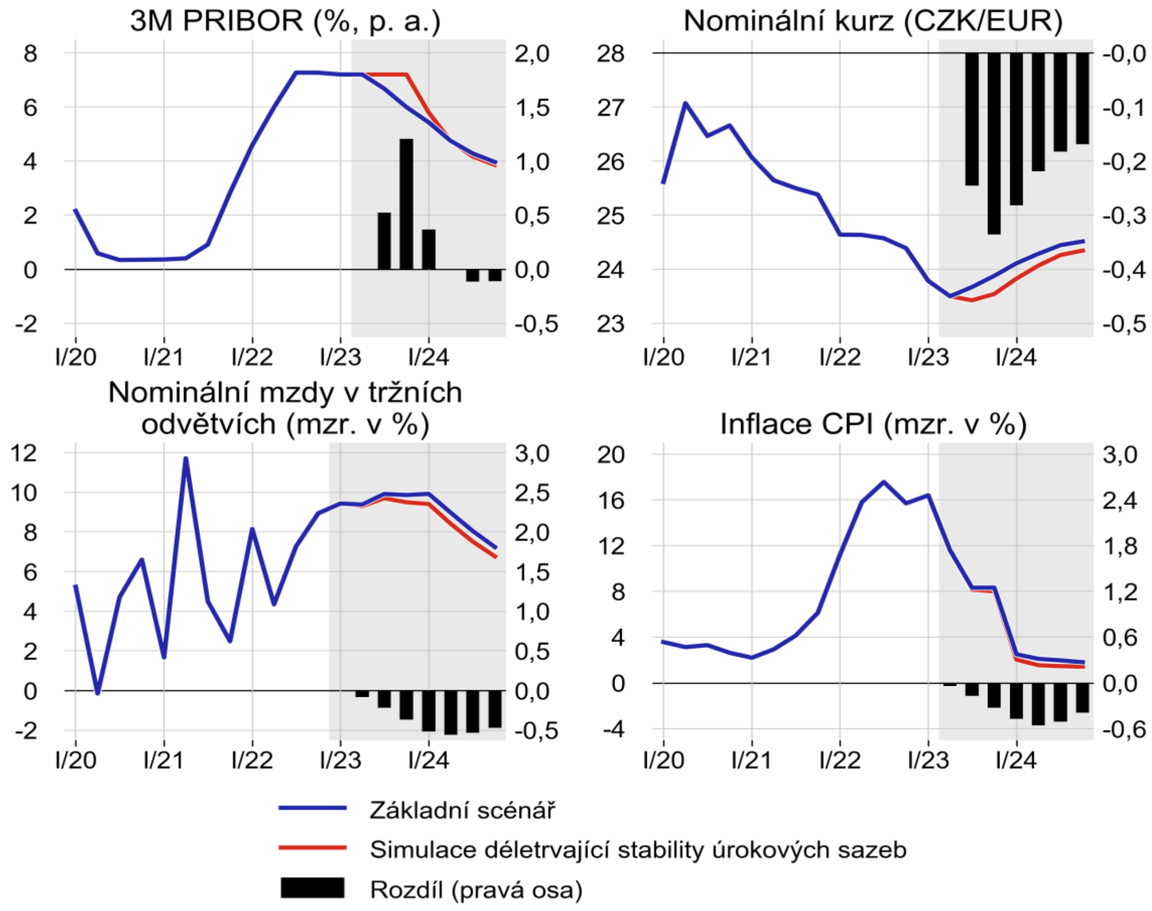
Se základním scénářem jarní prognózy je konzistentní **nejprve stabilita tržních úrokových sazeb** na aktuální úrovni následovaná jejich **postupným poklesem** od druhé poloviny letošního roku.

Kurz koruny v prvním čtvrtletí zpevnil v souvislosti s přílivem krátkodobého zahraničního kapitálu (snížení rizikové prémie středoevropských zemí) a zlepšením směnných relací (pokles cen energetických surovin).

Prognóza očekává mírné **oslabení koruny** dané postupným odezněním vlny pozitivního sentimentu a zužujícím se úrokovým diferenciálem oproti eurozóně.

ČNB bude i nadále bránit nadměrným výkyvům kurzu koruny.

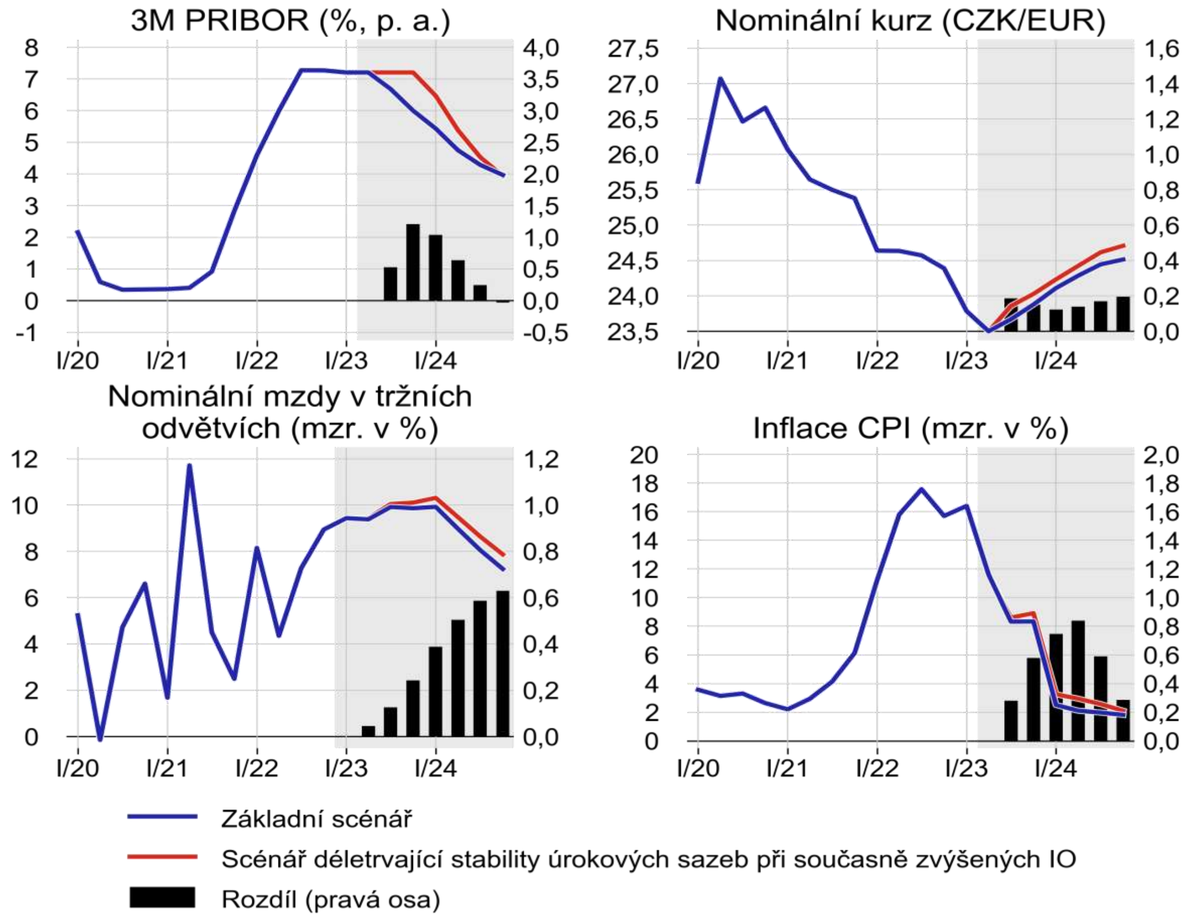
Déletrvající stabilita sazeb



V simulaci jsou úrokové sazby drženy **na stávající úrovni do konce letošního roku.**

- Trajektorie **tržních úrokových sazeb** leží oproti základnímu scénáři do začátku příštího roku na vyšší hladině. To vede k silnějšímu **kurzu koruny** na celém horizontu prognózy.
- **Měnové podmínky** jsou tak v obou svých složkách přísnější ve srovnání se základním scénářem.
- **Celková inflace** je v této simulaci nižší. Na horizontu měnové politiky je mírně pod 2% cílem.
- Dopady do ostatních domácích veličin jdou ve směru mírně nižšího **reálného růstu** i **nominálních mezd**.

Déletrvající stabilita sazeb při zvýšených inflačních očekáváních



Ve scénáři jsou inflační očekávání v horizontu jednoho roku zvýšena o 1,5 p. b. oproti základnímu scénáři (motivováno **kompozitním indexem inflačních očekávání)**. Sazby přitom zůstávají na stávající úrovni do konce letošního roku.

- Zvýšená inflační očekávání vytvářejí dodatečné **inflační tlaky** v ekonomice.
- To se projevuje zejména v rychlejším **nominálním mzdovém růstu** a **vyšší inflaci** oproti základnímu scénáři.
- Předpokládaný nárůst rizikové prémie vede ke **slabším hodnotám koruny** vůči euru.

Měnověpolitické rozhodnutí

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

HLASOVÁNÍ O VÝŠI 2T REPO SAZBY

PONECHAT NA 7,00 %	**ZVÝŠIT NA 7,25 %**
4	3

Bankovní rada ČNB na svém jednání 3. května 2023 **ponechala dvoutýdenní repo sazbu na úrovni 7 %.** ČNB bude i **nadále bránit nadměrným výkyvům koruny.**

Pro toto rozhodnutí hlasovali **4 členové** bankovní rady a **3 členové** hlasovali pro zvýšení o 25 b. b. Dva členové bankovní rady přitom hlasovali v prvním kole pro zvýšení sazeb o 50 b. b.

Přijaté rozhodnutí bankovní rady se opírá o jarní makroekonomickou prognózu.

Se základním scénářem jarní prognózy je konzistentní **nejprve stabilita tržních úrokových sazeb** na aktuální úrovni následovaná jejich **postupným poklesem** od druhé poloviny letošního roku.

Další měnové jednání bude 21. června 2023.

Rizika

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

Proinflační rizika:

- stále expanzivní fiskální politika
- hrozba ztráty ukotvenosti inflačních očekávání a související riziko mzdově-inflační spirály

Protiinflační riziko:

- výraznější než prognózovaný útlum domácí spotřebitelské a investiční poptávky

Nejistoty:

- další vývoj válečného konfliktu na Ukrajině
- dostupnost a ceny energií
- budoucí nastavení zahraniční měnové politiky

ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

Mé vlastní měnověpolitické úvahy

Riziko mzdově-inflační spirály

- Pozorujeme částečné naplnění tohoto rizika (i když nejde o „odstředivou“ spirálu).
- Hlavním úkolem měnové politiky je takovému vývoji bránit. Při dvouciferné inflaci se tento úkol stává prioritou před případnými negativními dopady zvýšení úrokových sazeb do reálné ekonomiky v situaci velmi nízké míry nezaměstnanosti.

Inflační očekávání

- Zvýšená inflační očekávání se sice příliš neprojevila ve spotřebním chování domácností, nelze však podcenit jejich roli v jiných částech ekonomiky, zejména v oblastech cenotvorby firem a mzdového vývoje.
- Špatná měřitelnost očekávání by neměla vést k jejich podcenění (neplatí princip „co oči nevidí, to srdce nebolí“)

Fiskální konsolidace

- Protiinflační riziko základního scénáře prognózy, ale pouze tehdy, neproběhne-li velká část konsolidace skrze zvýšení nepřímých daní (standardně mají malé sekundární cenové dopady, v období dvouciferné inflace je však riziko významné).

ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

Děkuji za pozornost

Tomáš Holub

člen bankovní rady ČNB

tomas.holub@cnb.cz