

Kdy skončí přísná měnová politika?

Zpráva o měnové politice – podzim 2024

Tomáš Holub

Exportní fórum

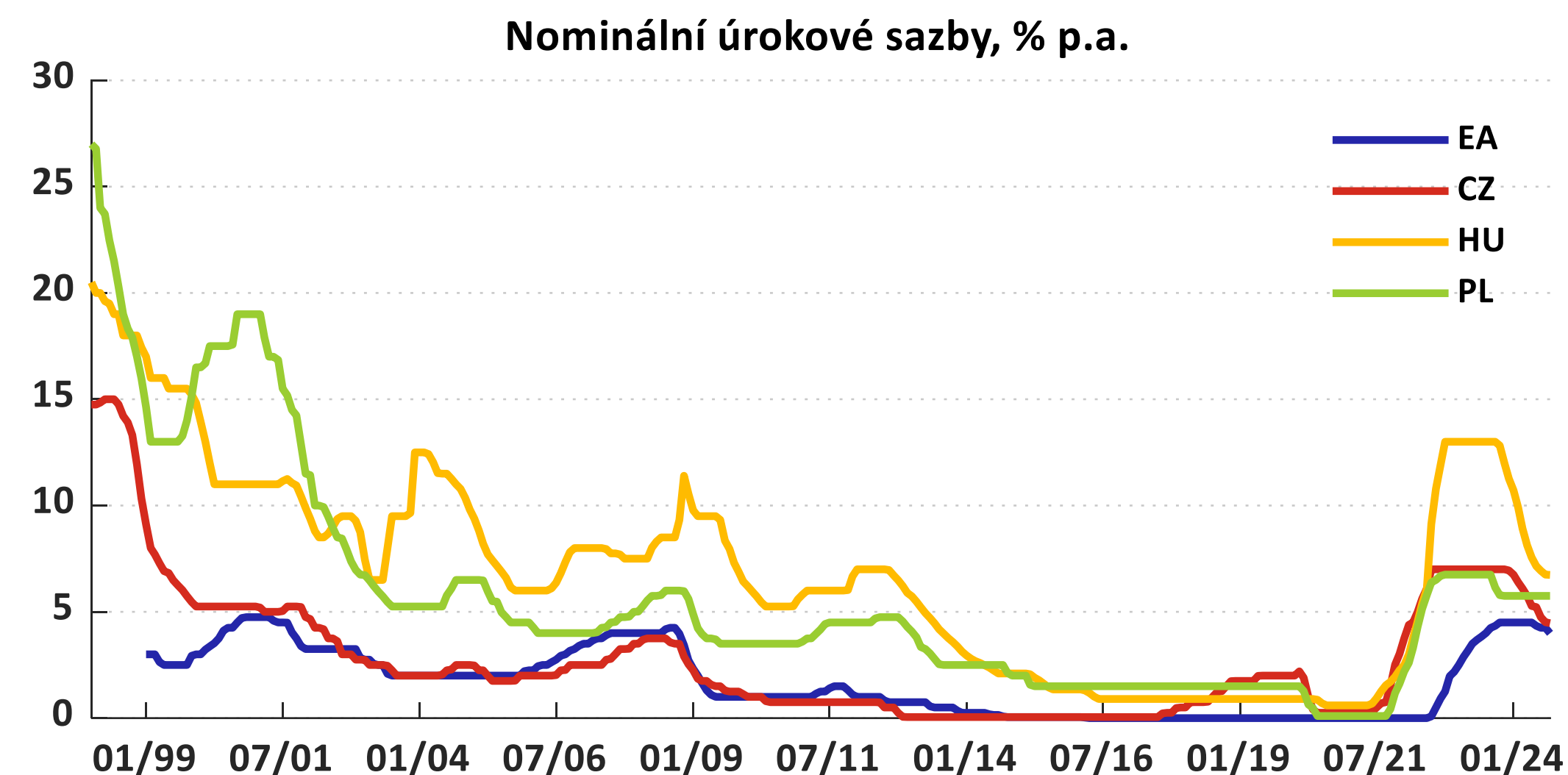
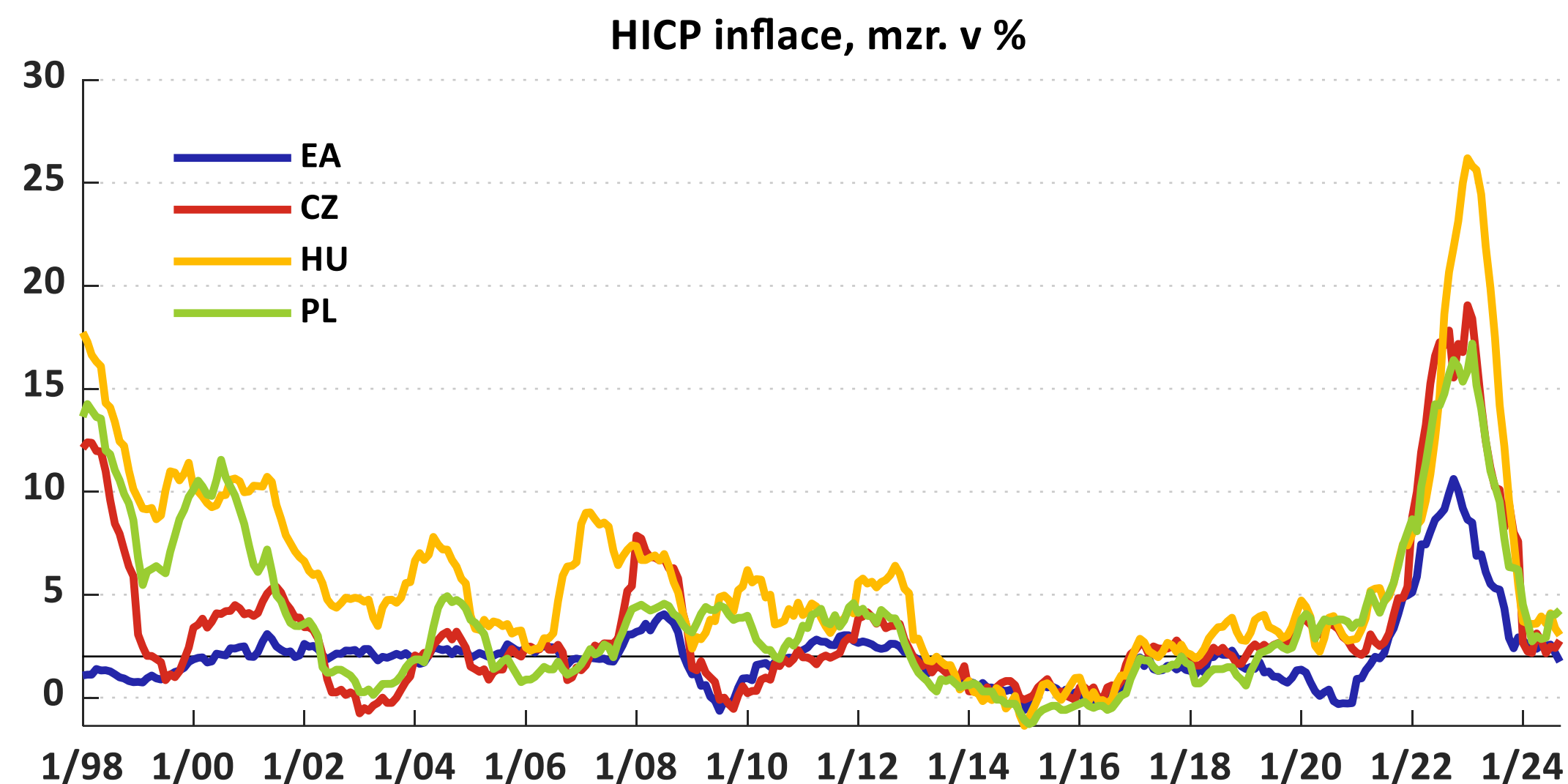
Mladé Buky, 29. listopadu 2024



Postcovidová inflační vlna



Inflační vlna



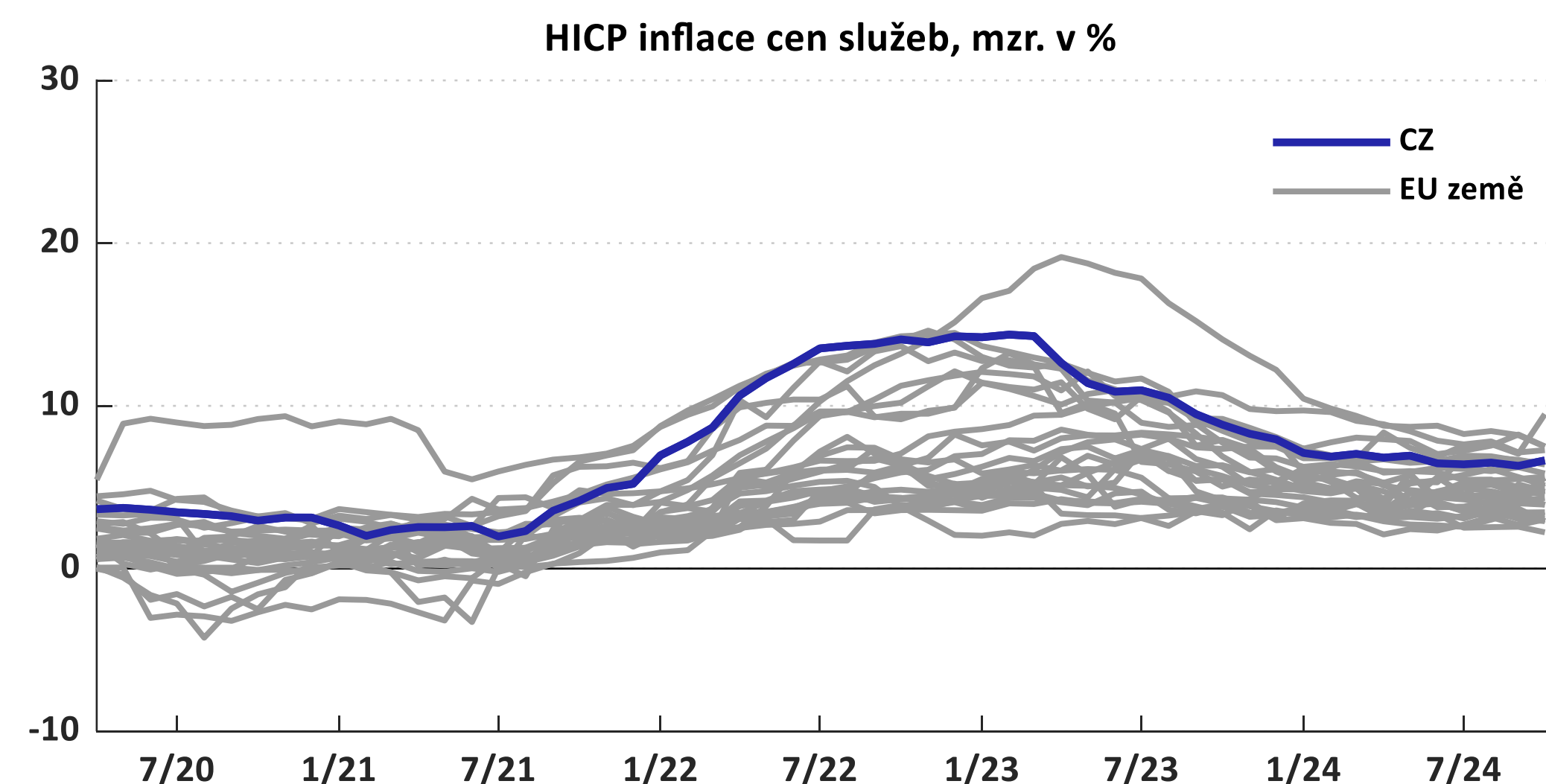
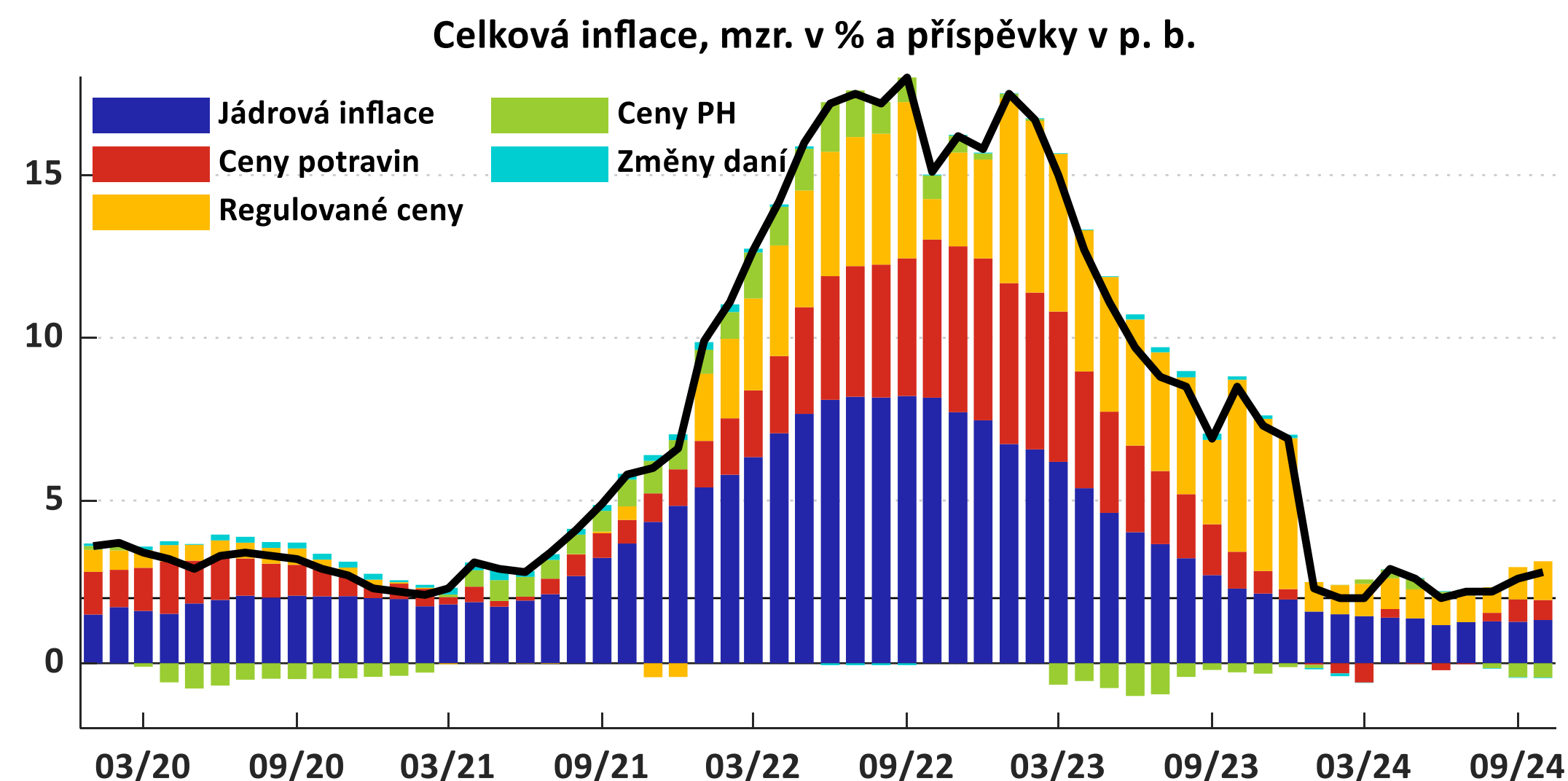
Zdroj: Eurostat a BIS

Inflace se v roce 2022 dostala na **dvouciferné úrovně** v našem regionu naposledy zaznamenané koncem 90. let minulého století. Vysoká inflace tehdy spustila přehodnocení přístupu k měnové politice a zavedení strategie **cílování inflace** (CNB 1998, NBP 1999, MNB 2001). Změny v měnověpolitické strategii celosvětově přispěly k období „**Great Moderation**“.

I přes srovnatelnou nebo dokonce vyšší inflaci než na začátku 90. let centrální banky nezvýšily **úrokové sazby** na tehdejší úroveň (vyšší kredibilita, nižší rizikové prémie, nižší výchozí úroveň sazeb atd.).

Přesto inflace rychle klesla do blízkosti cíle. Na rozdíl od předchozí zkušenosti se zdá být inflace méně **perzistentní**.

Je inflace bezpečně na cíli?



Zdroj: Eurostat

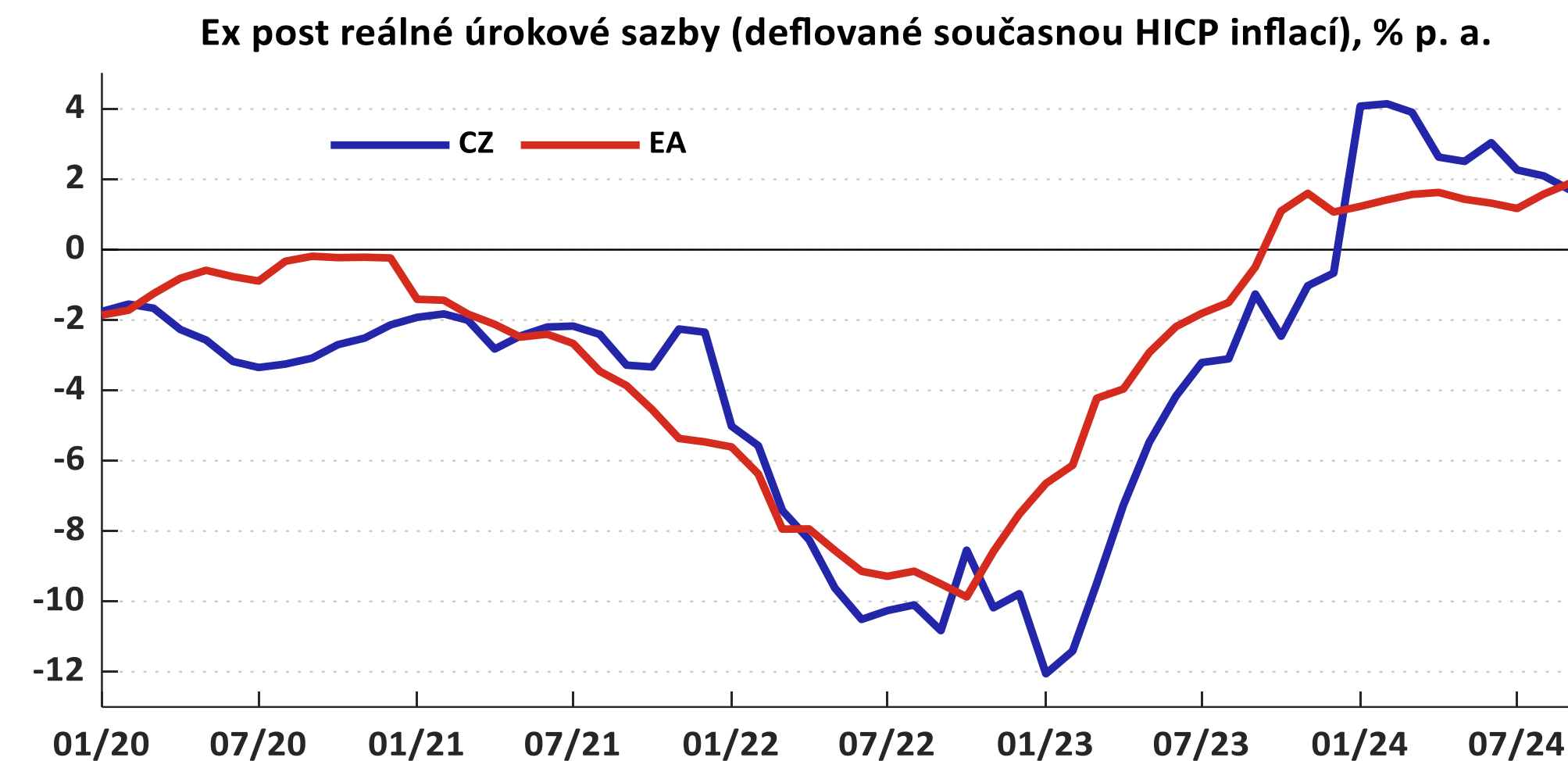
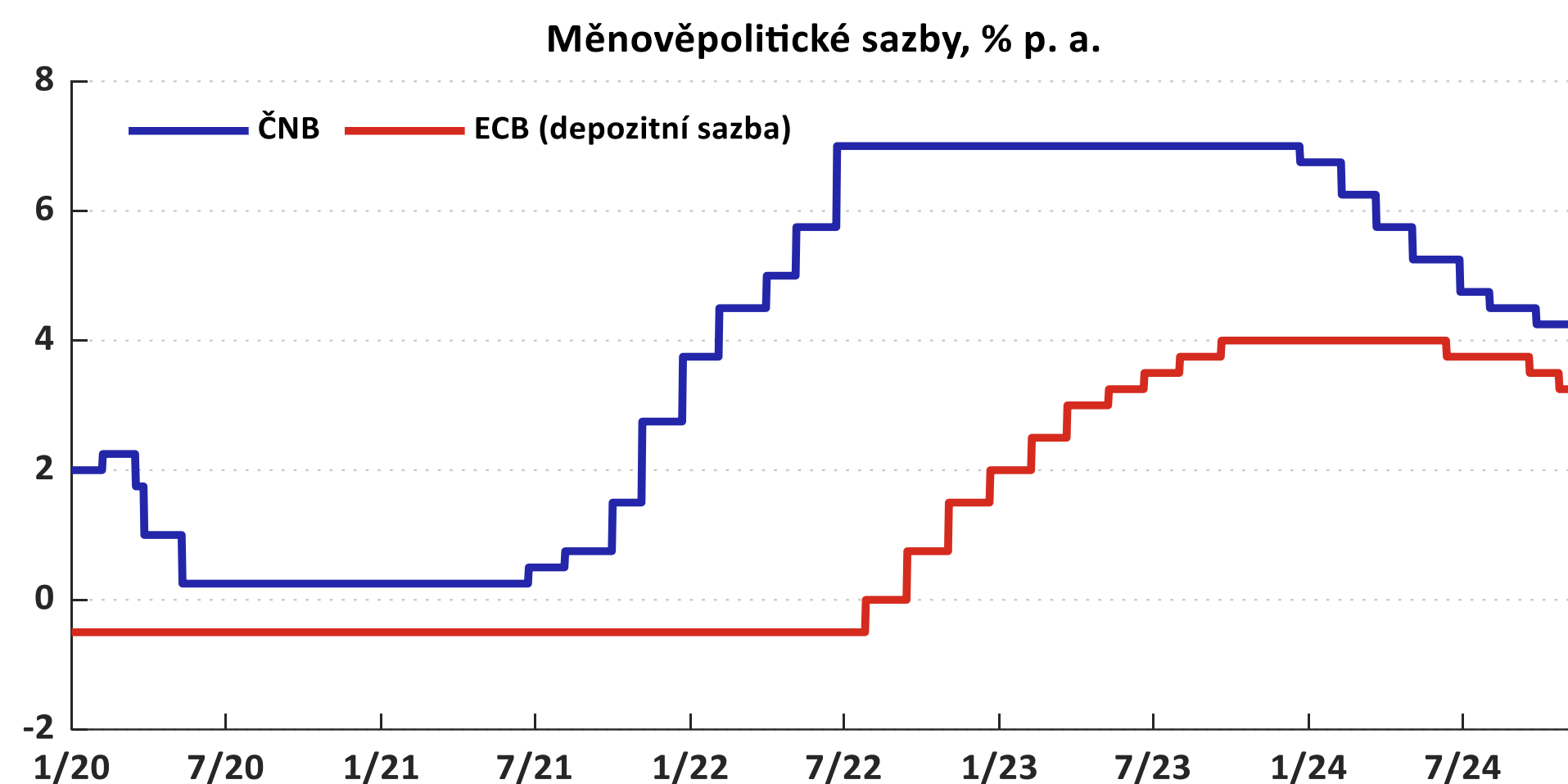
Pokles inflace začátkem letošního roku byl umožněn výrazným meziročním zpomalením růstu **regulovaných cen** (cen energií). K poklesu inflace do blízkosti cíle přispěly i nižší **ceny potravin** a zpomalení **jádrové inflace**, které odráží mimo jiné i přísnou měnovou politiku.

Růst **cen služeb** (bez imputovaného nájemného) zůstává výše než inflační cíl pro celkovou inflaci (což není neobvyklé).

Relativní cena služeb oproti zboží se během nedávné inflační periody propadla přibližně o 10 %. Jejich nynější rychlejší růst tak lze považovat za součást návratu k dlouhodobým trendům, a to spolu s návratem reálných mezd k rovnovážné úrovni.

Klíčové však bude, zda v blízké budoucnosti (ideálně během roku 2025) jejich růst dále zpomalí k dlouhodobě normální hodnotě.

Měnová politika



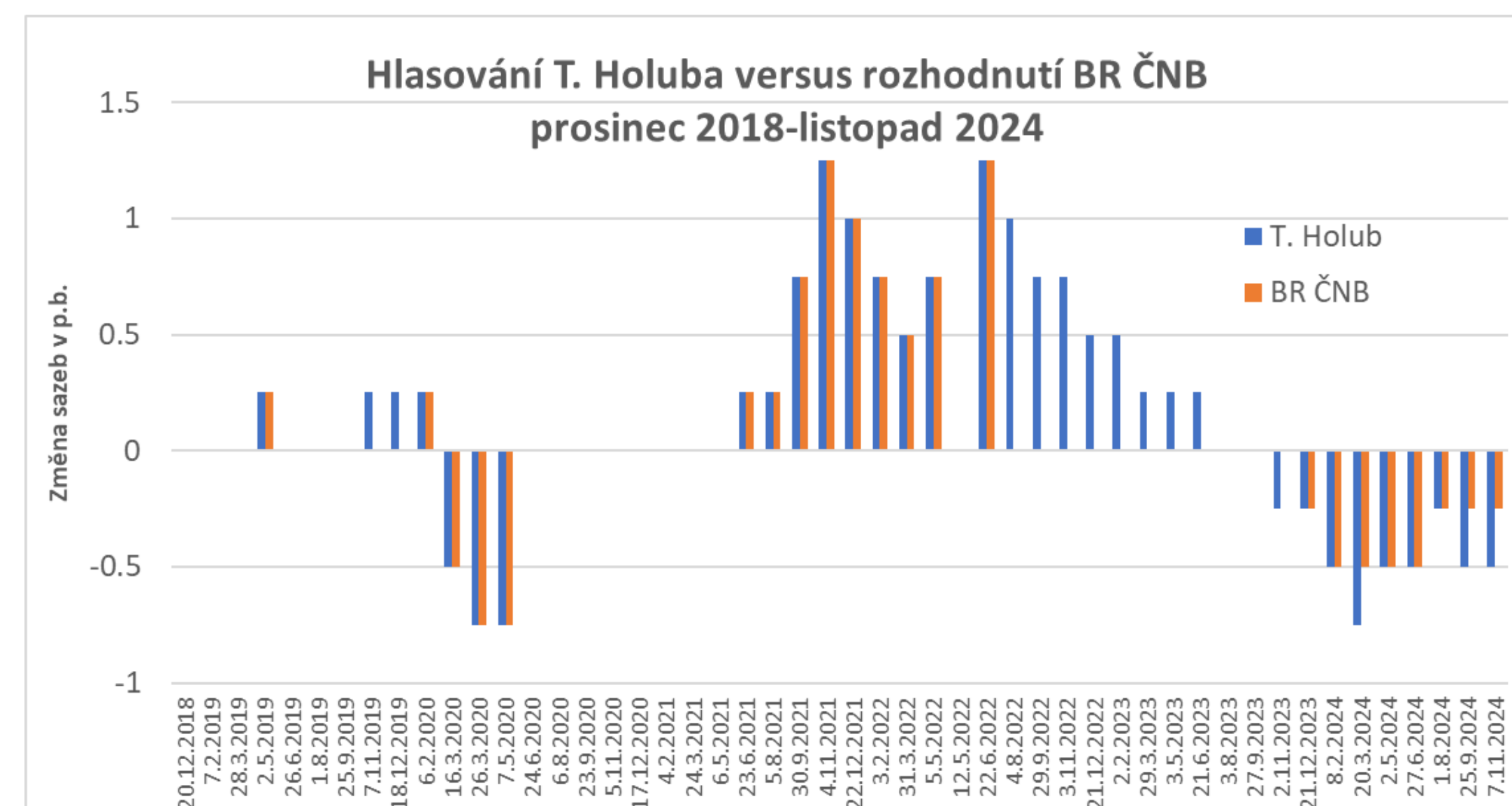
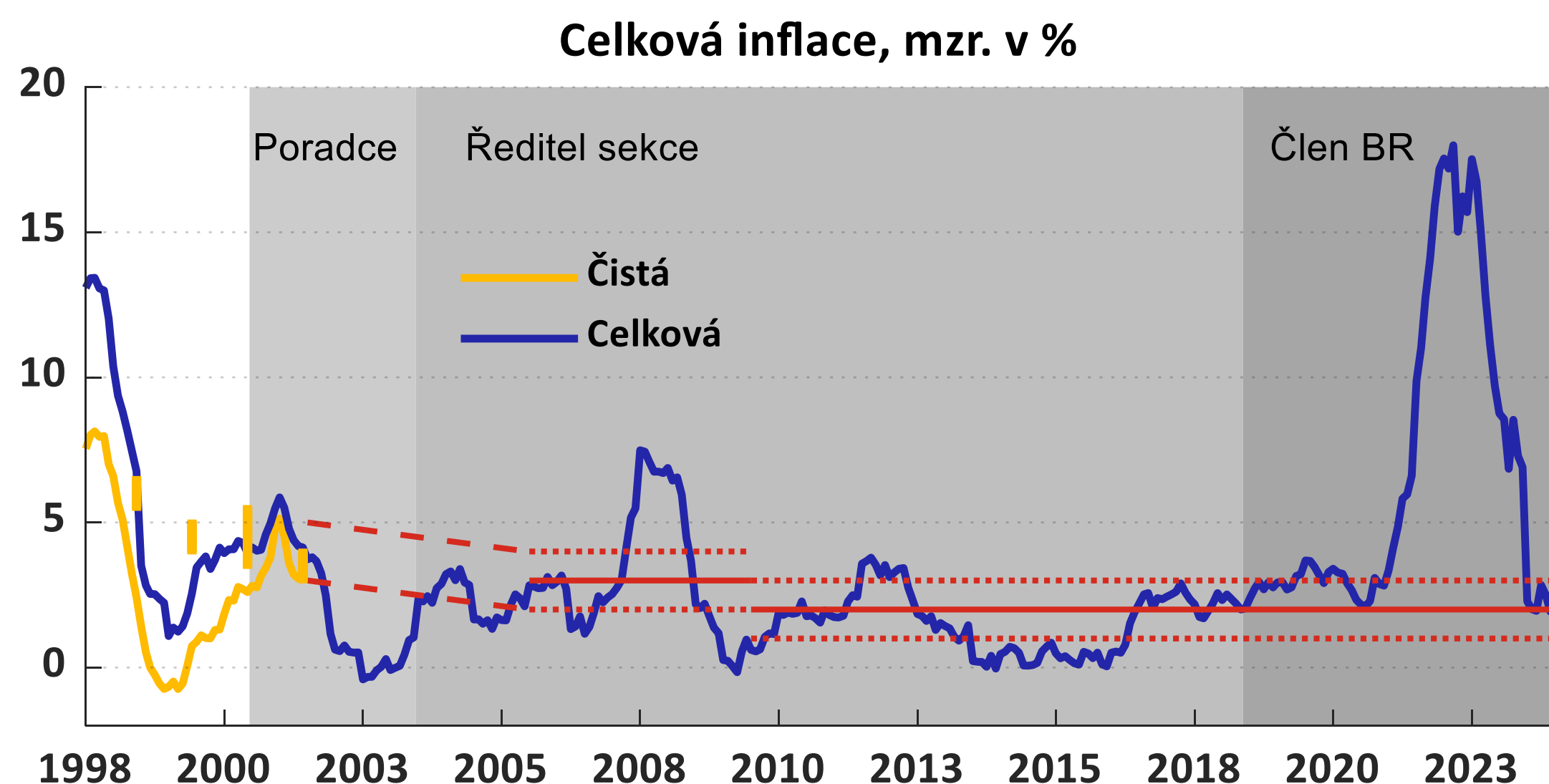
ČNB začala v reakci na přicházející inflační vlnu zvyšovat sazby jako jedna z prvních centrálních bank rozvinutých zemí. Od prosince 2023 naopak sazby snižuje, a to na každém měnovém zasedání. Jejich diferenciál oproti eurozóně se tak snižuje.

ECB v letošním roce snížila sazby prozatím třikrát – v červnu, září a v říjnu.

I přes návrat inflace do blízkosti cíle a pokles nominálních sazeb však zůstává **nastavení měnové politiky nadále přísné** – reálné sazby v ex post vyjádření jsou zřetelně kladné a stále pravděpodobně nad úrovní přirozené reálné úrokové sazby.

Přešly centrální banky z „**Low for Long**“ na „**High for Long**“?

Moje působení v ČNB



Zdroj: ČNB

ChatGPT : 🤖 „Tomáš Holub působil v České národní bance jako člen bankovní rady, kde se zaměřoval na měnovou politiku a přispěl k rozhodnutím o úrokových sazbách a dalších nástrojích k zajištění cenové stability. Díky svým zkušenostem a odbornosti v oblasti makroekonomických analýz výrazně přispěl k formulaci strategie ČNB během turbulentních ekonomických období, včetně pandemie COVID-19. Jeho působení bylo charakterizováno důrazem na transparentnost a komunikaci politik ČNB s veřejností i trhy.“

Prognóza podzim 2024



Měnověpolitické rozhodnutí



HLASOVÁNÍ O VÝŠI 2T REPO SAZBY



Bankovní rada ČNB na svém jednání 7. listopadu 2024 **snížila** měnověpolitické sazby o 25 b. b.

Pro toto rozhodnutí hlasovalo **5 členů** bankovní rady, **jeden** hlasoval pro snížení o 50 b. b. a **jeden** pro ponechání sazeb.

Přijaté rozhodnutí bankovní rady se opírá o **podzimní prognózu – ZoMP podzim 2024**.

Poslední MP jednání v letošním roce bude 19. prosince již v obměněném složení.

Rizika prognózy

Bankovní rada vyhodnotila rizika a nejistoty výhledu plnění inflačního cíle v souhrnu jako mírně proinflační.

Proinflační rizika:

- větší než předpokládaná setrvačnost růstu cen služeb
- případný nadměrný růst celkových výdajů veřejného sektoru
- zvýšené mzdové požadavky v soukromém i veřejném sektoru
- možné zrychlení tvorby peněz v ekonomice plynoucí z případného výrazného oživení úvěrové aktivity, a to zejména na realitním trhu

Protiinflační riziko:

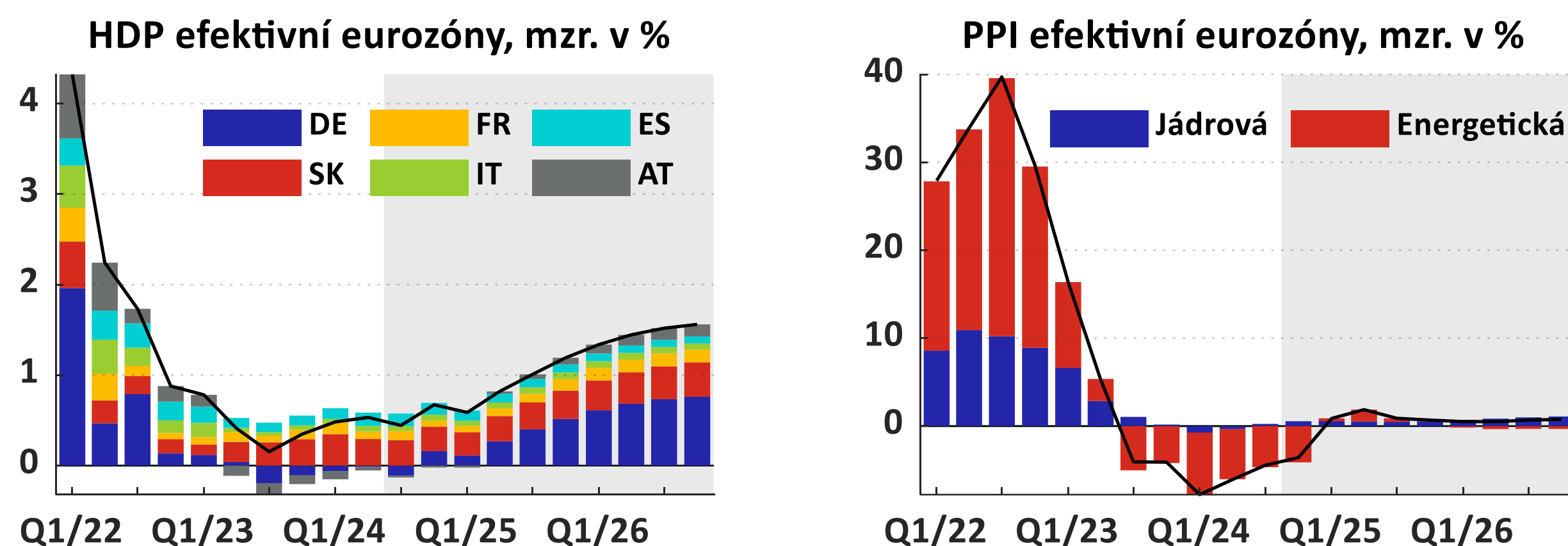
- zhoršení globální hospodářské aktivity a slabší výkon německé a potažmo české ekonomiky

Moje hodnocení rizik prognózy je lehce protiinflační.

Nová nejistota: potenciálně stagflační dopady výsledků amerických voleb.

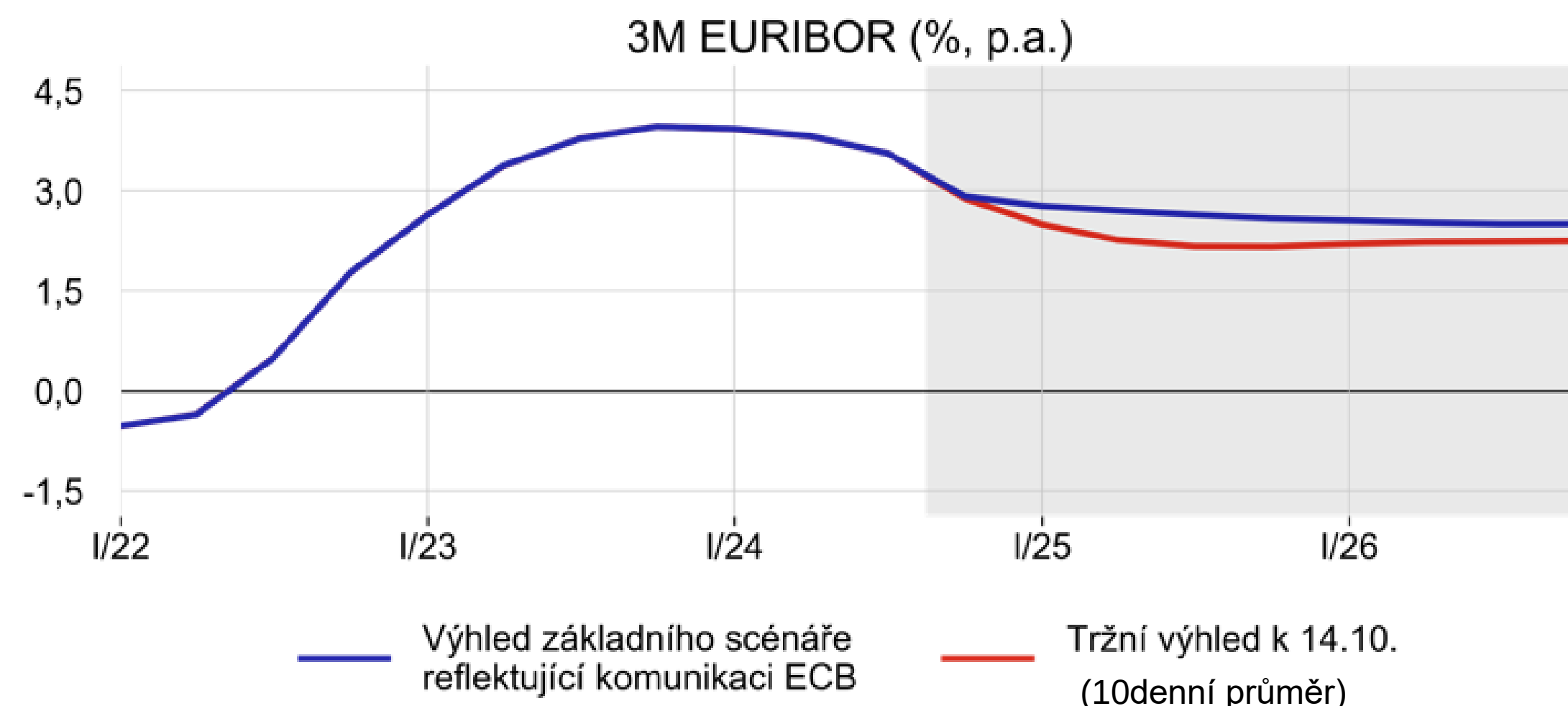


Zahraniční předpoklady



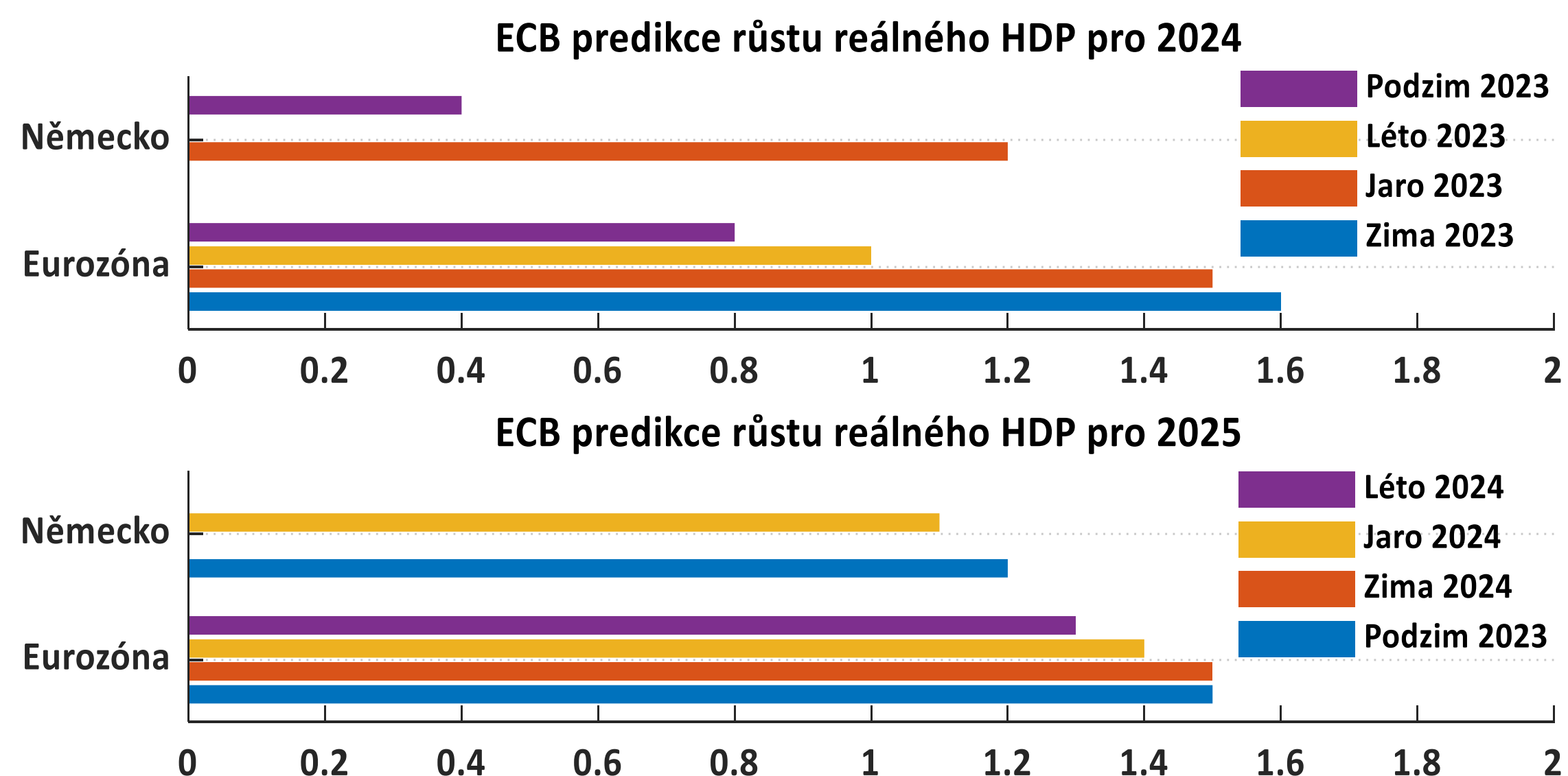
HDP v **efektivní eurozóně** vzroste v letošním roce o 0,5 % a v příštím roce zrychlí na 1 % s tím, jak postupně oživí německá ekonomika.

Pokles **cen průmyslových výrobců** v efektivní eurozóně v příštím roce odezní, zejména kvůli energetické složce. Růst jádrové části PPI zůstane umírněný.

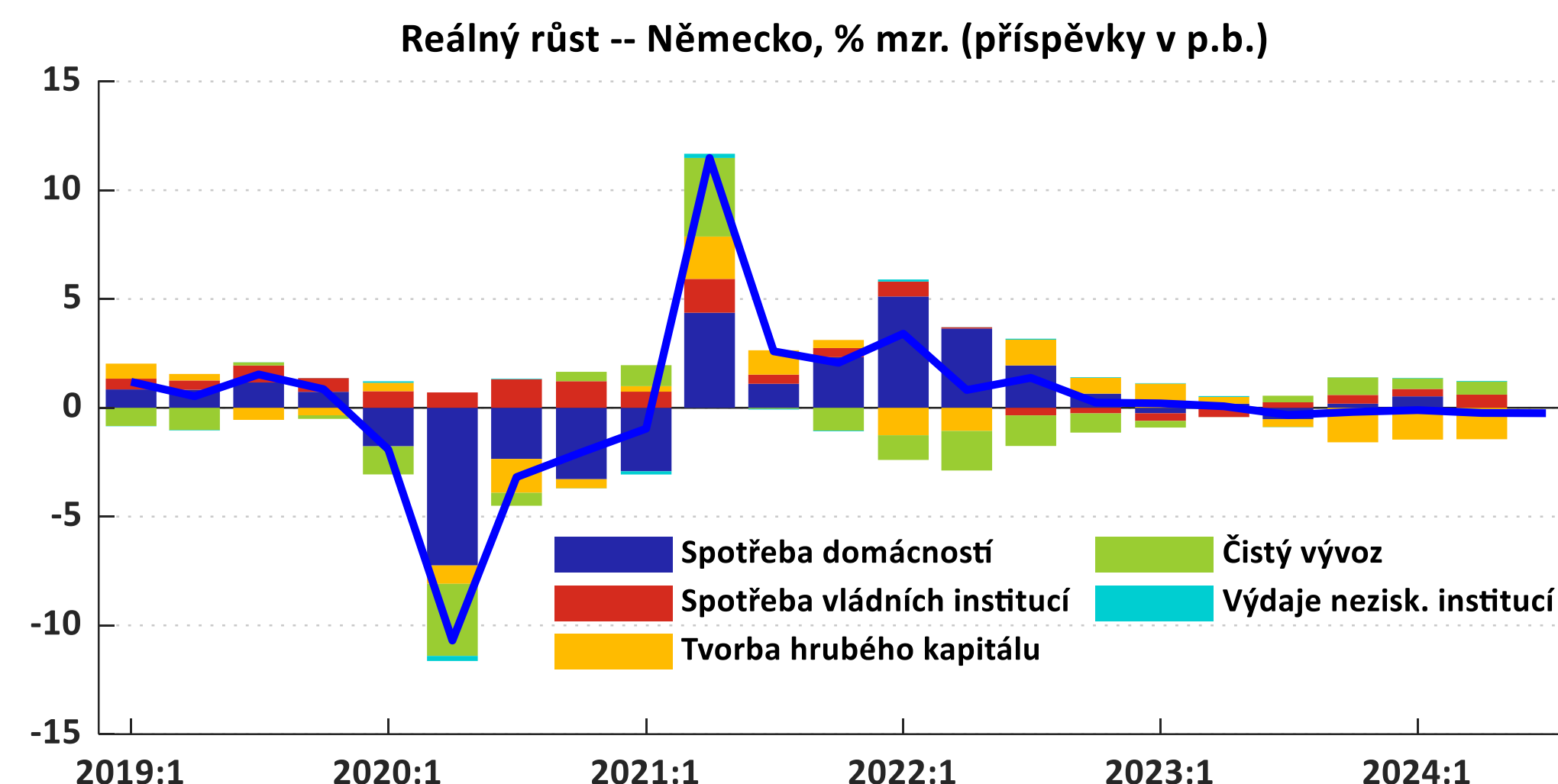


ECB na svém říjnovém zasedání snížila úrokové sazby o 25 b. b. na 3,25 % (depozitní sazba). Prognóza předpokládá pokračující pokles **tržních sazeb**, který je však **v prognóze mírnější než tržní očekávání** (expertní úprava). Finanční trhy očekávají výraznější pokles sazeb v reakci na pesimistický výhled vývoje reálné ekonomiky eurozóny.

Výhled růstu Německa a eurozóny



Zdroj: ECB

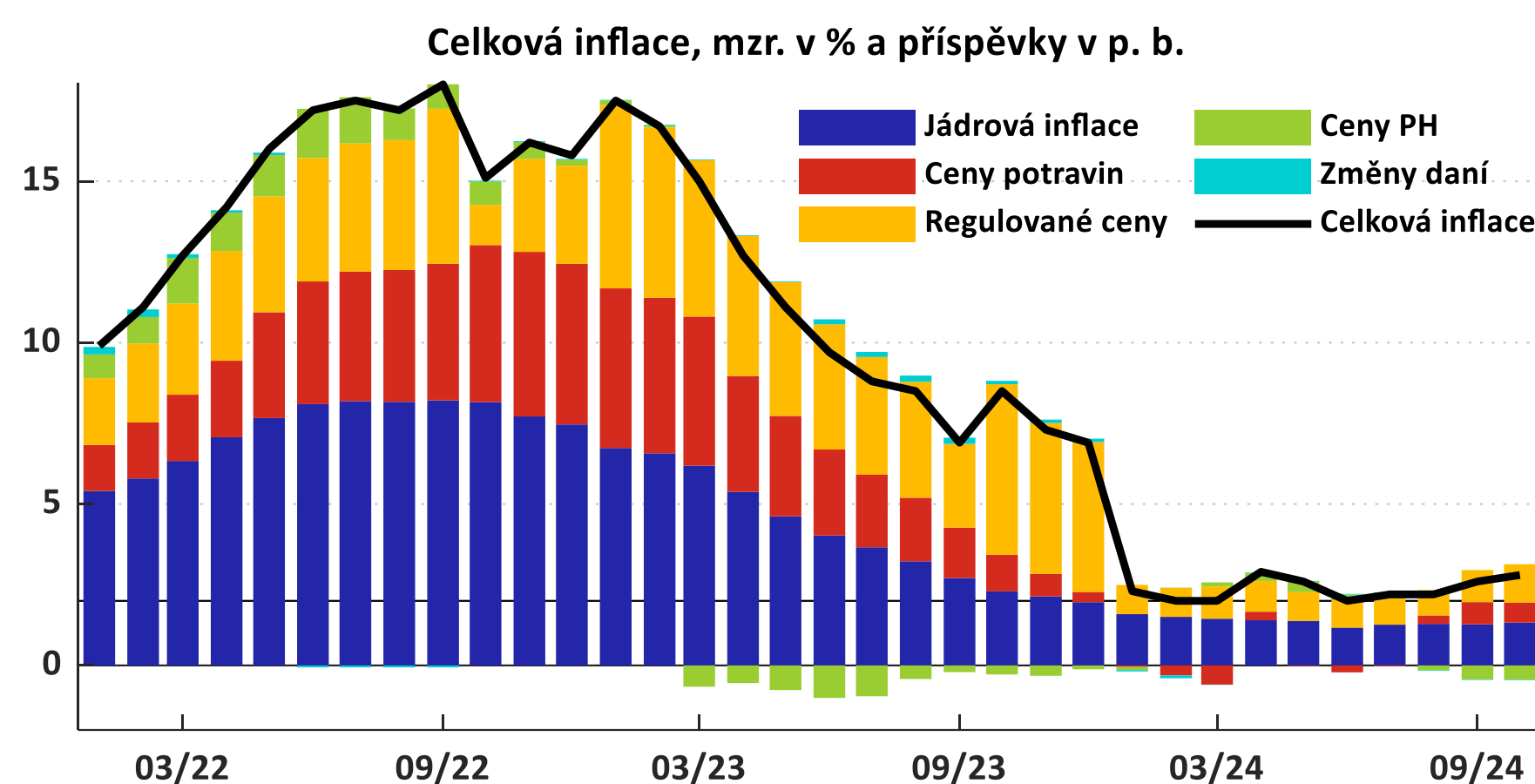


Reálný HDP Německa jako hlavního obchodního partnera ČR pokračuje v mírném poklesu, ve 3. čtvrtletí 2024 se mezitím snížil o 0,2 %. Německo čelí nejen cyklickým, ale i strukturálním problémům (stejně jako ČR).

Důvěra v **ekonomický růst Německa** se zhoršuje a **předstihové indikátory** naznačují riziko dalšího zpomalení (nově zřejmě i vlivem vládní krize a výsledků amerických voleb).

ECB ve svých prognózách postupně snižuje odhady růstu eurozóny a Německa.

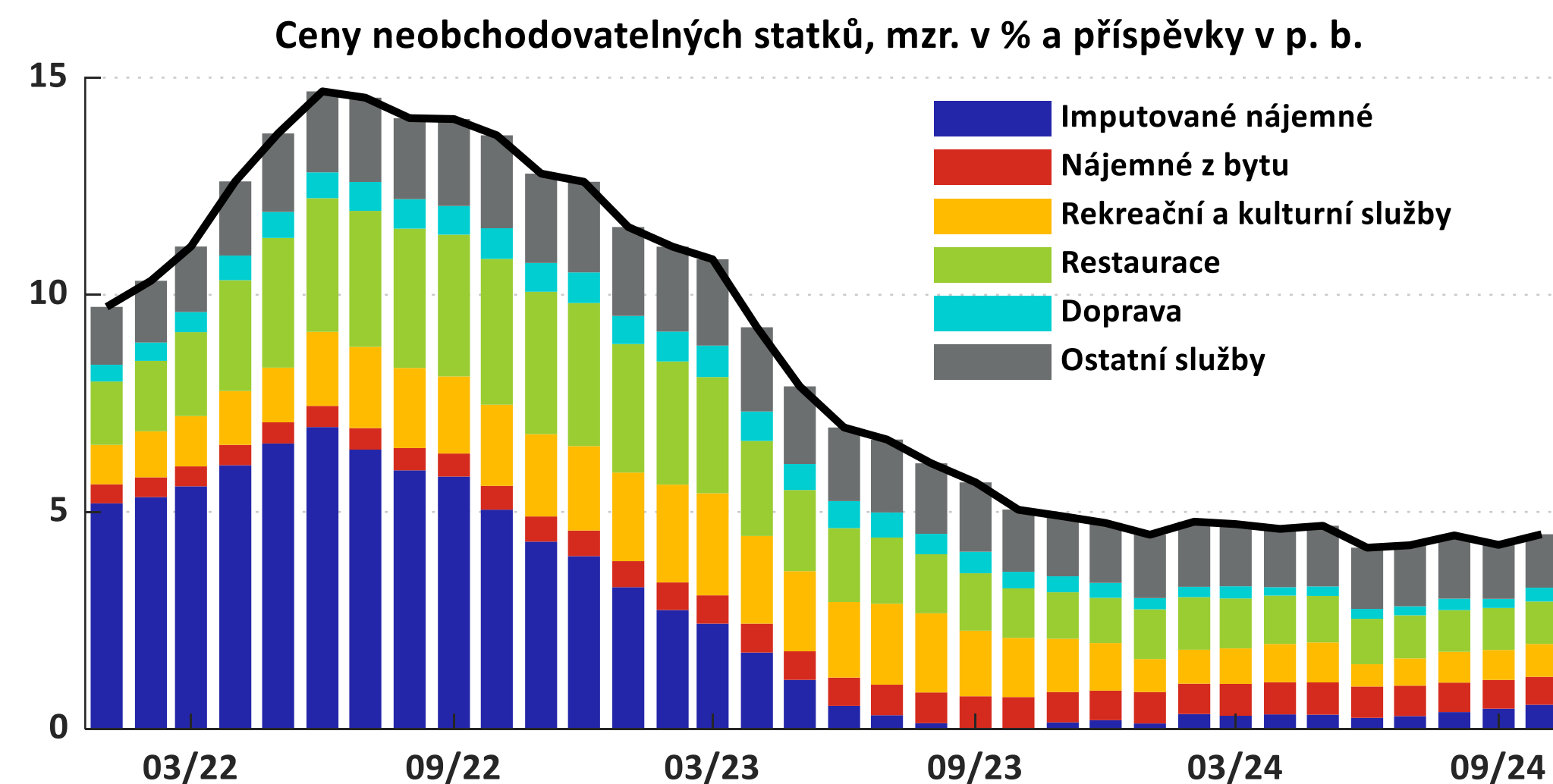
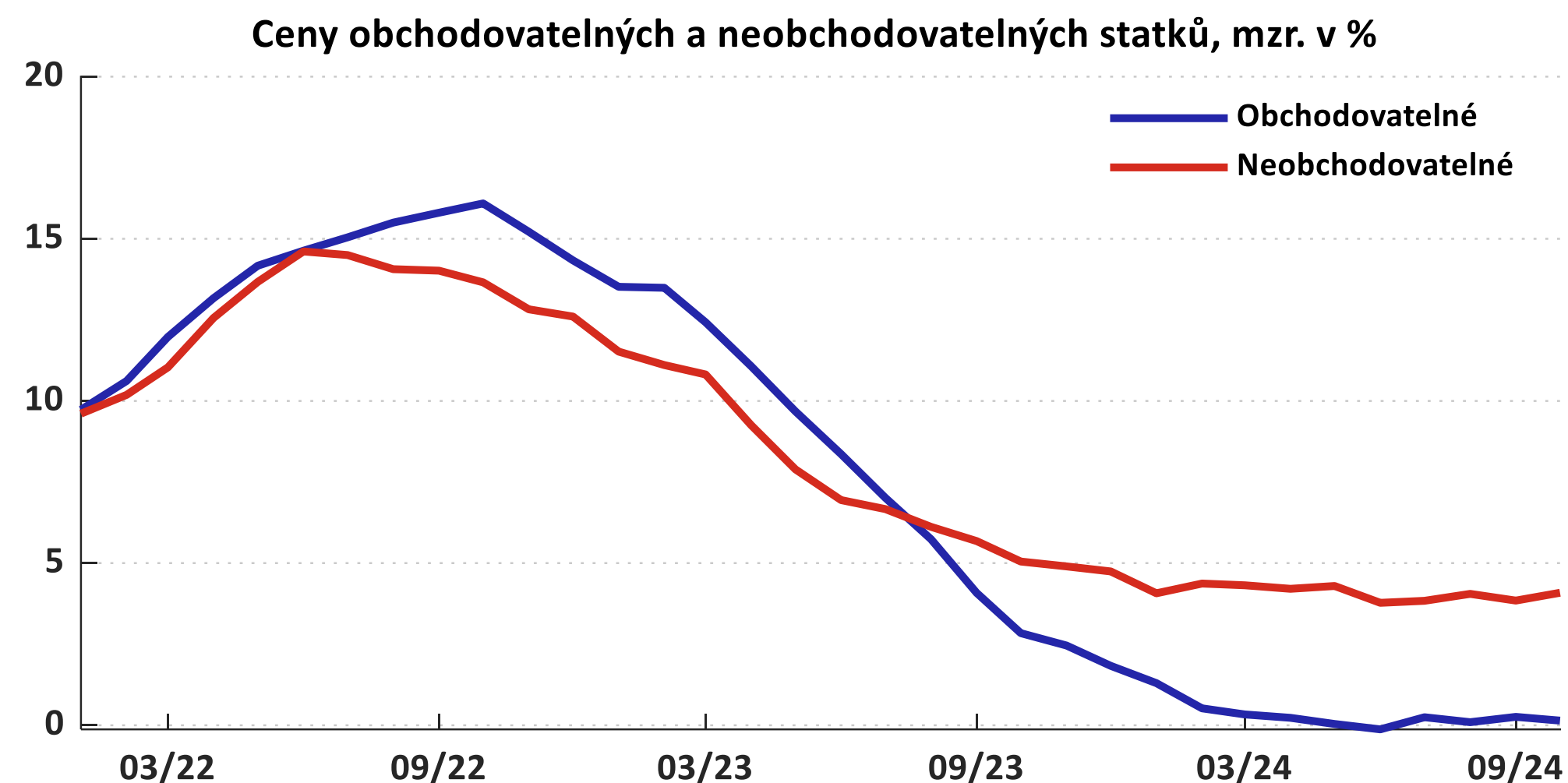
Inflace v ČR v říjnu 2024



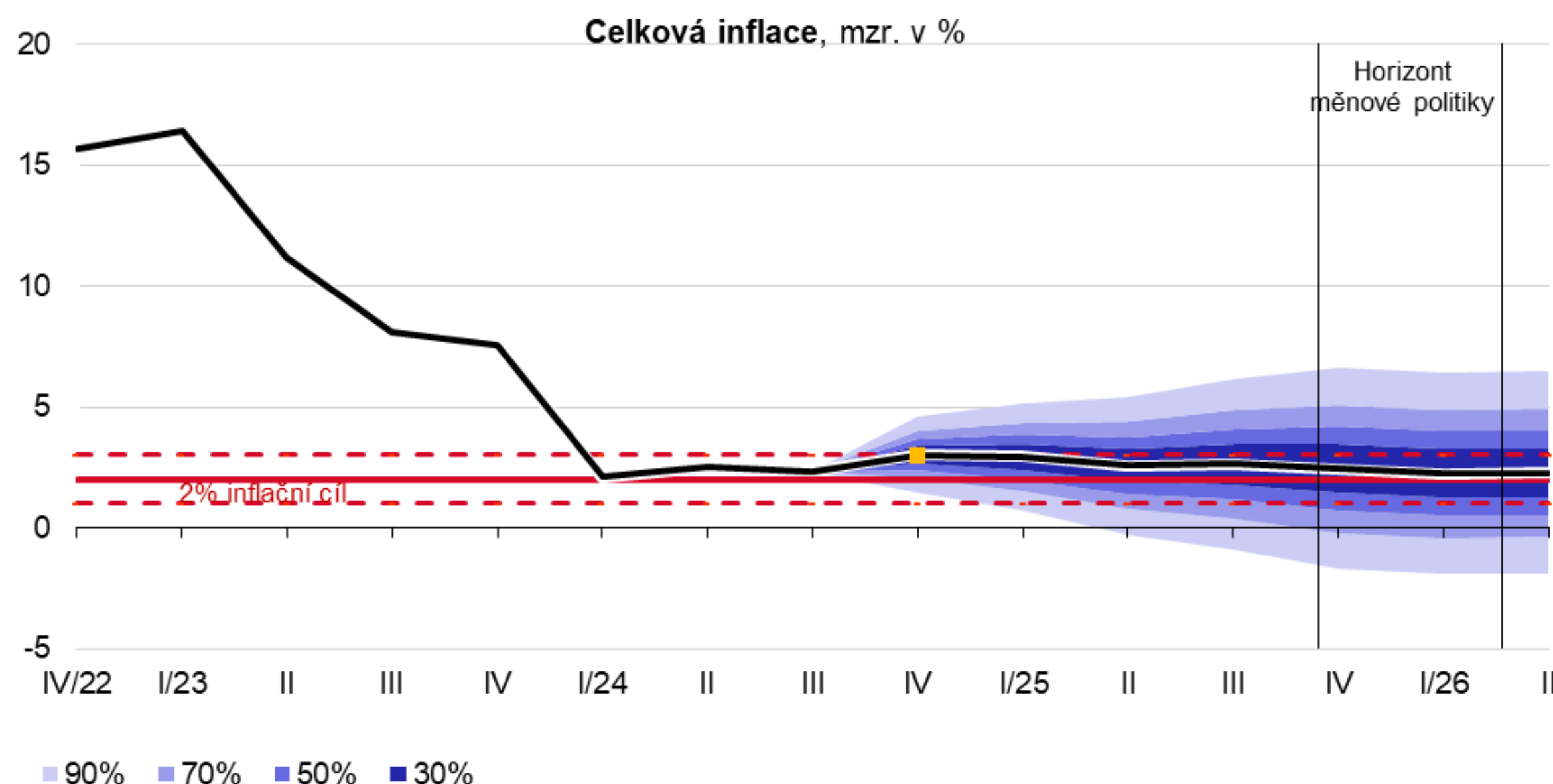
Meziroční růst spotřebitelských cen v říjnu dále lehce zrychlil zejména z důvodu růstu cen potravin.

Jádrová inflace zůstala přibližně stabilní. V jejím rámci lehce meziročně zpomalila dynamika **cen zboží**, když se snížil růst cen oděvů a prohloubil se meziroční pokles cen léků.

Růst **cen služeb** naopak mírně zrychlil především z důvodu citelného meziměsíčního zdražení v **letecké dopravě** a mírného zrychlení dynamiky **imputovaného nájemného**.



Celková inflace



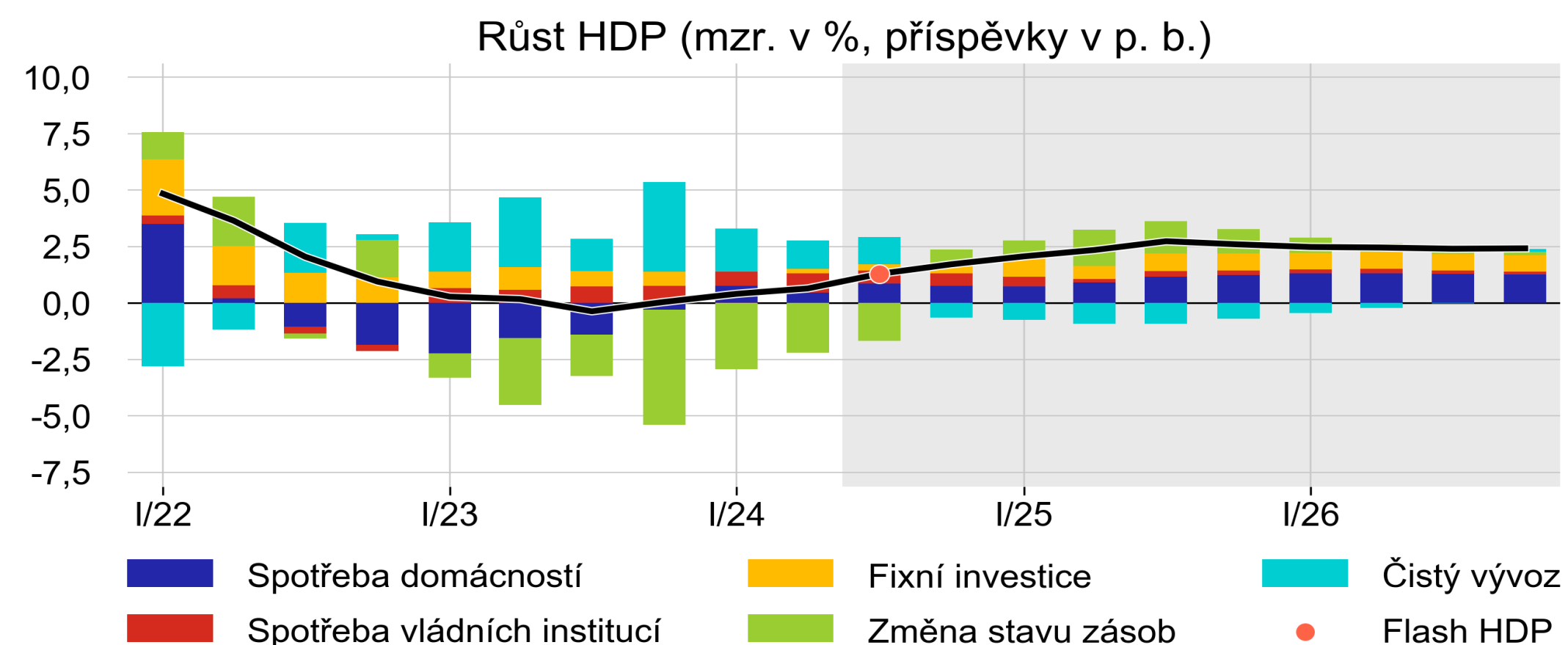
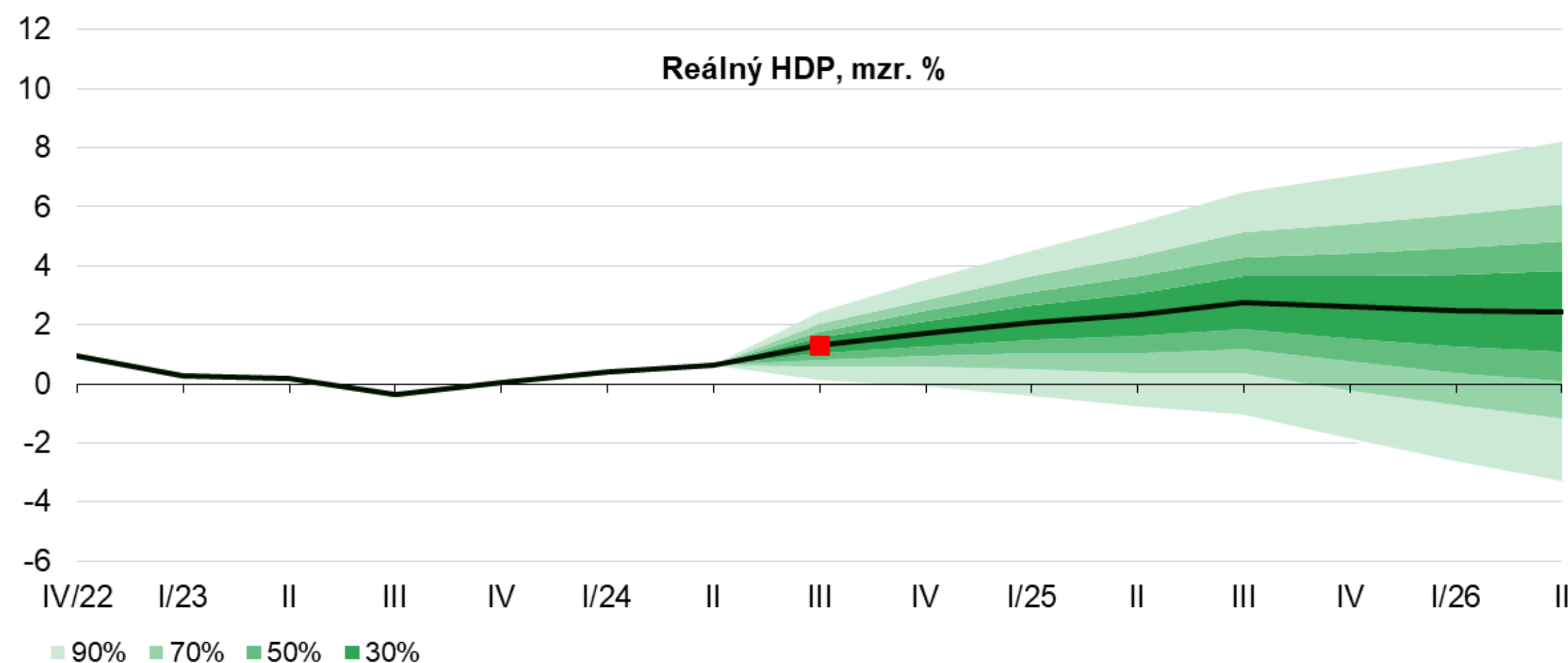
Inflace se bude na přelomu roku nacházet mírně nad horní hranicí tolerančního pásma inflačního cíle, následně se začne postupně snižovat k 2% cíli, v jehož blízkosti se bude nacházet na horizontu měnové politiky.

Za zrychlující inflací na konci roku stojí obnovený meziroční růst **cen potravin, nápojů a tabáku**, který v nejbližších měsících ještě zrychlí. To bude důsledkem efektů základny (touto dobou ceny potravin v minulém roce klesaly), ale též postupného průsaku zvýšených cen některých potravinářských komodit.

Celková inflace v říjnu (2,8 %) byla v souladu s prognózou.

Celková inflace ve 4. čtvrtletí 2024 a na horizontu měnové politiky				
říjen 2024	listopad 2024	prosinec 2024	4. čtvrtletí 2025	1. čtvrtletí 2026
2,8 %	2,9 %	3,3 %	2,4 %	2,2 %

Reálná ekonomická aktivita



Reálný růst se letos zvolna obnovuje a v příštím roce jeho dynamika citelně zrychlí.

V celoročním úhrnu letos **reálný HDP** vzroste o 1 % a stále se bude nacházet pod svým potenciálem. V příštím roce jeho růst zrychlí na 2,4 %.

K reálnému oživení výrazně přispěje růst **spotřeby domácností** podpořený solidní dynamikou reálných mezd a postupně i zrychlující růst **investic**.

Ekonomická expanze bude naopak dočasně bržděna **čistým vývozem**, a to i přes oživený růst zahraniční poptávky.

Podle rychlého odhadu vzrostl HDP ve 3. čtvrtletí mizr. o 1,3 %, a byl tak v souladu s prognózou.

Trh práce

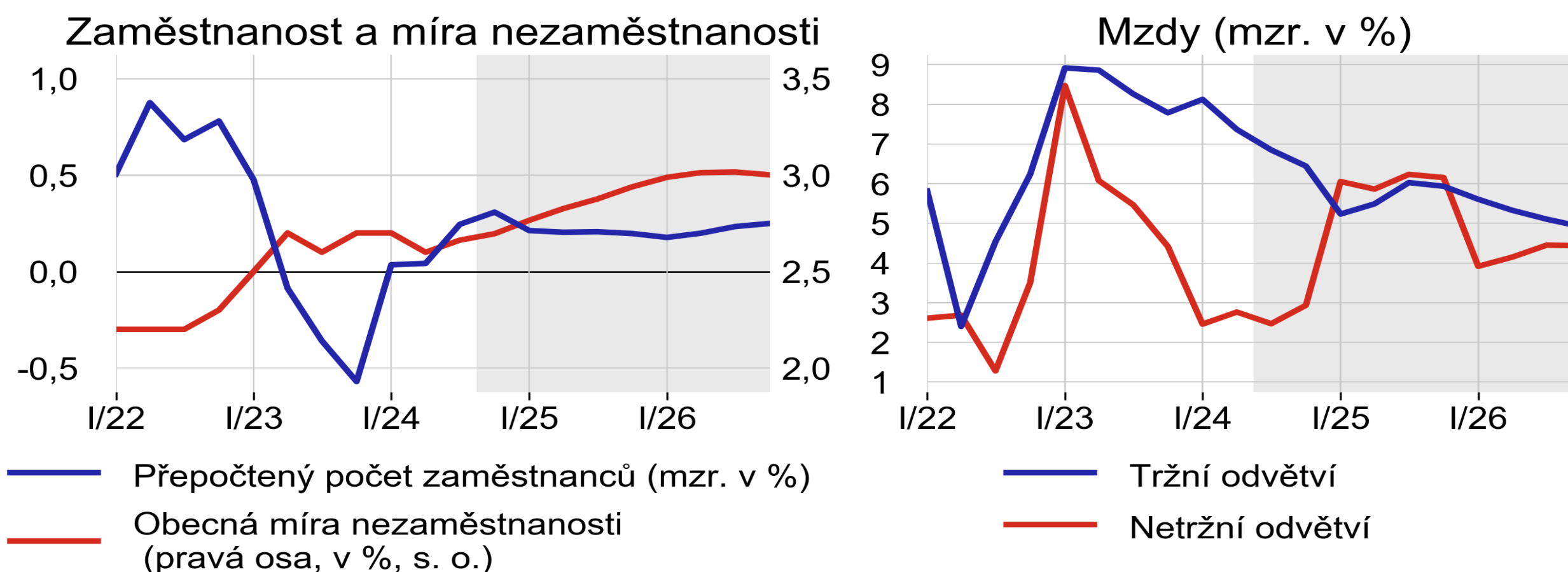
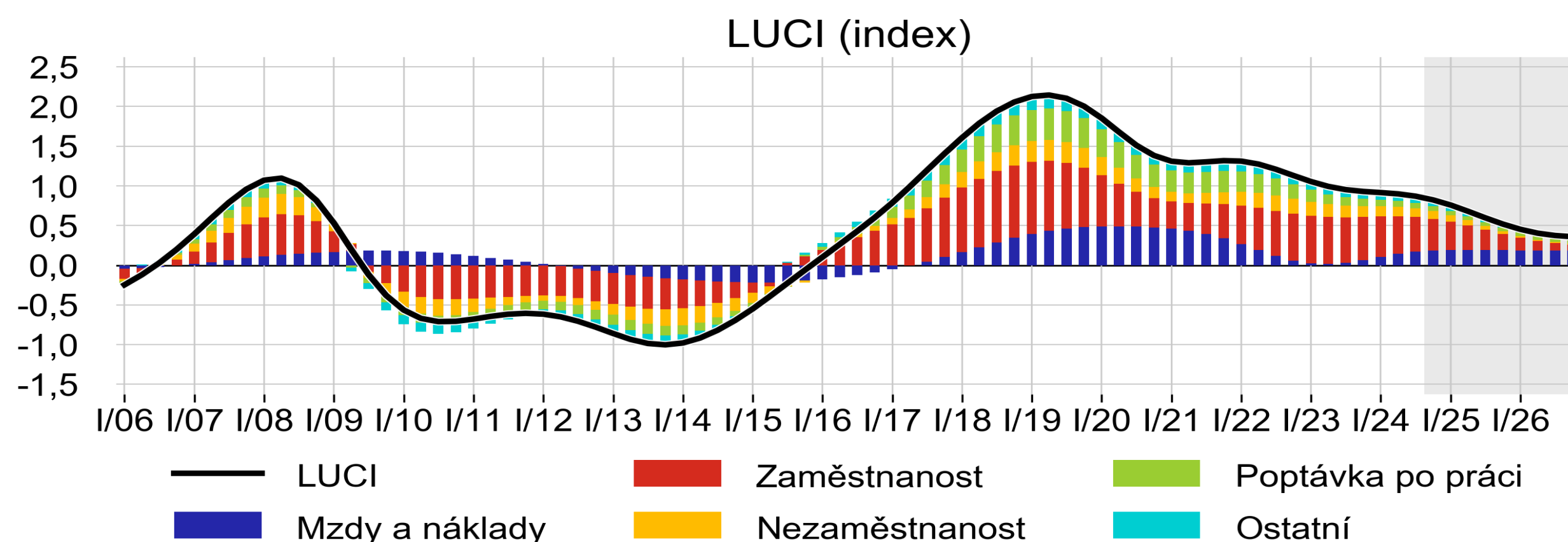
Napětí na trhu práce se pohledem indikátoru **LUCI** bude dále snižovat.

Zaměstnanost mírně poroste, **nezaměstnanost** se bude zvyšovat jen pozvolna.

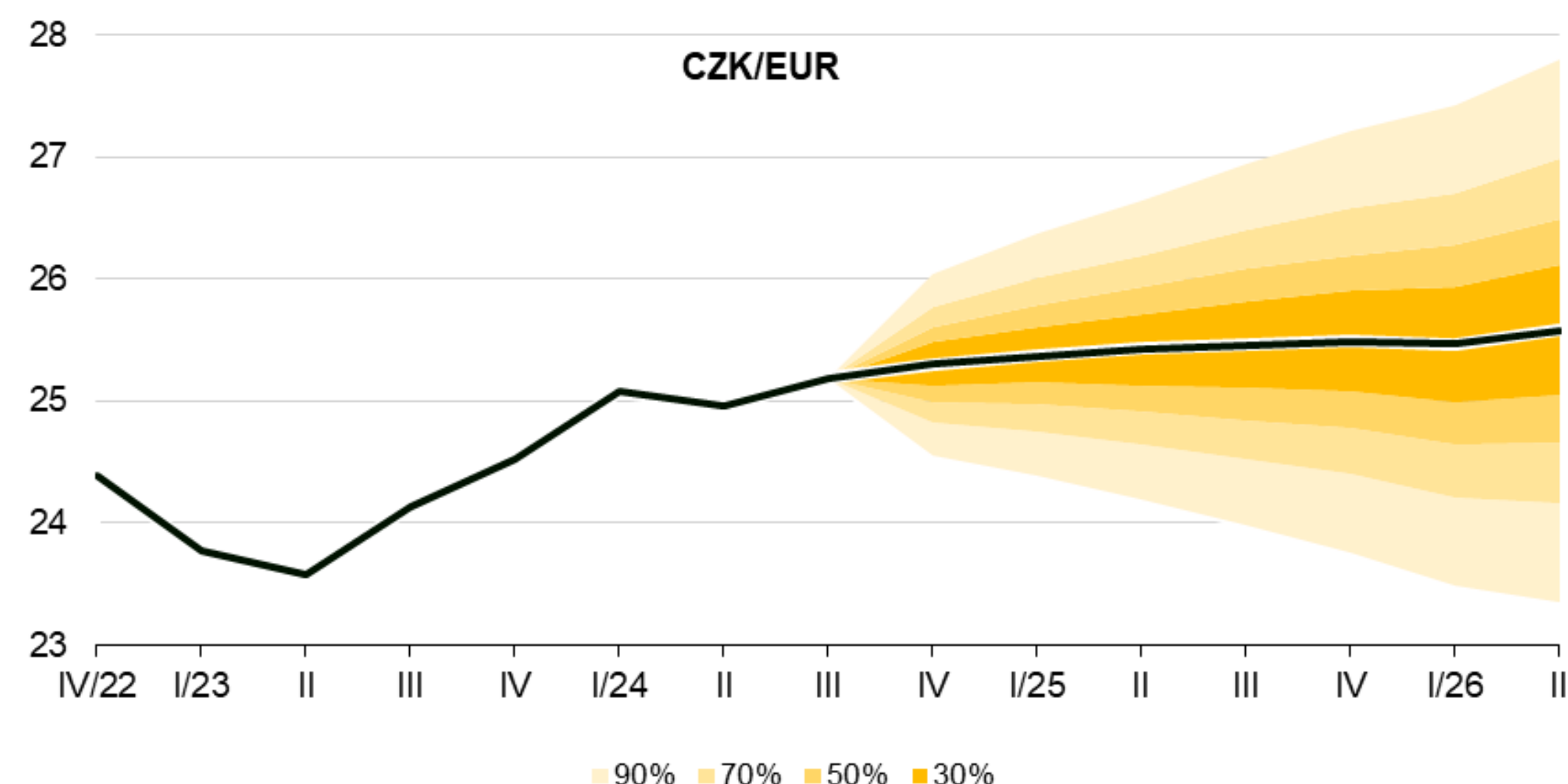
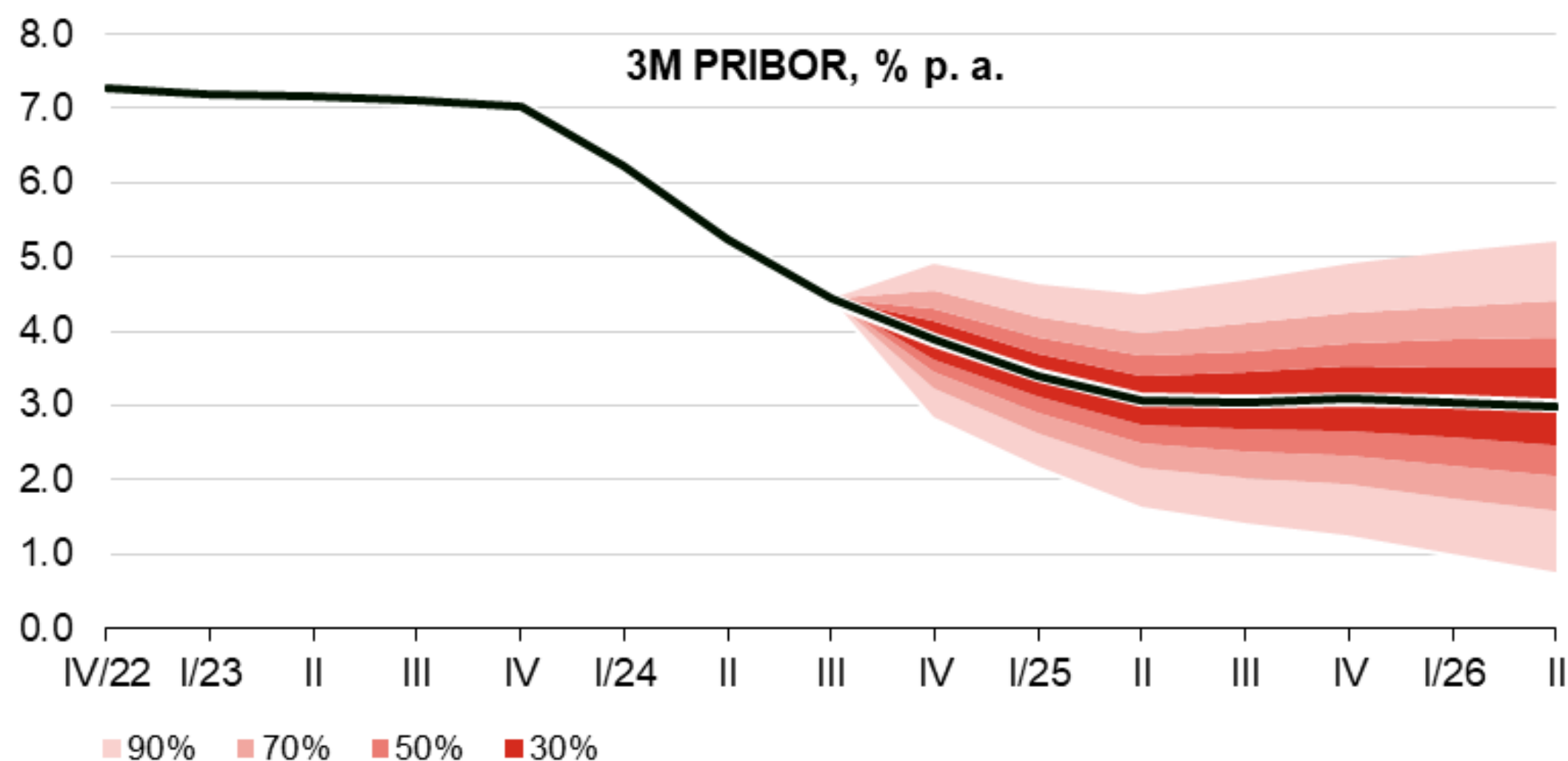
Meziroční růst **tržních mezd** bude pozvolna zpomalovat směrem k dlouhodobě udržitelnému tempu.

Prognóza počítá se zvýšením **minimální mzdy** až na 47 % průměrné mzdy v následujících 5 letech, což mj. přechodně zvýší mezičtvrtletní růst mezd počátkem let 2025 a 2026.

V **netržních odvětvích** prognóza zahrnuje zvýšení **platů** ve veřejné sféře od ledna 2025 a také legislativní změny u kaskády zaručených platů.



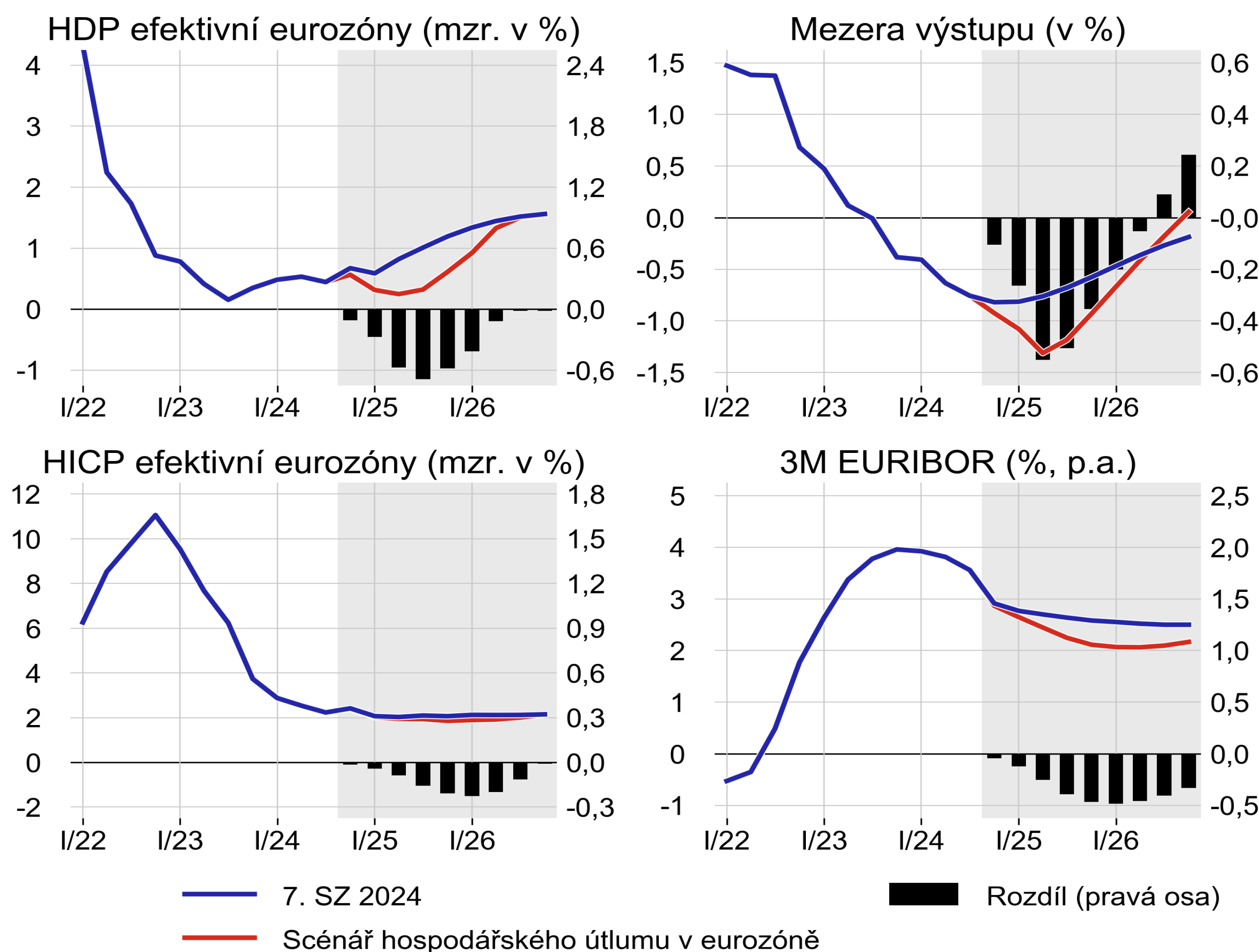
Sazby a kurz



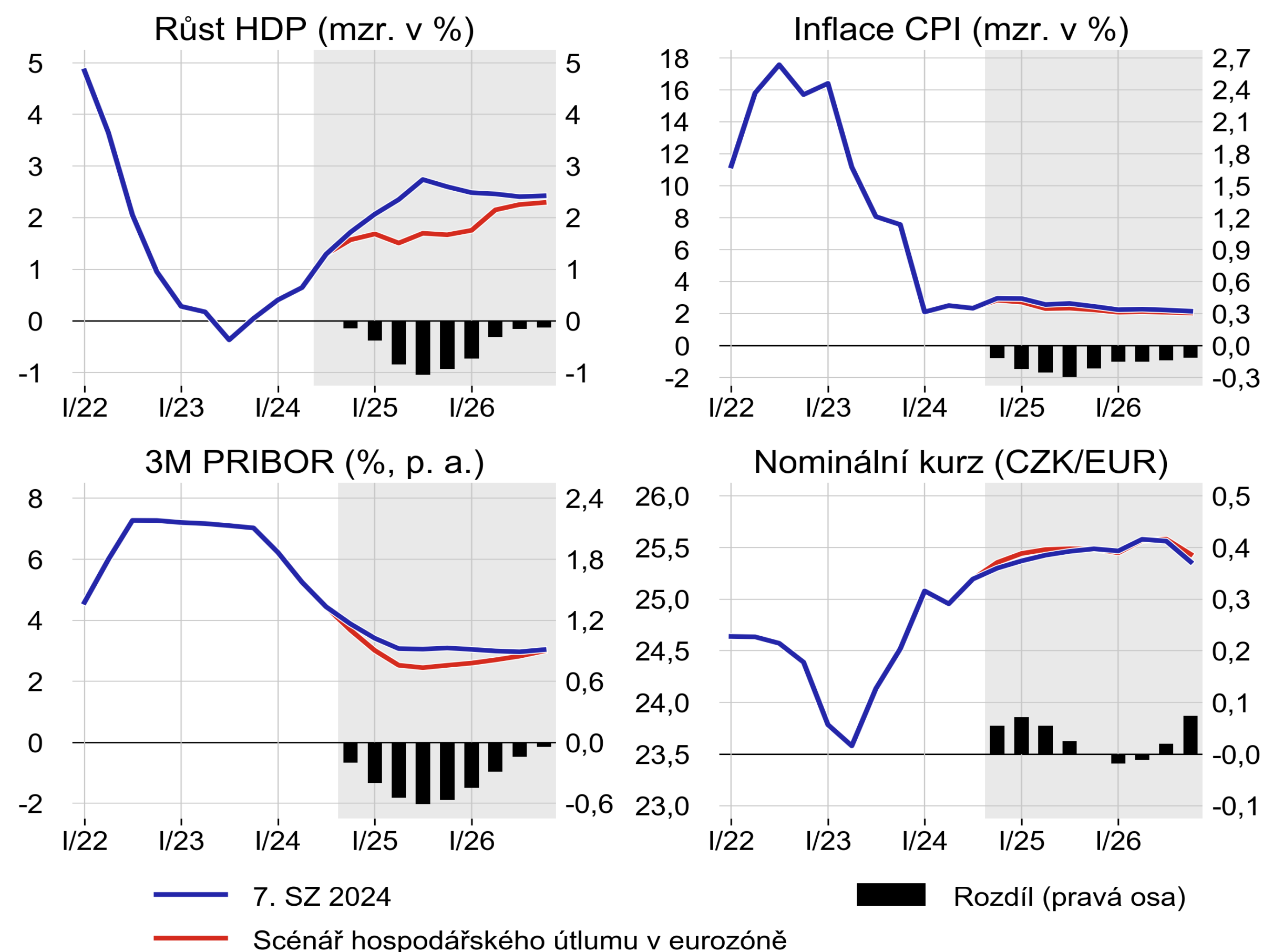
S prognózou je konzistentní zpočátku pokračující **pokles tržních úrokových sazeb**, po kterém budou od poloviny roku 2025 sazby přibližně stabilní. Sazby v reálném vyjádření zůstávají přísné a prostor pro pokles nominálních sazeb vytváří i pokračující měnové uvolňování ze strany ECB.

Kurz koruny bude postupně lehce oslabovat na pozadí klesajícího přebytku obchodní bilance a zpomalení tempa reálného rovnovážného zhodnocování. Ke slabší koruně v první polovině roku 2025 přispěje i snižující se úrokový diferenciál vůči eurozóně.

Scénář hospodářského útlumu v eurozóně – předpoklady



Scénář hospodářského útlumu v eurozóně – dopady



Děkuji za pozornost

Tomáš Holub

člen bankovní rady ČNB

tomas.holub@cnb.cz

