
Prognóza ekonomického vývoje pro rok 2024 a měnová politika ČNB

Zpráva o měnové politice – podzim 2023

Tomáš Holub

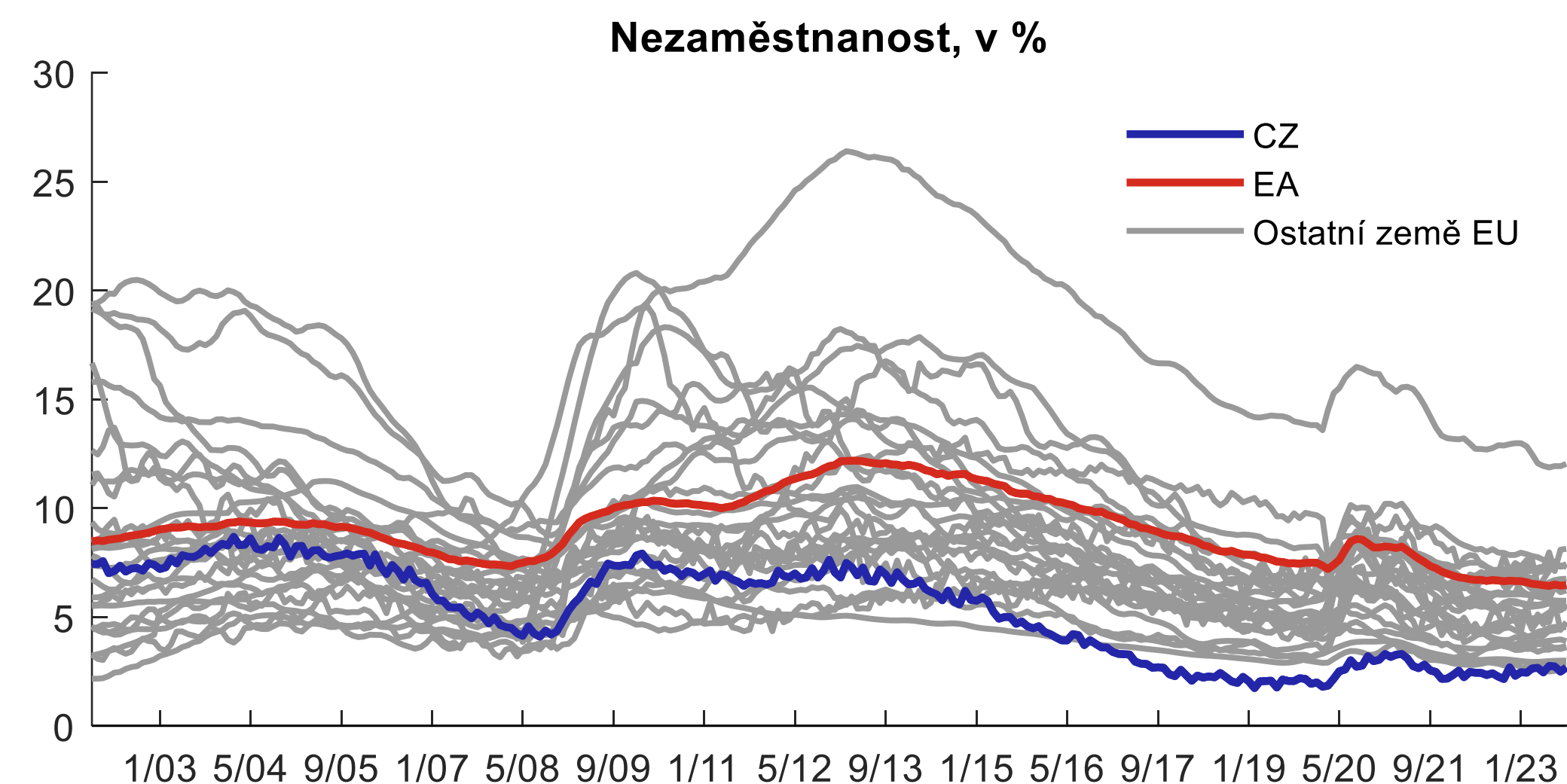
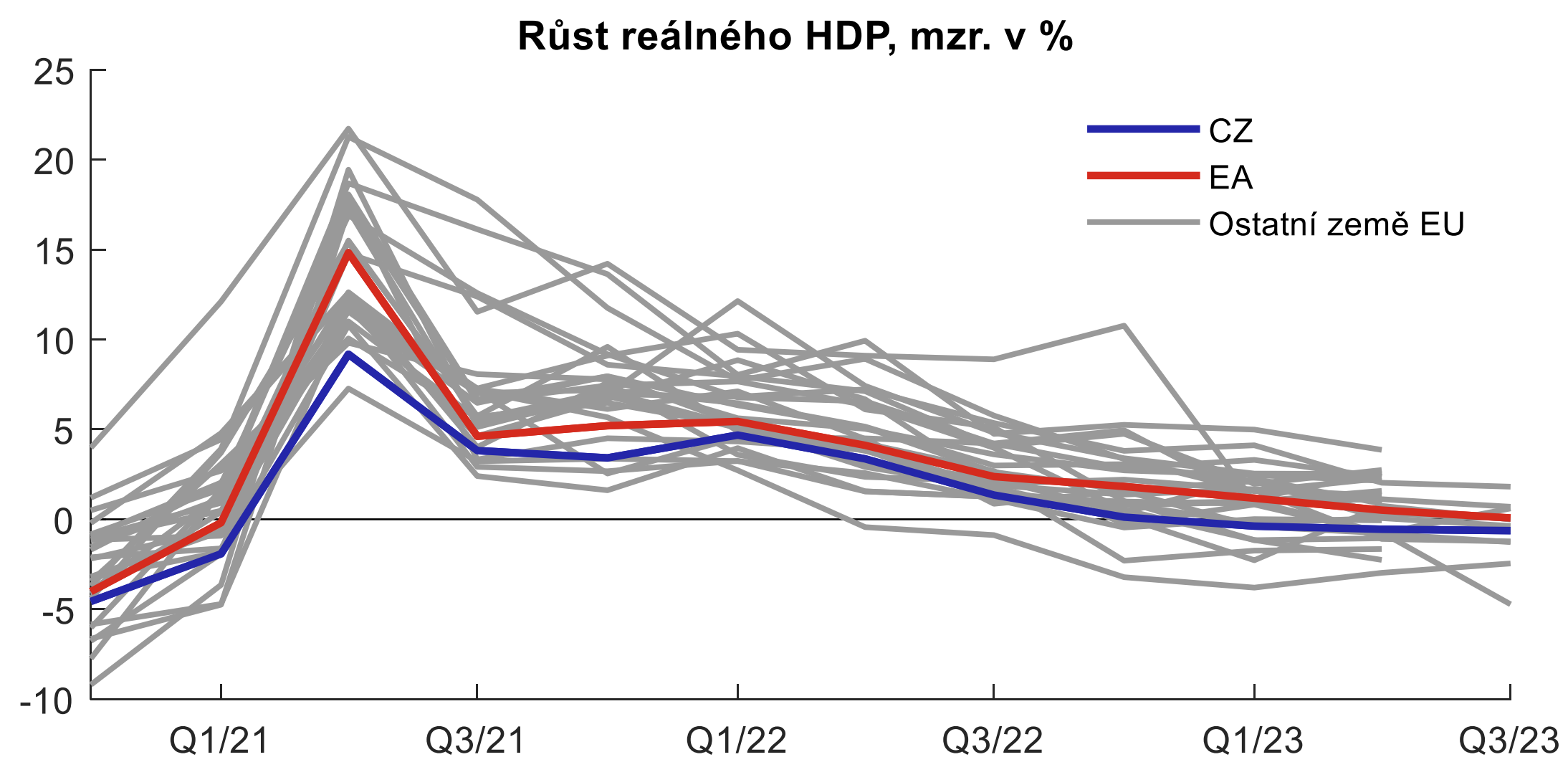
člen bankovní rady

seminář FRSA Advisory a Refinitiv

Praha 14. listopadu 2023



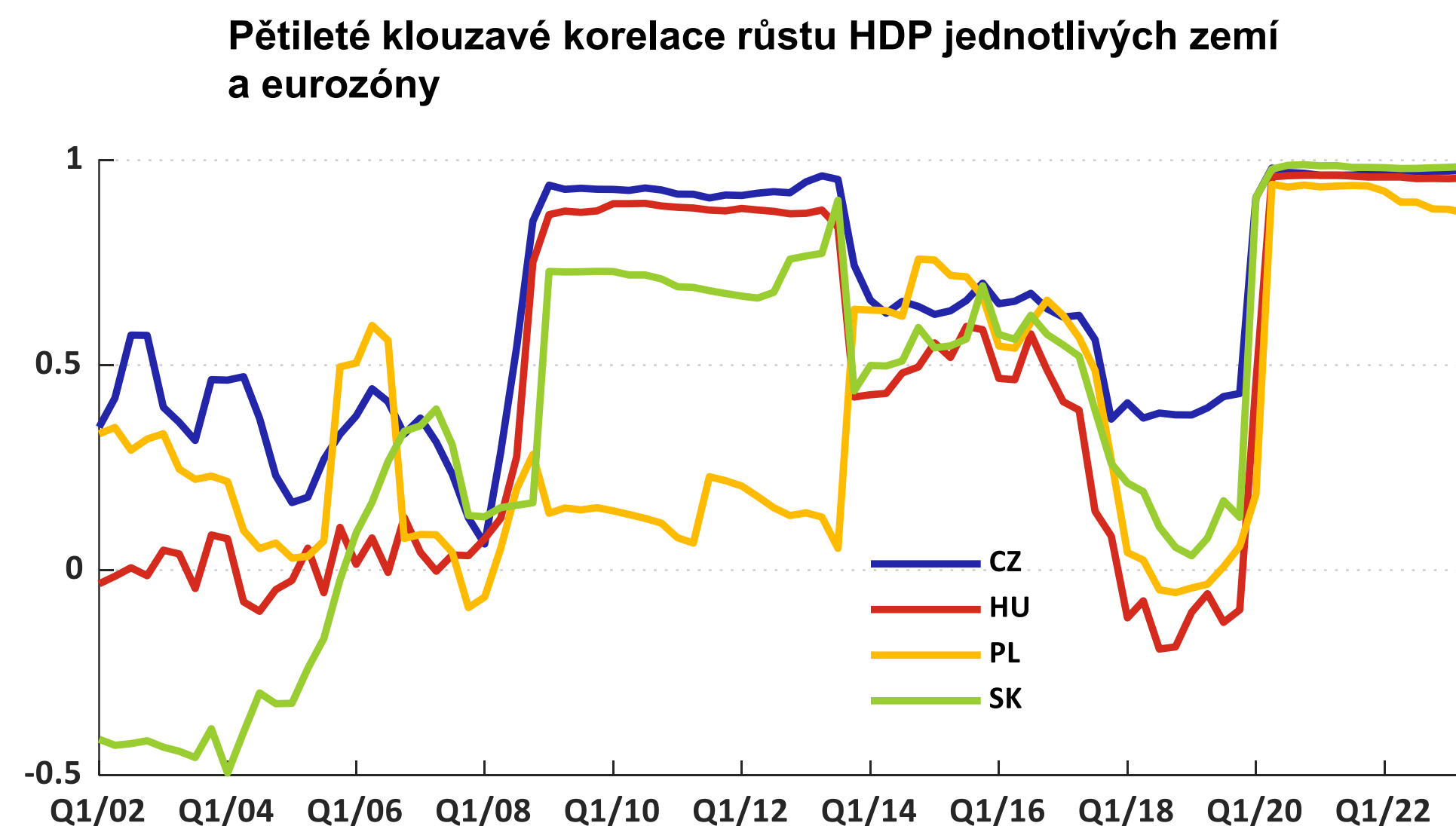
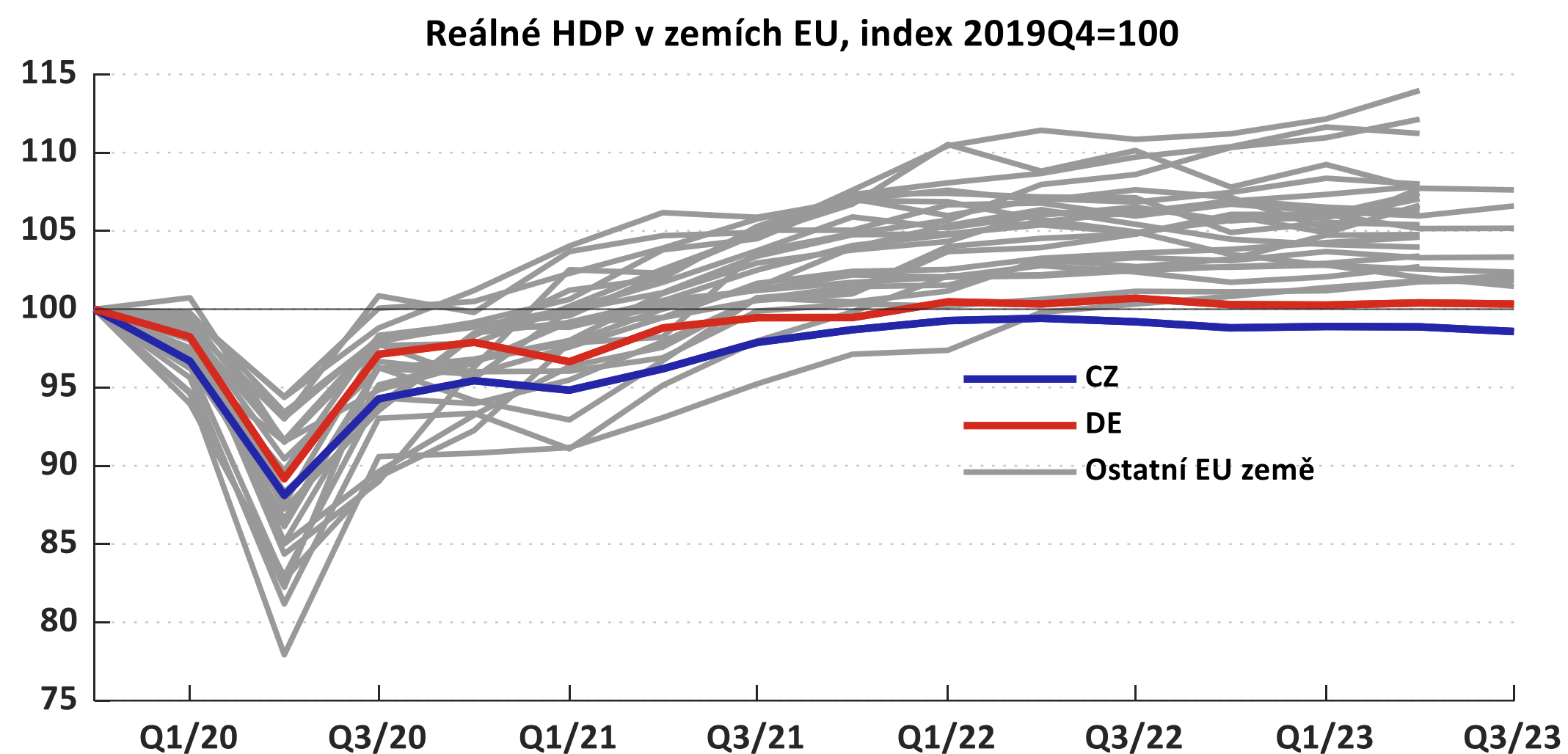
Ekonomický růst v zemích EU



Zdroj: Eurostat

Ekonomický růst v zemích EU zpomaluje, ale recese je zatím mělká a bez výrazných dopadů do nezaměstnanosti. Za zbrzděním hospodářského růstu stojí slabá domácí i zahraniční poptávka a také přísná měnové politika. Nezaměstnanost v zemích EU se nadále nachází na historicky nízkých hodnotách, v ČR je stále nejnižší v EU.

Ekonomická provázanost zemí EU



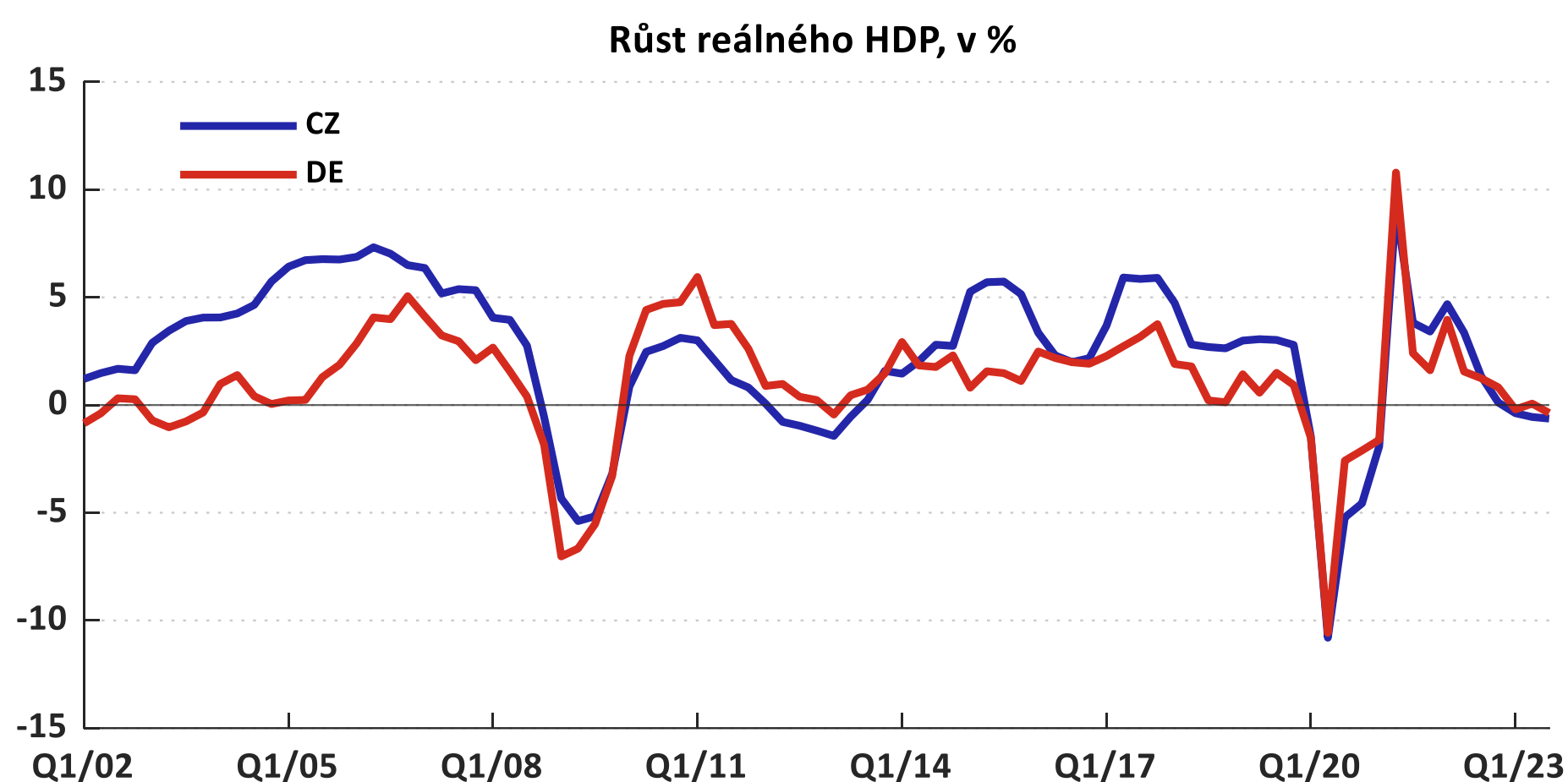
Zdroj: Eurostat, ČNB

Všechny země EU s výjimkou ČR již dosáhly úrovně reálného HDP před covidem. Rovněž německý reálný růst byl ve srovnání s ostatními zeměmi nižší.

Výrazná cyklická sladěnost ekonomik EU v posledních letech je důsledkem výrazných externích šoků – cyklické korelace téměř u všech zemí EU se zvýšily (téměř až na 100 %).

Průmyslová produkce v Německu meziročně klesá (-3,7 % v září). Česká ekonomika je tradičně výrazně ovlivněna hospodářským vývojem v Německu.

Ekonomická provázanost ČR a Německa



Zdroj: Eurostat

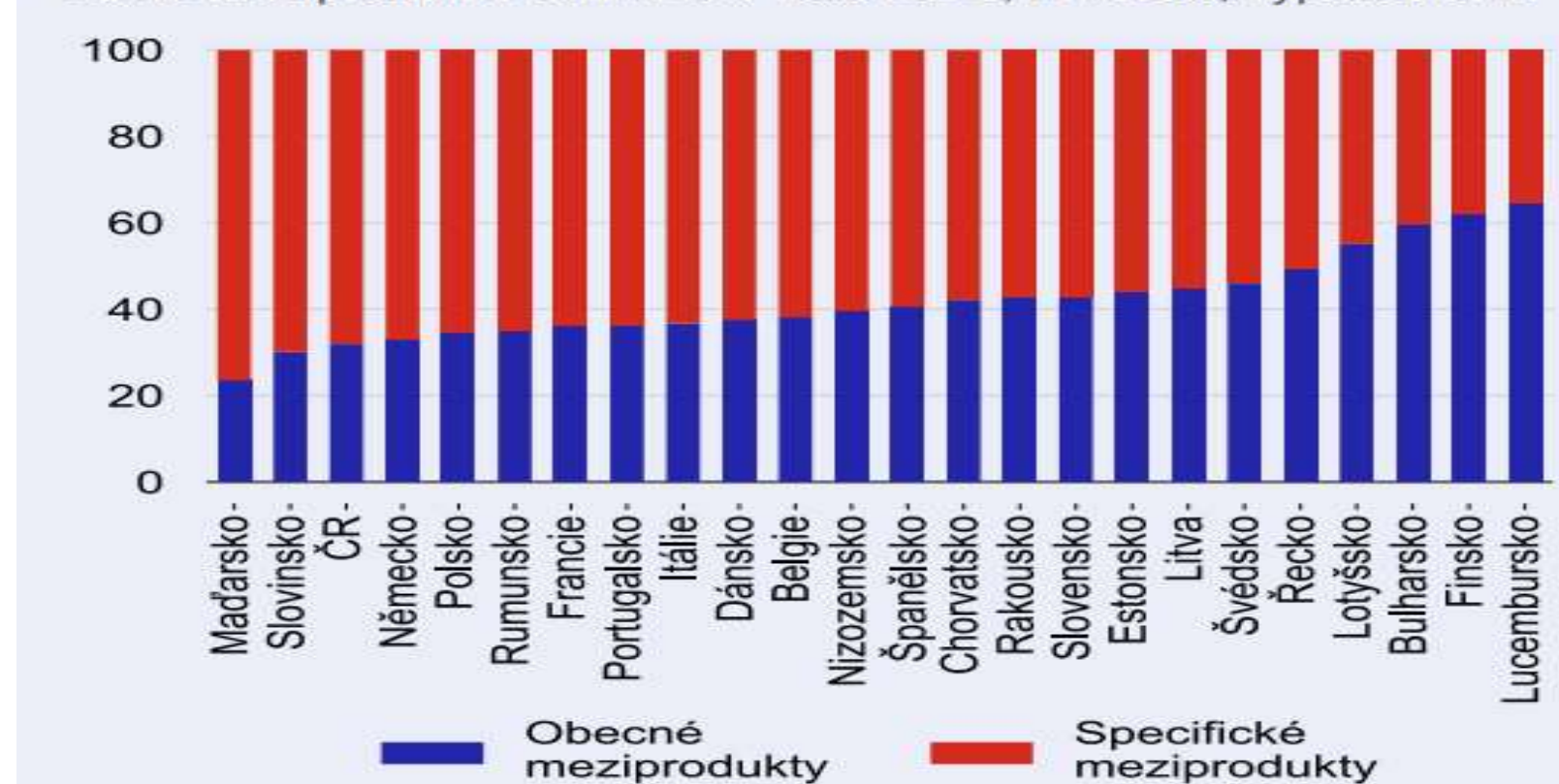
Slabý výkon německé ekonomiky a její výhled je **rizikem pro růst ČR**.

V českém vývozu do Německa (i) převažují meziprodukty, například kovové výrobky či součásti strojů, (ii) je **vysoký podíl tzv. specifických meziproduktů, které jsou určeny jen pro konkrétní odběratele**, a (iii) je patrná vlastnická provázanost českých a německých podniků.

Závislost na stálých obchodních vazbách a specifičnost produkce **snižuje schopnost exportérů přeměrovat svoji produkci jinam**, když odběratelé omezují objednávky.

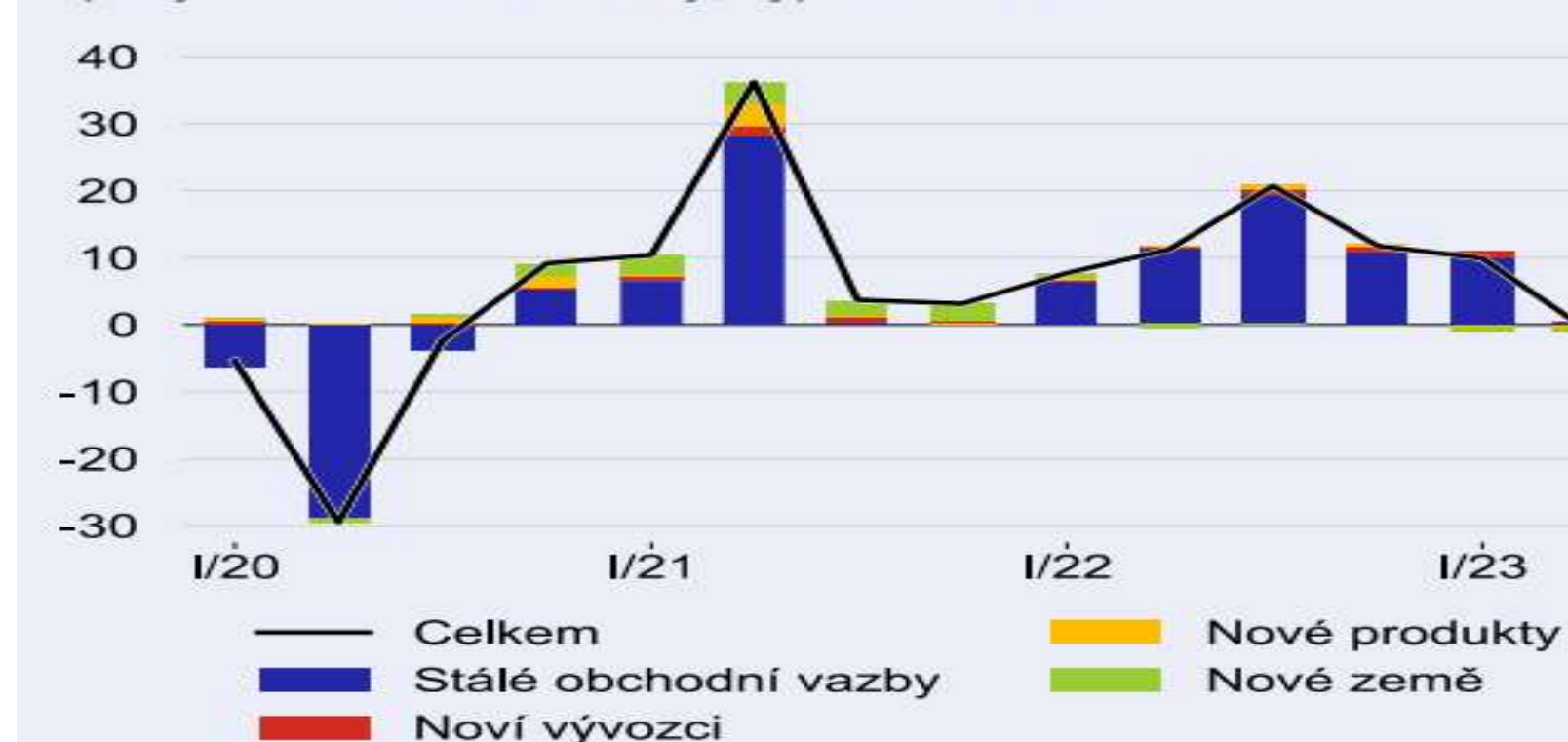
Český vývoz je charakterizován vysokým podílem výrobků určených jen pro konkrétní odběratele

podíl obecných a specifických meziproduktů na celkovém vývozu těchto meziproduktů zemí EU v roce 2022, Eurostat, výpočet ČNB

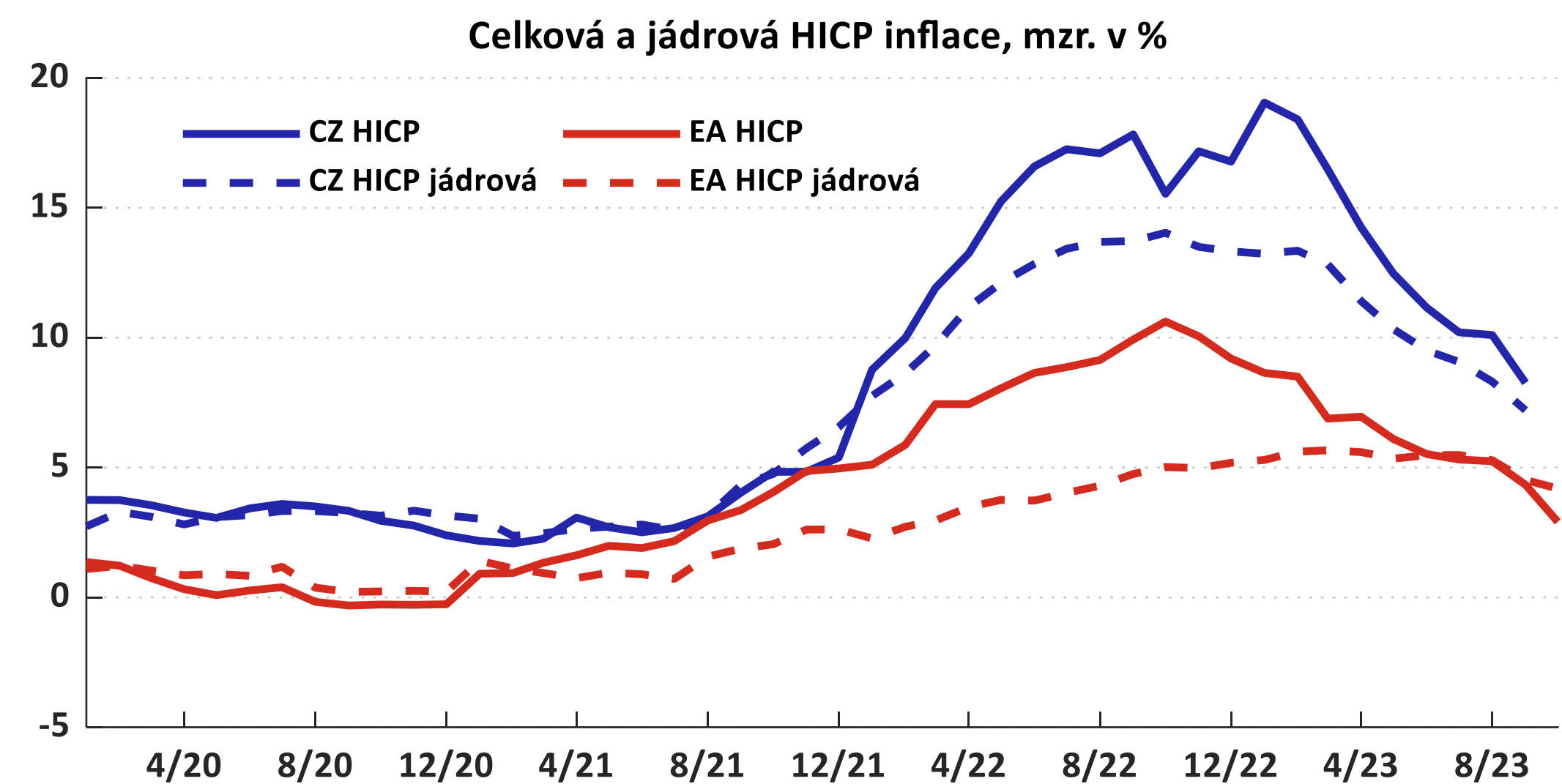
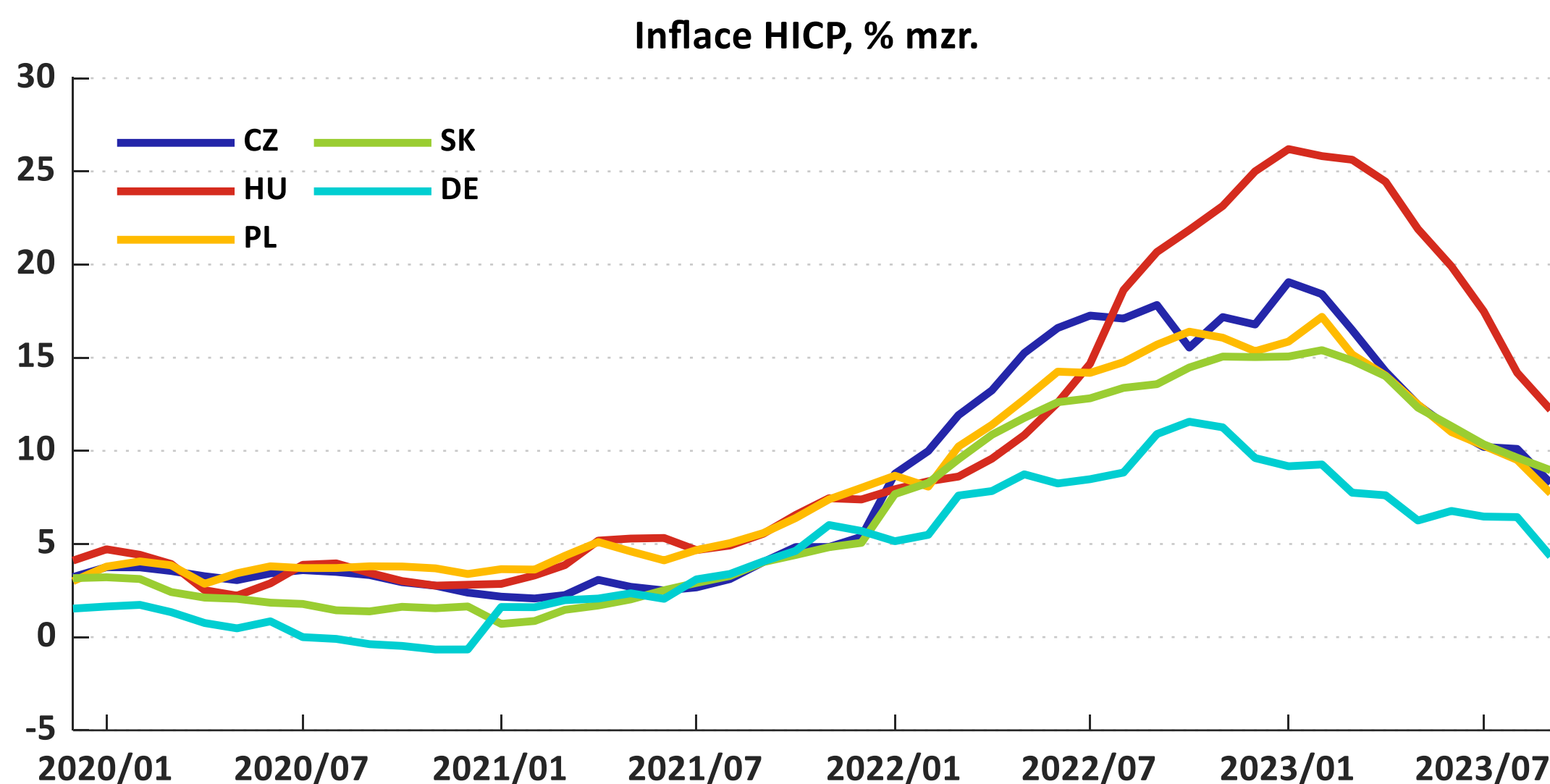


Dynamiku českého vývozu z velké části určují stále obchodní vazby

roční míra růstu vývozu ČR a čisté příspěvky, firemní data ČSÚ o pohybu zboží za rezidenty, výpočet ČNB



Inflace v zemích EU



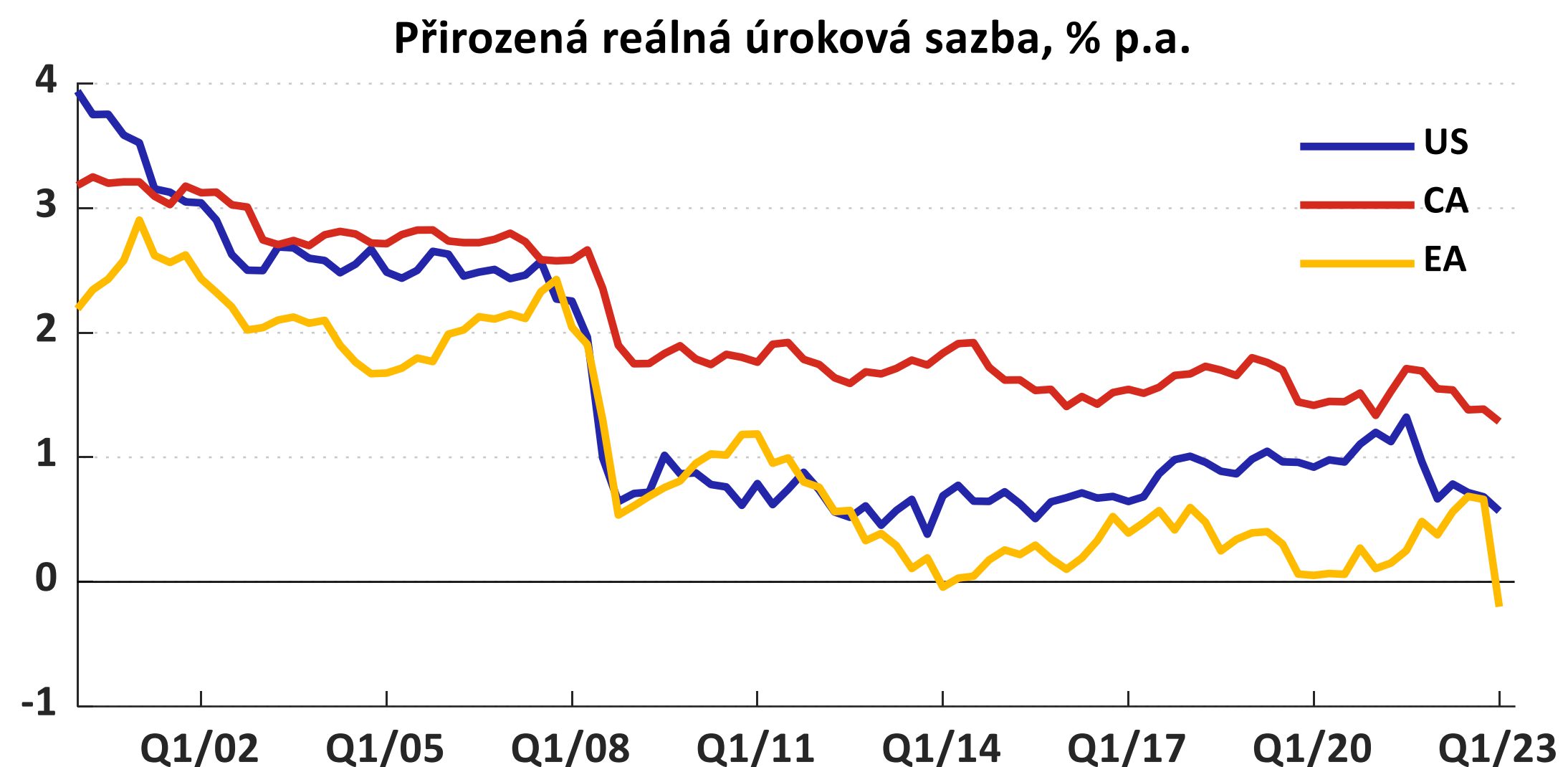
Zdroj: Eurostat

Celková **inflace v zemích EU zpomaluje** na pozadí poklesu nákladových tlaků a snižujících se poptávkových tlaků. Celková inflace v ČR i v zemích EU klesá k jádrové inflaci s tím, jak klesly ceny energií a zpomalil růst cen potravin.

Zatímco **jádrová inflace v ČR** dosáhla vrcholu ve druhé polovině minulého roku a **zpomaluje**, v eurozóně byla nejvyšší v polovině letošního roku a **klesá zatím pozvolněji**.

S tím, jak klesá inflace a inflační očekávání, dochází při neměnné úrovni nominálních měnověpolitických sazeb k **autonomnímu zpřísnování měnové politiky**.

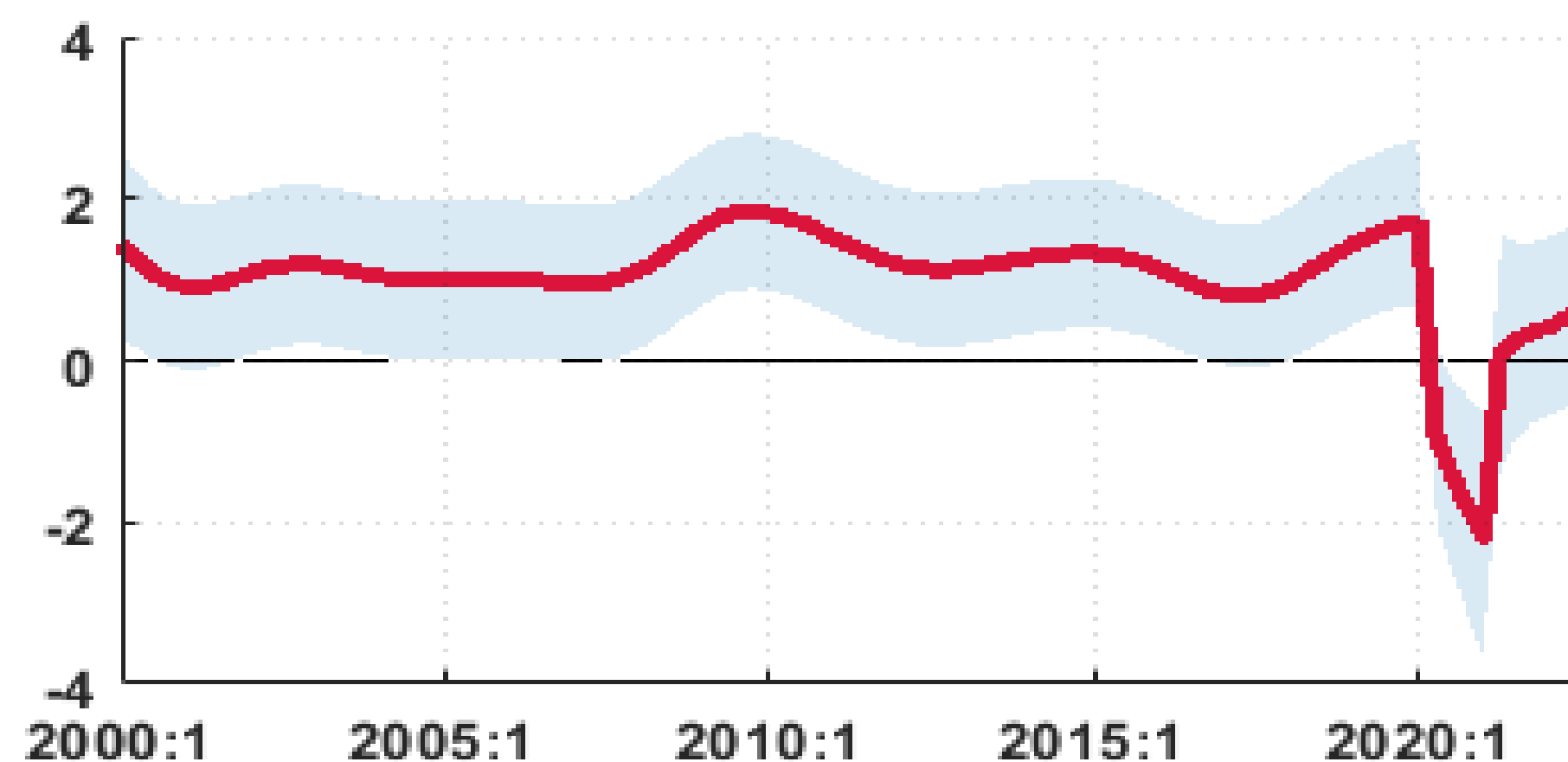
Přirozená reálná úroková sazba



Zdroj: Aktualizace Holston, Laubach, and Williams (2017)

Odhad přirozené reálné úrokové sazby pro ČR, % p.a.

Poznámka: Modrá plocha označuje 95% interval spolehlivosti odhadu



Zdroj: Aktualizace odhadu Hlédík a Vlček (2018)

S poklesem výhledu inflace a inflačních očekávání k cíli může být aktuální nastavení úrokových sazeb přísné.

Neutrální úroveň nominálních úrokových sazeb, pokud je výhled inflace na cíli a reálná aktivita na svém potenciálu, je dána vyšší inflačního cíle plus přirozenou reálnou úrokovou sazbou.

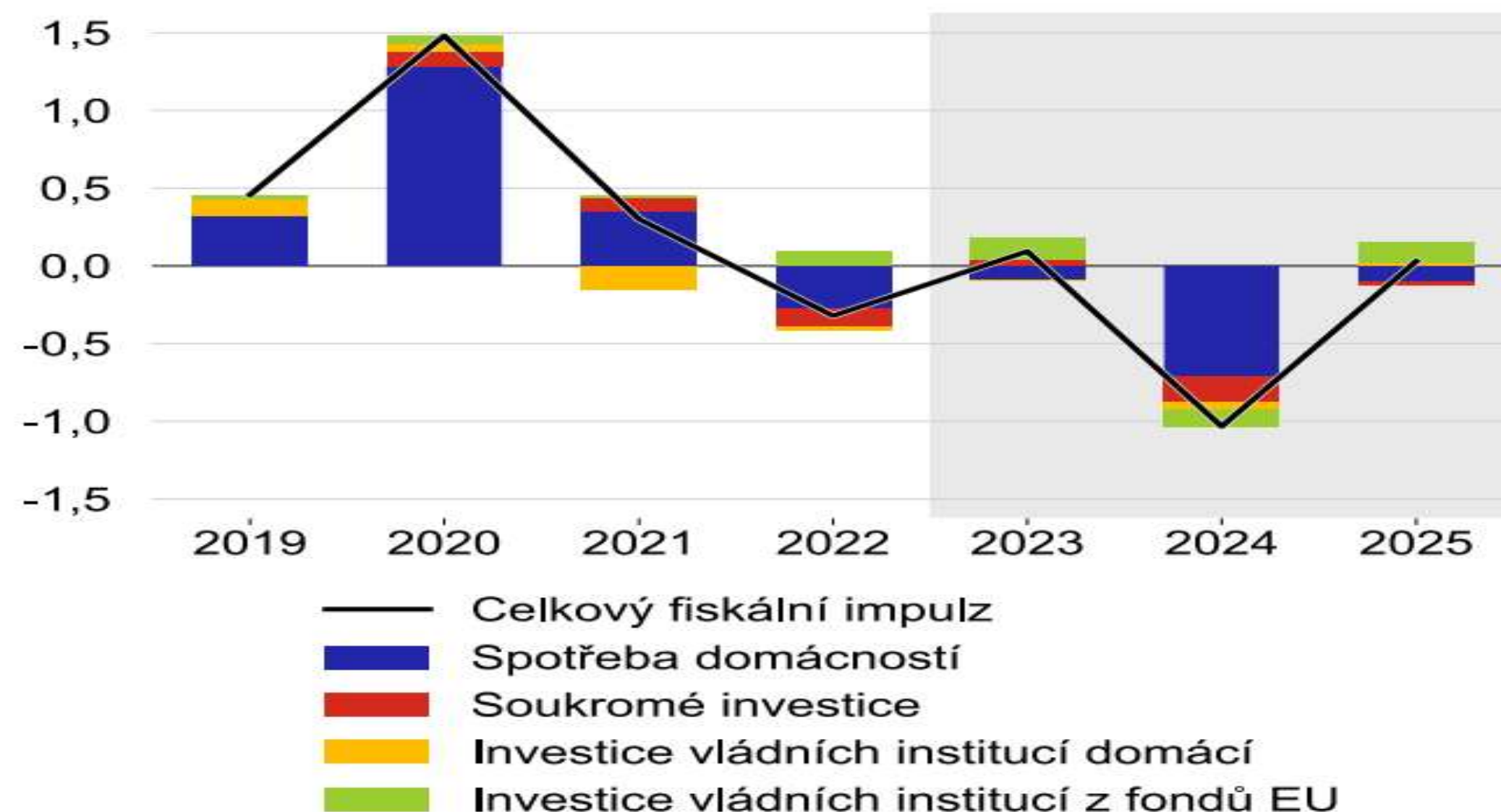
Přirozená reálná úroková sazba v minulosti klesala, ale v poslední dekádě se přibližně stabilizovala. **V ČR je odhadována na úrovni kolem 1 % (aktuálně s mírně rostoucí tendencí).**

Prognóza ekonomického vývoje Zpráva o měnové politice – podzim 2023



Předpoklady o domácí fiskální politice

fiskální impulz, příspěvky k růstu HDP v p. b.

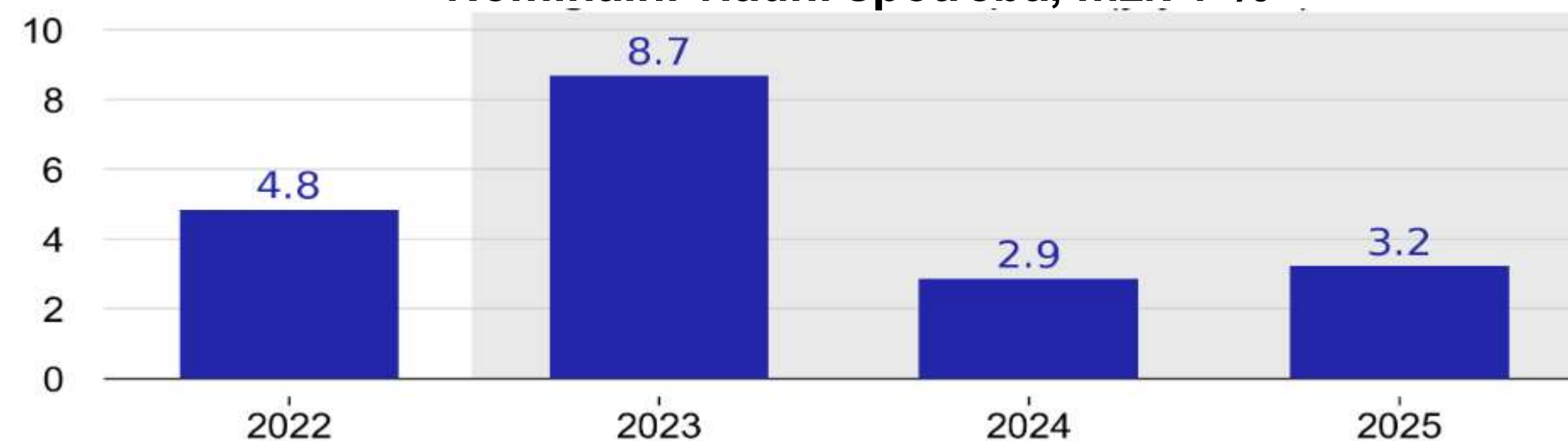


Fiskální politika letos přispívá k hospodářskému růstu zhruba **neutrálně**. Část opatření v souvislosti s vysokou inflací a drahými energiemi přetrvává a kompenzuje odeznívající předchozí opatření.

Fiskální politika bude v příštím roce výrazněji tlumit růst reálného HDP v souvislosti s **konsolidačním balíčkem**, ukončením podpůrných opatření a výpadkem čerpání investic z fondů EU.

V roce 2025 pak bude fiskální politika znovu přibližně neutrální.

Nominální vládní spotřeba, mzd. v %



Růst nominální vládní spotřeby zvolní v souvislosti s umírněným růstem mezd a škrty v provozních výdajích v rámci konsolidačního balíčku.

Předpoklady o zahraničním vývoji

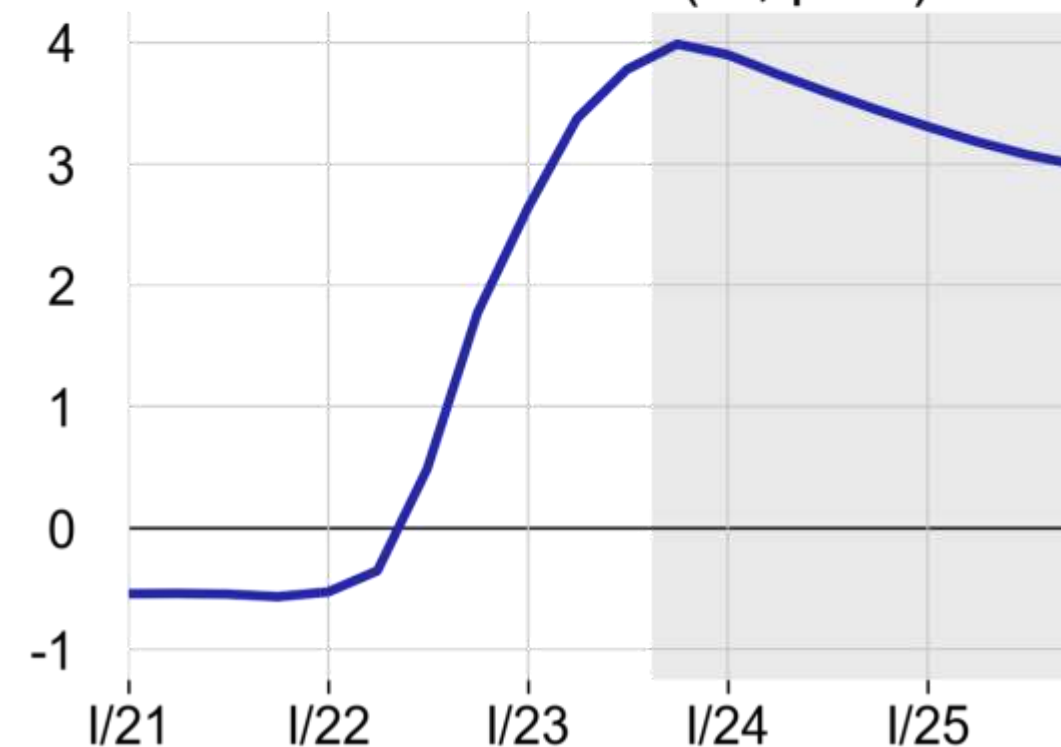
HDP efektivní eurozóny
(mzč. v %, anual.)



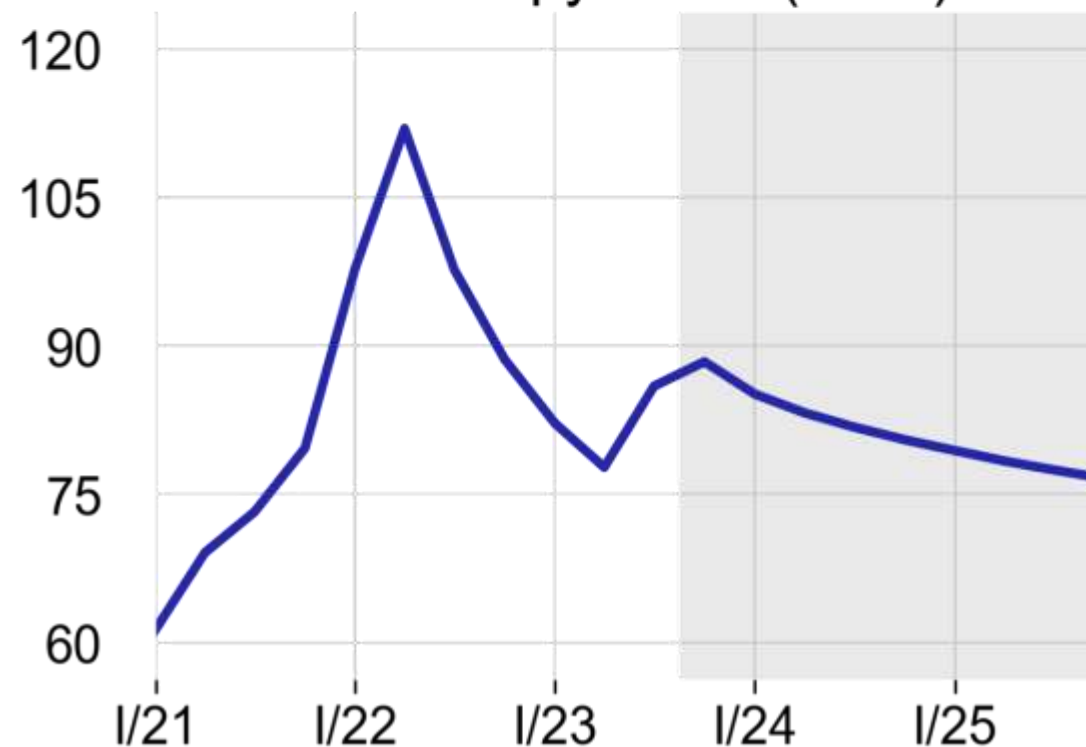
PPI efektivní eurozóny
(mzč. v %, anual.)



3M EURIBOR (% p. a.)



Cena ropy Brent (USD)



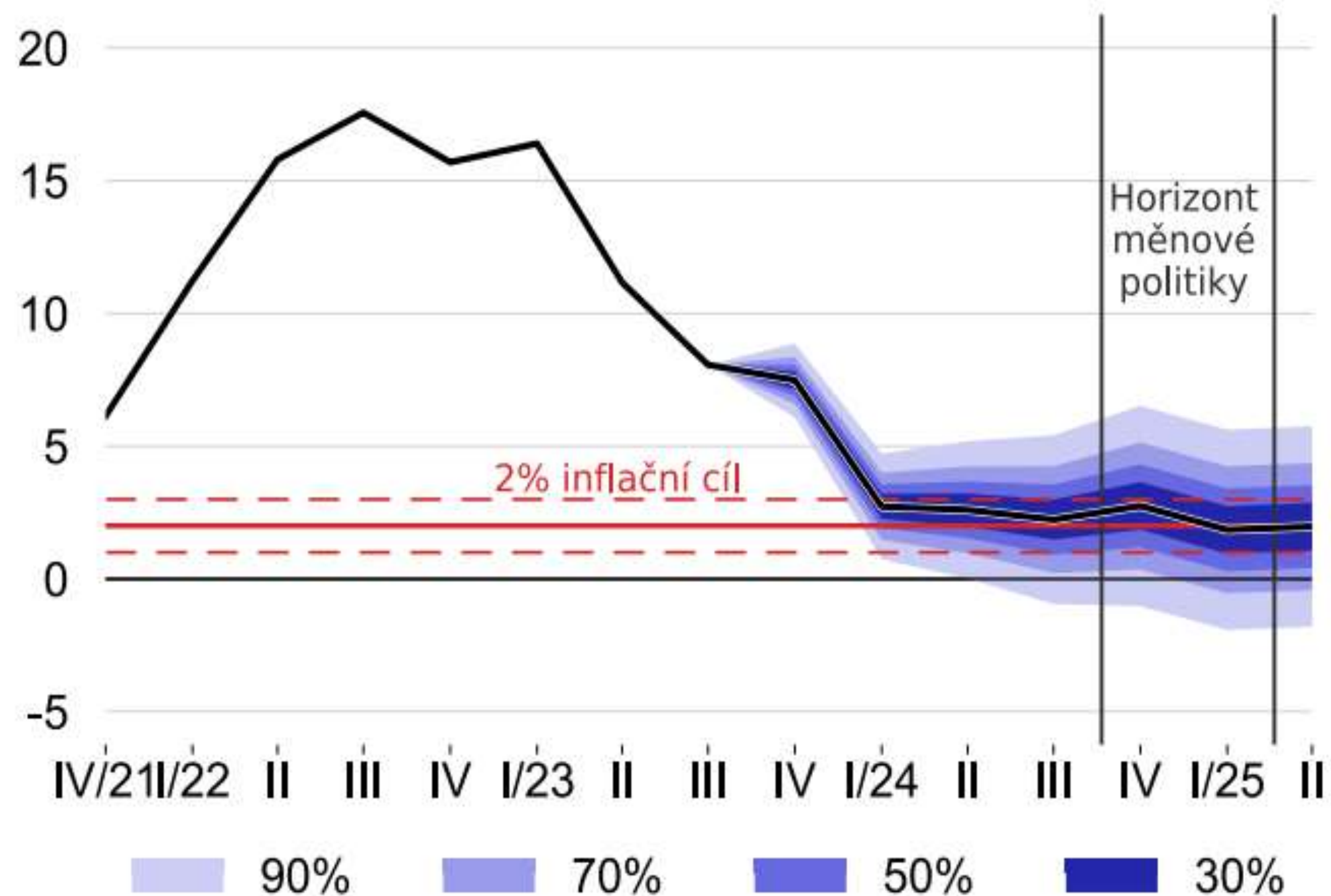
Nízká globální poptávka a zpřísněné měnové podmínky povedou k poklesu průmyslové produkce v eurozóně. **Ekonomika eurozóny tak bude v letošním roce celkově stagnovat, v příštím roce se pak růst obnoví.**

Aktuálně **zvýšená cena ropy** a očekávaný nárůst ceny zemního plynu v době topné sezóny **obnoví mírný meziroční růst cen průmyslových výrobců** v eurozóně.

Celková i jádrová spotřebitelská inflace v eurozóně zpomaluje a ECB tak na svém říjnovém zasedání ponechala úrokové sazby beze změny. **ECB již svou měnovou politiku pravděpodobně dále nezpřísní.**

Prognóza celkové inflace

celková inflace, meziročně v %, interval spolehlivosti



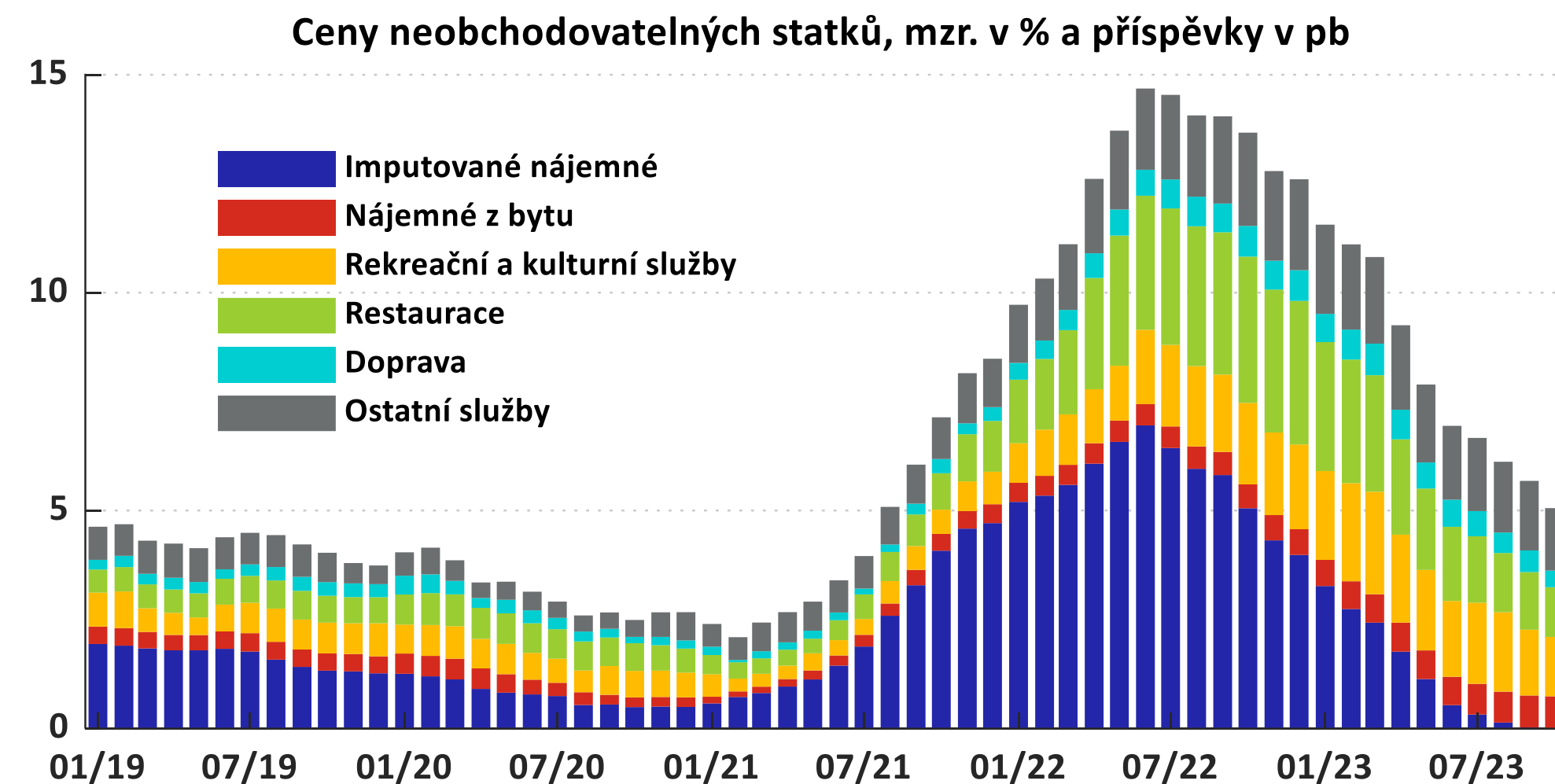
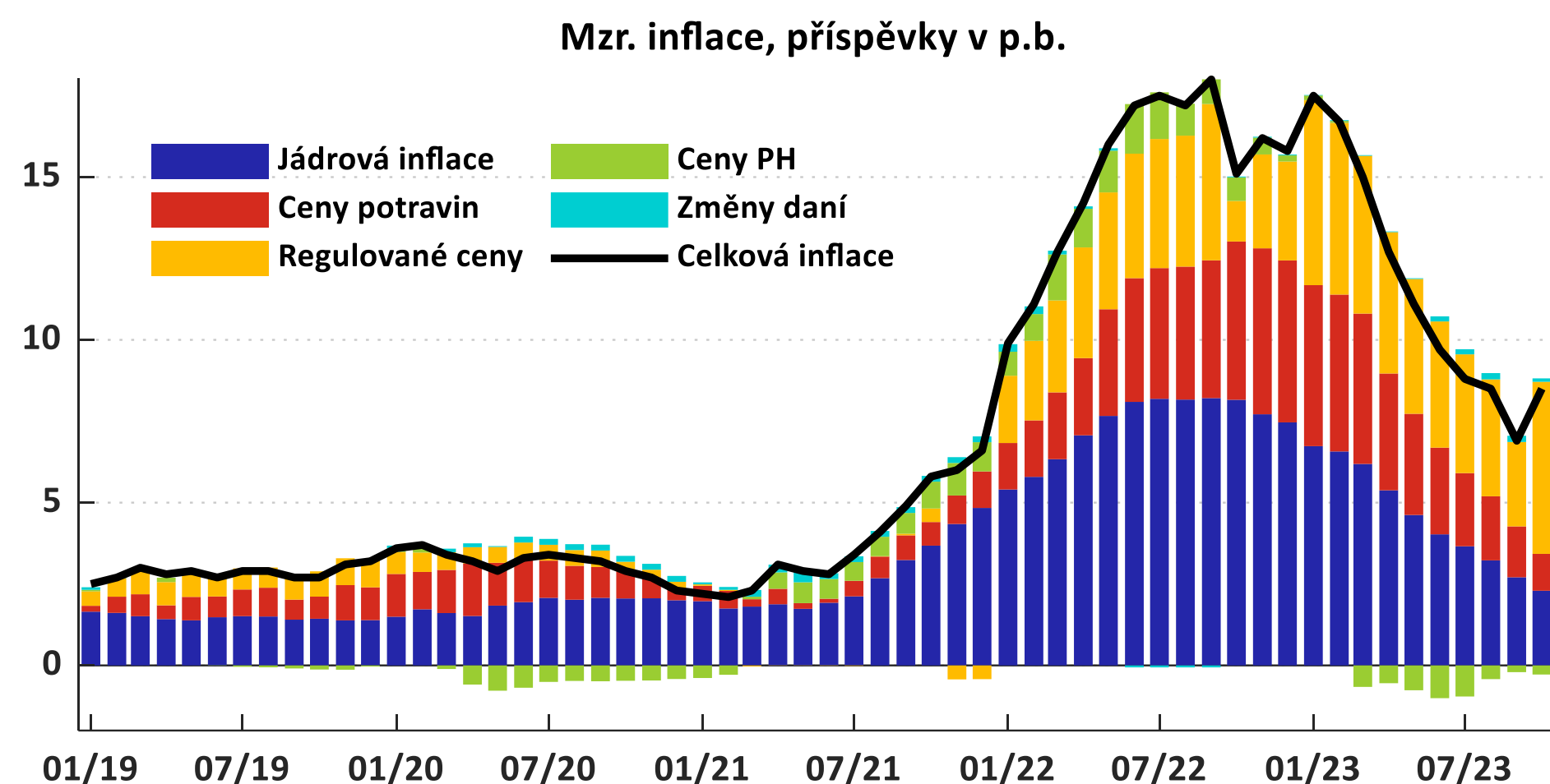
Inflace se začátkem příštího roku vrátí do blízkosti 2 % cíle, kde setrvá i na horizontu měnové politiky.

Aktuálně **dočasně působí nepříznivý efekt základny** v důsledku vládního energetického úsporného tarifu z konce minulého roku.

Zvolňující růst tržních cen odráží **utlumené nákladové tlaky ze zahraničí** a pokračující **zmírňování inflačního působení domácí ekonomiky**. Zvolňující růst cen bude spojen s postupnou **korekcí ziskových marží** domácích firem.

Počátkem příštího roku se inflace výrazně sníží, když odezní vysoká dynamika regulovaných cen a obvyklé **lednové přecenění zboží a služeb proběhne dle prognózy přibližně ve standardní míře**. Lednové přecenění je **rizikem prognózy**.

Struktura inflace



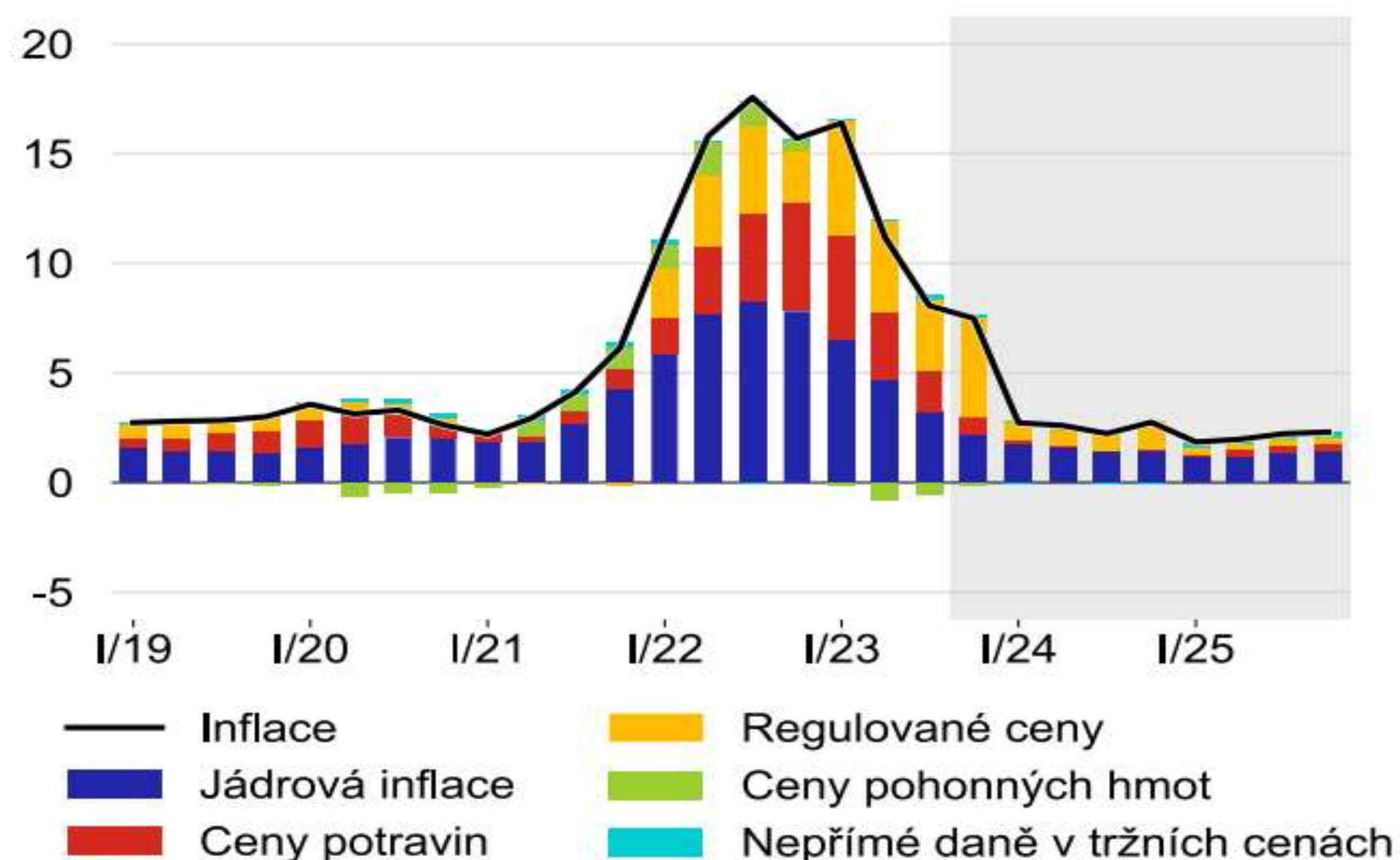
Celková inflace v říjnu dle očekávání skokově **zrychlila (na 8,5 %, prognóza byla 8,3 %)** kvůli statistickému efektu srovnávací základny. Ke zvýšení inflace tak **přispěly pouze regulované ceny**, zatímco **jádrová inflace a růst cen potravin dále zpomalovaly**. Ceny pohonných hmot v meziročním srovnání byly už jen mírně nižší.

K poklesu jádrové inflace přispěly **zpomalující ceny jak obchodovatelných, tak i neobchodovatelných statků**.

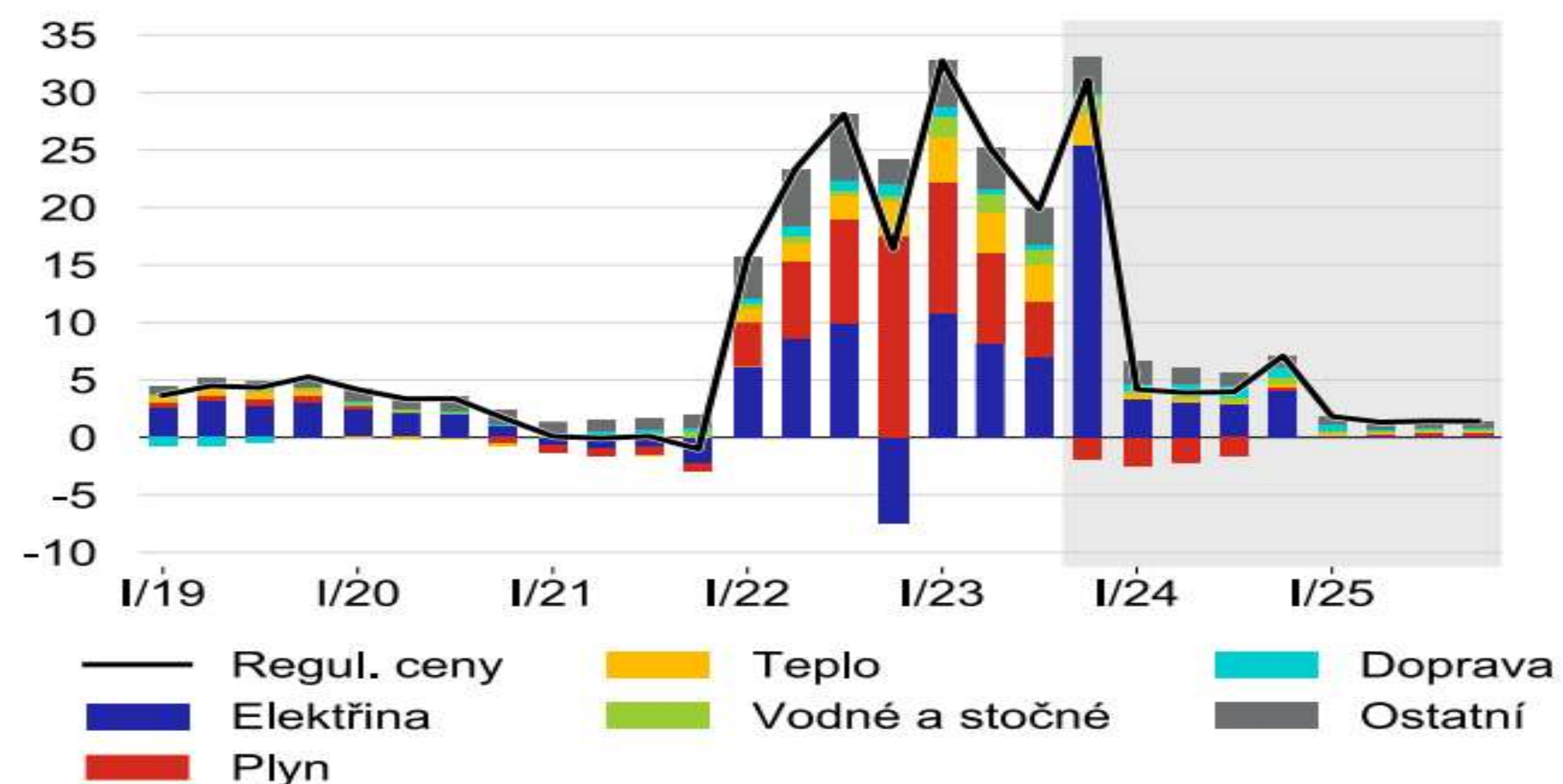
U **neobchodovatelných statků** pokračoval pokles příspěvku všech složek, včetně imputovaného nájemného, s výjimkou tržního nájemného.

Struktura inflace – výhled

struktura inflace, meziroční změny v %, příspěvky v p. b.



regulované ceny, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., včetně daní

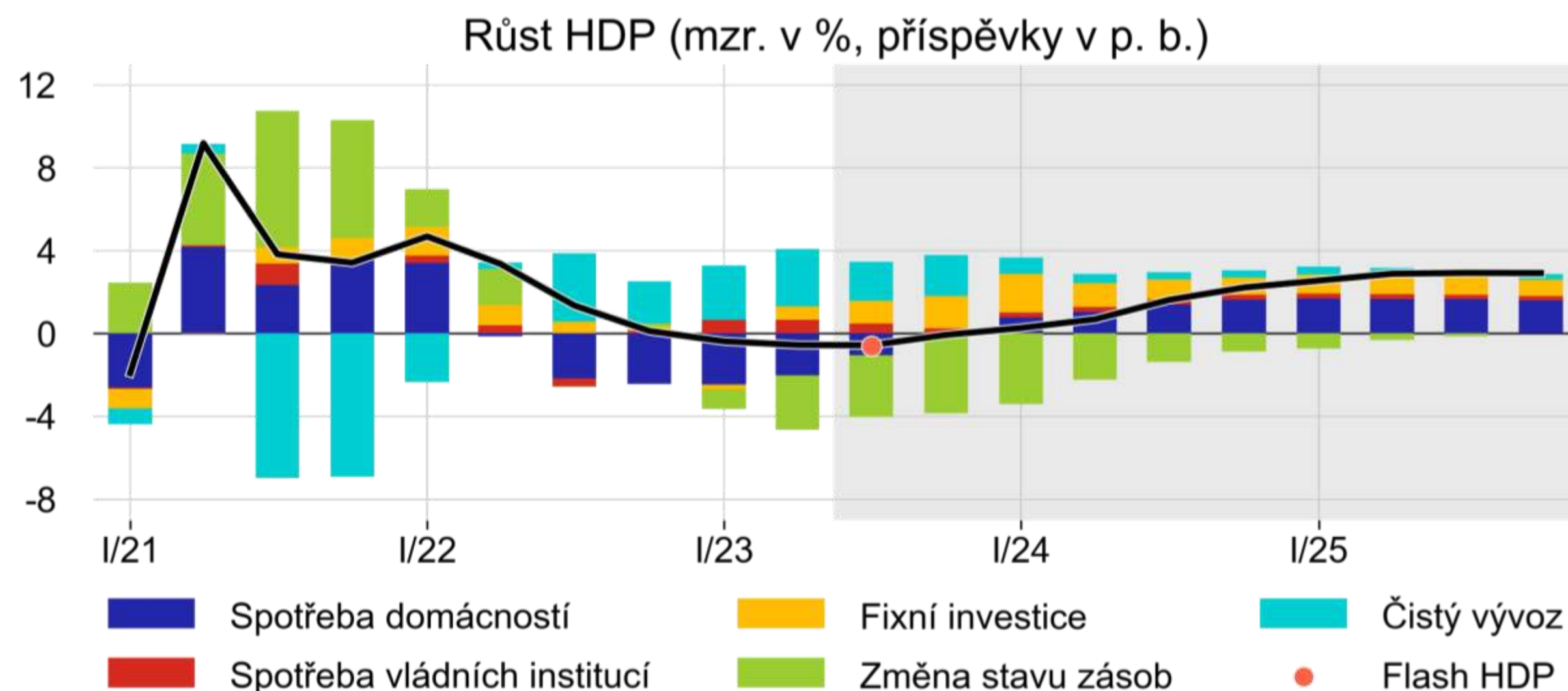
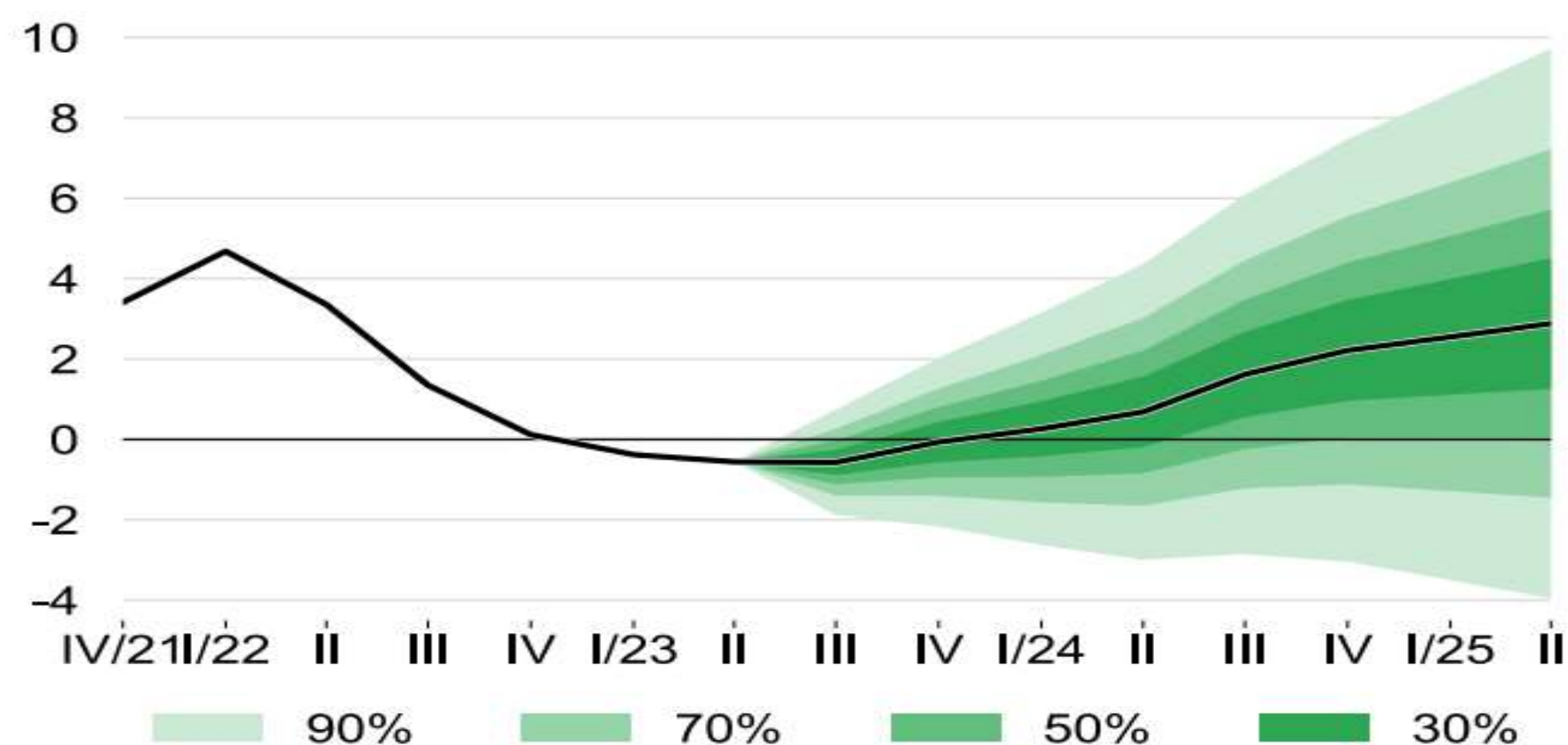


Příspěvek jádrové inflace a cen potravin bude dále klesat. K poklesu jádrové inflace přispěje kromě zahraničních výrobních cen i slabá domácí poptávka. Příspěvek cen pohonných hmot se udrží v záporném teritoriu již jen do závěru letošního roku.

Dynamika **regulovaných cen** v říjnu dočasně vzrostla z důvodu cen elektřiny (efekt srovnávací základny). Poté **dynamika regulovaných cen výrazně poklesne, i když zůstane zřetelně kladná** (zrušení vládních dotací na distribuci energií a znovuzavedení poplatků za obnovitelné zdroje).

Prognóza růstu reálného HDP

meziroční změny v %, sezonně očištěno, interval spolehlivosti



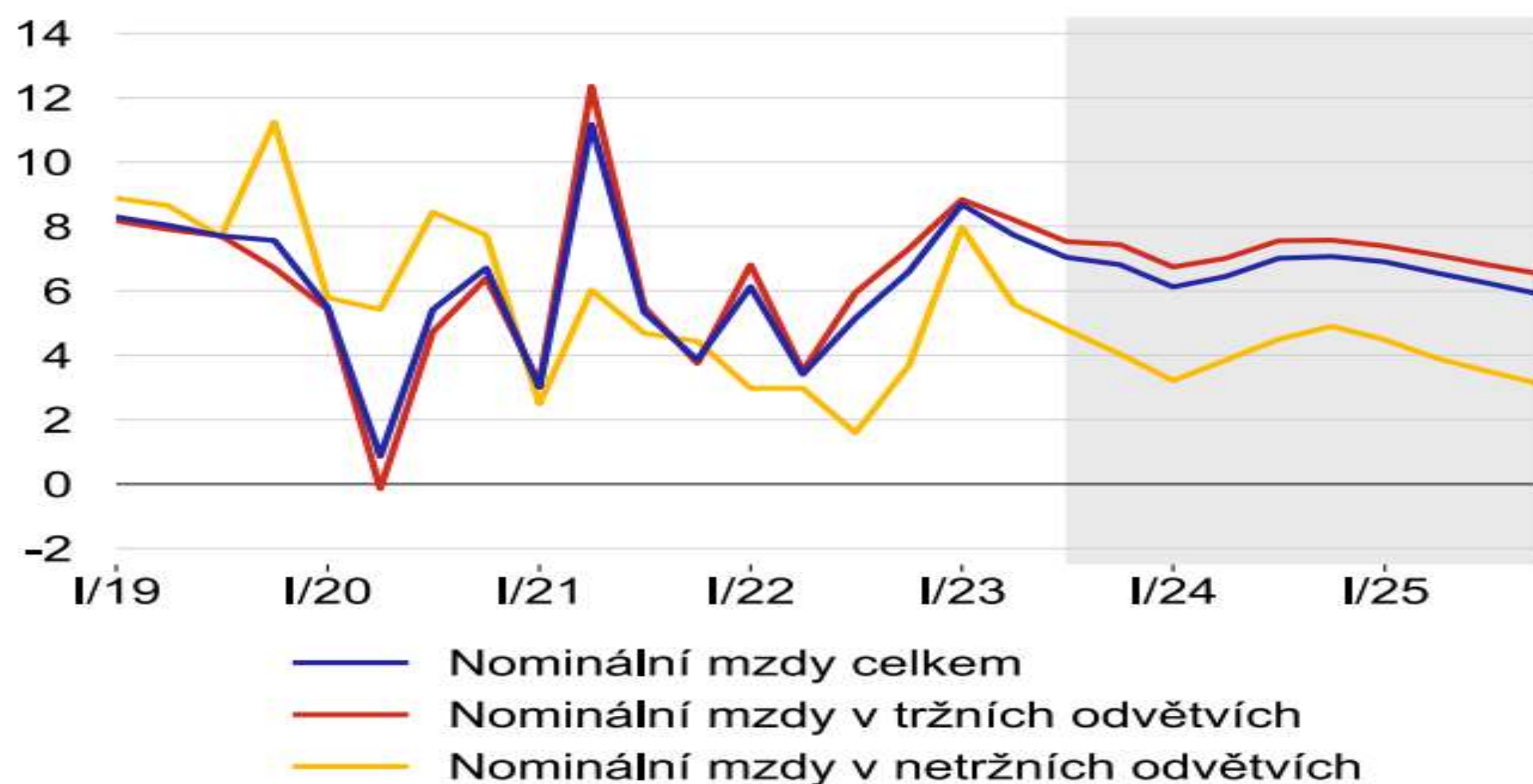
Výrazný **propad spotřeby domácností** povede letos celkově k mírnému poklesu reálného HDP. Naopak **v příštím roce spotřeba domácností ekonomický růst potáhne**. K rovnovážnému 3% růstu se HDP přiblíží až v roce 2025.

Tvorba zásob bude dominantně ovlivňovat dynamiku celkových hrubých investic až do konce roku 2024, **fixní investice porostou**. **Čistý vývoz poroste jen umírněným tempem** v důsledku utlumené zahraniční poptávky. Podobně i spotřeba vládních institucí poroste nevýrazným tempem.

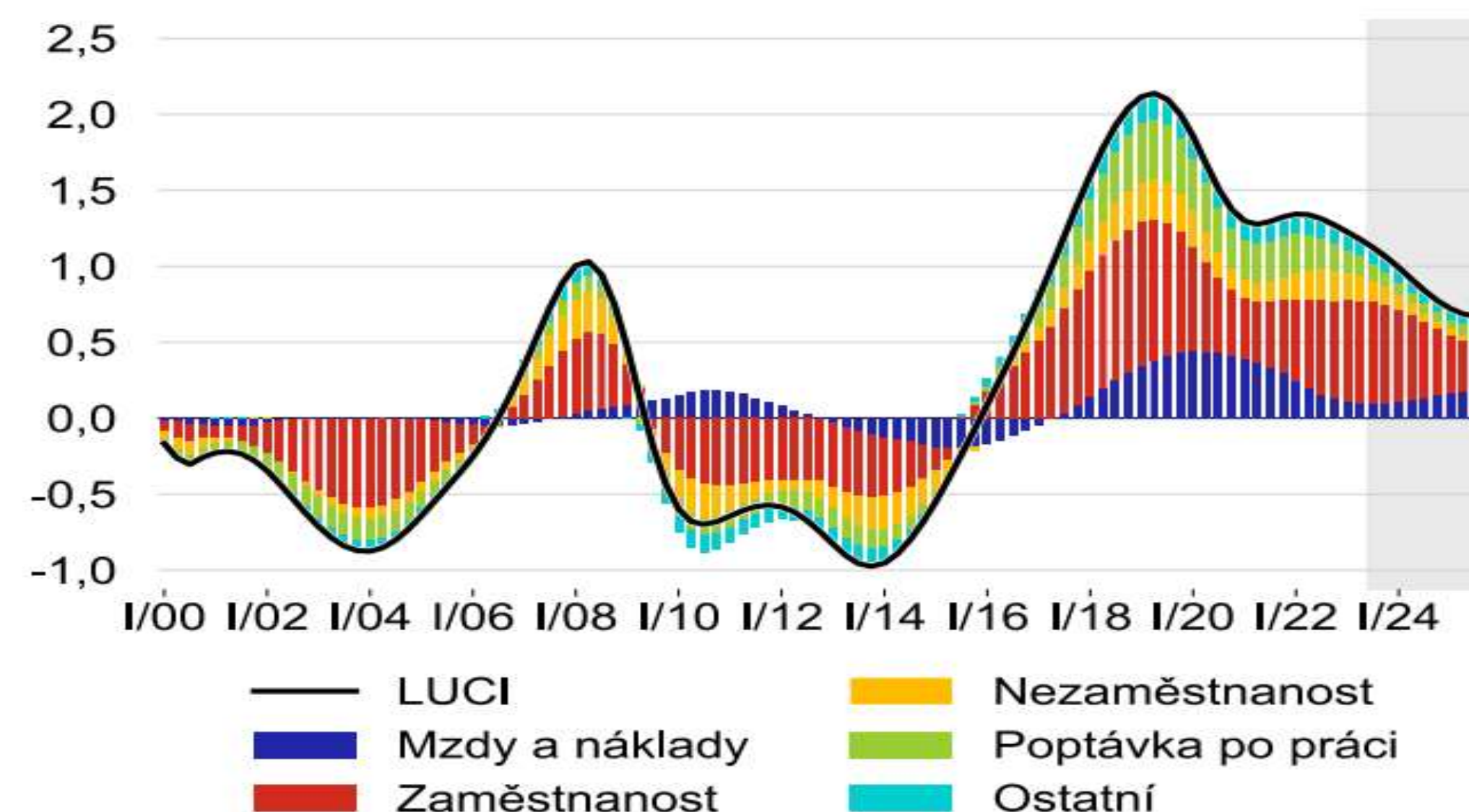
Rychlý odhad HDP pro 3Q 2023 (meziroční pokles o 0,6 %) je v souladu se základním scénářem prognózy.

Trh práce

nominální mzdy, meziroční změny, sezonně očištěno, v %



index LUCI, vertikální osa ukazuje směrodatné odchylky

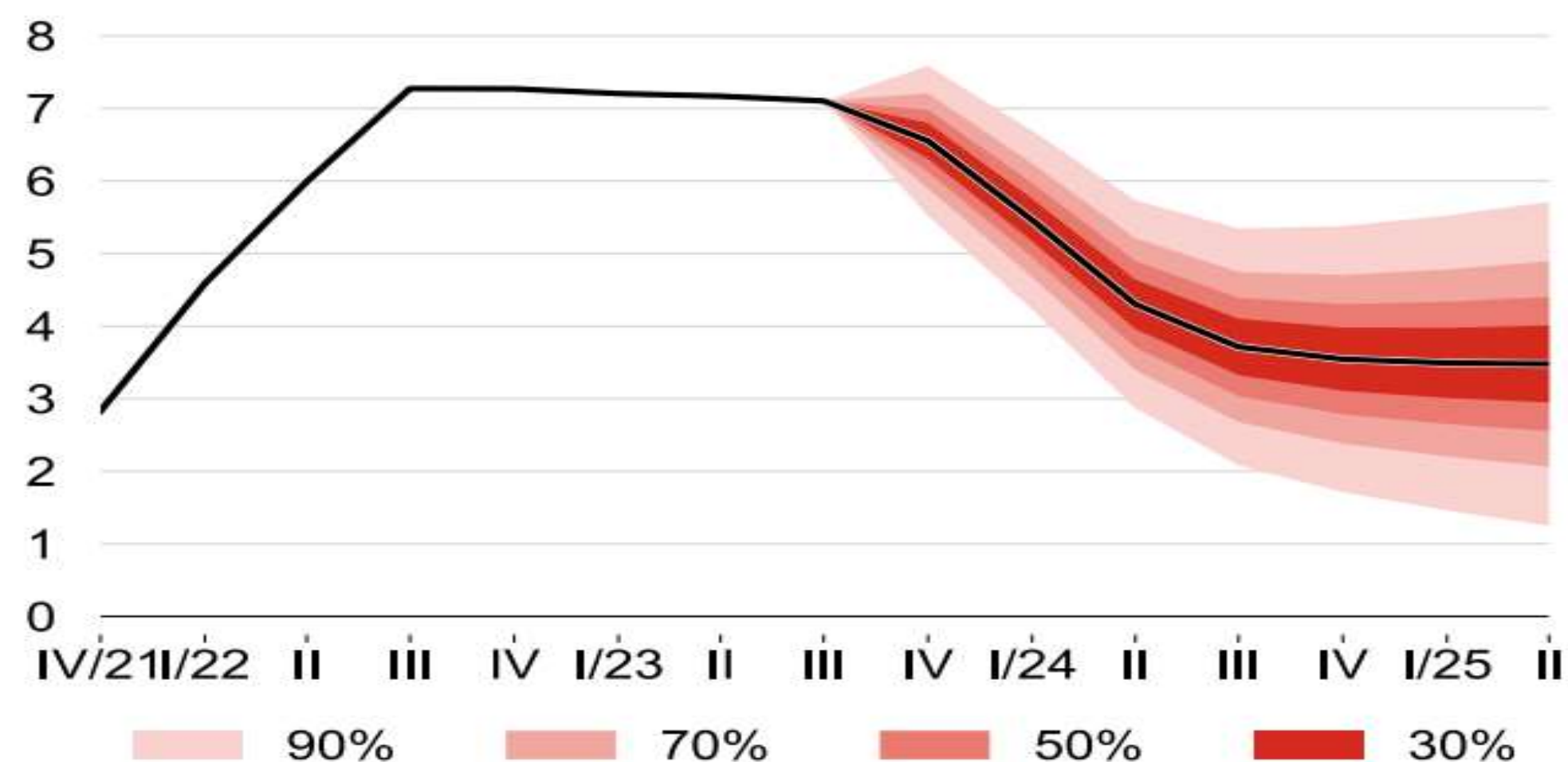


Růst nominálních mezd zůstane na zvýšených hodnotách a bude umožněn minulou vysokou ziskovostí firem a růstem minimální mzdy. Dynamika nominálních mezd bude vyšší než růst spotřebitelských cen a **reálné mzdy tak vzrostou** po dlouhém období jejich poklesu.

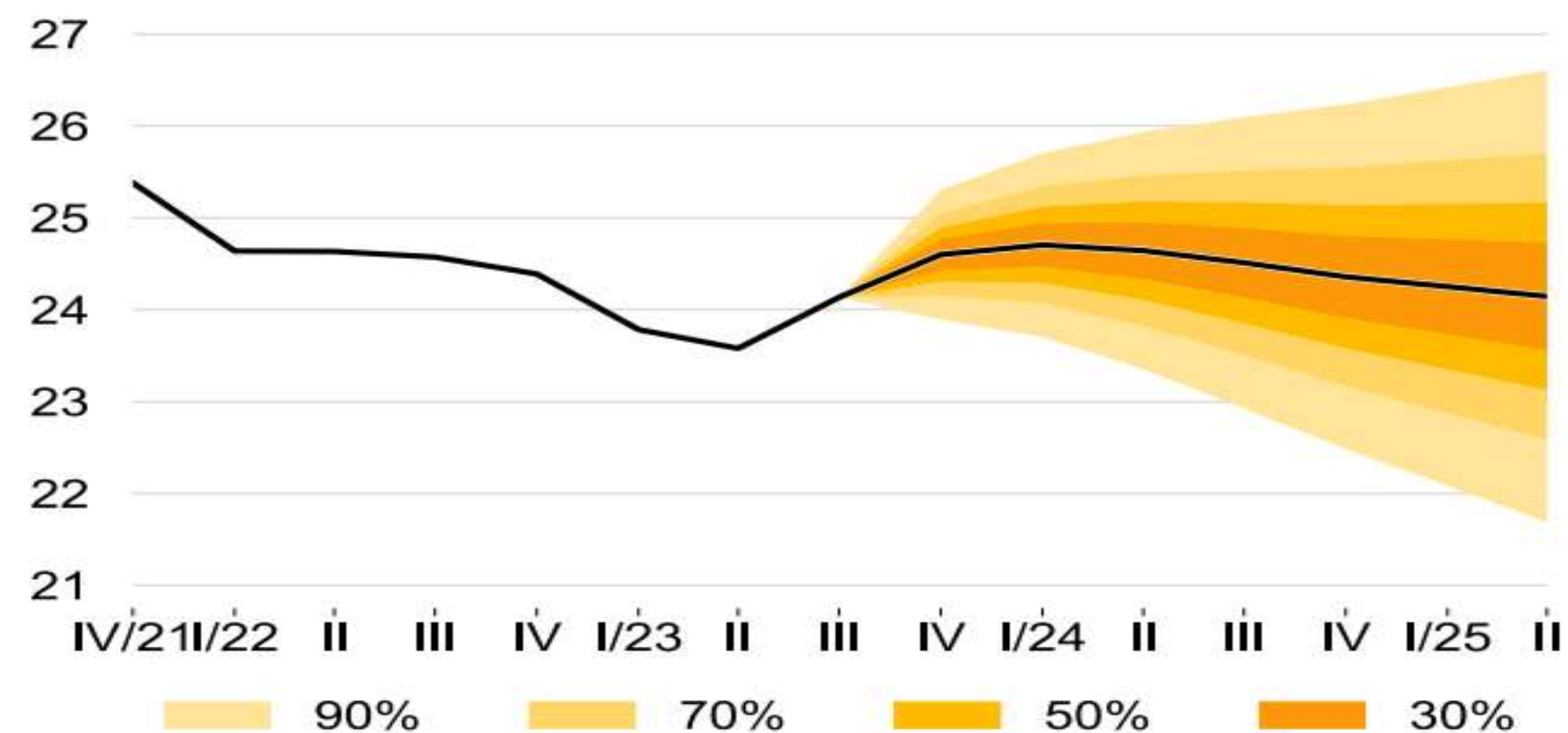
Napětí na trhu práce přetrvává, přičemž se zmírňuje jen pozvolna. Zaměstnanost vzroste už jen mírně a míra nezaměstnanosti se bude pozvolna zvyšovat, ale z historického pohledu zůstane nadále velmi nízká.

Prognóza úrokových sazeb a kurzu

3M PRIBOR v %, interval spolehlivosti



kurz CZK/EUR, interval spolehlivosti



Se základním scénářem prognózy je **konzistentní pokles tržních úrokových sazeb koncem letošního roku a v příštím roce**. Koncem příštího roku se v základním scénáři sazby stabilizují blízko své neutrální úrovně. Pokles úrokových sazeb v prognóze tlumí autonomní zpřísňování reálných úrokových podmínek dané klesající inflací a inflačními očekáváními.

Ex post reálné úrokové sazby se na začátku příštího roku **dostanou do kladných hodnot**. Ex ante reálné úrokové sazby jsou již zřetelně kladné od počátku letošního roku.

Posilování koruny se obnoví v průběhu příštího roku, bude však jen mírné.

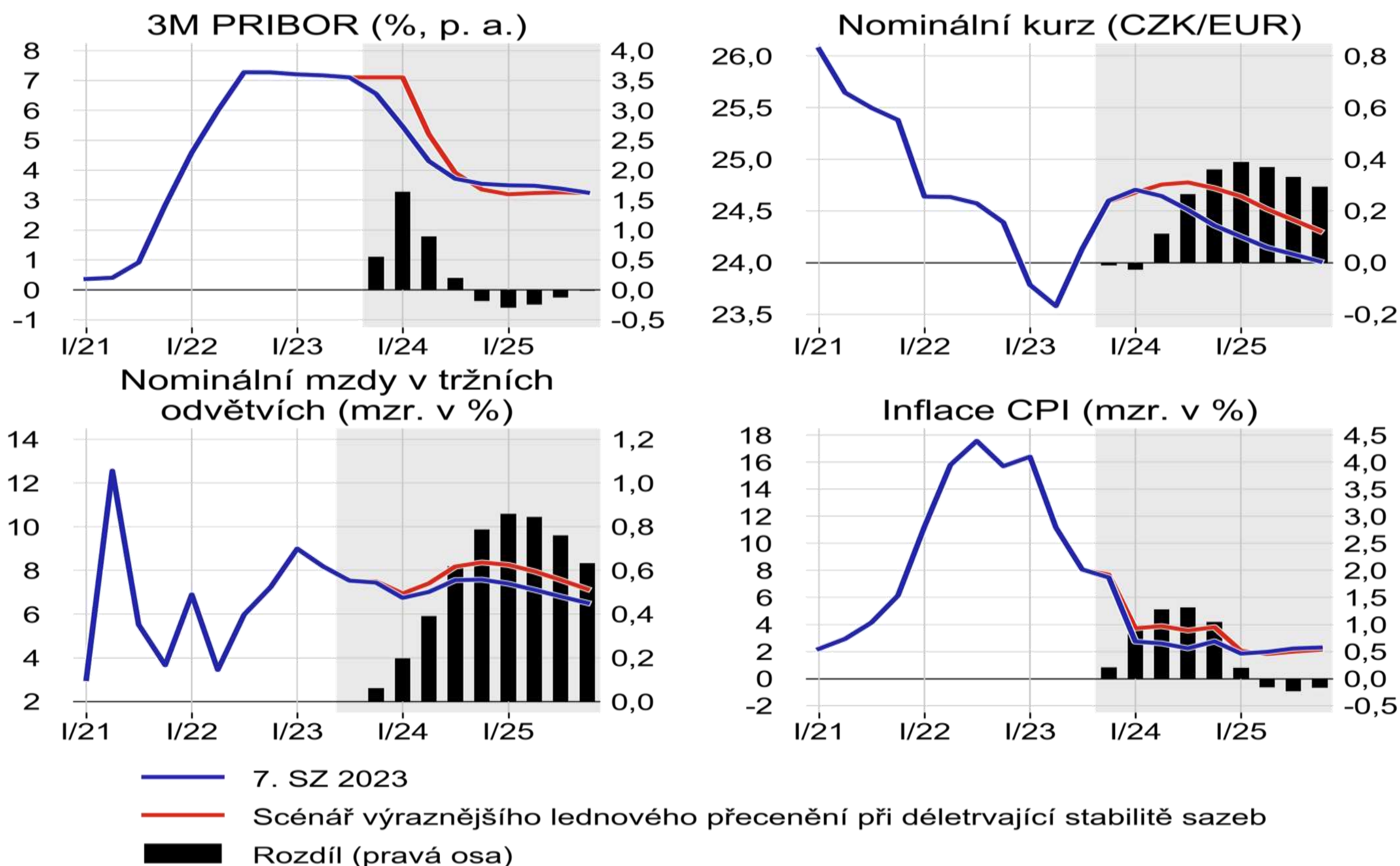
Scénář výraznějšího lednového přecenění při déletrvající stabilitě sazeb

Vyšší lednový růst cen se dle tohoto scénáře propíše do **vyšší inflace v celém příštím roce**.

Měnová politika na výraznější lednové přecenění reaguje **vyššími úrokovými sazbami v 1H 2024** oproti základnímu scénáři (předpoklad scénáře).

Kurz koruny i přes přechodně vyšší trajektorii sazeb **oslabí nad hodnoty ze základního scénáře**, a to kvůli vyšší domácí inflaci, která se odrazí ve zhoršené cenové konkurenceschopnosti českých firem.

Vyšší inflace a slabší koruna se rovněž projeví **rychlejším nominálním mzdovým růstem** oproti základnímu scénáři.



Měnověpolitické rozhodnutí

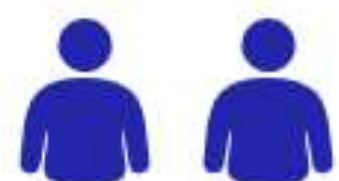


HLASOVÁNÍ O VÝŠI 2T REPO SAZBY

PONECHAT NA 7,00 %



SNÍŽIT NA 6,75 %



Bankovní rada vyhodnotila **rizika** a nejistoty základního scénáře prognózy jako výrazné a jdoucí **proinflačním směrem**.

Proinflační rizika:

- **hrozba ztráty ukotvenosti inflačních očekávání**, která by se mohla projevit ve zvýšených mzdových požadavcích a také ve výraznějším přecenění na začátku příštího roku
- (delší působení expanzivní fiskální politiky)

Protiinflační riziko:

- výraznější než očekávané **zhoršení hospodářské aktivity v Německu** a potenciální dopady globálně zpřísněných měnových a finančních podmínek

Nejistoty:

- Ukrajina a Blízký východ, ceny energií, budoucí nastavení zahraniční měnové politiky

Další MP jednání bude 21. prosince 2023.

Děkuji za pozornost

Tomáš Holub

člen bankovní rady ČNB

tomas.holub@cnb.cz

