
Panel I

Příběh inflace: extrémní nejistota vs. inflační očekávání

Petr Král, ředitel sekce měnové
Diskusní fórum ČNB

Masarykova univerzita v Brně, 23. listopadu 2022



Aktuální ekonomická situace

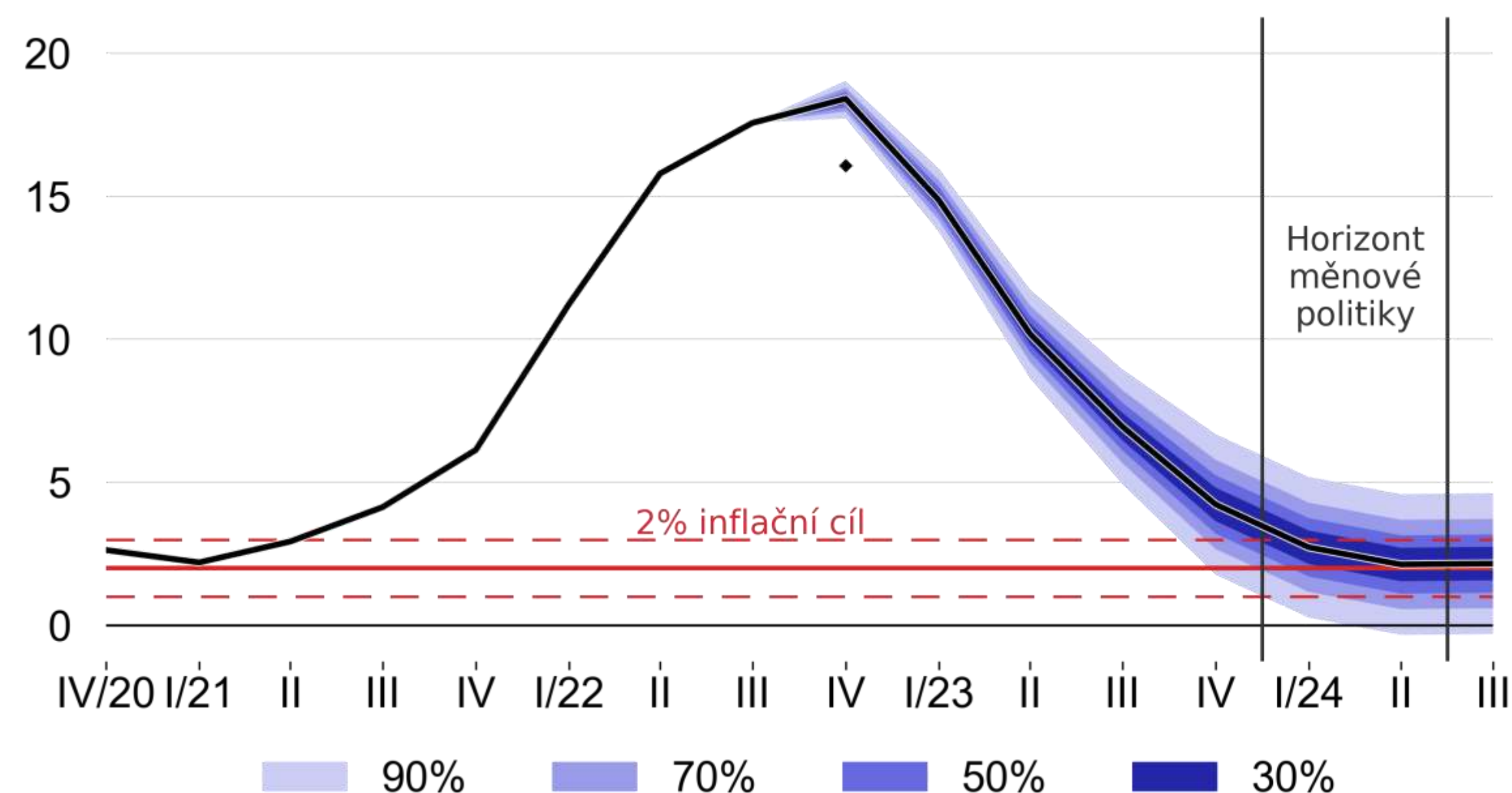
- **Česká ekonomika v letošním roce čelí významným nákladovým i poptávkovým inflačním tlakům.** Mezi nákladové tlaky patří zejména růst cen energií a komodit a přetrvávající problémy v globálních řetězcích.
- V kontextu zpomalení globální ekonomiky, propadu reálných příjmů domácností a zpřísňování měnové politiky **česká ekonomika výrazně zpomaluje. Ve třetím čtvrtletí došlo podle předběžného odhadu ČSÚ k mezičtvrtletnímu poklesu HDP.**
- **Míra napjatosti trhu práce se významně snížila** vlivem klesající poptávky po práci. Přesto je trh práce nadále přehřátý.
- **V říjnu spotřebitelská inflace poklesla** vlivem statistického promítnutí státního finančního příspěvku v rámci úsporného tarifu do cen elektrické energie.

Prognóza celkové inflace

- Dle podzimní prognózy se **inflace** ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku zvýší nad 18 %, poté začne klesat a v první polovině roku 2024 se vrátí do blízkosti 2% cíle.
- V příštím roce bude inflace rychle klesat vlivem odeznívajících nákladových tlaků a zvýšených úrokových sazeb.
- **Jádrová inflace** přispěje k poklesu celkové inflace. V jejím rámci bude dále klesat i příspěvek imputovaného nájemného, který reflektuje zpomalení růstu hypoték a cen nemovitostí.
- **V říjnu inflace zpomalila** na 15,1 %.

Celková inflace

(meziroční změny v %, bod značí očekávanou skutečnost)

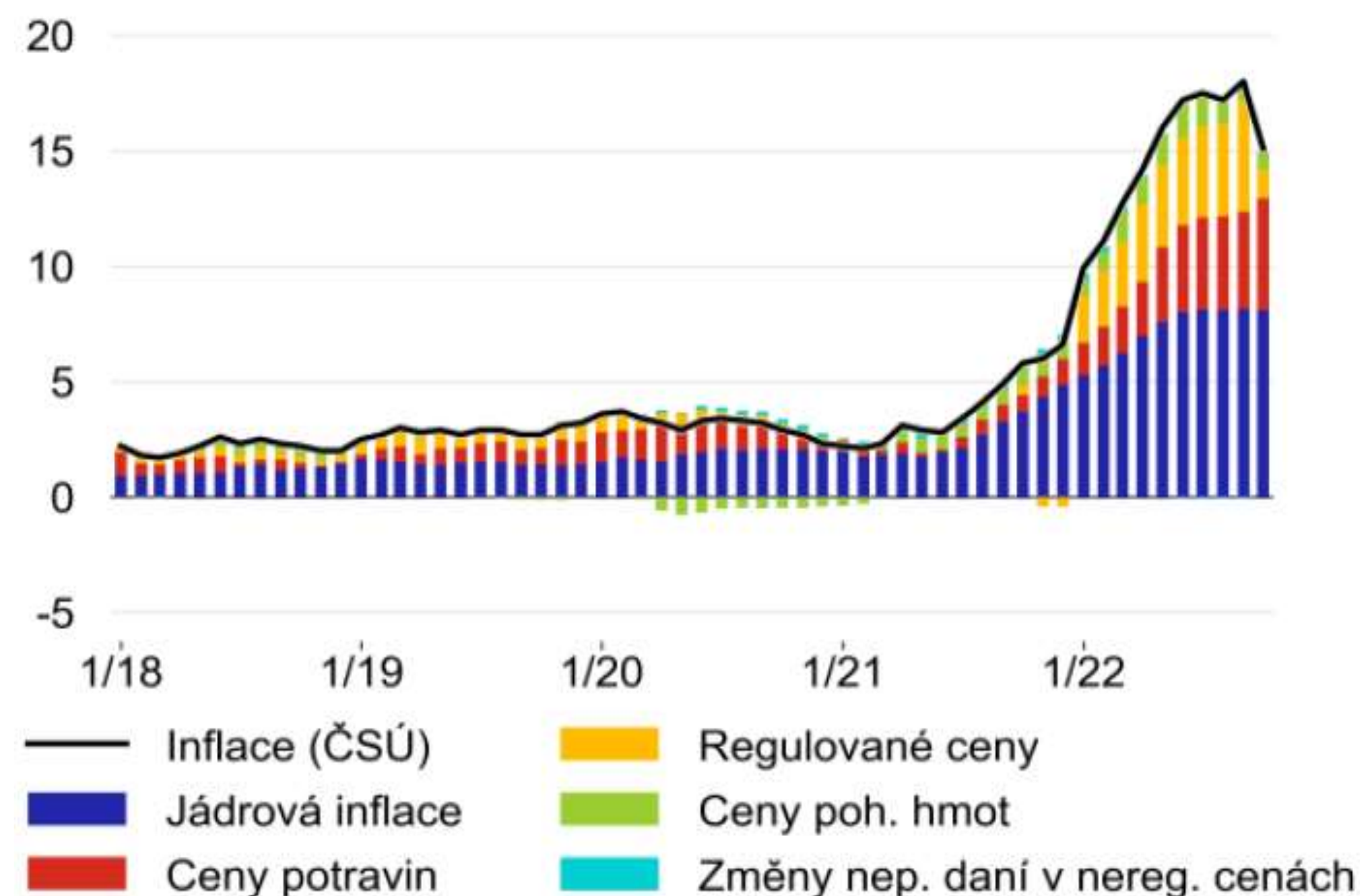


Inflace v říjnu 2022

- **Inflace** v říjnu výrazně zpomalila a její hodnota (15,1 %) byla pod prognózou.
- Za nižší než očekávanou inflací stály **regulované ceny**, které byly ovlivněny zahrnutím úsporného tarifu přímo do cen elektrické energie, s čímž podzimní prognóza vzhledem k vysoké nejistotě explicitně nepočítala.
- Naopak **jádrová inflace** byla vyšší, než prognóza očekávala, stejně tak **růst cen potravin**, na které působí zvýšené ceny agrárních komodit a rostoucí výdaje domácích výrobců za energie.
- Zahrnutí úsporného tarifu do cenového vývoje znatelně sníží vykázanou **inflaci** ve zbývajících měsících letošního roku oproti podzimní prognóze ČNB. Meziroční cenový růst přitom bude v nejbližších měsících na přelomu roku rozkolísaný.

Struktura inflace

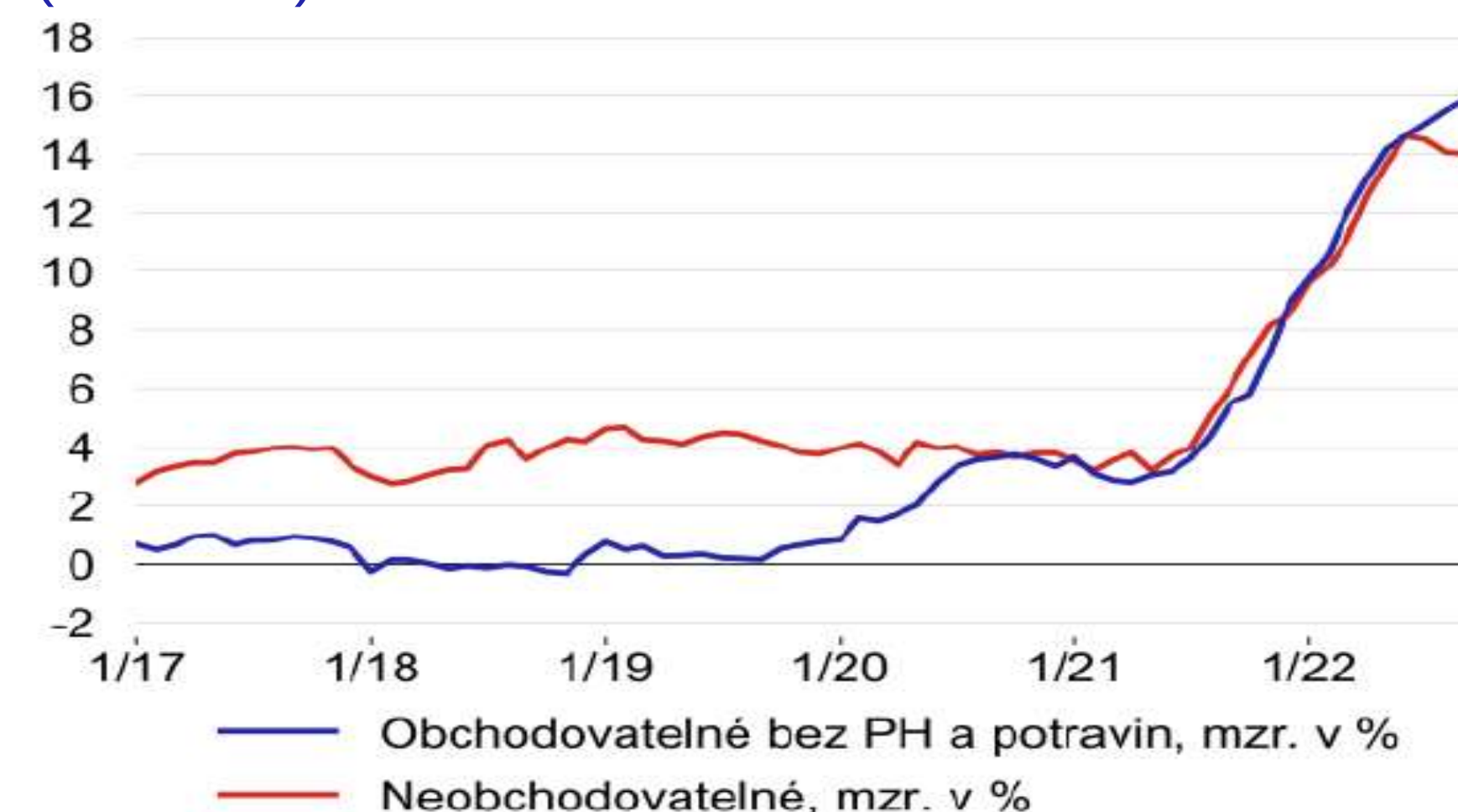
(mzr. změny v %, příspěvky v p. b.)



Ceny obchodovatelných a neobchodovatelných statků

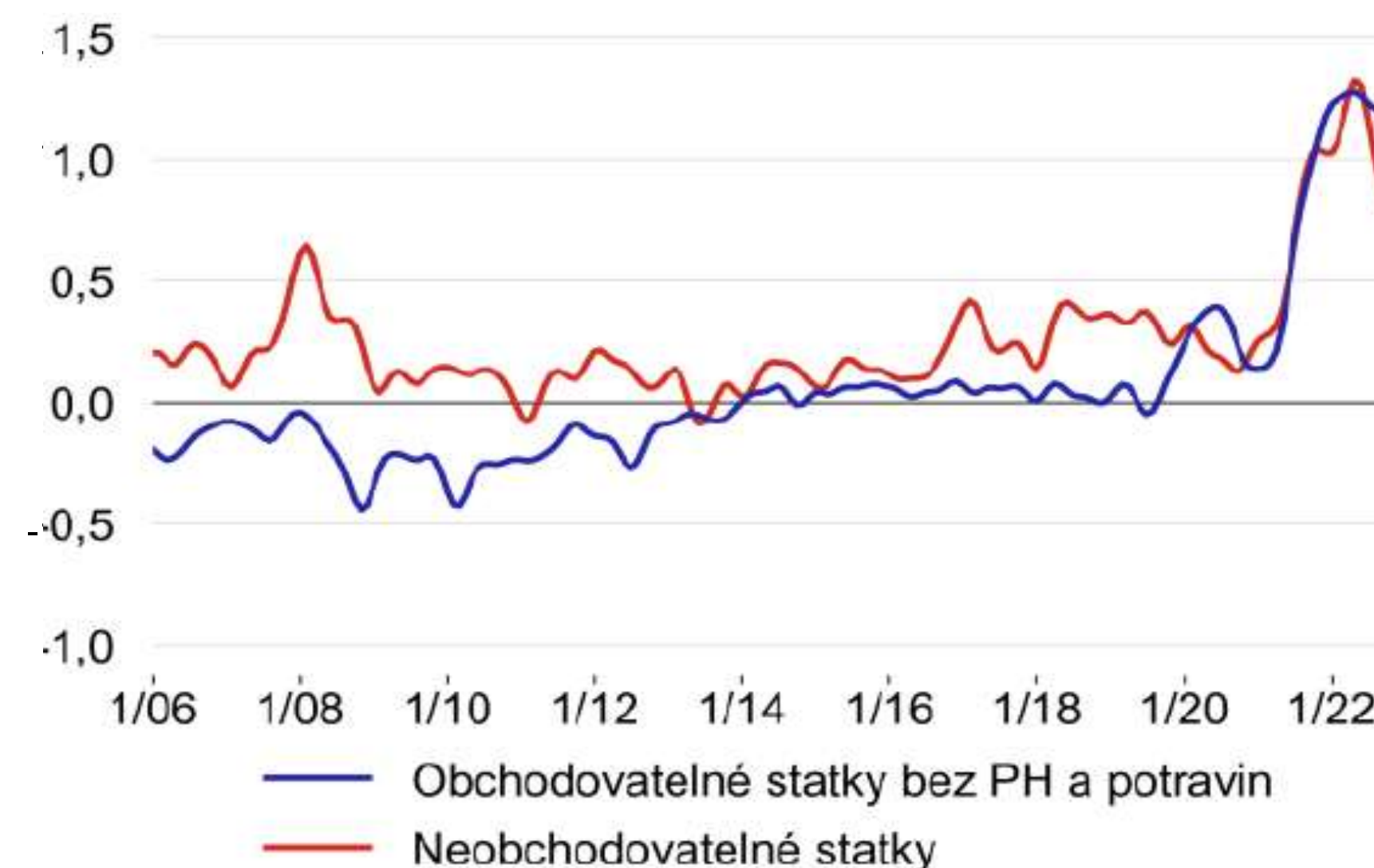
- V rámci cenového jádra meziroční **dynamika cen obchodovatelných statků** od poloviny roku 2021 zrychluje. Tento trend však v posledních měsících slábne.
- Naopak meziroční růst cen neobchodovatelných statků zpomaluje již několik měsíců v řadě.
- Trendcyklické složky obou segmentů jádrové inflace ukazují na dosažení vrcholu inflační dynamiky.

Ceny obchodovatelných a neobchodovatelných statků
(mzr. v %)



Trendcyklické složky inflace

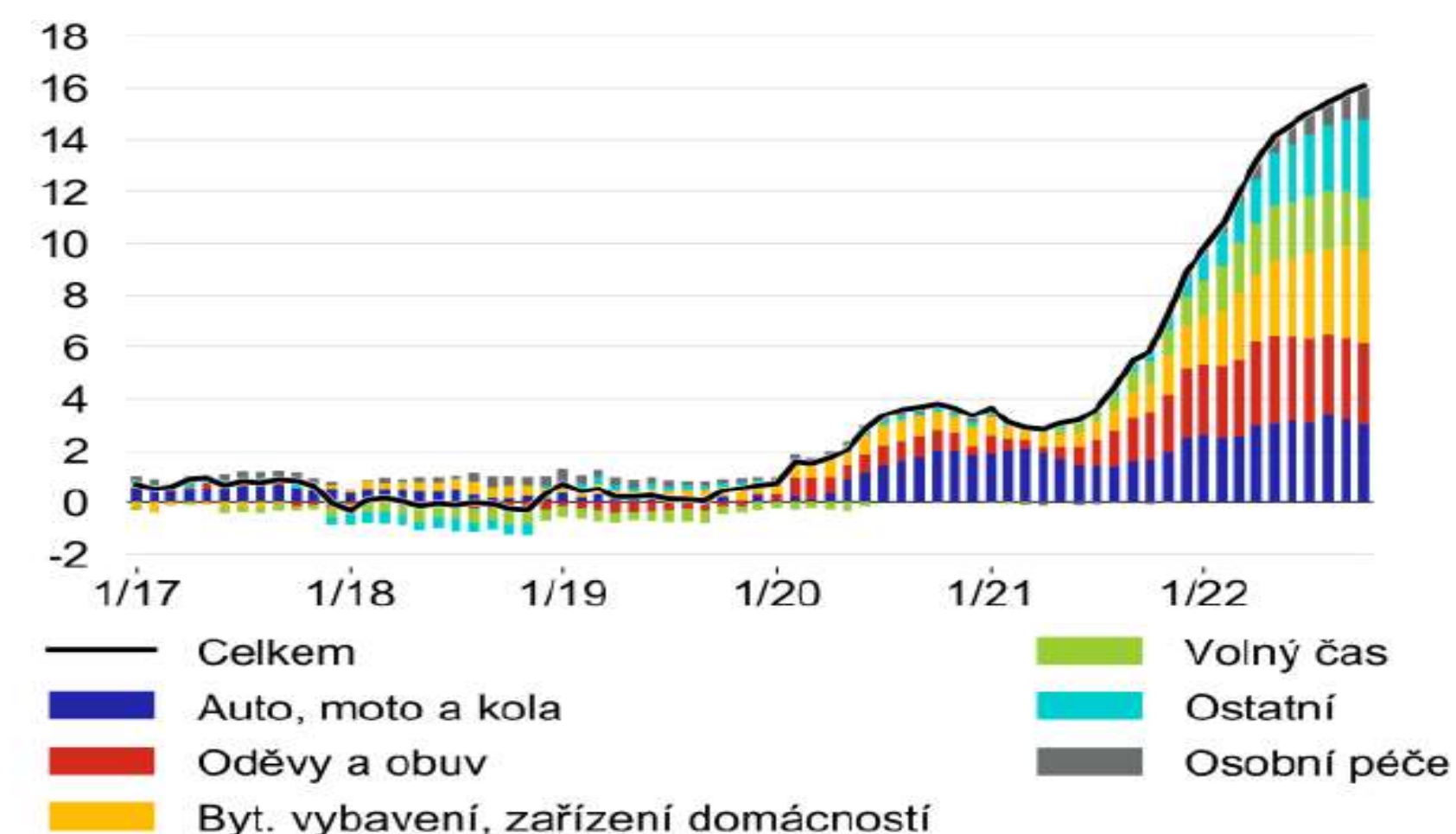
(s. o., mzm., tříměsíční klouzavý průměr, bez očištění o změny daní)



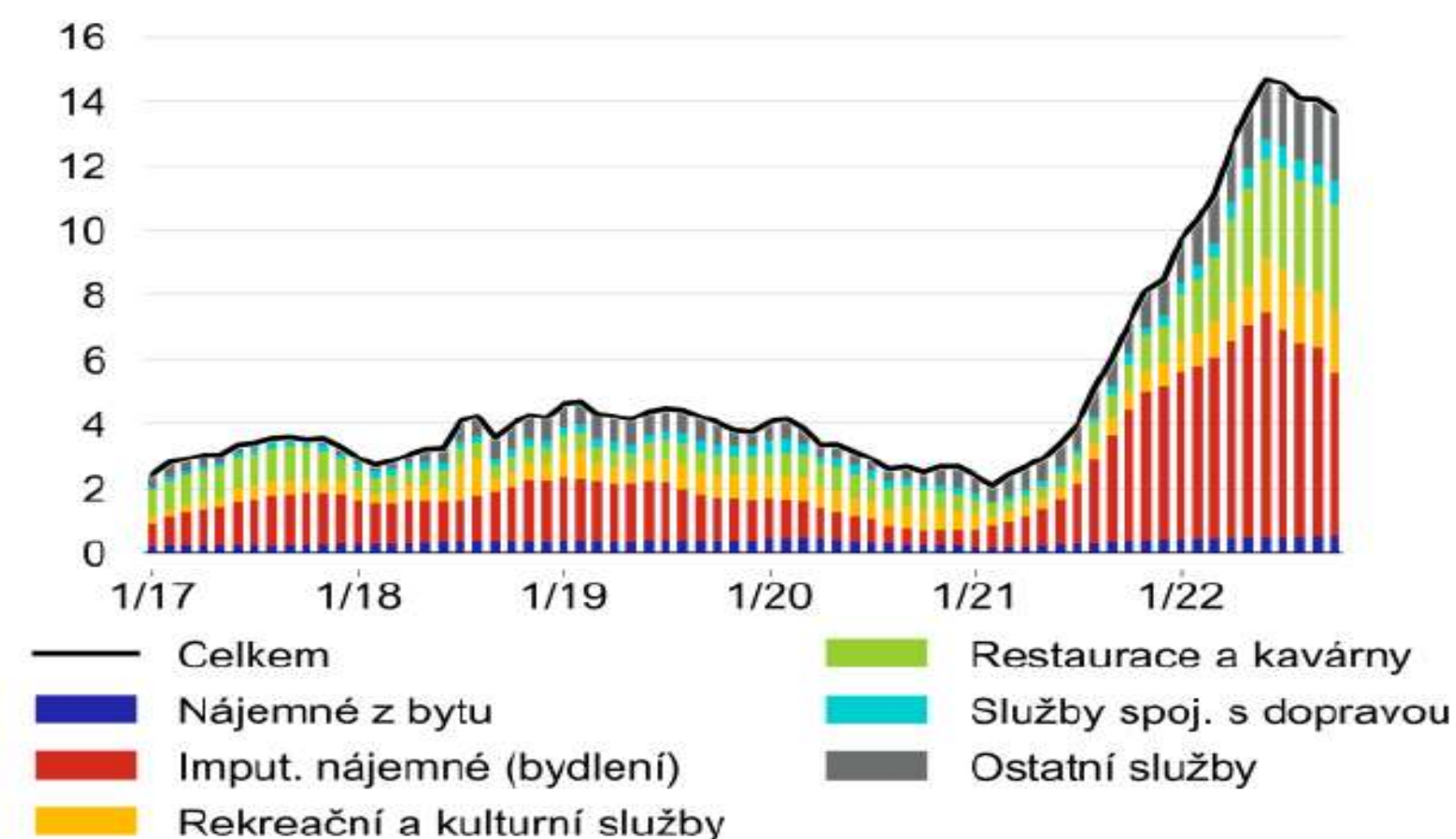
Ceny obchodovatelných a neobchodovatelných statků

- **Ceny obchodovatelných statků** rostou s přispěním všech svých složek.
- Za zpomalením růstu **cen neobchodovatelných statků** v posledních měsících stojí především pokles dynamiky imputovaného nájemného, který reflektuje zpomalení růstu hypoték a cen nemovitostí.

Ceny obchodovatelných statků
(mzr. v %, p.b., bez očištění o změny daní)



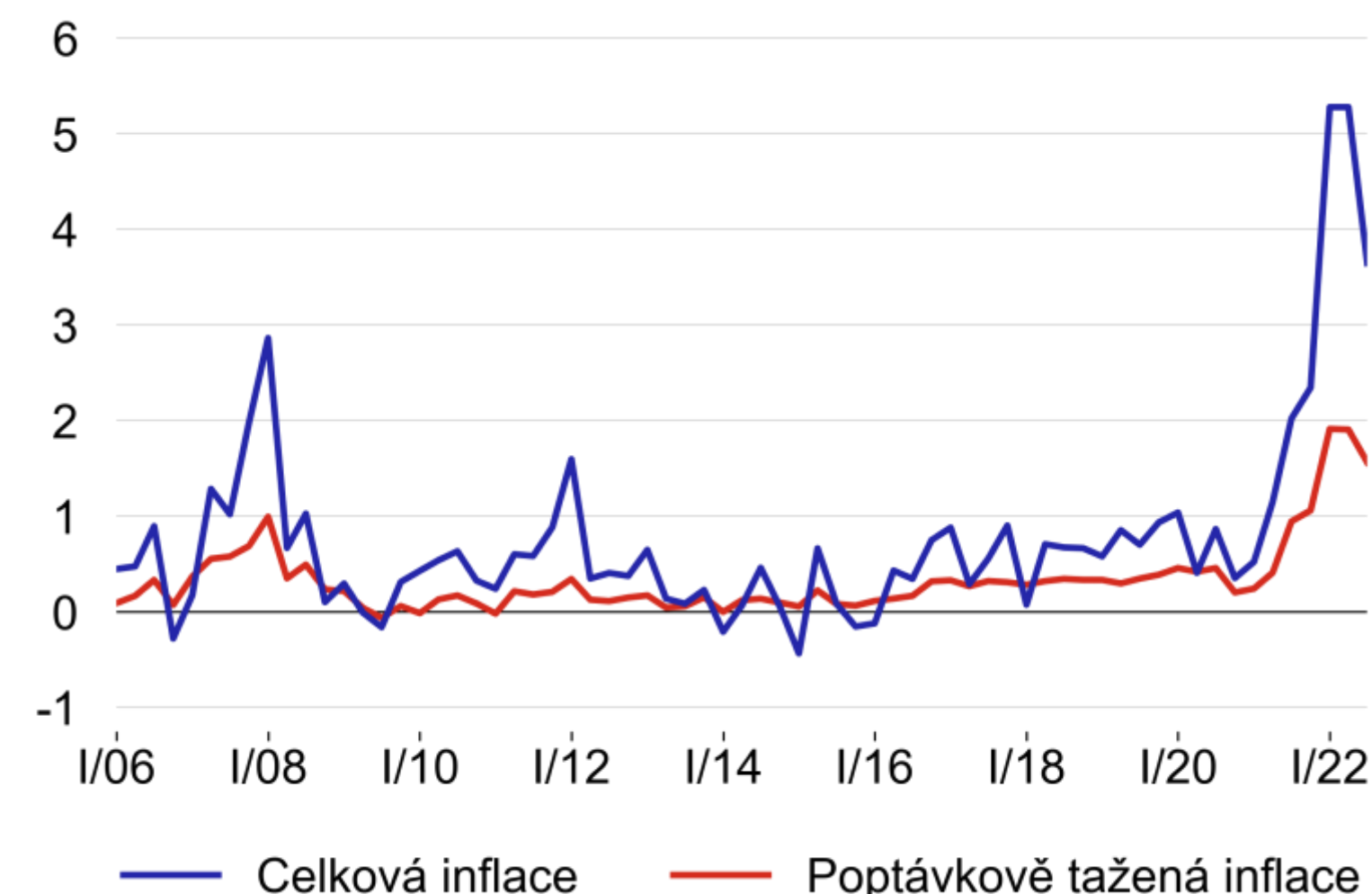
Ceny neobchodovatelných statků
(mzr. v %, p.b., bez očištění o změny daní)



Nákladové a poptávkové faktory inflace

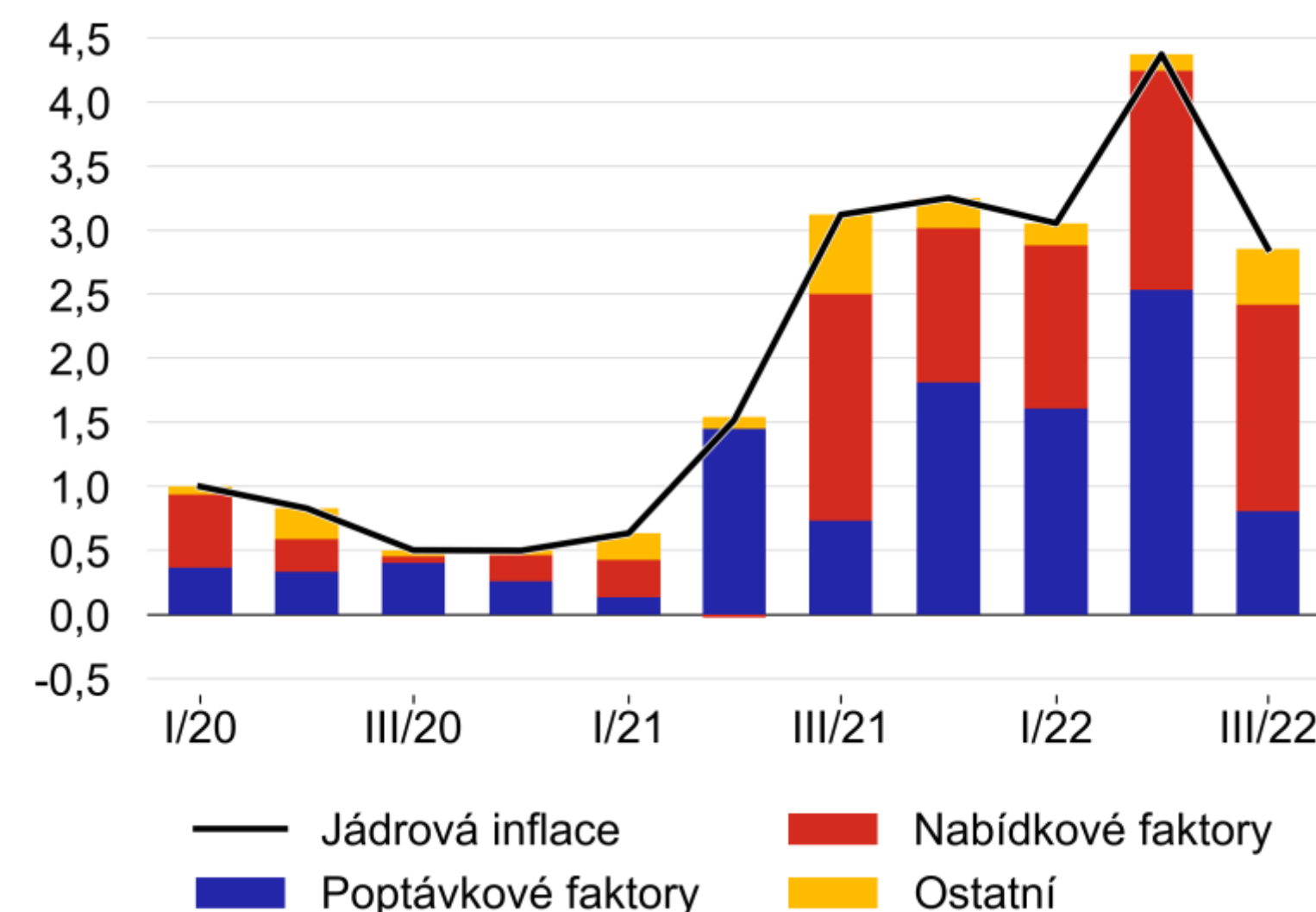
- V **celkové inflaci** se letos výrazně promítaly náklady a ostatní faktory v návaznosti na dramatické zdražení energií. Významně zvýšená však byla i inflace tažená poptávkou.
- **Jádrová inflace** je v posledním roce tažena jak poptávkovými, tak nabídkovými faktory, síla poptávkových vlivů v létě letošního roku zeslábla.

Celková inflace a poptávkově tažená inflace
(mzč. změny v %, sezónně očištěno)



Rozklad jádrové inflace

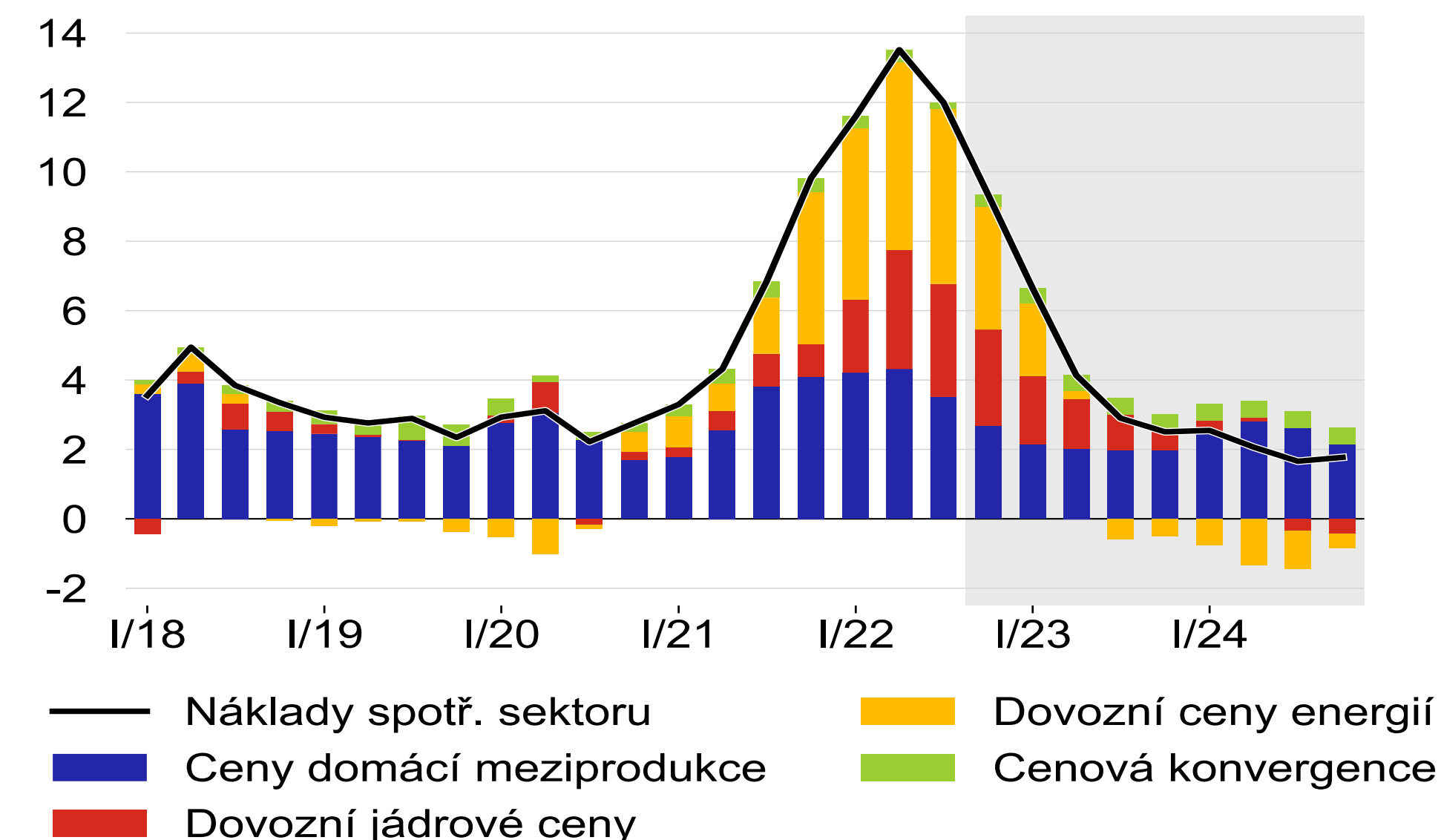
(mzč. změny v %, příspěvky v p. b., sezónně očištěno)



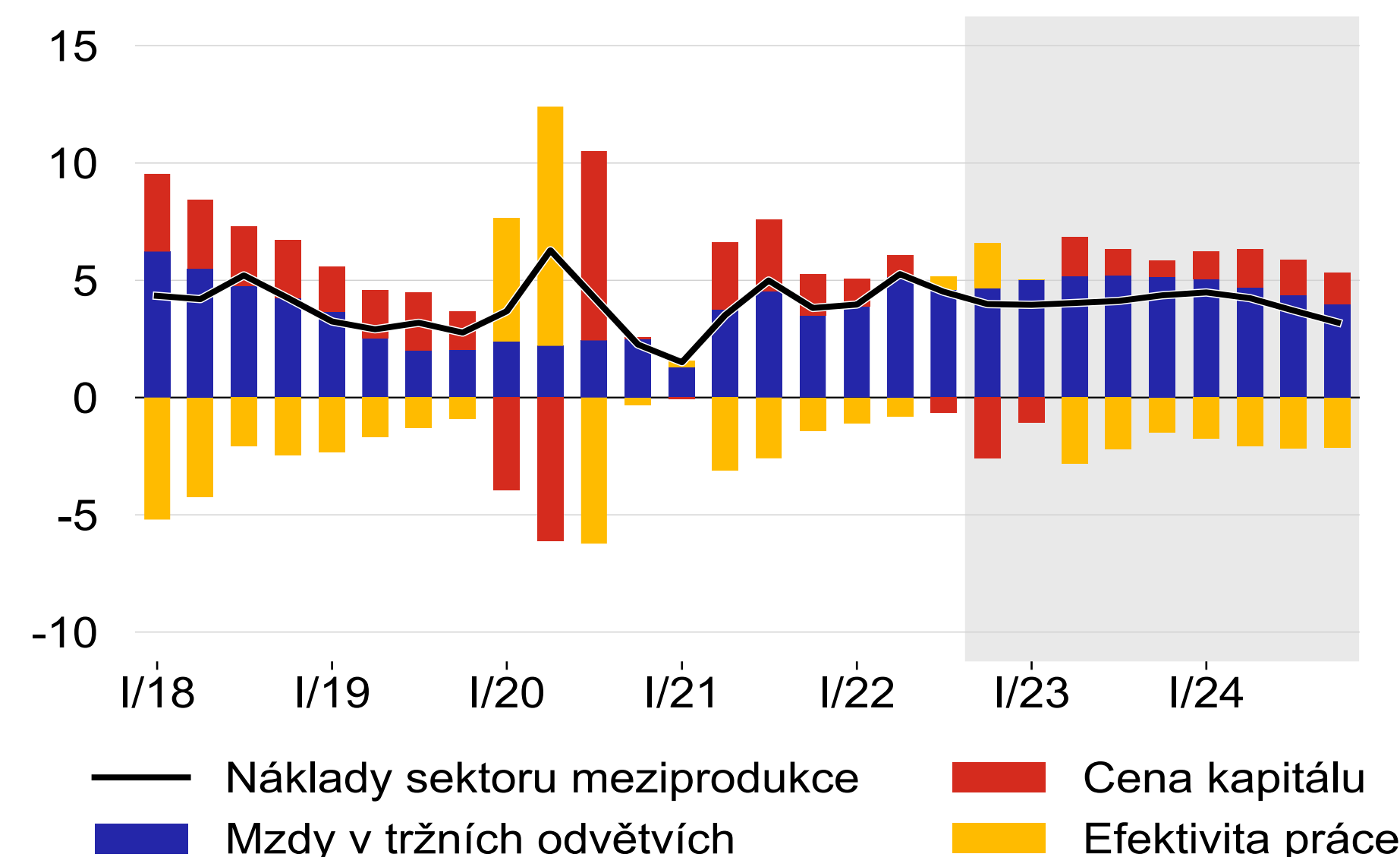
Nákladové tlaky

- Silné **celkové nákladové tlaky** v létě kulminovaly a s odezníváním růstu dovozních cen budou slábnout, nicméně zůstanou do konce příštího roku zvýšené.
- **Dynamika celkových nákladů ve spotřebitelském sektoru** polevuje vlivem zmírnění růstu dovozních cen i cen domácí meziprodukce.
- **Dynamika nákladů v sektoru meziprodukce** po nepatrném zmírnění koncem letošního roku zůstane v příštím roce na zvýšené úrovni. Vliv na tuto skutečnost má:
 - pokračující svižný mzdový růst
 - mírný pokles efektivity práce
- V opačném směru působí ceny kapitálu z důvodu pozvolného ochlazování ekonomické aktivity.

Náklady spotřebitelského sektoru
(nominální mzč. změny v %, příspěvky v p. b., anualizováno)



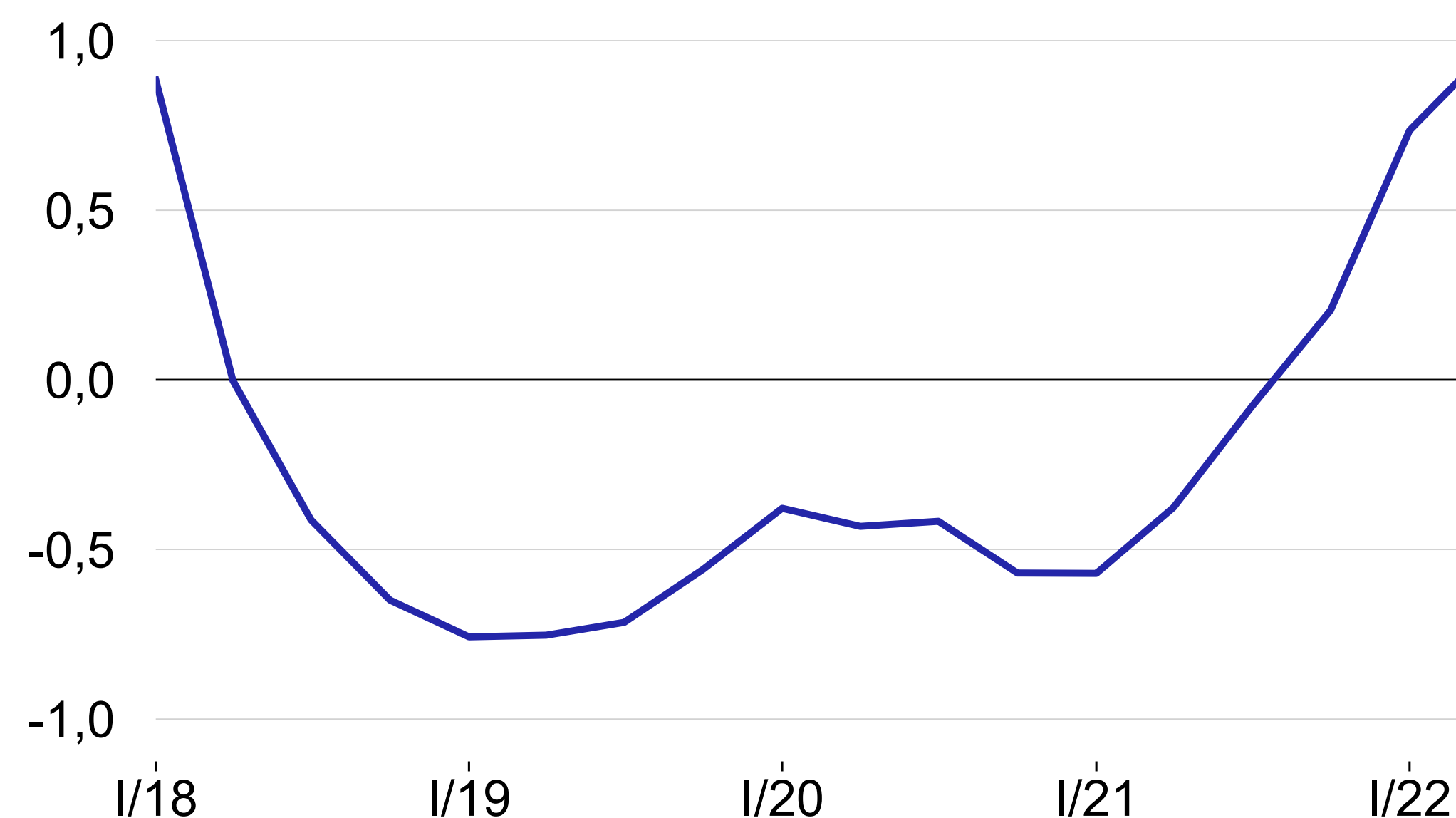
Náklady sektoru meziprodukce
(nominální mzč. změny v %, příspěvky v p. b., anualizováno)



Mezera marží

- **Mezera marží** ve spotřebitelském sektoru se v uplynulém roce otevřela do vysoce kladných hodnot.
- V **postupném nárůstu mezery marží** se projevil jak postupný ústup pandemie, tak i přetrvávající silný spotřebitelský apetit odrážející realizaci odložené poptávky, resp. utrácení vynucených úspor.
- Postcovidový hlad po zboží a službách navíc v podmínkách stále narušeného fungování globálních a výrobních řetězců způsobil značný **převis poptávky nad nabídkou**, který otevřel prostor pro zvyšování marží výrobců a prodejců.

Mezera marží ve spotřebitelském sektoru (v %, výpočet ČNB)

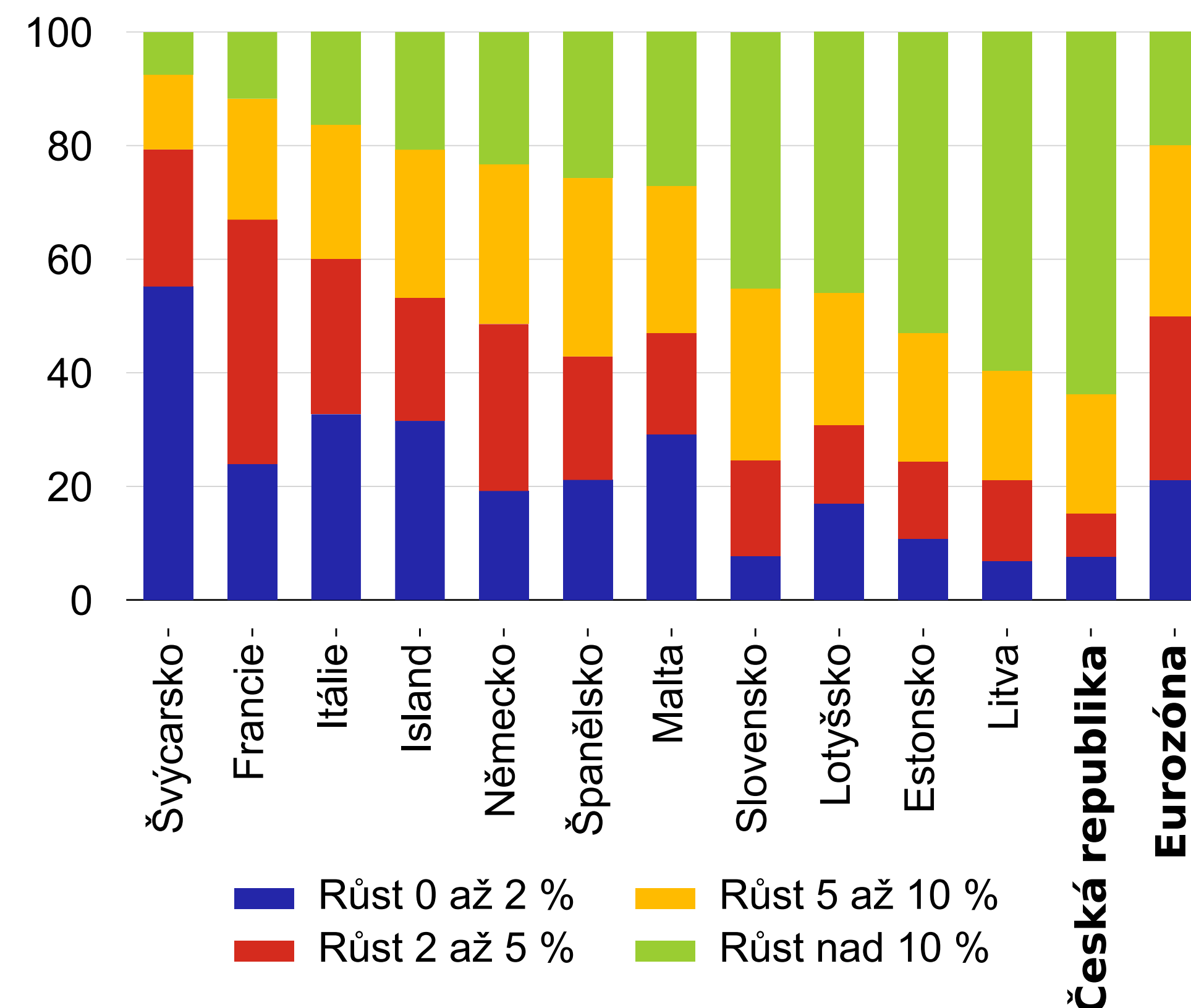


Plošnost a intenzita inflace v evropském kontextu

- Napříč evropskými státy existují výrazné rozdíly v **plošnosti inflace**.
- Zatímco v průměru eurozóny v červnu zdražila meziročně o více než 10 % jen zhruba každá pátá z 256 položek **spotřebního koše HICP**, v Pobaltí to byla více než polovina položek.
- V ČR byla míra plošnosti inflace v červnu 2022 nejvyšší. O více než 10 % zdražily **dvě třetiny položek spotřebního koše**.

Rozdělení položek spotřebního koše dle růstu jejich cen

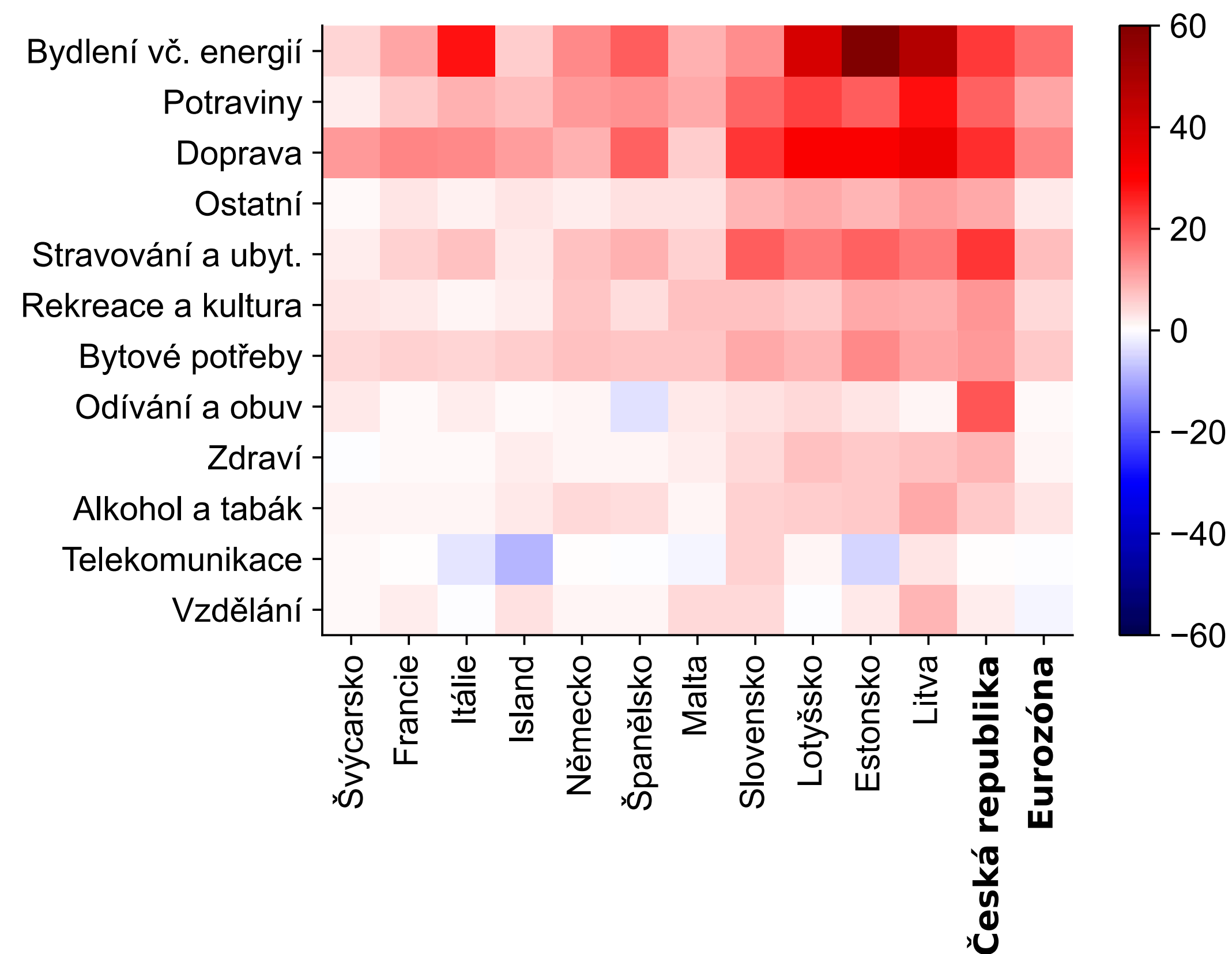
(v %, údaje za červen 2022)



Plošnost a intenzita inflace v evropském kontextu

- **Intenzita zdražování** v rámci jednotlivých skupin spotřebního koše se mezi evropskými zeměmi liší.
- **Meziroční růst cen hlavních skupin spotřebního koše** ukazuje, že inflaci v hodnocených zemích táhly vzhůru především ceny bydlení, energií a paliv, dopravy a potravin.
- ČR zaznamenala v červnu 2022 v několika skupinách spotřebního koše nejvyšší cenový růst:
 - stravování a ubytování (23,7 %)
 - odívání a obuv (19,7 %)
 - rekreace a kultura (12,2 %)

Intenzita zdražování skupin spotřebního koše (meziroční růst v %, údaje za červen 2022)

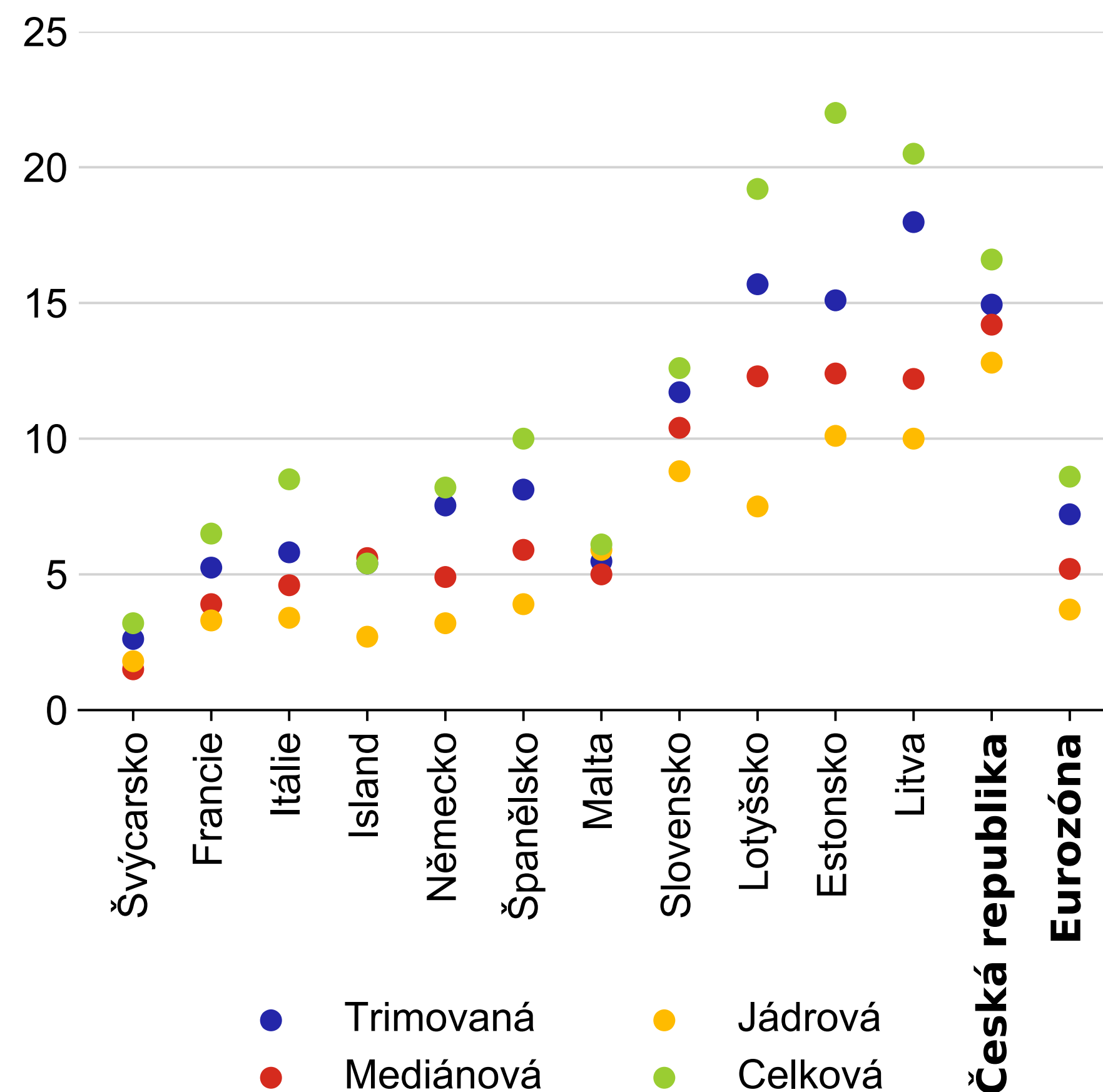


Plošnost a intenzita inflace v evropském kontextu

- Zatímco v některých evropských zemích za inflací stálo několik volatilních položek, v ČR byly identifikovány cenové tlaky plošné.
- Tři různé **indikátory bazální inflace** (jádrová, trimovaná a mediánová) se v ČR jen mírně liší od celkové inflace. Inflaci v ČR tedy nelze přičítat jen extrémním cenovým výkyvům několika volatilních položek.
- V ČR byla nejen nejvyšší **jádrová a mediánová inflace** v EU, ale také nejvyšší **inflace cen služeb a zboží dlouhodobé spotřeby (bez energií)**.

Ukazatele inflace

(meziročně v %, údaje za červen 2022)

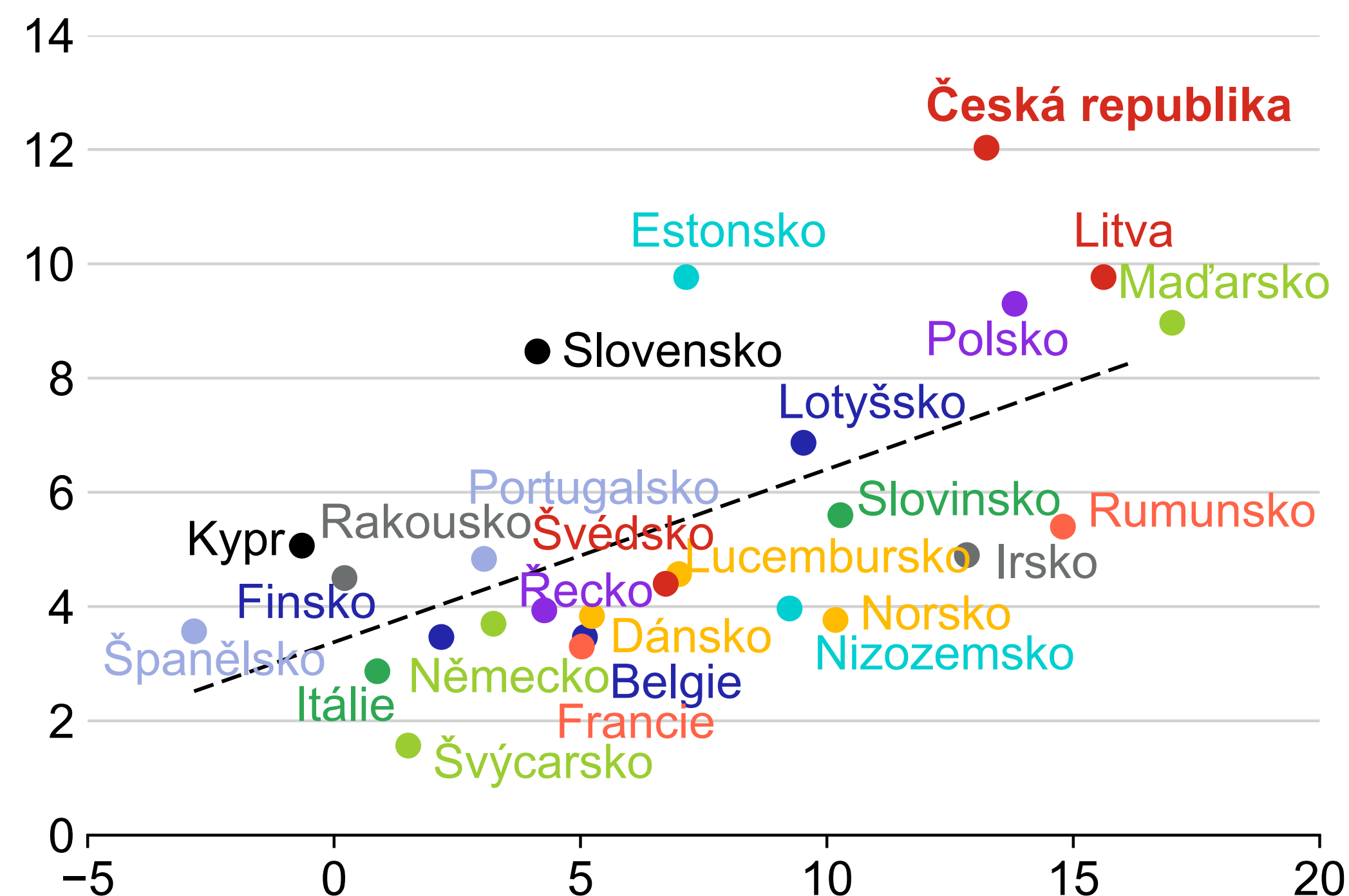


Plošnost a intenzita inflace v evropském kontextu

- Rozdílná **dynamika příjmů domácností** během pandemie vysvětluje v evropských zemích třetinu rozdílů v **jádrové inflaci** ve druhém čtvrtletí.
- Toto zjištění je konzistentní s ekonomickou intuicí, podle níž se vnější nákladové cenové šoky přelily i do plošných poptávkových šoků.
- V zemích, které svým obyvatelům **poskytovaly větší fiskální stimuly**, se domácnosti po pandemii nacházely v **robustnější finanční pozici** a přehřátý trh práce přispíval k rychlejšímu navyšování mezd, než rostla produktivita práce.

Disponibilní důchod domácností a jádrová inflace

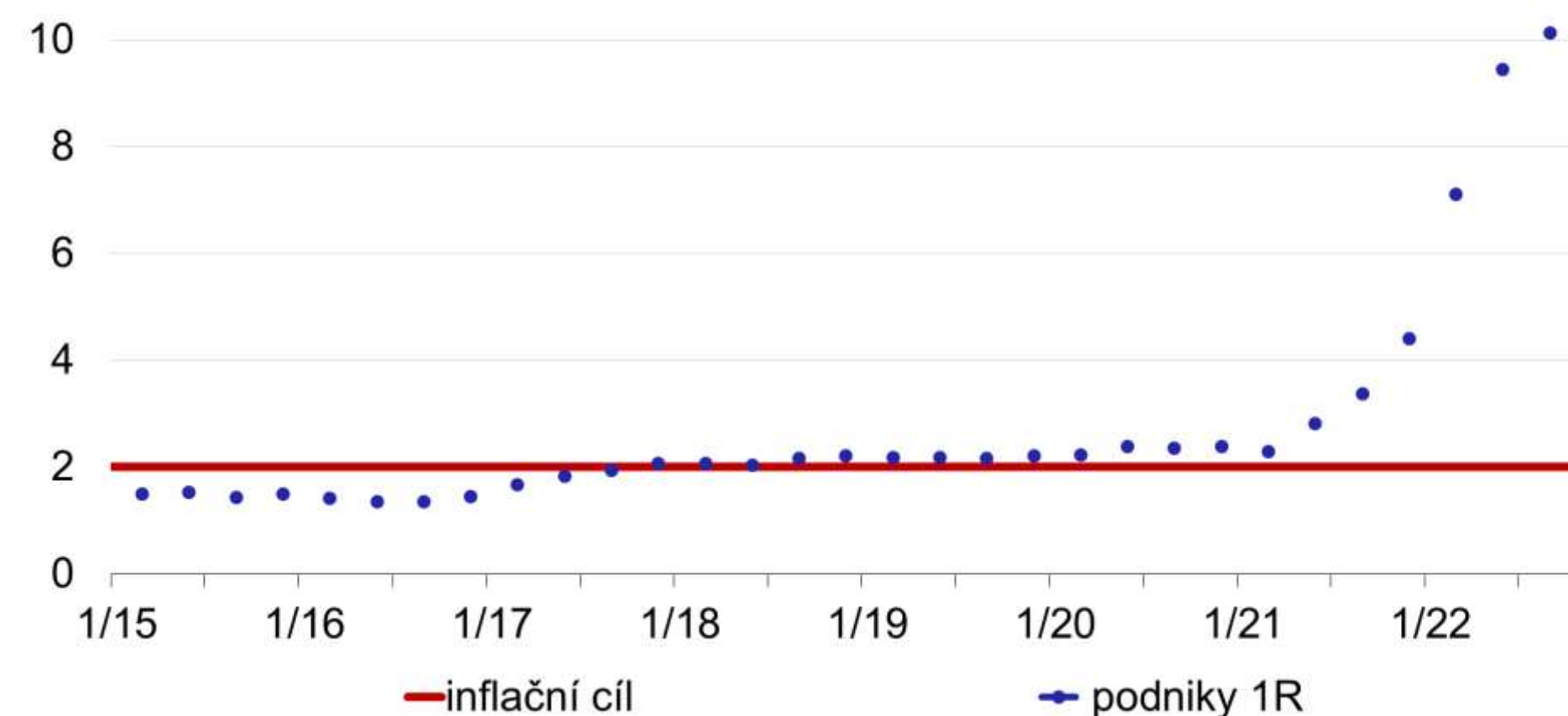
(horizontální osa: změna disponibilního důchodu domácností v roce 2021 oproti roku 2019 v %, vertikální osa: harmonizovaná jádrová inflace v %, průměr za druhé čtvrtletí 2022)



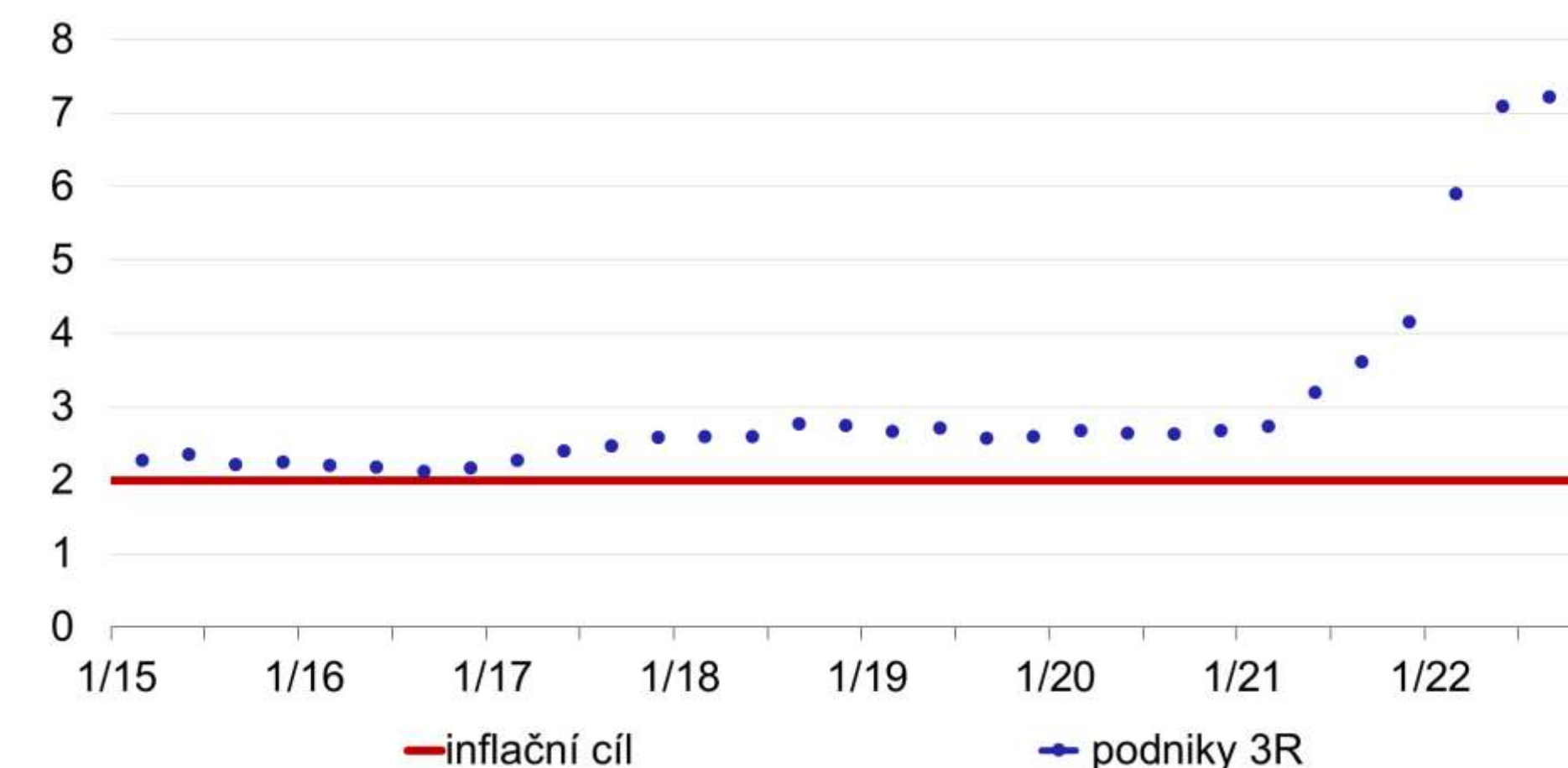
Inflační očekávání podniků

- **Inflační očekávání nefinančních podniků** již rok rostou v horizontu 1 roku i 3 let.
- Dle zářijového průzkumu **Svazu průmyslu a dopravy ČR a ČNB** podniky v průměru očekávají za tři roky cenový růst v tempu přes 7 %.
- Konjunkturální šetření **Evropské komise** ukazují, že přetrvává vysoký podíl podniků očekávajících růst cen svých výrobků a služeb v nejbližším období, přičemž ke zdražování by mělo dojít napříč všemi obory (průmysl, stavebnictví, maloobchod i služby).

Inflační očekávání podniků v horizontu 1 roku
(mzr., změny v %)



Inflační očekávání podniků v horizontu 3 let
(mzr., změny v %)

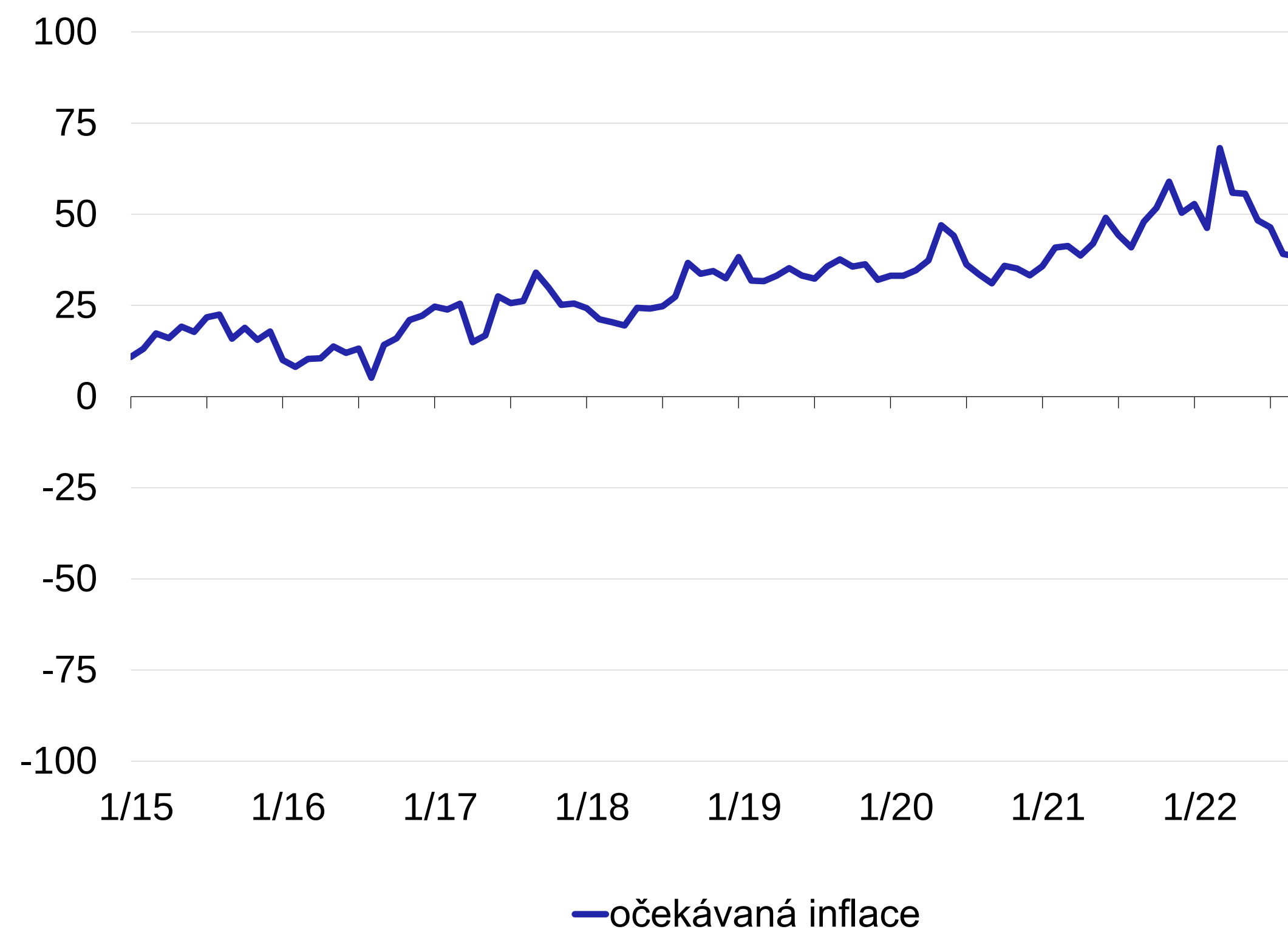


Inflační očekávání domácností

- U **domácností** také přetrvávají obavy z růstu cen. Ukazatel inflace vnímané domácnostmi se pohybuje poblíž historicky nejvyšších hodnot.
- Indikátor **inflace očekávané** v horizontu 12 měsíců v posledních měsících klesal, stále je však vysoký.
- Převažující část domácností očekává, že ceny v následujících 12 měsících porostou minimálně stejně, jako doposud.

Inflační očekávání domácností v příštích 12 měsících

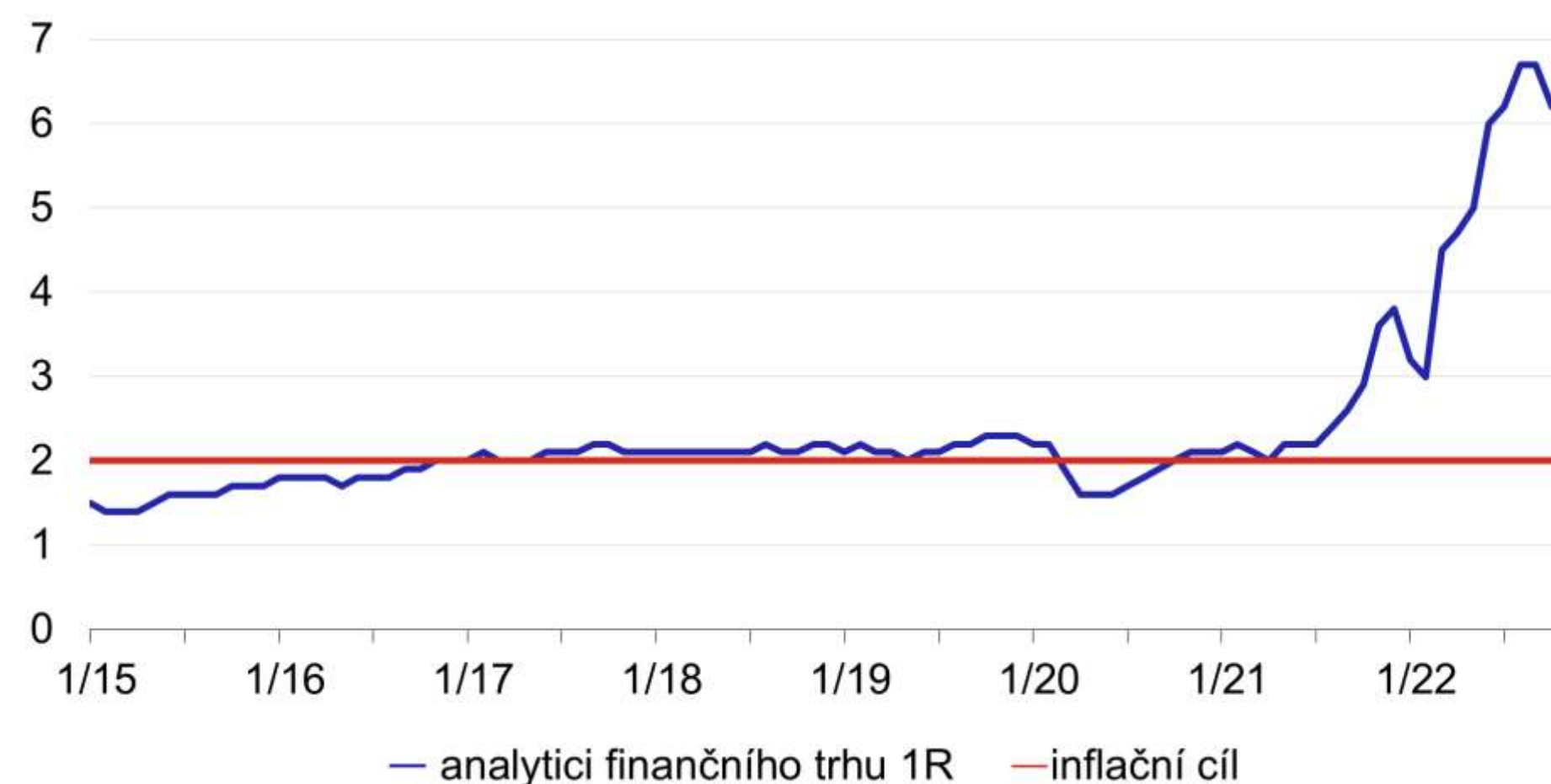
(saldo odpovědí, v %)



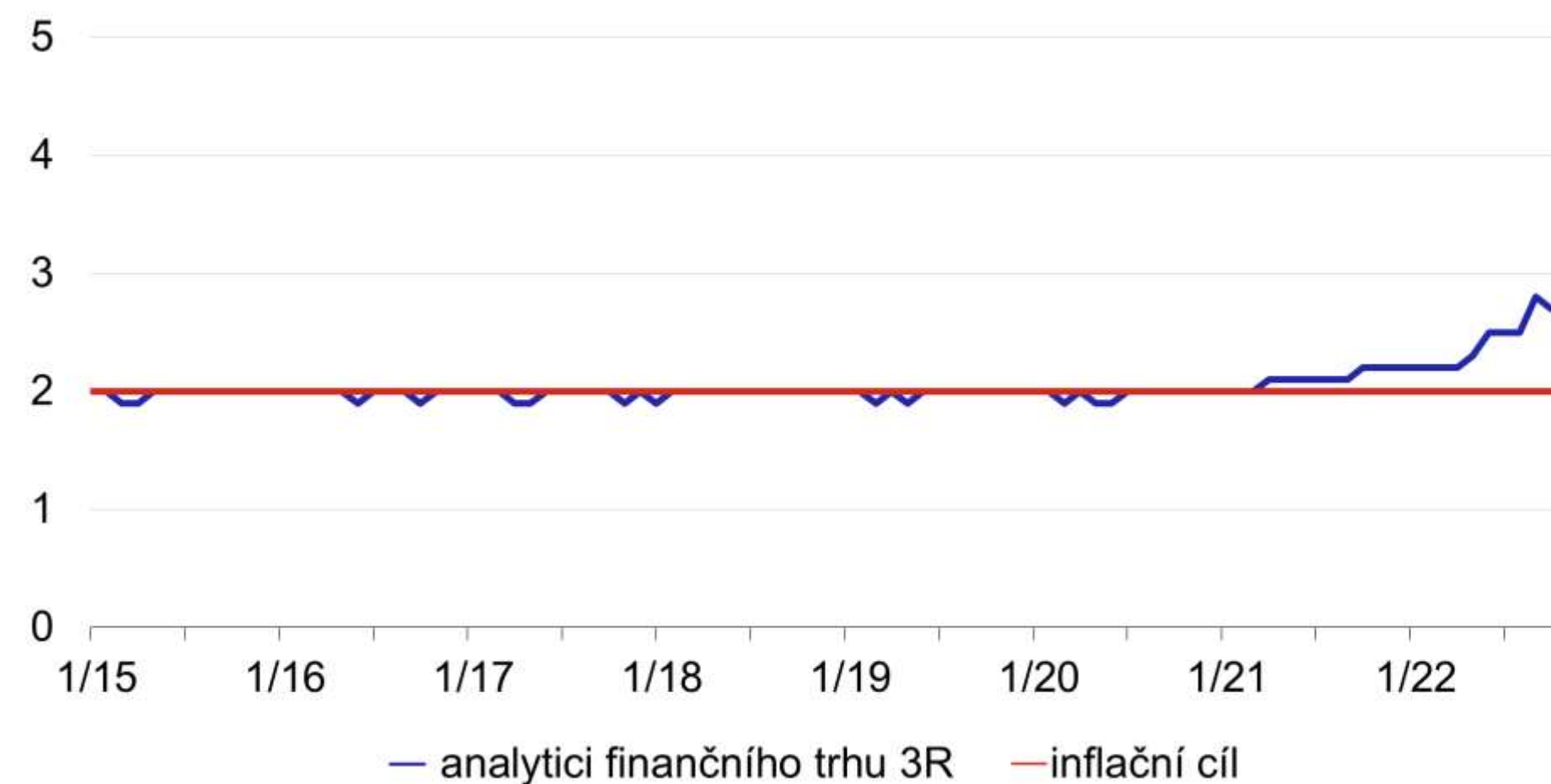
Inflační očekávání finančního trhu

- Analytici** v tříletém horizontu očekávají inflaci ve výši 2,7 %, tedy znatelně nad 2% cílem ČNB. Tato část veřejnosti je přitom s měnověpolitickým režimem centrální banky a jejím inflačním cílem velmi dobře obeznámena.

Inflační očekávání finančního trhu v horizontu 1 roku
(mzr., změny v %)



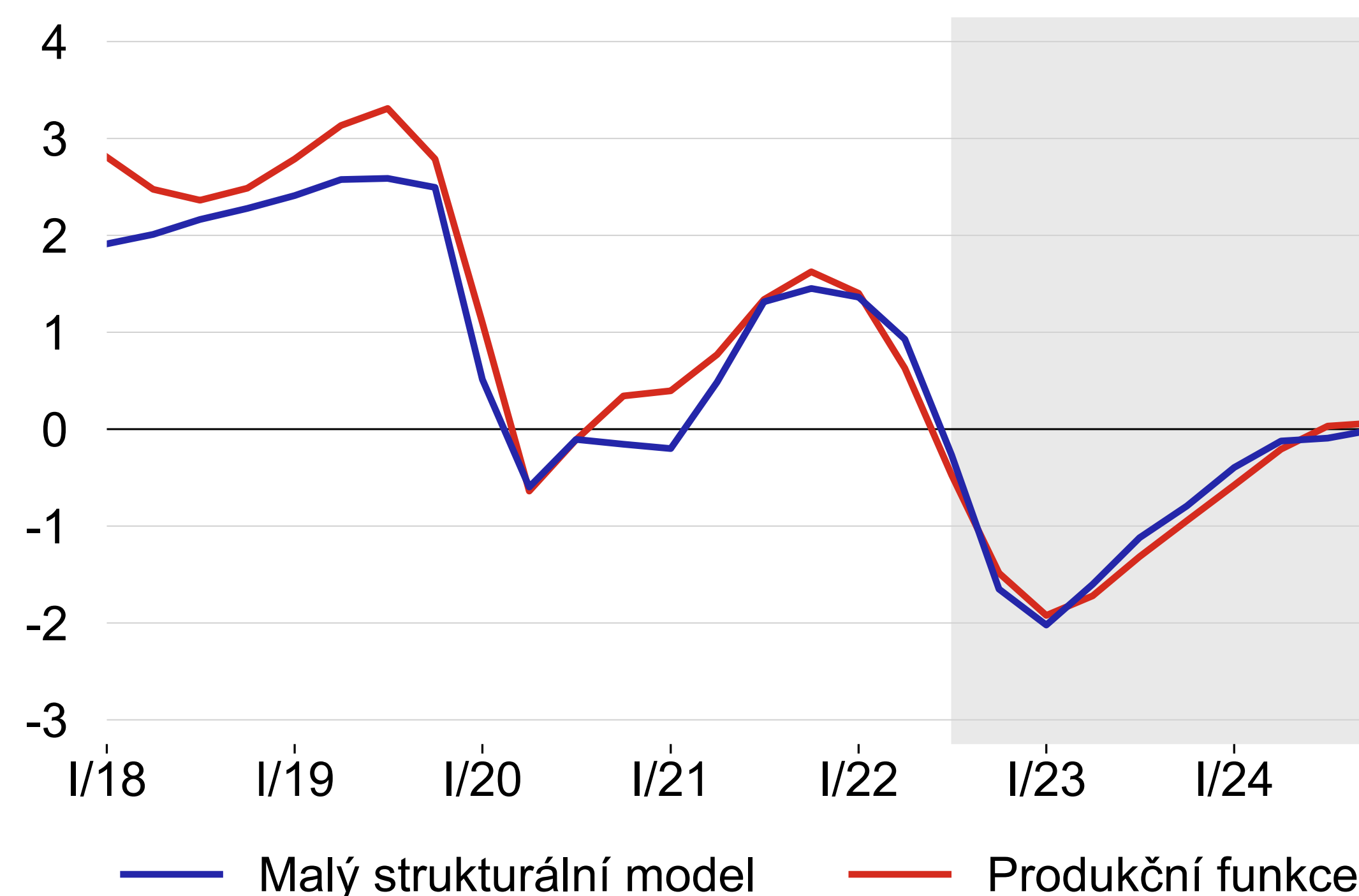
Inflační očekávání finančního trhu v horizontu 3 let
(mzr., změny v %)



Reálná ekonomika

- Dosavadní **přehřívání ekonomiky v letošním druhém pololetí rychle odezní** a ekonomika se bude nacházet pod svým potenciálem.
- To se odrazí i ve **zchlazení trhu práce**. Vše bude probíhat při jen pozvolna odeznívajících nabídkových omezeních, která i letos brzdí dynamiku potenciálního produktu.
- Ekonomika se začne v průběhu příštího roku pomalu navracet k dlouhodobě rovnovážné hodnotě s oživením domácí poptávky a odezněním problémů v globálních řetězcích v polovině příštího roku.

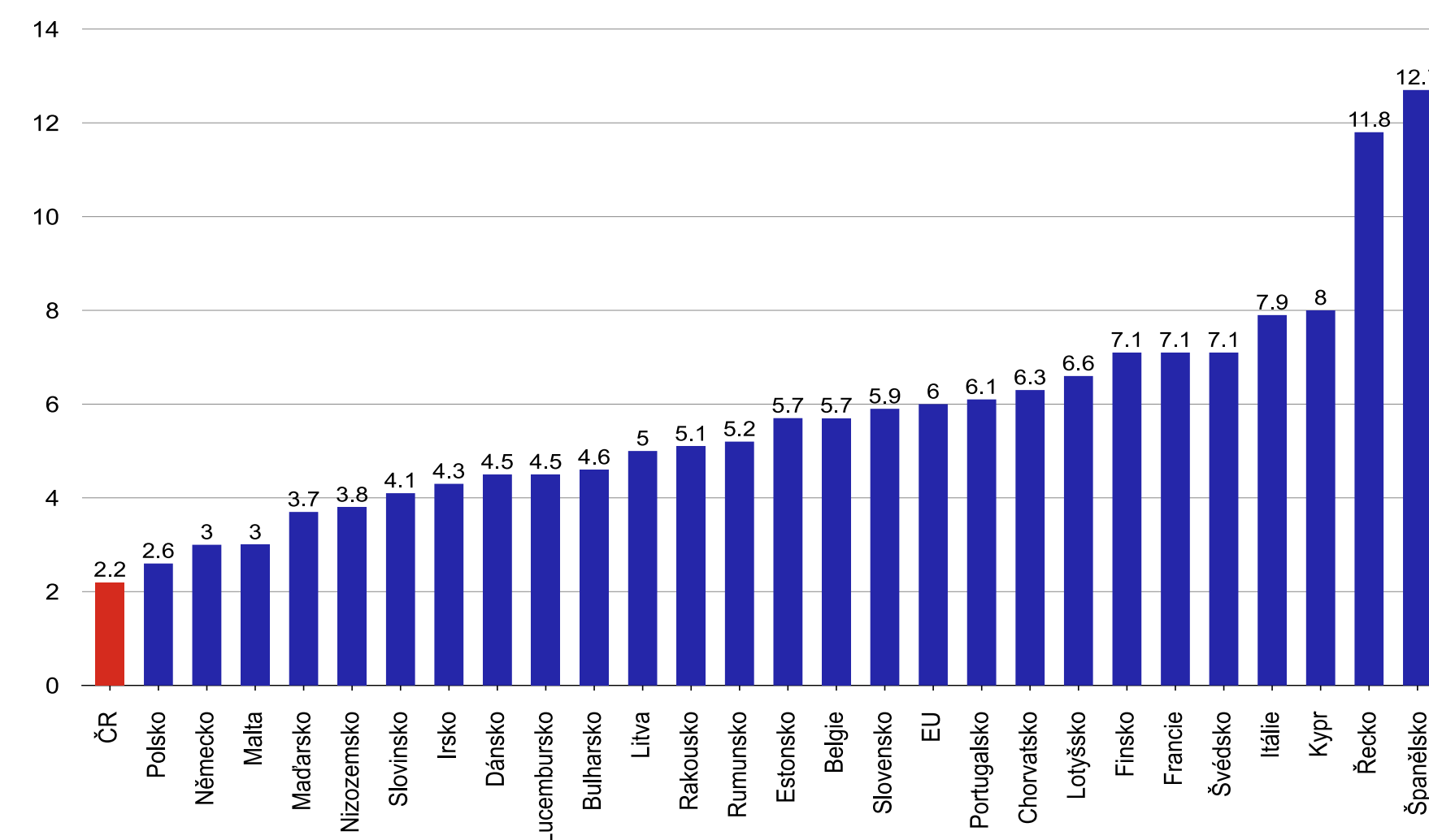
Mezera výstupu (v % potenciálního produktu)



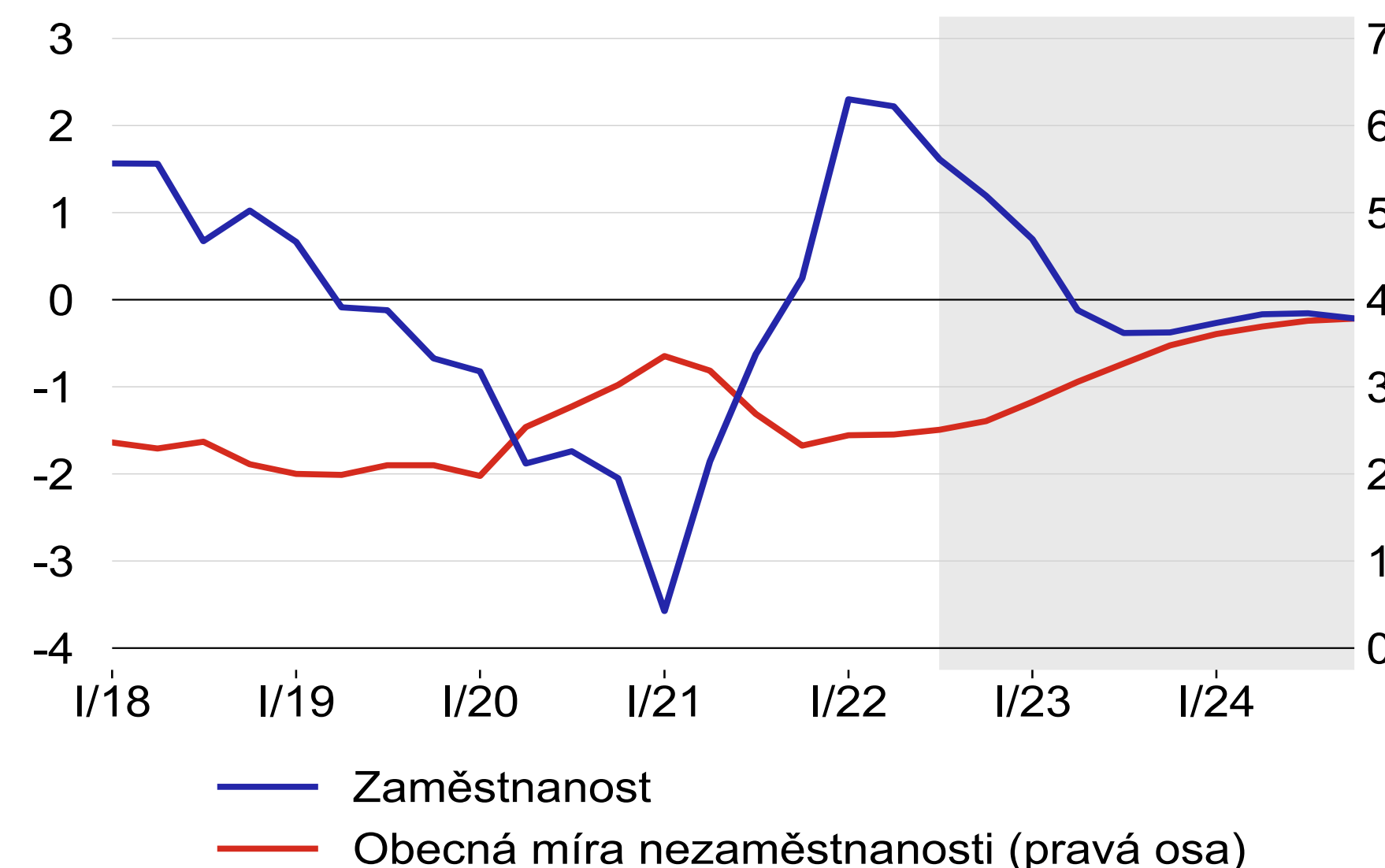
Trh práce

- **Obecná míra nezaměstnanosti** v ČR je stále nejnižší v EU. V září činila 2,2 %.
- Očekává se, že v průběhu příštího roku bude obecná míra nezaměstnanosti narůstat a v roce 2024 se přiblíží 4 %. Podíl nezaměstnaných osob (registrovaná míra nezaměstnanosti dle MPSV) vzroste postupně nad 5 %.
- Růst zaměstnanosti v 1. pololetí 2022 začal zpomalovat a od poloviny roku 2023 bude zaměstnanost mírně klesat.

Obecná míra nezaměstnanosti
(v %, září 2021)



Zaměstnanost a nezaměstnanost
(zaměst. mizr. v %, obecn. míra nezam. v %, s. o.)

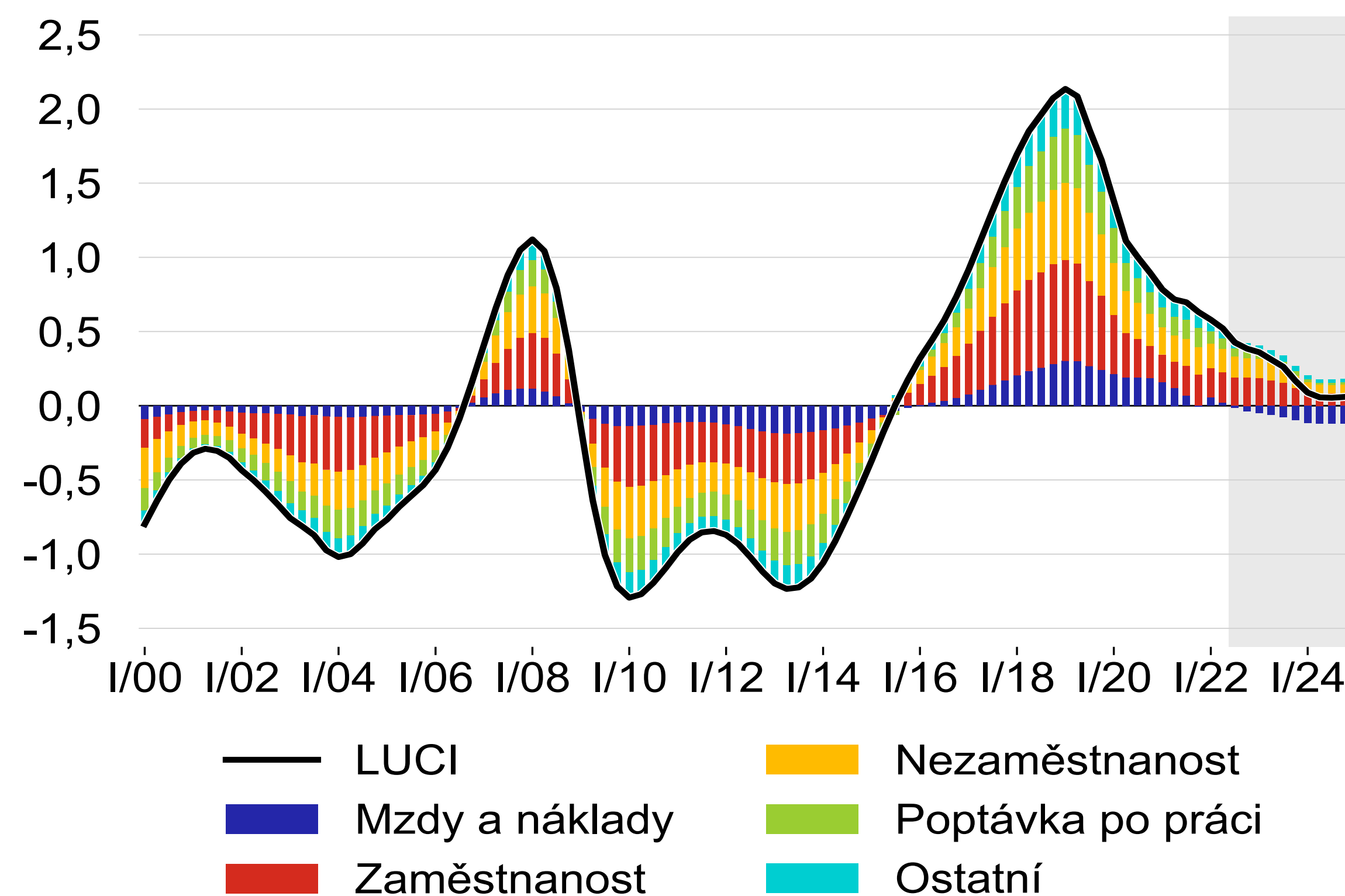


Trh práce

- **Poptávka po práci** se v tomto roce začala snižovat, což je signalizováno výrazným snížením nově hlášených volných pracovních míst i jejich celkového počtu.
- **Souhrnný indikátor napětí na trhu práce LUCI** se stále nachází nad svou dlouhodobou rovnovážnou úrovní, avšak pozorujeme postupné zchlazení trhu práce.
- Indikátor LUCI se přiblíží ke své rovnovážné hodnotě v průběhu roku 2024.

Indikátor LUCI

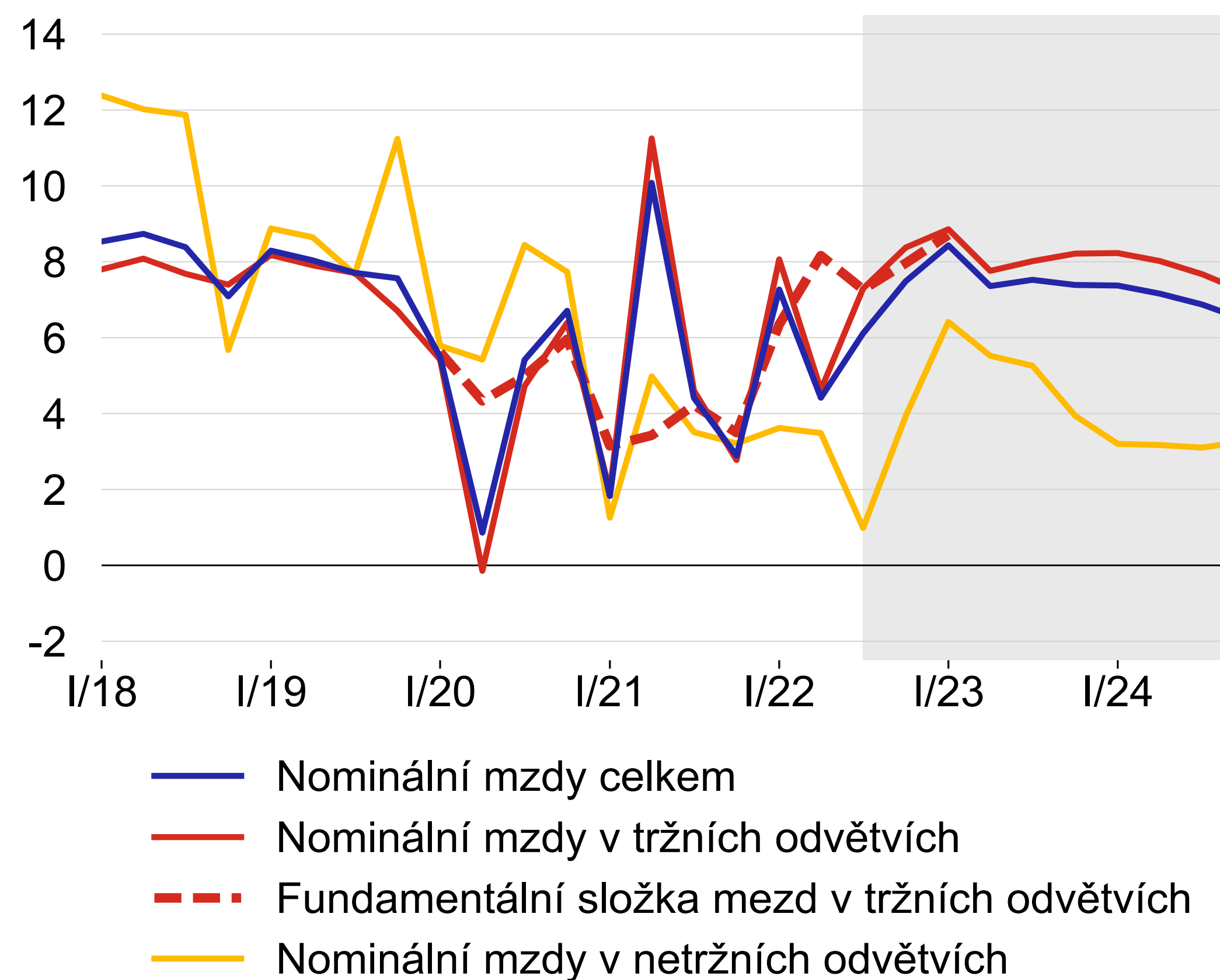
(index, kladné hodnoty = „napjatá“ situace)



Trh práce

- **Nominální mzdový růst** znatelně zrychlí v tržních i netržních odvětvích a bude ovlivňován:
 - vysokou inflací a rostoucími životními náklady
 - poměrně silnou vyjednávací pozicí zaměstnanců
- Prostor pro zvyšování mezd ale bude omezený, neboť firmy čelí:
 - vysokým cenám vstupů
 - přetrvávajícím problémům v dodavatelsko-odběratelských řetězcích
 - obavám z budoucnosti vzhledem k hrozbě nastupující recese

Průměrné nominální mzdy (meziroční změny v %)



Shrnutí

- Dosavadní **přehřívání tuzemské ekonomiky začalo v druhém pololetí odeznívat a v následujících čtvrtletích se ekonomika bude nacházet pod svým potenciálem.**
- **Trh práce se postupně ochlazuje** vzhledem k poklesu poptávky po práci v podobě poklesu celkového počtu volných pracovních míst. Přesto trh práce zůstává i nadále poměrně napjatý.
- **Nominální mzdový růst v tržních i netržních odvětvích bude v příštím roce zrychlovat** v důsledku přetrvávajícího napětí na trhu práce, nicméně reálné mzdy budou z důvodu vysoké inflace klesat.
- **Celková inflace** bude v nejbližších měsících rozkolísaná. Zpřísněná domácí měnová politika v kombinaci s ochlazováním světové i domácí ekonomiky a odezníváním nákladových tlaků povede k poklesu inflace. Ta se od poloviny příštího roku sníží na jednociferné hodnoty. Do blízkosti 2% inflačního cíle poklesne v první polovině roku 2024.
- Letos se HDP v souhrnu zvýší o 2,2 %, **v příštím roce naopak poklesne o 0,7 %**. V roce 2024 reálná ekonomika opět poroste.

Děkuji za pozornost



ředitel sekce měnové

Petr Král

petr.kral@cnb.cz



Záložní snímky

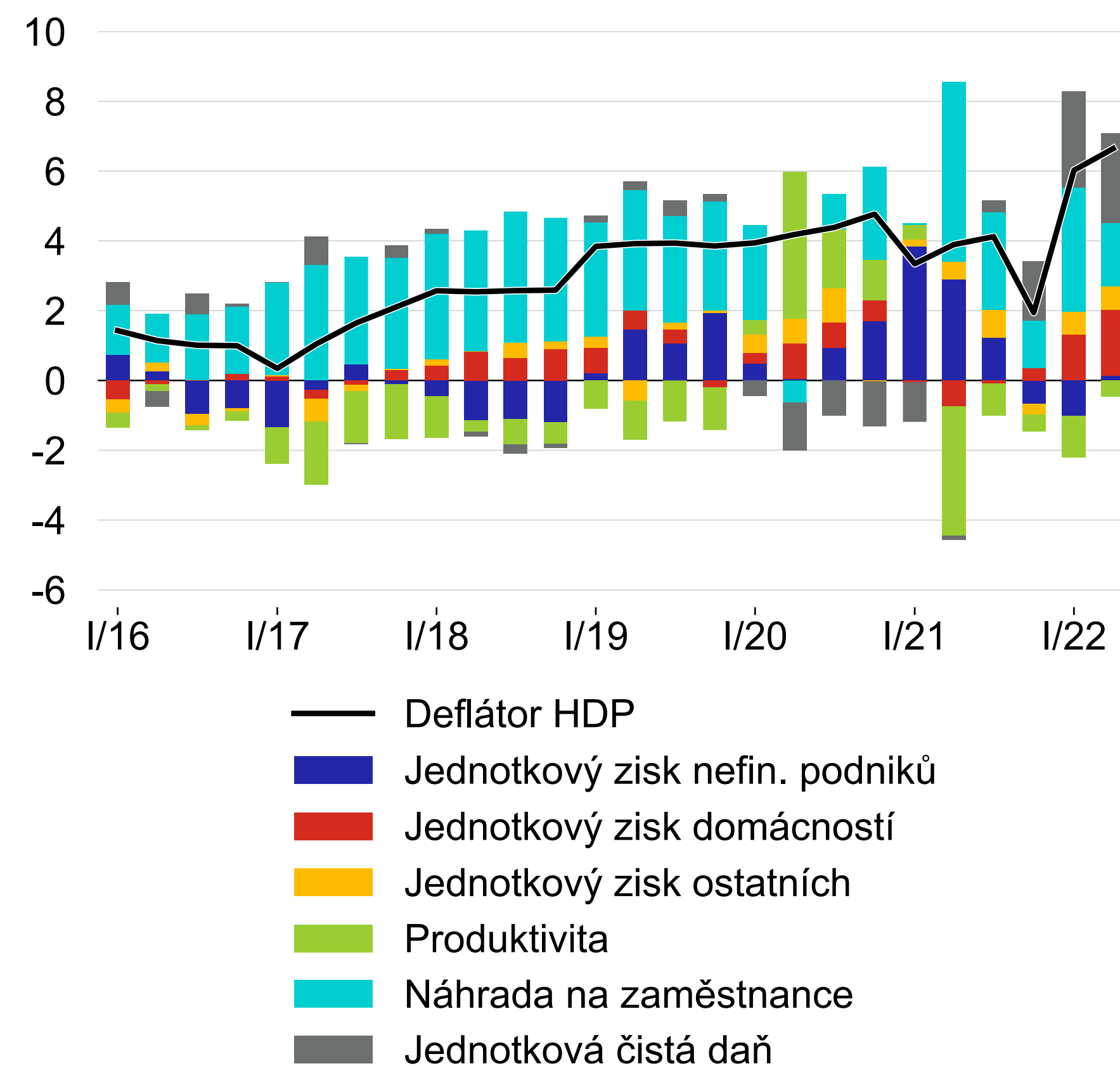


Hospodaření podniků v podmínkách energetického šoku

- V prvním pololetí letošního roku k **růstu deflátoru HDP** nejvíce přispívají náhrady na zaměstnance, zisky podnikajících domácností (živnostníků a podnikatelů) a čisté daně.
- Za pozornost stojí především zvýšené příspěvky jednotkového **zisku podnikajících domácností**, u nichž po covidovém šoku dochází k určitému „dohánění“ ušlých zisků.
- Výrazné jsou v rozkladu deflátoru HDP také příspěvky jednotkové **čisté daně**, neboli rozdílu mezi daněmi a dotacemi na jednotku produktu, což odráží ukončování podpůrných covidových programů.

Deflátor HDP

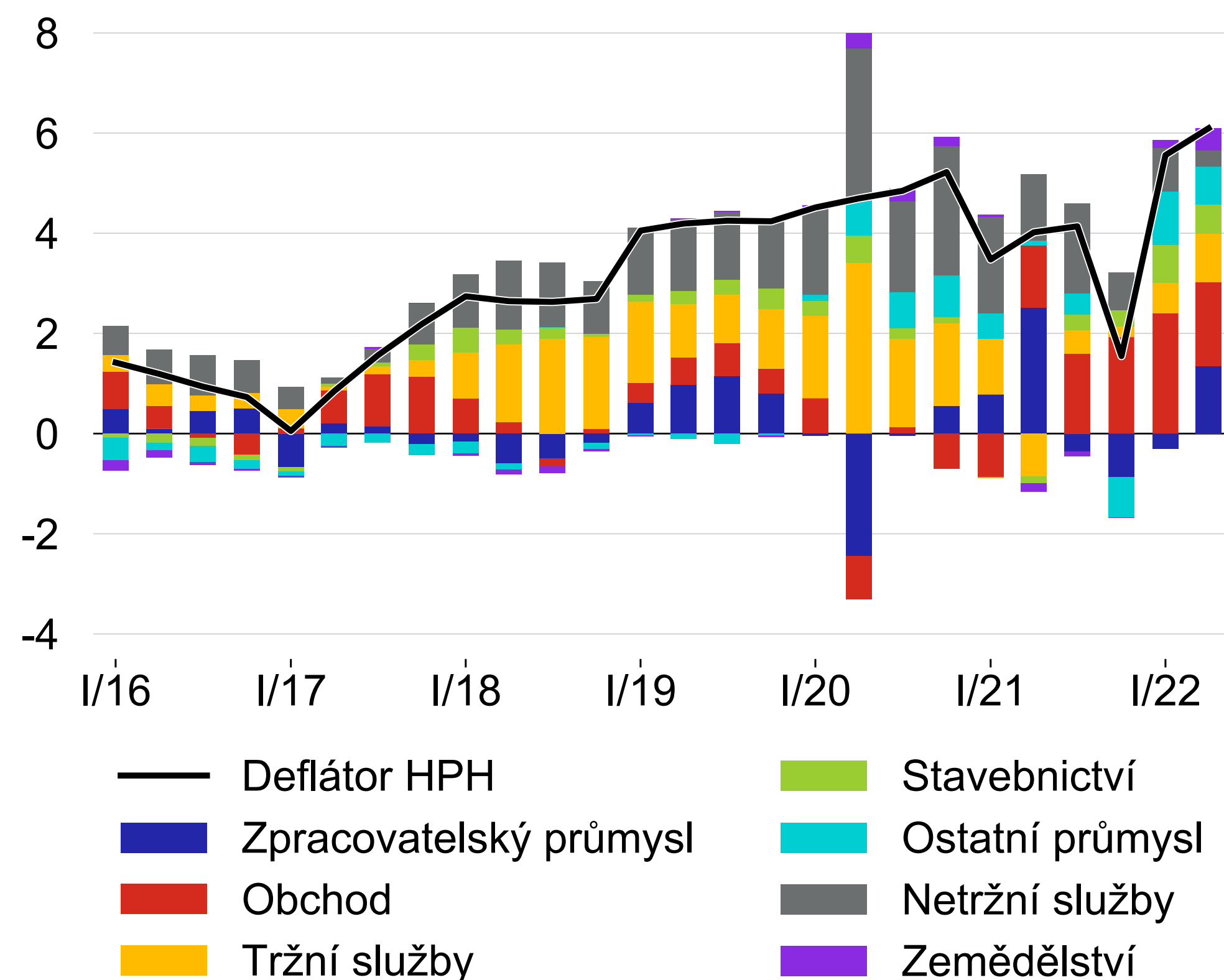
(meziroční růst v %, příspěvky v p. b.)



Hospodaření podniků v podmínkách energetického šoku

- **Cenové tlaky** v ekonomice jsou plošné.
- Nejvíce viditelné jsou tlaky v odvětvích, která byla dotčena pandemickými uzavírkami.
- Jedná se zejména o odvětví **obchodu**, které zahrnuje i **dopravu a pohostinství** a ve kterém jsou výrazně zastoupeny malé firmy (živnostníci a podnikatelé).

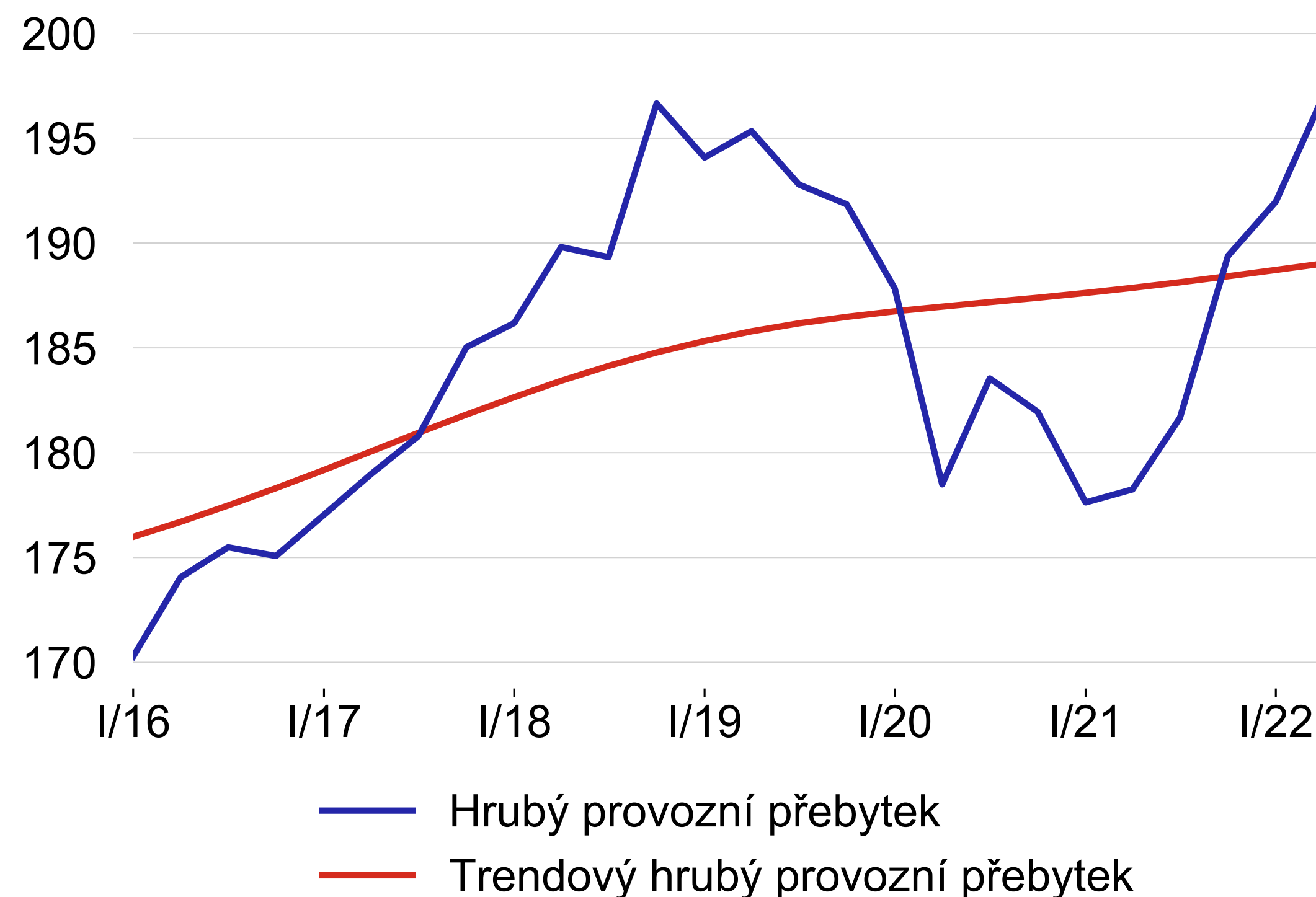
Deflátor hrubé přidané hodnoty
(meziroční růst v %, příspěvky v p. b.)



Hospodaření podniků v podmínkách energetického šoku

- Je patrné, že živnostníci v poslední době dokázali vytvářet vyšší **reálný zisk**, než který by odpovídal trendové úrovni.
- Děje se tak pravděpodobně v důsledku zdražování produktů na pozadí donedávna solidní poptávky domácností po zboží a službách produkováných podnikatelským sektorem.

Hrubý provozní přebytek domácností
(v mld. Kč, stálé ceny, HP filtr)



Hospodaření podniků v podmínkách energetického šoku

- S výjimkou prudkého propadu během pandemie se **zisky podniků** udržují v blízkosti trendu.
- **Míra zisku** velkých podniků se napříč odvětvími pohybuje na solidní úrovni.

Hrubý provozní přebytek nefinančních podniků
(v mld. Kč, stálé ceny, HP filtr)

