
Měnová politika ČNB a její výhled

Zpráva o měnové politice – podzim 2021

Tomáš Holub

přednáška pro studentský spolek Prague Banking Club

Praha, 7. prosince 2021



Měnověpolitické rozhodnutí

2,75 %

2T repo
sazba

1,75 %

diskontní
sazba

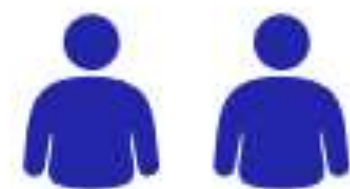
3,75 %

lombardní
sazba

ZVÝŠENÍ O 125 B. B.



PONECHÁNÍ



Bankovní rada ČNB na svém jednání 4. listopadu 2021 zvýšila dvoutýdenní repo sazbu o 125 bazických bodů na 2,75 %.

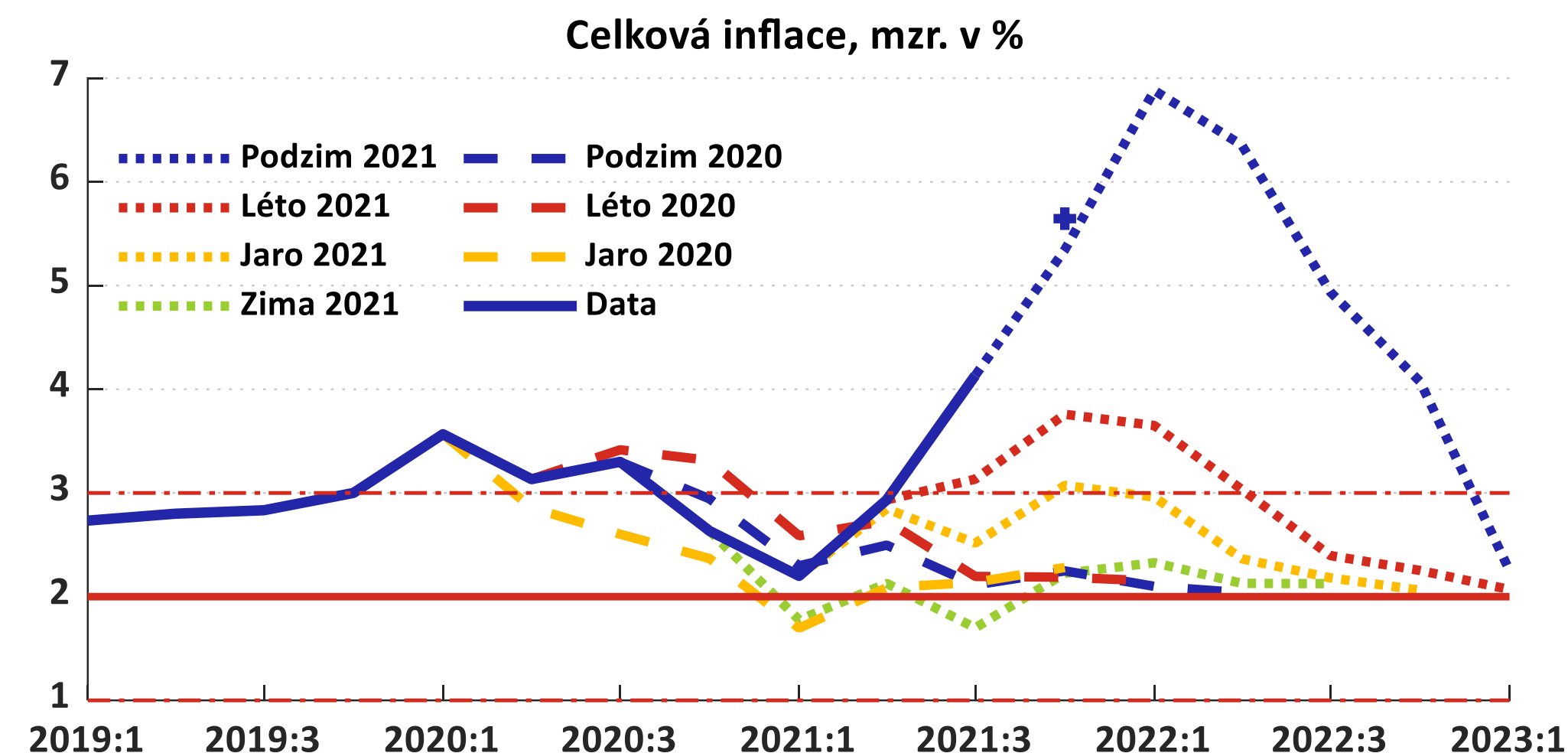
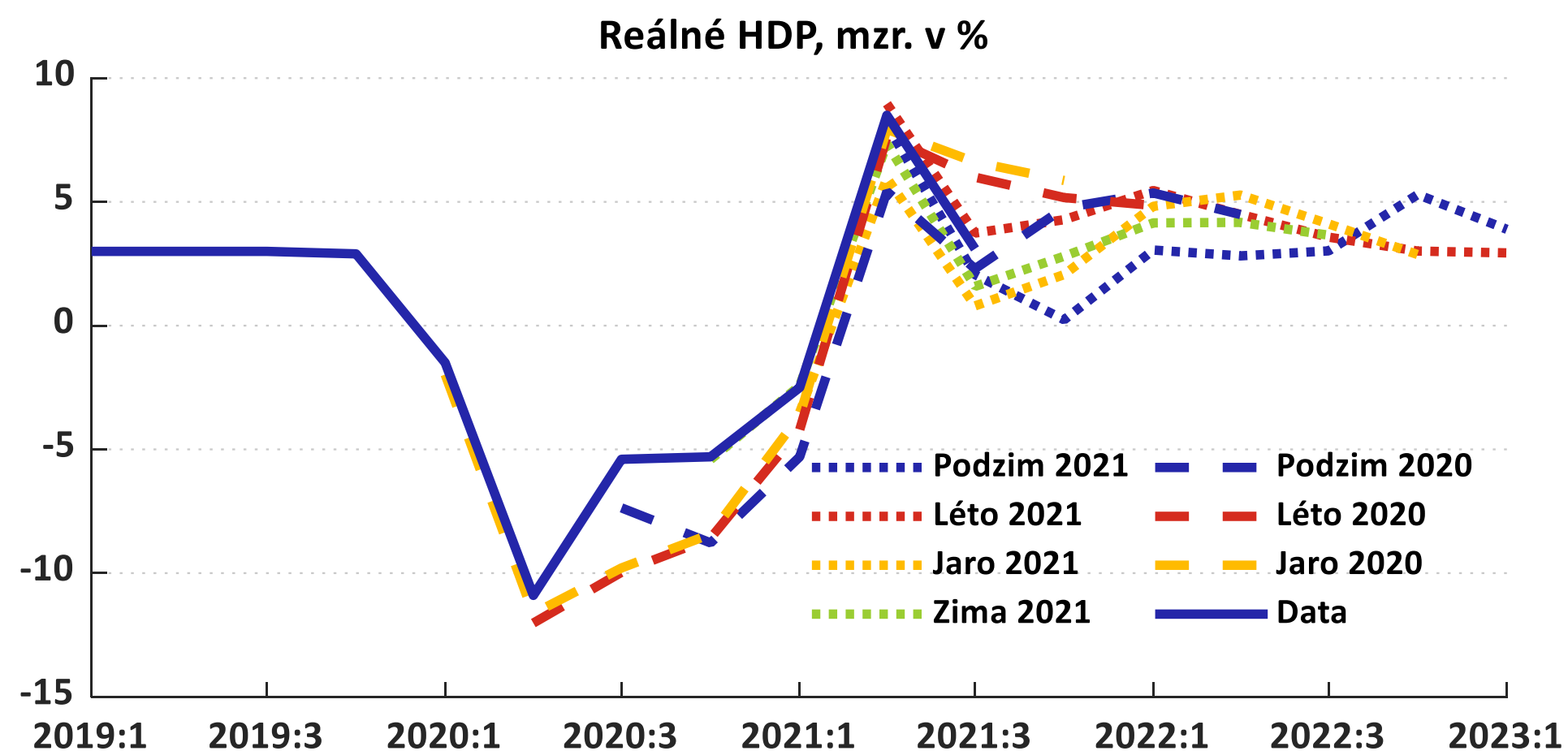
Současně rozhodla o zvýšení lombardní sazby na 3,75 % a diskontní sazby na 1,75 %.

Pro toto rozhodnutí hlasovalo pět členů bankovní rady, dva členové bankovní rady hlasovali pro ponechání sazeb beze změny.

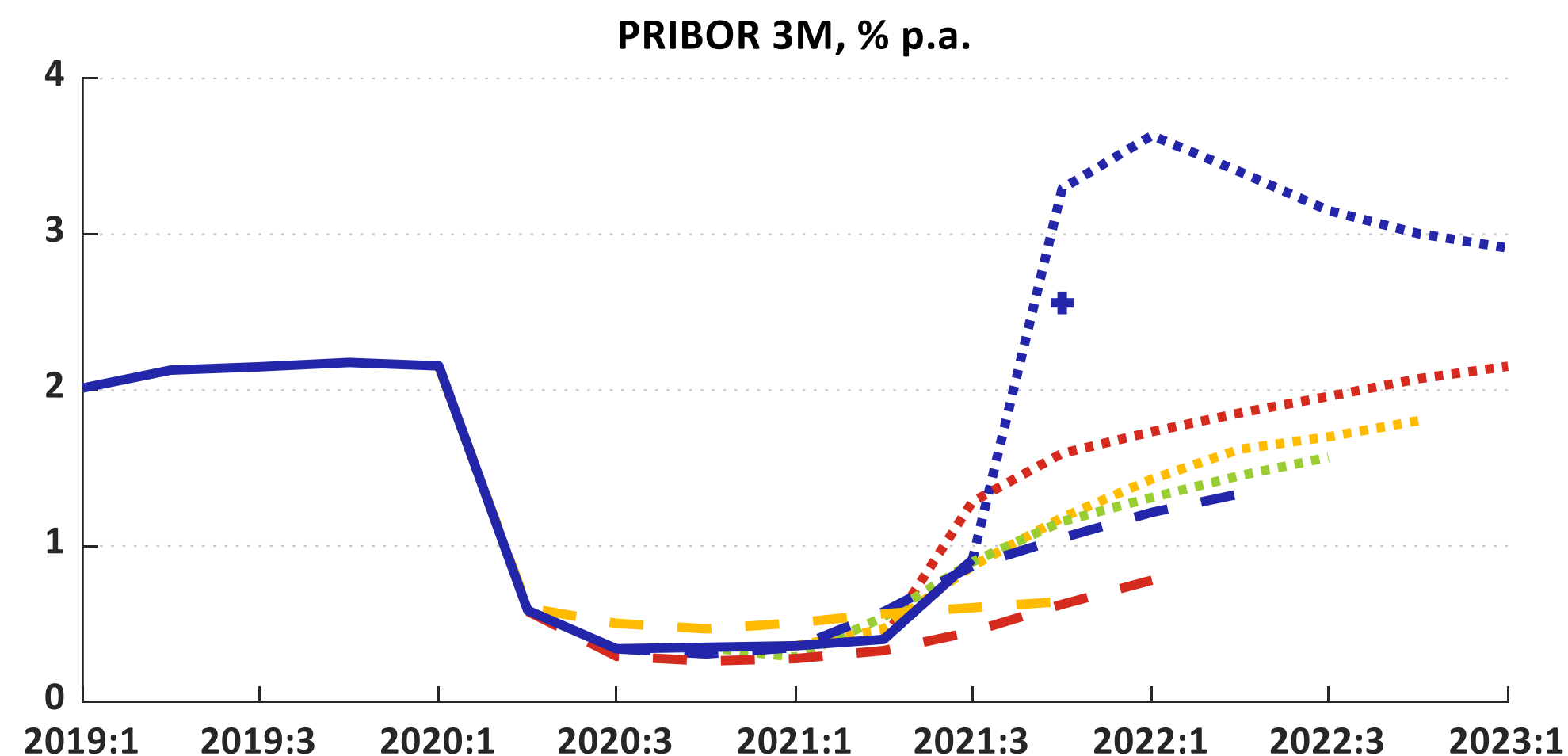
Přijaté rozhodnutí bankovní rady se opírá o **podzimní makroekonomickou prognózu ČNB. S prognózou je konzistentní strmý nárůst tržních úrokových sazeb v závěru letošního a začátkem příštího roku** v reakci na aktuálně mimořádně silné inflační tlaky ze zahraniční i z domácí ekonomiky.

Zvýšení sazeb (od června celkově o 250 b. b.) omezí průsak inflačních tlaků do cenového vývoje a zabezpečí návrat inflace do blízkosti 2% cíle ČNB na horizontu měnové politiky.

Prognózy ČNB během covidu



- **Prognózy ČNB naznačovaly počátek návratu měnové politiky k normálu ve 2.H 2021 již od podzimu 2020.**
- Stávající nečekaný **výkyv inflace směrem nahoru potřebu „normalizace“** měnové politiky dále výrazně **umocnil.**
- **Reálná ekonomika** přes všechny Covidové nejistoty **oživila zhruba v souladu v prognózami**, v poslední době ji však brzdí úzká hrdla v dodavatelských řetězcích (se staglačními dopady).



Debata o dočasnosti inflace (i)

Jerome Powell, Fed Chairman:

“We tend to use [the word transitory] to mean that it won’t leave a permanent mark in the form of higher inflation. I think it’s probably a good time to retire that word and try to explain more clearly what we mean.”

“At this point the economy is very strong and inflationary pressures are high and it is therefore appropriate in my view to consider wrapping up the taper of our asset purchases perhaps a few months sooner. And I expect that we will discuss that at our upcoming meeting in a couple of weeks.”

“Since the last meeting we’ve seen basically elevated inflation pressures, we’ve seen very strong labor-market data without any improvement in labor supply, and we’ve seen strong spending too. And remembering that every dollar of asset purchases does increase accommodation. We now look at an economy that is very strong and inflationary pressures that are high.”

Podle výše uvedené definice je ČNB od samého počátku v „campu temporary“. Ovšem s dovětkem, že **debata není o tom, zda je vysoká inflace dočasná nebo ne, ale co pro tuto dočasnost musejí udělat centrální banky.**

Debata o dočasnosti inflace (ii)

James Bullard, President of St. Louis Fed: [A Risk Management Approach to Monetary Policy](#)

“For most of 2021, U.S. monetary policy has been almost entirely positioned for the first scenario, where inflation moderates naturally. In that scenario, inflation returns to the 2% target without further policy action by the FOMC. The FOMC could begin to taper asset purchases later and at a more gradual pace, and the Committee would not need to contemplate taking additional action by increasing the policy rate until some point further in the future.

Only recently has monetary policy become better positioned for the second scenario, in which inflation does not naturally moderate. In that scenario, inflation does ultimately return to the 2% target but only because of additional monetary policy action. To prepare for this possibility, the FOMC would have to begin to taper asset purchases sooner and at a faster pace, and the Committee would need to begin to contemplate increasing the policy rate sooner.

The FOMC’s recent decision to begin tapering asset purchases and, by current estimates, to end the taper by mid-2022, embeds the risk management approach. As new data arrived during 2021, the probability of the second scenario began to rise and the probability of the first scenario began to fall. Accordingly, the tapering process began sooner and is scheduled for a faster pace than many anticipated six months ago, and market probabilities of an earlier date for raising the policy rate from near zero (i.e. liftoff) have increased. This is good news because it means that monetary policy will be better positioned to respond smoothly to either of the two inflation scenarios in the year ahead.”

„Risk-management“ pohled: jaro 2021

		Normalizace MP	
		brzká	pozdější
Post-Covidové oživení	rychlé	vpřed- hledící reakce	opožděná reakce
	pomalé	předčasné zprůsnění	uvážlivá reakce

- V době velké nejistoty je optimální strategií snažit se **vyvarovat nejhorších možných scénářů**, nikoli riskovat ve snaze dosáhnout nejlepší možnou variantu („lucky fool“).
- Během jarních lockdownů a pomalu startující vakcinace bylo **jako největší potenciální chyba vnímáno předčasné zprůsnění měnové politiky**.
- **Varianta opožděné reakce** má rovněž své náklady, dá se ovšem následně **dohnat rychlejší normalizací**.

„Risk-management“ pohled: léto/podzim 2021

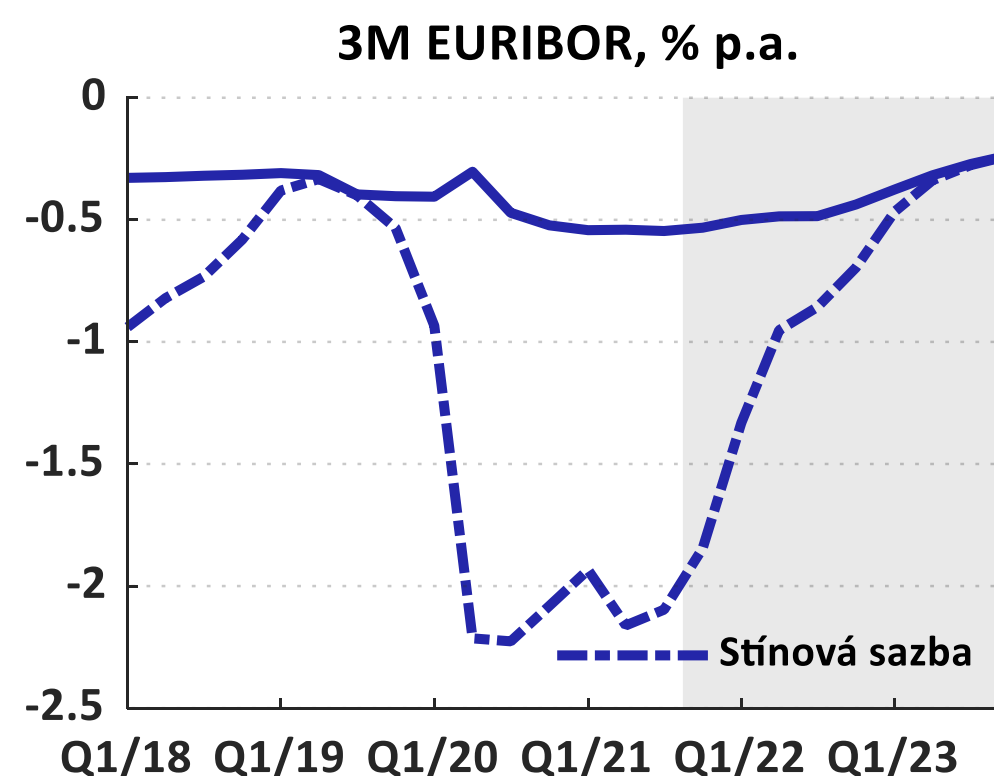
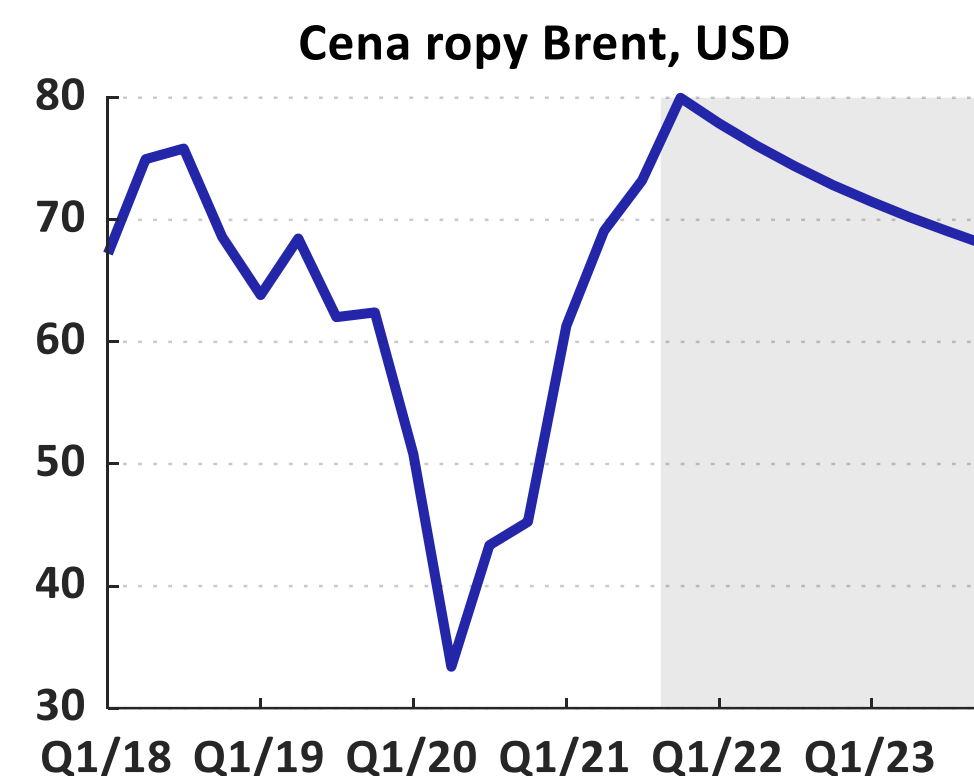
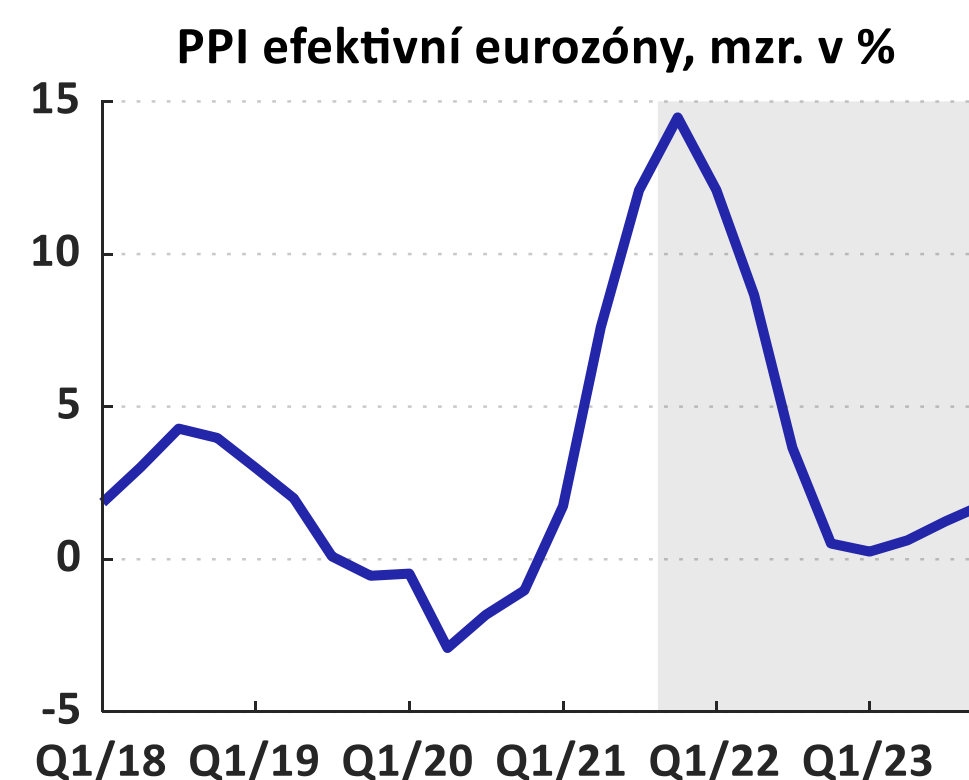
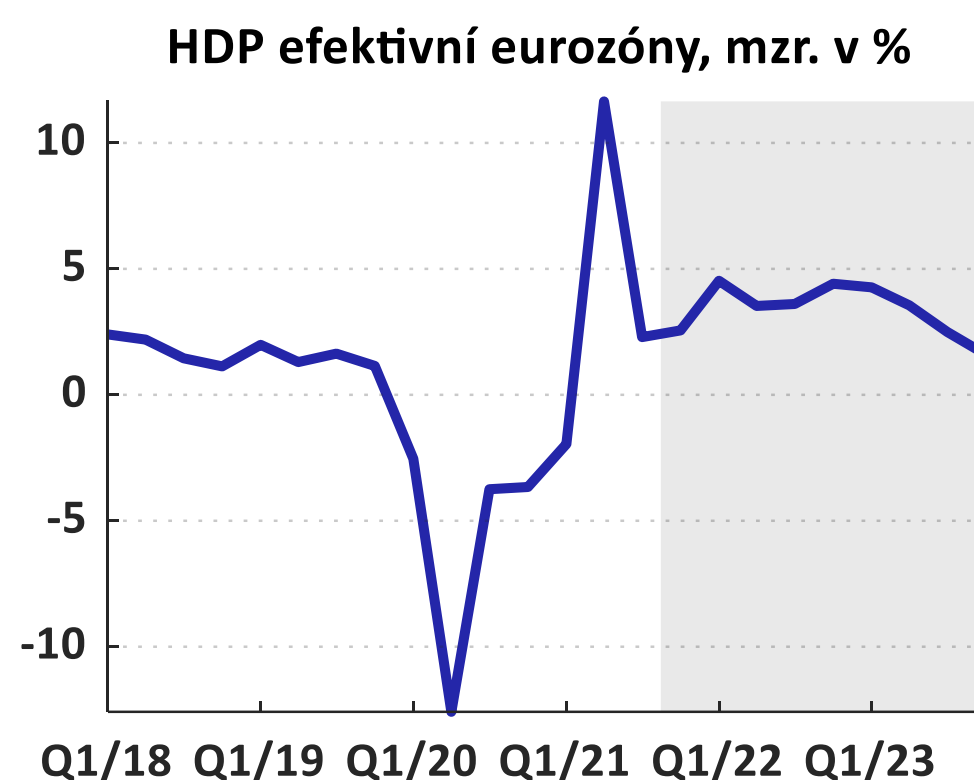
		Normalizace MP	
		rychlá	pomalá
Inflační šoky	setrvalé	adekvátní reakce	opožděná reakce
	dočasné	předčasné zpřísnění	uvážlivá reakce

- V aktuální situaci s inflací směřující k 7 % již je nutno jako **nejhorší z možných scénářů vnímat opožděnou reakci**, pokud se postcovidové inflační tlaky ukážou jako setrvalejší oproti původním očekáváním a v prostředí přehřátého trhu práce by vedly ke ztrátě ukotvenosti inflačních očekávání.
- Riziko předčasného zpřísnění měnové politiky je již naopak relativně malé (dříve nebo později **by k normalizaci MP muselo stejně dojít** a její rozsah lze následně korigovat).
- **Neplatí tedy univerzální recept**, že risk-management přístup v podmínkách velké nejistoty má vést k opatrnější reakci. Vždy závisí na konkrétních okolnostech a (subjektivním) vyhodnocení, který z možných scénářů je nejhorší.

Předpoklady prognózy



Předpoklady zahraničního vývoje (i)



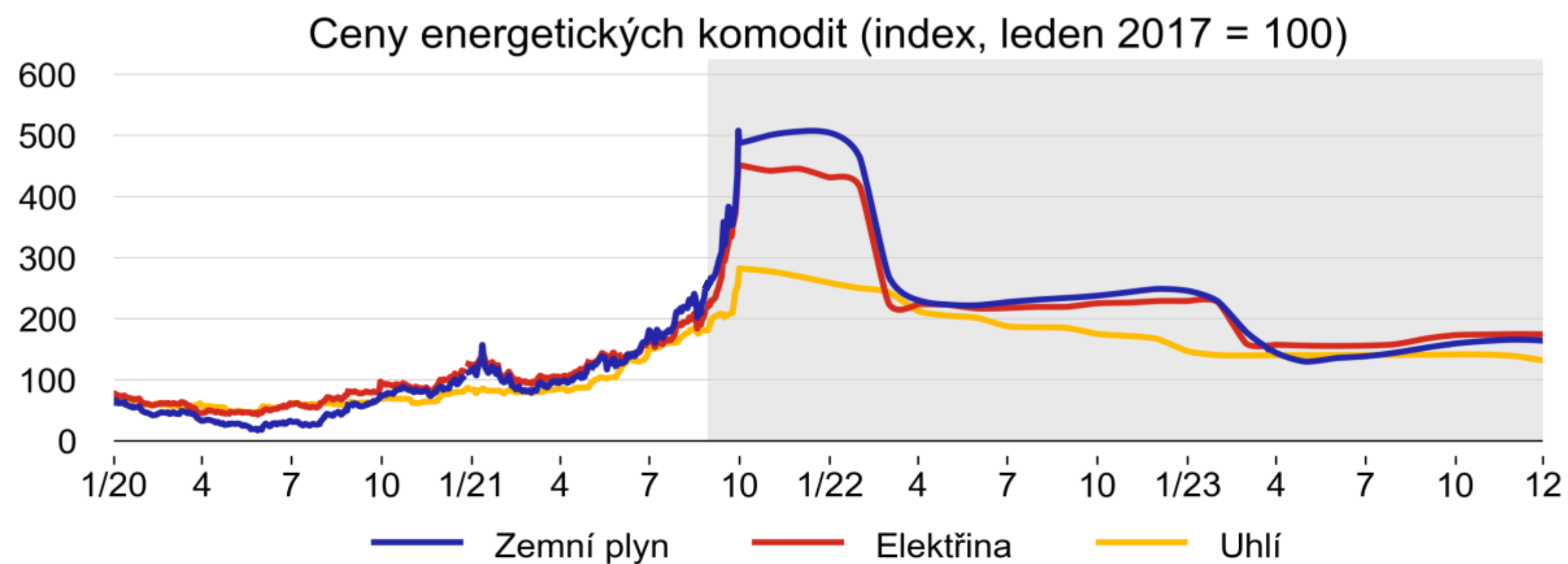
Ekonomická aktivita v efektivní eurozóně během léta pokračovala v oživení, zejména v sektoru služeb. Průmyslová produkce byla zasažena **problémy v dodavatelských řetězcích**. Ty přetrvávají do poloviny příštího roku. **Růst HDP** v efektivní eurozóně přesáhne v letošním roce 3 %, **v roce 2022 dále zrychlí**.

Cena ropy bude v následujících dvou letech **postupně klesat** z aktuálně zvýšených hodnot.

Aktuální **výrazný cenový růst** v efektivní eurozóně **vystřídá** v příštím roce jeho **postupné zvolnění**.

Výhled zahraničních úrokových sazeb očekává **zahájení pozvolného zpříšňování měnové politiky ECB**.

Regulované ceny a ceny energií

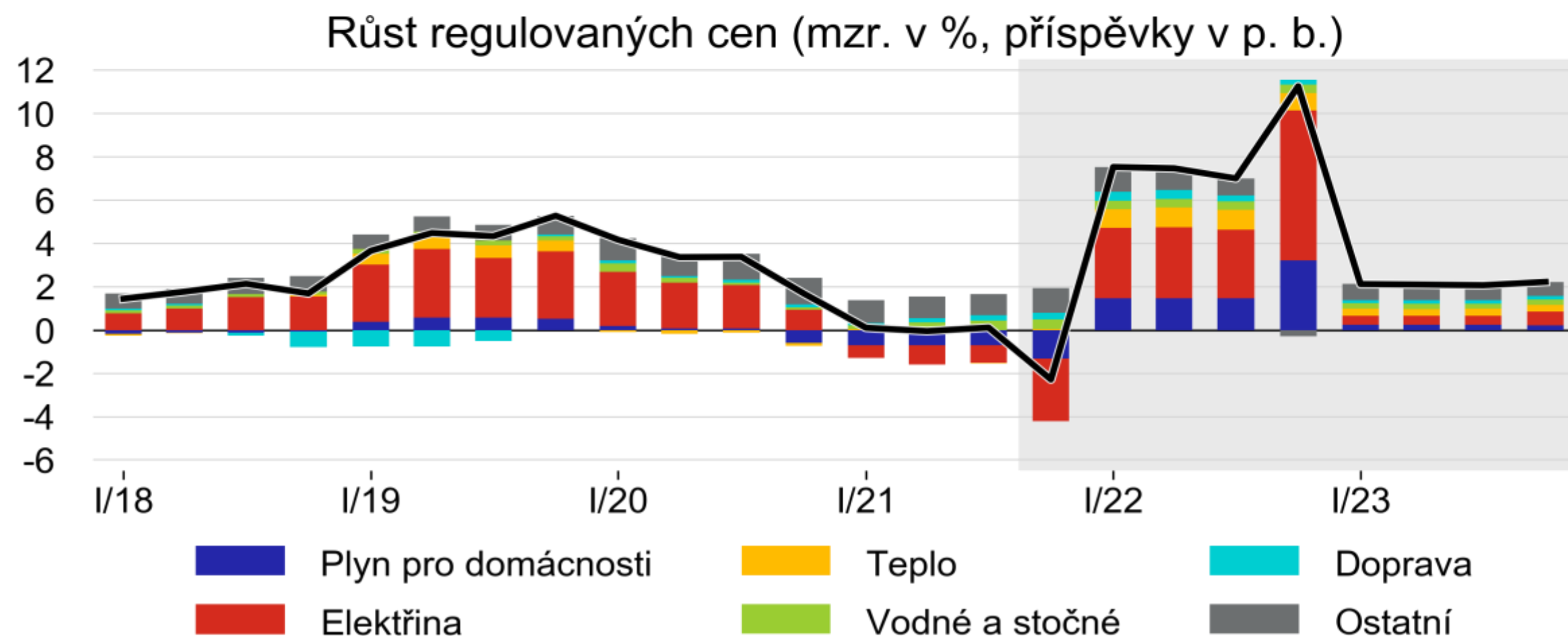


Skokový **nárůst cen energetických surovin** by měl částečně **odeznít s koncem nadcházející zimy**.

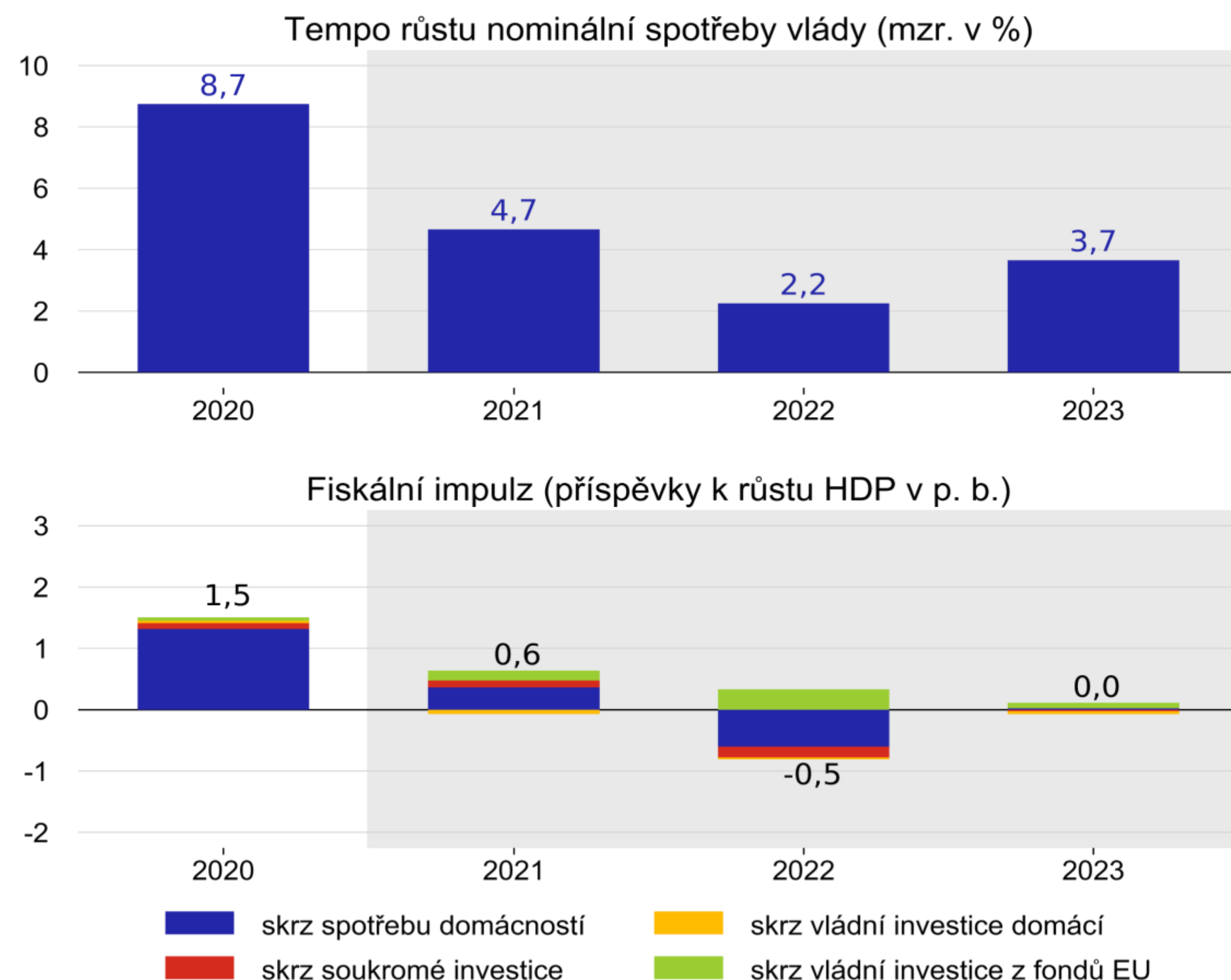
Zdražení energií koncem letošního roku se v domácích regulovaných cenách prozatím neprojeví, neboť bude převáženo **dočasným odpuštěním DPH na elektřinu a zemní plyn**.

V příštím roce však **regulované ceny** skokově zrychlí až nad 7 %, neboť odpuštění DPH již nebude v platnosti.

Jejich růst pak opět **zvolní v roce 2023**.



Předpoklady o vládní spotřebě a fiskálním impulzu



Fiskální politika zvyšuje dynamiku HDP skrze **podporu příjmů a spotřeby domácností** (významný příspěvek má zrušení superhrubé mzdy).

Spotřeba vlády letos nadále roste, avšak vlivem loňské vysoké srovnávací základny její růst zvolňuje.

- Nominální nemzdová složka spotřeby vlády je opět posílena mimořádnými výdaji ve zdravotnictví.

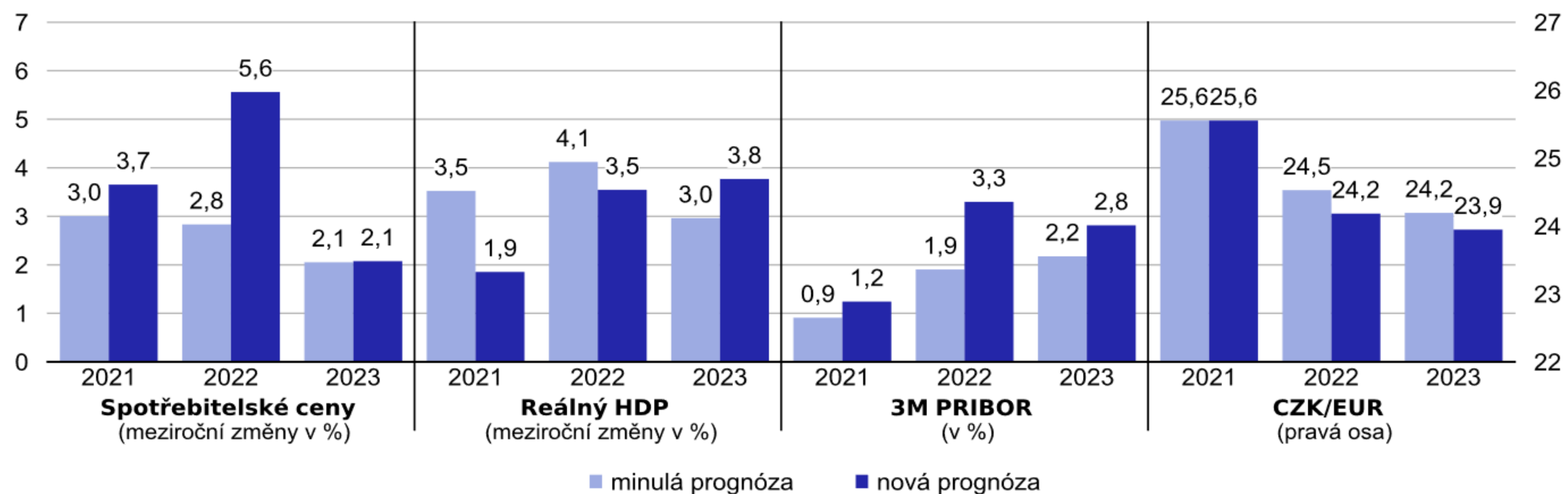
Fiskální impulz bude v příštím roce vlivem odeznění většiny podpůrných opatření **mírně záporný**.

- Mimořádná valorizace důchodů či čerpání fondů EU budou restriktivní působení fiskální politiky tlumit.

Prognóza – podzim 2021



Podzimní prognóza a její změny oproti létu

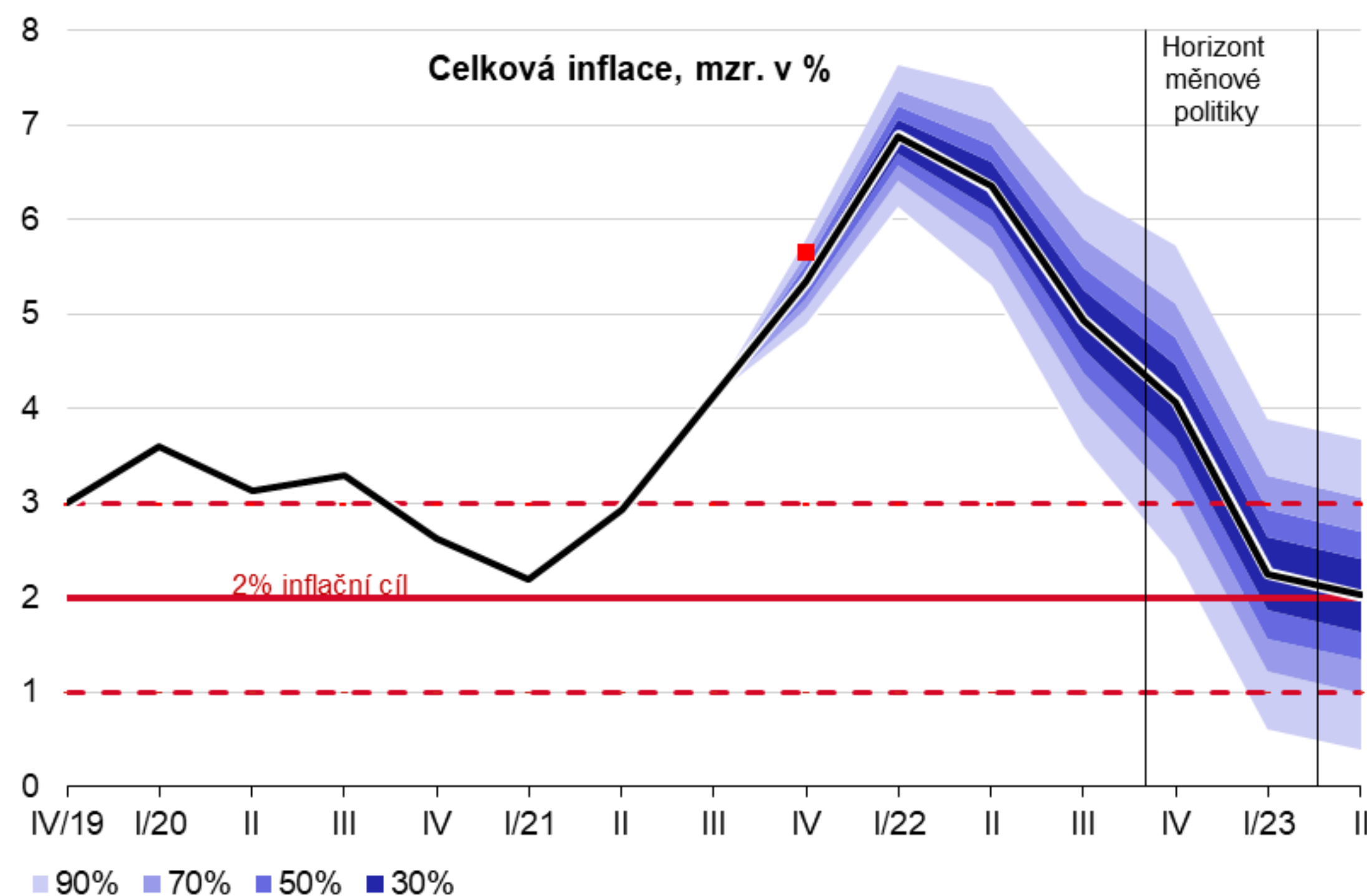


Ve srovnání s minulou prognózou došlo ke značnému **zvýšení výhledu inflace** pro letošní a zejména příští rok.

Ekonomický růst v letošním a příštím roce byl přehodnocen **směrem dolů**, v roce 2023 naopak poměrně výrazně nahoru.

Výhled **domácích úrokových sazeb** je pro všechny tři roky **vyšší**, přičemž **kurz koruny** je v letech 2022 a 2023 **silnější**.

Prognóza celkové inflace



Celková inflace na přelomu roku **zrychlí až k 7 %** a nad cílem se bude nacházet i po většinu příštího roku.

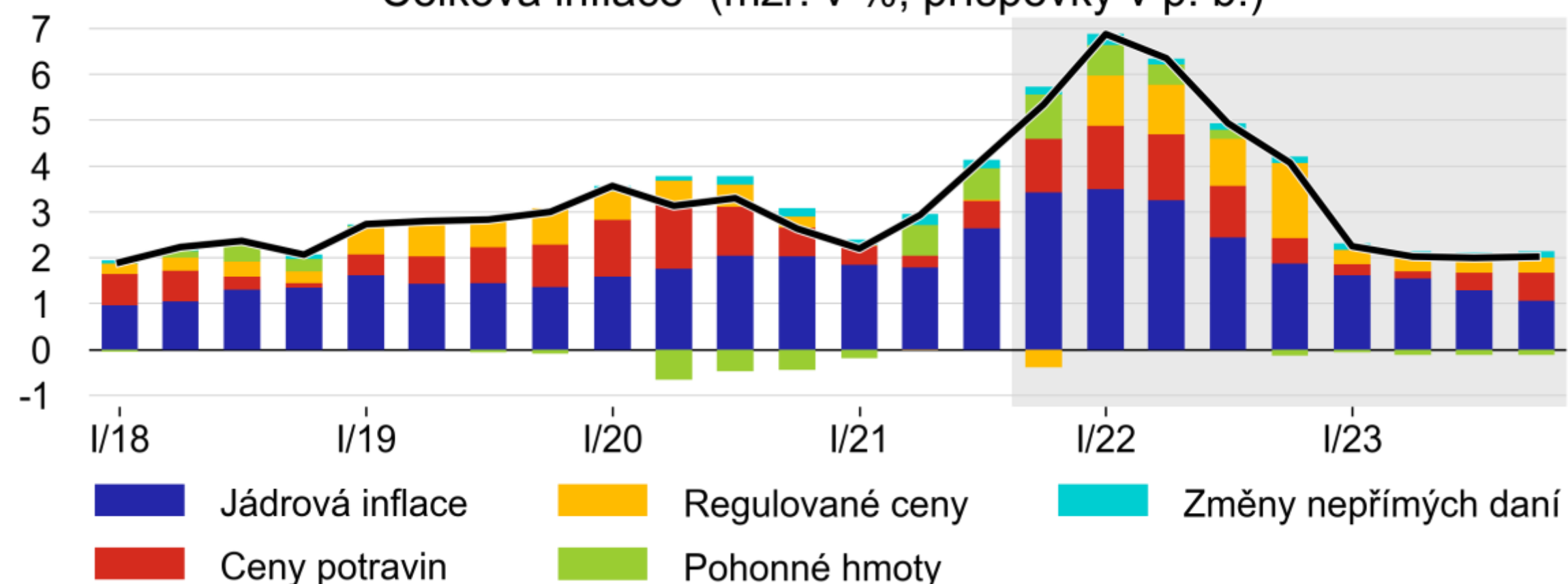
V příštím roce celková inflace postupně zpomalí díky zpřísňování měnových podmínek v kurzové i úrokové složce a postupnému odeznění letošních proinflačních tlaků. **K cíli se vrátí začátkem roku 2023.**

Měnověpolitická inflace se bude s výjimkou konce letošního roku nacházet lehce pod celkovou inflací vlivem dopadů změn spotřebních daní.

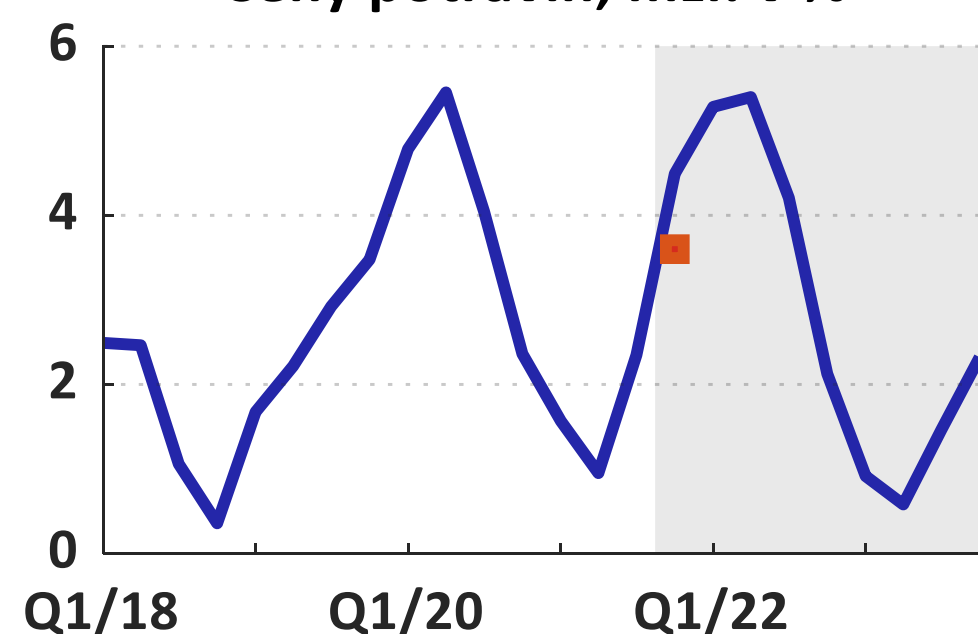
Inflace v říjnu dosáhla 5,8 % (prognóza očekávala 5,5 %). Pozorovaná **inflace** je tak mírně **nad prognózou**, přičemž její odchylka je dána **vyšší jádrovou inflací** (+0,35 p. b. do celkové inflace) a regulovanými cenami (+0,15 p. b.). Naopak ceny potravin rostly méně (-0,24 p. b.).

Struktura inflace

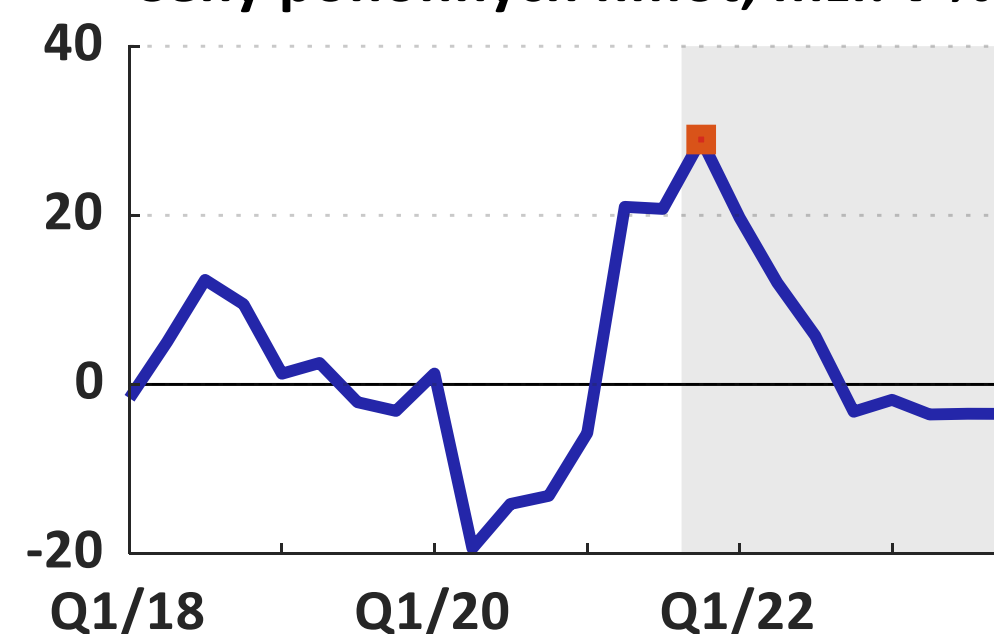
Celková inflace (mzr. v %, příspěvky v p. b.)



Ceny potravin, mzr. v %



Ceny pohonných hmot, mzr. v %



Pozorovaný růst cen je **plošný**.

Cenovému růstu na prognóze **bude nadále dominovat jádrová inflace**.

K vyšší celkové inflaci přispěje i **růst cen potravin**, který bude odrážet zdražování agrárních komodit ve světě na pozadí silné domácí poptávky.

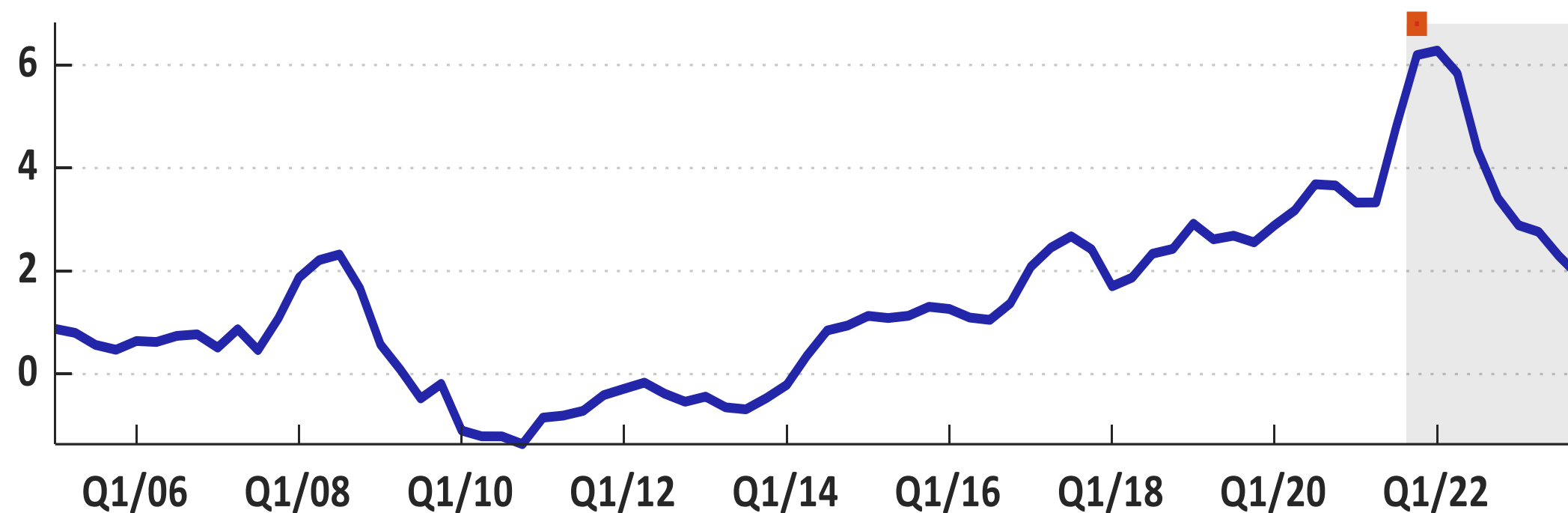
- Po kulminaci v 1H 2022 se dynamika cen potravin počátkem roku 2023 sníží.

Aktuálně kladný **příspěvek cen pohonných hmot k dynamice inflace bude postupně odeznívat** vlivem pozvolného poklesu cen ropy a postupně posilujícího kurzu koruny.

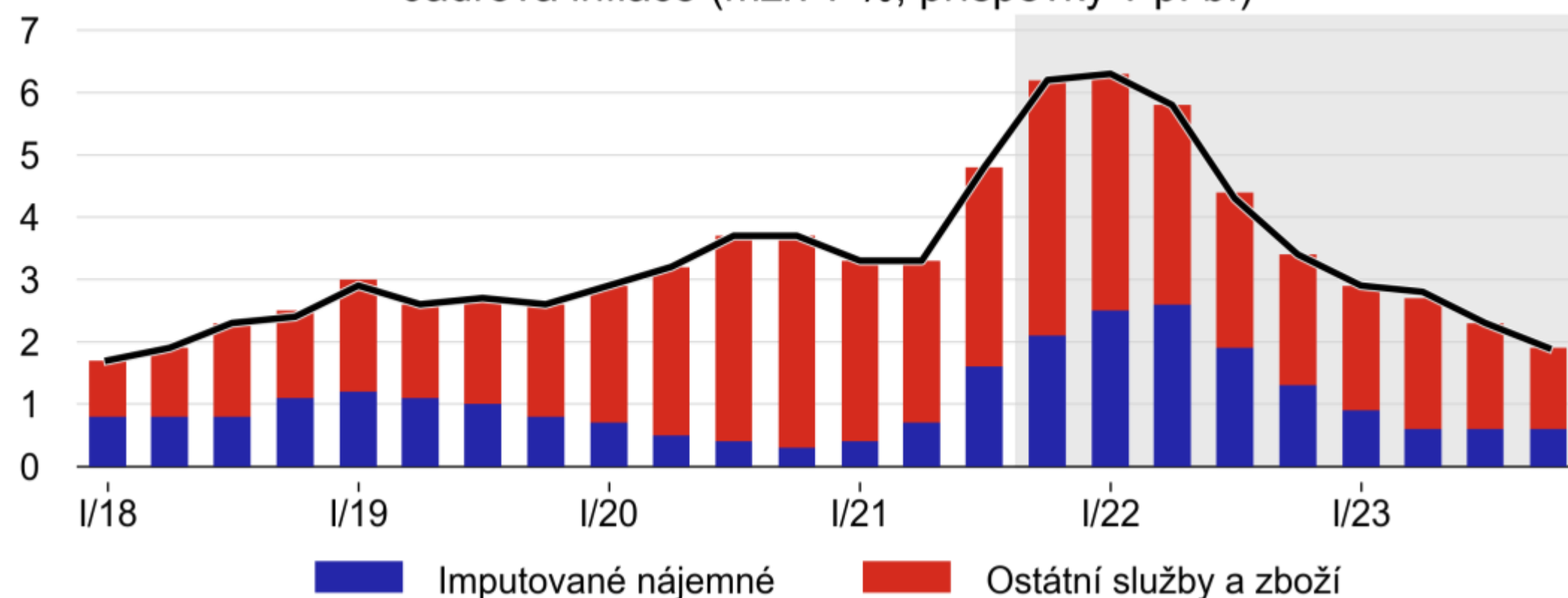
V příštím roce výrazně **zrychlí dynamika regulovaných cen**.

Jádrová inflace

Jádrová inflace, mizr. v %



Jádrová inflace (mizr. v %, příspěvky v p. b.)



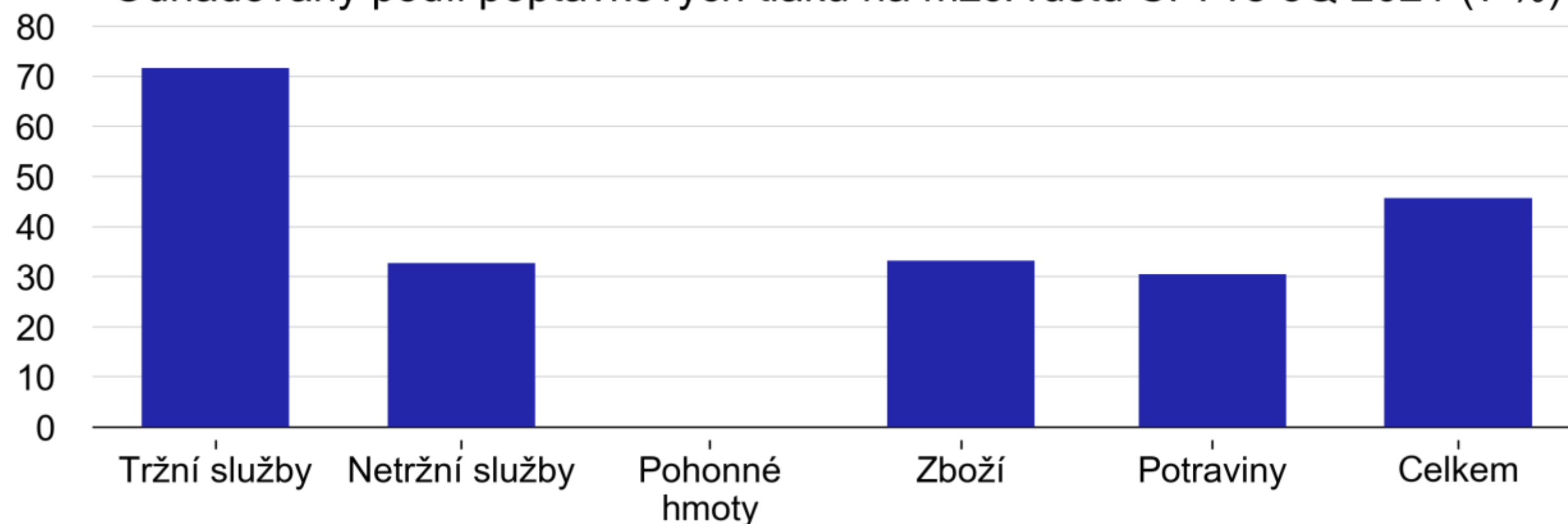
Silné inflační tlaky z domácí ekonomiky a rychlý růst cen průmyslových výrobců budou udržovat **vysokou jádrovou inflaci i po zbytek letošního a v první polovině příštího roku.**

K nárůstu jádrové inflace v prostředí robustního domácího poptávkového klimatu významně přispívá i **zrychlující dynamika imputovaného nájemného.**

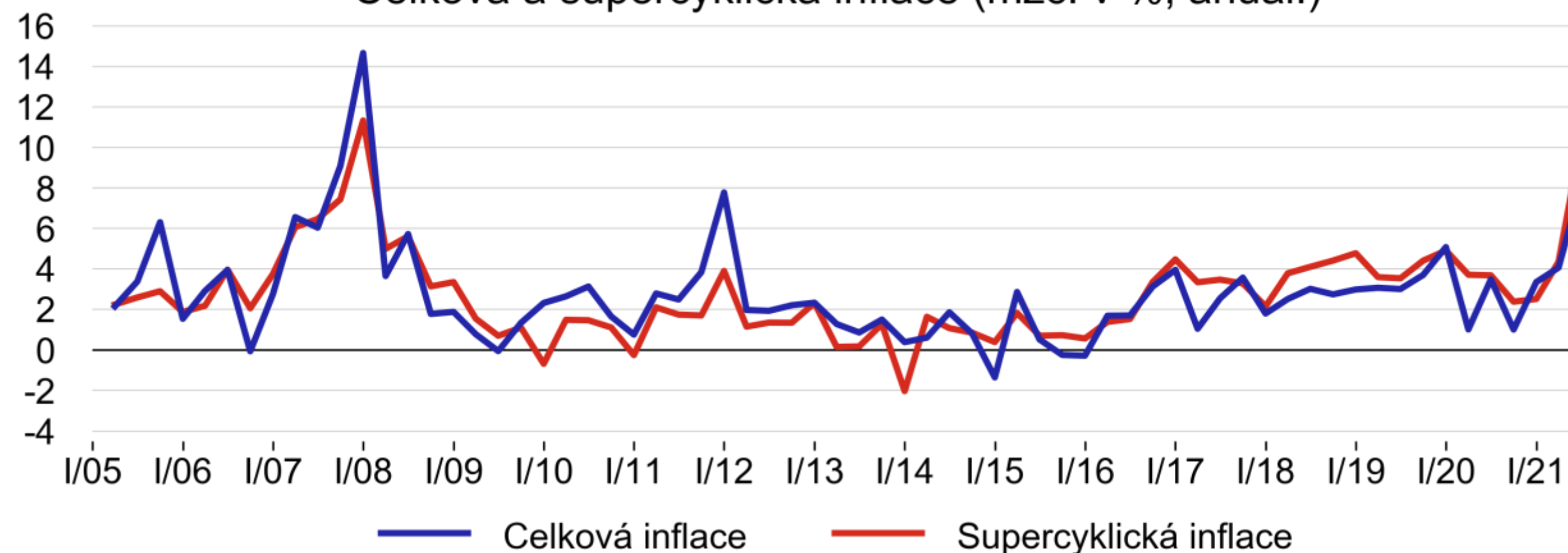
- V růstu imputovaného nájemného se projevuje souběh pokračujícího výrazného růstu **cen nemovitostí** a stavebních prací.
- Růst cen stavebních prací odráží setrvalý **růst mezd ve stavebnictví** a **potíže v globálních dodavatelských řetězcích**, které se projevují nedostatkem a vysokou cenou některých stavebních materiálů.

Domácí poptávkové tlaky

Odhadovaný podíl poptávkových tlaků na mzč. růstu CPI ve 3Q 2021 (v %)



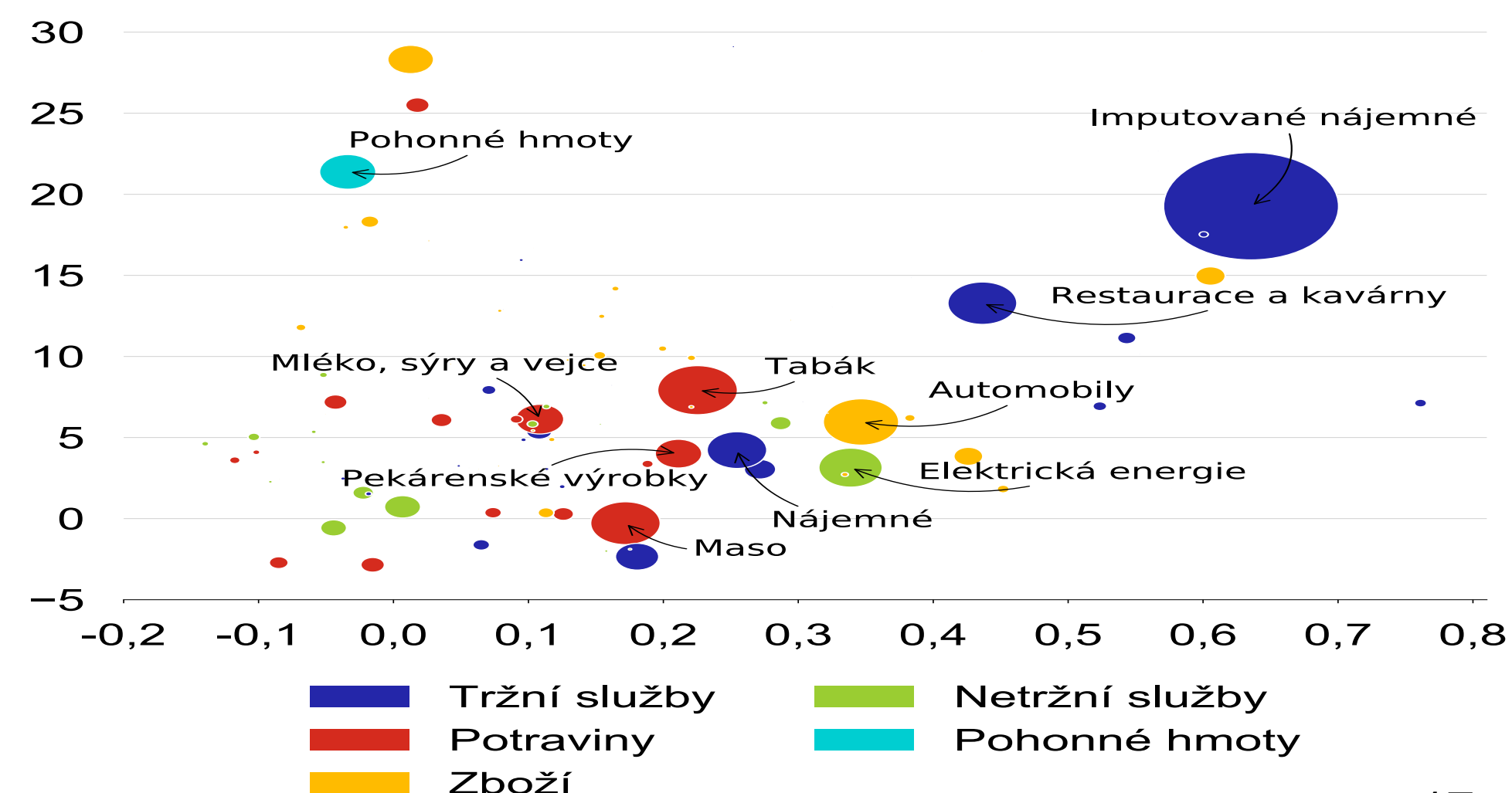
Celková a supercyklická inflace (mzč. v %, anual.)



Vedle zahraničních nákladů přispívá k rychlému růstu cen také **silně proinflační domácí prostředí**.

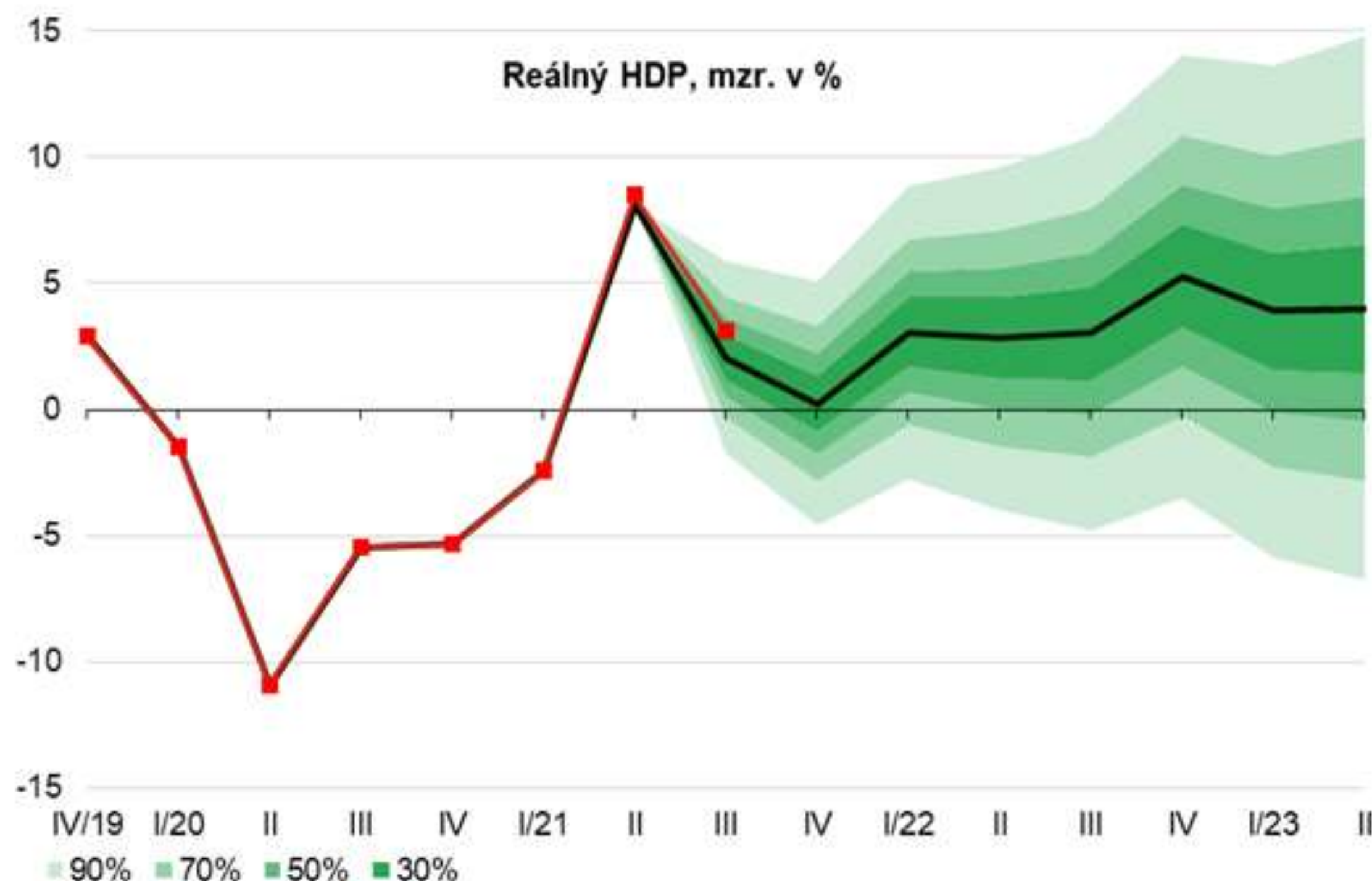
Nejvíce rostou ceny korelované s napětím na trhu práce, zejména ceny služeb, takže „supercyklická“ inflace je **vyšší než celková inflace**.

Vztah růstu cen ve 3.Q 2021 a napětí na trhu práce (měřeno indikátorem LUCI)



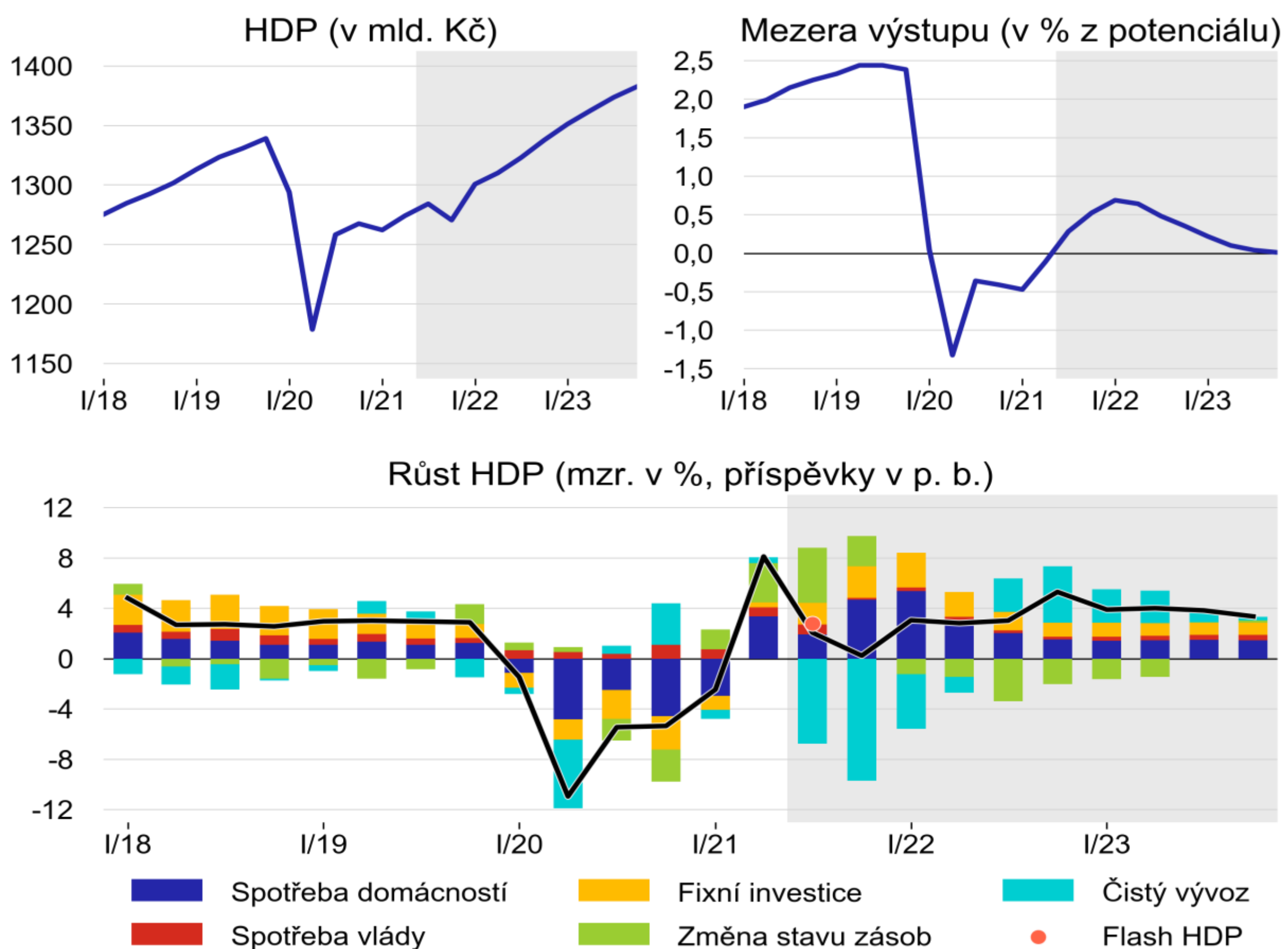
osa x: korelace s LUCI, osa y: anualizovaný mezičtvrtletní růst cen v % ve třetím čtvrtletí 2021, barva bubliny odpovídá zařazení do analytické skupiny, velikost bubliny odpovídá váze kategorie

Prognóza růstu reálného HDP



- Uvolnění protiepidemických opatření s sebou přineslo citelné **oživení domácí ekonomické aktivity tažené spotřebou** domácností, ke které přispívá mimo jiné také utrácení části nuceně vytvořených úspor z doby uzavírek (a v důsledku zrušení superhrubé mzdy).
- Ekonomická aktivita bude až do poloviny příštího roku **tlumena** přetrvávajícími **problémy v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích**, naopak protiepidemická opatření nebudou mít významné ekonomické dopady.
- Růst reálného HDP** dosáhne v letošním roce 1,9 %. V příštím roce pak růst zrychlí na 3,5 % a podobného tempa dosáhne i v roce 2023.
- Ve 3Q 2021 byl růst HDP o 1 p. b. vyšší vůči prognóze** (3,1 % oproti 2,1 %).

Struktura reálného růstu HDP



Ekonomika se začíná pohybovat nad svým potenciálem, neboť její zpomalení je dáno **poruchami na nabídkové straně**. **Kladná mezera výstupu** se bude v příštím roce postupně uzavírat.

Růst HDP bude tažen zejména spotřebou domácností a investicemi.

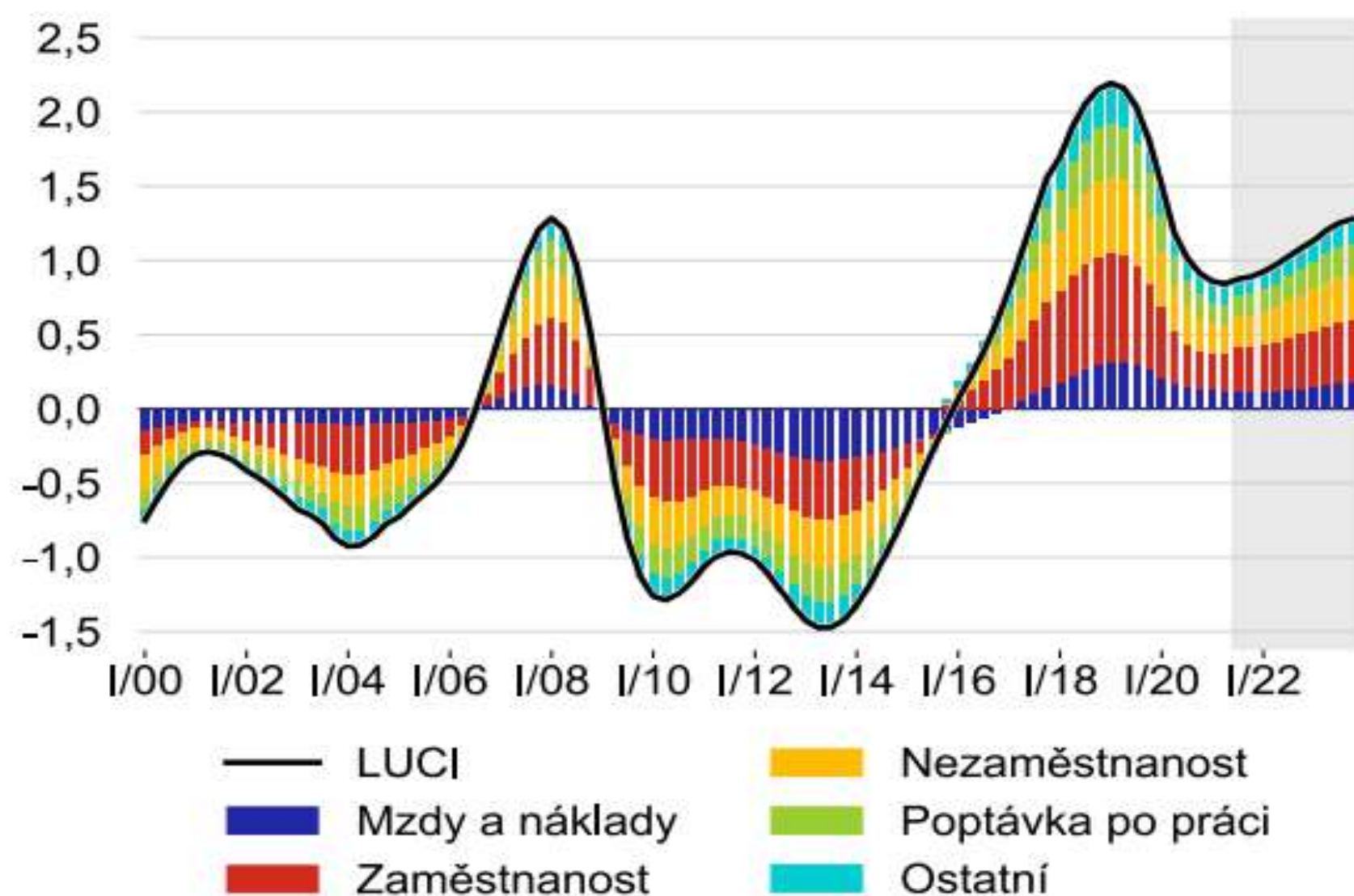
- Spotřeba domácností bude podpořena opětovným zlepšováním situace na trhu práce a také rozpouštěním části pandemií vynucených úspor.
- Celková investiční aktivita bude odrážet oživující zahraniční poptávku a sílící napětí na trhu práce.

Odstávky v průmyslu (zejména automobilovém), nedostatek součástek a nárůst zásob z titulu nedokončené výroby se projeví dočasným **poklesem vývozu**.

Trh práce

LUCI – souhrnný indikátor trhu práce

index, směrodatné odchytky

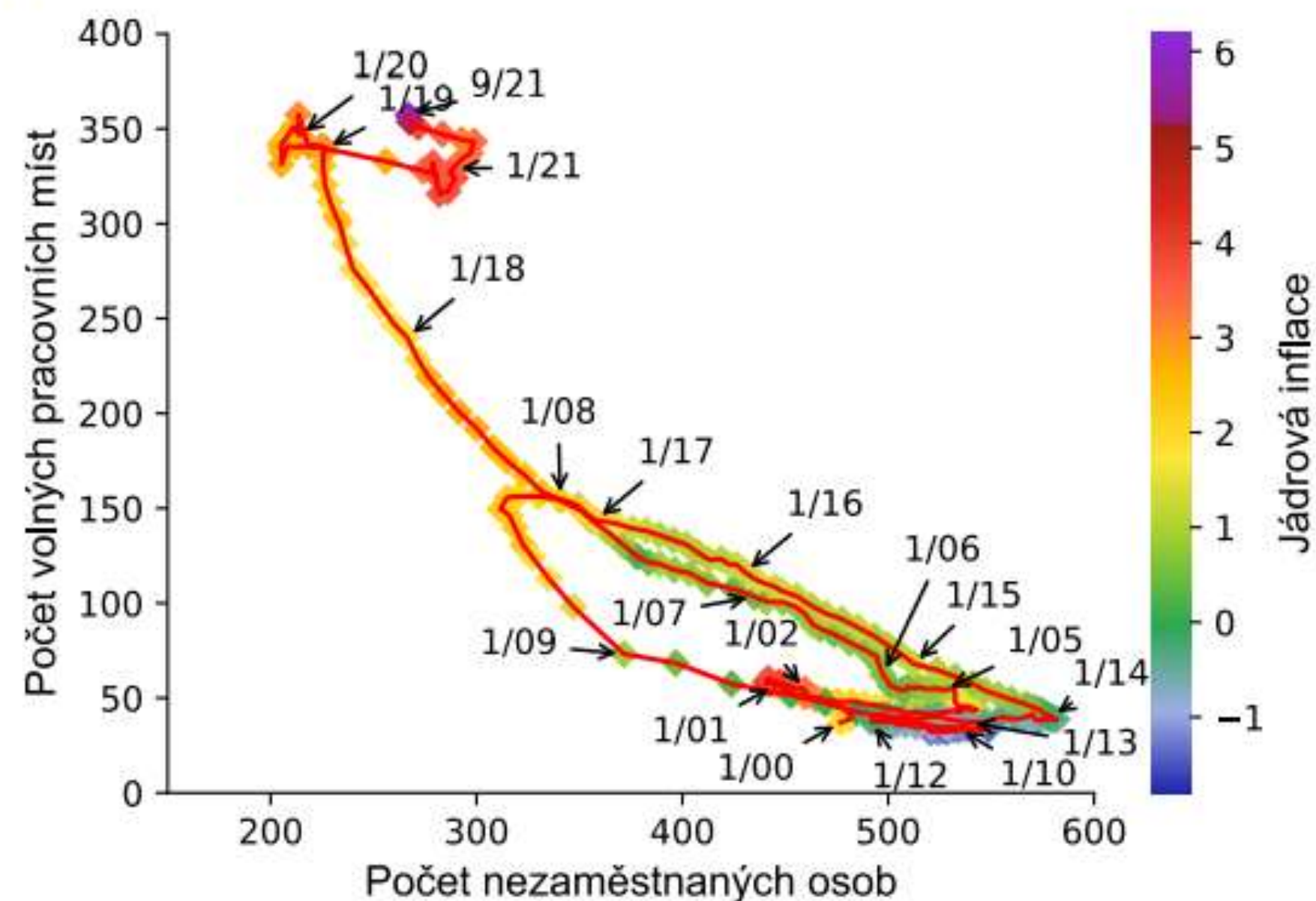


Kladné hodnoty znamenají, že trh práce je nad svou dlouhodobě rovnovážnou úrovní. Záporné hodnoty označují opačnou situaci.

Pohledem souhrnného indikátoru **LUCI** zůstává **trh práce nadále napjatý**, jeho přehřívání bude opět narůstat.

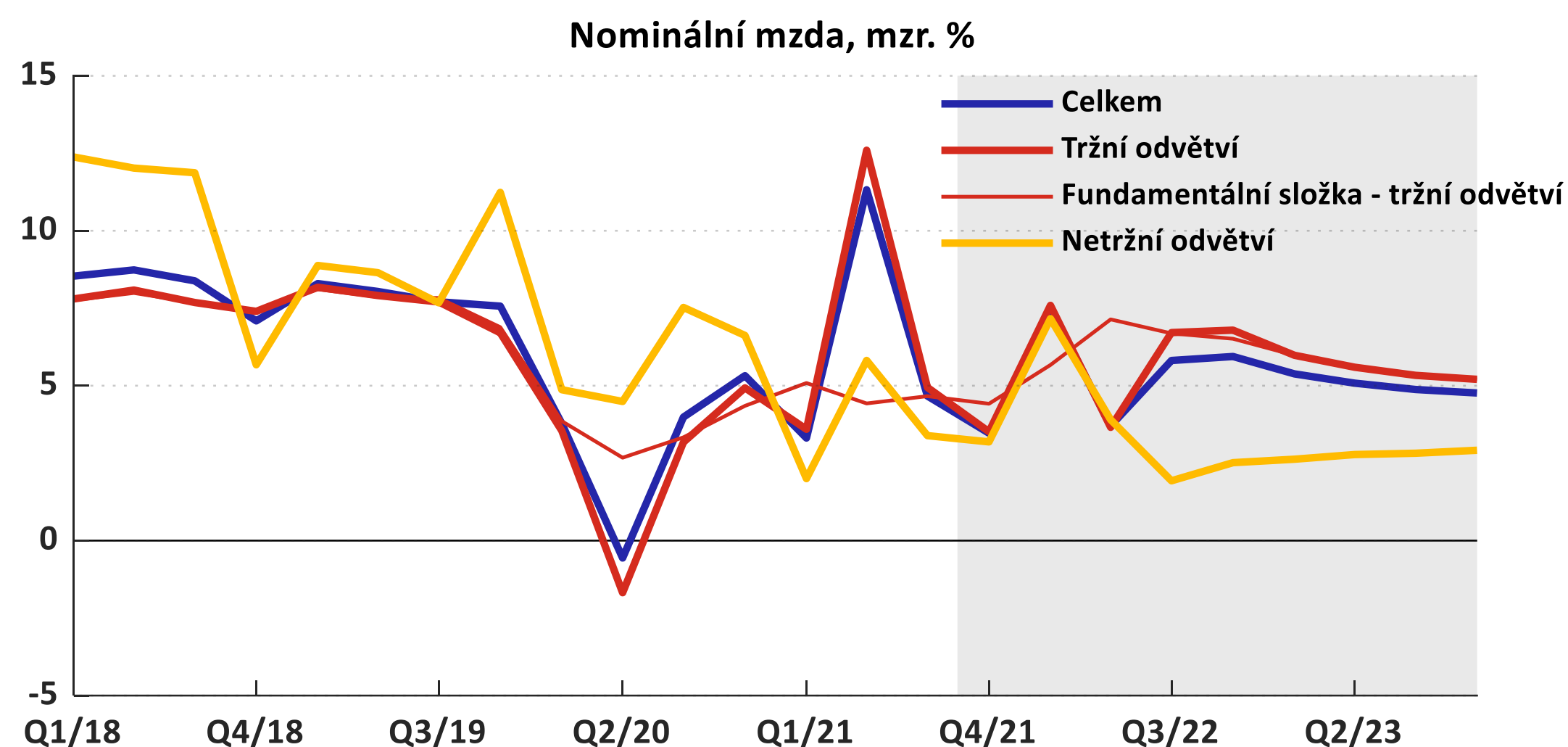
Beveridgeova křivka

počty v tisících, sezonně očištěno, u jádrové inflace meziroční změny v %



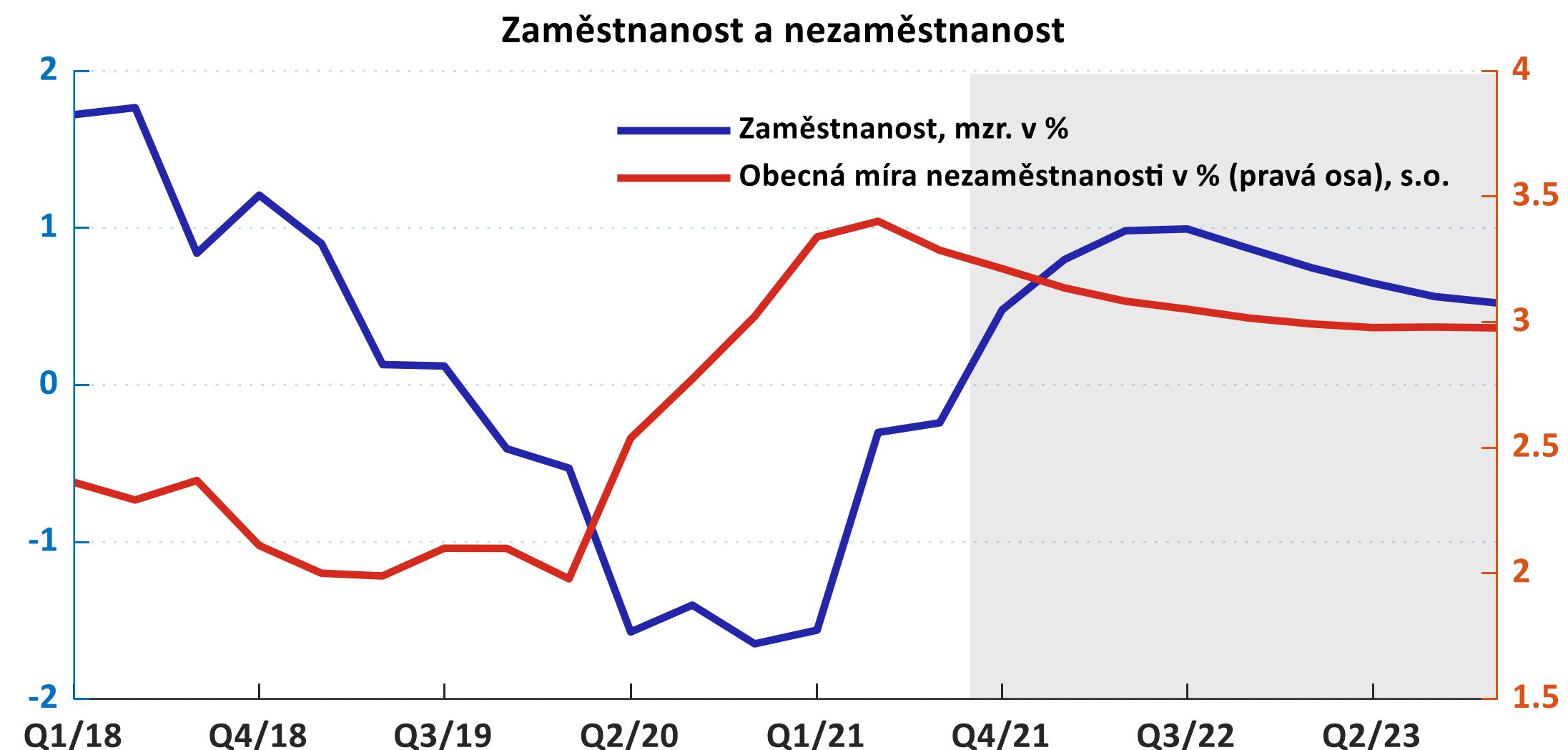
Pandemie a protiepidemická opatření **nevedla k významnému zchlazení trhu práce**, který tak působí i nadále **proinflačně**.

Trh práce – mzdy a nezaměstnanost



Poptávky po práci zrychlí dynamiku (fundamentálních) **tržních mezd**, které porostou i díky dalšímu nárůstu minimální mzdy od ledna 2022 a částečnému průsaku vysoké inflace do mzdového růstu.

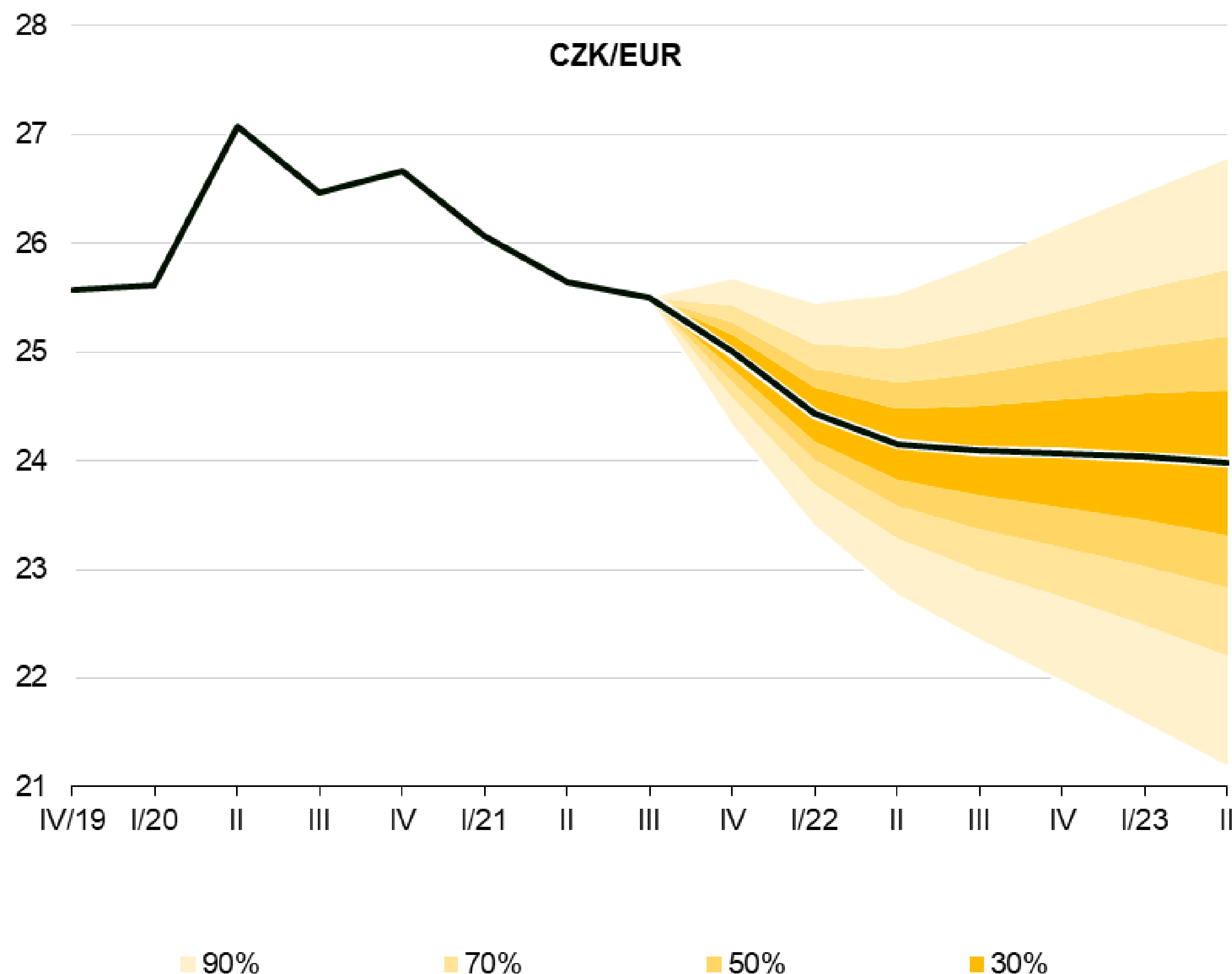
Ve 3.Q 2021 byl růst tržních mezd zhruba o 1 p. b. vyšší oproti prognóze.



Pokles **zaměstnanosti** koncem letošního roku odezní, počet lidí bez práce se dále mírně sníží.

Další snižování obecné **míry nezaměstnanosti** bude až do poloviny roku 2022 spíše nevýrazné, a to zejména v návaznosti na útlum v průmyslu.

Prognóza kurzu koruny



Posilování koruny bude odrážet zejména rychle se rozšiřující **úrokový diferenciál** vůči eurozóně.

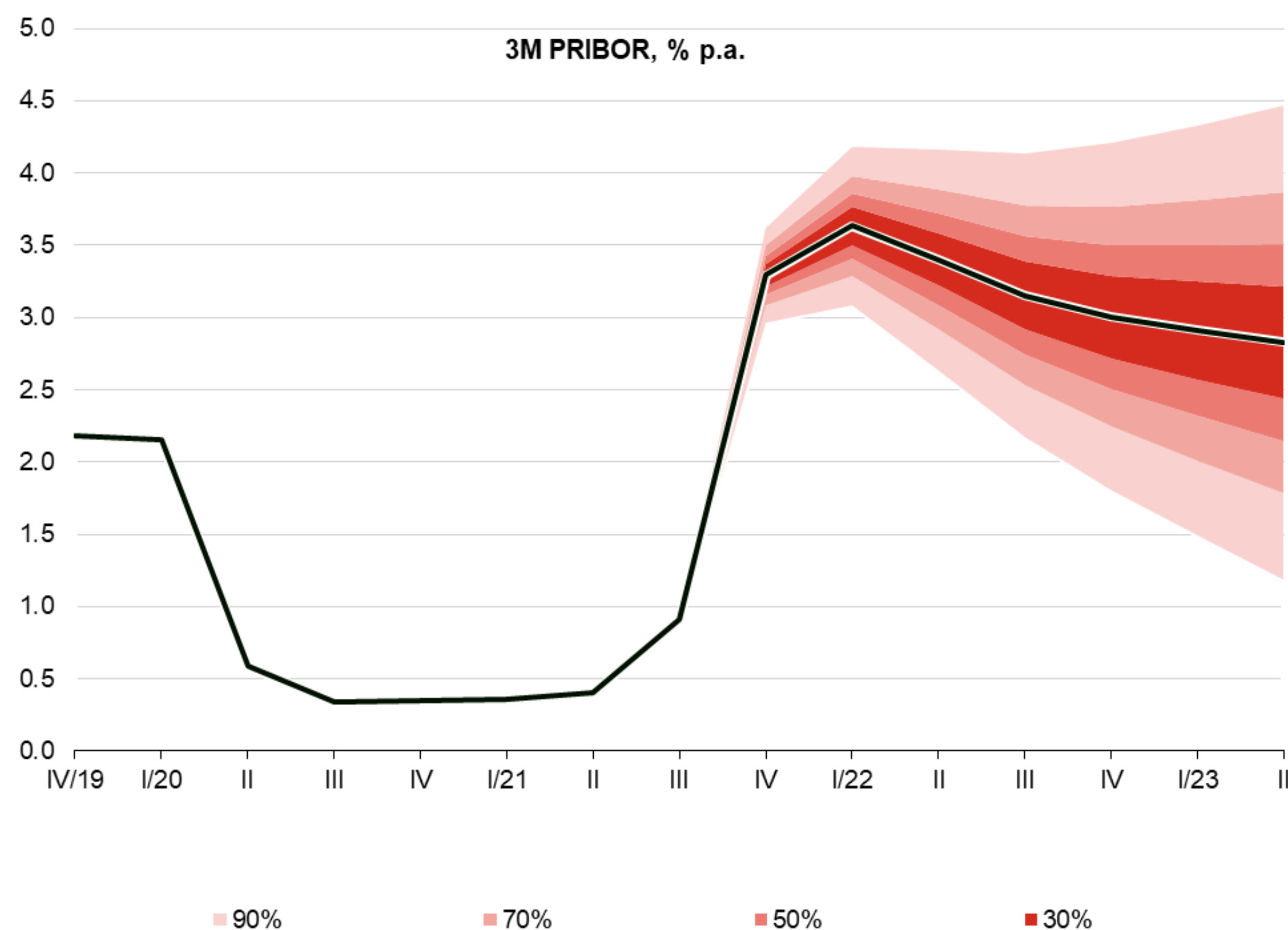
V příštím roce se do dalšího pozvolného posilování kurzu bude promítat **obnovení růstu vývozu**.

- V něm se projeví odeznění předchozího zakolísání domácího průmyslu i kompletace a vývoz dříve nedokončené výroby.
- Naopak proti posilování koruny bude působit **pozvolné zpřísňování měnové politiky ECB**.

V roce 2023 se bude **kurz koruny** pohybovat poblíž hladiny 24 korun za euro.

Kurz je prozatím vůči prognóze **slabší** (proinflační riziko).

Prognóza úrokových sazeb



S prognózou je konzistentní strmý nárůst tržních úrokových sazeb v závěru letošního a začátkem příštího roku.

Měnová politika reaguje na mimořádně **silné cenové tlaky z domácí ekonomiky i ze zahraničí.**

Pokračující razantní zvyšování úrokových sazeb omezuje průsak uvedených tlaků do cenového vývoje v delším horizontu a upevňuje důvěru v **dlouhodobou cenovou stabilitu.**

Bankovní rada je připravena pokračovat ve zvyšování úrokových sazeb v souladu s podzimní prognózou.

Rizika prognózy

Bankovní rada vyhodnotila nejistoty a rizika nové prognózy jako výrazné, ale v souhrnu nezpochybňující její vyznění.

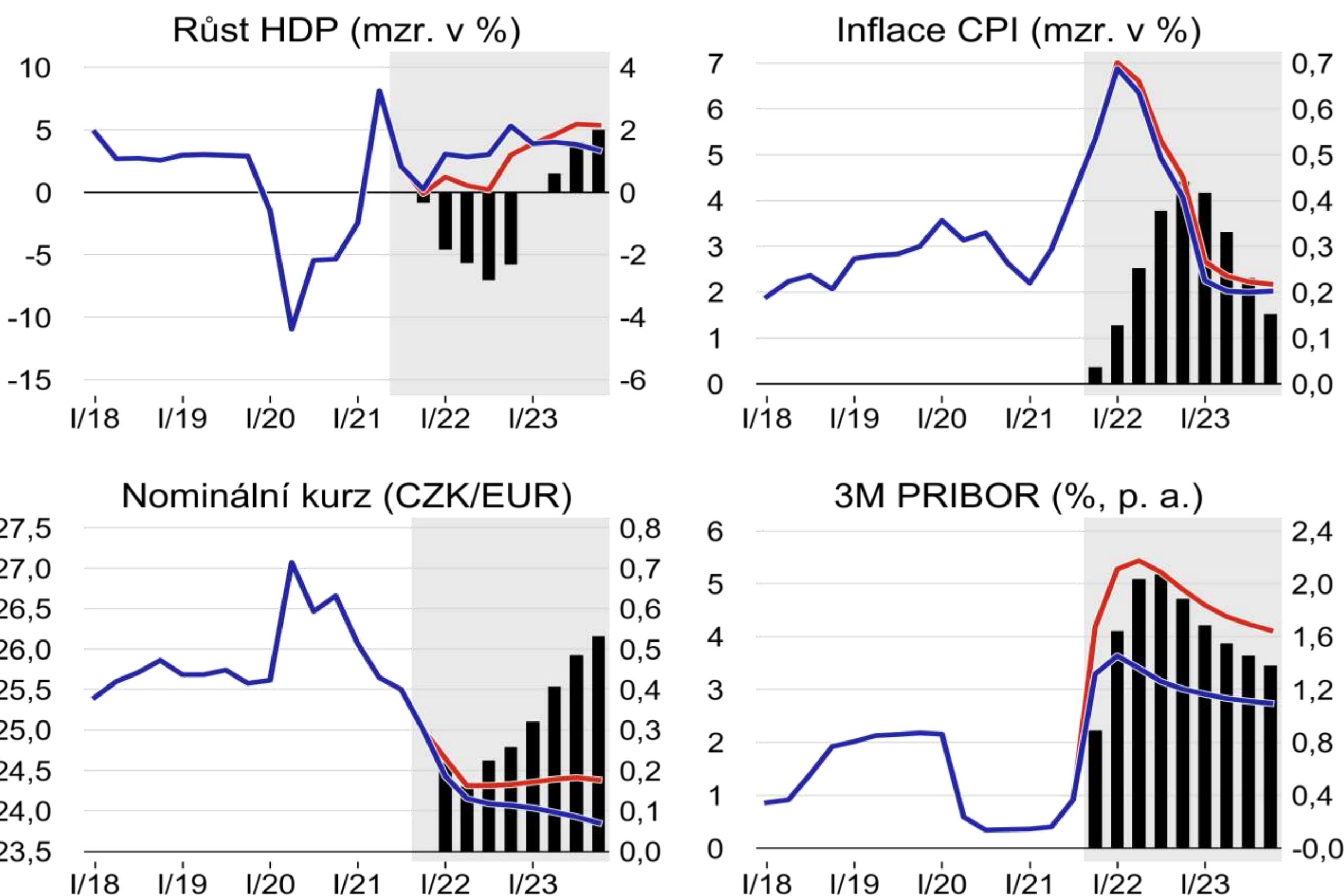
Proinflační rizika

- Delší trvání poruch globálních výrobních a dodavatelských řetězců
- Slabší kurz koruny
- Zvýšená inflační očekávání
- Výraznější než předpokládané zdražení energií a imputovaného nájemného

Protiinflační rizika

- Výraznější konsolidace veřejných rozpočtů novou vládou

Scénář déletrvajících poruch v globálních výrobních řetězcích



— Základní scénář
— Scénář déletrvajících poruch dodavatelských řetězců
 Rozdíl (pravá osa)

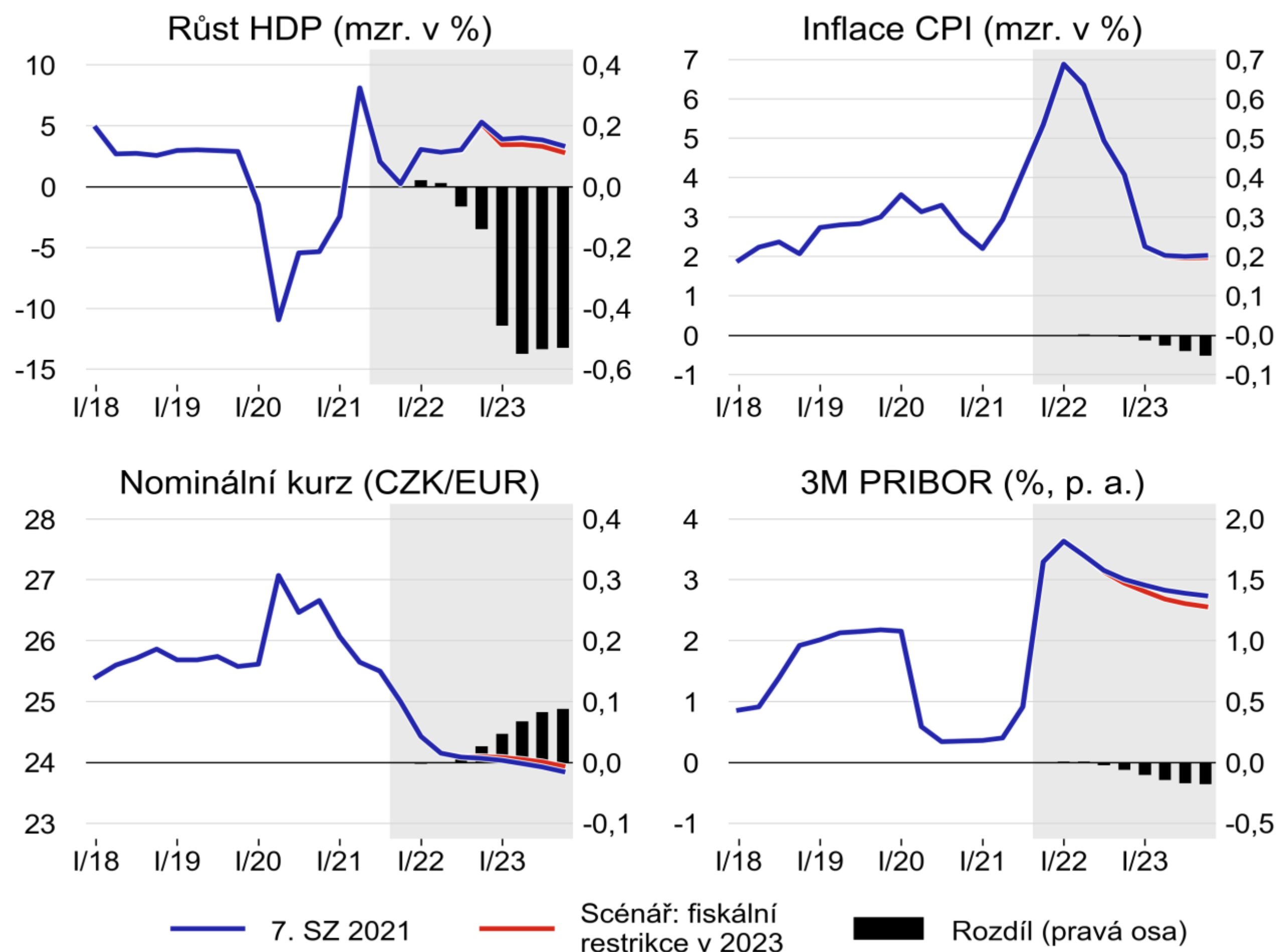
Domácí ekonomika poroste pomaleji než v základním scénáři. Vývoz bude navíc zasažen více, než by odpovídalo snížené zahraniční ekonomické aktivitě, protože průmysl je v domácí ekonomice zastoupen více než v zahraničí.

Vyšší růst zahraničních cen výrobců se skrz vyšší dovozní jádrové ceny promítá do **silnějších inflačních tlaků**.

Nižší zahraniční poptávka po českém vývozu a utlumenější domácí průmyslová produkce navíc působí na **slabší kurz koruny**.

Vyšší inflační tlaky, méně uvolněná zahraniční měnová politika a slabší kurz koruny vůči euru vedou k **potřebě výraznějšího nárůstu sazeb** oproti prognóze.

Scénář fiskální restrikce v roce 2023



Scénář předpokládá **konsolidaci veřejných financí** v roce 2023 v rozsahu 1 % HDP, přičemž je uvažována hypotetická kombinace opatření na výdajové i příjmové straně vládního sektoru.

Celkově slabší **tuzemská poptávka** vyvolaná výraznější konsolidací státního rozpočtu vede k nižšímu růstu HDP oproti základnímu scénáři.

Nižší domácí poptávka se promítá do **utlumenějších inflačních tlaků**.

Centrální banka reaguje **uvolněnější měnovou politikou** oproti základnímu scénáři prognózy, ovšem až **na delším výhledu**. To se promítá v lehce slabším kurzu koruny.

Děkuji za pozornost

Tomáš Holub

člen bankovní rady ČNB

tomas.holub@cnb.cz

