
ČSE debatuje: Covid, Green Deal, Ukrajina – Kam kráčí český „autoland“?

Petr Král, ředitel sekce měnové
Online panelová diskuze ČSE

Praha, 24. května 2022



Obsah

- 1. Současná ekonomická situace**
2. Aktuální prognóza ČNB (Zpráva o měnové politice – jaro 2022)
3. Rizika a nejistoty prognózy a poslední rozhodnutí bankovní rady
4. Dlouhodobější úvahy nad rámec cyklu

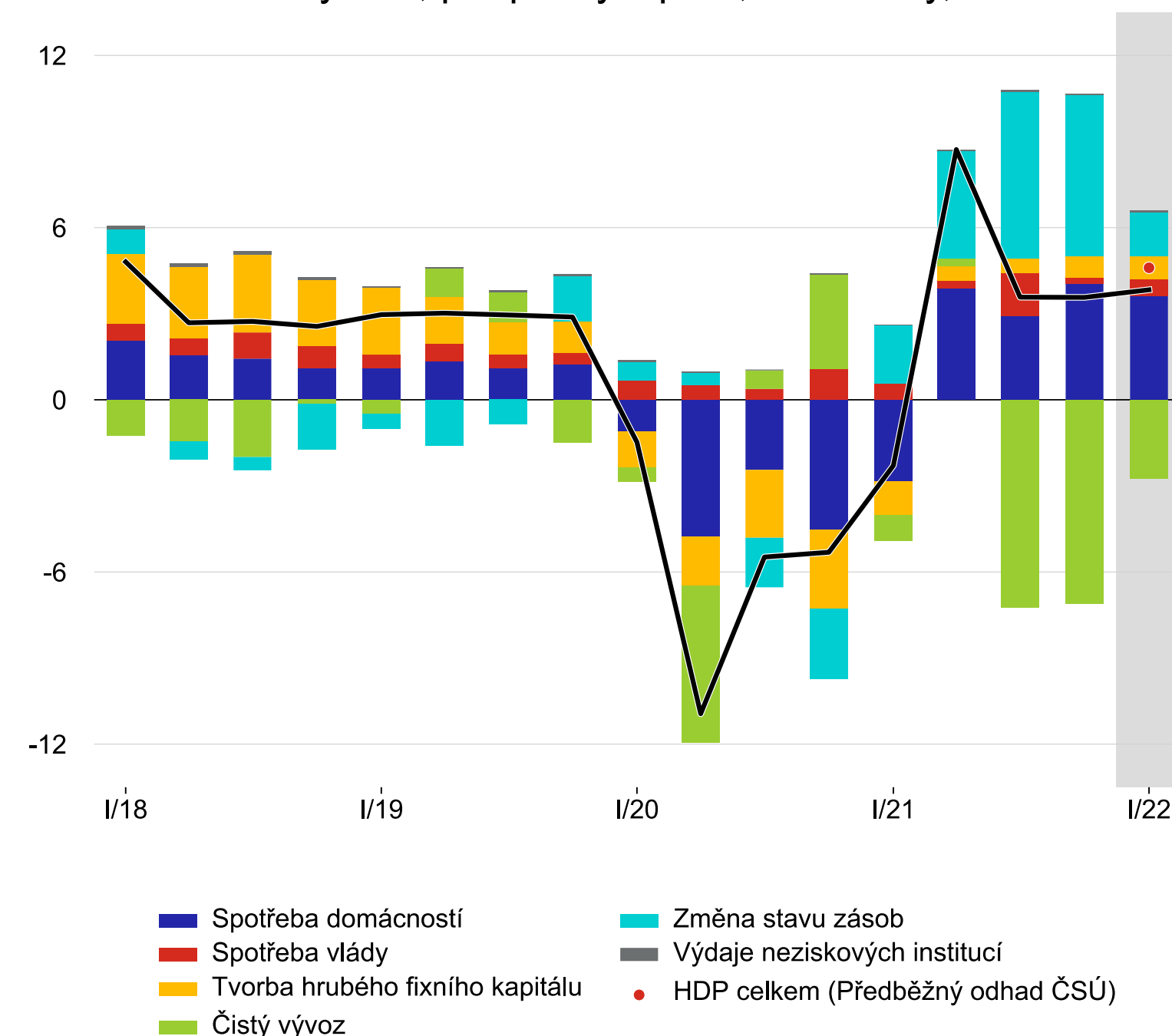


Reálná aktivita

- Česká ekonomika se v loňském roce po pandemickém útlumu vrátila na růstovou trajektorii, když meziročně vzrostla o 3,3 %.
- Meziroční růst HDP v prvním čtvrtletí 2022 dosáhl (flash odhad) 4,6 %, tedy o 0,8 p. b. více, než očekávala prognóza.
- K růstu přispěla dle ČSÚ zejména **spotřeba domácností a tvorba hrubého kapitálu**.
- V opačném směru působil **čistý vývoz**:
 - přetrvávající negativní vliv utlumené zahraniční poptávky
- Na českou ekonomiku nadále značně negativně dopadají **problémy v globálních dodavatelských řetězcích**, které brzdí exportní výkonnost a vedou k hromadění nedokončené produkce, především v průmyslu.
- Tuzemská ekonomika již několik čtvrtletí **operuje nad svým potenciálem** a vykazovala dosud jasné **známky přehřívání**.
- Zpomalení hospodářského růstu v letošním roce povede k rychlému uzavření kladné mezery výstupu a následně **se ekonomika dostane přechodně pod svůj potenciál**.

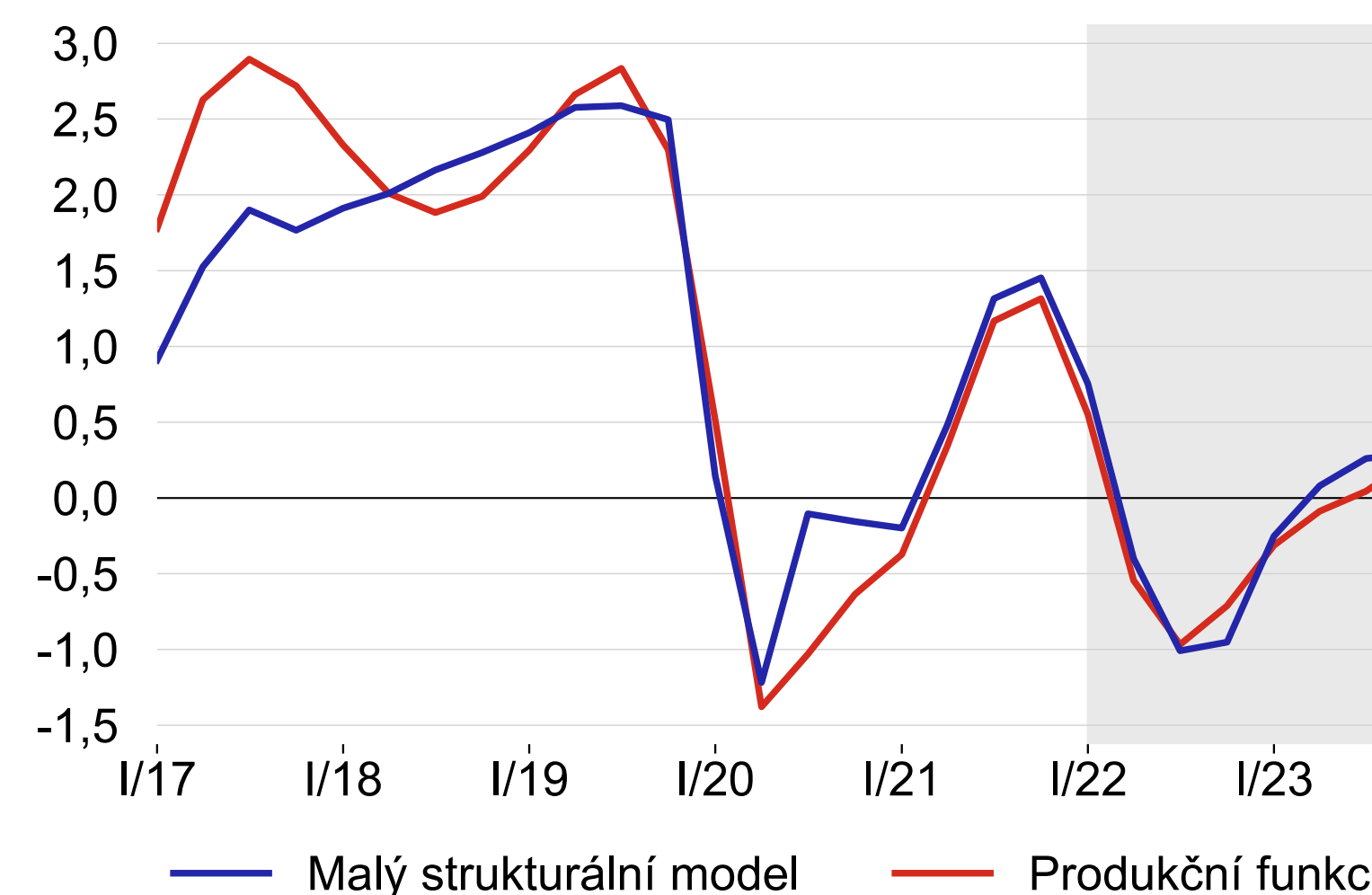
Struktura růstu HDP

meziroční změny v %, příspěvky v p. b., stálé ceny, sezonně očištěno



Mezera výstupu

v % potenciálního produktu

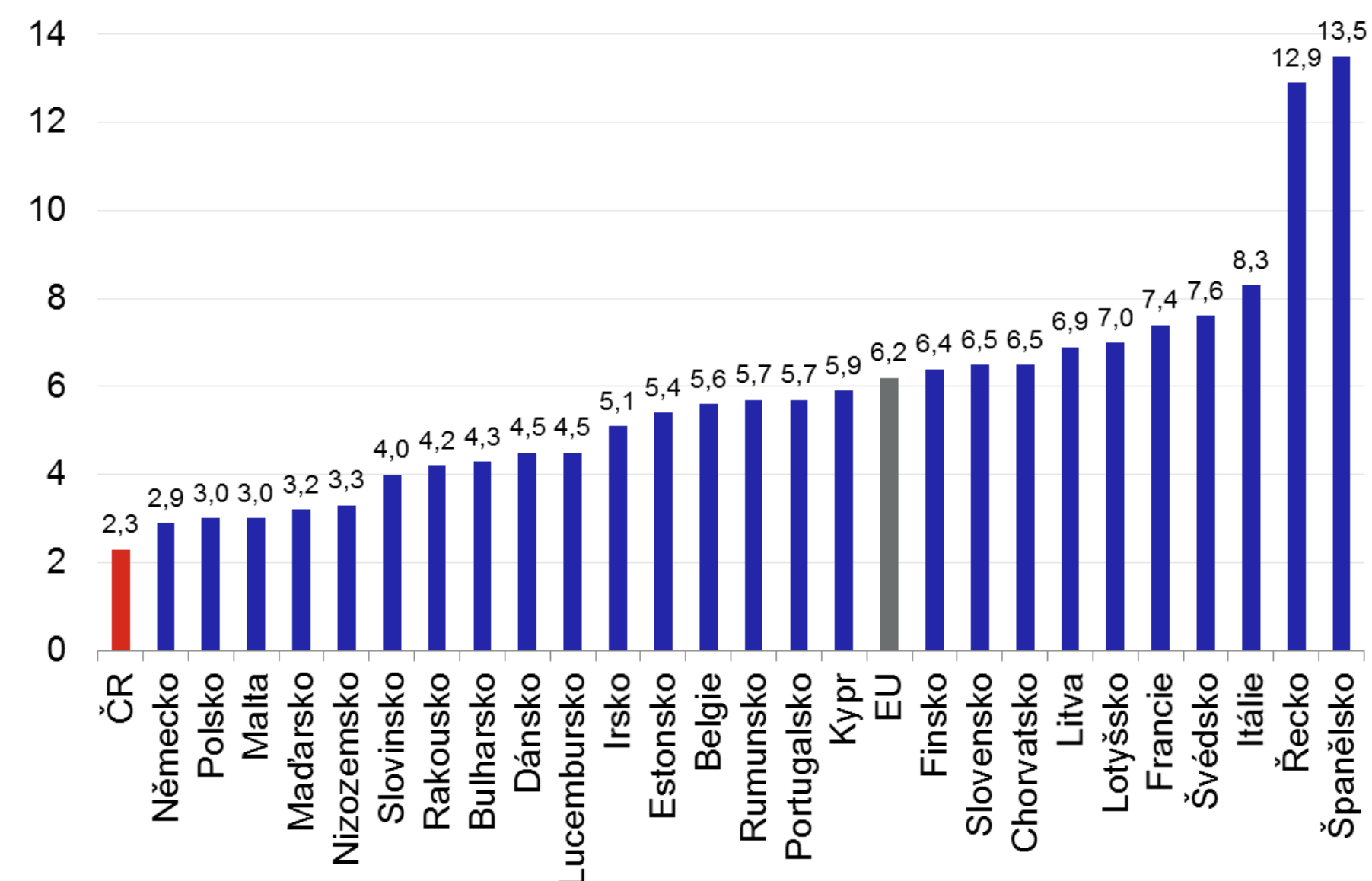


Trh práce

- Vyčerpaný trh práce je dalším symptomem donedávna stupňujícího se přehřívání ekonomiky.
- To potvrzuje index LUCI, který se již několik let nachází značně **nad svou rovnovážnou úrovní**.
- ČR má dlouhodobě **nejnižší míru nezaměstnanosti** napříč zeměmi EU.
- Migrační toky v souvislosti s **válkou na Ukrajině** mají **podstatný vliv** na tuzemský trh práce.

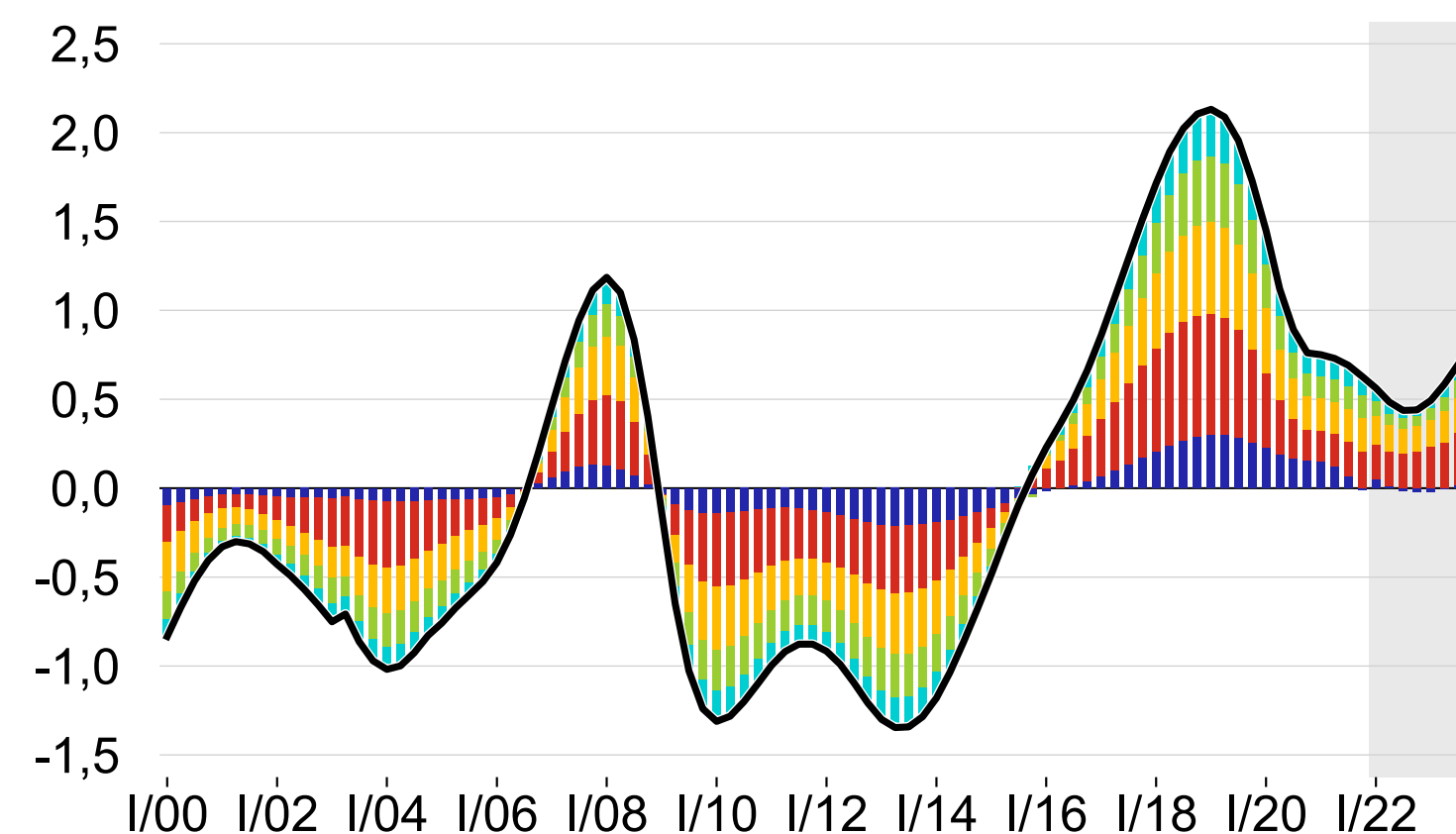
Mezinárodní srovnání obecné míry nezaměstnanosti

v % aktivní populace, sezónně očištěno, březen 2022, data z Eurostatu



Index LUCI – souhrnný ukazatel trhu práce

vertikální osa ukazuje odchylky od rovnovážné úrovně

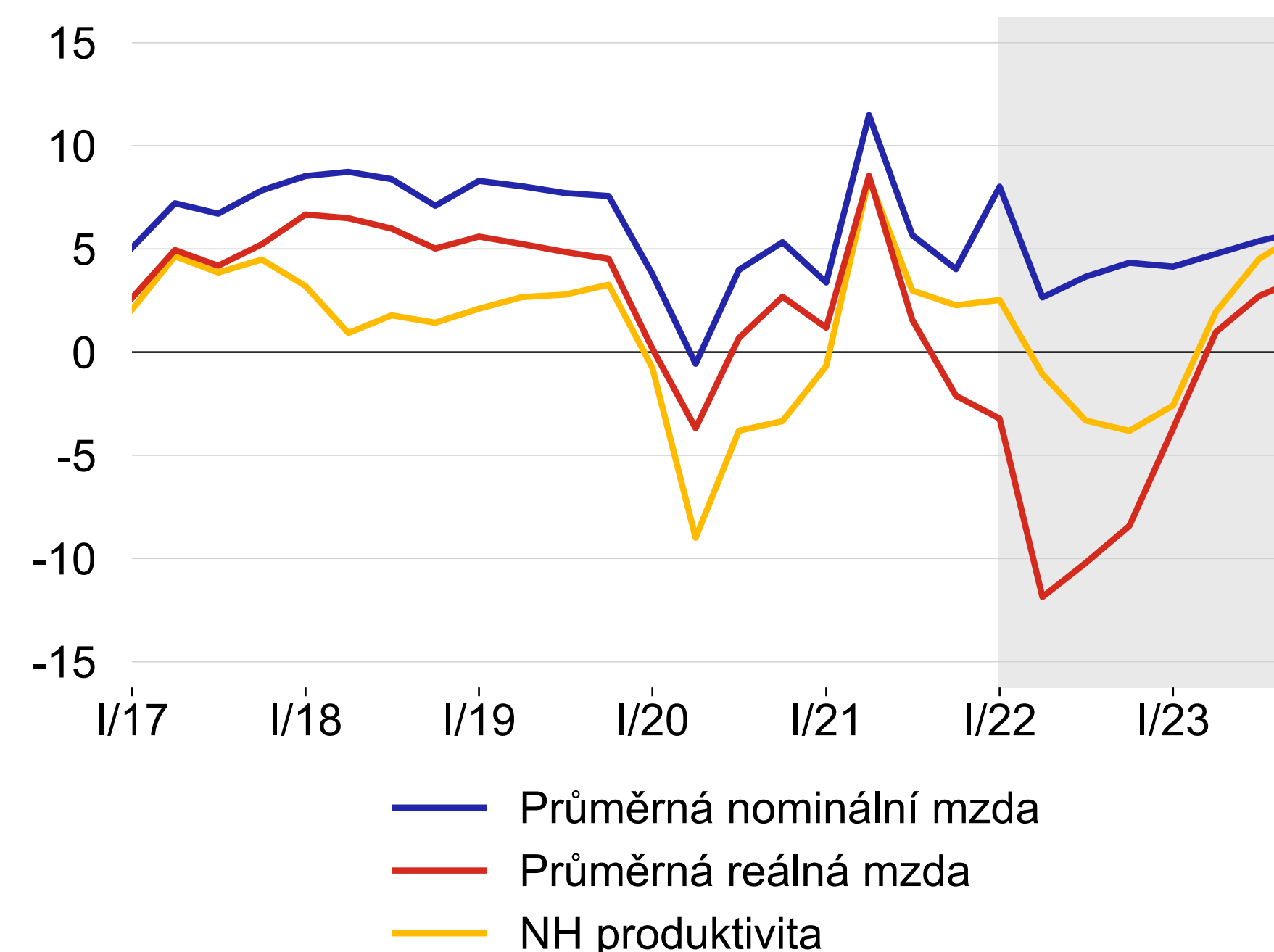


Mzdy a produktivita

- Mzdový vývoj byl v minulých letech ovlivněn **jednorázovými faktory**, které znatelně rozkolísaly mzdovou dynamiku.
- **Růst nominálních mezd v souvislosti s pandemií zpomalil**, ale zůstal solidní v návaznosti na silnou poptávku po práci.
- **Reálné mzdy však** v souvislosti rychlým růstem cen ve 4. čtvrtletí 2021 poklesly a pokles je očekáván i v celém letošním roce.

Mzdy a produktivita

meziroční změny v %, NHPP sezonně očištěna

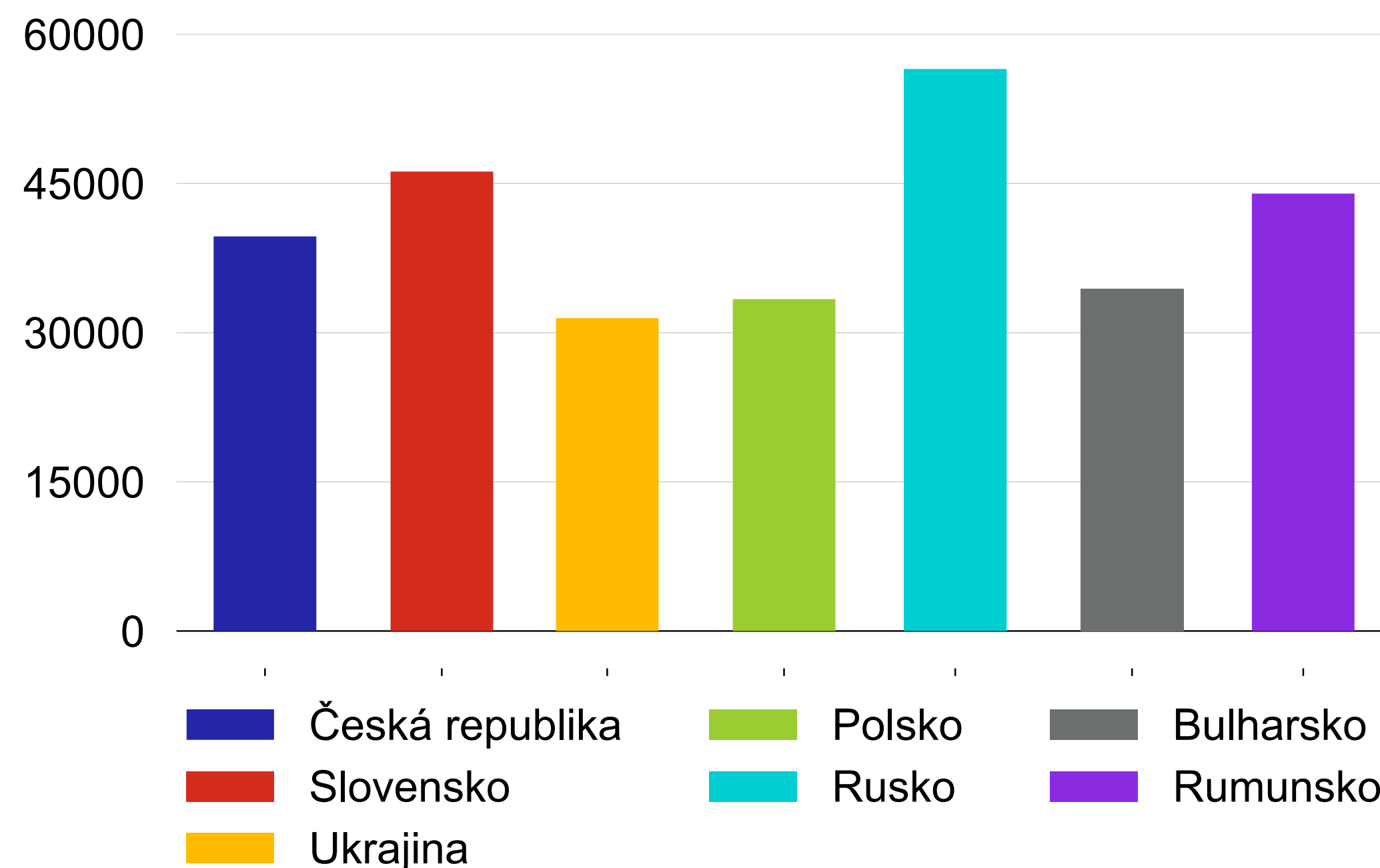


Ukrajinci na českém trhu práce

- Ukrajinci představují významnou část zahraničních pracovníků v ČR
- Ukrajinci v ČR vydělávají v průměru méně než pracovníci z jiných států a tuzemci, neboť ve větší míře pracují v profesích s nižší mzdovou úrovní:
 - jejich mzdy v daných profesích jsou ale velmi podobné mzdám českých pracovníků
- Ve struktuře uprchlíků z Ukrajiny v souvislosti s válkou **převažují ženy.**
- Příjezd velkého počtu Ukrajinců do ČR bude v budoucnu **snižovat růst mezd** vzhledem k:
 - vlivu složení – Ukrajinci pravděpodobně budou (alespoň v počátku) zabírat místa v dolním konci mzdového spektra
 - větší konkurenci na trhu práce – vyšší nabídka práce v ČR bude snižovat v současné době vysoké napětí na trhu práce.

Průměrná měsíční mzda v ČR podle národnosti

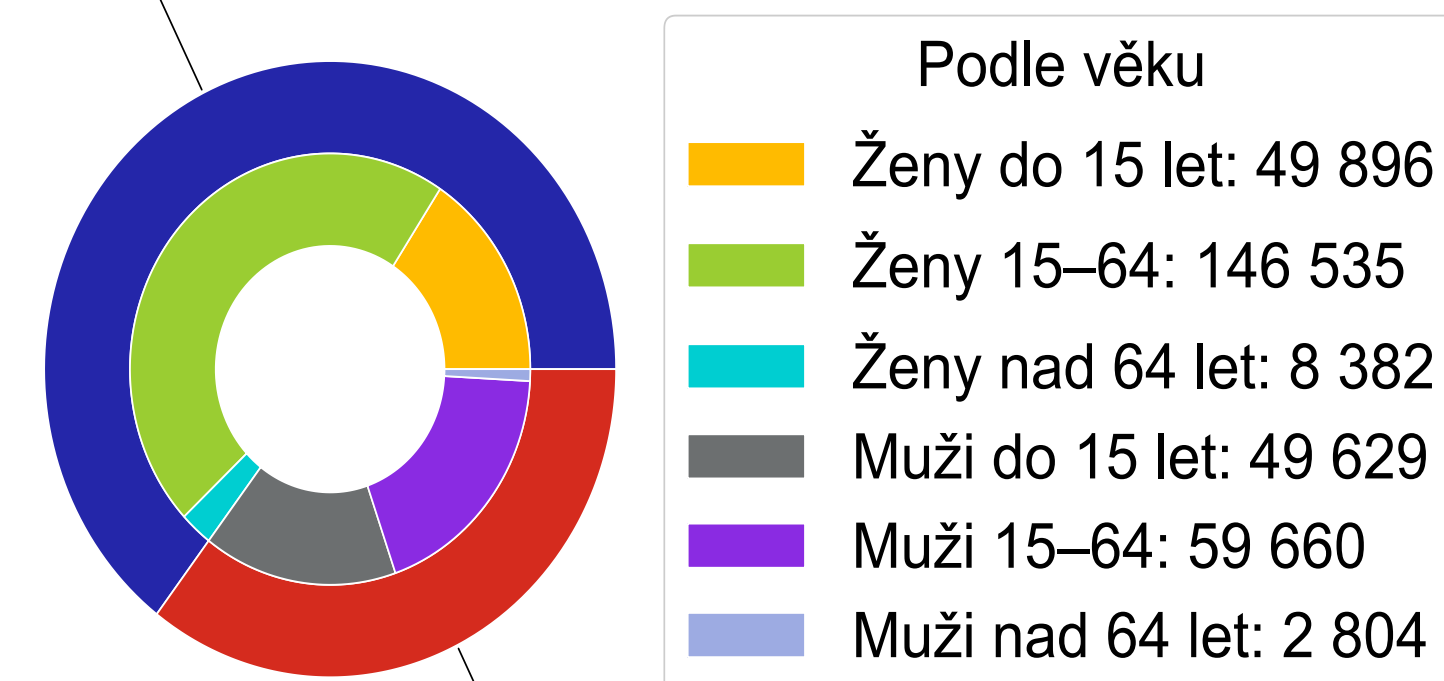
(Údaje za rok 2021, pramen MPSP)



Struktura uprchlíků z Ukrajiny

(absolutní počty k 29.4. 2022, pramen MV ČR)

Ženy celkem: 204 813

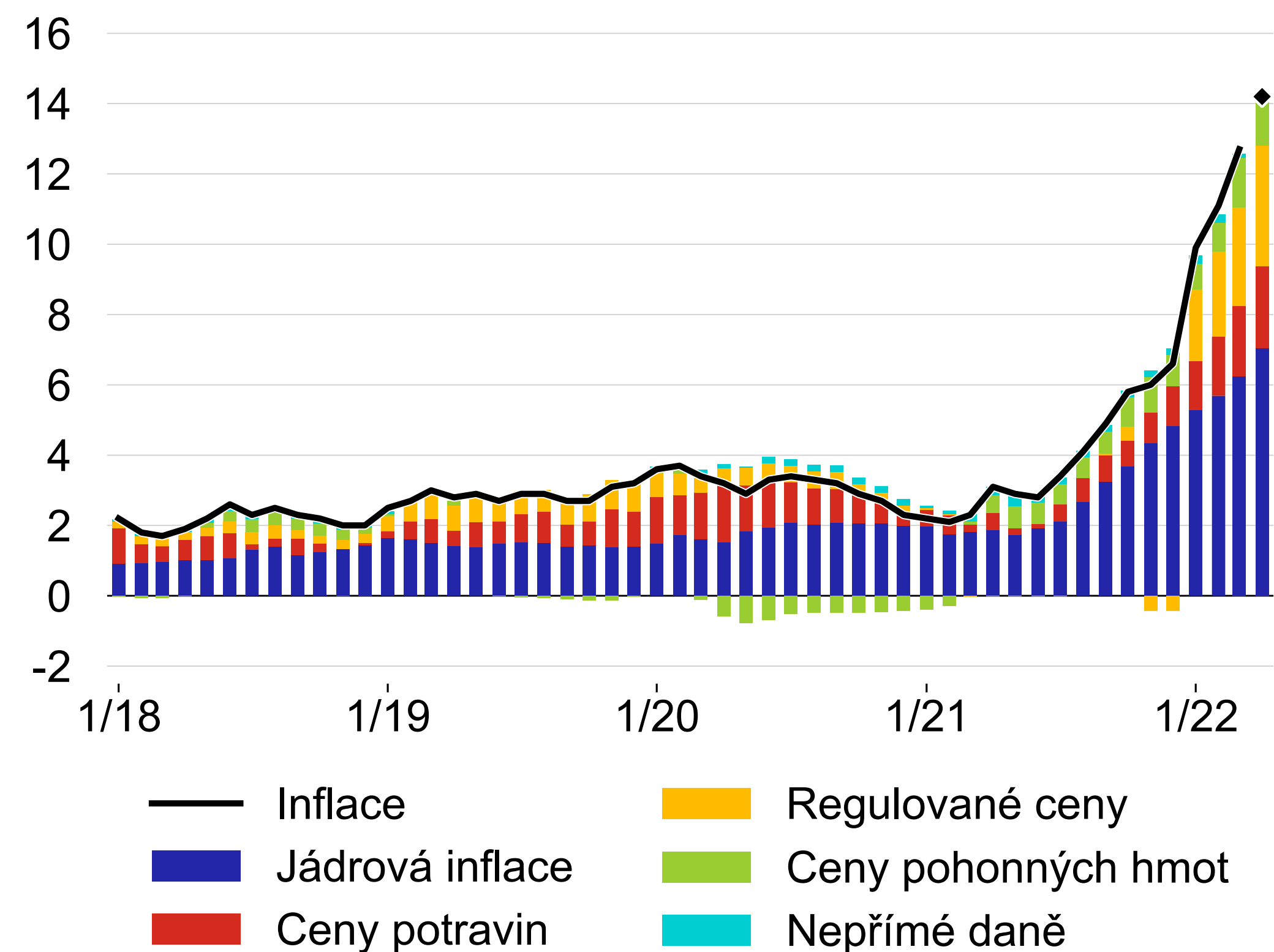


Inflace

- Inflace se vlivem nabídkových a poptávkových faktorů od druhé poloviny 2021 výrazně **vzdaluje od 2% inflačního cíle**.
- V dubnu 2022 dosáhla **14,2 %** (meziročně) a byla oproti prognóze **mírně vyšší**.
- **Zrychlování jádrové inflace** reflektuje mimořádný růst domácích i zahraničních nákladů na pozadí silné poptávky. Značný a rostoucí příspěvek má i imputované nájemné.
- Vysoký růst **regulovaných cen** odráží skokovou dynamiku cen energetických surovin vedoucí k výraznému zdražení energií (plus obnovení DPH na elektřinu a plyn od ledna).
- Růst **cen potravin** zrychluje, když se k poptávkovým tlakům přidává zdražování světových cen agrárních komodit.
- **Ceny pohonných hmot** rostou vysokým tempem z důvodu růstu světových cen ropy.
- K sílícím cenovým a nákladovým tlakům významně přispívá **válka na Ukrajině**.

Struktura inflace

meziroční změny v %, příspěvky v p. b.

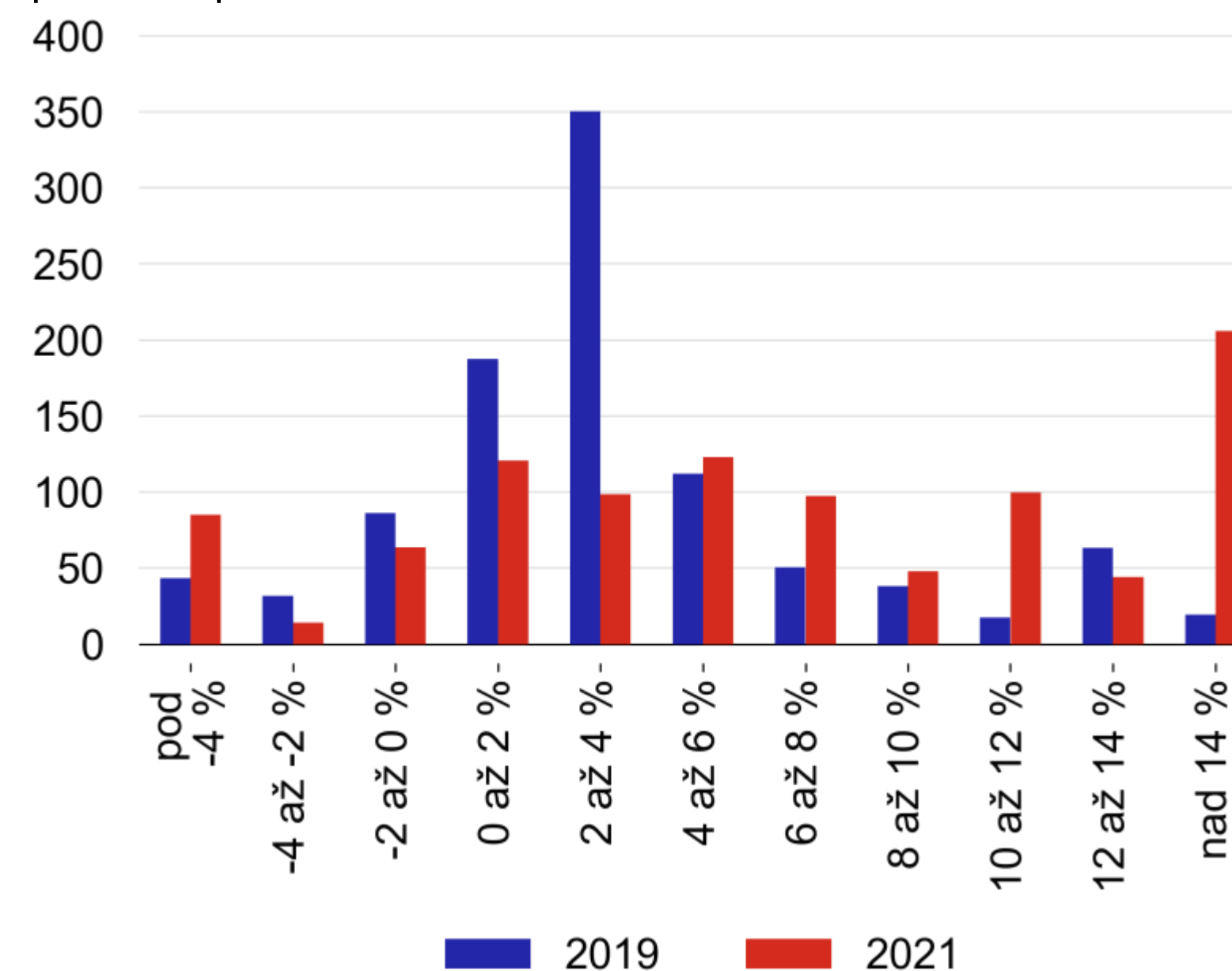


Intenzita a plošnost inflace

- Současná vlna zdražování je **plošný a intenzivní jev**.
- Ve druhé polovině loňského roku výrazně zesílil růst cen napříč kategoriemi spotřebního koše. Nejvíce v oblastech doprava, odívání a obuv, bydlení.
- Na konci roku 2021 se oproti roku 2019 většina položek spotřebního koše posunula k vyšším cenovým růstům.

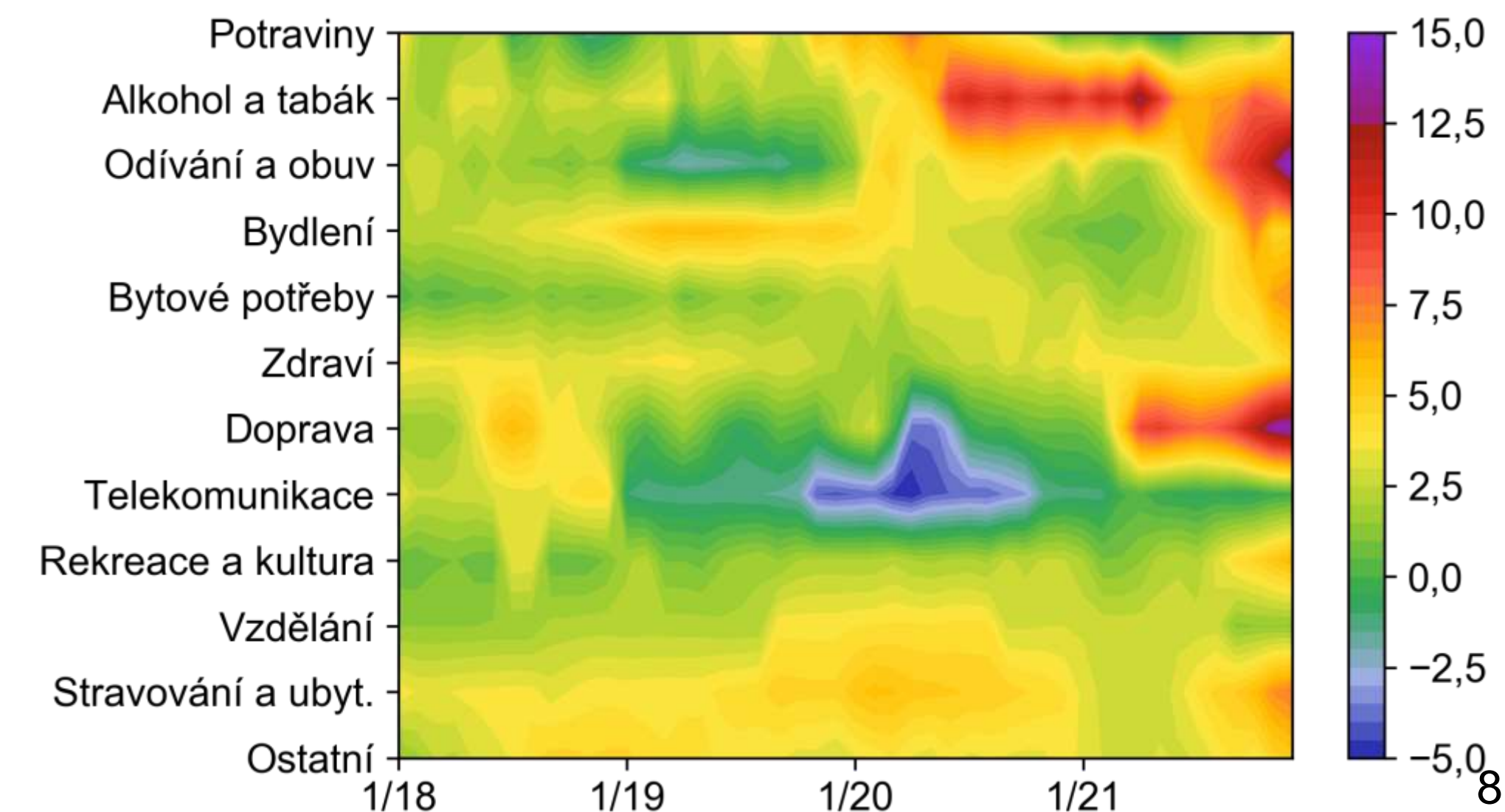
Meziroční růst cen v prosinci 2019 a 2021

podíl na spotřebním koši v ‰



Meziroční růst cen dle kategorií

v ‰, barevně intenzita růstu

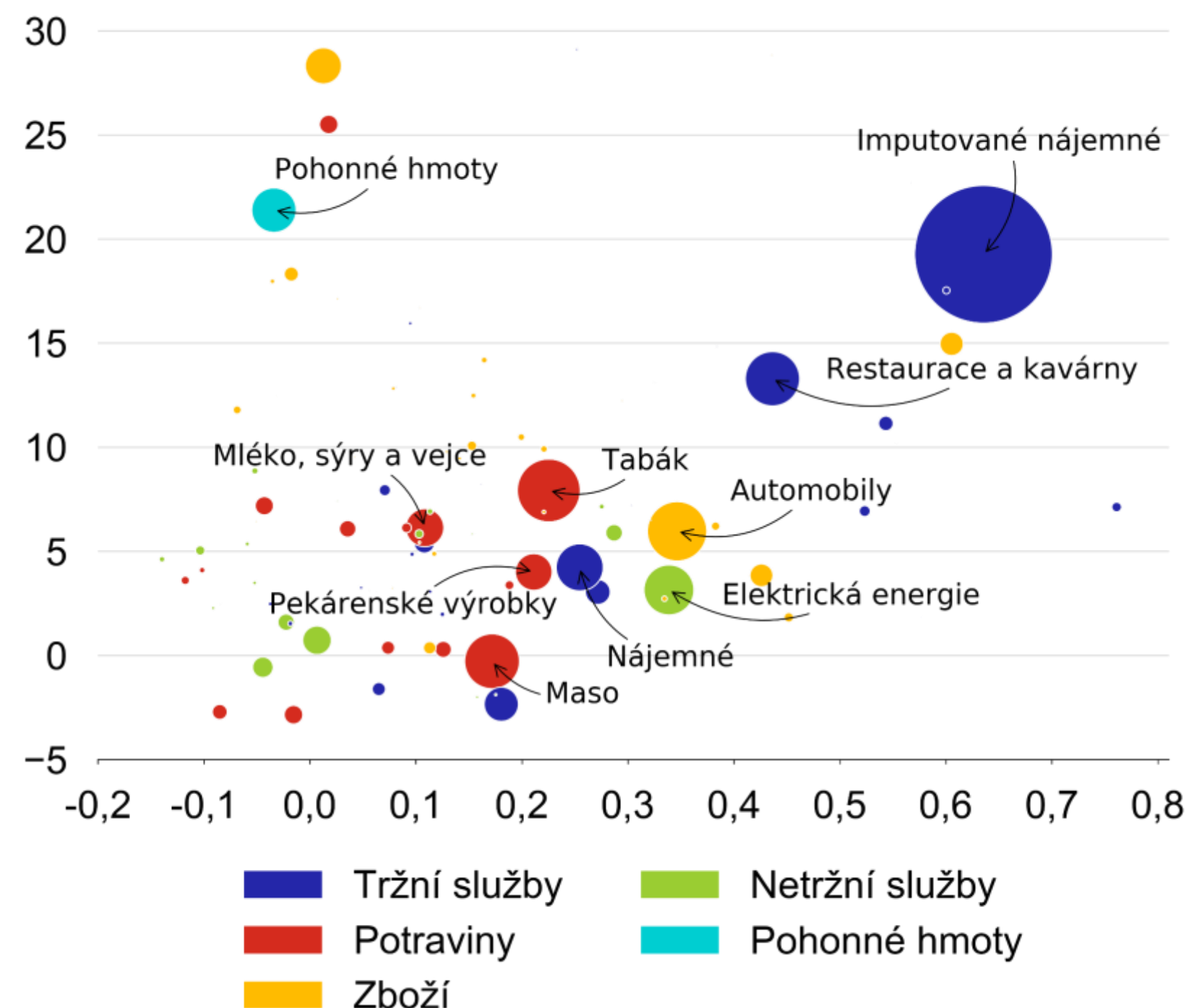


Domácí poptávkové klima

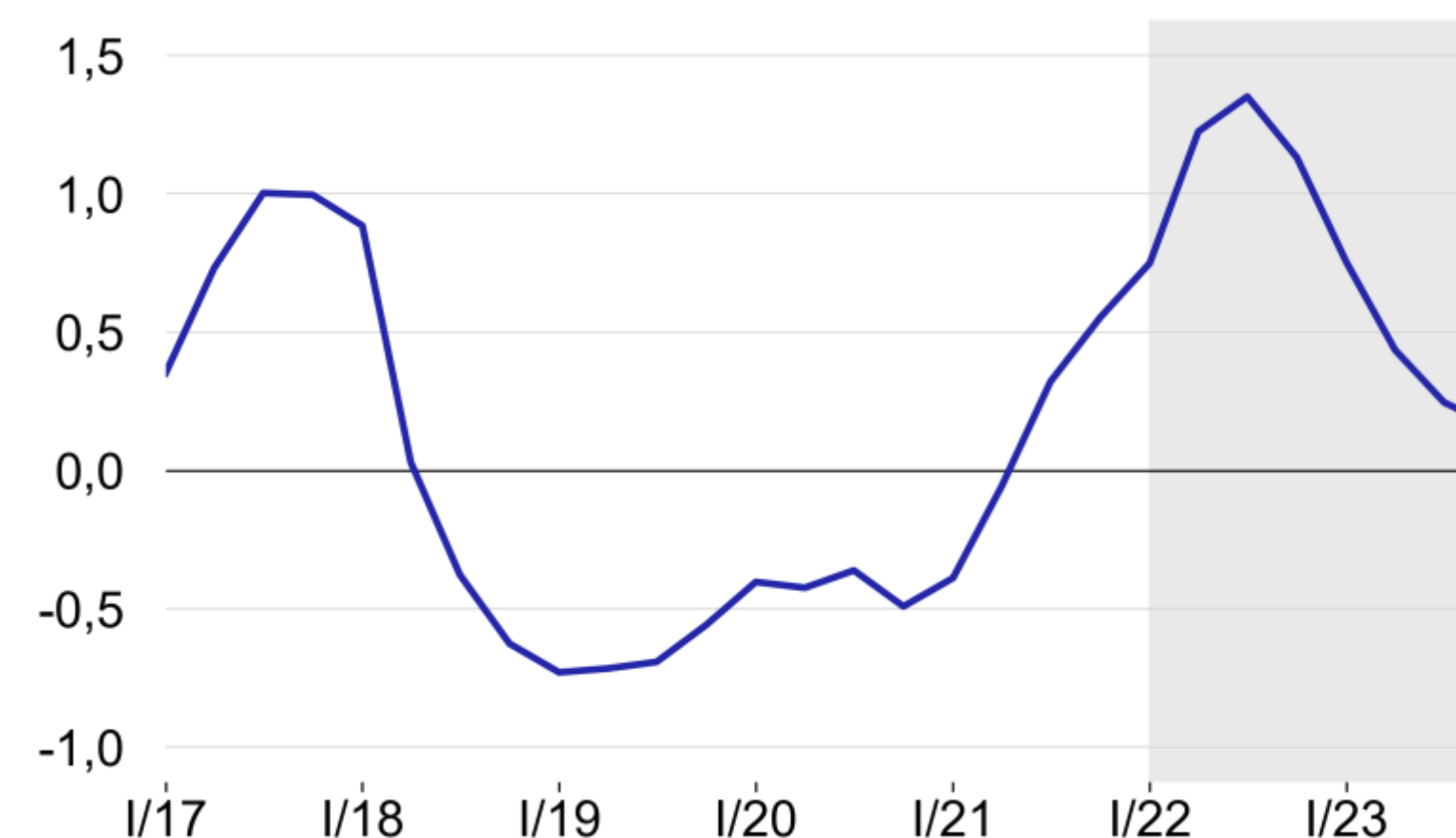
- Významná role domácího poptávkového klimatu** ve druhém pololetí 2021:
 - opětovný narůst napětí na trhu práce zrychlil mzdovou dynamiku a zvýšil náklady českých firem
 - razantní růst cen byl výrazný zejména u položek spotřebního koše silně korelovaných s LUCI
- Silný spotřebitelský apetit ale i nadále** dovoluje firmám zvyšovat ceny nad náklady/dovozní ceny (kladné ziskové marže) a kompenzovat část ušlých zisků z doby uzavírek ekonomiky.

Korelace položek spotřebního koše s LUCI

osa x: korelace, osa y: anualizovaný mezičtvrtletní růst cen v % ve 3. čtvrtletí 2021, velikost bubliny = váha kategorie



Mezera marží u spotřebních statků v %

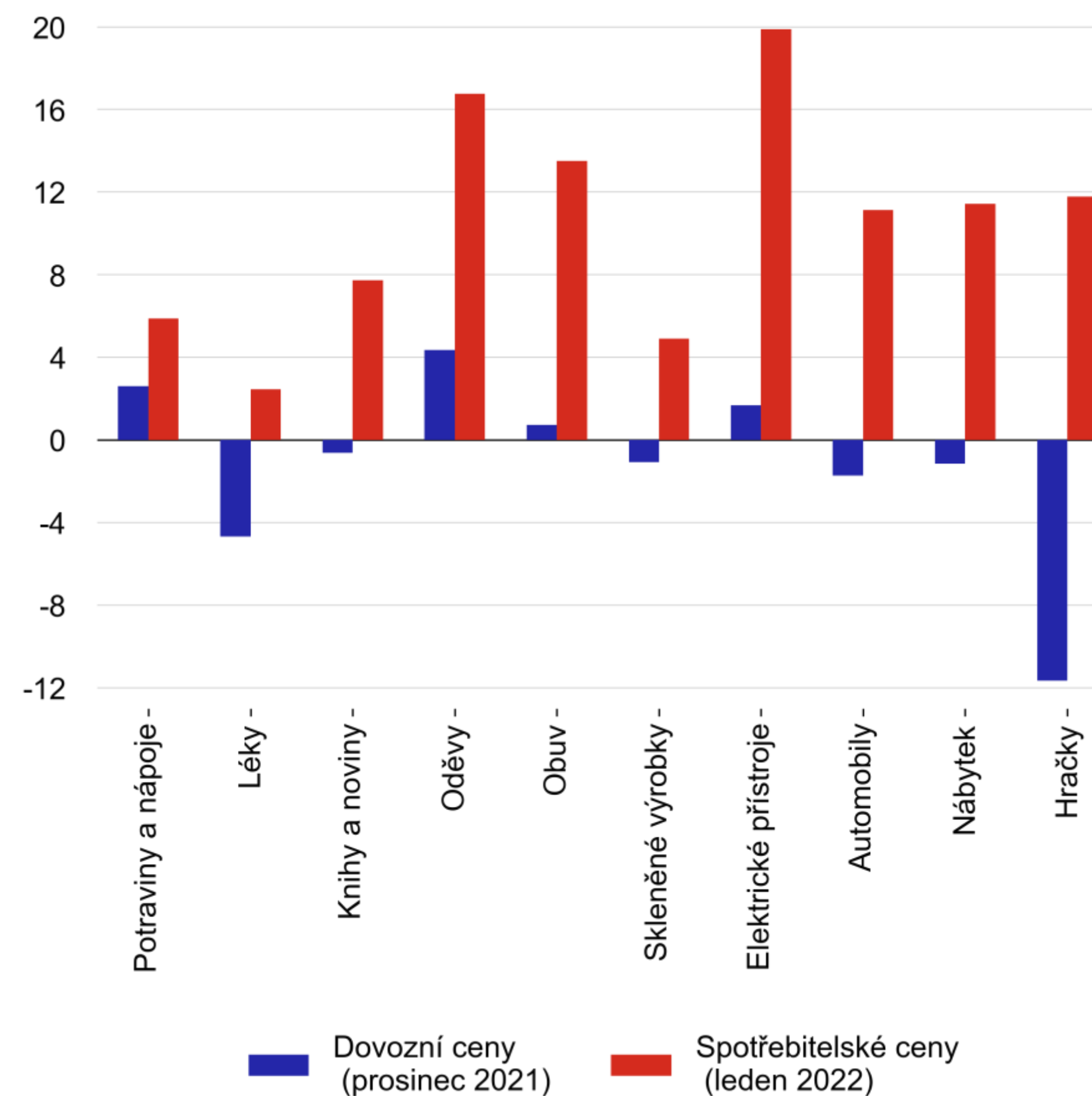


Domácí poptávkové klima

- O převažujícím domácím původu inflačních tlaků do přelomu roku svědčí **srovnání vývoje dovozních vs. spotřebitelských cen** vybraných položek běžného zboží.
 - **Ceny zboží z dovozu** i díky posilování kurzu koruny v daném období klesaly nebo rostly jen mírně.
 - Naproti tomu téměř identické **zboží k dostání na pultech maloobchodu pro koncové české zákazníky** výrazně zdražovalo.

Dovozní versus spotřebitelské ceny

meziroční změny v %

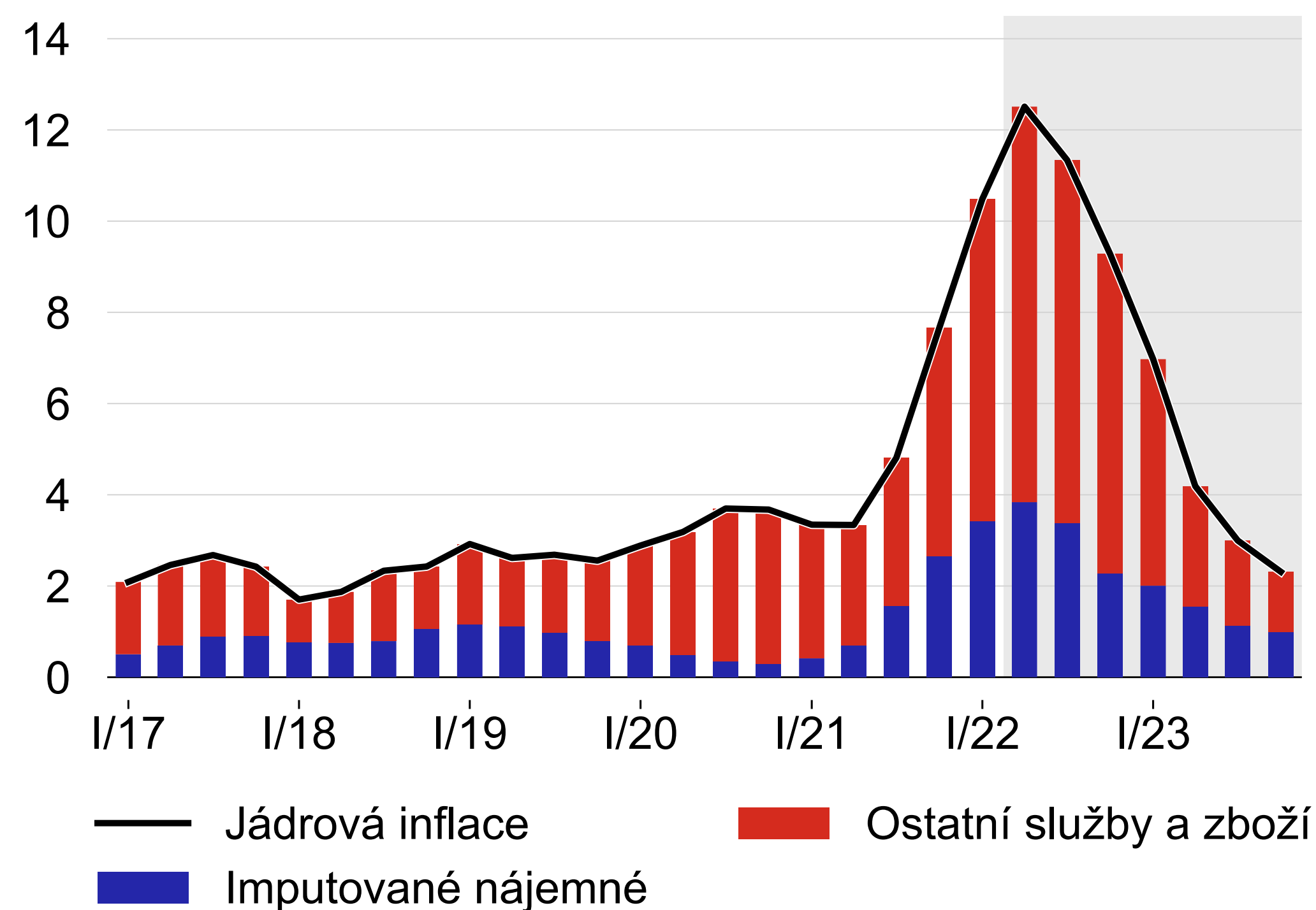


Trh nemovitostí

- Významnou položkou jádrové inflace je nadále narůstající příspěvek **imputovaného nájemného** (v dubnu 2022 růst 17,7 % mzr.), které hraje v indexu CPI významnou roli.
- V jeho růstu se projevuje souběh výrazného **zdražování nových nemovitostí** (o více než 25 % ve 4. čtvrtletí 2021) a **vysoká dynamika cen stavebních prací a materiálů**.

Jádrová inflace

meziroční změny v %, příspěvky v p. b.

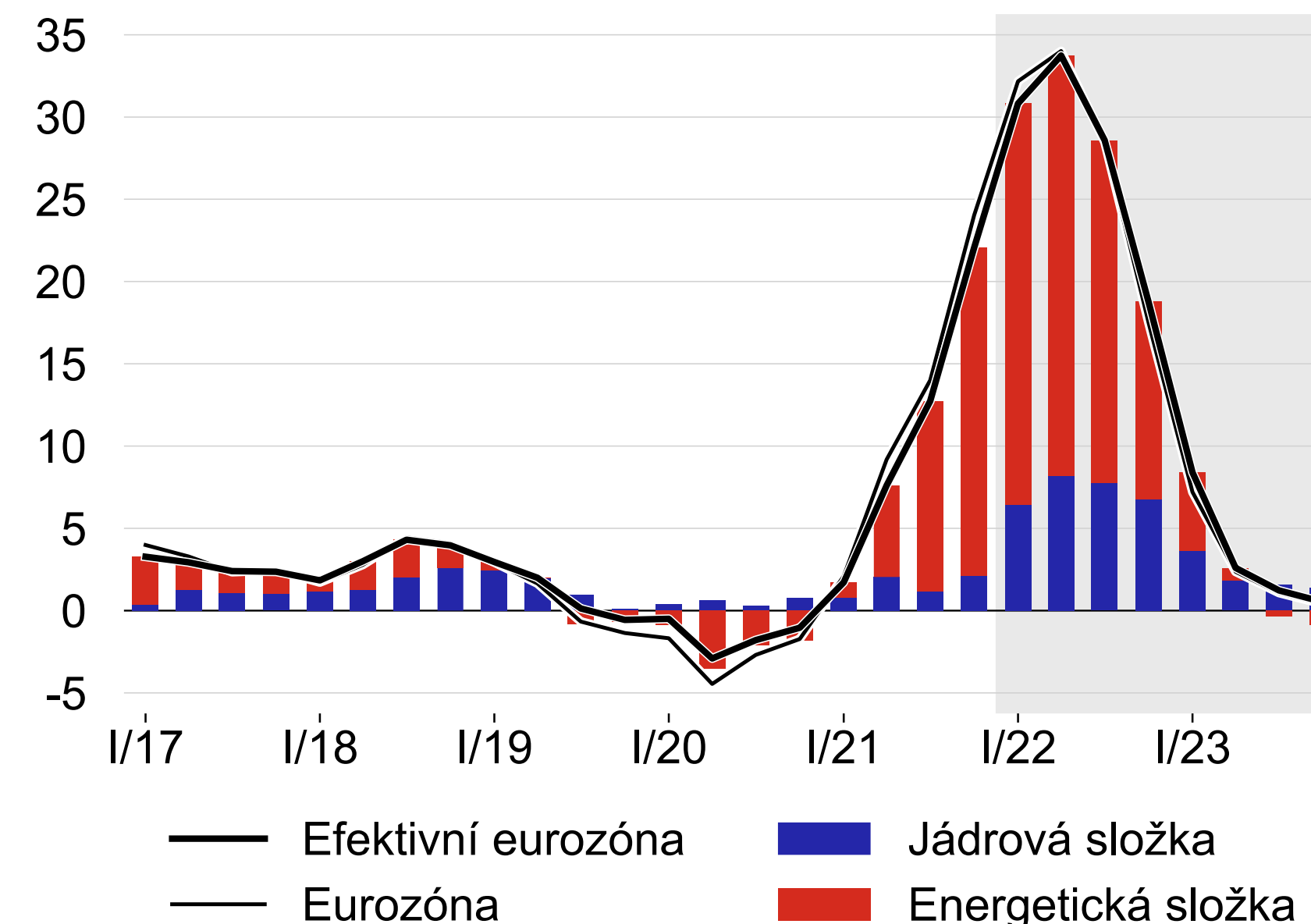


Zahraniční nákladové vlivy

- Na domácí jádrovou inflaci z velké míry působil i výrazný růst **cen průmyslových výrobců v zahraničí**, ke kterému výrazně přispívají **rostoucí ceny energií**.
- Proinflačně působily zejména **historicky nejvyšší ceny zemního plynu a elektřiny**, ale také rostoucí cena ropy.
- Inflační tlaky jsou podpořeny i nadále trvajícím **poruchami v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích** a souvisejícím nedostatkem komponent a materiálů.
- Probíhající **válka na Ukrajině** dále posiluje cenové a nákladové tlaky, především v segmentu energií, potravin a průmyslových kovů.

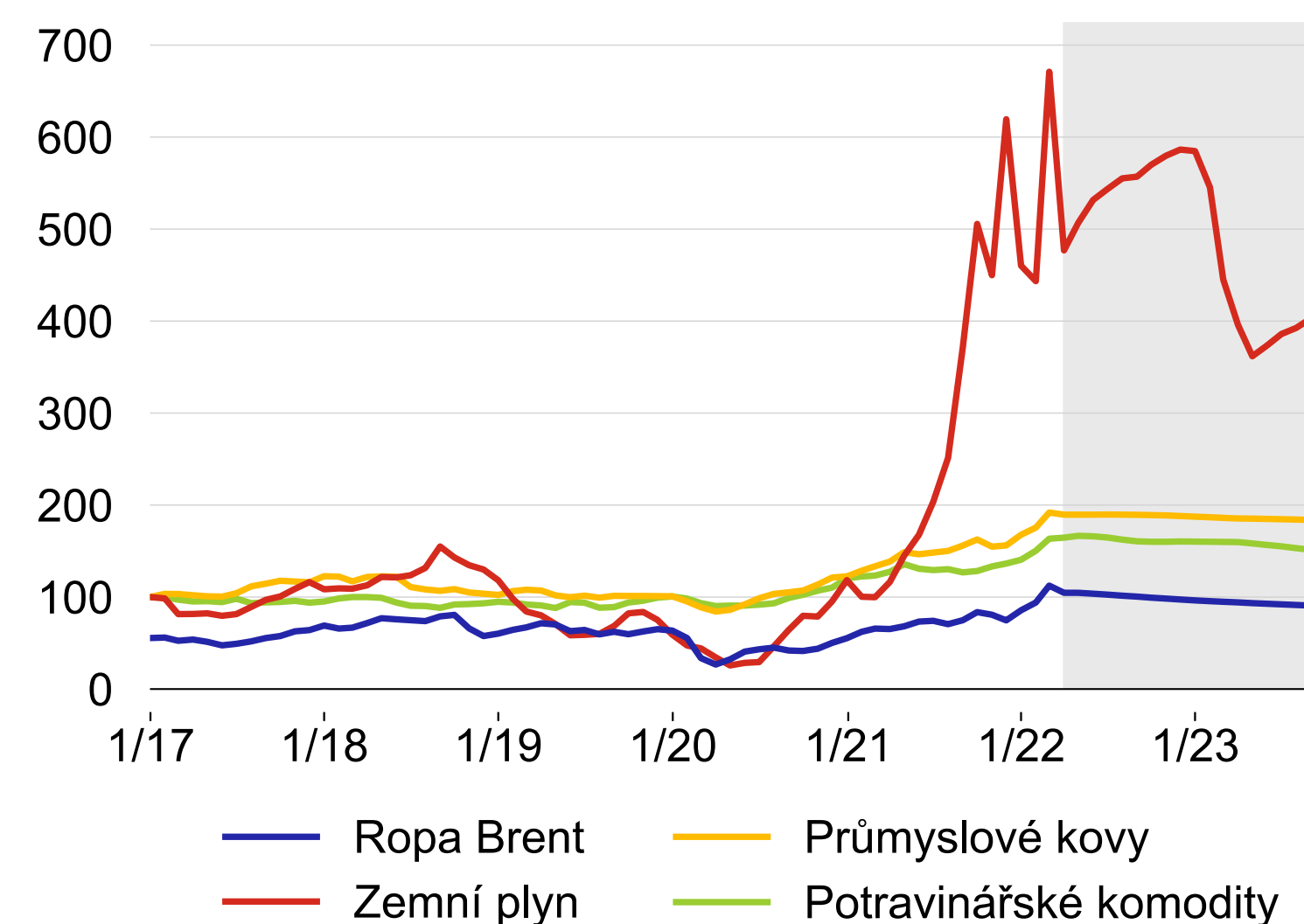
Ceny průmyslových výrobců v eurozóně

meziroční změny v %, příspěvky v p. b., sezonně očištěno



Ceny komodit

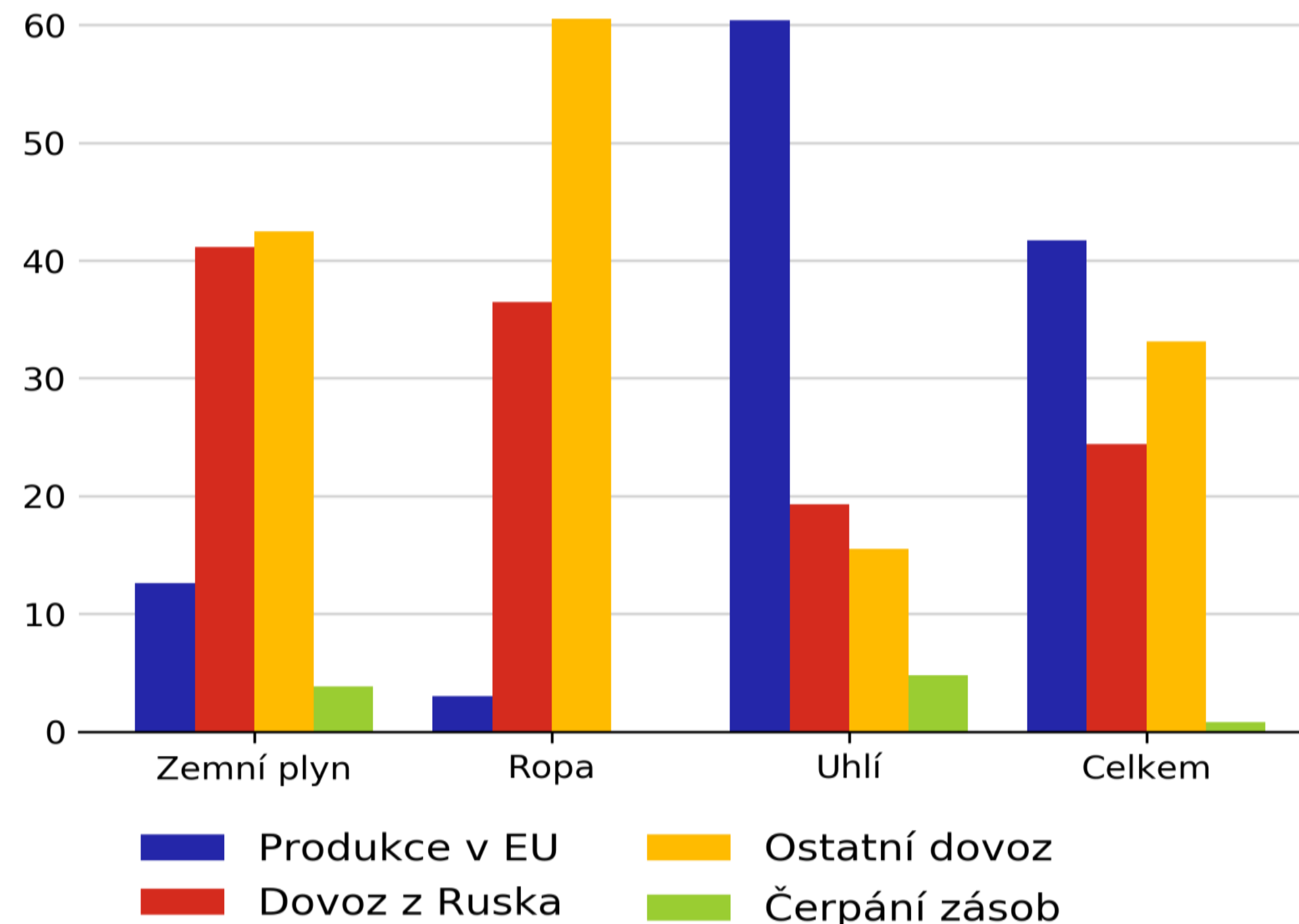
ropa v USD/barel, ostatní komodity: index (leden 2017 = 100)



Přerušení dodávek plynu z Ruska do Evropy

- V rámci dovozu energetických surovin z Ruska do EU má největší podíl **ropa a ropné produkty**.
- Významný je i podíl **zemního plynu**:
 - dopravován většinou plynovody
 - přerušení dodávek by mělo největší dopad na evropskou ekonomiku
 - dle odhadu EP by se výpadek podařilo v krátkém horizontu nahradit jinými zdroji pouze ze dvou třetin
 - snížení dodávek o třetinu - zastavení energeticky náročných výroby i úspora při vytápění domácností
 - české podniky by navíc výrazně pocítily i ochlazení zahraniční poptávky, což by dále prohlubovalo propad ekonomické aktivity
 - každopádně by se jednalo o nespojitý ekonomický vývoj se staglačními dopady

Závislost zemí EU na zdrojích energií (podíl v % z celkové spotřeby v EU, 2020)

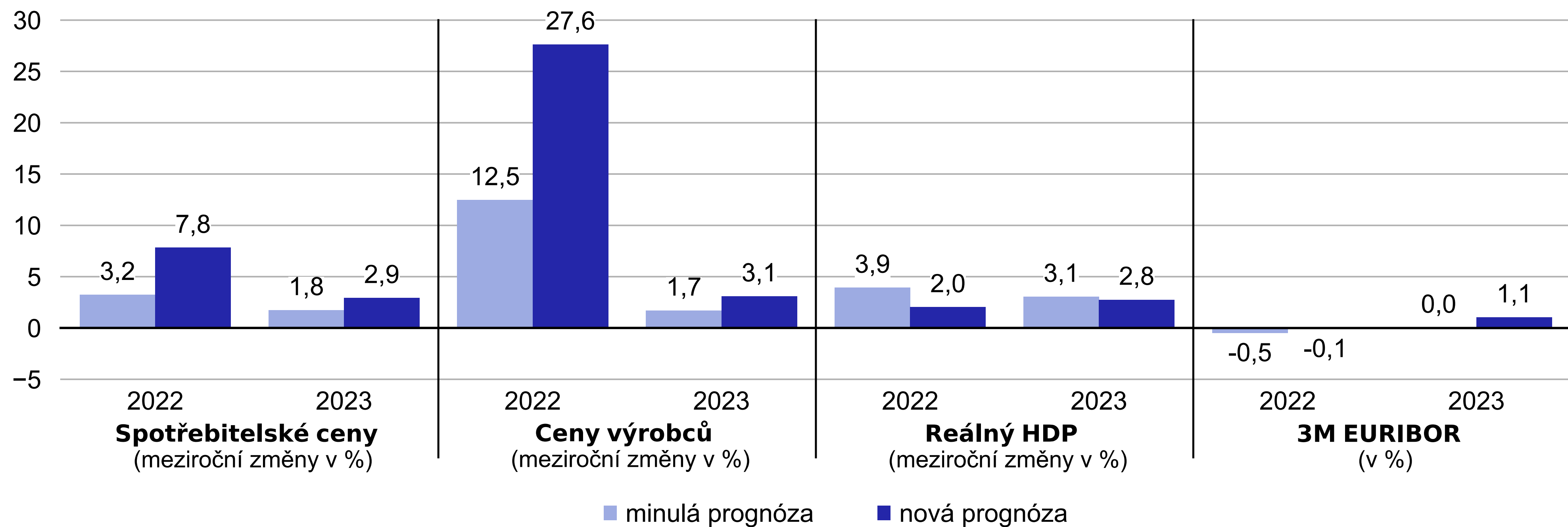


Obsah

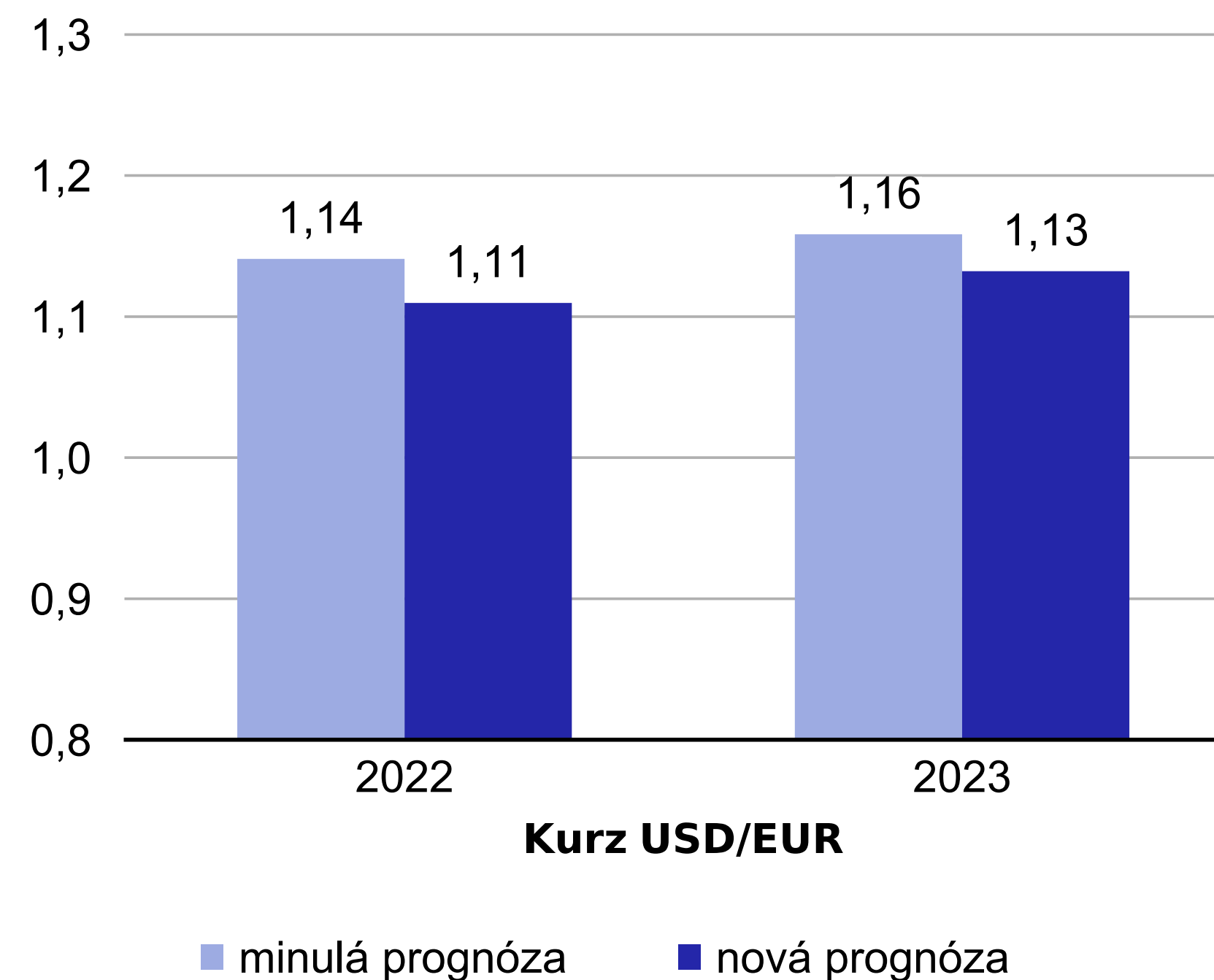
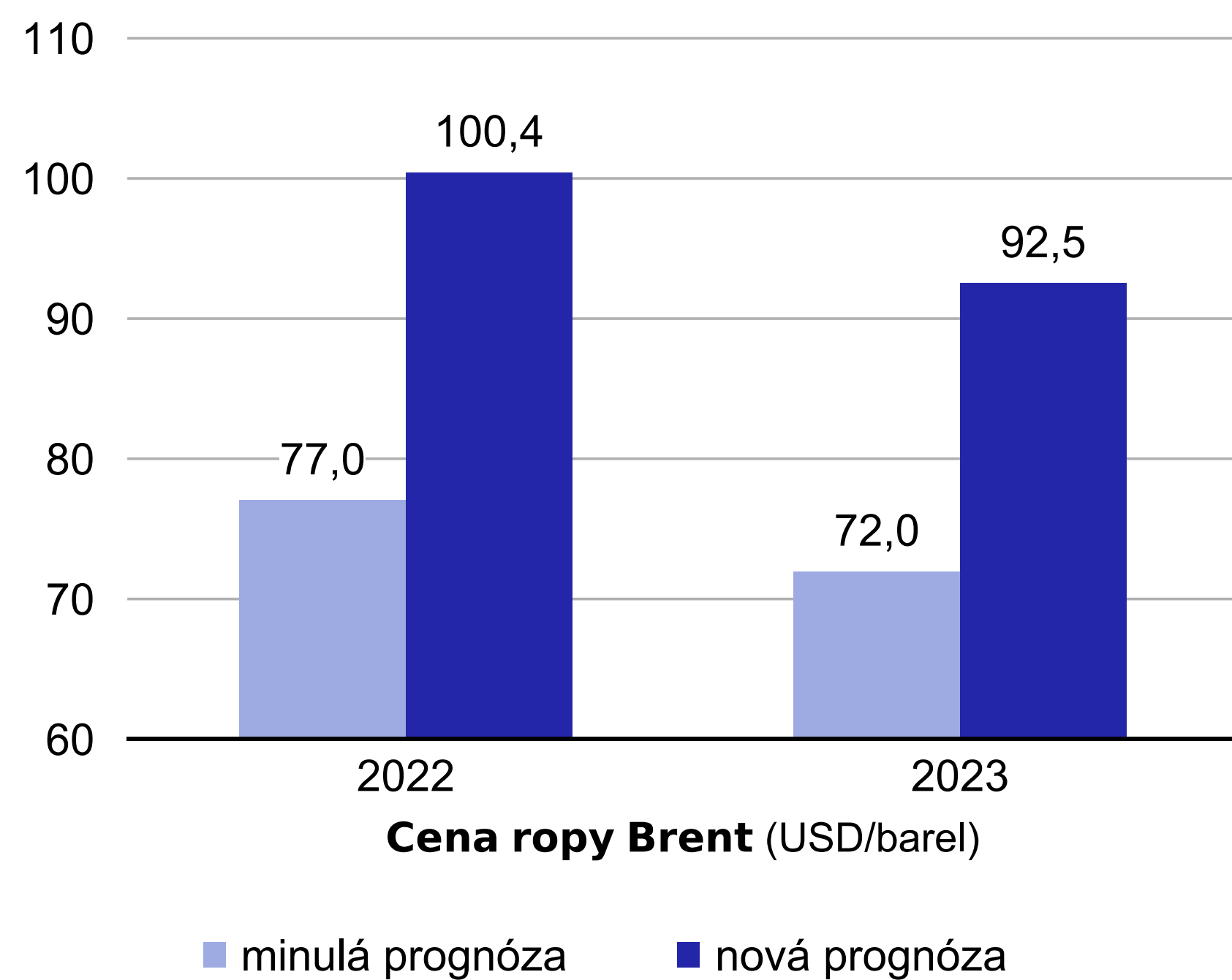
1. Současná ekonomická situace
- 2. Aktuální prognóza ČNB (Zpráva o měnové politice – jaro 2022) a nová data**
3. Rizika a nejistoty prognózy a poslední rozhodnutí bankovní rady
4. Dlouhodobější úvahy nad rámec cyklu



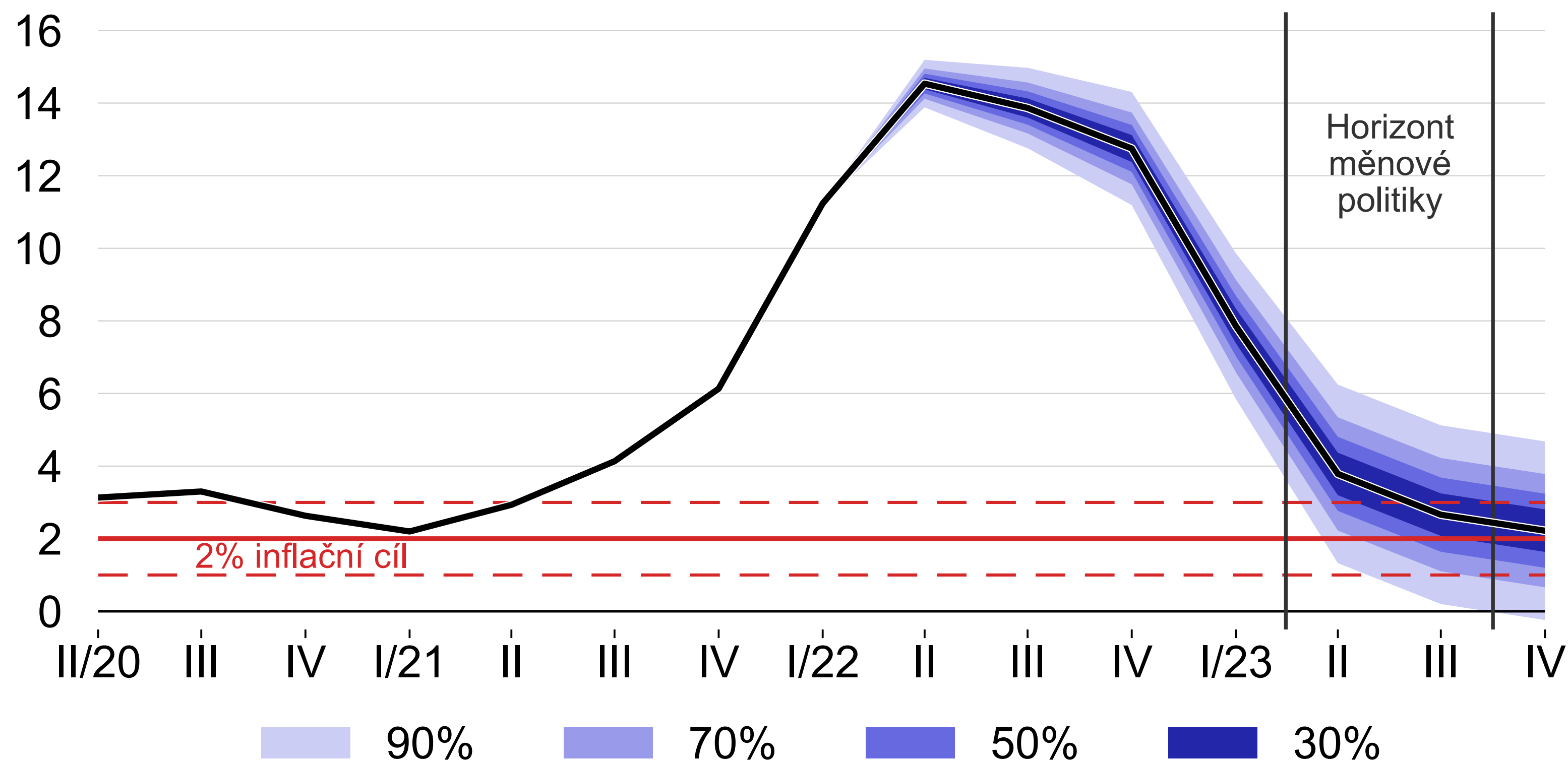
Vnější prostředí: prognóza a výhled pro efektivní eurozónu



Vnější prostředí: cena ropy a kurz USD/EUR



Prognóza inflace

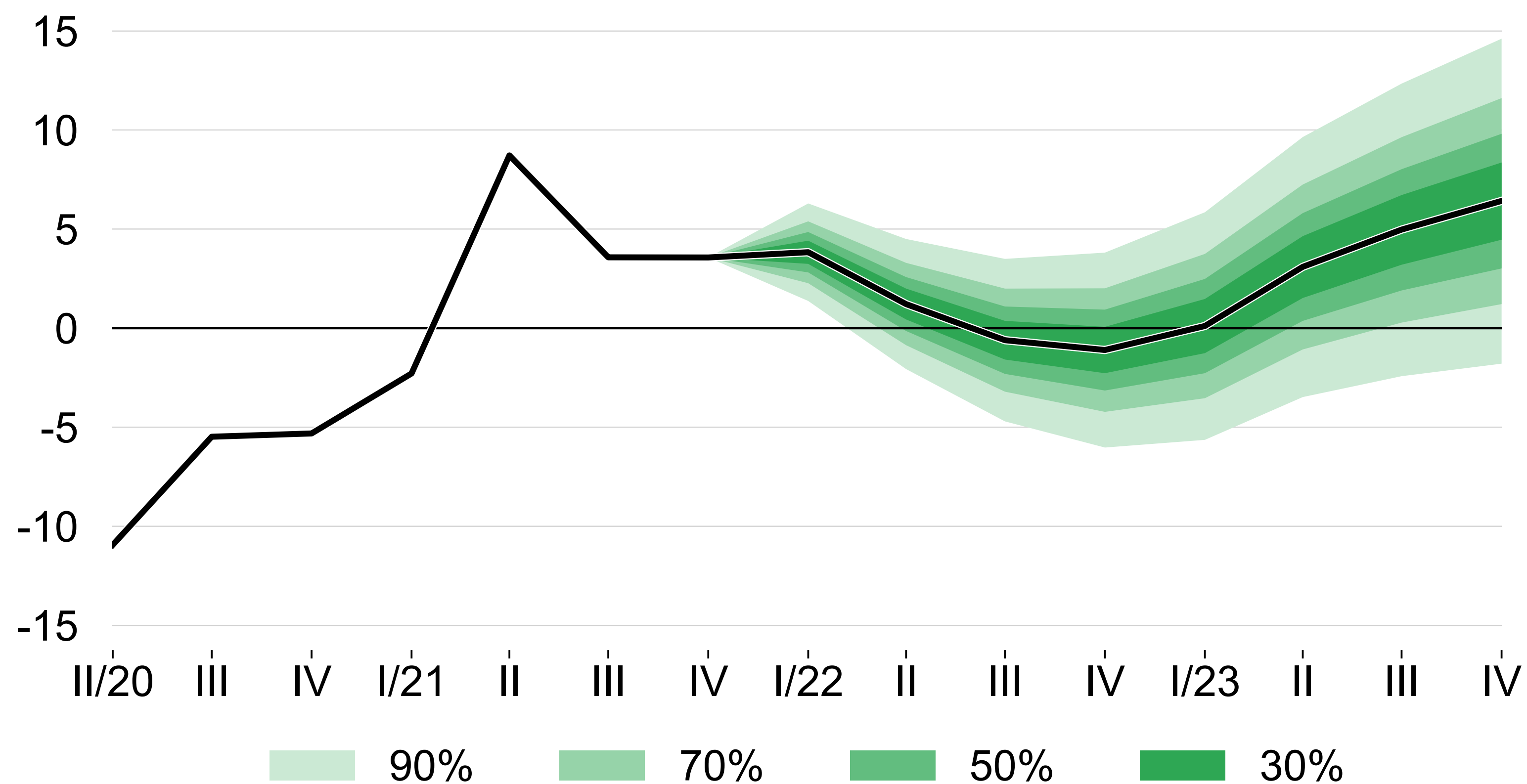


Inflace v letošním druhém čtvrtletí dále vzroste a s přispěním všech svých složek dosáhne téměř 15 %.

Poté bude postupně zvolňovat a na jednociferné hodnoty klesne na počátku příštího roku.

V průběhu roku 2023 se pak bude dále snižovat do blízkosti 2% cíle.

Prognóza HDP

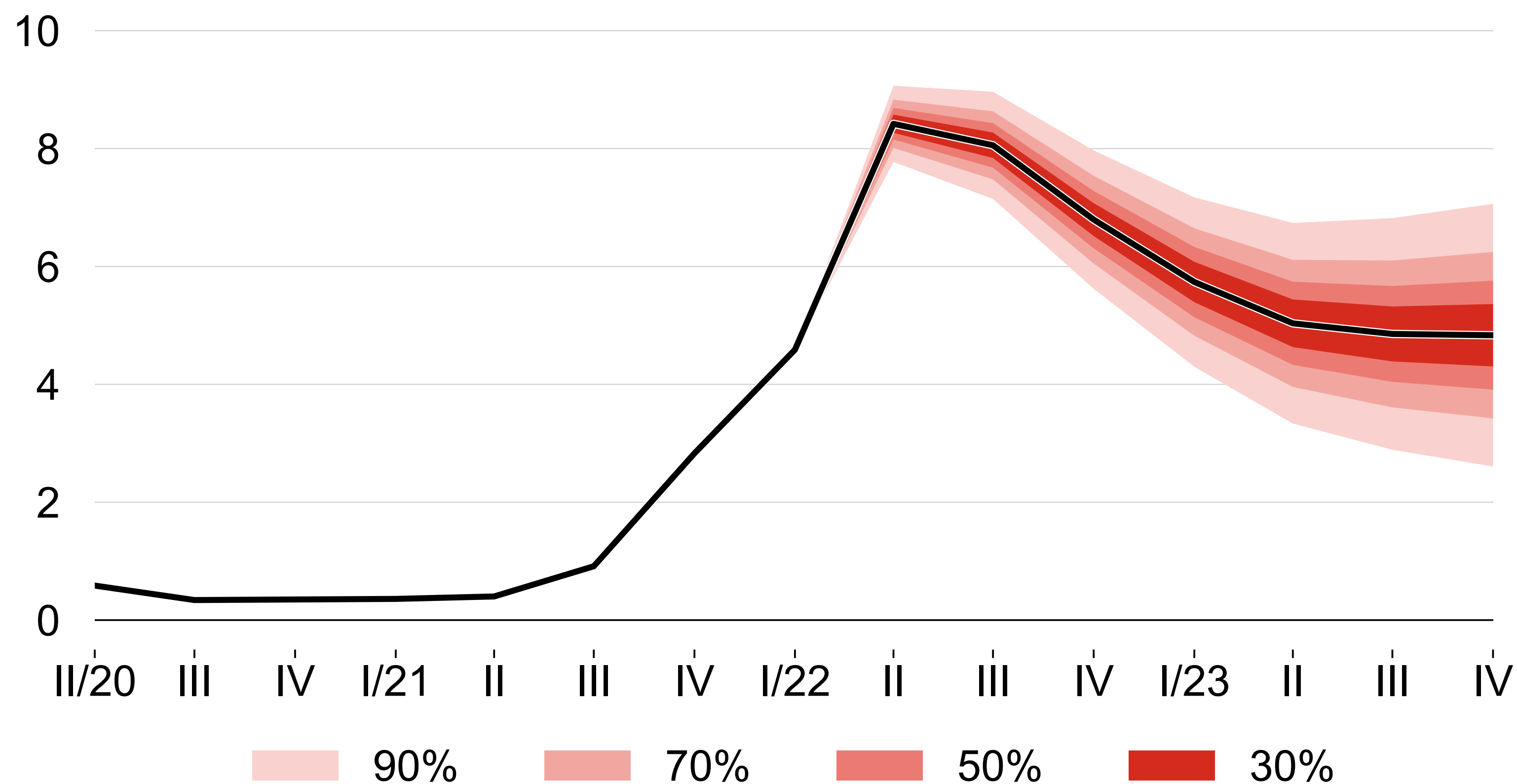


Růst HDP během letošního roku výrazně zpomalí a ve druhé polovině roku ekonomická aktivita dokonce meziročně mírně poklesne.

K tomu významně přispěje propad spotřeby domácností a útlum fixních investic i vývozu.

V příštím roce se ekonomický růst obnoví.

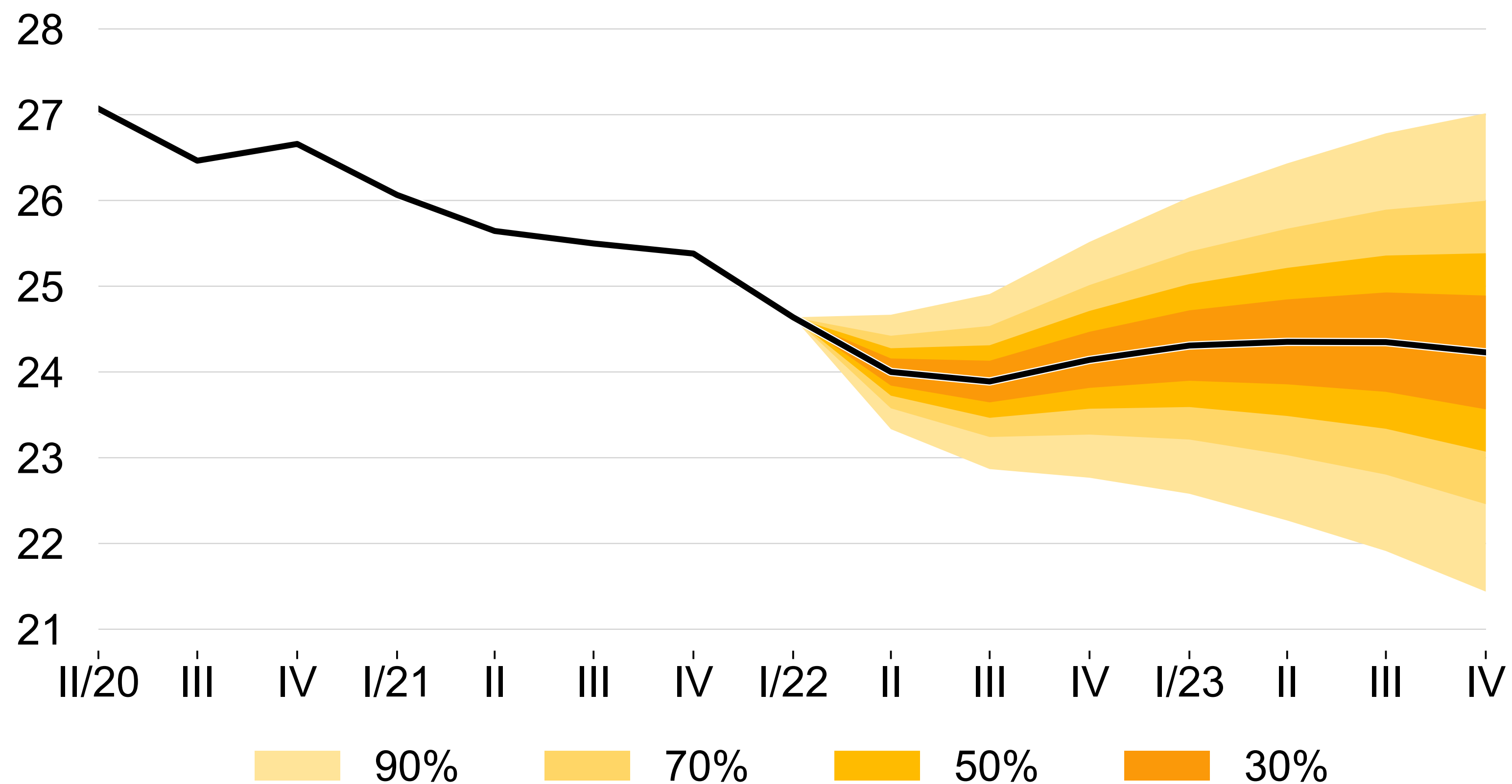
Prognóza úrokových sazeb (3M PRIBOR)



Se základním scénářem jarní prognózy je konzistentní další strmý nárůst tržních úrokových sazeb do poloviny tohoto roku následovaný jejich postupným poklesem od letošního podzimu.

V základním scénáři centrální banka nastavuje úrokové sazby za účelem plnění 2% cíle na standardním horizontu měnové politiky.

Prognóza kurzu (CZK/EUR)



Kurz koruny k euru nejprve mírně posílí, následně bude zhruba stabilní.

Obsah

1. Současná ekonomická situace
2. Aktuální prognóza ČNB (Zpráva o měnové politice – jaro 2022)
- 3. Rizika a nejistoty prognózy a poslední rozhodnutí bankovní rady**
4. Dlouhodobější úvahy nad rámec cyklu



Rizika a nejistoty prognózy

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

Proinflační rizika:

- vyšší než prognózou předpokládané ceny energetických surovin a komodit
- hrozba ztráty ukotvenosti inflačních očekávání 2% cílem ČNB
- související riziko vyššího růstu cen a mezd ve střednědobém horizontu

Protiinflační riziko:

- silnější než prognózované negativní poptávkové dopady války na Ukrajině

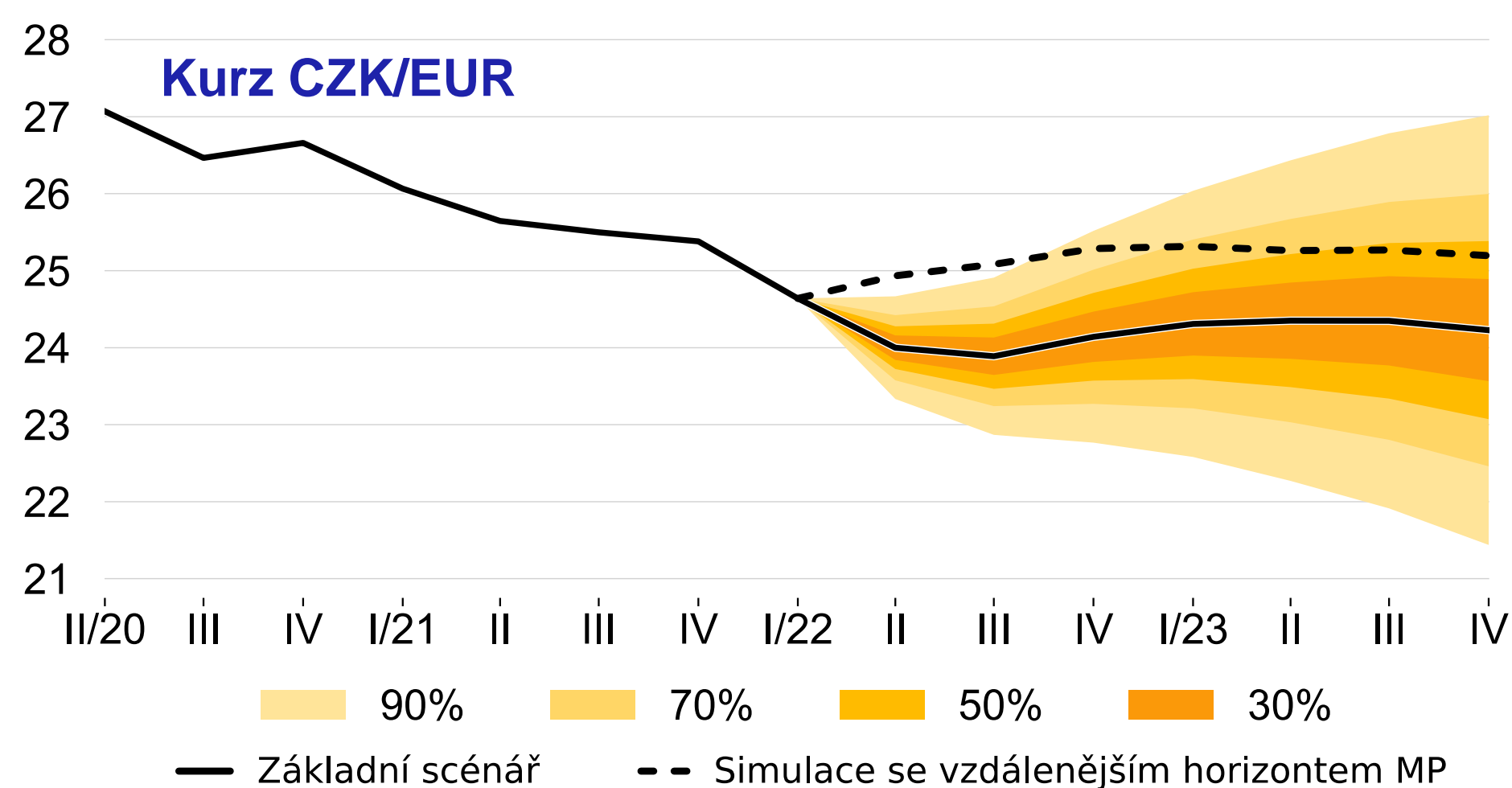
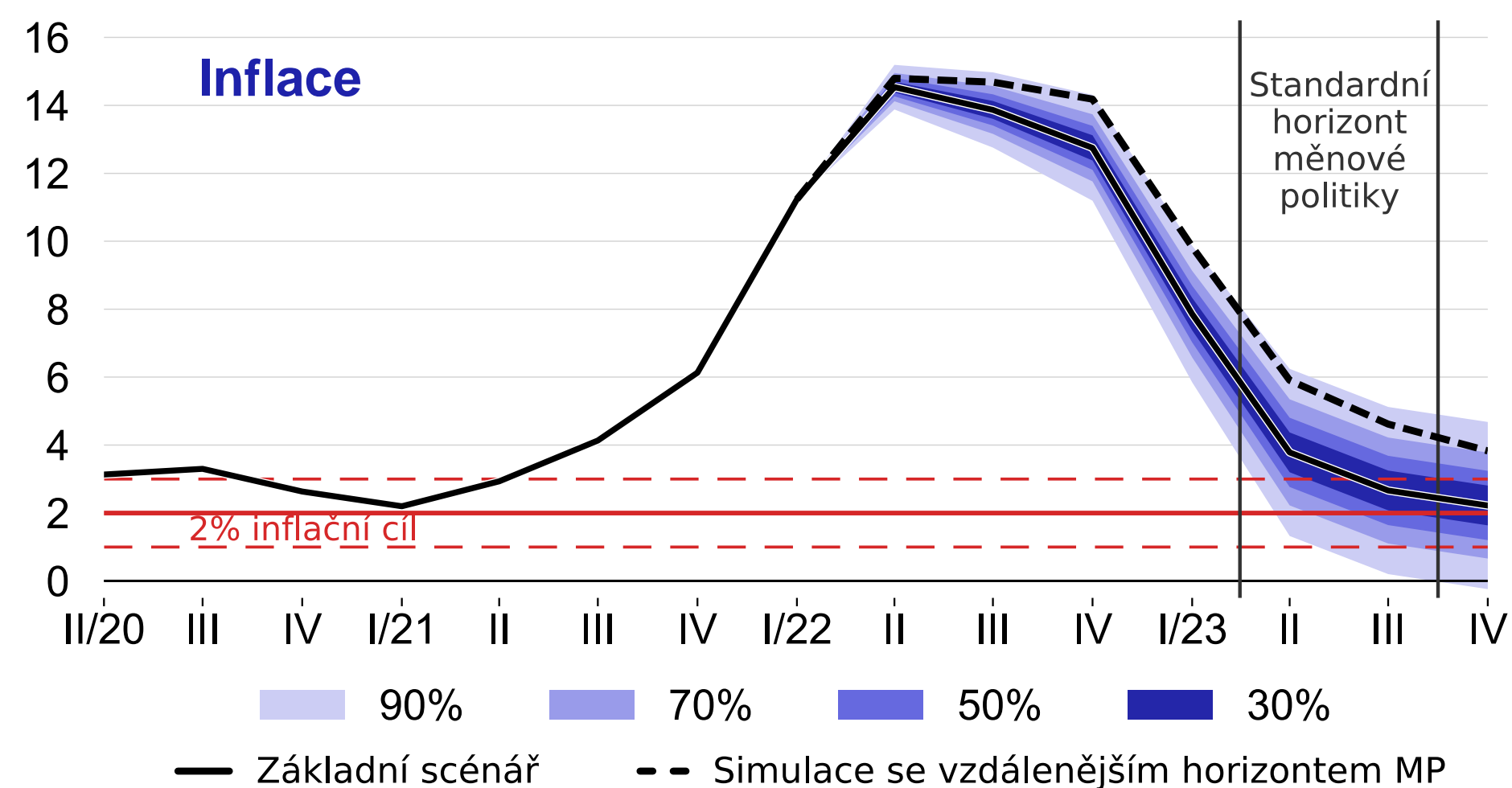
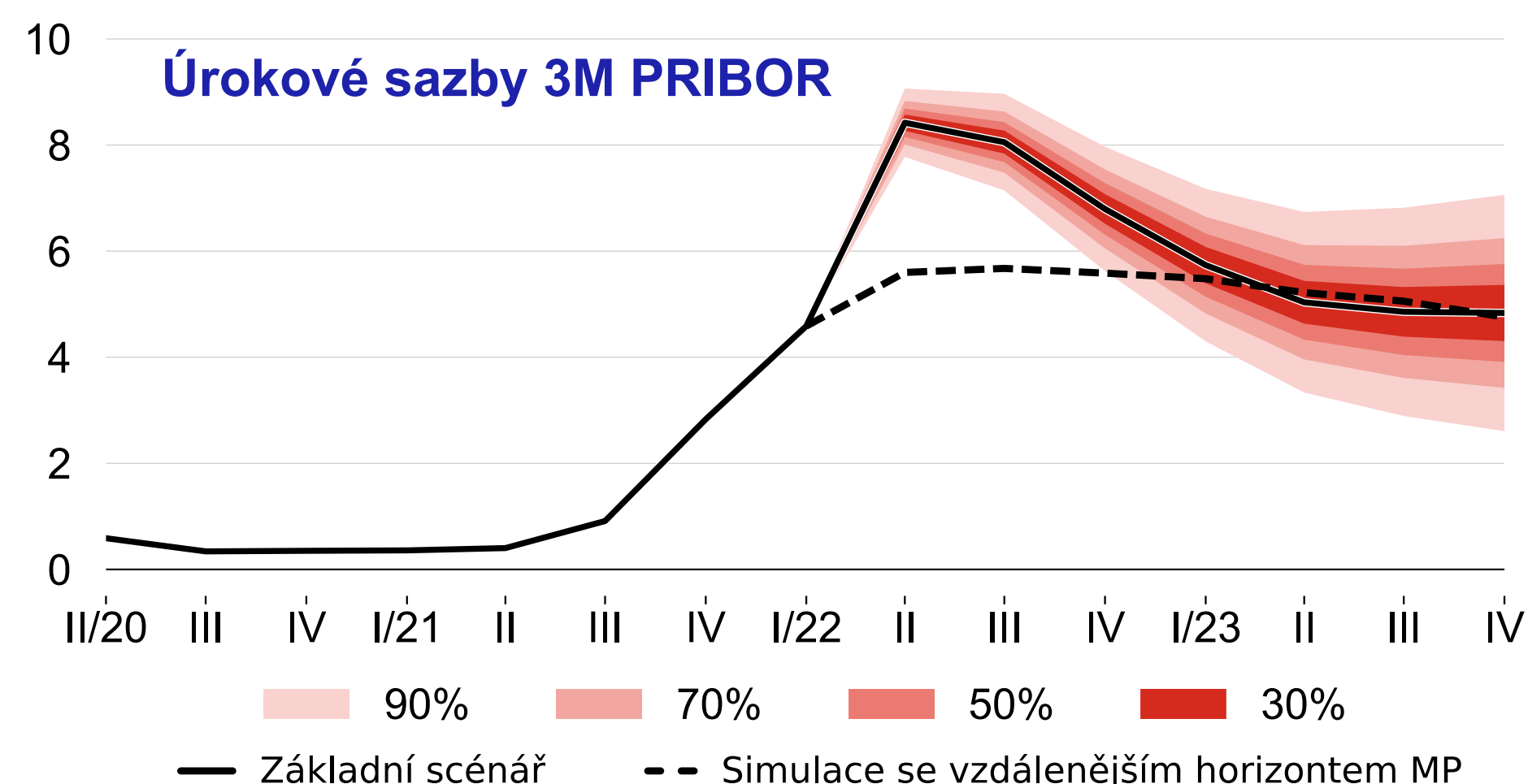
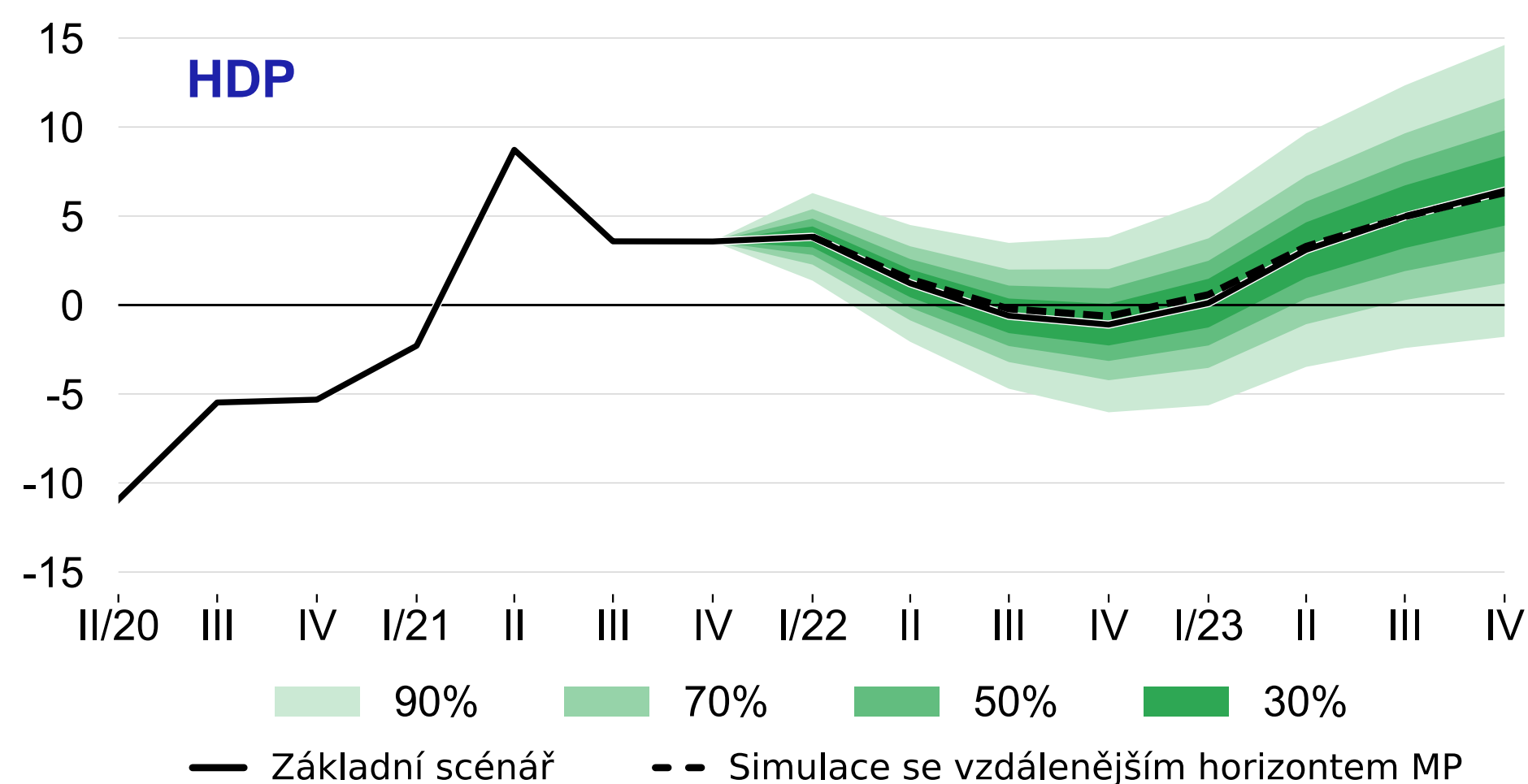
Nejistoty:

- další vývoj válečného konfliktu na Ukrajině
- budoucí nastavení zahraniční měnové politiky
- délka trvání přetížení globálních výrobních a dodavatelských řetězců

Simulace se vzdálenějším horizontem měnové politiky

- Ve scénáři centrální banka **odhlíží od vývoje inflace, který je pod bezprostředním vlivem silných vnějších cenových šoků**, které se projeví v inflaci v horizontu do roku až roku a půl.
- Simulace – stejně jako základní scénář – současně předpokládá, že **měnová politika si zachovává plnou kredibilitu a inflační očekávání zůstávají ukotvena na cíli**, a tím přispívají k návratu inflace do jeho blízkosti i přes zdrženlivější reakci měnové politiky.
- Výsledky simulace:
- **Trajektorie tržních úrokových sazeb** je oproti základnímu scénáři zejména v letošním roce **nižší**, přičemž sazby vystoupají na necelých 6 %.
- **Kurz koruny** je v důsledku podstatně méně rozšířeného úrokového diferenciálu **slabší**.
- Nižší úrokové sazby společně se slabším kurzem vedou k **vyšší inflaci** než v základním scénáři. Inflace ale i v této simulaci klesne v roce 2023 na jednociferné hodnoty, i když návrat k 2% cíli se odkládá až do roku 2024.

Simulace se vzdálenějším horizontem měnové politiky



Květnové měnověpolitické rozhodnutí Bankovní rady

Bankovní rada na počátku května **zvýšila dvoutýdenní repo sazbu o 0,75 procentního bodu na 5,75 %.**

Zvýšení úrokových sazeb je oproti základnímu scénáři mírnější, protože zohledňuje extrémní vnější nákladové tlaky stojící za zrychlením inflace v letošním roce a mimořádně vysoké nejistoty a rizika prognózy. Bankovní rada při rozhodování přihlédla mimo jiné k vyznění scénáře se vzdálenějším horizontem měnové politiky.

Vůči tomuto scénáři se bankovní rada vymezila na straně proinflačních rizik, a to zejména z důvodu **hrozby ztráty ukotvenosti inflačních očekávání.** Zvýšila proto úrokové sazby ve větším rozsahu, než implikuje tato simulace.

Na příštích měnových zasedáních **může dojít k dalšímu zpřísnění měnové politiky.**

Bankovní rada na mimořádném měnovém zasedání 12.5. rozhodla v reakci na výrazné oslabení kurzu koruny zahájit **intervence na devizovém trhu.** Cílem je **nepřipustit dlouhodobější oslabení kurzu koruny v situaci vysoké inflace.** ČNB má k dispozici **velké devizové rezervy,** a to i v mezinárodním srovnání.

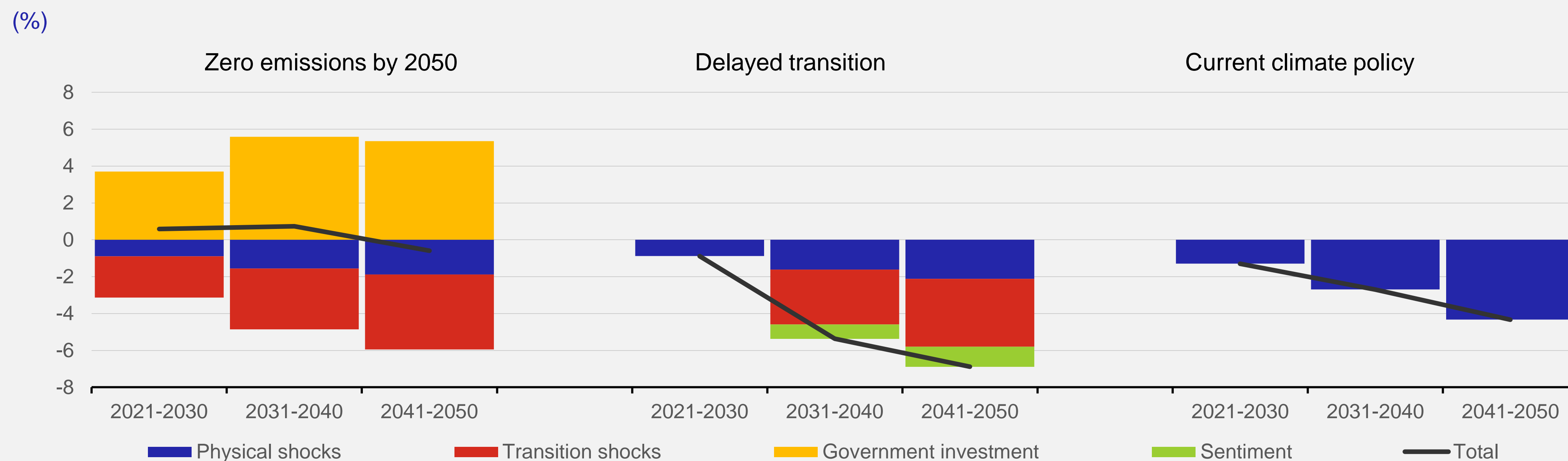
Obsah

1. Současná ekonomická situace
2. Aktuální prognóza ČNB (Zpráva o měnové politice – jaro 2022)
3. Rizika a nejistoty prognózy a poslední rozhodnutí bankovní rady
- 4. Dlouhodobější úvahy nad rámec cyklu**



Vliv změny klimatu na globální ekonomiku (Motl, Tonner, 2021)

Impacts on real GDP level in the world



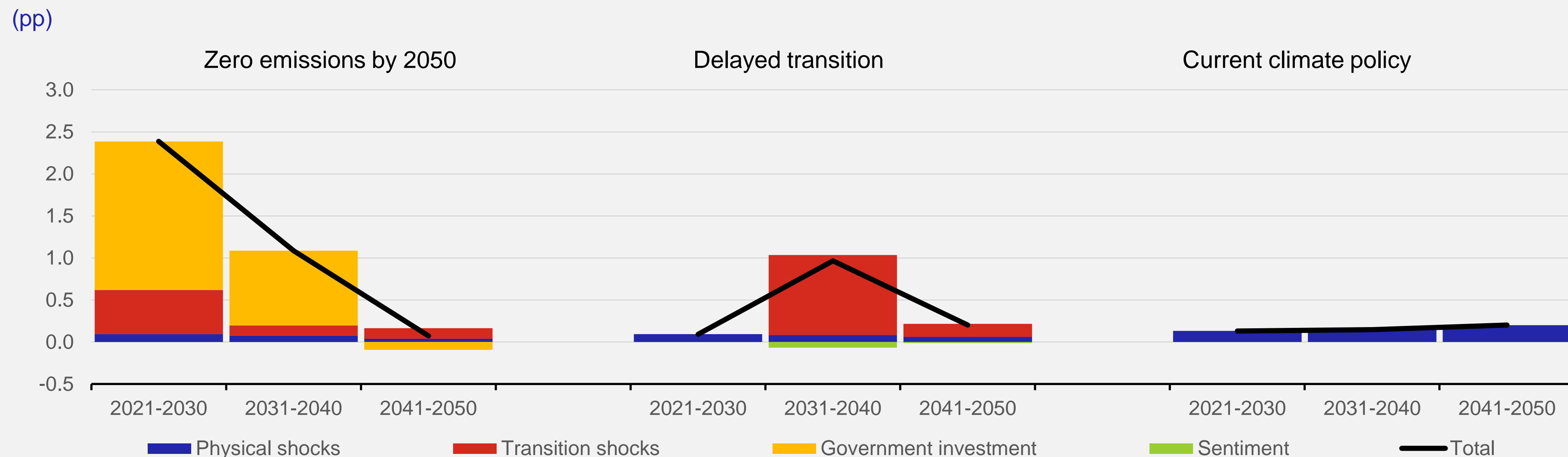
Source: Authors' calculations using the NiGEM model.

Note: Deviations in % from the climate-neutral baseline scenario.

- Simulace ukazují, že **dřívější implementace klimatické politiky** povede k menším ekonomickým dopadům.

Vliv změny klimatu na globální inflaci

Impacts on annual consumer price inflation worldwide



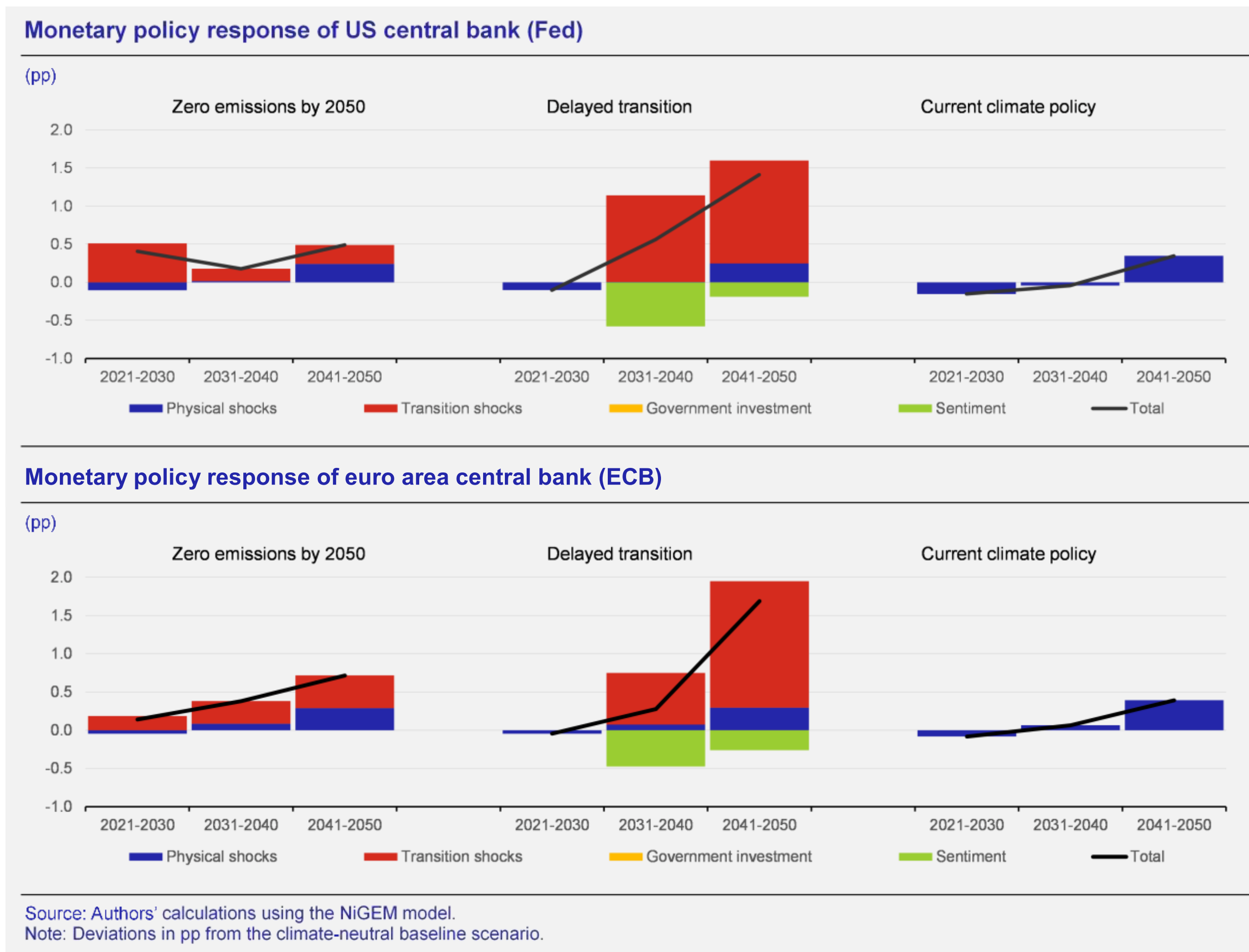
Source: Authors' calculations using the NiGEM model.

Note: Deviations in pp from the climate-neutral baseline scenario.

- Implementace globální klimatické politiky povede k **dočasně rychlejšímu růstu globálních cen.**

Modelová reakce klíčových centrálních bank

- Vliv změn klimatu celkově povede k proinflačnímu vývoji a tím k **potřebě přísnějších měnových politik centrálních bank**.
- Scénář „nulových emisí do konce roku 2050“ předpokládá, že centrální banky **nebudou reagovat na s ním spojený částečný pozitivní poptávkový šok** (inflační vlivy expanzivní vládní fiskální politiky v podobě redistribuce poloviny uhlíkové daně zpět do ekonomiky prostřednictvím vládních investic) **zprísněním měnové politiky**. Vyhnou se tedy implementaci protikladných ekonomických politik.



Děkuji za pozornost



ředitel sekce měnové

Petr Král

petr.kral@cnb.cz

