
Hodnocení makroekonomického vývoje, jeho aktuální prognóza a další otázky měnové politiky ČNB

Petr Král, ředitel sekce měnové

Setkání bankovní rady ČNB se zástupci podnikatelských a zaměstnavatelských svazů

Praha, 15. listopadu 2023



Obsah

- 1. Současná ekonomická situace a výhled pro reálnou ekonomiku**
2. Prognóza inflace, kurzu a sazeb, její rizika a nejistoty a poslední rozhodnutí bankovní rady

Současná ekonomická situace

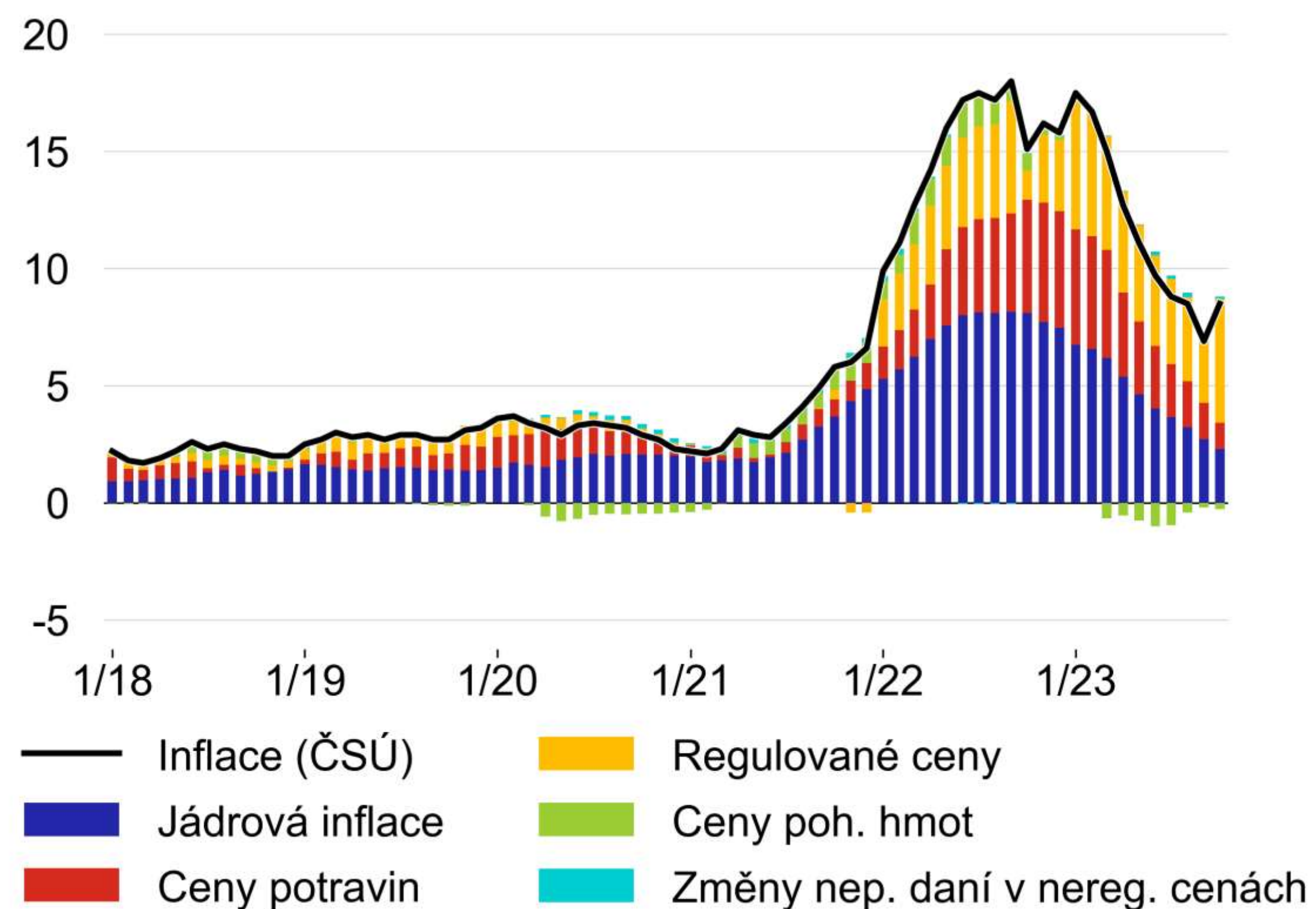
- **V české ekonomice odeznívají nákladové inflační tlaky, které měly původ v externím prostředí, i poptávkové tlaky plynoucí z domácí ekonomiky.**
- **V kontextu zpomalení globální ekonomiky, propadu reálných příjmů domácností a přísné měnové politiky se česká ekonomika za poslední rok výrazně utlumila. Ve třetím čtvrtletí došlo podle předběžného odhadu ČSÚ k mezičtvrtletnímu i meziročnímu poklesu HDP.**
- **Trh práce zůstává navzdory slabému ekonomickému výkonu zatím i nadále napjatý.** Napětí na trhu práce se však bude pozvolna snižovat vlivem zpožděného dopadu reálné ekonomiky.
- **V říjnu spotřebitelská inflace dočasně vzrostla** statistickým efektem nižší srovnávací základy z loňského roku, kdy byl zaveden státní finanční příspěvek v rámci úsporného tarifu na elektrickou energii.

Inflace

- **Inflace** v říjnu zrychlila vlivem loňského úsporného tarifu na 8,5 %. Bez tohoto vlivu by inflace dále zpomalila na 5,8 % (ze zářijových 6,9 %).
- **Jádrová inflace** v říjnu dále zvolnila. V jejím postupném poklesu, který trvá již více než rok, se projevuje nejen odeznívání růstu cen zahraničních vstupů, ale také zchlazená domácí poptávka.
- Meziroční růst cen **potravin** v říjnu dále výrazně zpomalil. K tomu přispěly snižující se ceny světových agrárních komodit i domácích zemědělských výrobců, jakožto i utlumená spotřebitelská poptávka.
- V lednu 2024 po odeznění vlivu úsporného tarifu se meziroční inflace skokově sníží do blízkosti 2% cíle. Proces obnovování cenové stability v České republice tak nebude výše popsaným statistickým efektem nijak narušen.

Struktura inflace

(mzr. změny v %, příspěvky v p. b.)

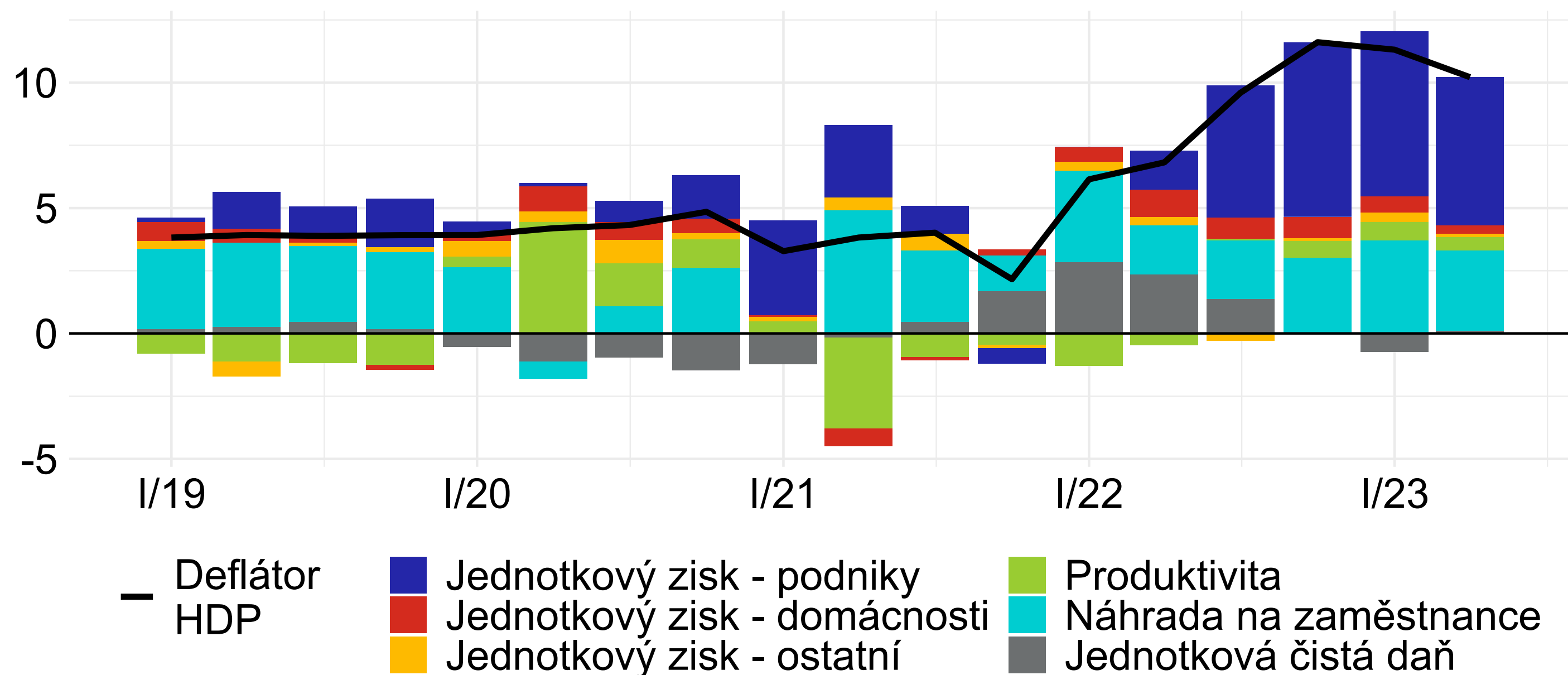


Deflátor HDP

- Cenový růst jde od roku 2022 na vrub převážně výrazným růstům jednotkových zisků, v detailnějším členění se jedná hlavně o podniky, kterým zisky rostou nadstandardně.
- Náhrada na zaměstnance přispívá k růstu HDP také znatelně, ovšem ne o moc silněji oproti minulosti.

Deflátor HDP

(mzr. změny v %, příspěvky v p. b.)

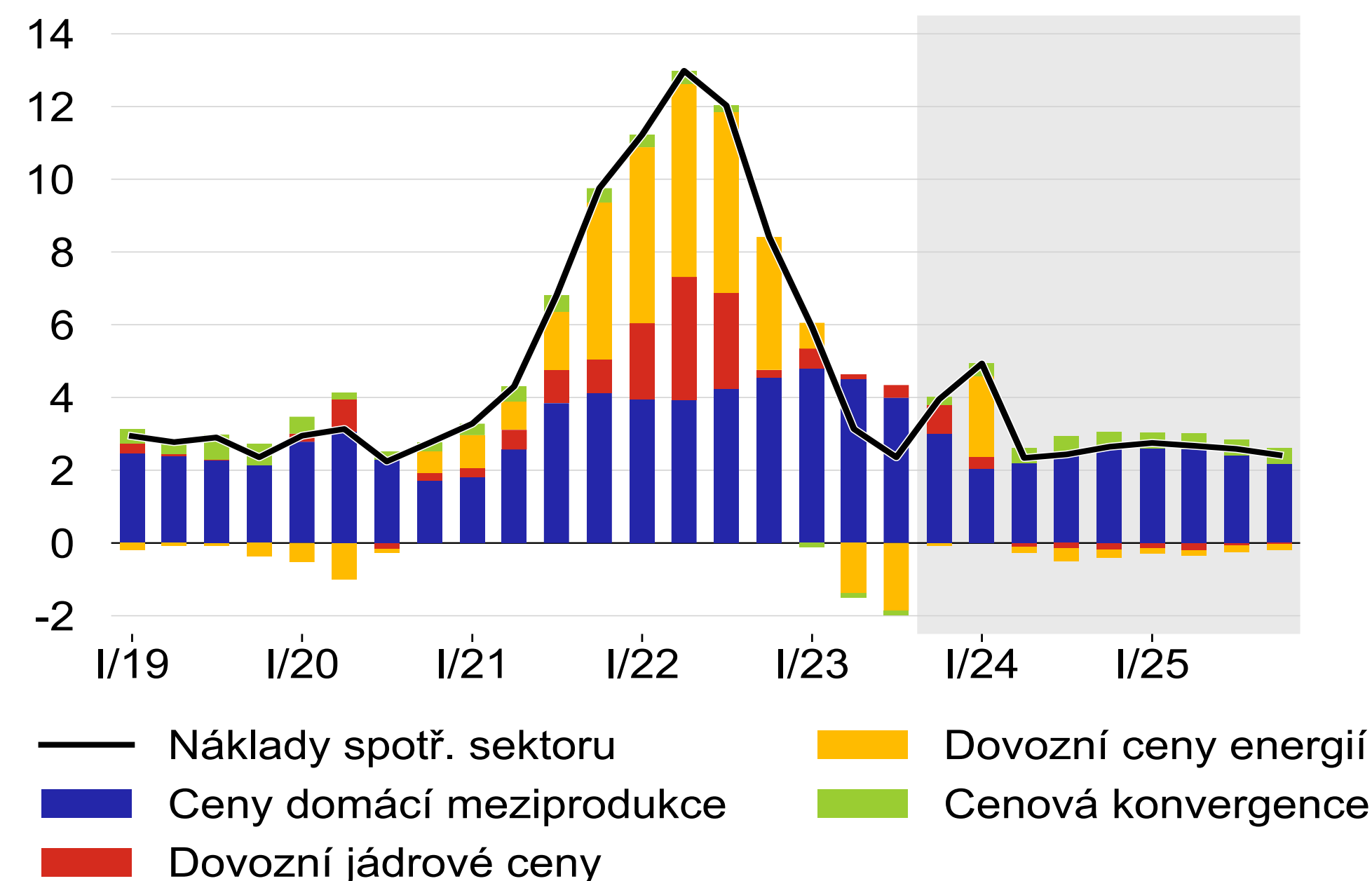


Nákladové tlaky

- **Růst celkových nákladů ve spotřebitelském sektoru** byl ve třetím čtvrtletí 2023 dominantně tažen nadále vysokým růstem cen domácí meziprodukce.
- Dynamika nákladů jako celku přitom zvolnila, a to především vlivem prohloubení záporného příspěvku dovozních cen energií.
- Na přelomu letošního a příštího roku celkové nákladové tlaky přechodně zesílí. Doposud záporný příspěvek dovozních cen energií totiž koncem roku téměř odezní. Začátkem příštího roku se navíc v energetických nákladech firem projeví zrušení vládních dotací na distribuci elektřiny.
- Po odeznění vlivu uvedeného zdražení regulované složky cen energií pro firmy ze začátku příštího roku se dynamika celkových nákladů opět zmírní a v roce 2025 se bude postupně snižovat k rovnovážným hodnotám.
- **Růst nákladů v sektoru meziprodukce** byl ve třetím čtvrtletí 2023 dominantně tažen nadále solidní nominální mzdovou dynamikou. S jejím zpomalováním nákladové tlaky zvolní.

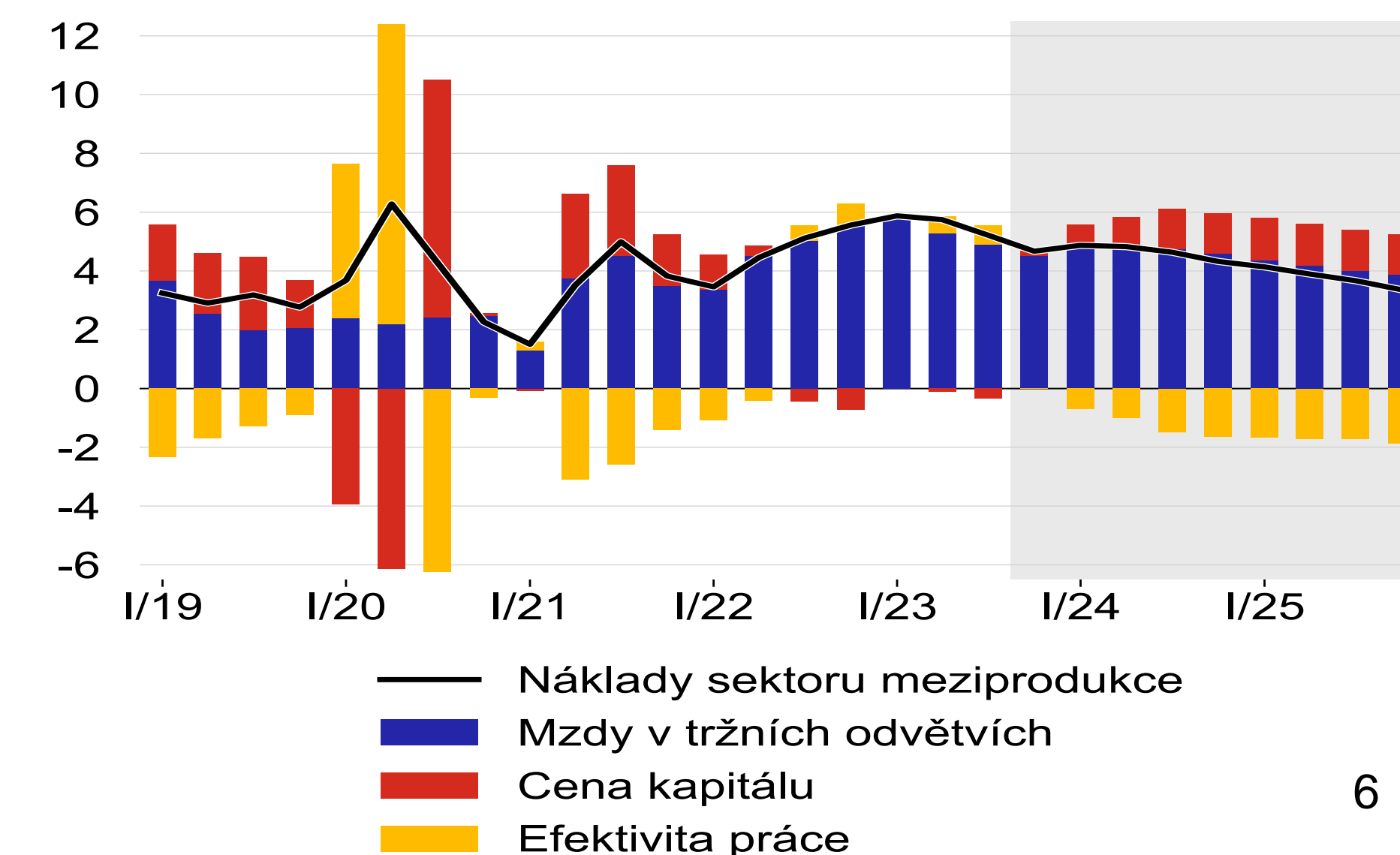
Náklady spotřebitelského sektoru

(mzč. změny v %, příspěvky v p. b., běžné ceny, anualizováno)



Náklady sektoru meziprodukce

(mzč. změny v %, příspěvky v p. b., běžné ceny, anualizováno)

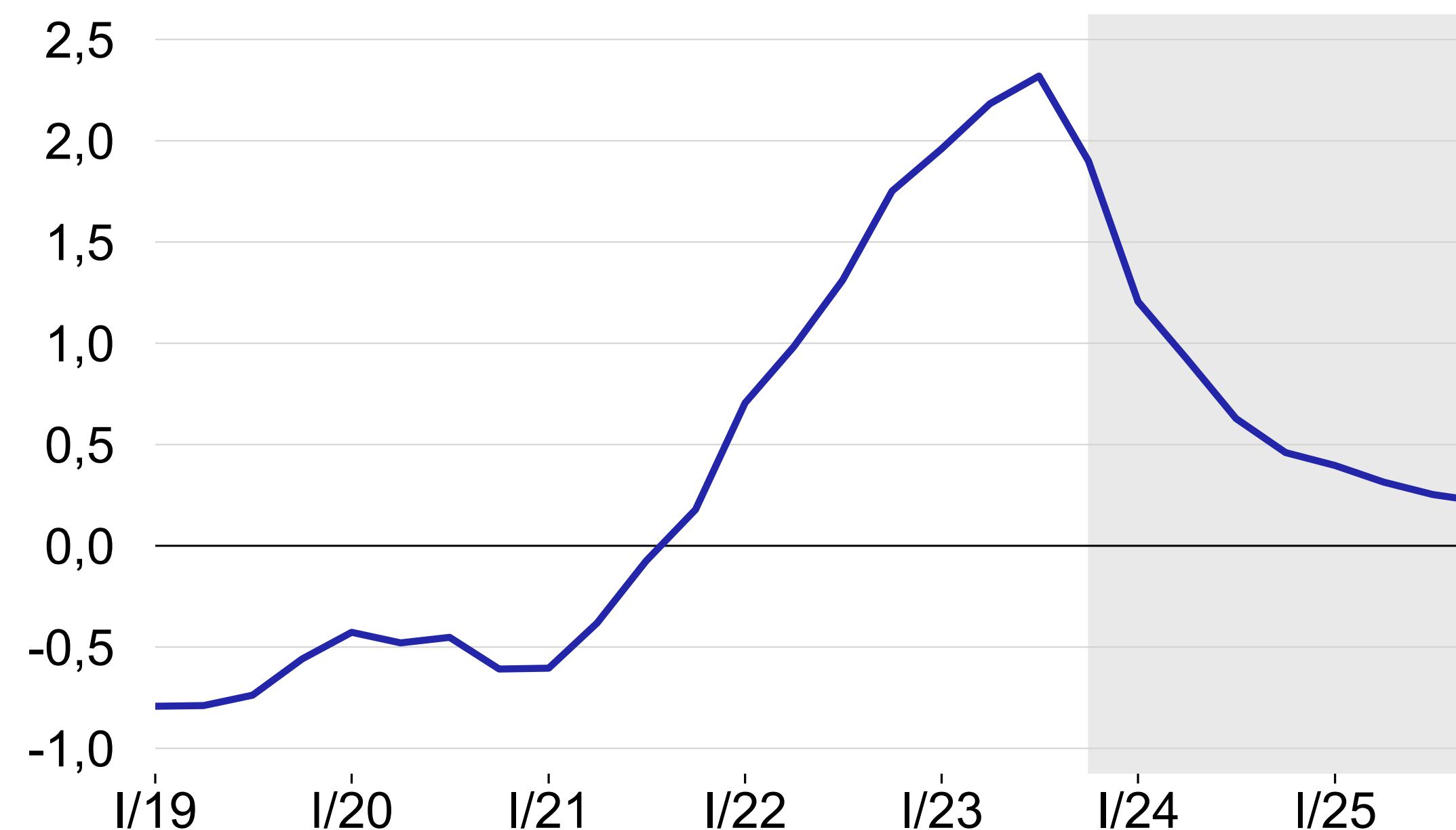


Mezera marží

- **Mezera marží** ve spotřebitelském sektoru se během uplynulých dvou let otevřela do vysoce kladných hodnot.
- Tato skutečnost odráží zvyšování cen domácími výrobci, prodejci a poskytovateli zboží a služeb pro domácnosti, které šlo značně nad rámec růstu nákladů.
- Výrazně kladná mezera marží se na přelomu roku rychle sníží v návaznosti na utlumenou domácí poptávku a přechodně zvýšený růst nákladů, který výrobci již nebudou schopni přenést do koncových cen v podobném rozsahu jako v minulosti.
- Podobný obrázek platí pro mezeru marží v sektoru meziprodukce.

Mezera marží ve spotřebitelském sektoru

(v p. b., výpočet ČNB)

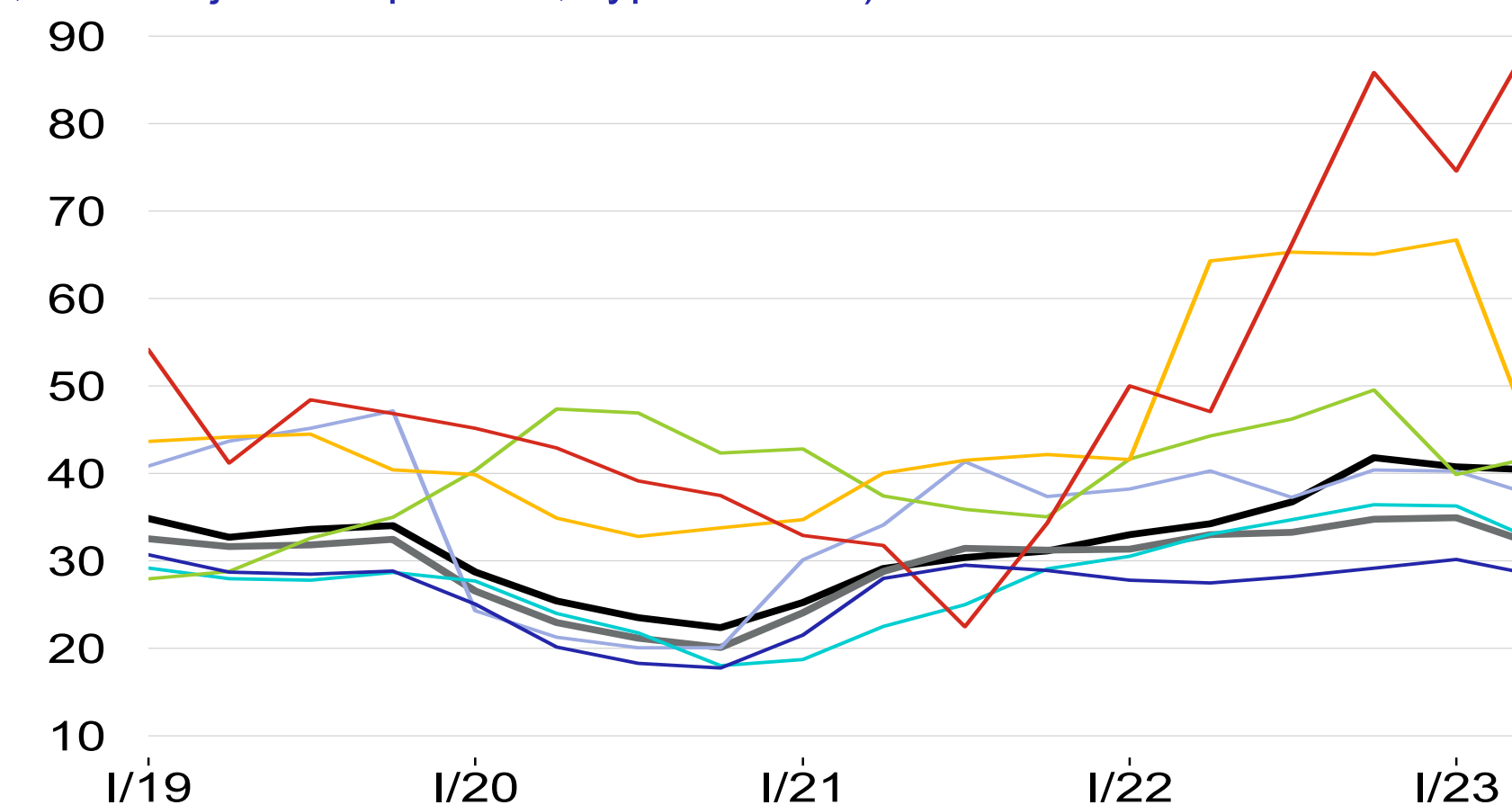


Hospodaření nefinančních podniků

- Výpočet ČNB z dat ohledně 2000 největších podniků ukazuje na solidní ziskovost těchto podniků. Tato data vykazují podobný trend jako ČSÚ, podle kterého **míra zisku** v druhém čtvrtletí dosáhla 49 % (s. o.), což je nejvíce od roku 2016.
- Tato statistika je výrazně ovlivněna energetickým průmyslem, ovšem i bez něj se ziskovost nachází na vysoké úrovni, slabší období zažívá zatím pouze zpracovatelský průmysl.
- Dynamika hlavních ukazatelů **hospodaření nefinančních podniků** začíná klesat ze svých maxim z loňského a začátku letošního roku.
- Hrubý provozní přebytek i přesto stále roste velmi vysokým tempem.
- Náhrady zaměstnanců rostou relativně umírněným tempem a mezispotřeba (materiálové náklady a energie) přešla do meziročního poklesu.

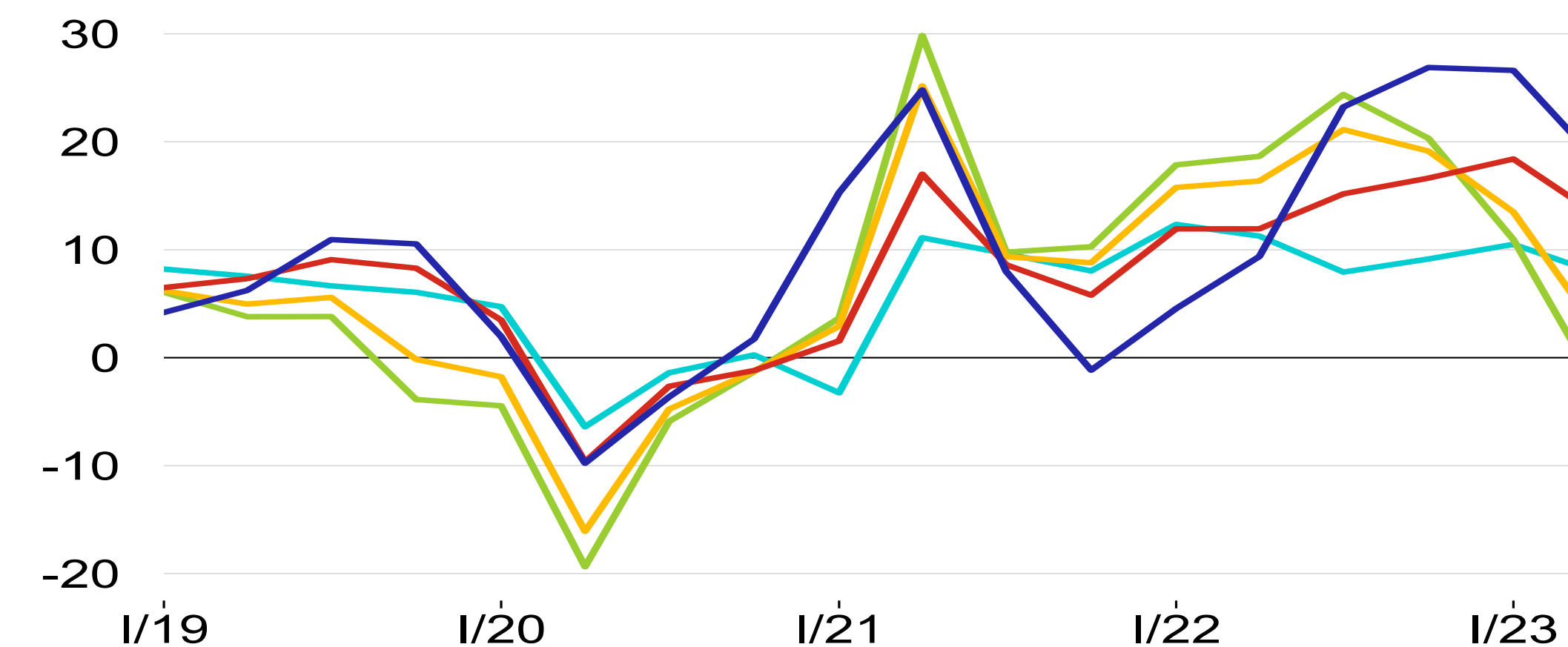
Míra zisku

(v %, 2000 největších podniků, výpočet ČNB)



Základní ukazatele hospodaření nefinančních podniků

(meziroční změny v %)

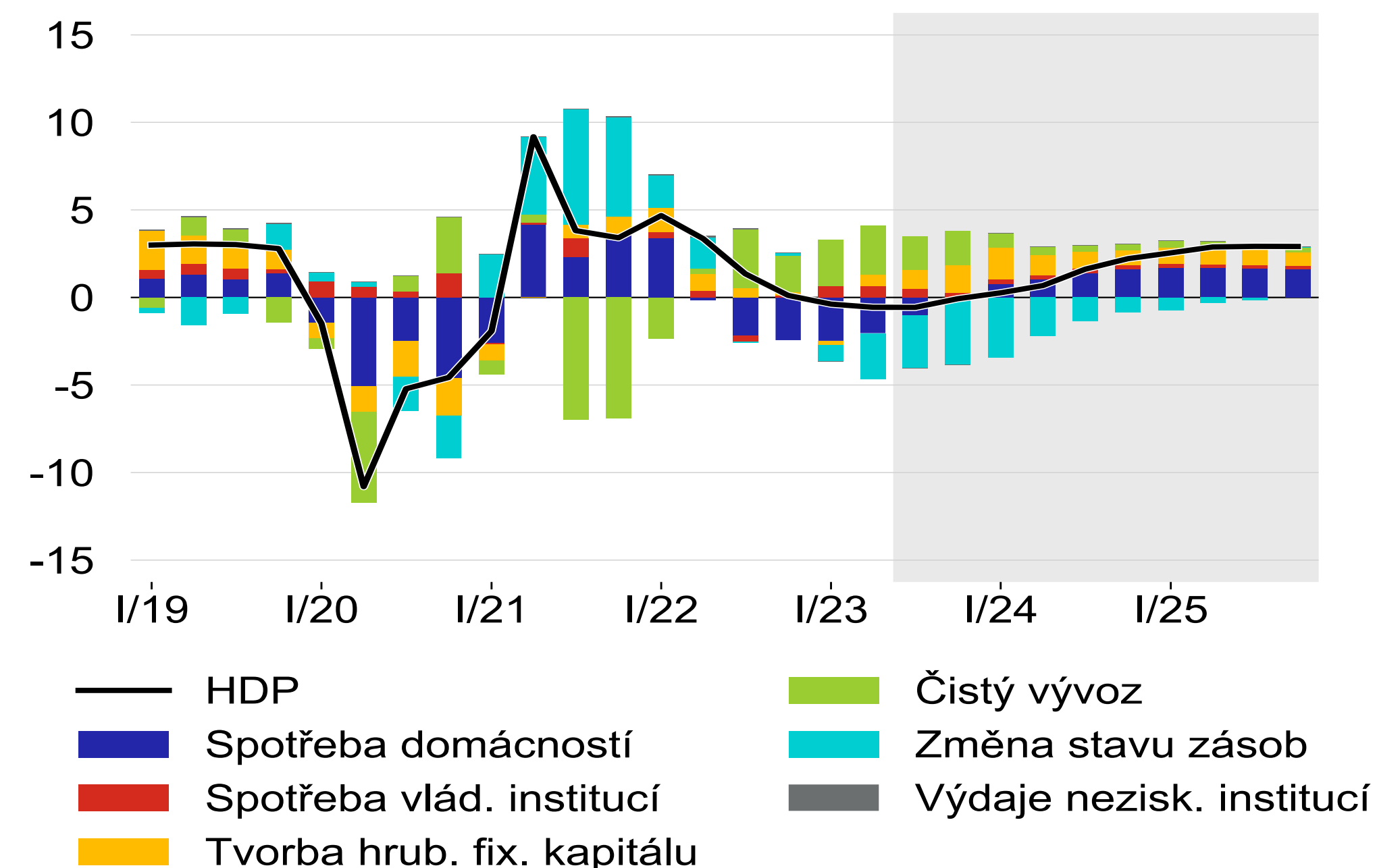


Reálná ekonomika

- Výkon české ekonomiky byl v letošním roce slabý.
- **HDP ve 3. čtvrtletí 2023** podle předběžného odhadu ČSÚ v meziročním vyjádření poklesl o 0,6 %, oproti předchozímu čtvrtletí se snížil o 0,3 %:
 - k meziročnímu poklesu HDP nejvíce přispěly výdaje na konečnou spotřebu a tvorbu hrubého kapitálu (zásoby)
 - v opačném směru působila zahraniční poptávka (čistý vývoz)
 - v mezičtvrtletním pohledu se působení faktorů začíná otáčet
- V celoročním úhrnu letos český HDP mírně klesne, a nadále se tak bude nacházet pod svým potenciálem.
- Díky oživení ekonomické aktivity se v příštím roce bude záporná mezera výstupu postupně uzavírat.

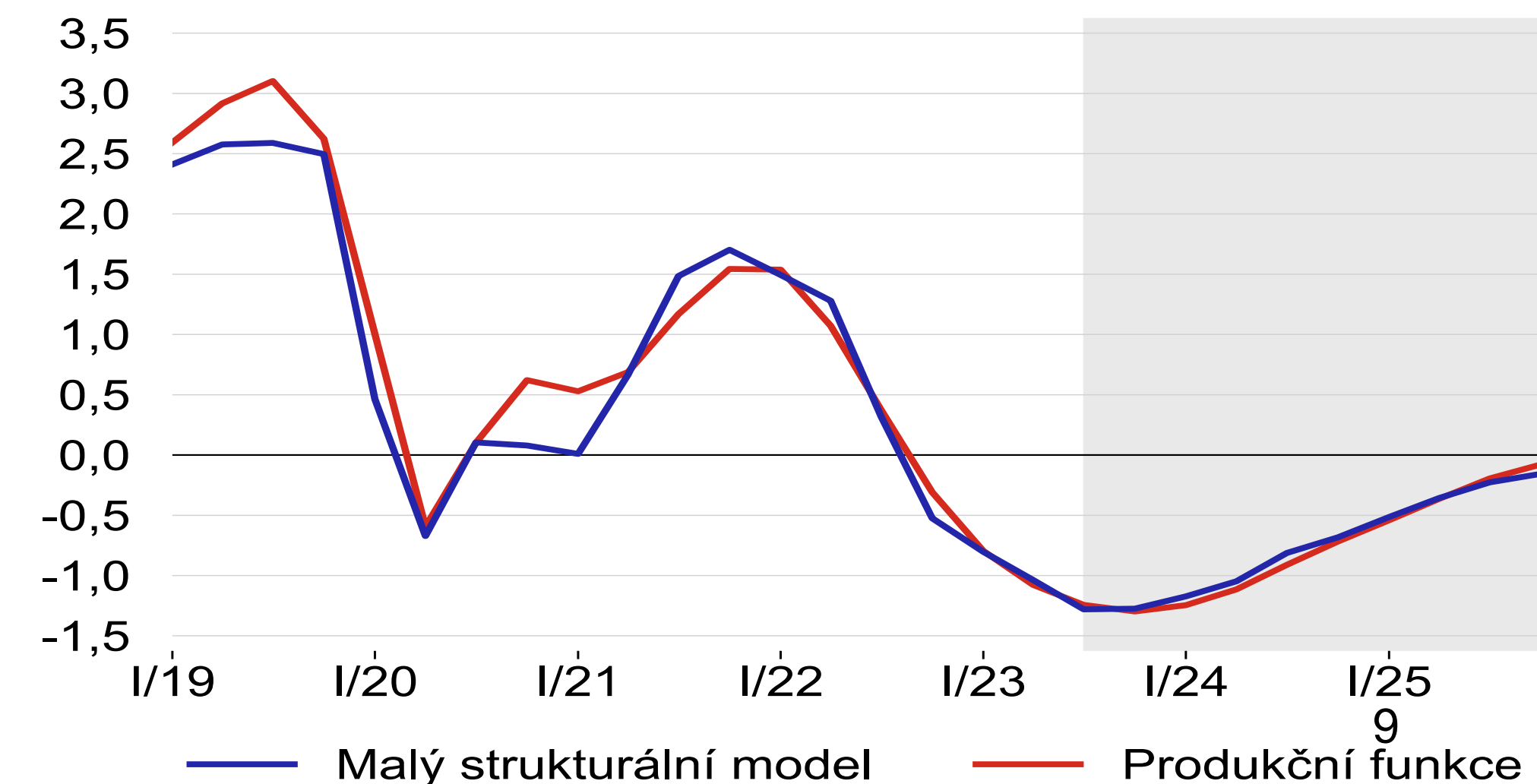
Růst HDP a jeho struktura

(mzr. změny v %, příspěvky v p. b., sezonně očištěno)



Mezera výstupu

(v % z potenciálního produktu)

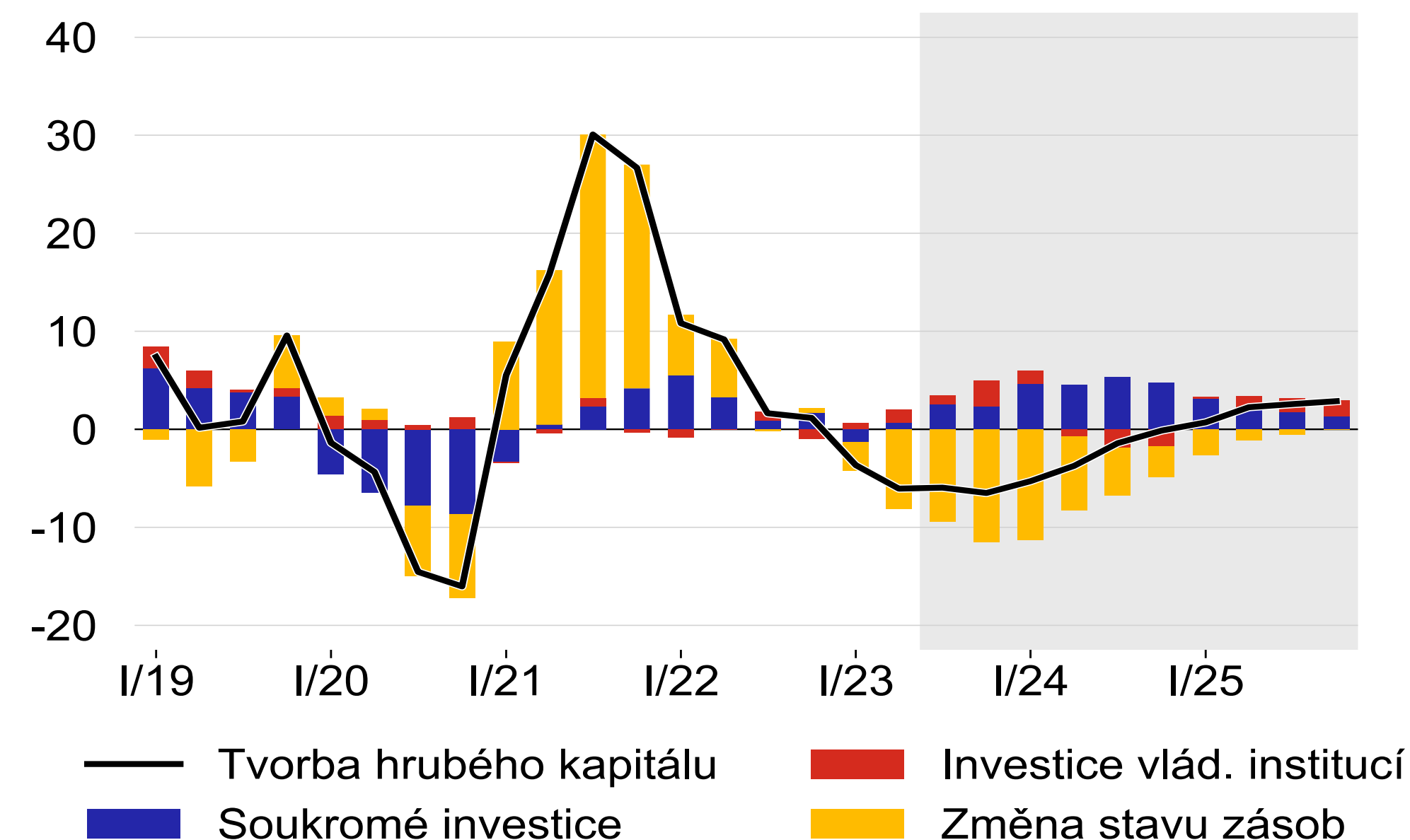


Investice (hrubá tvorba kapitálu)

- Na růstu **tvorby hrubého fixního kapitálu** se v první polovině letošního roku nejvíce podílely nefinanční podniky a sektor vládních institucí. V opačném směru působily investice domácností.
- Ačkoliv firmy mohou investovat do rozšiřování výroby a energetických úspor (do fixního kapitálu) vzhledem ke své solidní ziskovosti, dynamika **celkových investic** (hrubé tvorby kapitálu) bude do konce příštího roku záporná vlivem záporného příspěvku **změny stavu zásob**.
- V příštím roce růst **fixních soukromých investic** zrychlí, neboť oživení zahraniční poptávky a pokles domácích úrokových sazeb převáží nad negativními dopady fiskálního konsolidačního balíčku.
- **Investice vládních institucí** naopak poklesnou vlivem pomalého náběhu čerpání evropských fondů na začátku nového programového období.

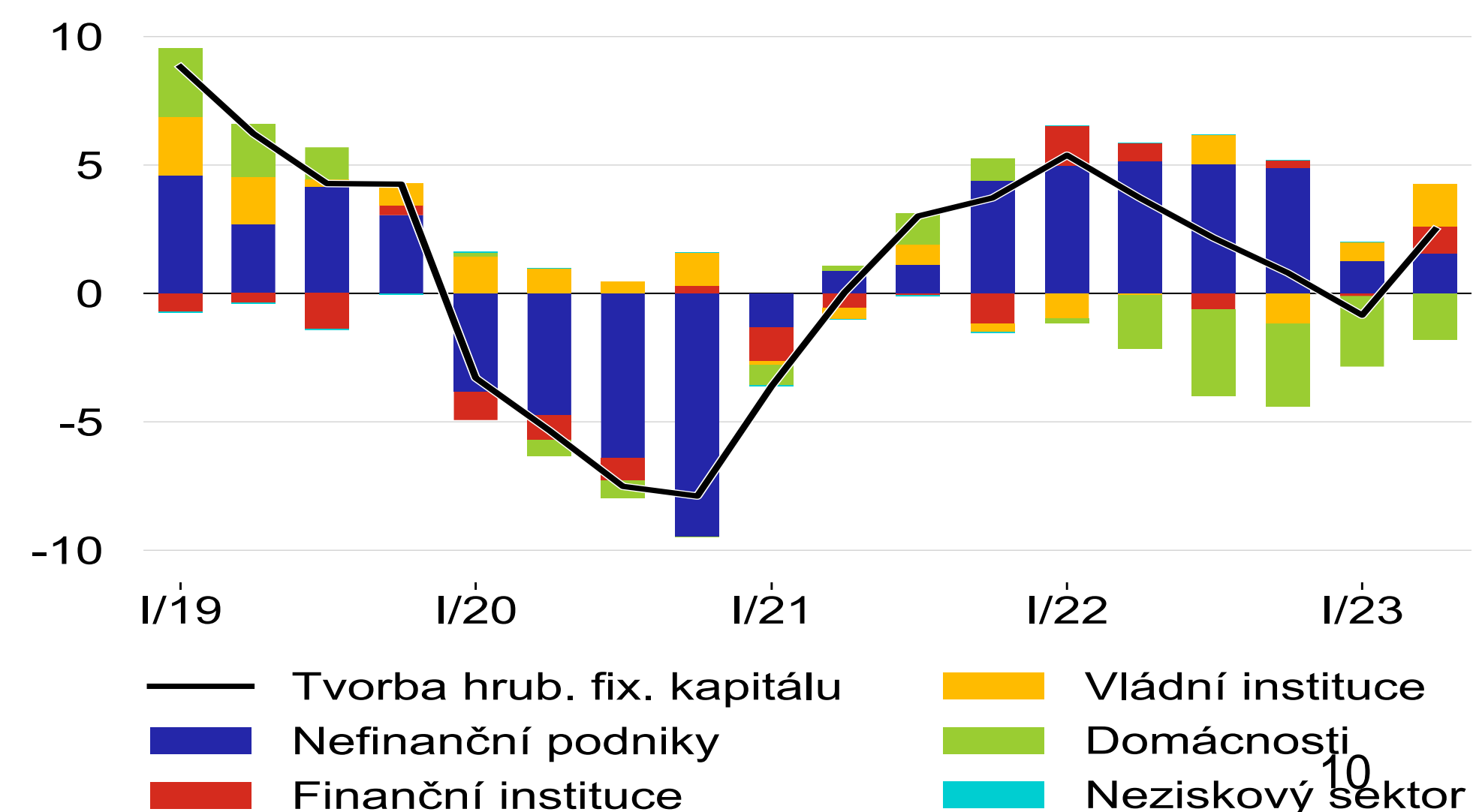
Tvorba hrubého kapitálu

(%, mzr.)



Investice podle sektorů

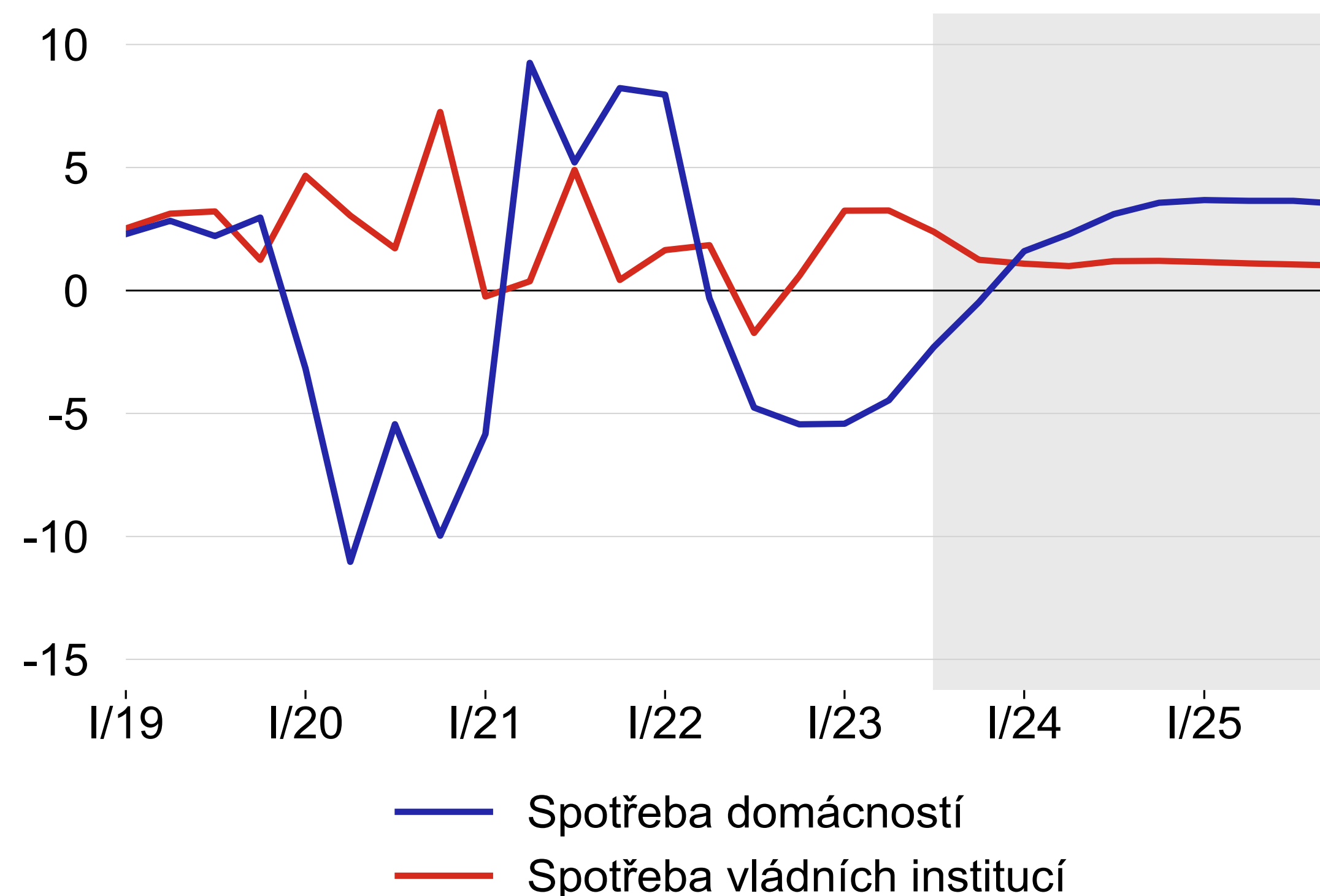
(mzr. v %, příspěvky v p. b., s. c., sez. očištěno)



Spotřeba domácností a vládních institucí

- Od druhého čtvrtletí loňského roku **spotřeba domácností** meziročně klesá, a to vlivem:
 - poklesu reálného objemu mezd a platů
 - zvýšených úrokových sazeb a následného odkládání spotřeby (pokles poptávky po úvěrech a nárůst míry úspor)
- V celoročním úhrnu spotřeba domácností letos poklesne, v příštím roce se však vrátí k meziročnímu růstu, a to díky růstu reálných příjmů spojeného s návratem inflace k nízkým hodnotám. Také aktuálně vysoká míra úspor začne postupně klesat.
- **Spotřeba sektoru vládních institucí** bude ve druhé polovině letošního roku a v následujících letech růst umírněným tempem.

Spotřeba domácností a vládních institucí (%, mzr.)

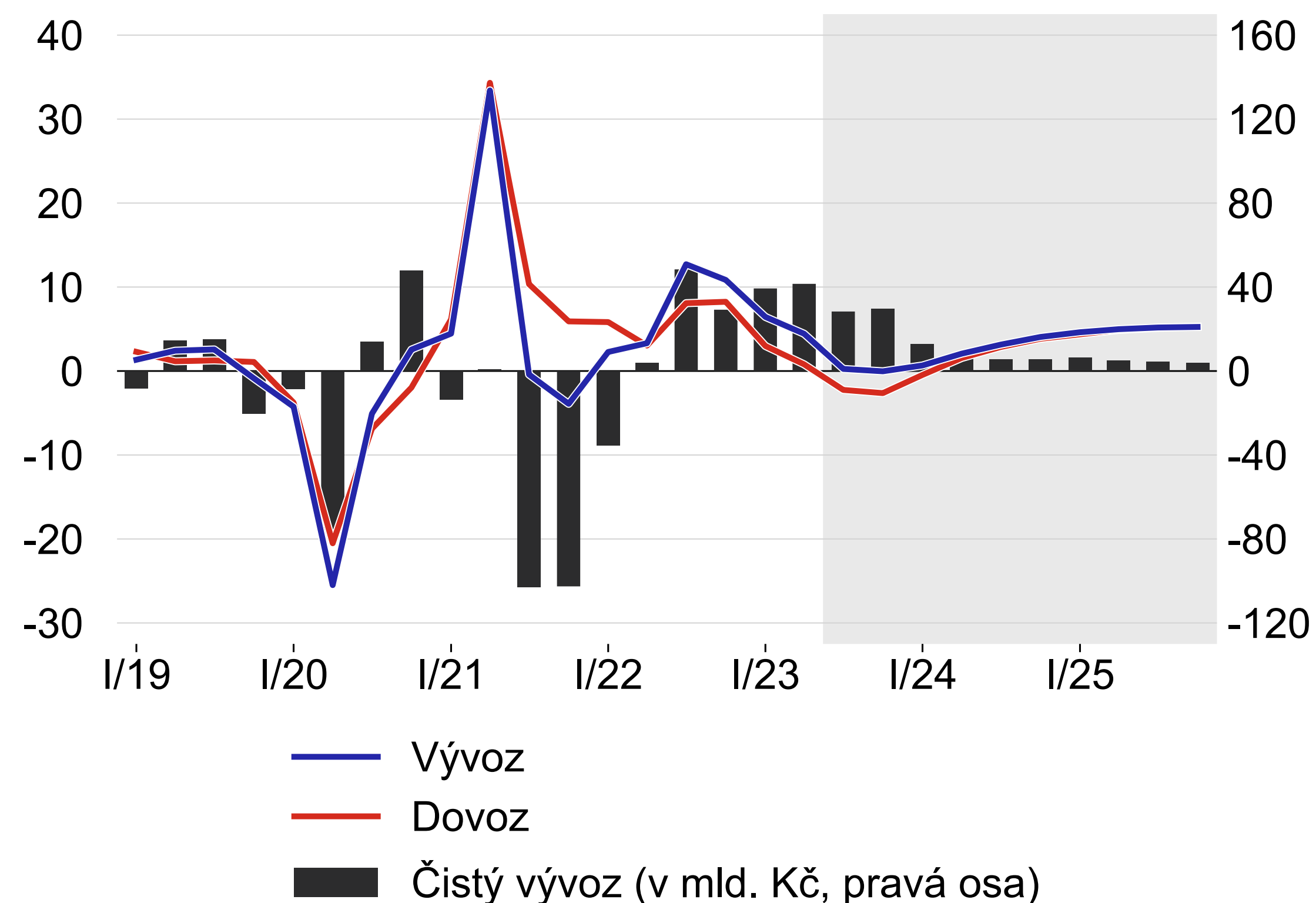


Vývoz a dovoz

- **Vývoz** ve zbytku roku poroste jen mírným tempem v důsledku utlumené zahraniční poptávky, s jejím oživením pak v příštím roce zrychlí.
- Vývozně orientovanou část domácí ekonomiky (zejména automobilový průmysl) brzdí dílčí problémy v dodávkách výrobních vstupů. Poklesu exportu brání vývoz zkompletované dříve nedokončené a nuceně naskladněné výroby.
- **Dovoz** bude ovlivněn růstem vývozu a meziročně přejde do poklesu. Většímu poklesu dovozu bude bránit postupné zotavování spotřeby tuzemských domácností.
- **Čistý vývoz** bude letos v souhrnu pozitivně přispívat k růstu HDP. Tento efekt se však bude v čase snižovat a v roce 2025 bude jeho příspěvek přibližně neutrální.

Vývoz a dovoz

(%, mZR.)

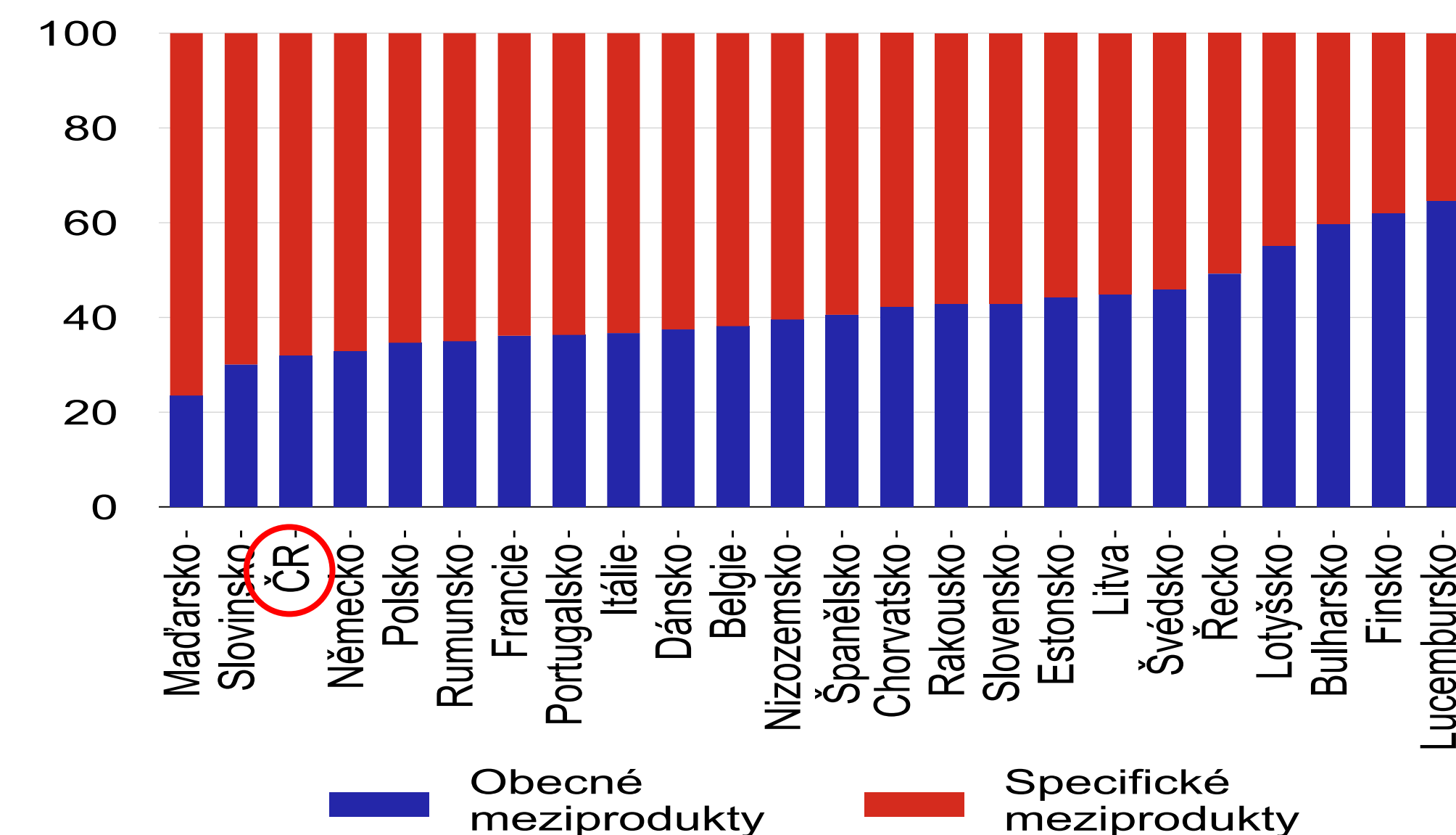


Závislost českého vývozu na Německu

- Zhoršující se výhledy hospodářského růstu Německa jsou pro Česko důležitým signálem.
- Český vývoz je charakteristický vysokým podílem tzv. **specifických meziproductů**, které jsou určené jen pro konkrétní odběratele. V případě Německa tvoří až 15 % celkové hodnoty exportu.
- V českém vývozu mají dlouhodobě dominantní vliv **stálé obchodní vazby**, a vývoz je tedy relativně málo teritoriálně i komoditně diverzifikovaný.
- Změny vývozu do Německa plynou jen zanedbatelně z nových produktů či vstupu nových českých vývozců na tamní trh.
- Přes tři pětiny českých exportérů dodávají na německý trh a víc než šestina nedodává na žádný další trh.

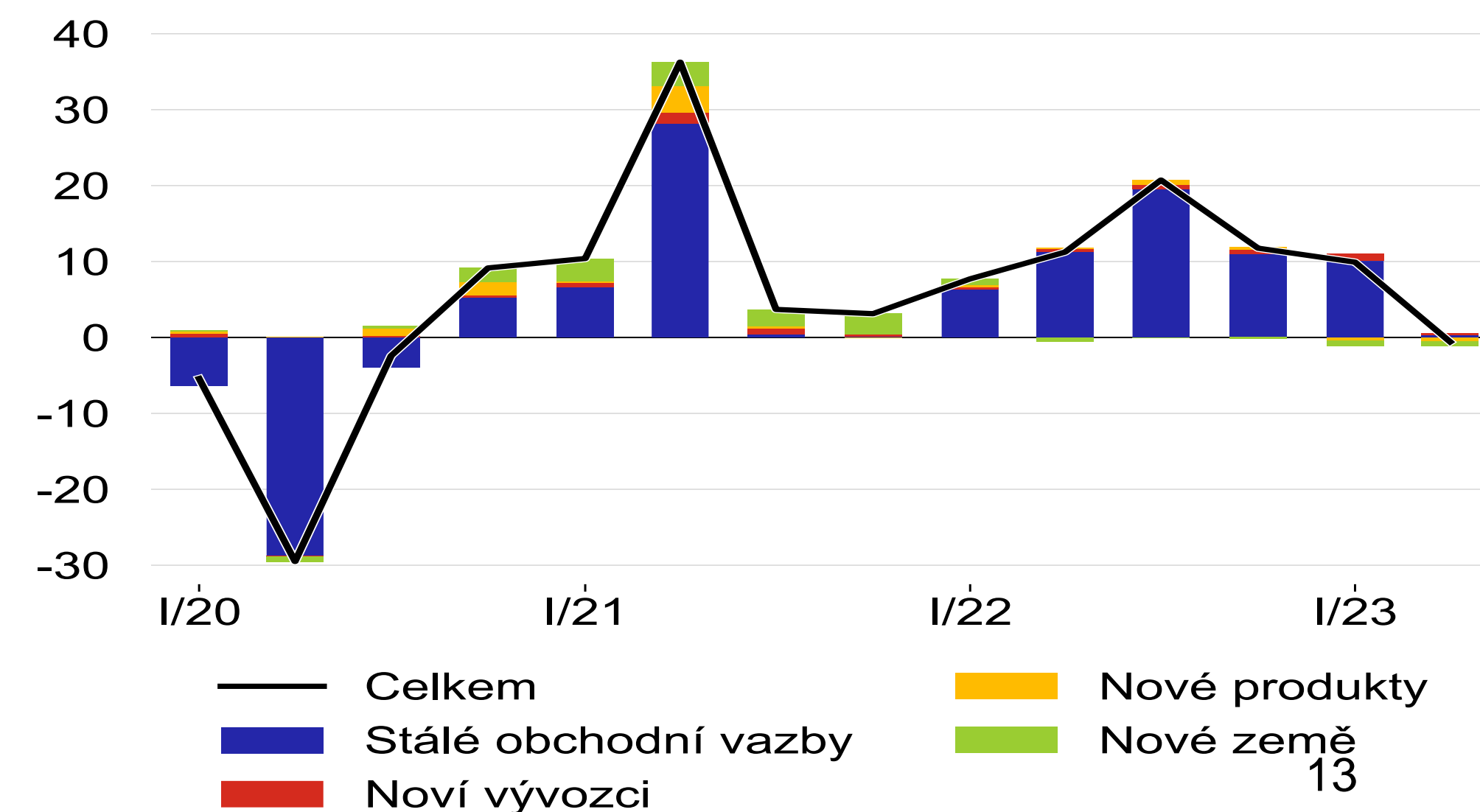
Podíl obecných a specifických meziproductů na celkovém vývozu

(rok 2022, zdroj: Eurostat, výpočet: ČNB)



Dynamika českého vývozu

(roční míra růstu a čisté příspěvky)

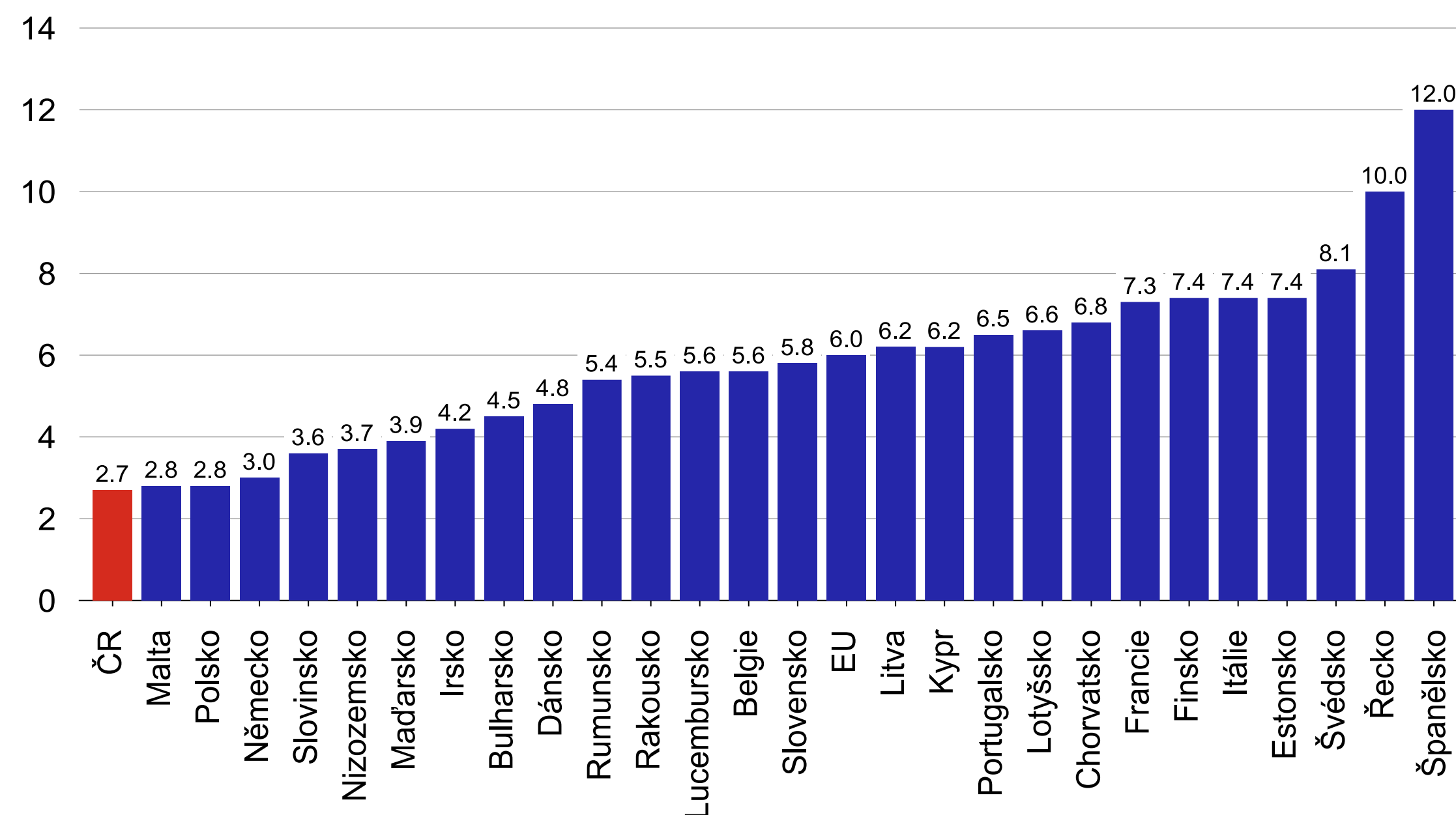


Trh práce

- **Trh práce** je i přes mírné ochlazování stále znatelně napjatý.
- ČR má dlouhodobě **nejnižší míru nezaměstnanosti** v EU.
- **Celková zaměstnanost** od konce minulého roku rostla silnými meziročními tempy především díky zapojení ukrajinských pracovníků.
- Pohledem **indikátoru LUCI** se bude napětí na trhu práce postupně zmírňovat, zůstane však znatelné.
- **Obecná míra nezaměstnanosti** v září mírně vzrostla na 2,7 %. Dál poroste jen velmi umírněně. Růst zaměstnanosti se postupně zastaví.
- Sezónně očištěný **podíl nezaměstnaných osob** v říjnu dosáhl 3,6 %.

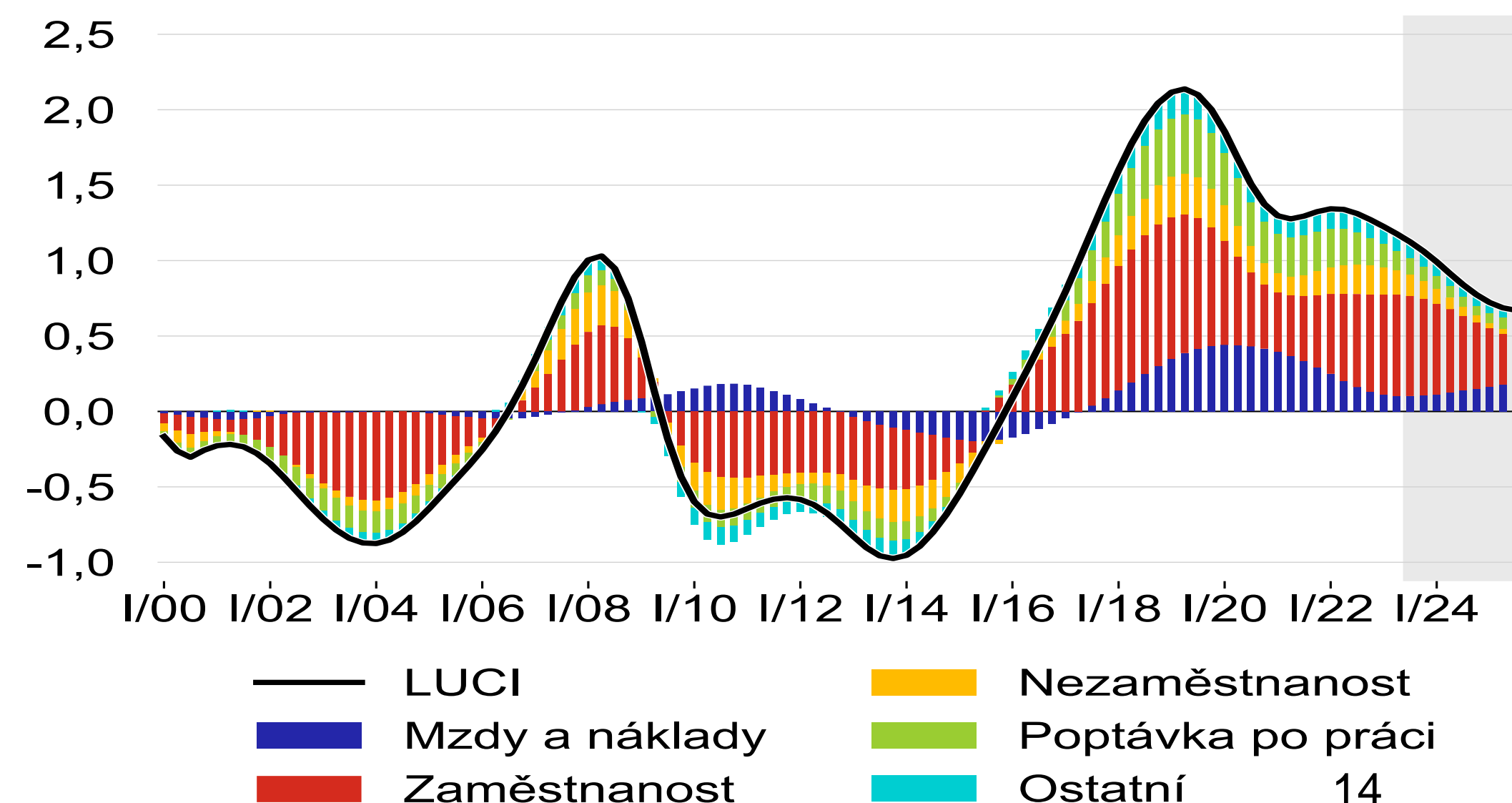
Mezinárodní srovnání obecné míry nezaměstnanosti

(v %, září 2023)



Index LUCI – souhrnný ukazatel trhu práce

(vertikální osa ukazuje odchylky od rovnovážné úrovně)

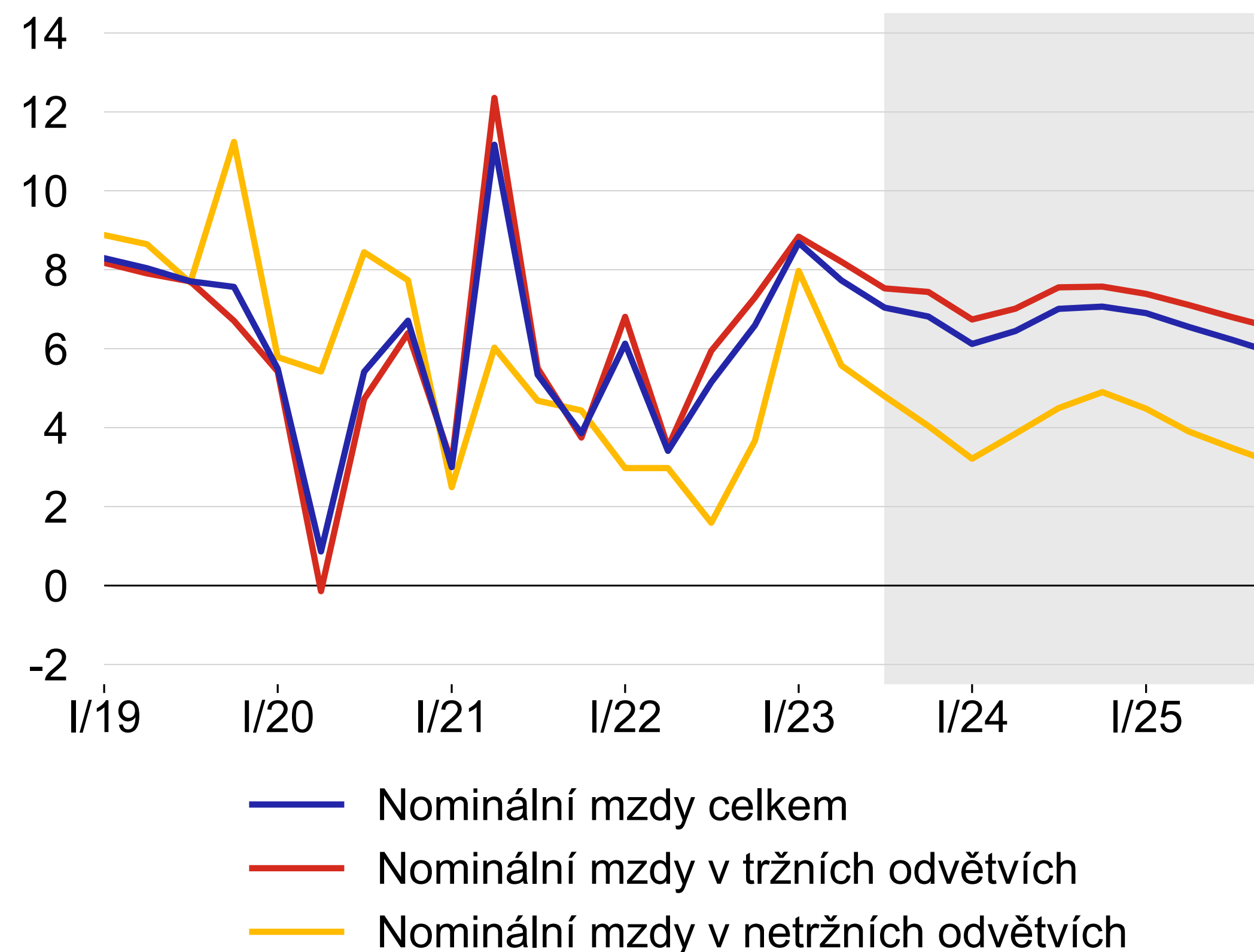


Trh práce

- Meziroční růst **průměrné nominální mzdy** na počátku letošního roku významně zrychlil, ve druhém čtvrtletí pak mzdová dynamika polevovala.
- Nadále však přetrvávají tlaky podporující dlouhodobý svižný mzdový růst, který tak na konci letošního roku ve svém meziročním vyjádření zpomalí jen mírně.
- V průběhu příštího roku dynamika mezd ještě mírně zrychlí, což bude způsobeno:
 - dalším růstem minimální mzdy (v prognóze o 2100 Kč)
 - výraznějším zvyšováním mzdových tarifů ve firmách příští rok, v němž se odrazí silná vyjednávací pozice zaměstnanců, kteří budou usilovat o alespoň částečnou kompenzaci předchozího propadu reálných příjmů
 - růst prům. mezd v tržní sféře: 8 % (2023), 7,2 % (2024) a 6,9 % (2025).
 - v netržní sféře letos průměrný plat vzroste o 5,5 %, v roce 2024 o 4,2 % a v roce 2025 o 3,7 %.

Průměrné nominální mzdy

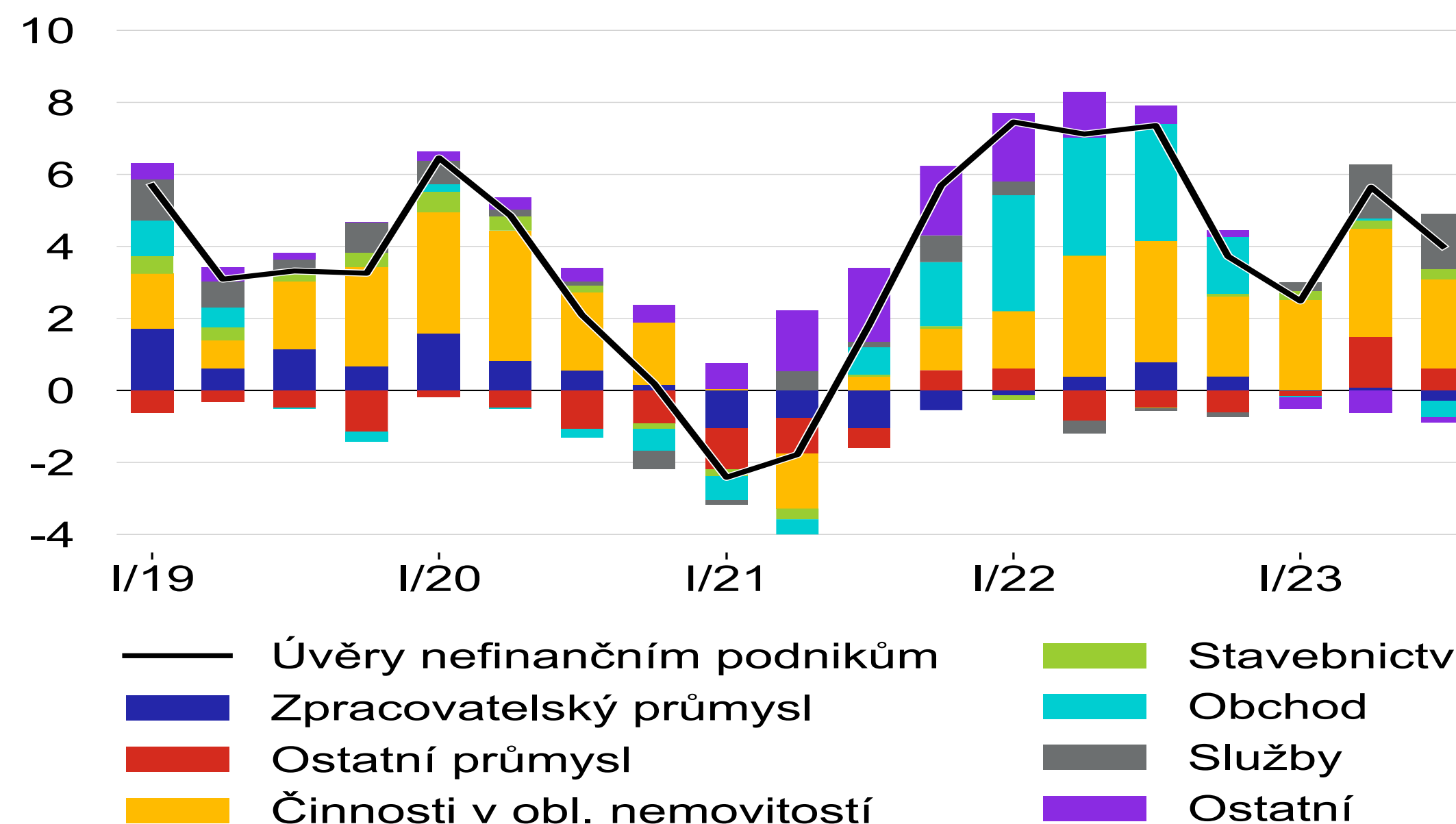
(meziroční změny v %)



Úvěry podnikům a úrokové sazby

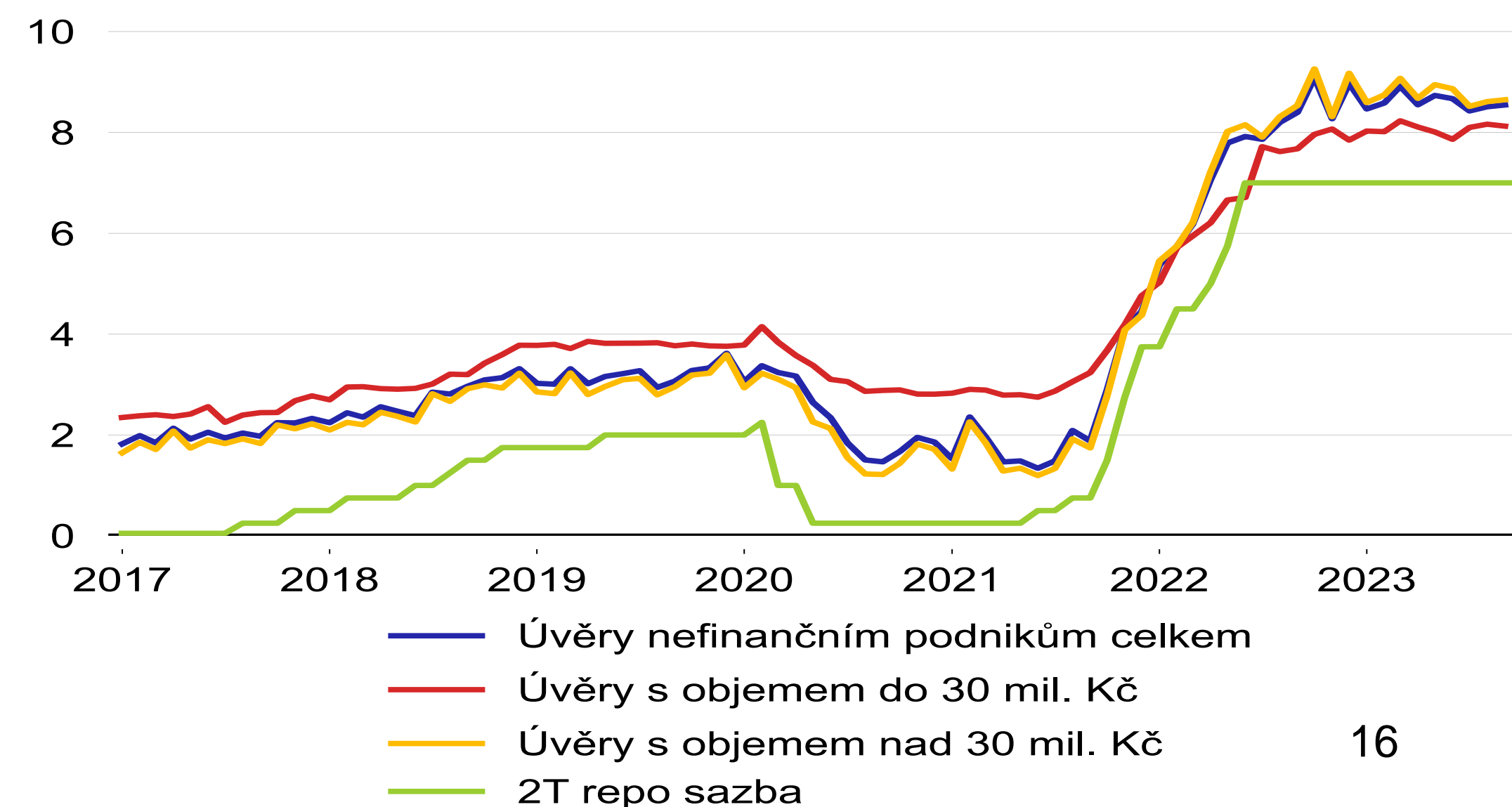
- **Dynamika úvěrů podnikům** zpomalila. V září růst úvěrů podnikům dosáhl 4,3 %. V podmínkách zlevnění výrobních vstupů poklesly především krátkodobé úvěry.
- **Podíl úvěrů v cizí měně** je na vysoké úrovni (49,4 %), intenzita jeho zvyšování však v letošním roce zvolnila, a to v podmínkách snižujícího se úrokového diferenciálu vůči zahraničí a zpřísňování úvěrových standardů bank v tomto segmentu.
- **Úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům** se pohybují od loňského roku na zvýšené úrovni. Sazba z nových čistých úvěrů nefinančním podnikům dosáhla v září 8,5 %.

Úvěry nefinančním podnikům dle odvětví
 (meziroční změny v %, příspěvky v p. b., údaje ke konci čtvrtletí)



Úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům

(nové obchody v domácí měně, v %)



Obsah

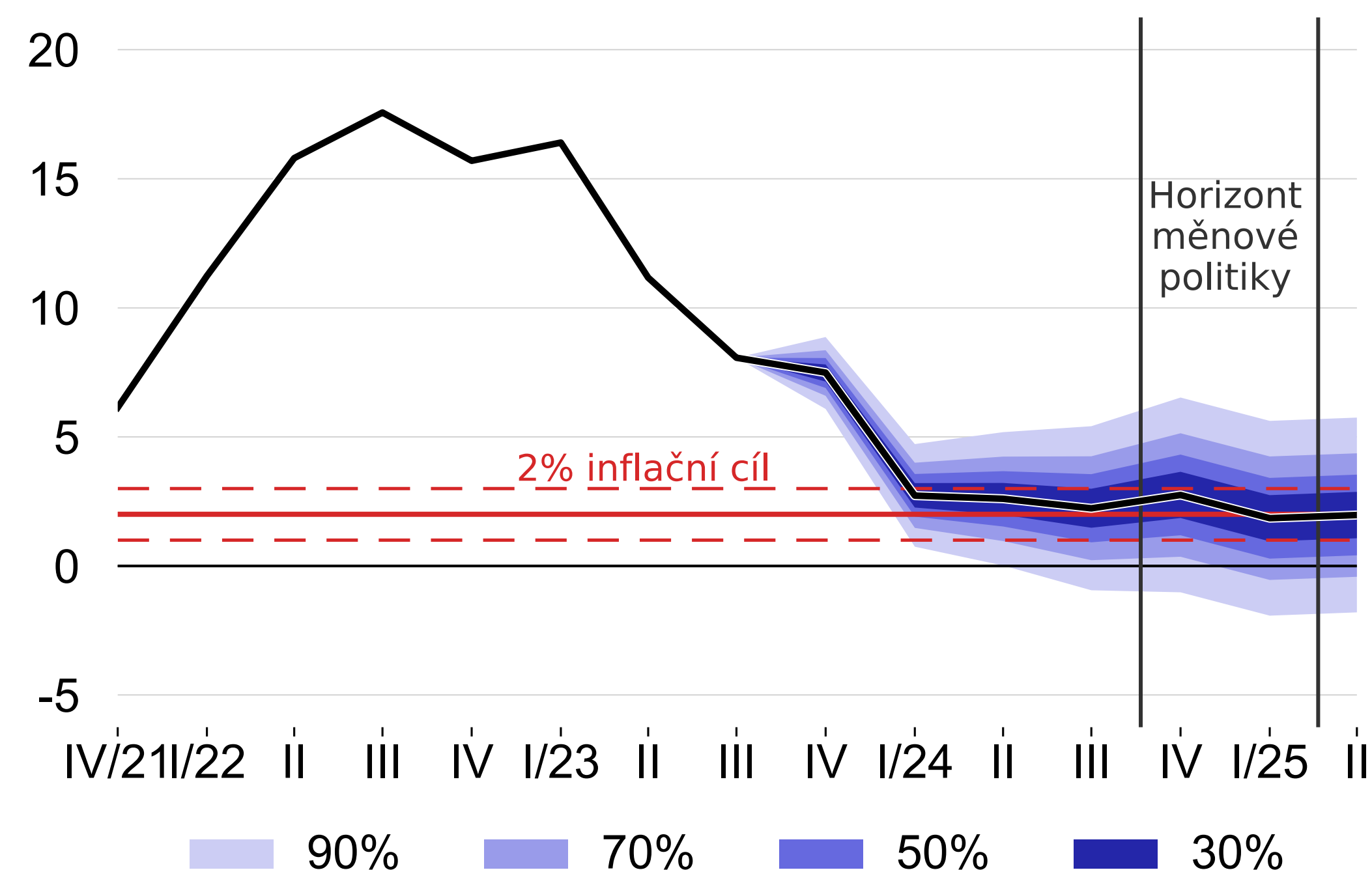
1. Současná ekonomická situace a výhled pro reálnou ekonomiku
- 2. Prognóza inflace, kurzu a sazeb, její rizika a nejistoty a poslední rozhodnutí bankovní rady**

Prognóza celkové inflace

- Celková inflace bude dle prognózy ve čtvrtém čtvrtletí činit 7,5 %.
- Na začátku příštího roku inflace klesne k horní hranici tolerančního pásma 2% inflačního cíle.
- Prognóza přitom počítá s **lednovým zdražením regulované složky energií pro domácnosti (i podniky)** souvisejícím se zrušením vládních dotací na jejich distribuci a znovuzavedením poplatků za obnovitelné zdroje.
- V probíhajícím dezinflačním vývoji se odráží jak odeznění výrazných cenových šoků z posledních let, tak i znatelné zmírnění domácích inflačních tlaků.

Celková inflace

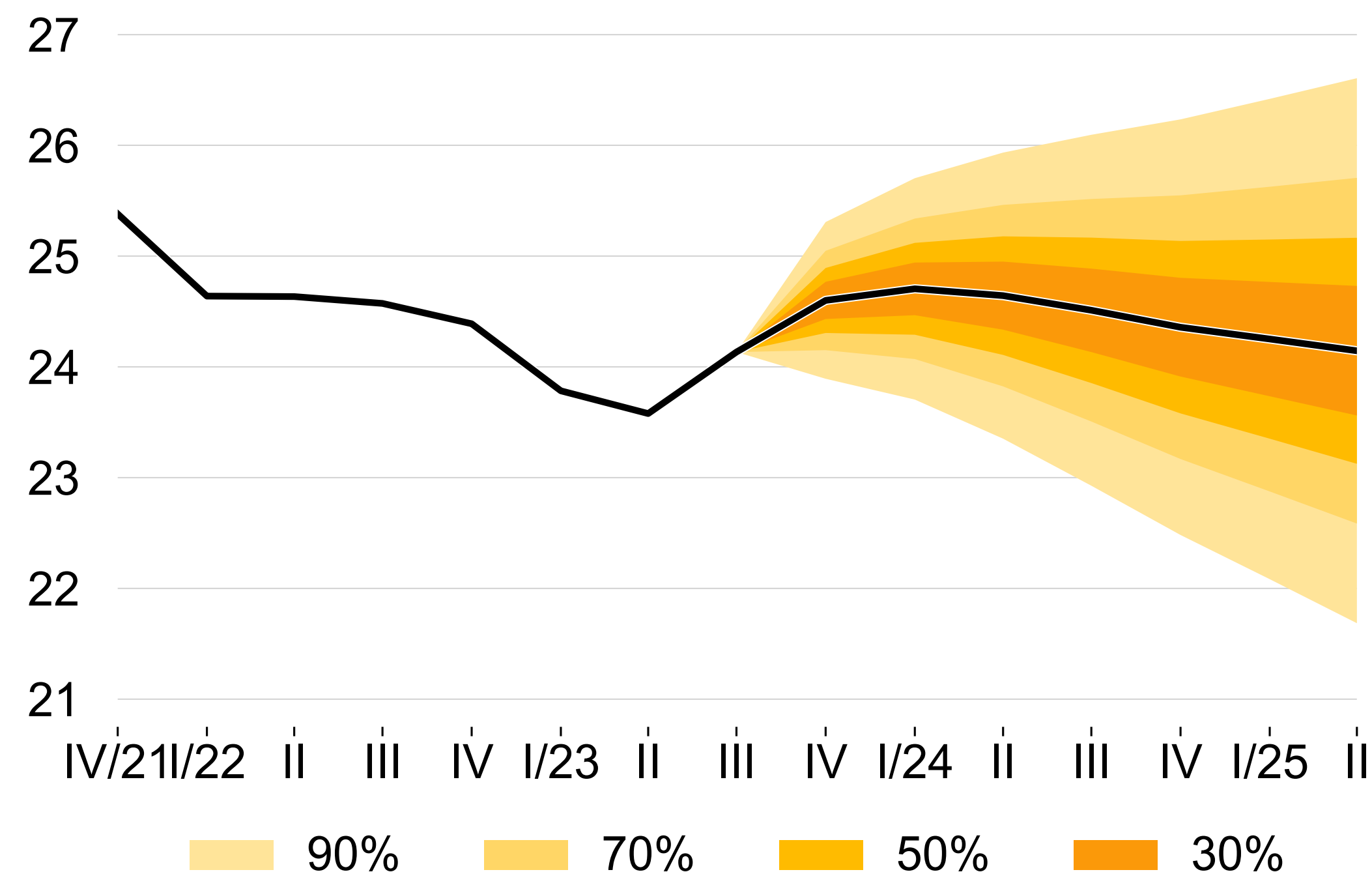
(meziroční změny v %)



Prognóza měnového kurzu

- **Koruna** bude dále jen lehce oslabovat a na začátku příštího roku se bude pohybovat kolem 24,7 CZK/EUR.
- V neprospěch koruny hovoří především vysoké úrokové sazby v USA a očekávání, že tyto sazby zůstanou vyšší po delší dobu. Druhým faktorem je méně příznivý ekonomický vývoj a výhled Evropy. Za této situace bude pro vývoj koruny důležitý úrokový diferenciál vůči dolaru a euru.
- Následně bude koruna mírně posilovat v důsledku oživování zahraniční poptávky a návazně tuzemské exportní výkonnosti.

Kurz CZK/EUR

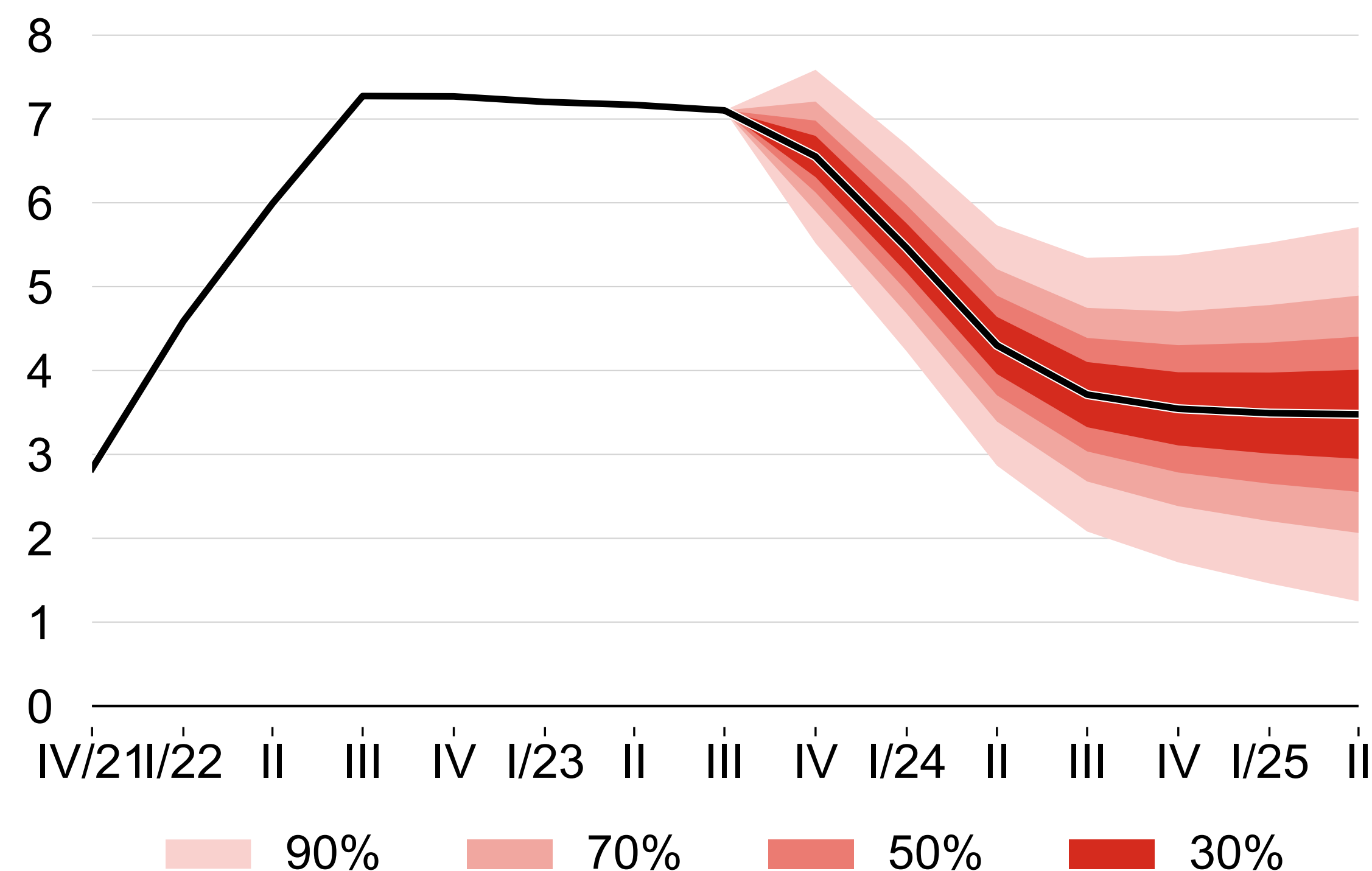


Prognóza úrokových sazeb

- Se základním scénářem prognózy je konzistentní pokles **tržních úrokových sazeb** počínaje čtvrtým čtvrtletím 2023.
- Koncem příštího roku by se sazby měly stabilizovat mírně nad měnověpoliticky neutrální úrovní.
- Tento vývoj odráží odeznění mimořádných nákladových tlaků z vnějšího prostředí a odeznívání inflačních faktorů z domácí ekonomiky.

Úroková sazba

(3M PRIBOR, %, p. a.)



Rizika a nejistoty prognózy

Bankovní rada na listopadovém měnověpolitickém jednání vyhodnotila rizika a nejistoty základního scénáře podzimní 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 (scénář výraznějšího přecenění)
- delší působení deficitního hospodaření sektoru vládních institucí

Protiinflační riziko:

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

Nejistoty:

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

Listopadové měnověpolitické rozhodnutí

Bankovní rada ČNB se rozhodla ponechat 2T repo sazbu na úrovni 7,00 %.

Bankovní rada měla k dispozici scénáře, které ukazují, že případné makroekonomické náklady delšího ponechání sazeb na stávající úrovni oproti základnímu scénáři by při nenaplnění proinflačních rizik byly nízké.

Bankovní rada současně potvrdila své odhodlání pokračovat v boji proti inflaci, dokud nebude plně pod kontrolou, tedy stabilizována na cíli 2 %. Trajektorie úrokových sazeb se tak nejspíše bude v nadcházejících čtvrtletích nacházet výše oproti základnímu scénáři prognózy.

Děkuji za pozornost



ředitel sekce měnové

Petr Král

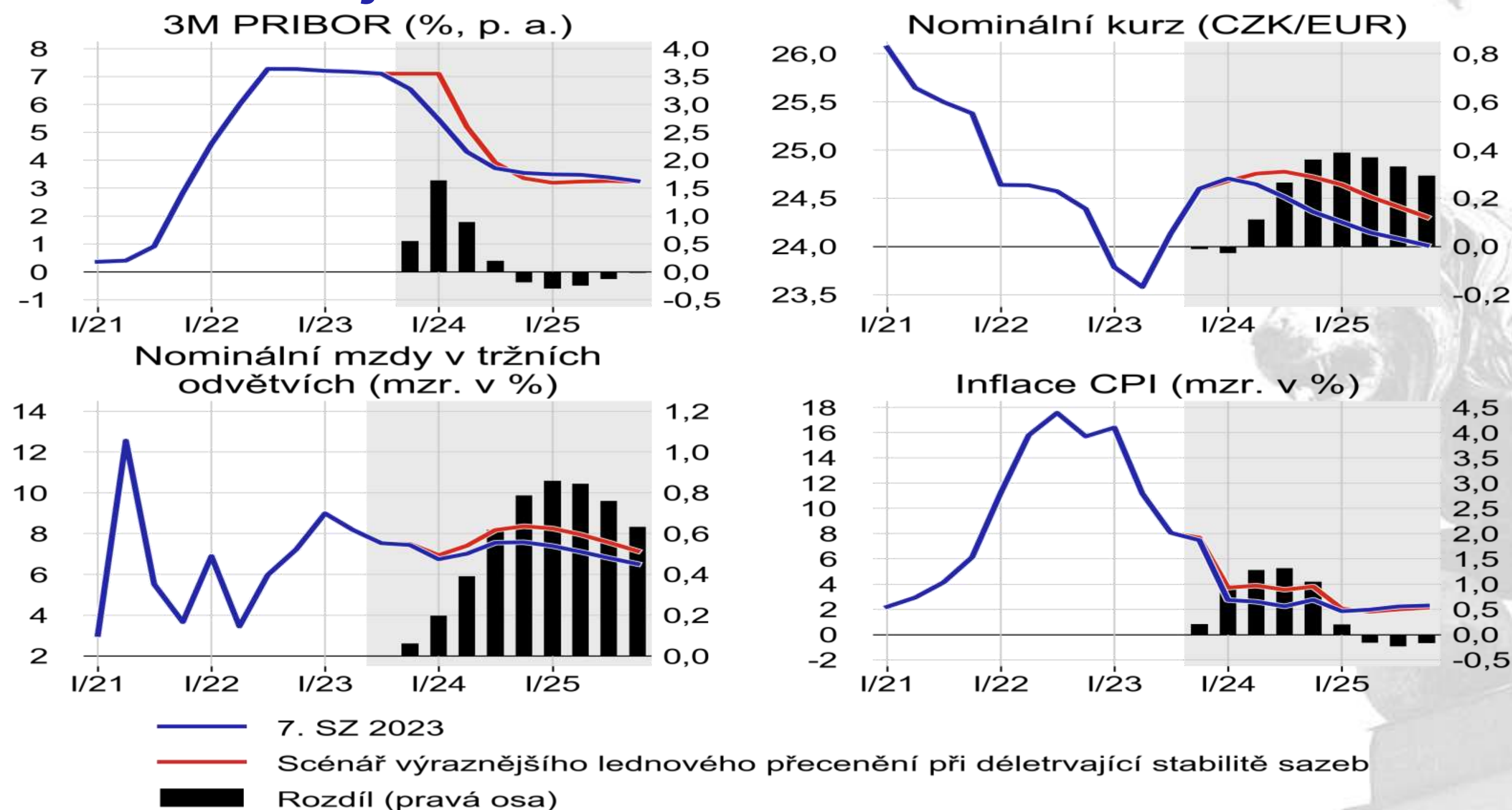
petr.kral@cnb.cz



Záložní snímky



Scénář výraznějšího lednového přecenění při déletrvající stabilitě sazeb



Zvýšená dynamika inflace ze začátku příštího roku se propíše skrze cenové mechanismy do vyšší inflace i ve zbytku příštího roku.

Měnová politika na výraznějším lednovém přecenění reaguje **přísnějším nastavením úrokových sazeb** v 1H 2024 oproti základnímu scénáři.

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.

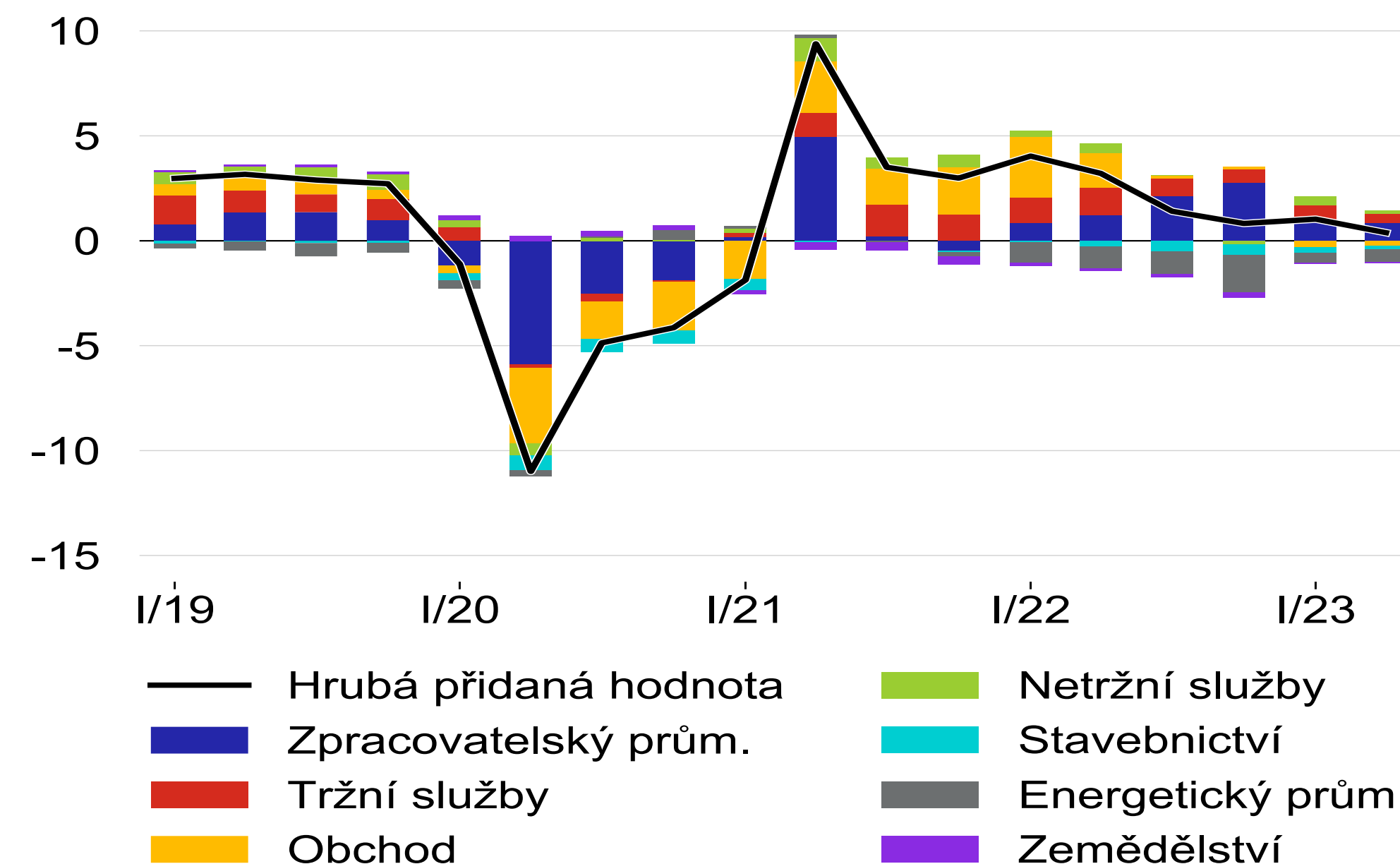
Vyšší inflace a slabší koruna se rovněž projeví v **rychlejší** **nominálním mzdovém růstu** oproti základnímu scénáři.

Produkční strana ekonomiky

- V prvním a druhém čtvrtletí letošního roku byla tahounem růstu **hrubé přidané hodnoty** odvětví zpracovatelského průmyslu a tržních služeb.
- V opačném směru působila zejména odvětví energetického průmyslu a stavebnictví.
- **Průmyslová produkce** v září meziročně poklesla o 5,0 % (s. o.) vlivem:
 - dílčích problémů v dodávkách dílů v automobilovém průmyslu
 - plánovanými odstávkami v energetickém sektoru, které byly ovlivněny a teplým počasím
- **Stavební produkce** se v září meziročně zvýšila o 1,8 % (s. o.), a to zejména vlivem odvětví pozemního stavitelství.

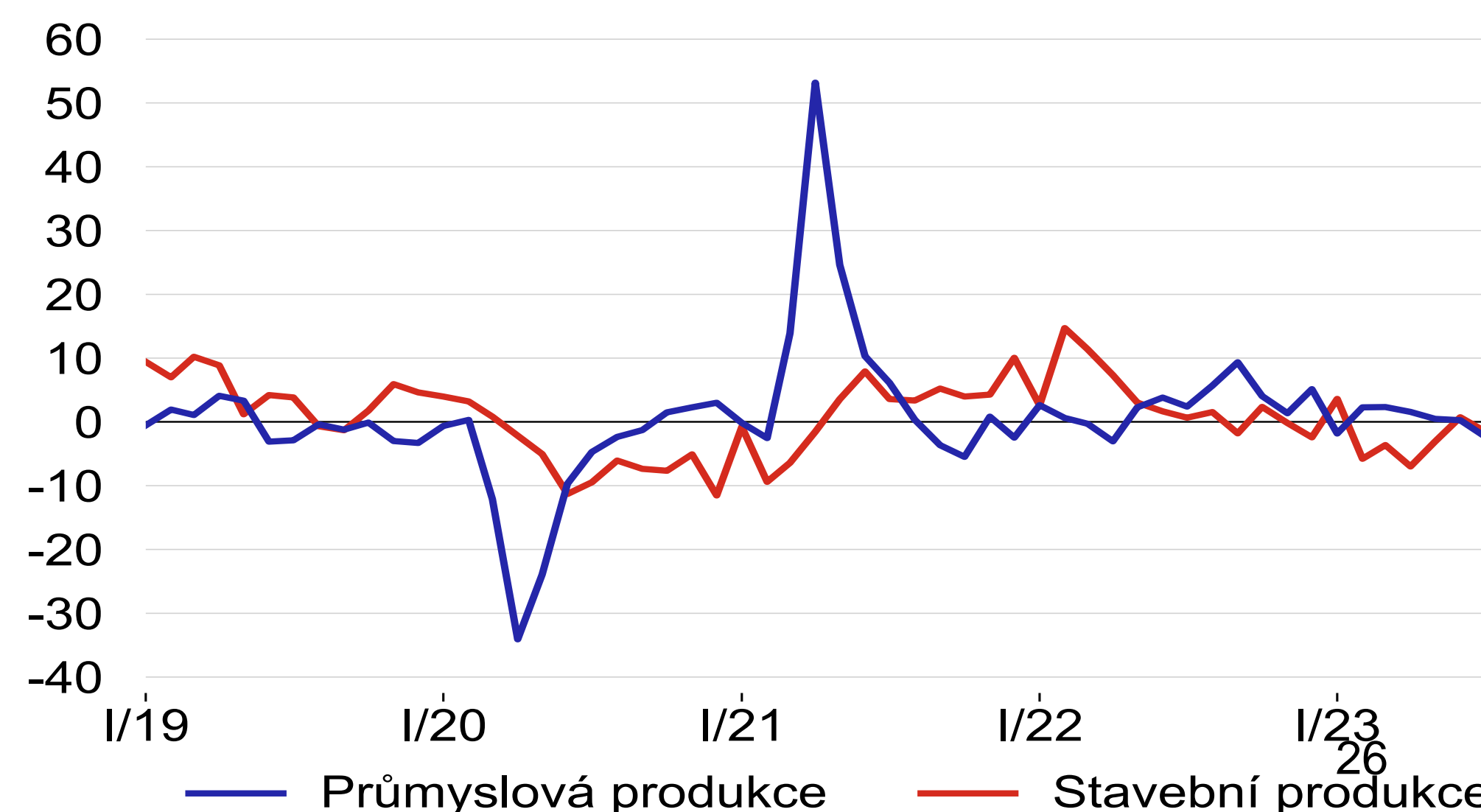
Podíly odvětví na růstu HPH

(mzr. v %, příspěvky v p. b., stálé ceny, sez. očištěno)



Průmyslová a stavební produkce

(mzr. změny v %, sez. očištěno)

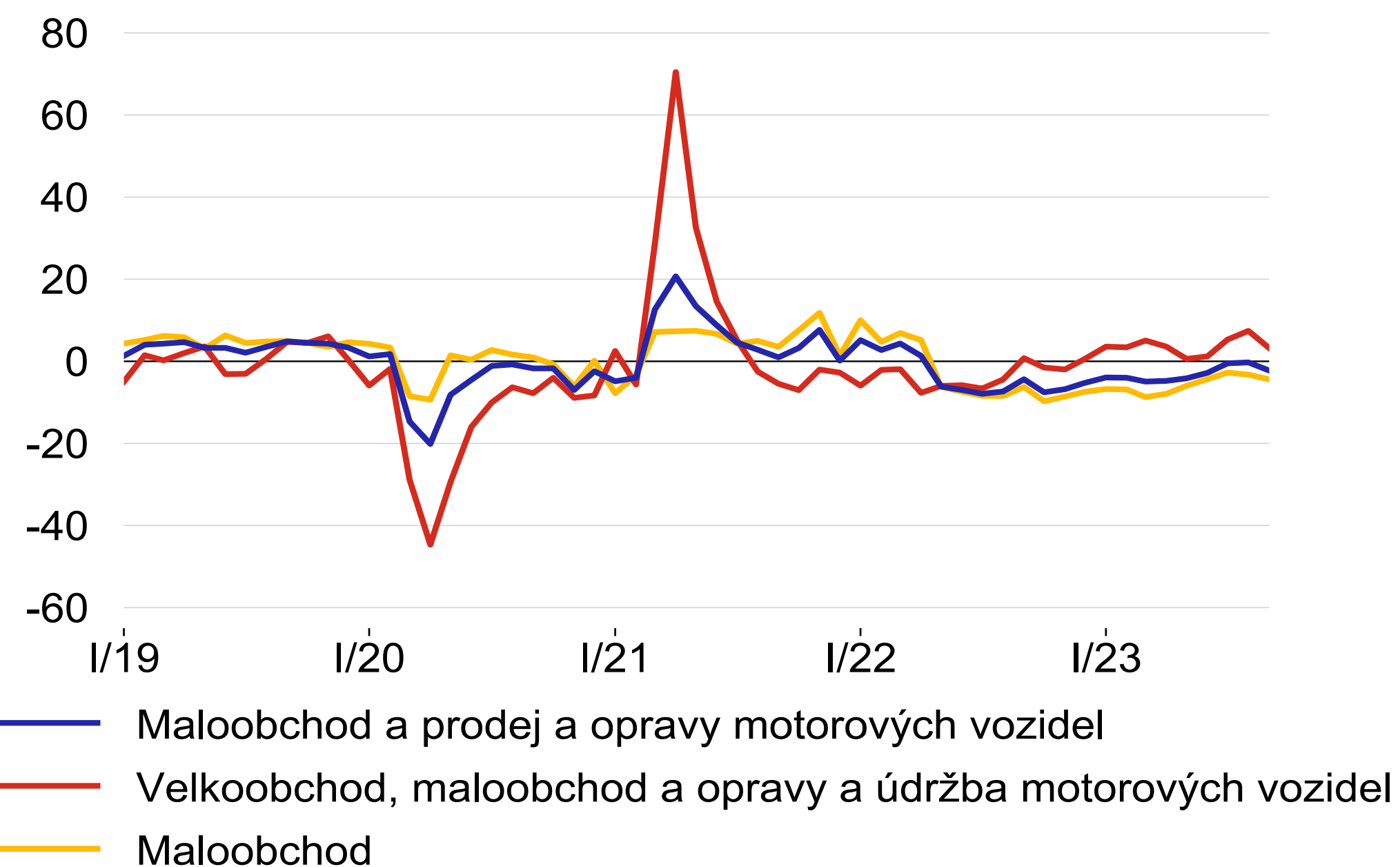


Maloobchod a služby

- **Tržby v maloobchodě** včetně motoristického segmentu v září meziročně poklesly o 2,3 % (s. o.). Tržby za prodej a opravy motorových vozidel meziročně rostou, ale zpomalují.
- Prodej pohonných hmot též meziročně vzrostl, naopak tržby za potravinářské a nepotravinářské zboží dál klesaly.
- **Tržby ve službách** (ve stálých cenách, s. o.) v září meziročně poklesly o 3,7 %. Nejvíce k poklesu přispělo odvětví dopravy a skladování (-11 %), působení ostatních odvětví bylo zhruba neutrální.
- Celkový meziroční pokles **tržeb ve službách** za 3. čtvrtletí 2023 činil 4,9 % (s. o.).

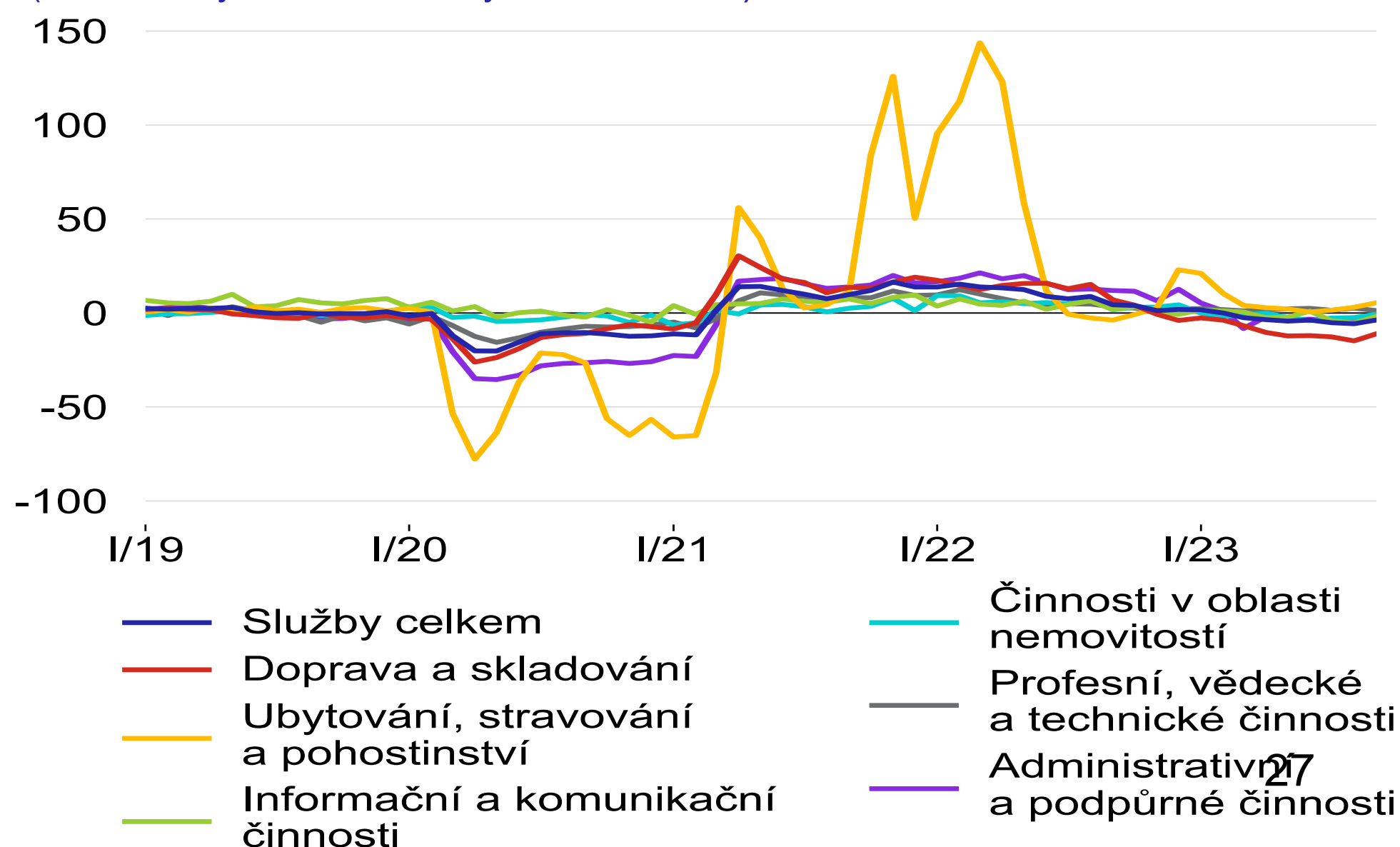
Tržby v maloobchodě

(mzr. změny v %, sez. očištěno)



Tržby ve službách

(mzr. změny v %, stálé ceny, sez. očištěno)

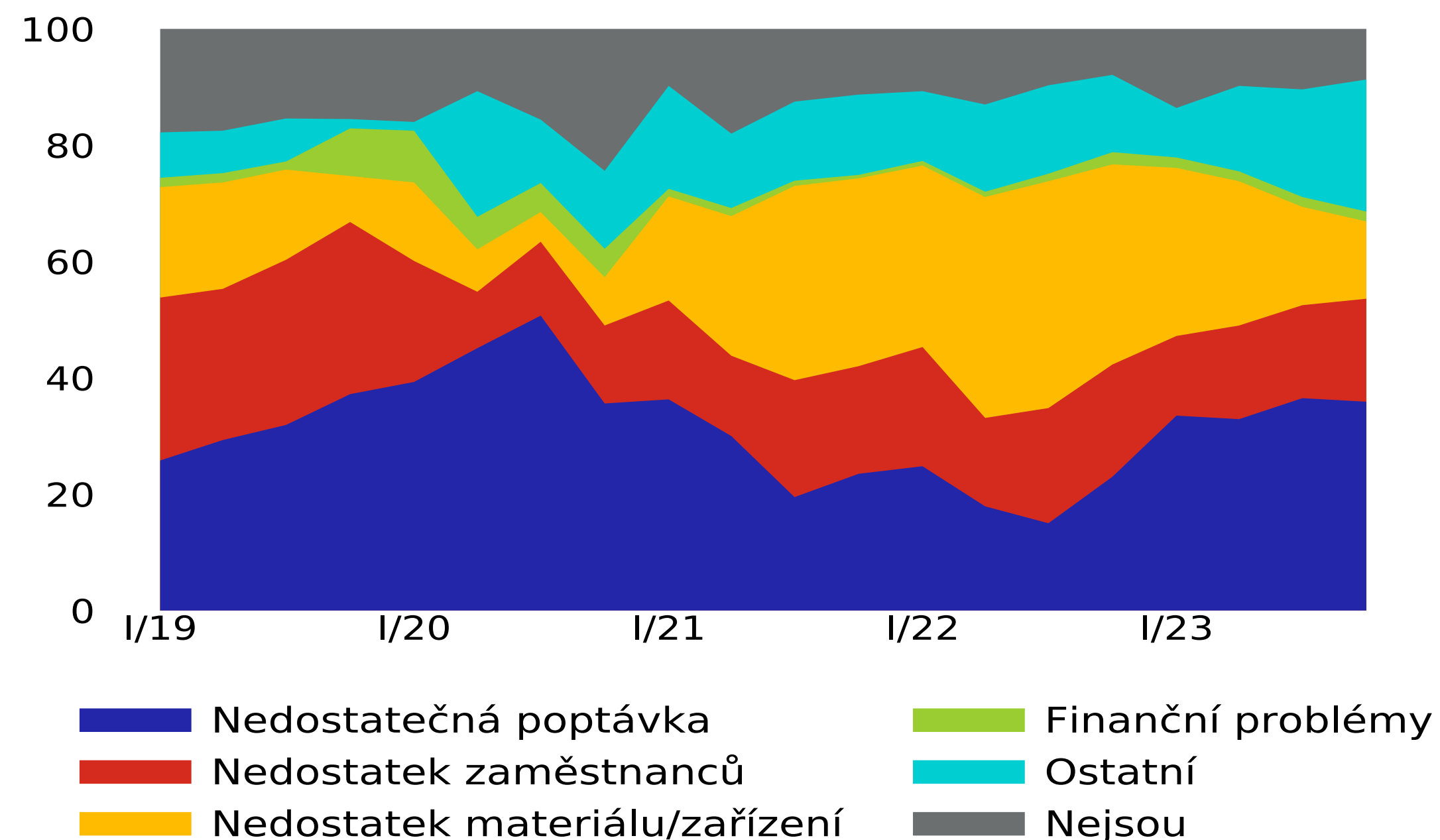


Konjunkturální průzkumy

- V průběhu posledního roku se dominantní bariérou **růstu v průmyslu** stala nedostatečná poptávka, která reflektuje slábnutí zahraniční poptávky, pokles reálných příjmů českých domácností a přísnou měnovou politiku ČNB.
- Růst v průmyslu je i nadále brzděn nedostatkem zaměstnanců z důvodu setrvale napjatého trhu práce
- Nedostatek materiálu/zařízení coby bariéra růstu v průmyslu se během letošního roku postupně zmírňoval.
- Finanční problémy představují jen marginální bariéru růstu v průmyslu.
- **Podnikatelská důvěra** se nachází pod svým dlouhodobým průměrem:
 - v sektoru služeb důvěra v průběhu roku poklesla, přesto však její saldo zůstává znatelně kladné;
 - v sektoru průmyslu saldo důvěry setrvává v záporných hodnotách od poloviny roku 2022 (s výjimkou dubna 2023).

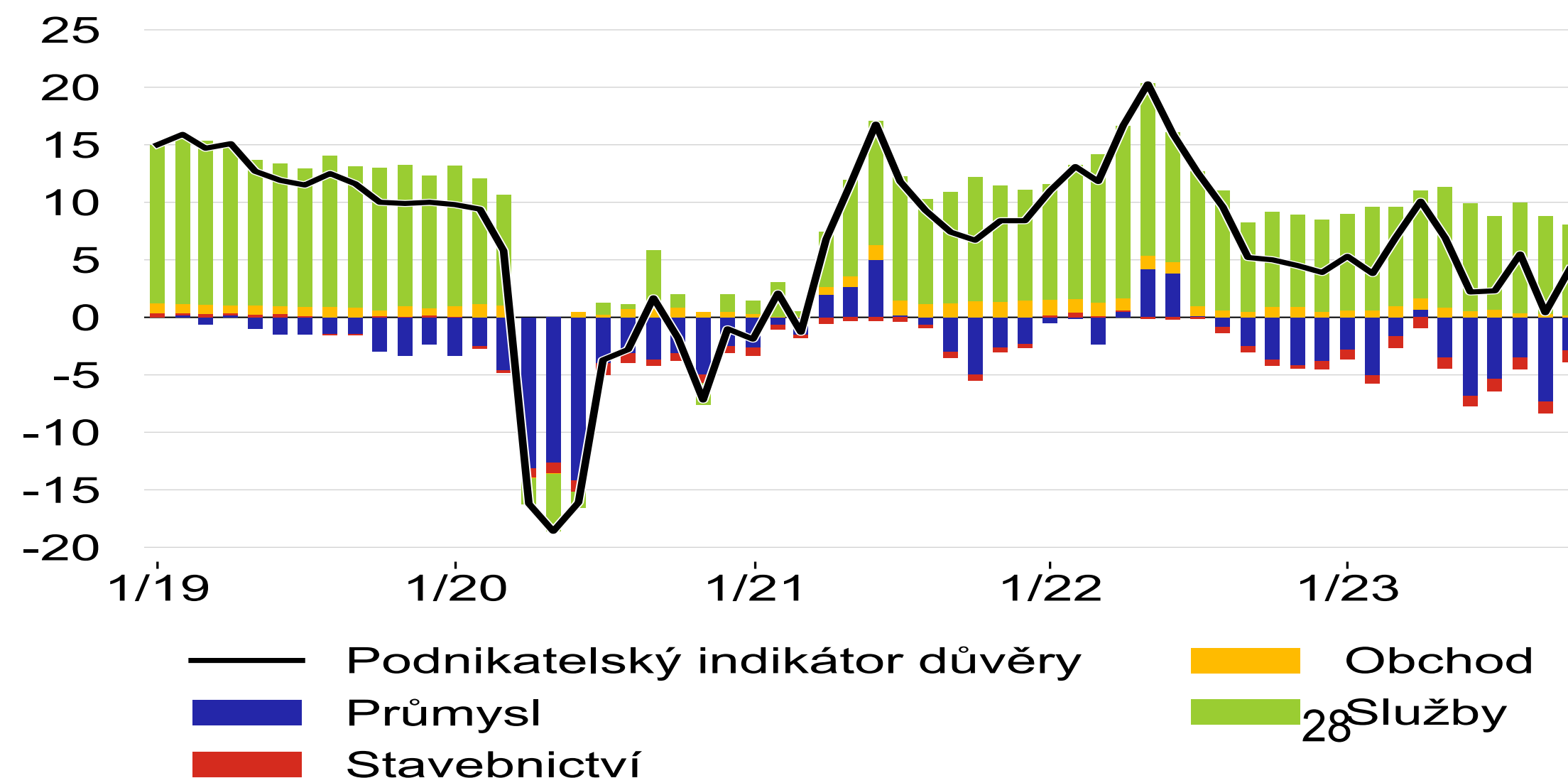
Bariéry růstu v průmyslu

(v %)



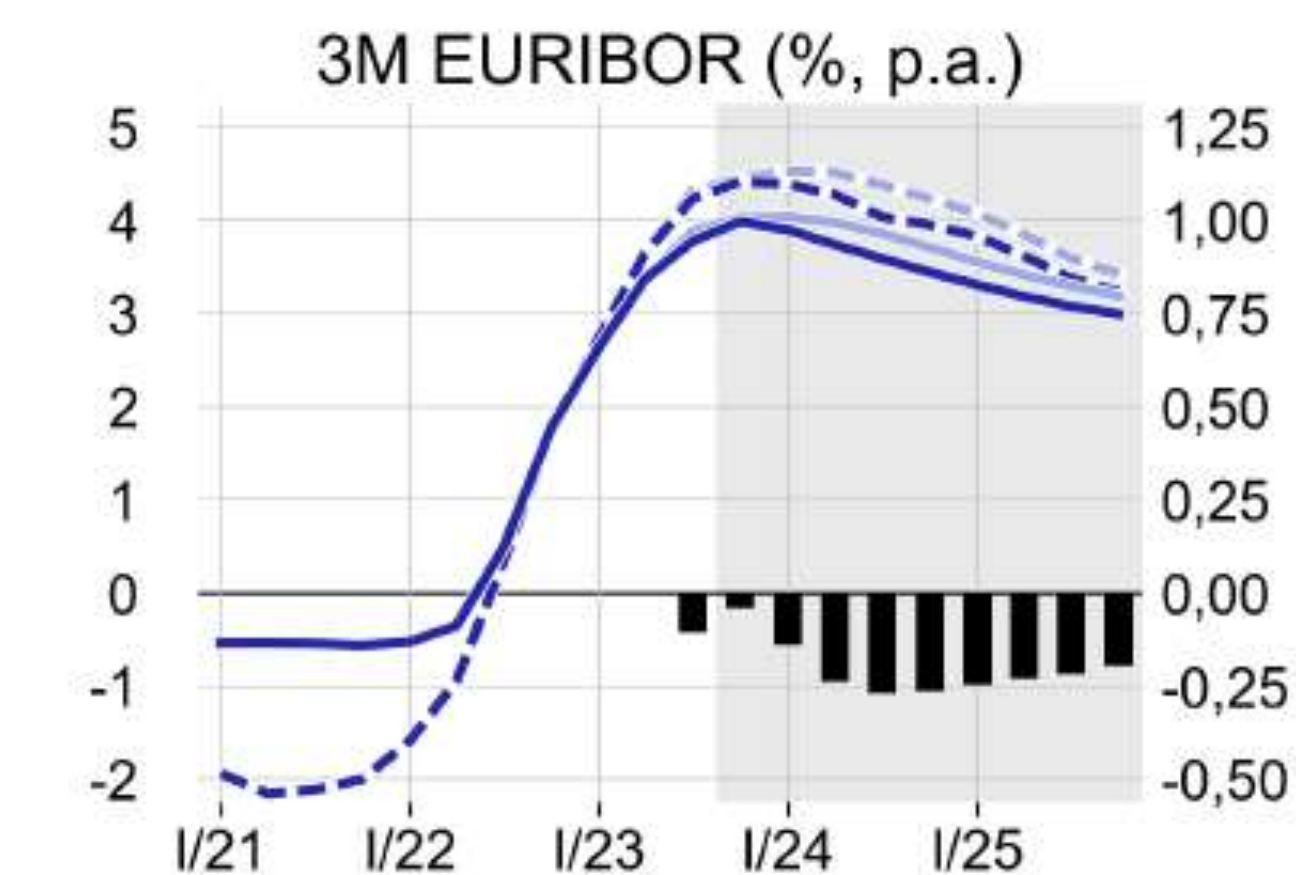
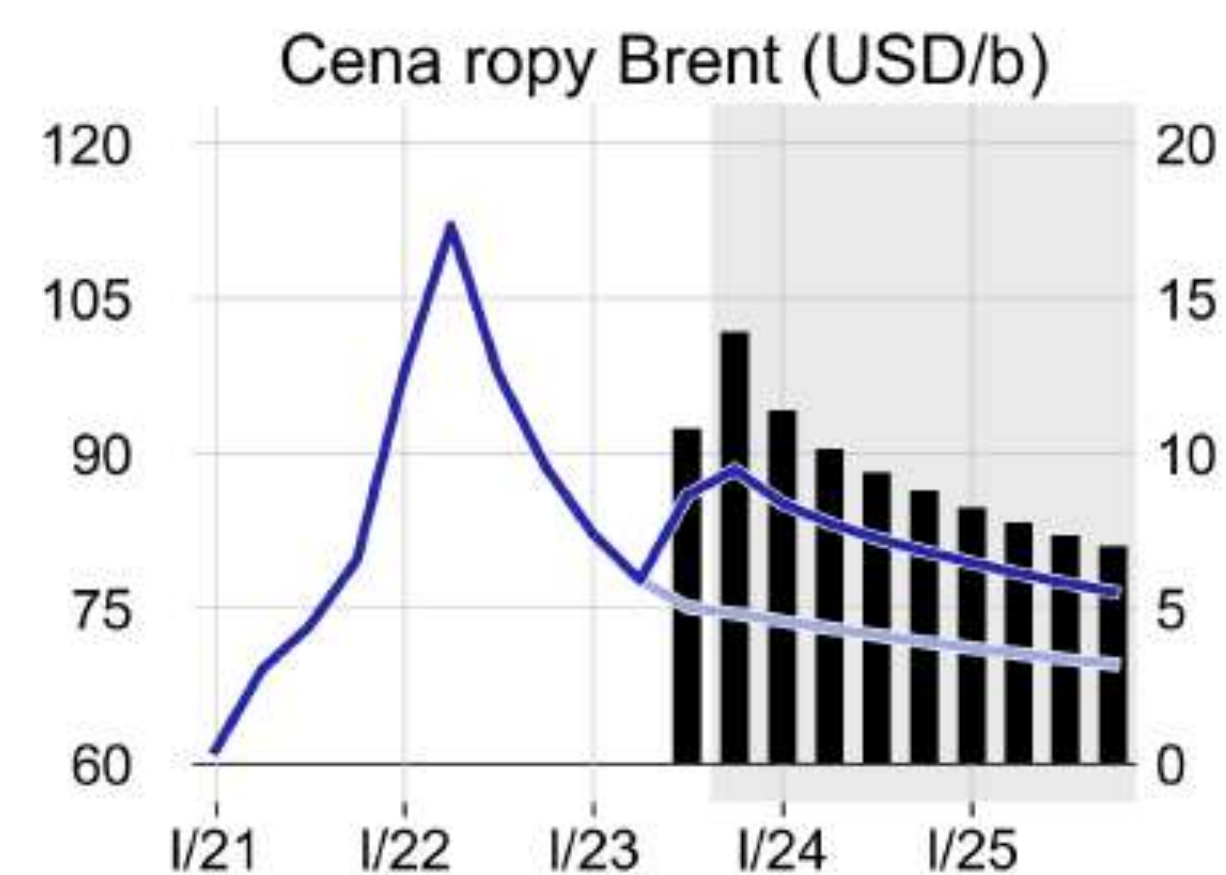
Salda podnikatelské důvěry

(rozdíl v % mezi odpověďmi vyjadřujícími zlepšení a zhoršení očekávaných i probíhajících tendencí)



Předpoklady zahraničního vývoje

- **Zahraniční poptávka** v následujících čtvrtletích postupně oživí v návaznosti na postupný rozjezd v současnosti utlumeného průmyslu, především v Německu.
- **Dynamika cen průmyslových výrobců** se i v nejbližších čtvrtletích udrží v záporném teritoriu. Korekce v cenách energií bude pokračovat ještě začátkem příštího roku.
- **Zdražení ropy Brent** je způsobeno omezením nabídky (OPEC+). Od příštího roku se bude cena ropy pozvolna snižovat.
- Trajektorie **sazeb 3M EURIBOR** nyní kulminuje. Počátkem příštího roku se sazby začnou postupně snižovat.

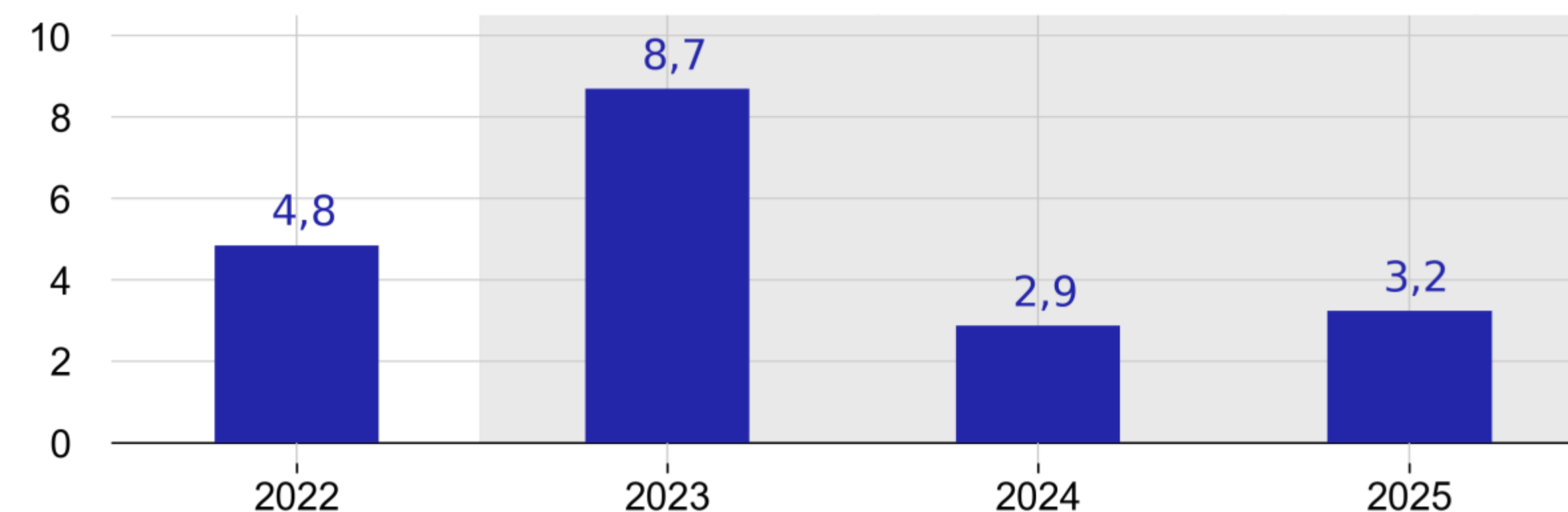


— 7. SZ 2023 - - - Stínová sazba 7. SZ 2023 ■ Rozdíl (pravá osa)
— 5. SZ 2023 - - - Stínová sazba 5. SZ 2023

Předpoklady o vládní spotřebě a fiskálním impulzu

- Růst **nominální spotřeby vládních institucí** bude letos v celoročním úhrnu značný (8,7 %).
- V příštím roce již bude růst spotřeby vládních institucí vlivem ozdravného balíčku umírněný.
- **Fiskální politika** bude mít letos zhruba neutrální dopad do růstu HDP. V příštím roce se plně projeví vliv úsporného balíčku, který bude tlumit oživení spotřeby domácností.

Tempo růstu nominální spotřeby vlády
(mzr., změny v %)



Fiskální impulz
(příspěvky k růstu HDP v procentních bodech)

