
Ekonomický výhled a měnová politika ČNB

Petr Král, ředitel sekce měnové

**Setkání bankovní rady ČNB se zástupci podnikatelských
a zaměstnavatelských svazů**

Praha, 24. listopadu 2021



Obsah

1. Současná ekonomická situace

2. Aktuální prognóza ČNB (Zpráva o měnové politice – podzim 2021)

3. Shrnutí a poslední rozhodnutí bankovní rady



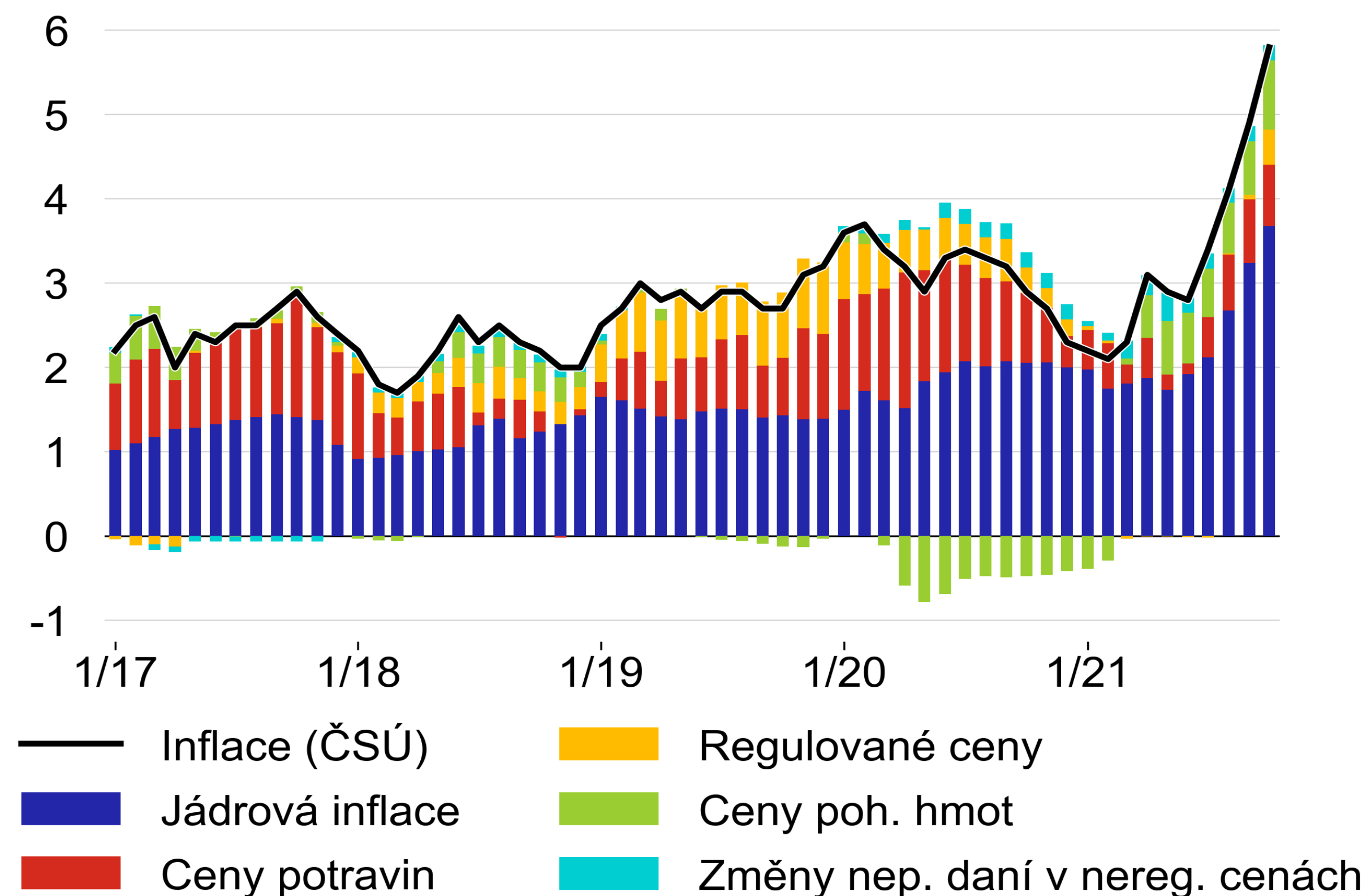
Struktura inflace

- **Říjnová inflace** (5,8 %) byla vysoko nad horní hranicí tolerančního pásma cíle.
- K **meziročnímu cenovému růstu** přispěla zejména **jádrová inflace**
 - imputované nájemné
 - vzednutí spotřebitelské poptávky po odbourání protiepidemických opatření
 - silný růst nákladů
 - snaha o kompenzaci ztráty příjmů z doby uzavírek ze strany obchodníků a poskytovatelů služeb.
- nadále výrazně rostly ceny pohonných hmot
- obnovila se kladná dynamika regulovaných cen (růst cen elektřiny a zemního plynu)
- přispívá i růst cen potravin.

24.11.2021

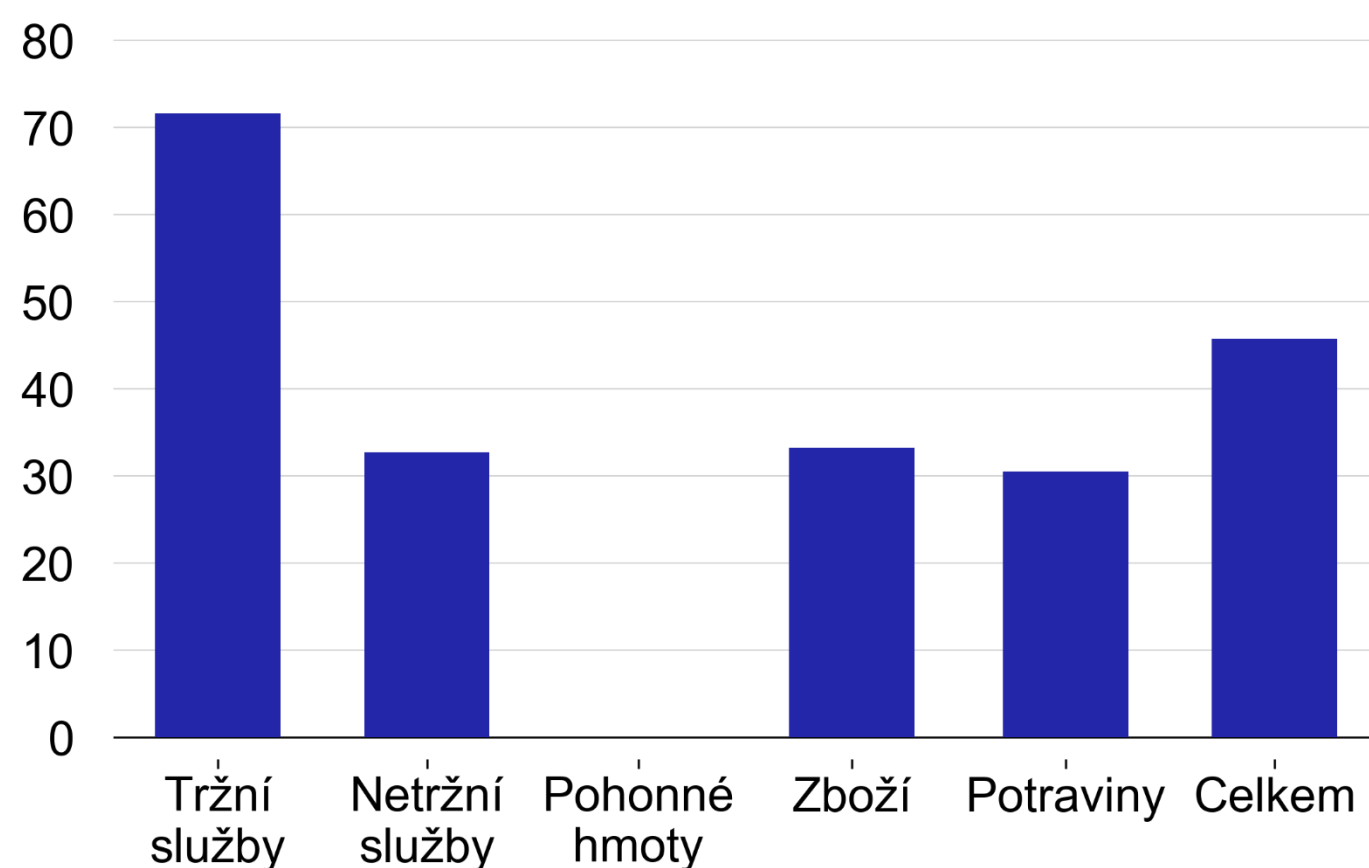
Struktura inflace

(mzr. změny v %, příspěvky v p. b.)

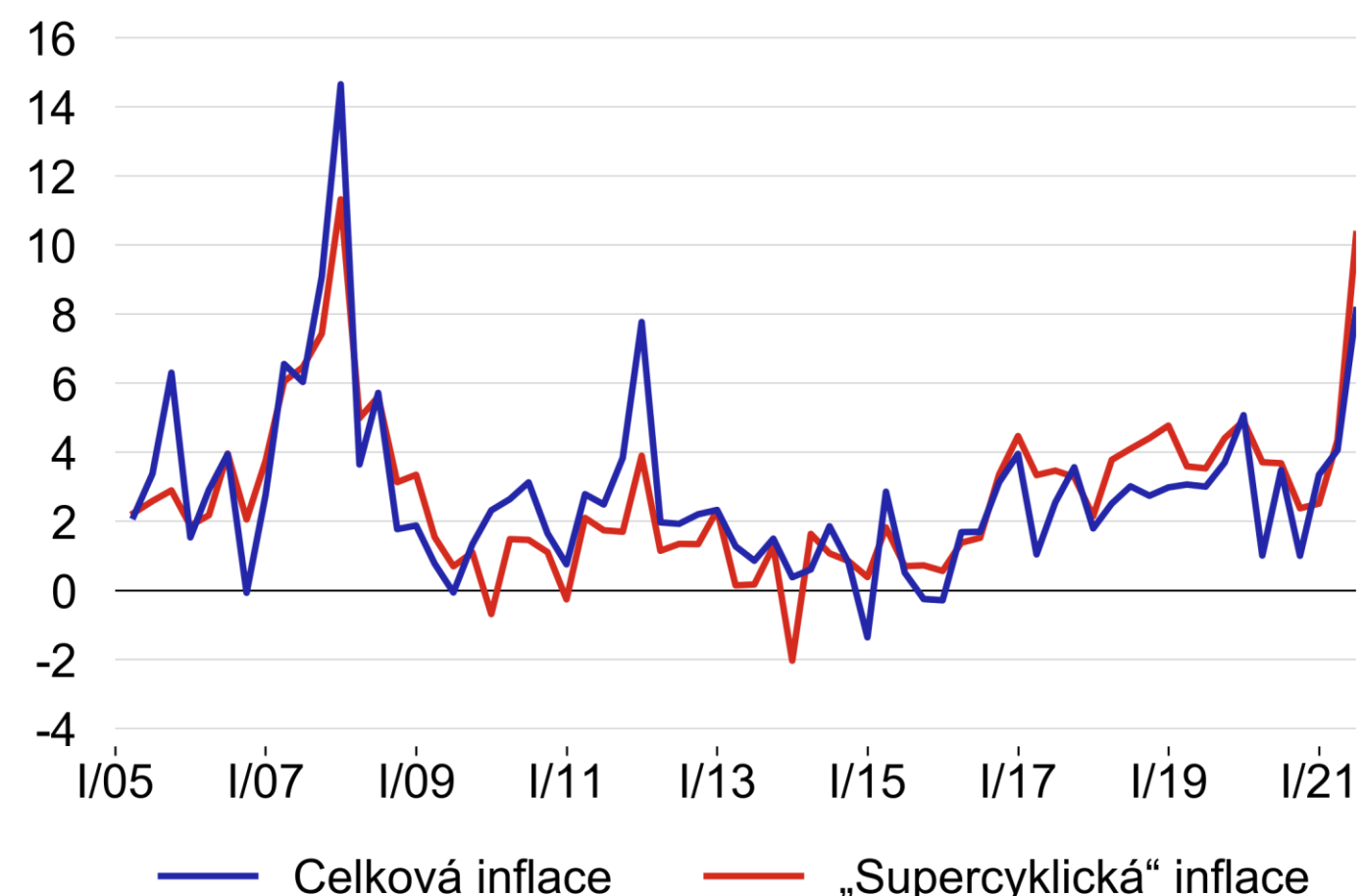


Domácí poptávkové tlaky

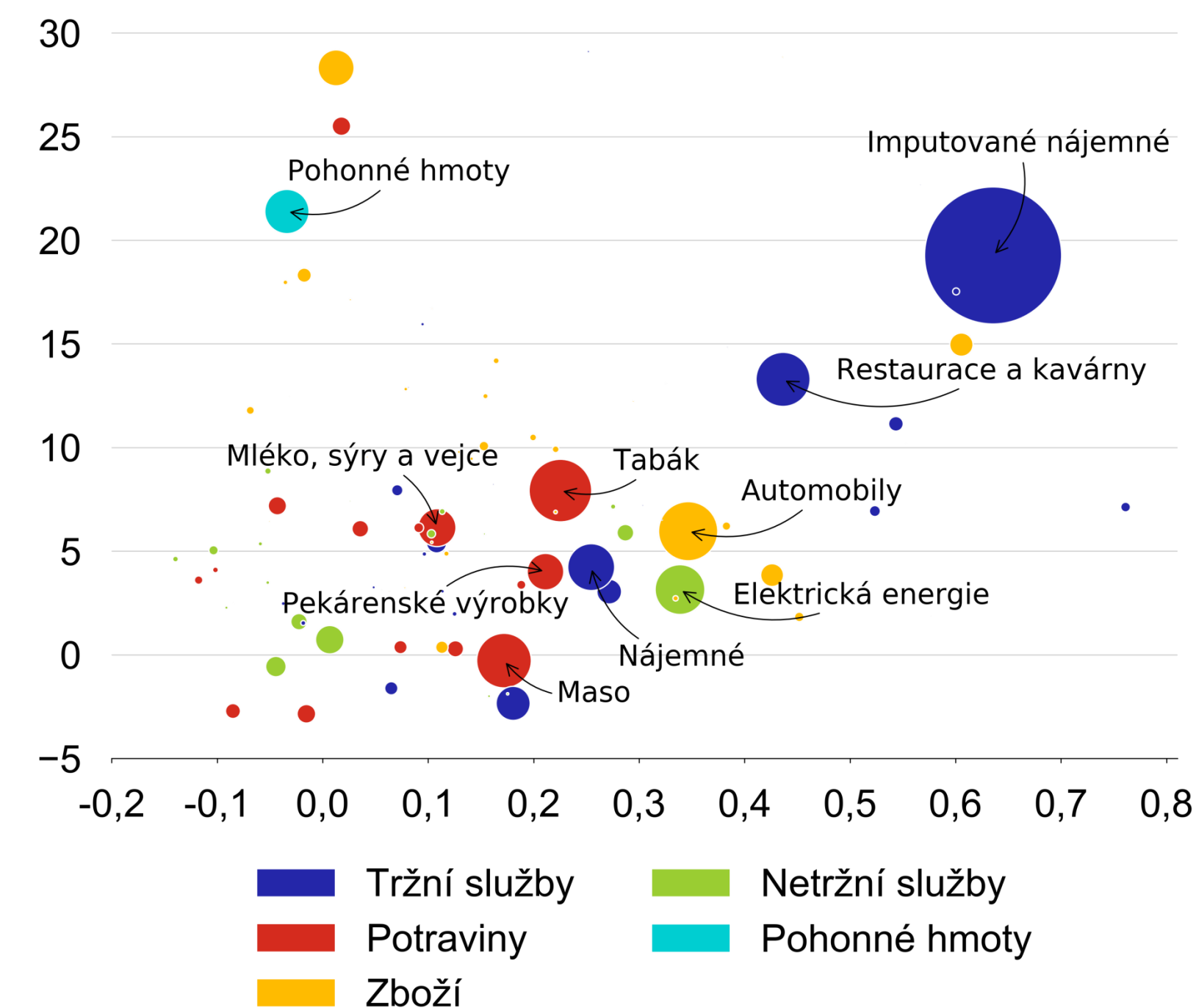
Odhadovaný podíl poptávkových tlaků na
mzč. růstu CPI ve 3Q 2021 (v %)



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



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



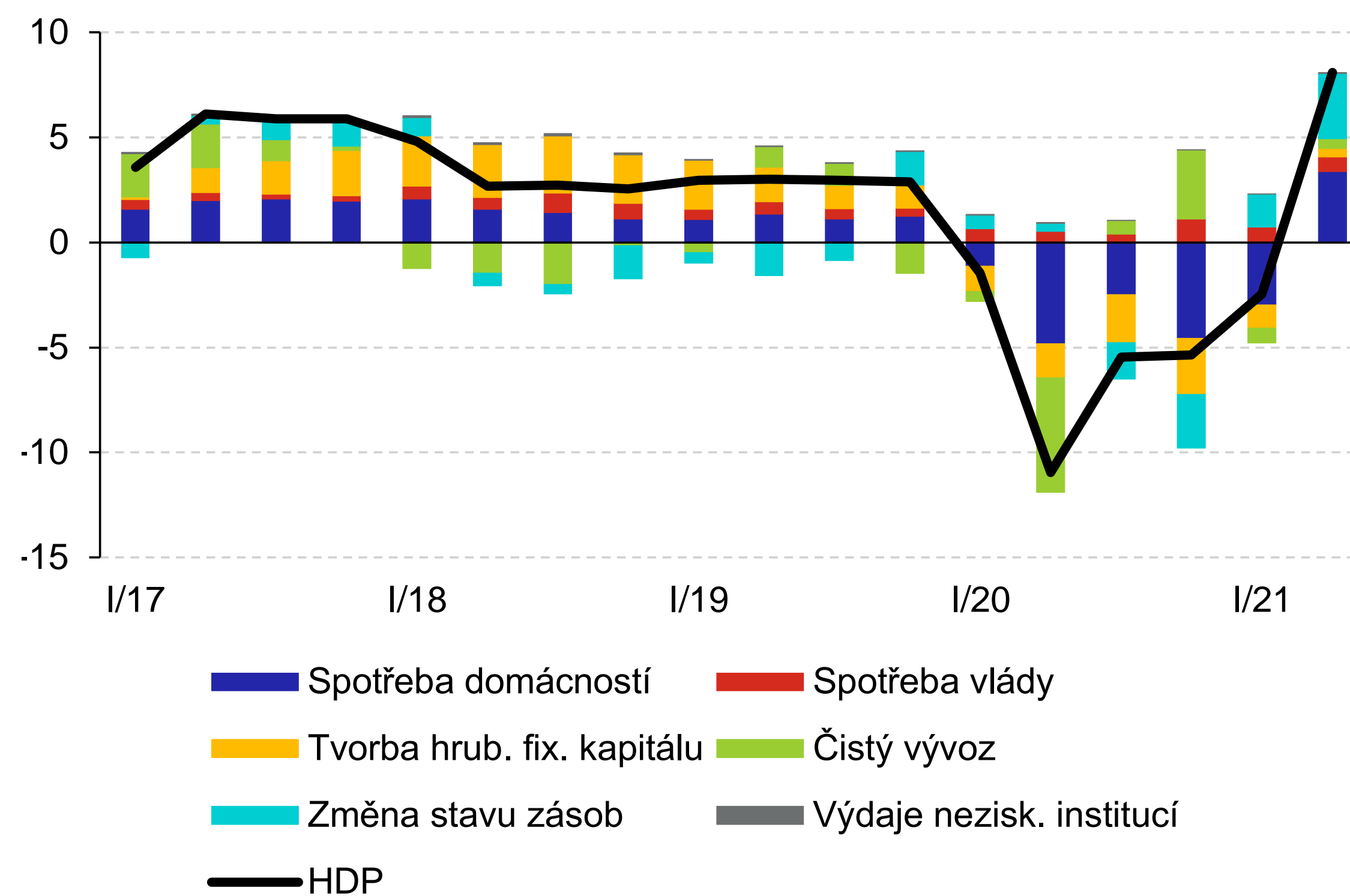
- Vedle zahraničních nákladů přispívá k rychlému růstu cen také **silně proinflační domácí prostředí**.
- Nejvíce rostou ceny korelované s napětím na trhu práce, zejména **ceny služeb**, takže „supercyklická“ inflace je vyšší než celková inflace.

Reálná ekonomika

- Česká ekonomika v létě pokračovala v zotavování započatém na jaře.
- **Meziroční růst HDP** ve druhém čtvrtletí 2021 dosáhl 8,1 %. Vliv:
 - spotřeby domácností
 - změny stavu zásob.
- Podle předběžného odhadu ČSÚ vzrostl **HDP ve třetím čtvrtletí** o 2,8 %:
 - výhradně vliv domácí poptávky (zejména výdajů na konečnou spotřebu domácností a tvorby hrubého kapitálu)
 - naopak pokles ve vývozu zboží.

Růst HDP a jeho struktura

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

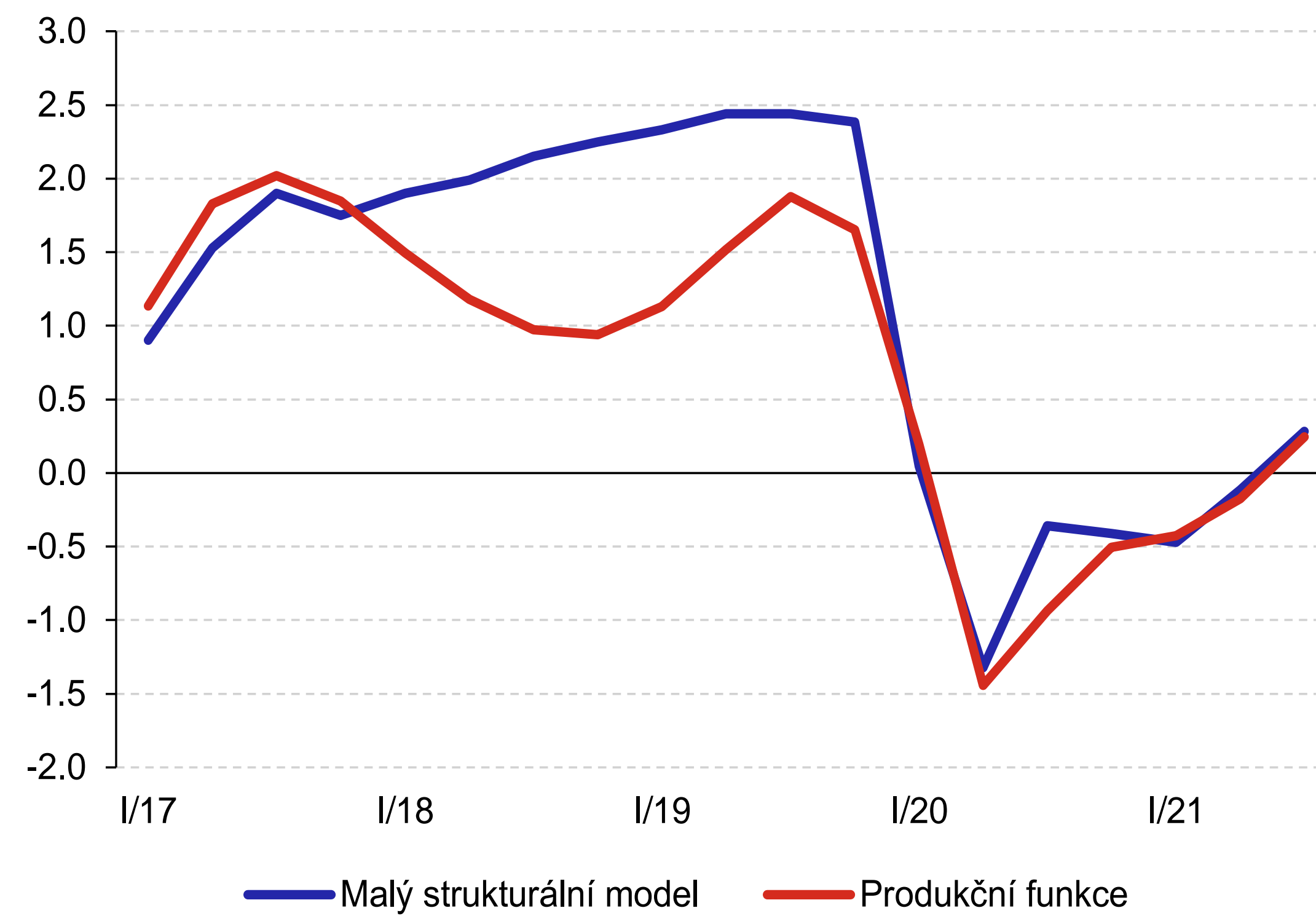


Reálná ekonomika

- Ekonomika se začíná dostávat **nad svůj potenciál**.
- Obnovující se **přehřívání ekonomiky** signalizují:
 - opětovně sílí napětí na trhu práce
 - robustní spotřebitelská poptávka
 - vysoký cenový růst.
- Ve směru **otevírání kladné mezery výstupu** budou působit:
 - silné domácí poptávkové tlaky
 - nabídková omezení.

Mezera výstupu

(v % z potenciálního produktu)

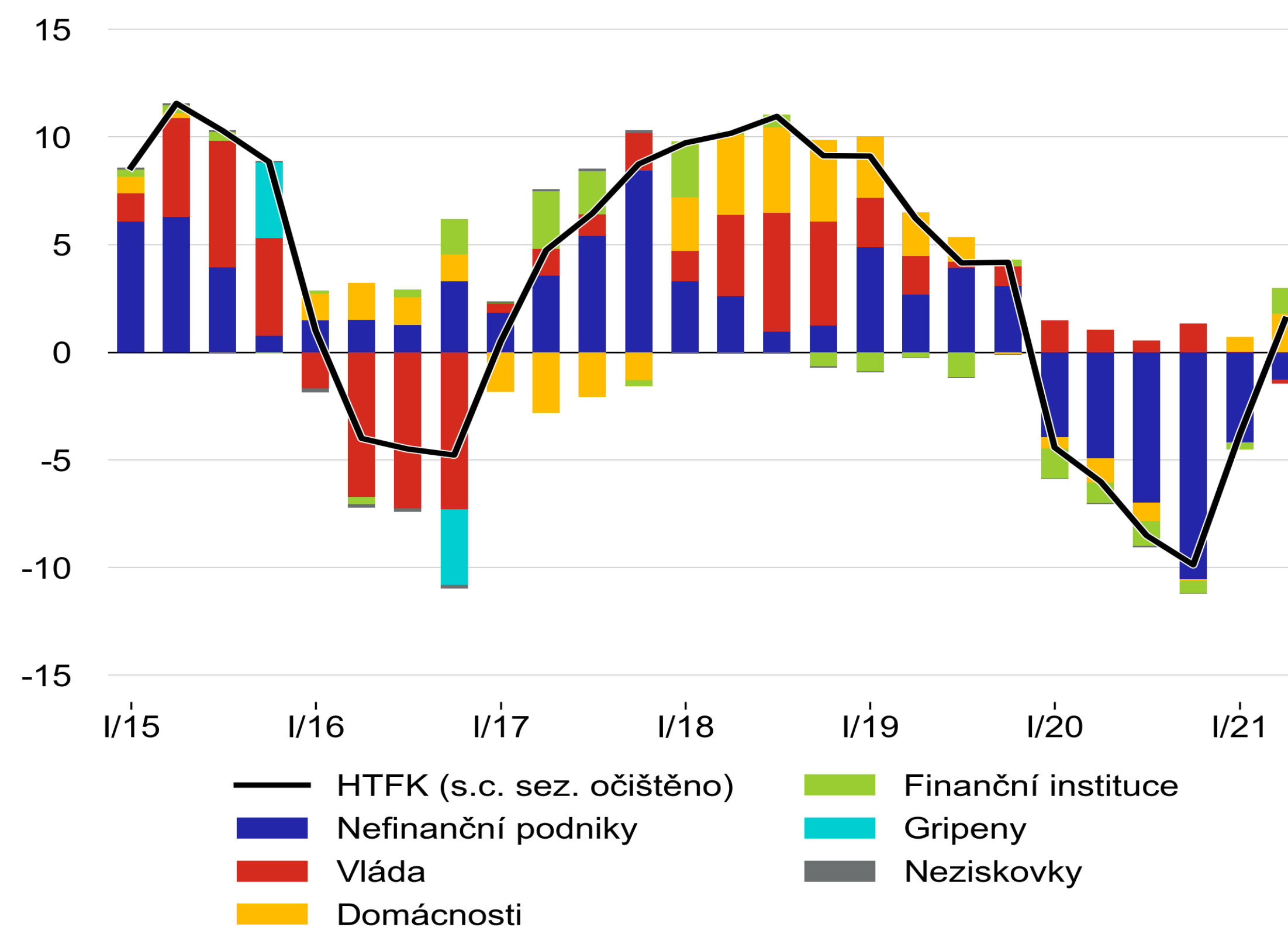


Investice

- Citelný útlum investic v průběhu loňského roku byl ovlivněn zejména výpadkem firemních investic (důsledek pandemie a porušených dodavatelsko-odběratelských řetězců).
- Kvůli tomu se letos značně zvýšil příspěvek růstu zásob.
- Naopak kladný příspěvek investic vlády.
- V průběhu tohoto roku se:
 - zmírňoval propad firemních investic
 - zvýšil příspěvek investic domácností a finančních institucí.

Investice podle sektorů

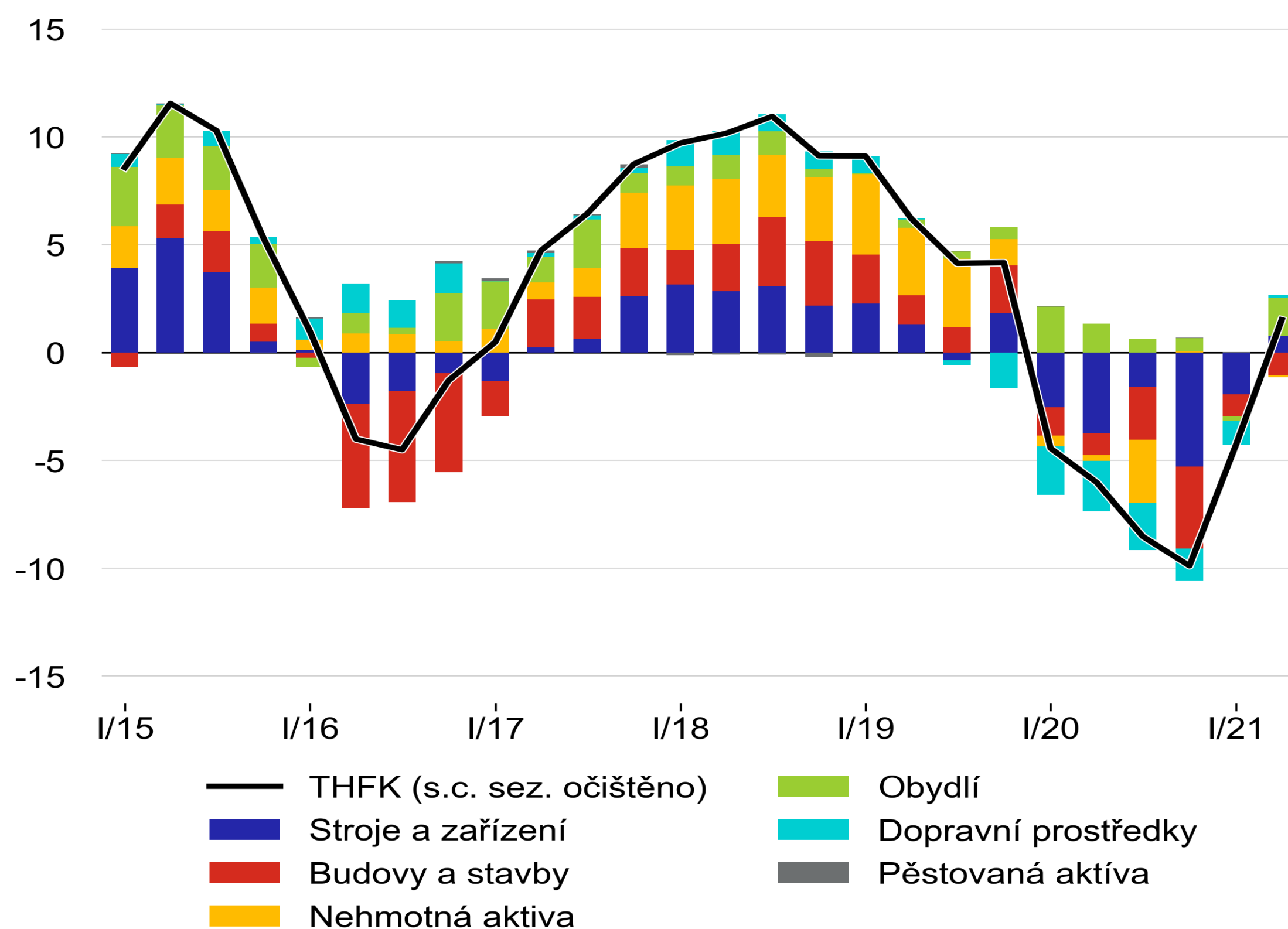
(mzr. v %, příspěvky v p. b., s. c., sez. očištěno)



Věcná struktura investic

- Pohled do věcné struktury tvorby fixního kapitálu ukazuje
 - Kladný příspěvek investic do obydlí
 - Postupné odeznívání propadu většiny ostatních složek v průběhu letošního roku.

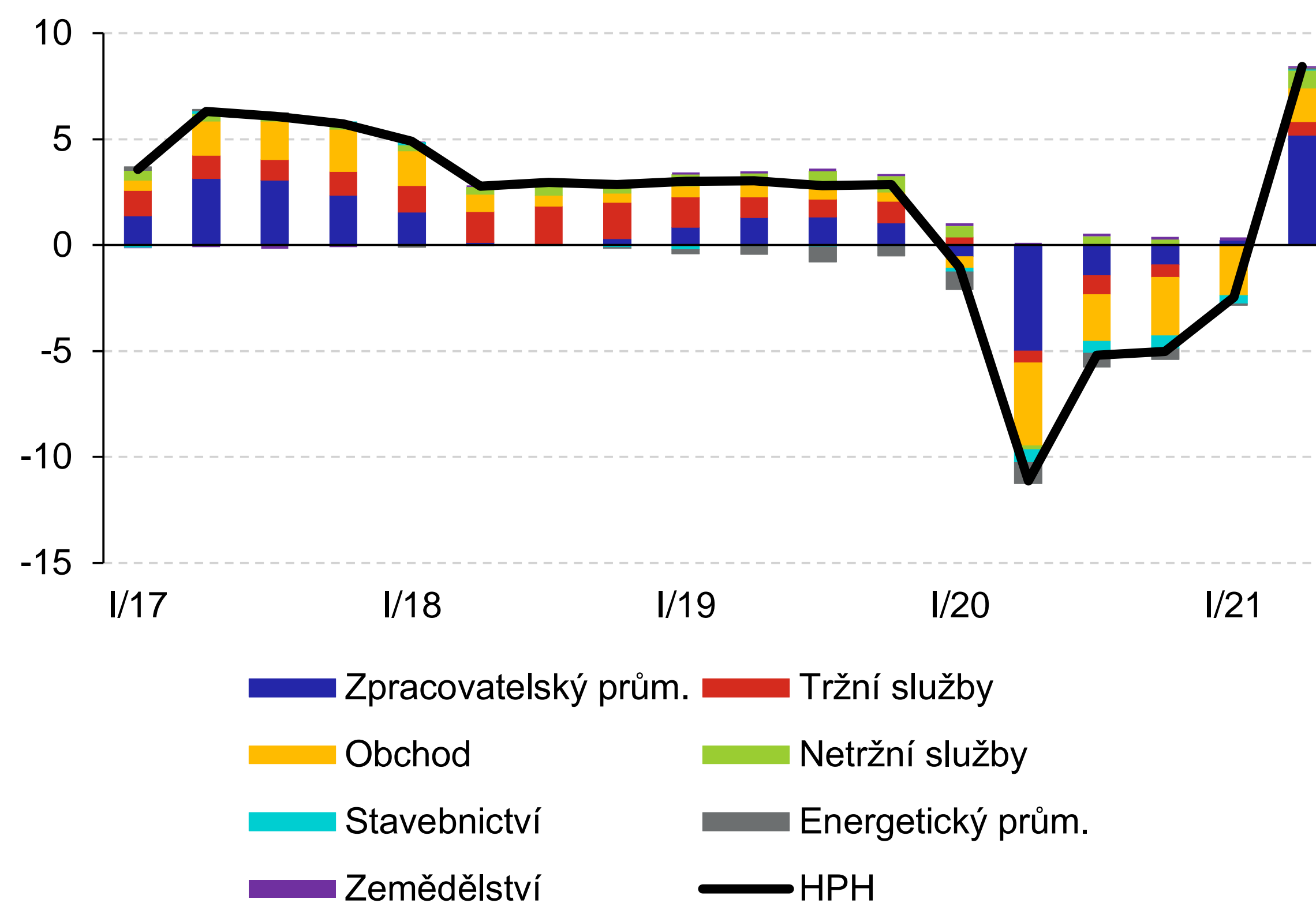
Investice podle věcného členění
 (mzr. v %, příspěvky v p. b., s. c., sez. neočištěno)



Produkční strana ekonomiky

- Propad **hrubé přidané hodnoty** z první poloviny minulého roku se ve zbytku loňského roku postupně snižoval
- Ve druhém čtvrtletí letošního roku již **hrubá přidaná hodnota** opět rostla (dominantní vliv zpracovatelského průmyslu a obchodu).

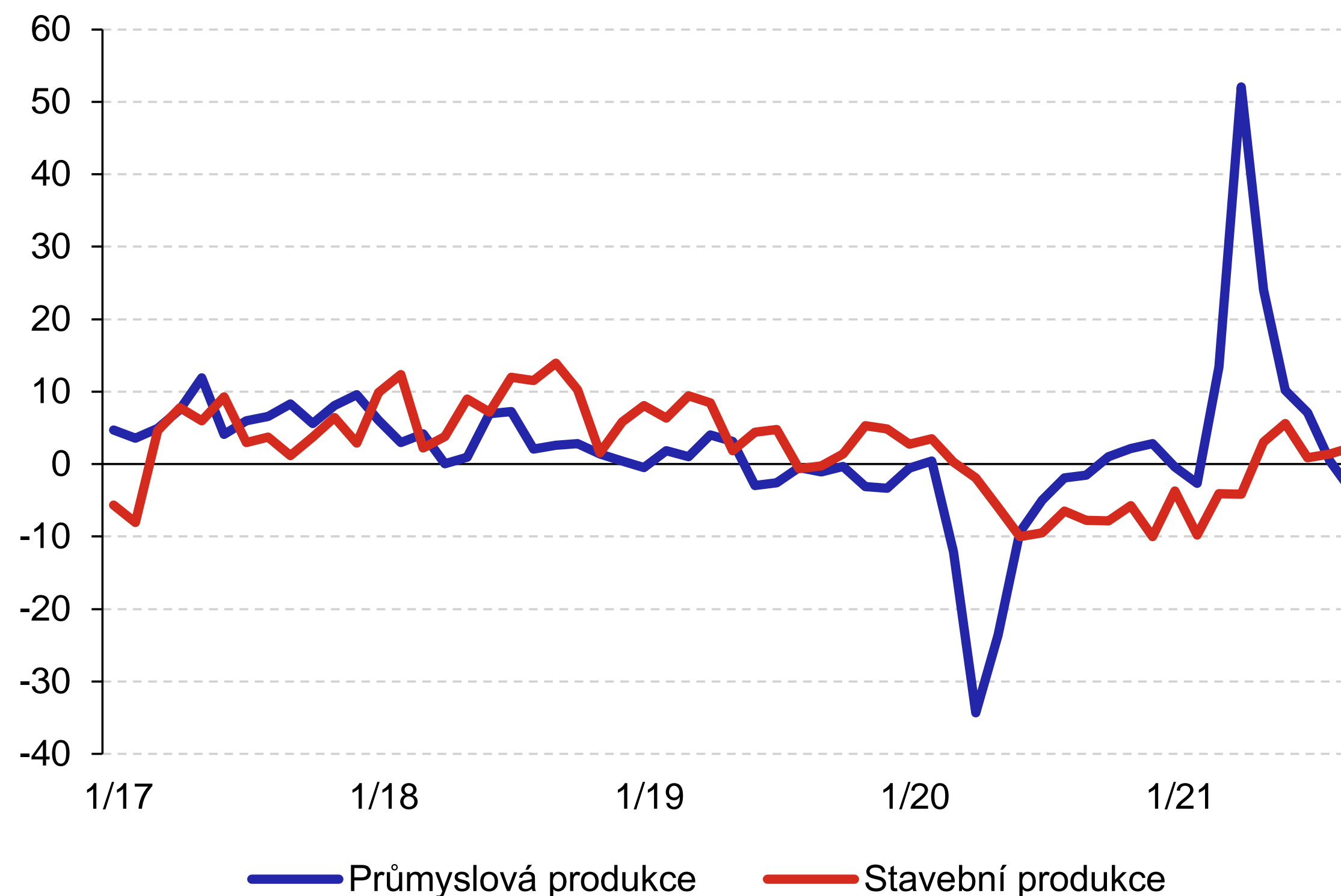
Podíly odvětví na růstu HPH
 (mzr. v %, příspěvky v p. b., b. c., sez. neočištěno)



Produkční strana ekonomiky

- **Průmyslová produkce** v září meziročně poklesla o 3,7 %.
 - zejména vliv negativního vývoje ve zpracovatelském průmyslu (v jeho rámci hlavně omezení výroby aut a jejich dílů, což se ještě dále prohloubilo během října).
 - z části tlumeno růstem produkce v odvětví těžby a dobývání a v energetickém průmyslu.
- **Stavební produkce** v září meziročně vzrostla o 2,3 %:
 - zejména vliv odvětví pozemního stavitelství
 - meziroční dynamika v odvětví inženýrského stavitelství naopak překmitla do záporných hodnot.

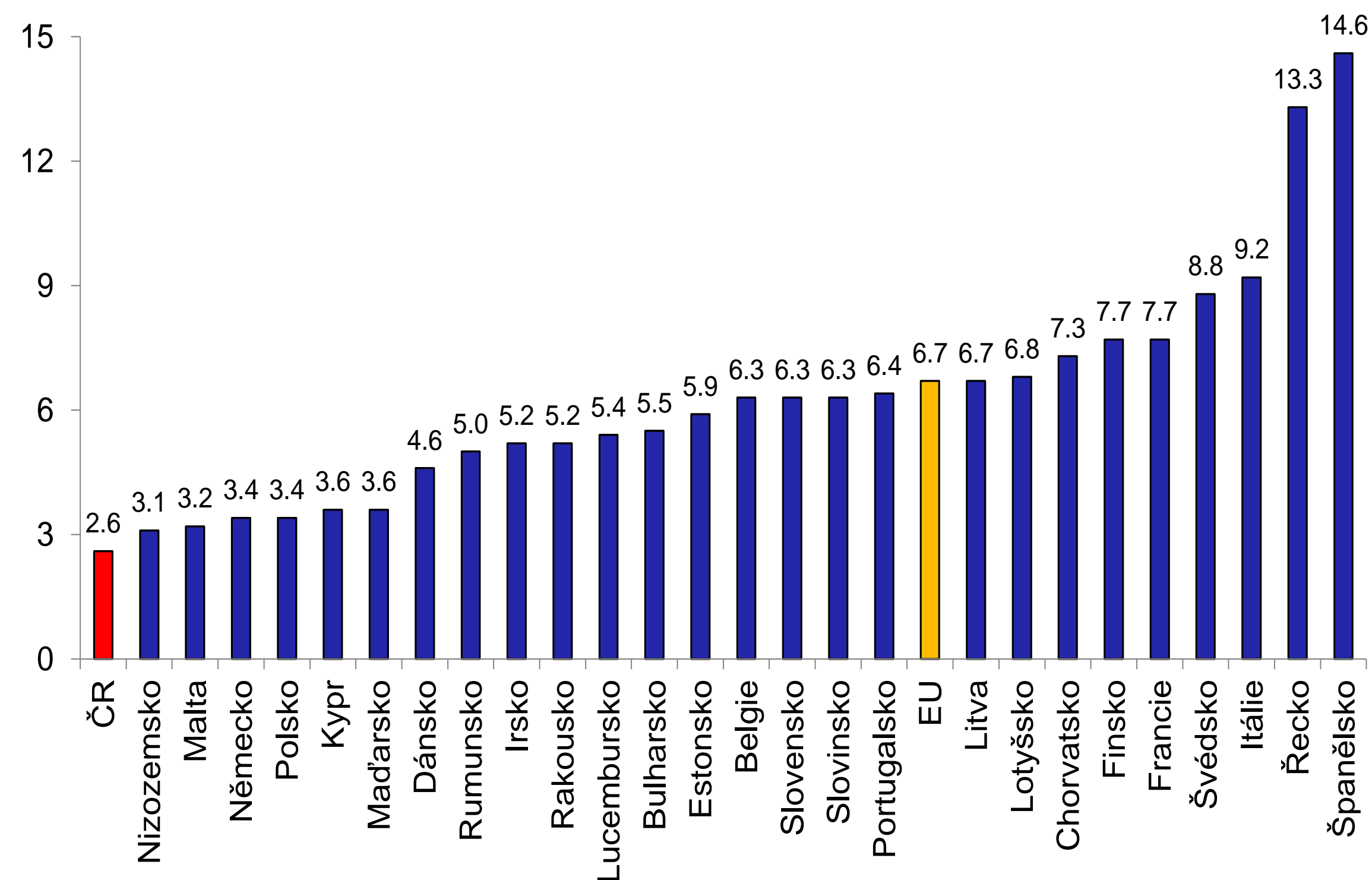
Průmyslová a stavební produkce (mzr. změny v %, sez. očištěno)



Trh práce

- **Obecná míra nezaměstnanosti v ČR je stále nejnižší v EU.**

Obecná míra nezaměstnanosti (v %, září 2021)

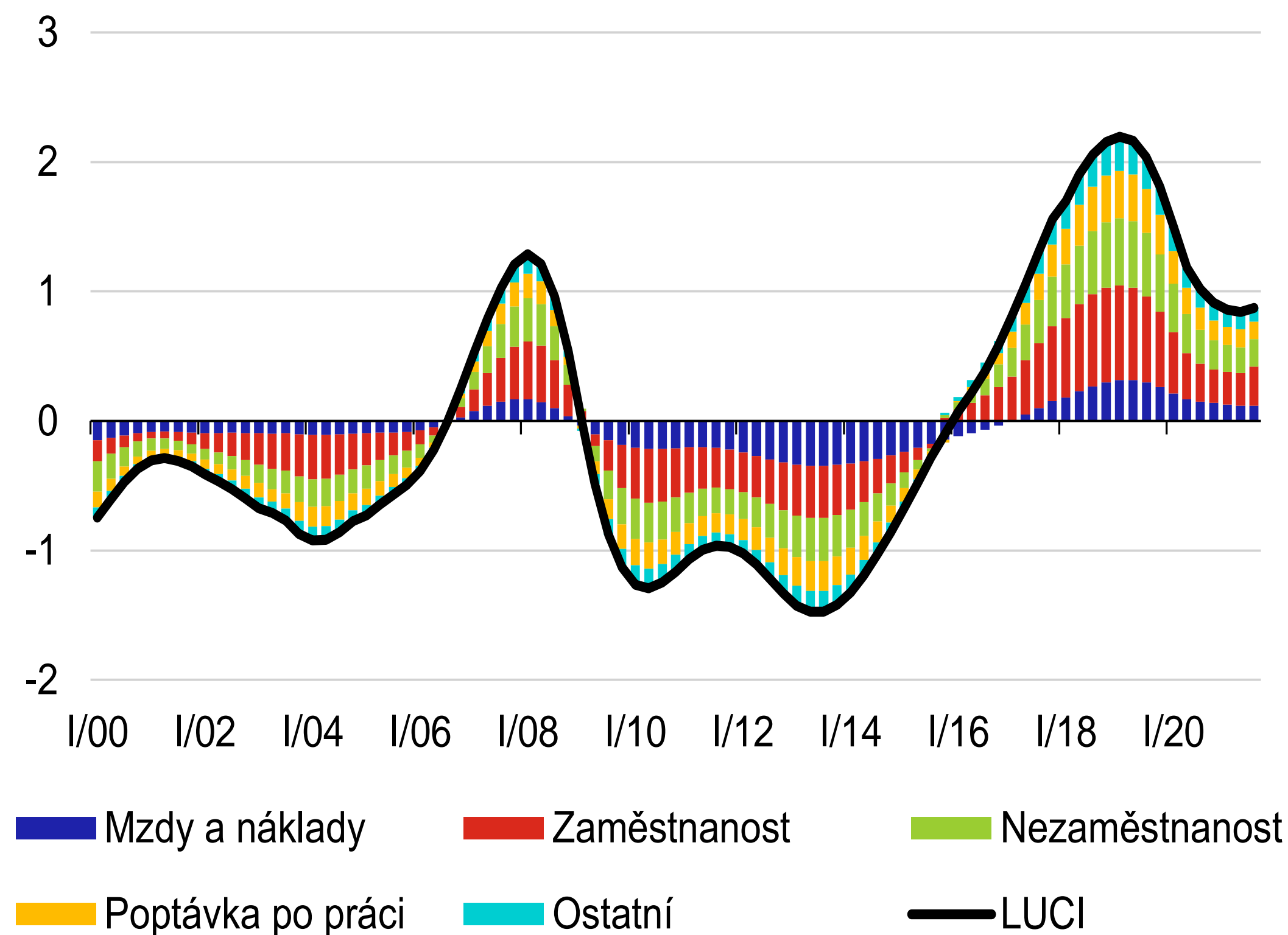


Trh práce

- Trh práce zůstává napjatý
 - došlo k částečnému zchlazení,
 - ale souhrnný indikátor napětí na trhu práce LUCI se stále nachází nad svou dlouhodobou rovnovážnou úrovní
 - a začíná se opět více přehřívat
 - potvrzují to všechny složky indikátoru.

Indikátor LUCI

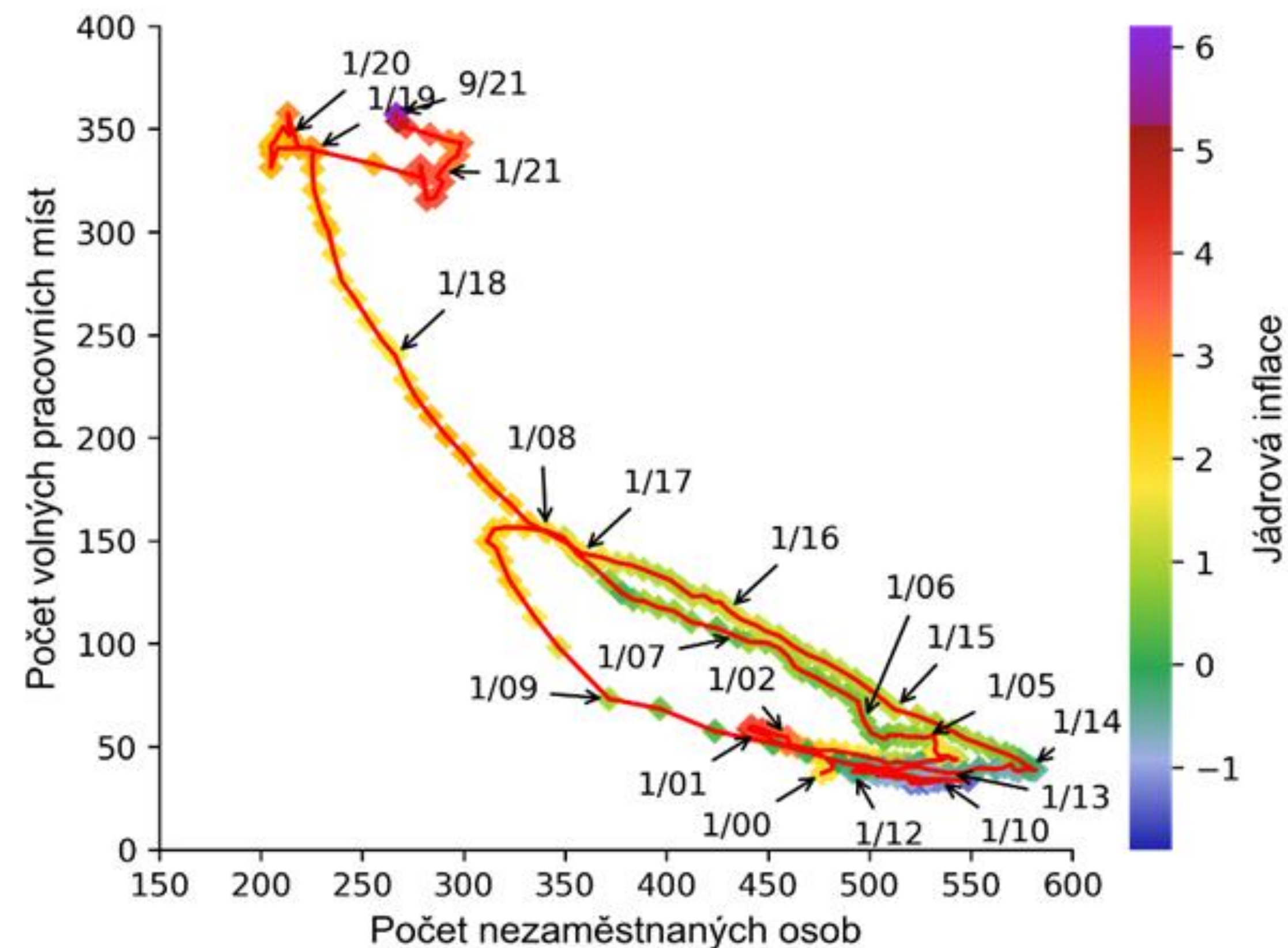
(index, kladné hodnoty = „napjatá“ situace)



Trh práce

- **Poptávka po práci** zůstává solidní, což potvrzují:
 - indikátory sentimentu a dalších průzkumy
 - přetrvávající vysoký počet volných pracovních míst
 - silná tvorba nových míst.
- Napjatost trhu práce signalizuje i **Beveridgeova křivka**.

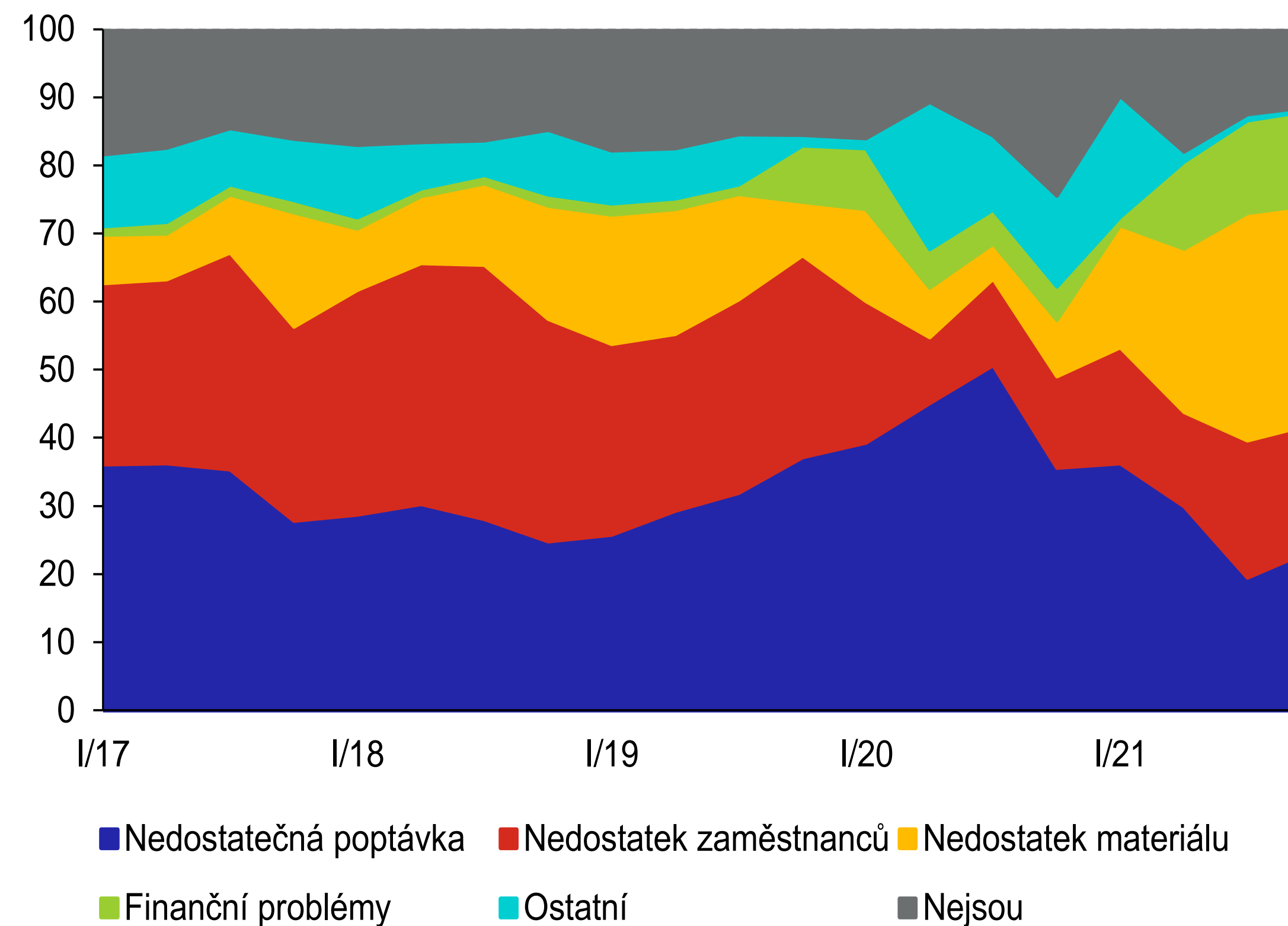
Beveridgeova křivka



Konjunkturální průzkumy

- Růst **průmyslové produkce** je nadále brzděn:
 - nedostatečnou poptávkou
 - nedostatkem zaměstnanců.
- V poslední době ale přebírá dominanci **nedostatek materiálu** (narostl význam i u finančních problémů).

Bariéry růstu v průmyslu (v %)

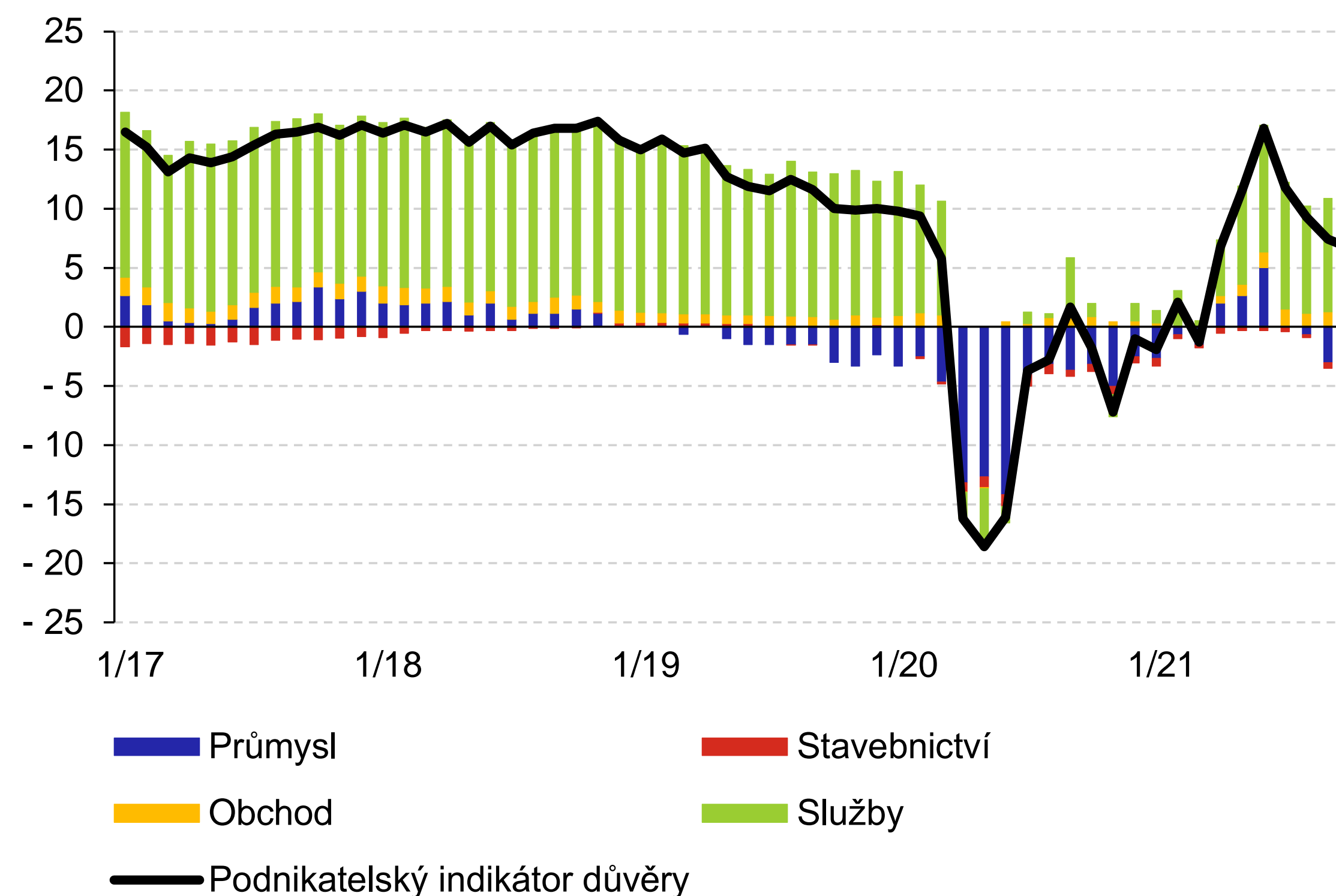


Konjunkturální průzkumy

- **Podnikatelská důvěra v sektoru služeb** zůstává na vysoké úrovni (i když v průběhu druhého pololetí letošního roku poklesla).
- **Podnikatelská důvěra sektoru průmyslu** se již dostala do záporných hodnot.
- **Podnikatelská důvěra v sektoru obchodu** vykazuje nízkou, ale stabilní a kladnou hodnotu.

Salda podnikatelské důvěry

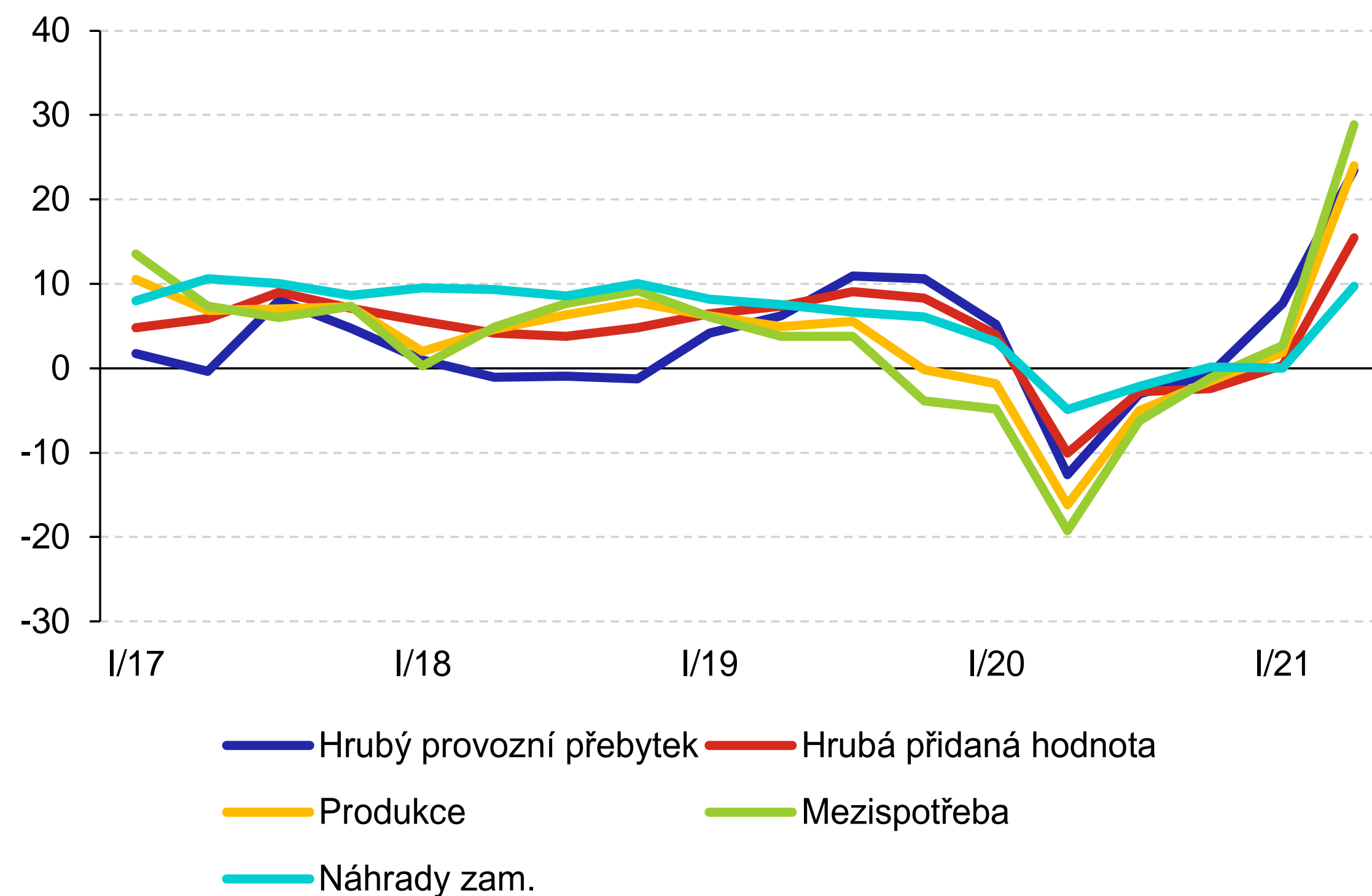
(rozdíl v % mezi odpověďmi vyjadřujícími zlepšení a zhoršení očekávaných i probíhajících tendencí)



Hospodaření nefinančních podniků

- Zlepšení **hospodaření nefinančních podniků** bylo podpořeno silným růstem všech složek:
 - zejména produkce a hrubé přidané hodnoty
 - náhrady zaměstnancům rostly pomalejším tempem.

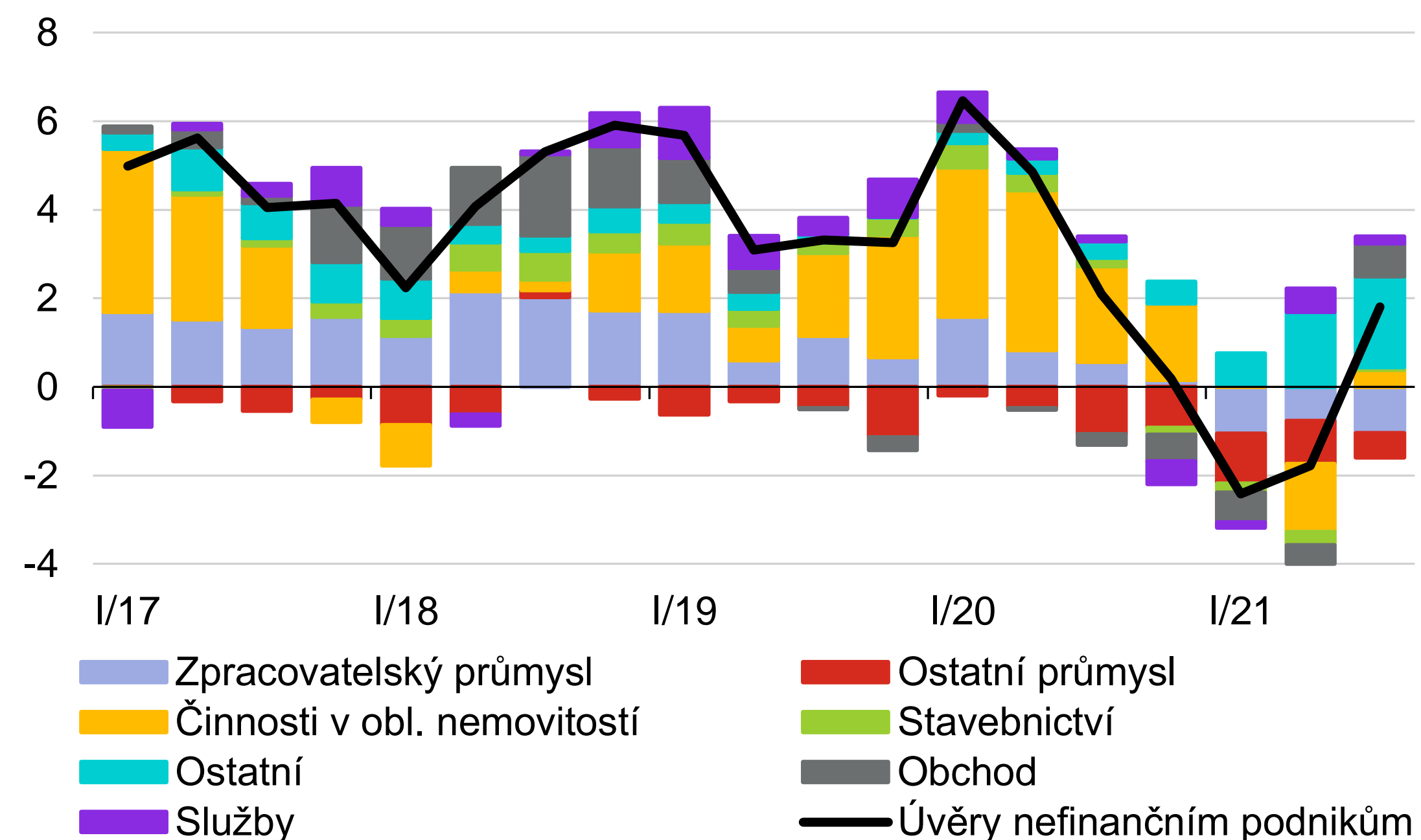
Základní ukazatele hospodaření nefinančních podniků (meziroční změny v %)



Úvěry podnikům

- **Dynamika úvěrů nefinančním podnikům** se ve třetím čtvrtletí navrátila do kladných hodnot.
- Rostou hlavně úvěry v oblasti dopravy (Ostatní), obchodu a služeb.

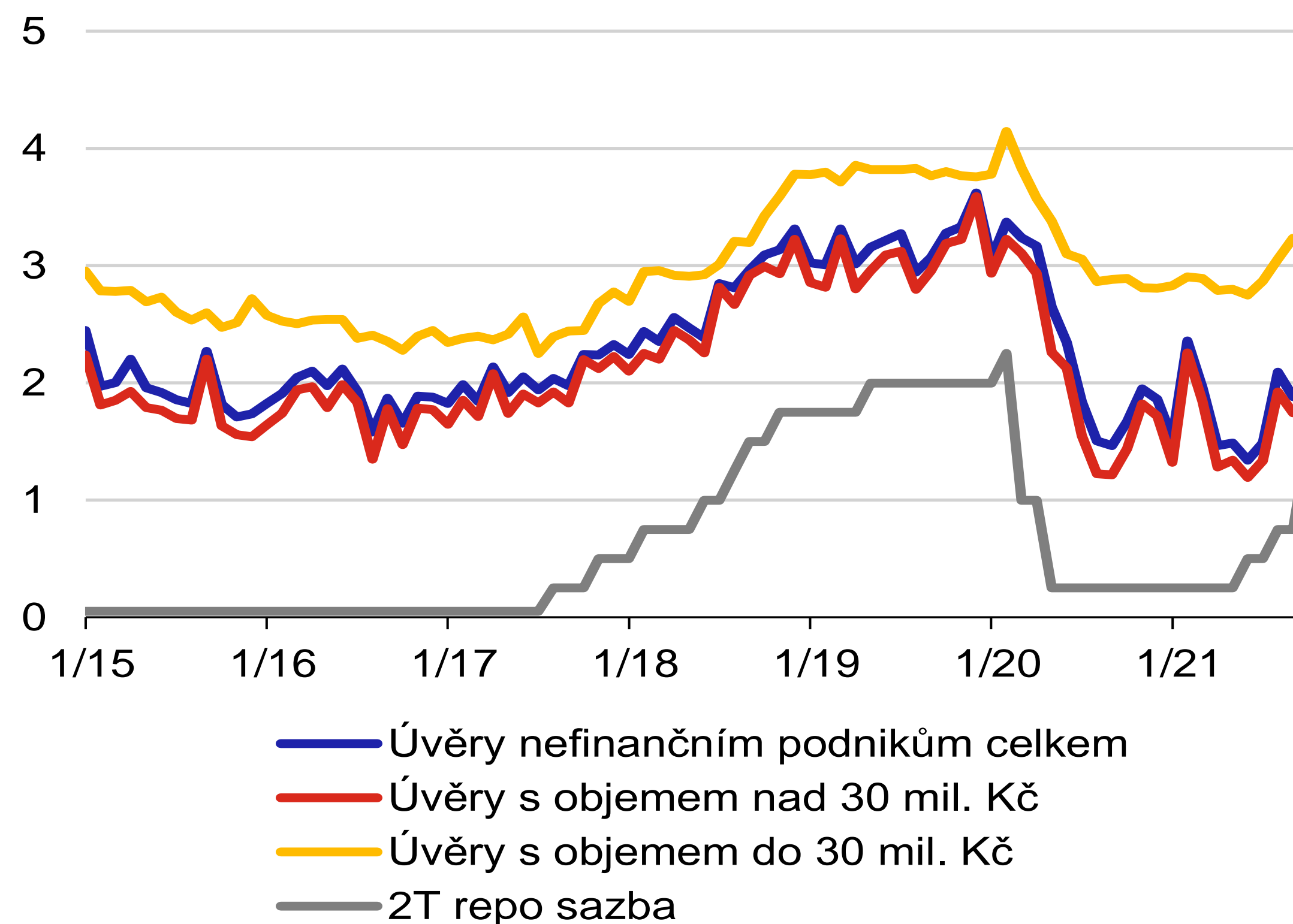
Úvěry nefinančním podnikům dle odvětví (meziroční změny v %, příspěvky v p. b., údaje ke konci čtvrtletí)



Úvěry podnikům a úrokové sazby

- **Úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům** v dosavadním průběhu roku kolísaly.
- Nárůst měnověpolitických úrokových sazeb od června letošního roku se postupně začíná promítat do růstu clientských úrokových sazeb.

Úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům (nové obchody v domácí měně, v %)



Obsah

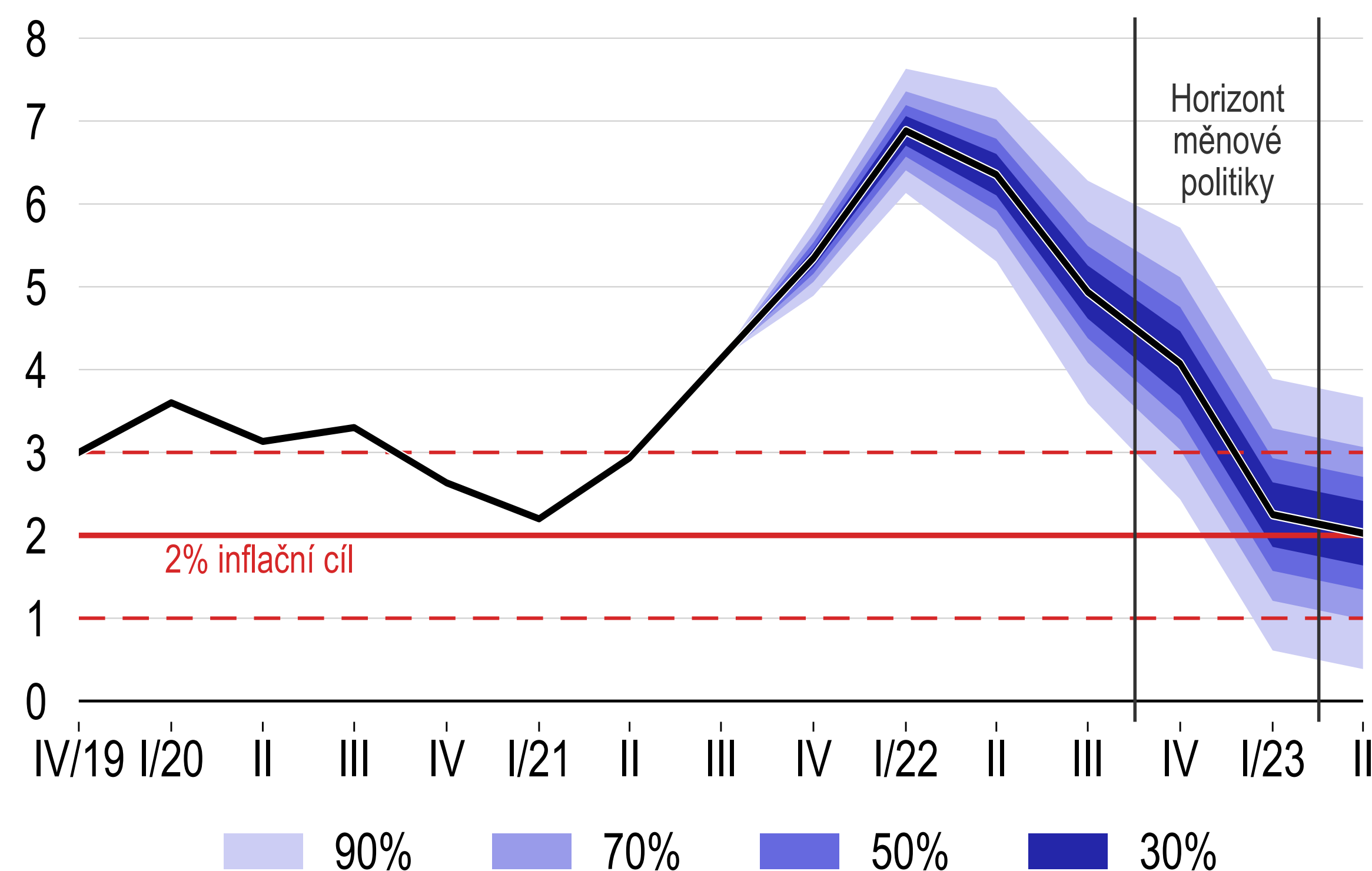
1. Současná ekonomická situace
- 2. Aktuální prognóza ČNB (Zpráva o měnové politice – podzim 2021)**
3. Shrnutí a poslední rozhodnutí bankovní rady



Prognóza celkové inflace

- Pokračující výrazný růst **inflace** v závěru letošního roku a během zimy se inflace s přispěním všech svých složek přiblíží 7 %.
- Kulminace aktuálně silných celkových inflačních tlaků koncem tohoto roku (s přispěním zesilujícího působení domácích nákladů).
- Následně jejich zmírňování (při rychlém odeznění růstu dovozních cen).
- V průběhu příštího roku tak **inflace** postupně zvolní (s přispěním předchozího výrazného zpřísnění obou složek měnových podmínek).

Celková inflace (meziroční změny v %)

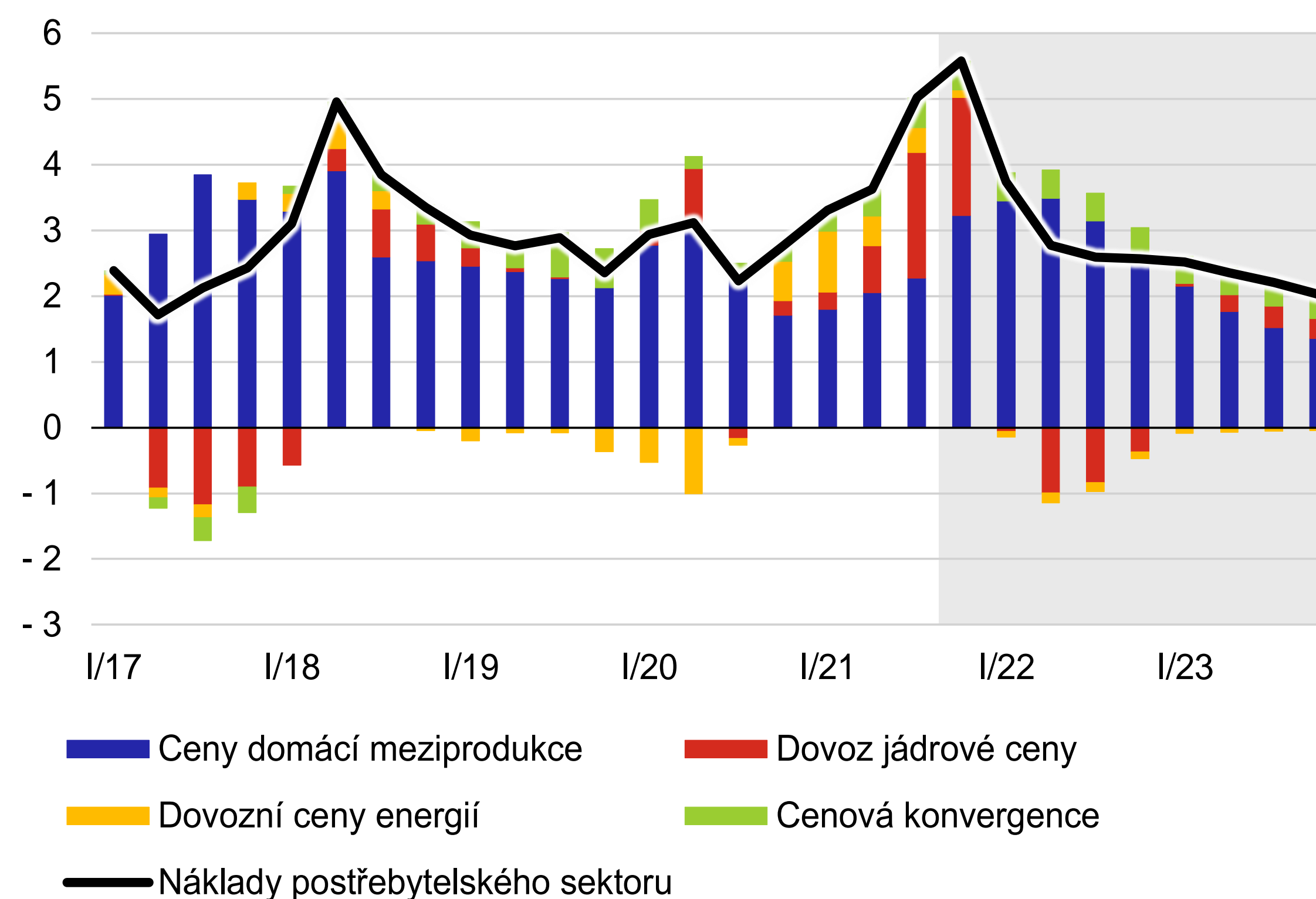


Inflační tlaky

- Aktuálně silné **celkové inflační tlaky** budou koncem letošního roku kulminovat:
- Přispěje k tomu zesilující působení **domácích nákladů** (zrychlující fundamentální mzdový růst) a eskalující růst dovozních cen.
- Následně se **celkové inflační tlaky** začnou zmírňovat (rychlé odeznění růstu dovozních cen).

Náklady spotřebitelského sektoru

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

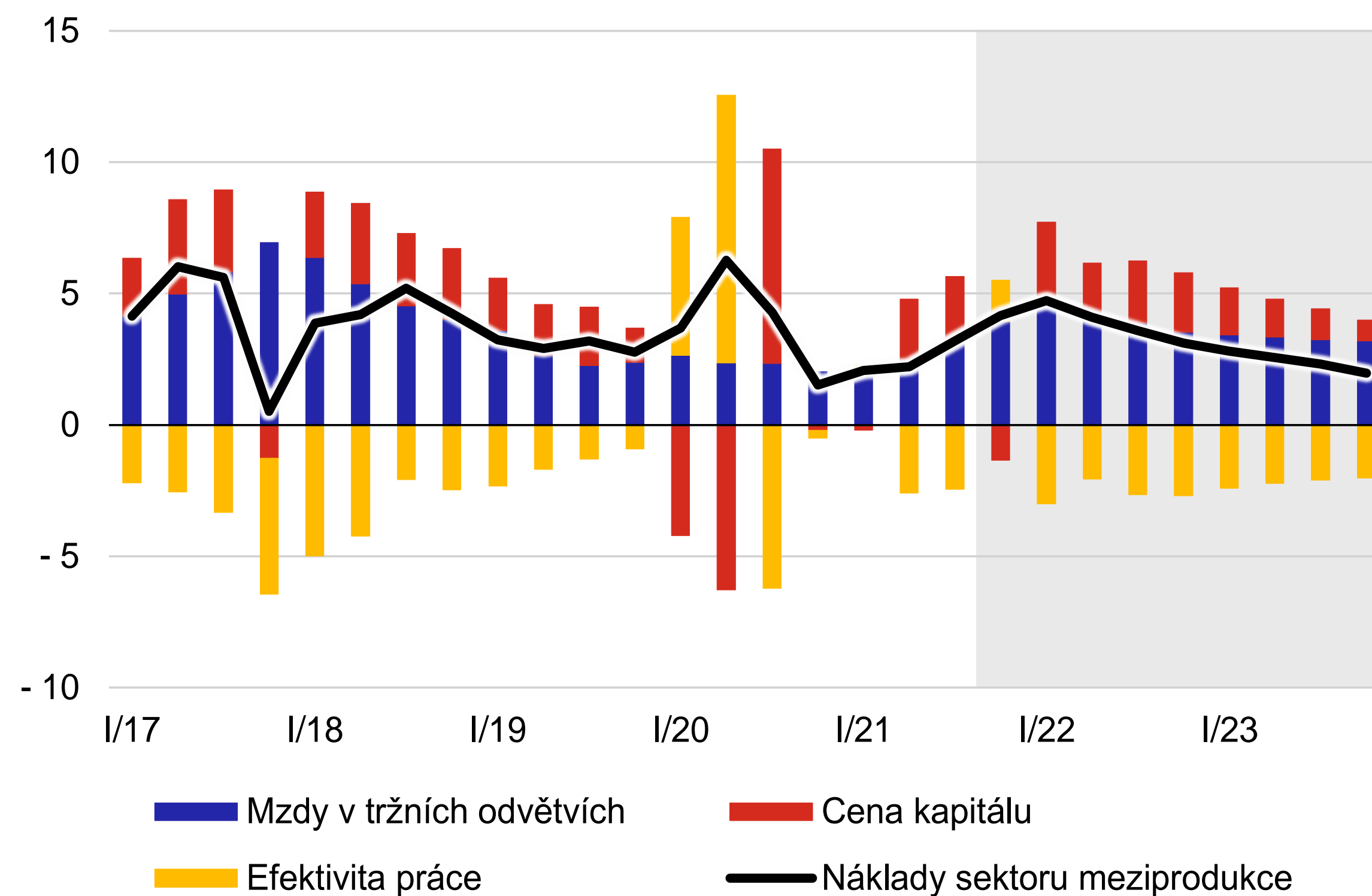


Inflační tlaky

- Dosud výrazné **domácí nákladové tlaky** se postupně zmírňují. Vliv:
 - pozvolný pokles dynamiky mezd
 - v menší míře i ceny kapitálu
 - obnovení stabilního protiinflačního růstu produktivity práce.

Náklady sektoru meziprodukce

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

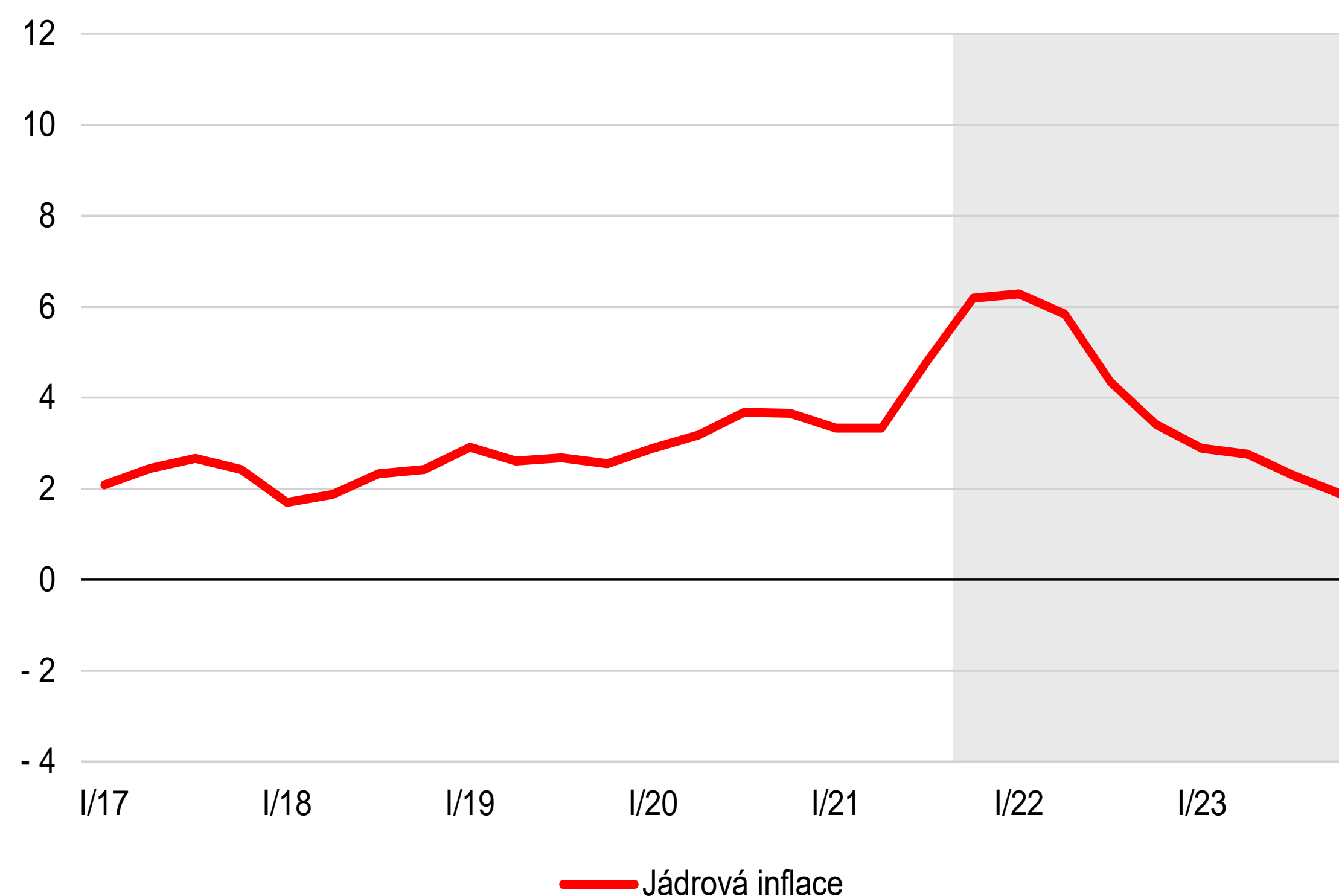


Jádrová inflace

- **Jádrová inflace** zůstane v příštích měsících vysoká a zvolní až v průběhu roku 2022 a 2023.
- K **nárůstu jádrové inflace** v prostředí robustního domácího poptávkového klimatu významně přispívá zrychlující dynamika imputovaného nájemného.

Jádrová inflace

(v %, mzr., bez primárních dopadů změn nepřímých daní)



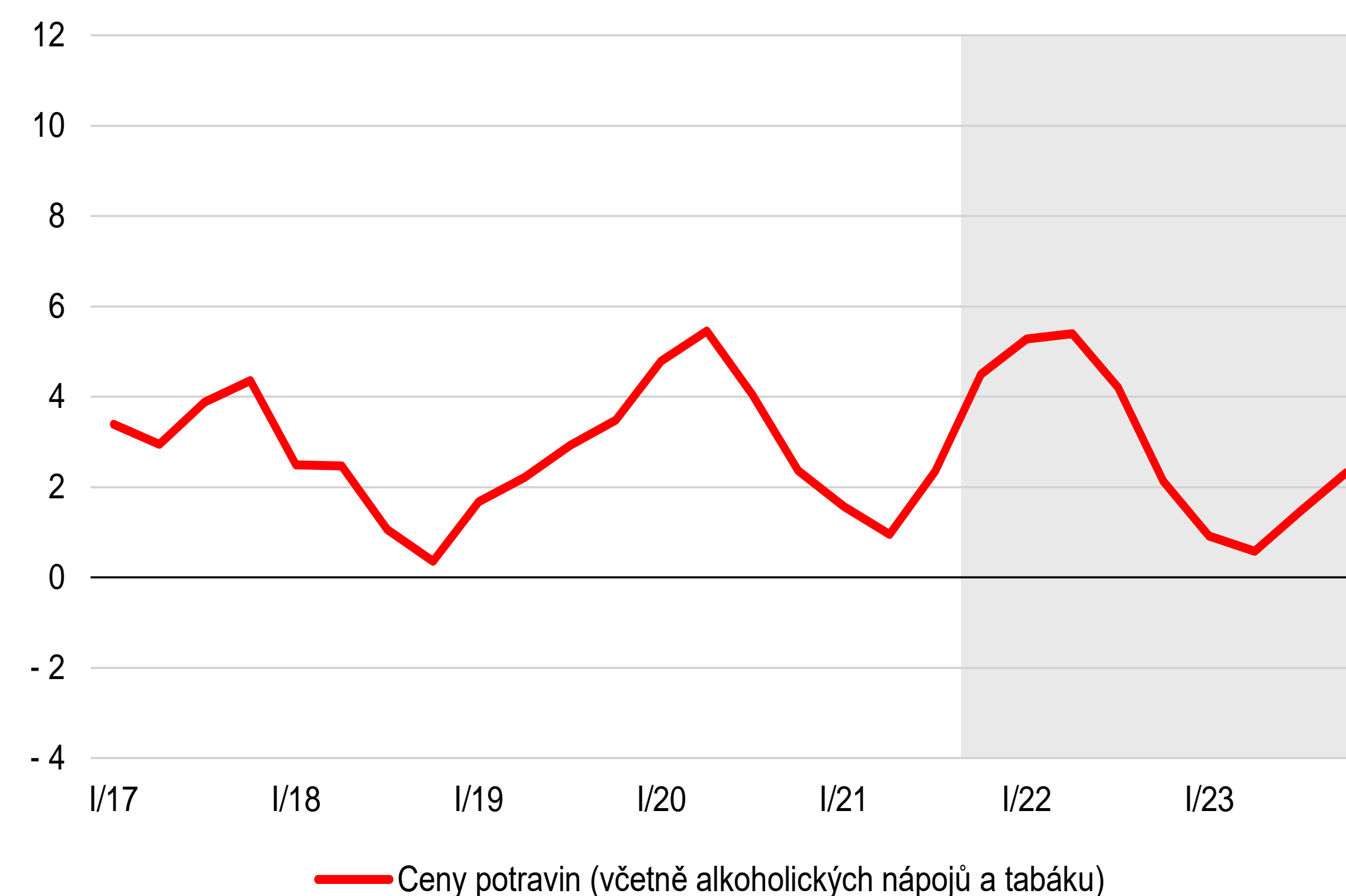
Ceny potravin

Dynamika **cen potravin** ve druhé polovině roku opět vzrostla a zvyšovat se bude i nadále.

- K růstu cen potravin přispívají:
 - citelné domácí poptávkové tlaky
 - zdražování agrárních komodit ve světě.

Růst cen potravin

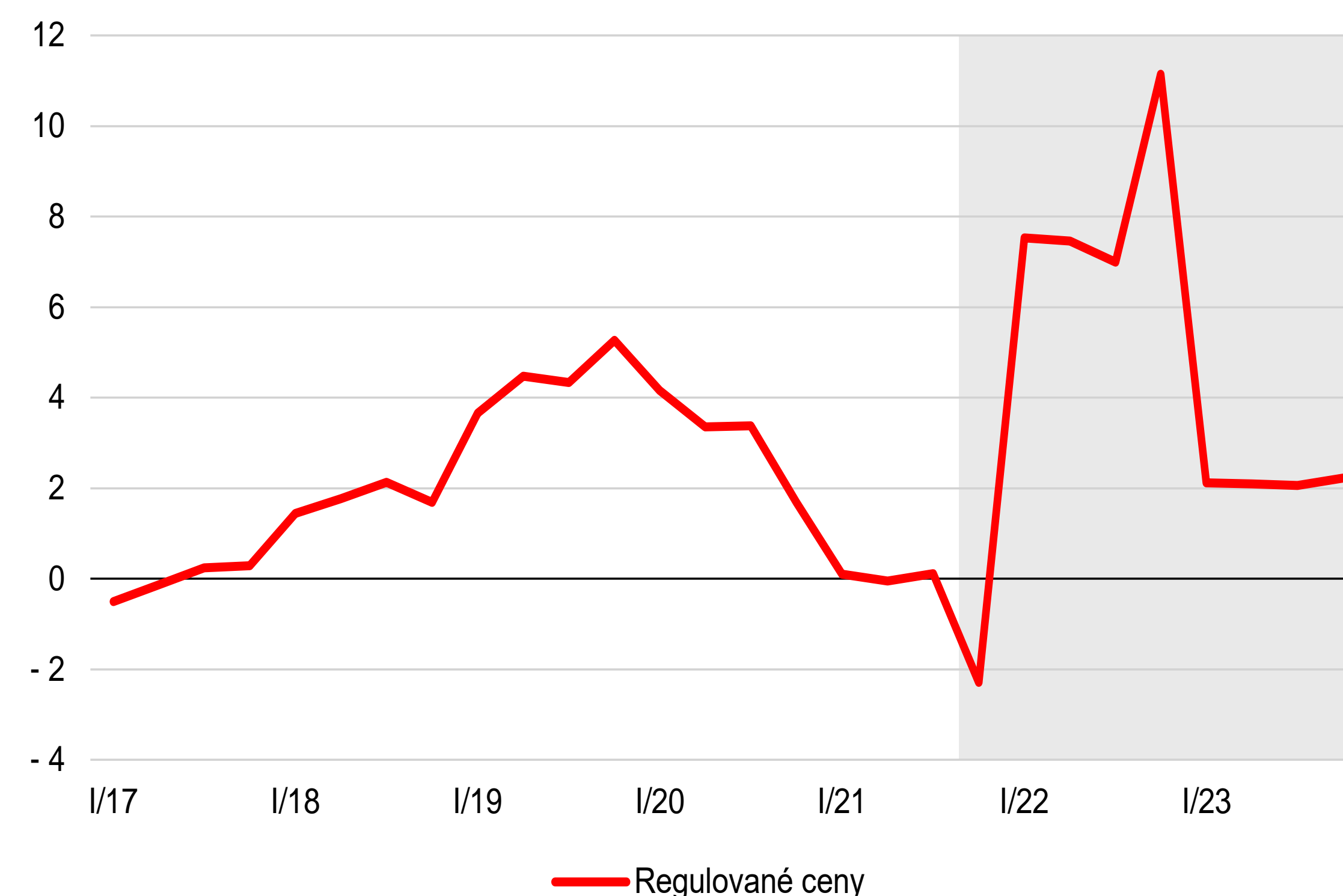
(v %, mzr., bez primárních dopadů změn nepřímých daní)



Regulované ceny

- Dynamika regulovaných cen je aktuálně ovlivněna důsledky problémů některých dodavatelů elektřiny a zemního plynu.
- Prognóza předpokládala, že **regulované ceny** ve čtvrtém čtvrtletí dočasně klesnou (vliv odpuštění DPH na elektřinu a plyn).
- V říjnu však došlo ke značnému zrychlení regulovaných cen (2,9 %) v důsledku zachycení skokového nárůstu cen těchto energií pro některé domácnosti (DPI) do cenového indexu.
- Po novém roce lze očekávat další zesílení růstu, poté co odezní vliv dočasného odpuštění DPH na elektřinu a plyn, které vláda schválila pro listopad a prosinec.
- Burzovní ceny indikují v dalších letech odeznění aktuálně zvýšených cenových tlaků u energií (regulované ceny zvolní ke 2 %).

Regulované ceny (v %, mzr.,)

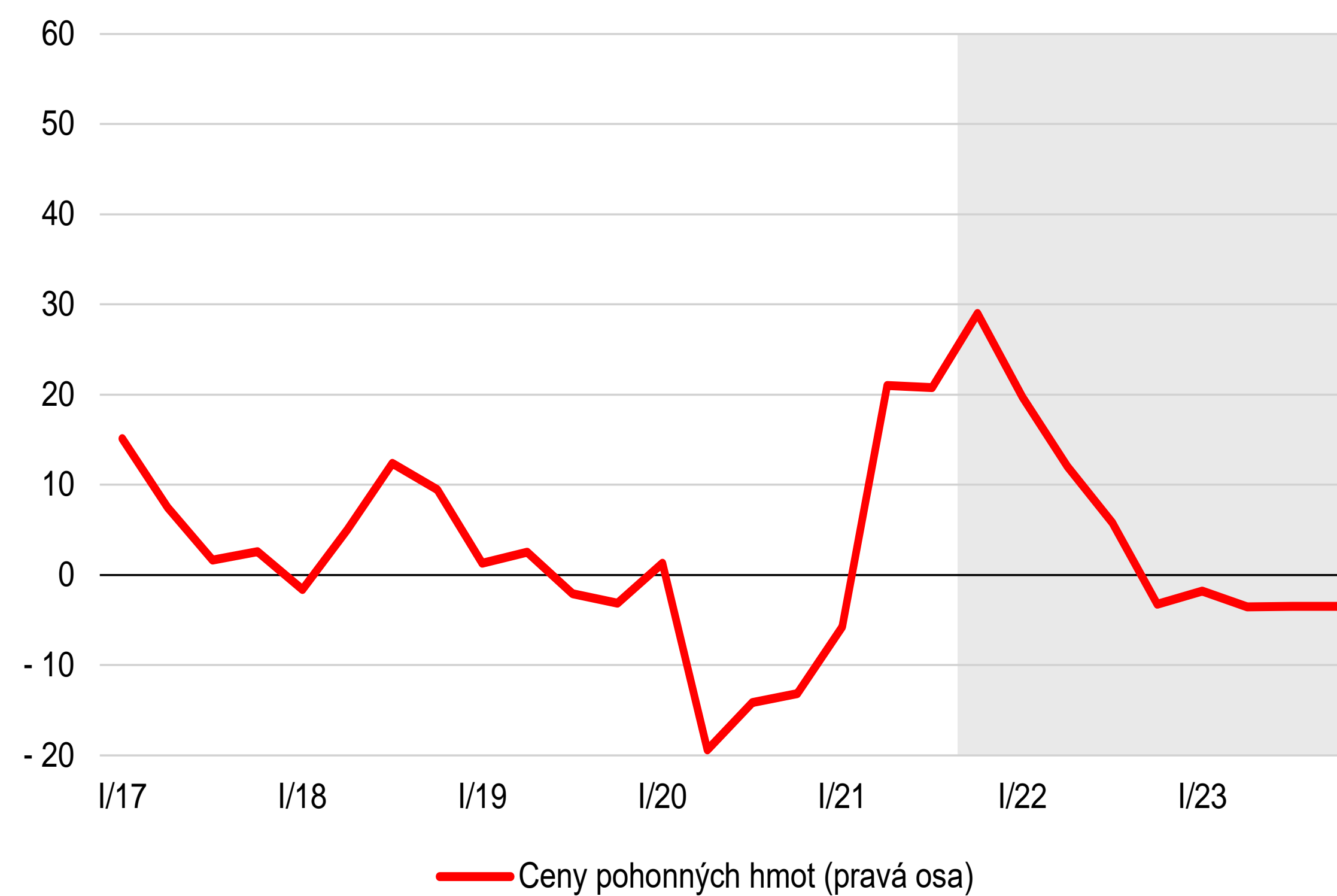


Inflace – ostatní ceny

- **Zdražení ropy** se odrazilo v kladném příspěvku dovozních cen energií k nákladům firem.
- **Ceny pohonných hmot** na konci letošního roku začnou klesat.
- Společně s odezníváním poruch dodavatelských řetězců a posilujícím kurzem koruny povedou v průběhu příštího roku k obratu v působení dovozních cen do protiinflačního směru.

Ceny pohonných hmot

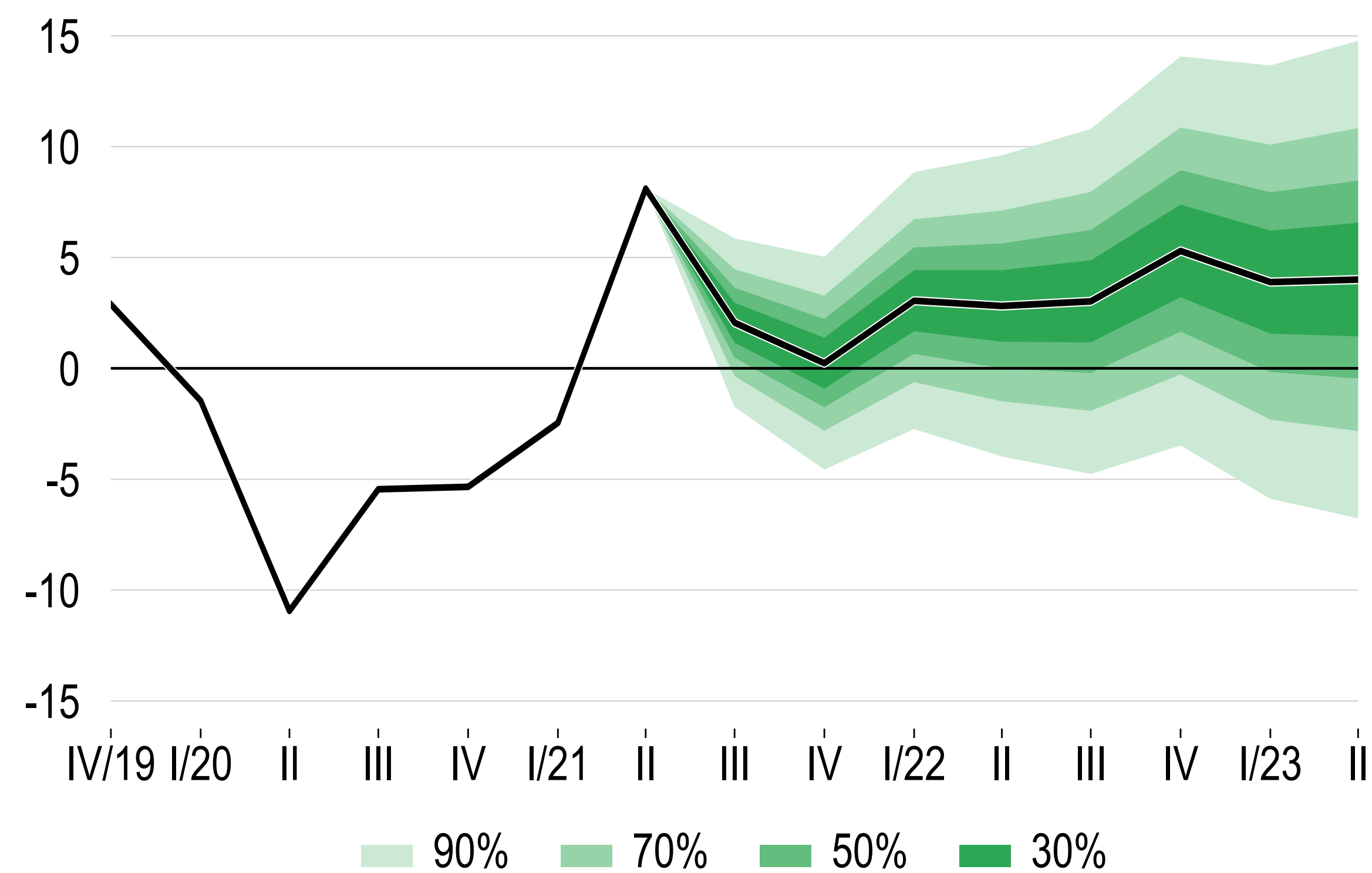
(v %, mizr., bez primárních dopadů změn nepřímých daní)



Prognóza růstu HDP

- **Zpřísnování protiepidemických opatření** nebude mít v delším horizontu hmatatelné ekonomické dopady.
- Obnovenému hospodářskému růstu bude nadále pomáhat:
 - zvyšující se spotřeba domácností (mj. i vlivem utrácení části vynucených úspor a svižného mzdového růstu)
 - setrvalý růst soukromých i vládních investic.
 - příspěvek čistého vývozu až do poloviny roku záporný
- Letos se HDP v souhrnu zvýší zhruba o necelá 2 %, v příštích dvou letech pak výrazně zrychlí.
- **Na předpandemickou úroveň se ekonomická aktivita vrátí na konci roku 2022.**

Růst HDP (v %, mzr.)

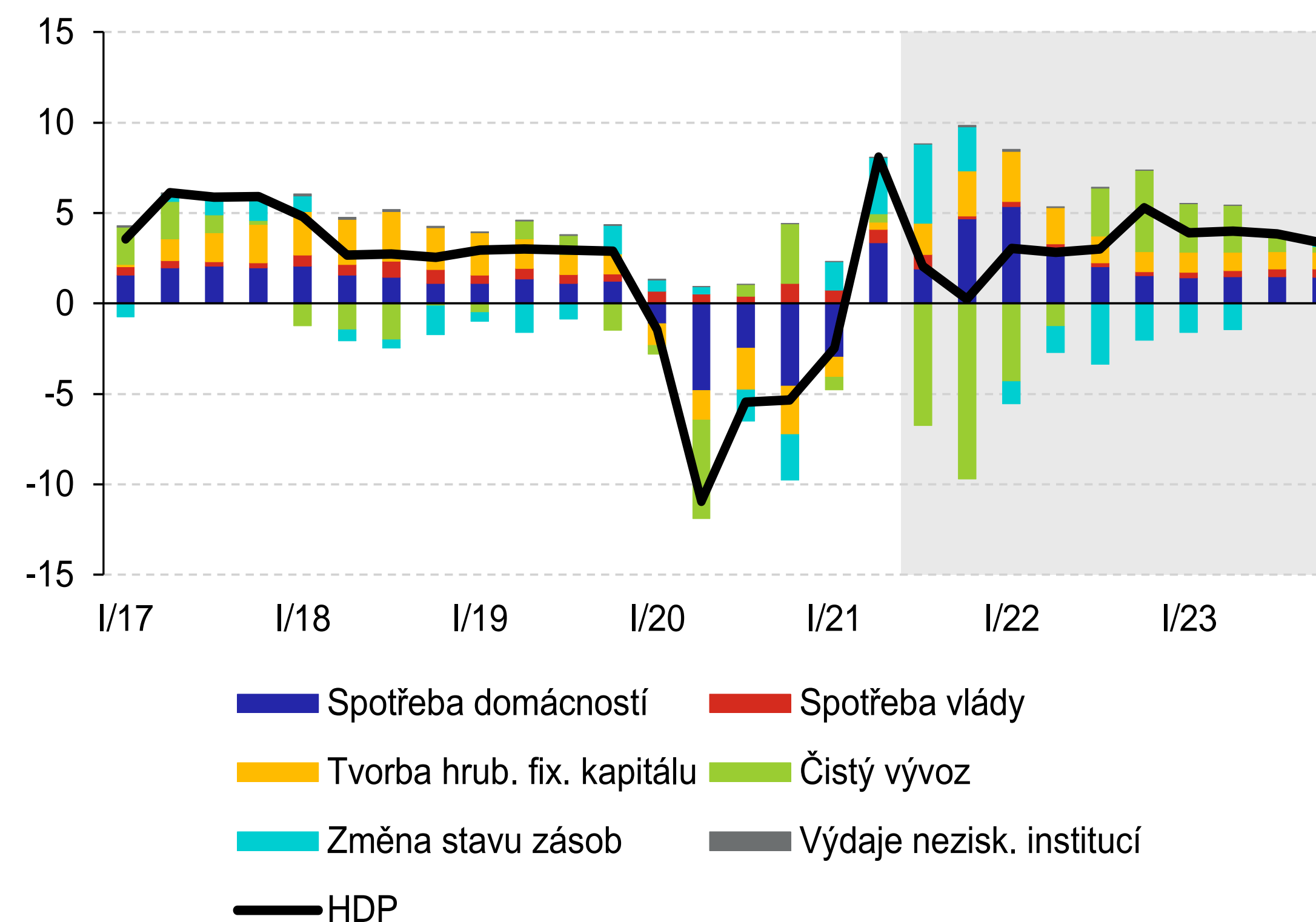


Struktura růstu HDP

- Pozitivní růstový příspěvek **všech složek** s výjimkou **čistého vývozu** ve zbytku letošního roku
- Růst **HDP** v příštím roce (okolo 3,5 %) bude
 - nadále tažen spotřebou domácností a investicemi.
 - v menší míře budou přispívat i spotřeba vlády a čistý vývoz.
 - naopak růstový příspěvek změny stavu zásob bude výrazně záporný.

HDP

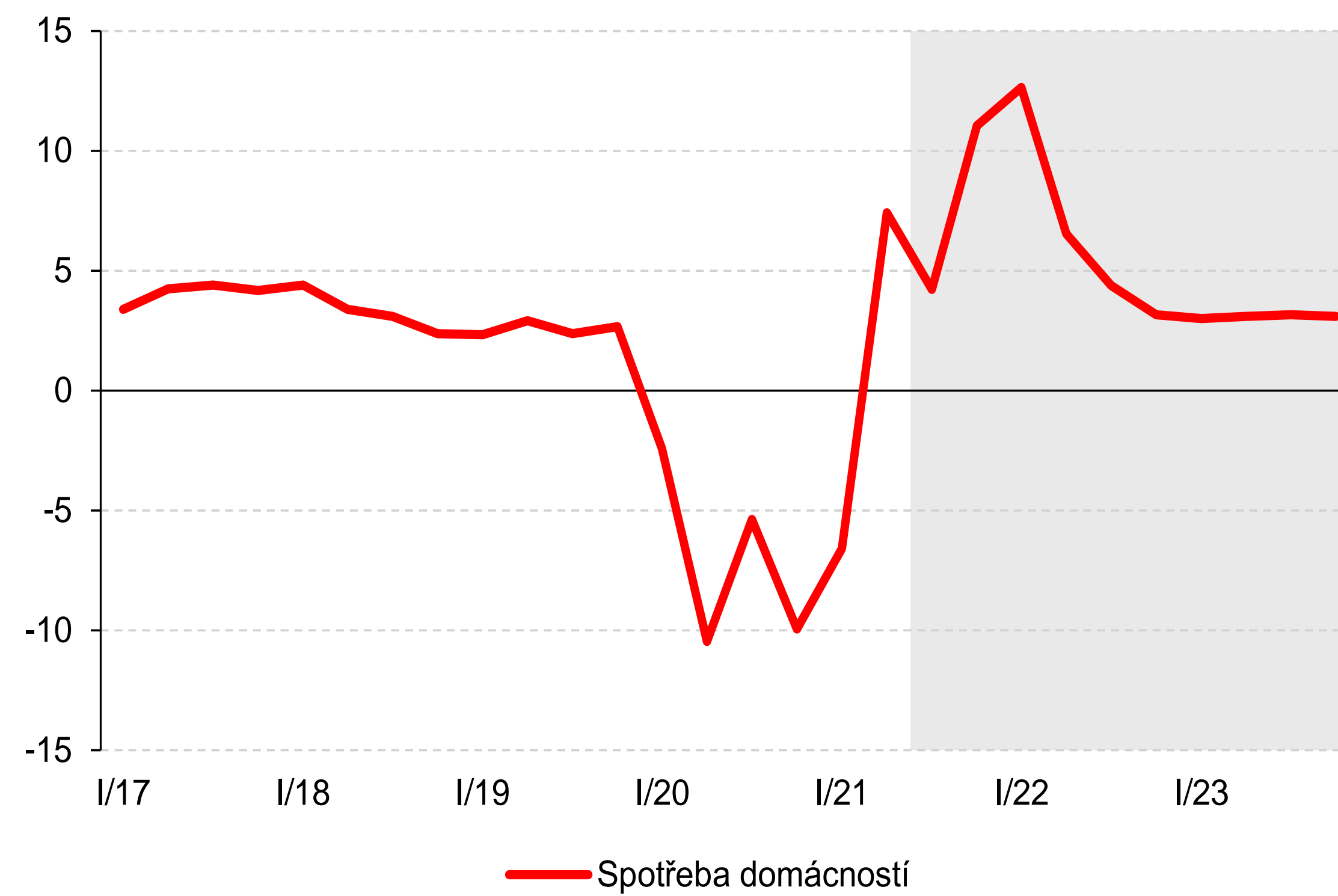
(mzr. v %, příspěvky v p. b.)



Spotřeba domácností

Spotřeba domácností zůstane v nejbližších čtvrtletích tahounem ekonomického růstu (i přes mírné zhoršení spotřebitelského sentimentu).

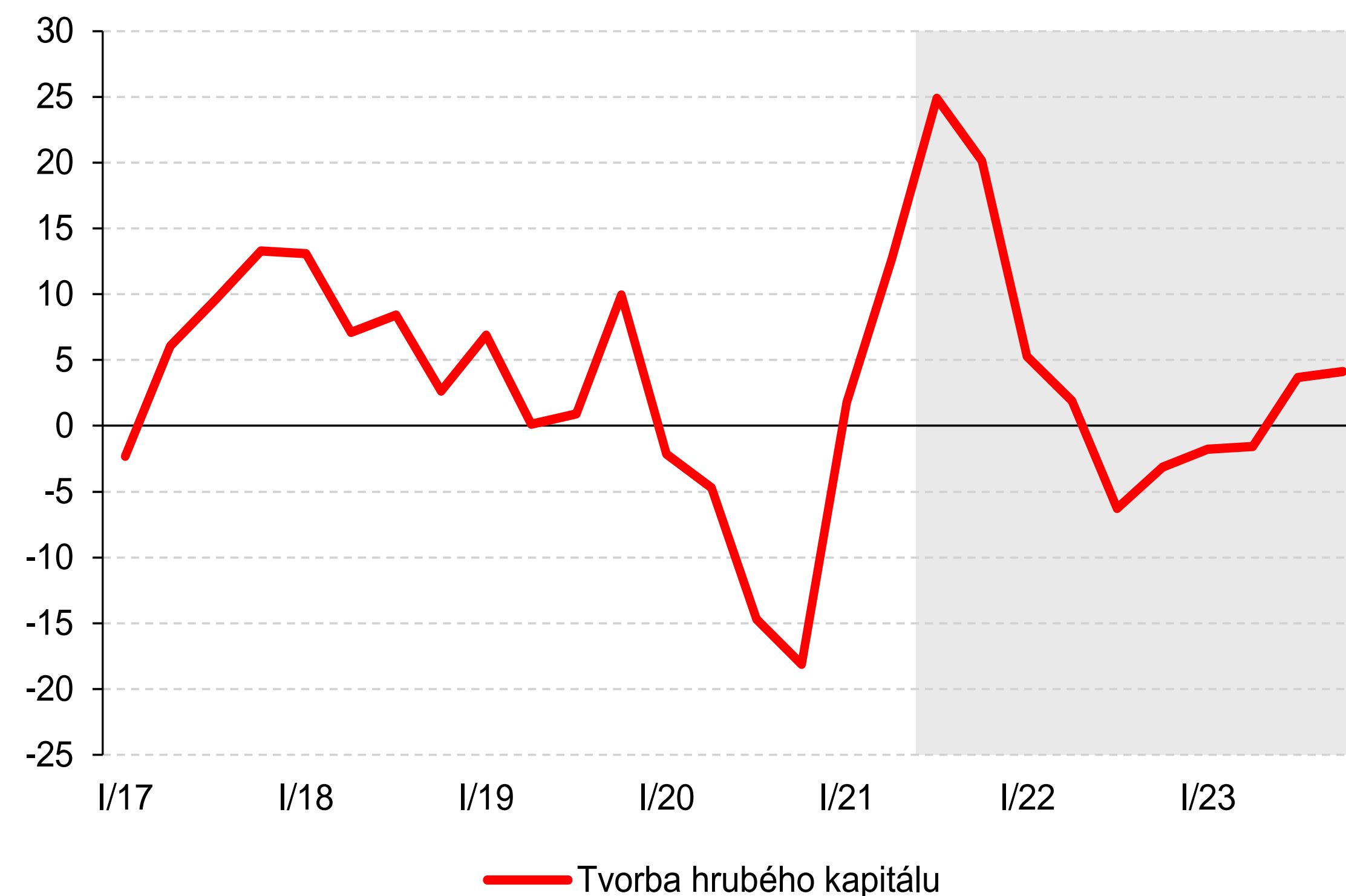
Spotřeba domácností (%, mzr.)



Investice

- Navzdory přetrvávajícím problémům ve výrobních a dodavatelských řetězcích bude **investiční aktivita** nadále solidní (oživující zahraniční poptávka i sílící napětí na trhu práce = tlak na automatizaci, digitalizaci apod.).
- V podmínkách přetrvávajících úzkých hrdel na nabídkové straně ekonomiky zůstane tvorba zásob vysoká až do poloviny příštího roku.
- Následné odeznívání výpadků v dodávkách umožní kompletaci nedokončených zásob a jejich rozpouštění.
- Výsledkem celkově bude zpomalování meziroční dynamiky **tvorby hrubého kapitálu**.

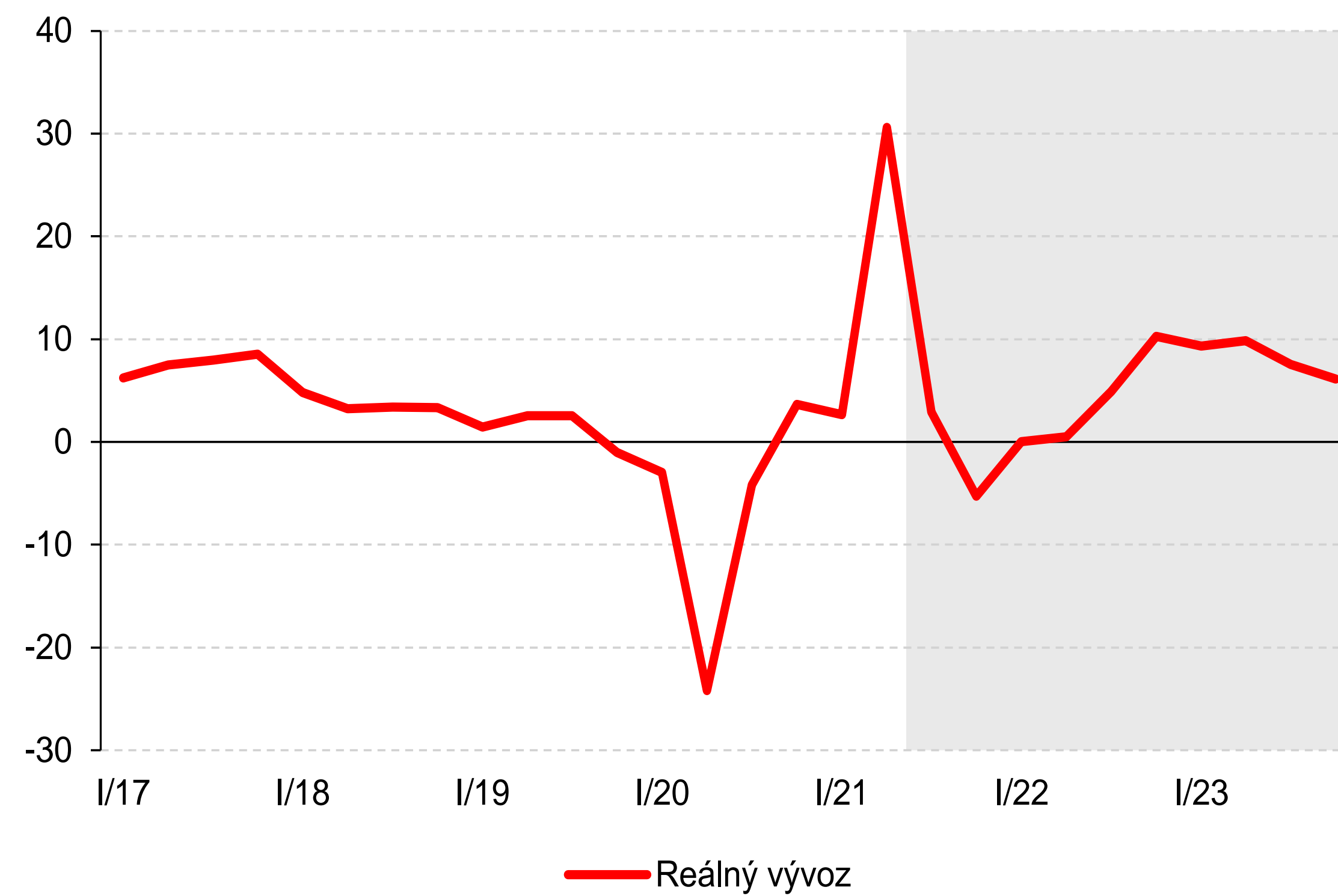
Tvorba hrubého kapitálu (%, mzr.)



Vývoz

- Vývozně orientovaná domácí ekonomika a zejména její automobilový průmysl se bude v nejbližších čtvrtletích i nadále potýkat s přechodnými odstávkami ve výrobě.
- Utlumený **vývoz** vlivem problémů automobilek nepodpoří ani vývoz služeb (nadále utlumený cestovní ruch).
- I po opětovném nastartování produkce automobilů (začátkem roku 2022) zůstane tento sektor a celý průmysl omezen nedostatkem některých komponent po větší část prvního pololetí.
- **Vývoz** proto bude pouze stagnovat a jeho růst naplno oživí až s vyřešením problémů na straně nabídky ve druhé polovině příštího roku (podpoří jej i v té době se rozbíhající mezinárodní cestovní ruch).

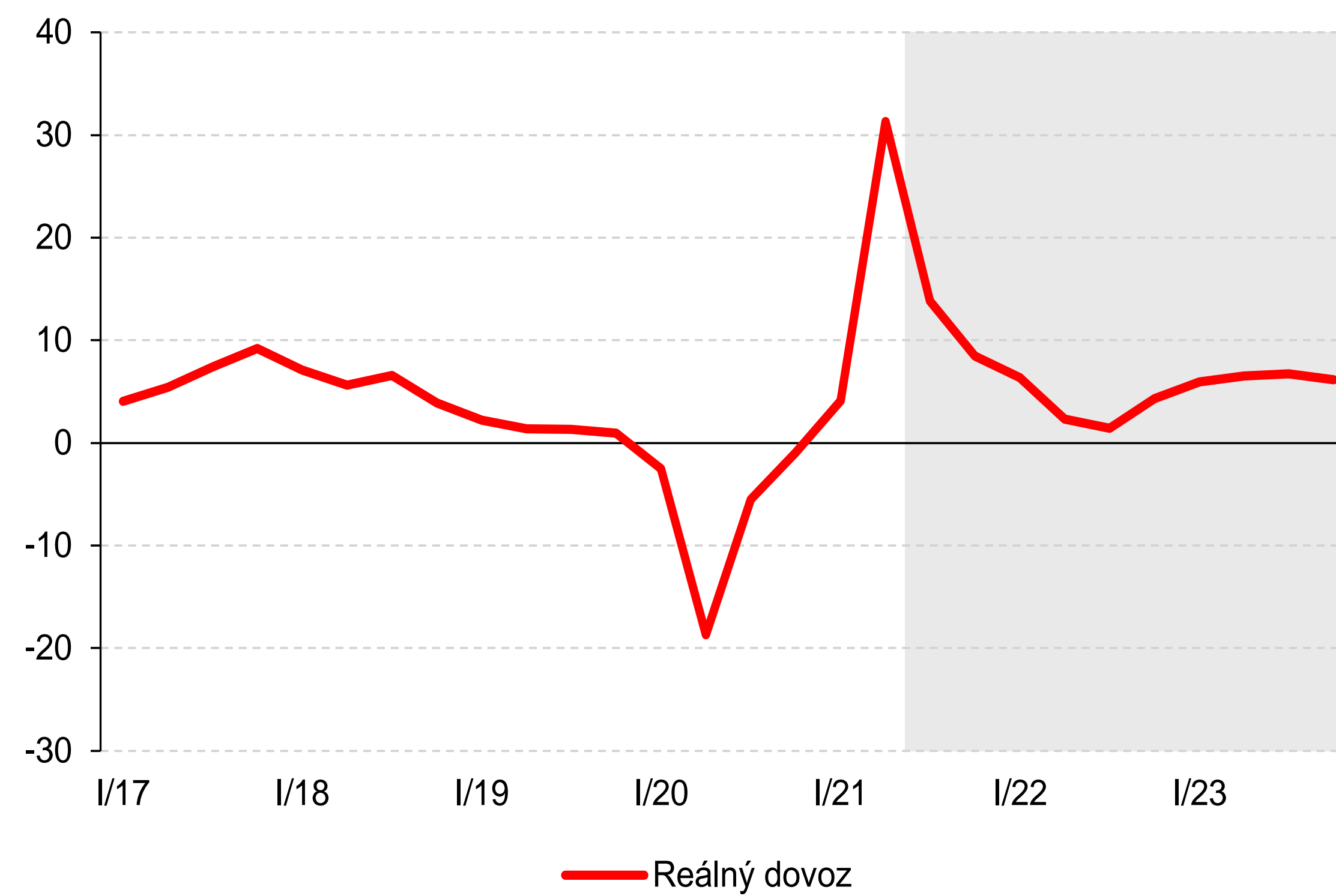
Vývozy (%, mZR.)



Dovoz

- Růst **dovozu** bude letos oproti vývozu svižnější, i když také viditelně zpomalí.
- Jeho dynamiku podpoří zejména oživení růstu dovozně náročné spotřeby domácností a soukromých investic.

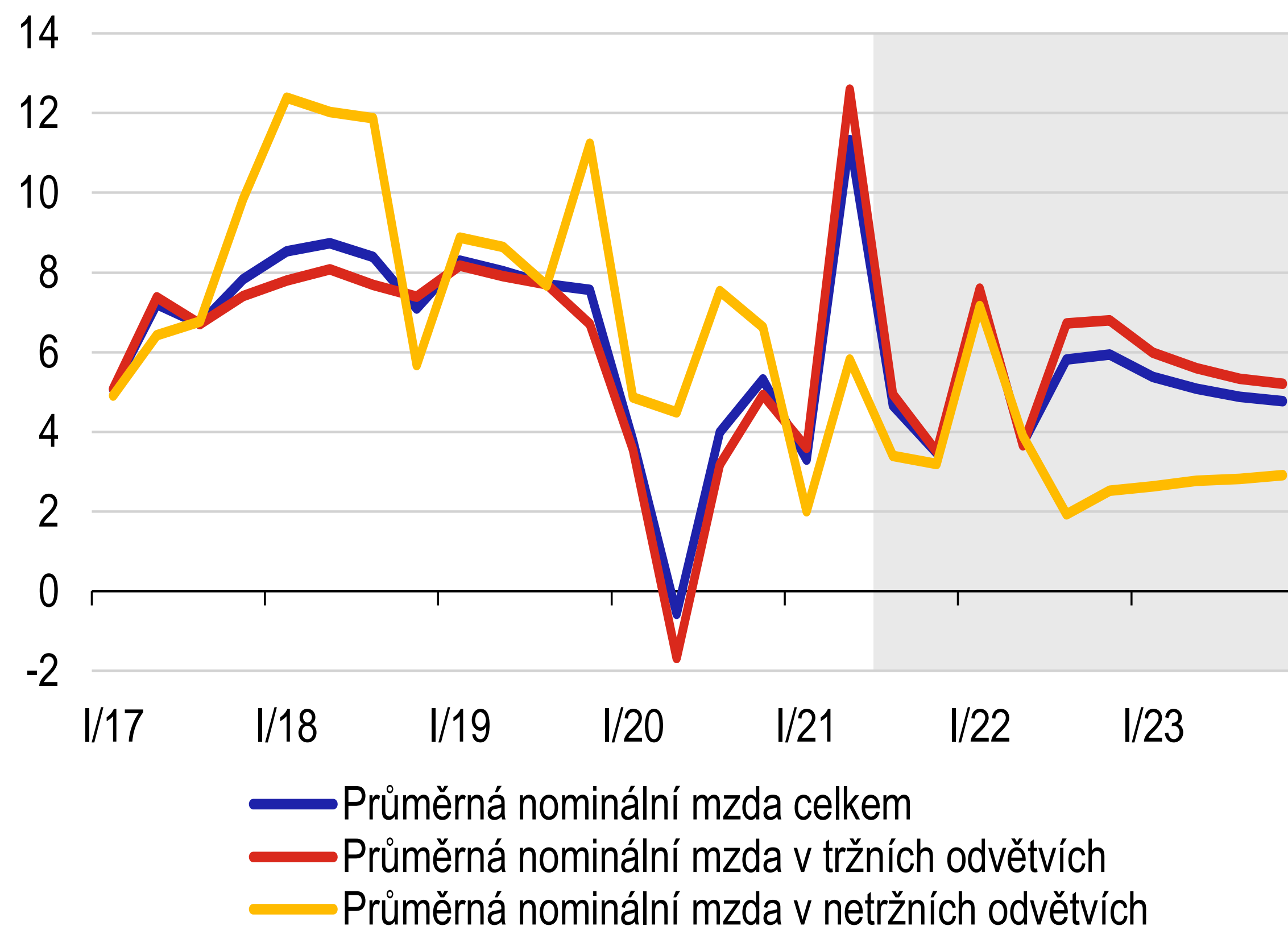
Dovozy (%, mzr.)



Trh práce

- Fundamentální **mzdový růst v tržních odvětvích** v příštím roce ztelně zrychlí v důsledku:
 - opětovně sílícího napětí na trhu práce
 - rychlého cenového růstu
 - při dalším ztelném zvýšení minimální mzdy a zaručených mezd.
- V **netržních odvětvích** porostou v následujících letech platy ve srovnání s předpandemickou dobou mírnějším tempem.

Průměrné nominální mzdy (meziroční změny v %)

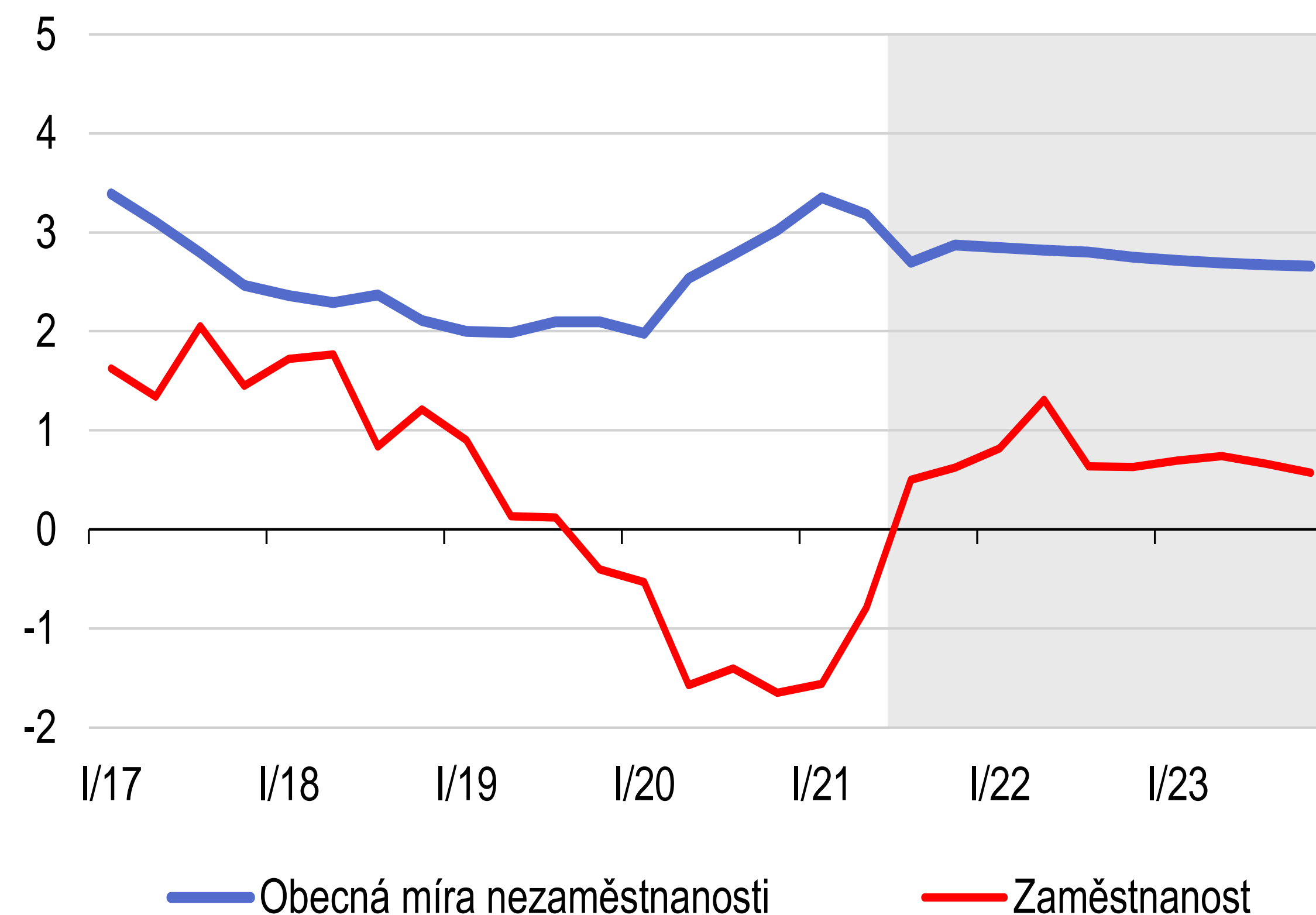


Trh práce

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

Zaměstnanost a nezaměstnanost

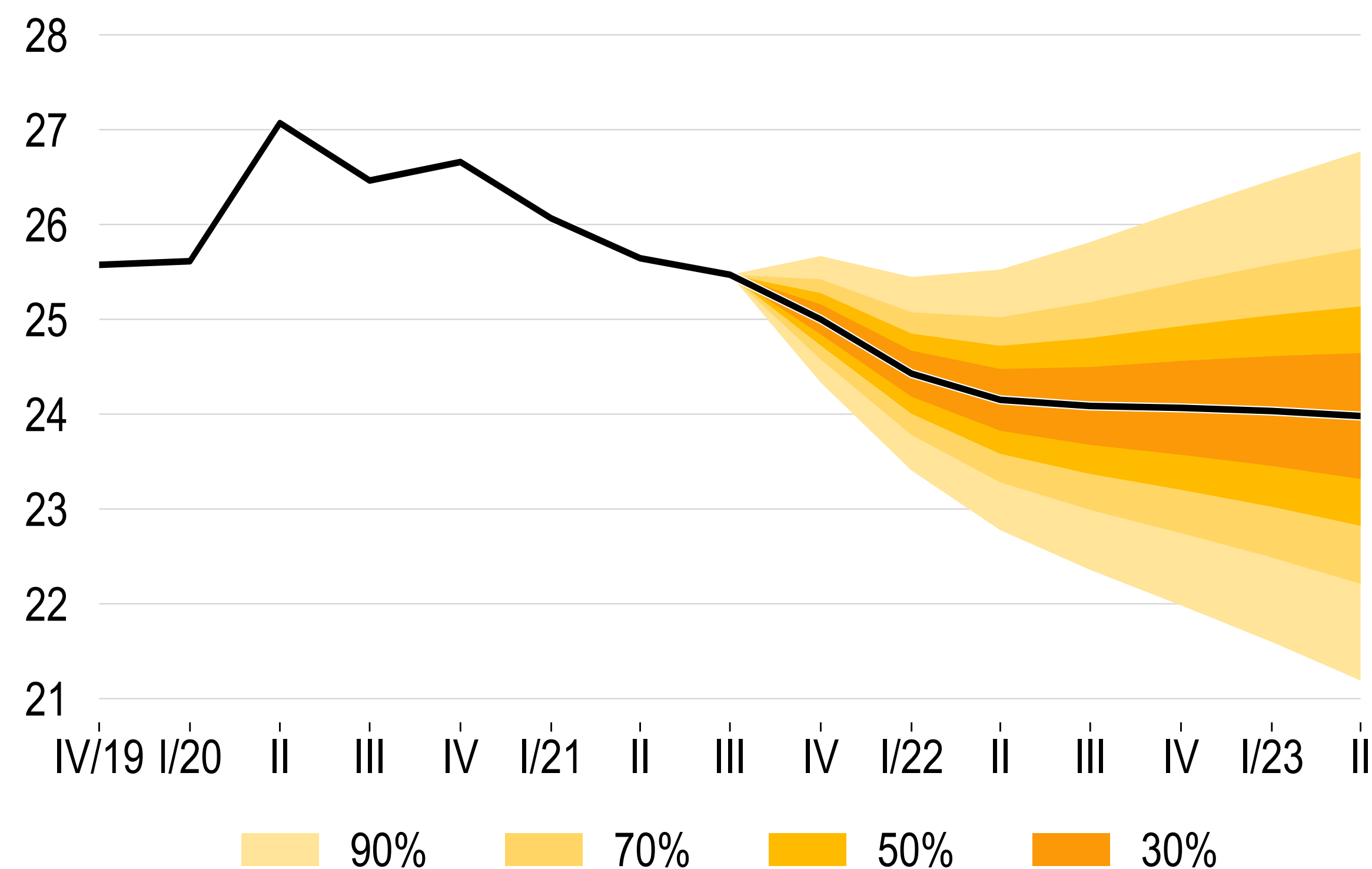
(zaměst. – mizr. v %, obec. míra nezam. v %, s. o.)



Prognóza měnového kurzu

- **Kurz koruny** nejprve znatelně posílí v reakci na strmý nárůst úrokových sazeb.
- **Zpevňování koruny** bude v příštím roce pokračovat (promítne se do něj i obnovení růstu vývozu).
- Tempo posilování kurzu během příštího roku poněkud zvolní (vlivem pozvolného zpřísnění měnové politiky ECB).

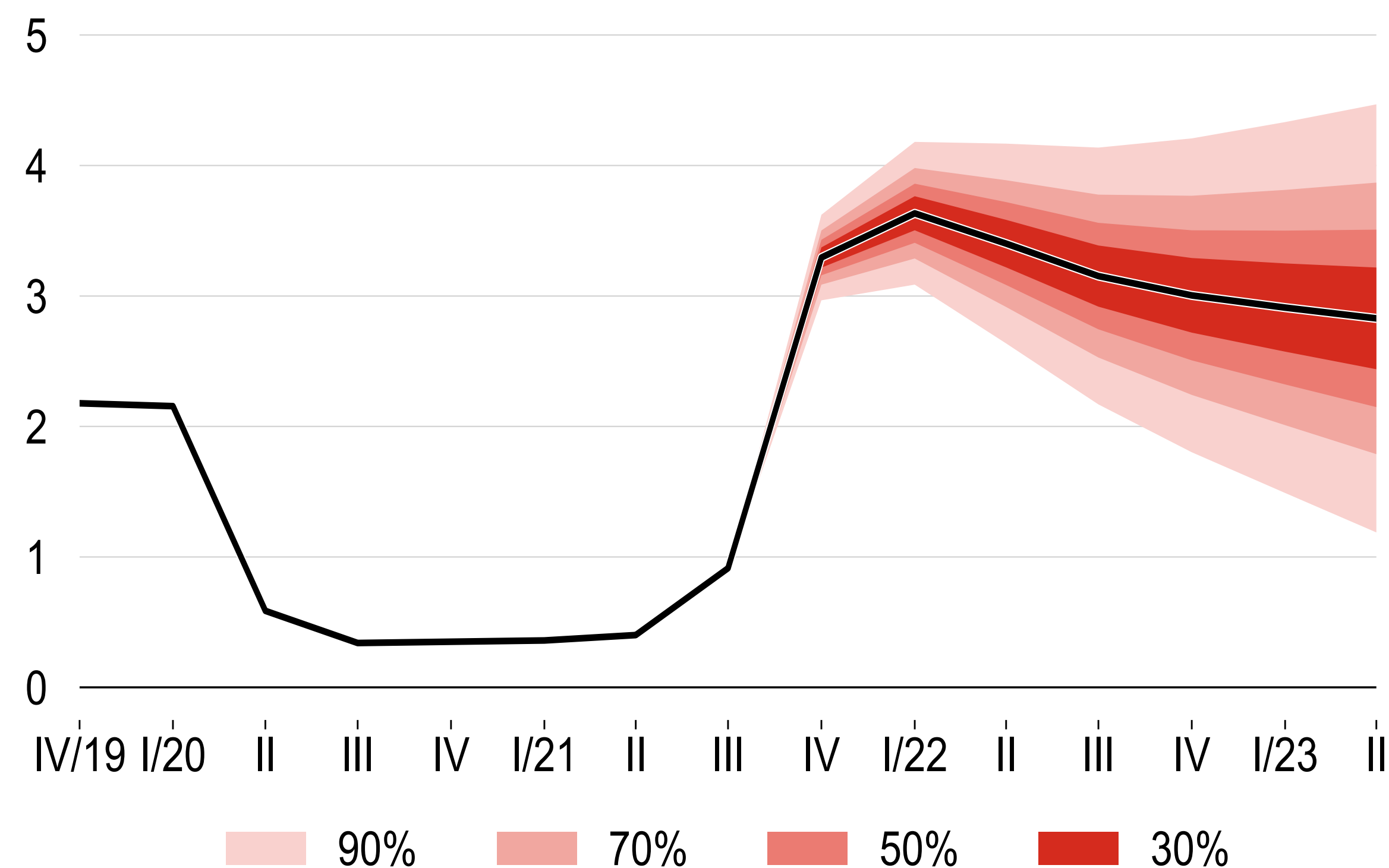
Kurz CZK/EUR



Prognóza úrokových sazeb

- S prognózou je konzistentní **strmý nárůst tržních úrokových sazeb** v závěru letošního a začátkem příštího roku.
- Prudký nárůst sazeb odráží potřebu reagovat na souběh silných **cenových tlaků** z domácí i zahraniční ekonomiky.
- V průběhu roku 2022 se **úrokové sazby** začnou pozvolna snižovat k 3% měnověpoliticky neutrální úrovni:
 - pokles inflace k cíli díky předchozímu zpřísnění měnové politiky
 - nadále velmi uvolněná měnová politika ECB

Úroková sazba
 (3M PRIBOR, %, p. a.)



Obsah

1. Současná ekonomická situace
2. Aktuální prognóza ČNB (Zpráva o měnové politice – podzim 2021)
- 3. Shrnutí a poslední rozhodnutí bankovní rady**



Poslední rozhodnutí bankovní rady

- Bankovní rada ČNB na svém listopadovém zasedání rozhodla **zvýšit dvoutýdenní repo sazbu na 2,75 %**.
- Bankovní rada vyhodnotila **rizika a nejistoty prognózy jako výrazné, ale v souhrnu nezpochybňující její vyznění**.
- Proinflační rizika:
 - delší poruchy globálních výrobních a dodavatelských řetězců
 - slabší kurz koruny
 - zvýšení inflačních očekávání
 - výraznější nárůst cen energií a imputovaného nájemného
- Protiinflační riziko: konsolidace veřejných rozpočtů novou vládou
- Razantní zvýšení úrokových sazeb má za cíl navrátit inflaci na horizontu měnové politiky (za 12 až 18 měsíců), do blízkosti 2% cíle a **podpořit ukotvenost inflačních očekávání firem a domácností**.
- Bankovní rada je připravena **pokračovat ve zvyšování úrokových sazeb** v souladu s podzimní prognózou.

Shrnutí

- Dochází k obnovujícímu se **přehřívání české ekonomiky, které nebude v delší perspektivě významně ovlivněno protiepidemickými opatřeními.**
- **Napjatý trh práce** se odráží v aktuálně výrazně **zvýšené jádrové inflaci, která bude brzdit jen velmi pomalu.**
- Celková inflace bude kulminovat na začátku příštího roku (kolem 7 %), poté **postupně zvolní směrem k 2% cíli na přelomu let 2022 a 2023** s přispěním působení zvýšených úrokových sazeb a posíleného kurzu koruny.
- Letos se HDP v souhrnu zvýší o necelá 2 %, v příštích dvou letech pak výrazně zrychlí. **Na předpandemickou úroveň se ekonomická aktivita vrátí na konci roku 2022.**

Děkuji za pozornost



ředitel sekce měnové

Petr Král

petr.kral@cnb.cz

