
Makroekonomický výhled, inflace a měnová politika

Podzimní prognóza 2023

Karina Kubelková

Ekonomické fórum privátní bankovníctví KB

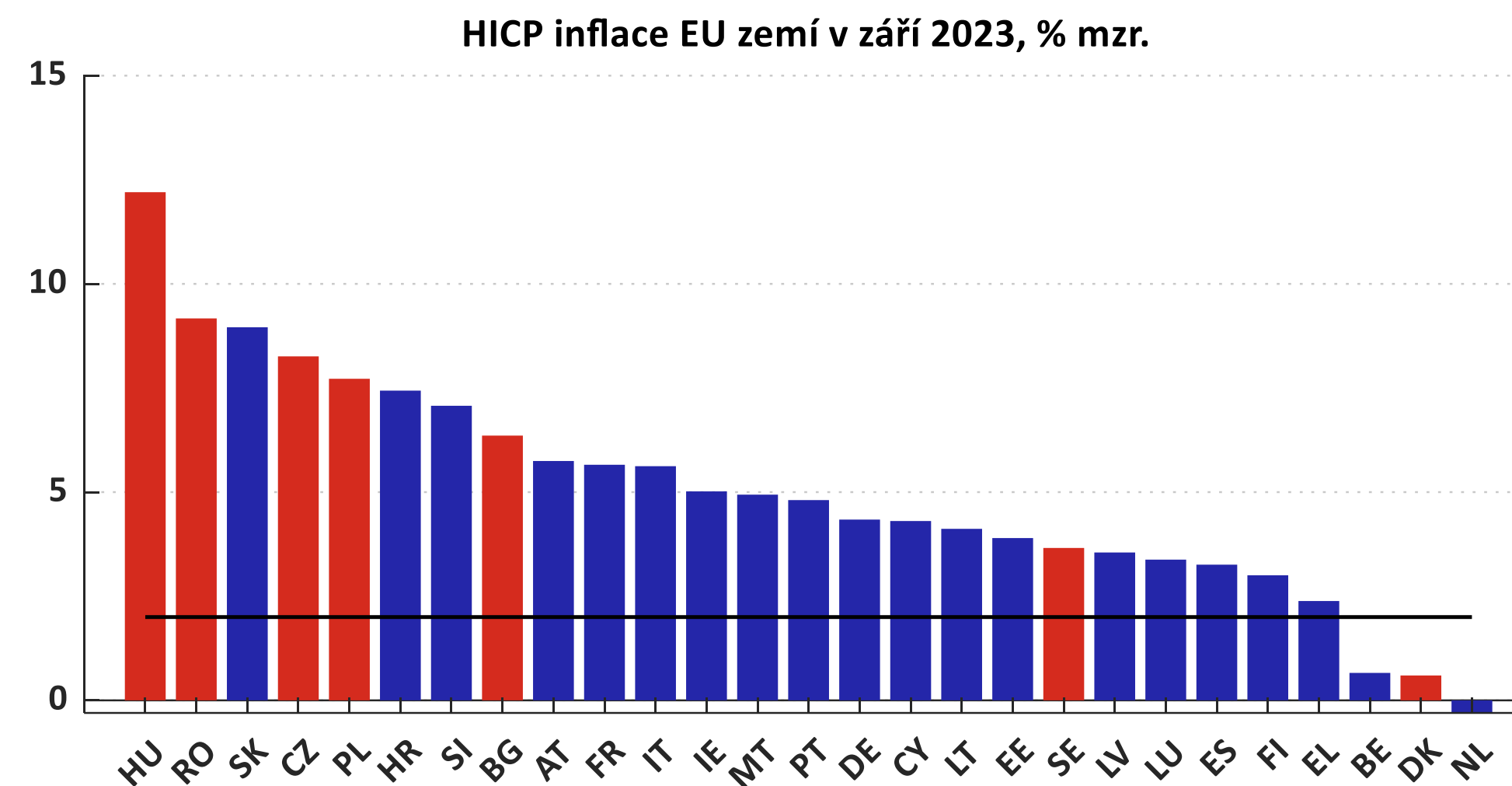
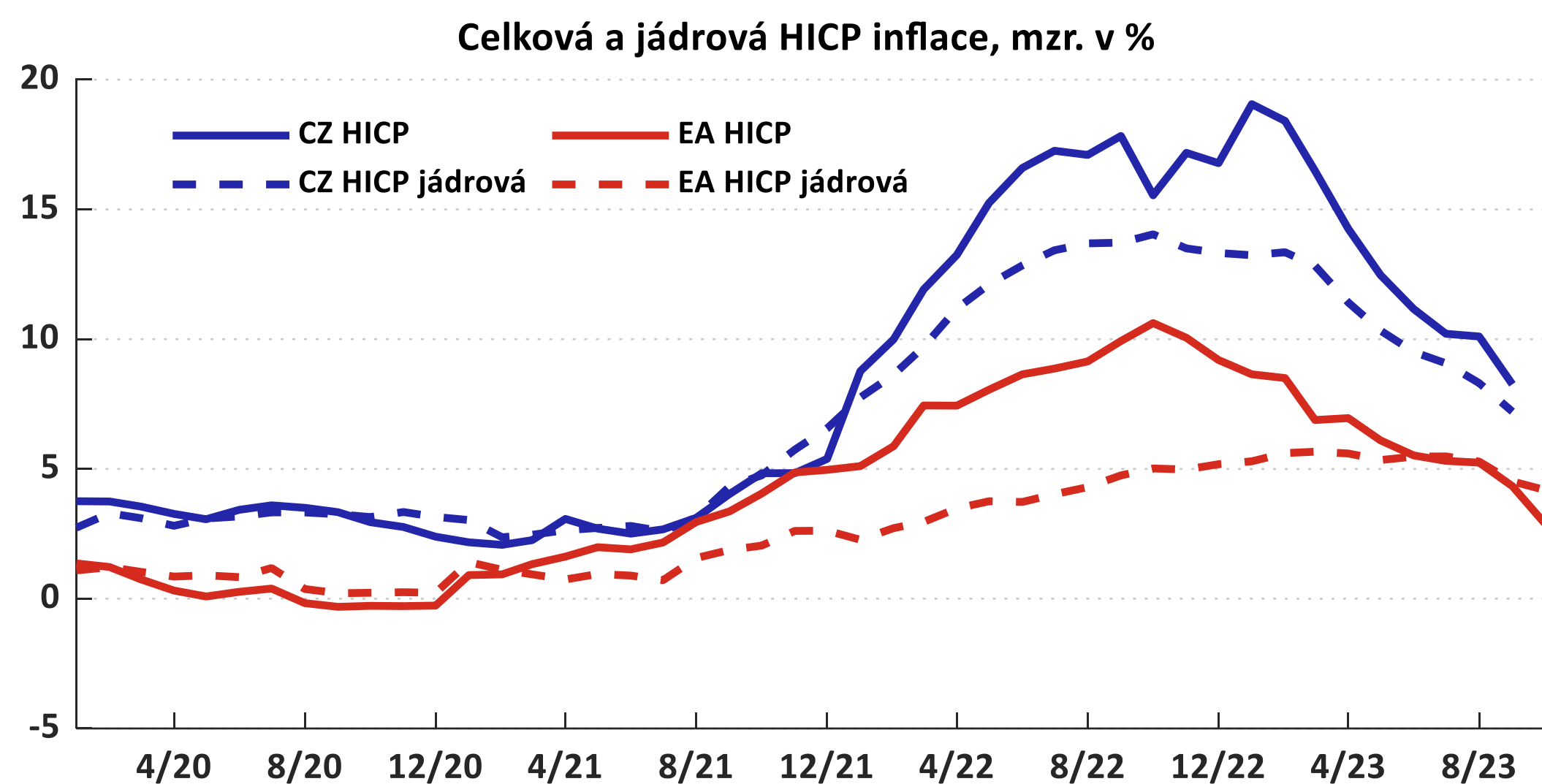
Praha, 8. listopadu 2023



Struktura prezentace

- I. Vývoj inflace a reálné ekonomiky v zemích EU – provázanost české ekonomiky s Německem
- II. Zpráva o měnové politice – podzim 2023

Inflace v zemích EU



Země eurozóny vyznačeny modře, zatímco země mimo eurozónu jsou červeně. Černá čára označuje 2%.

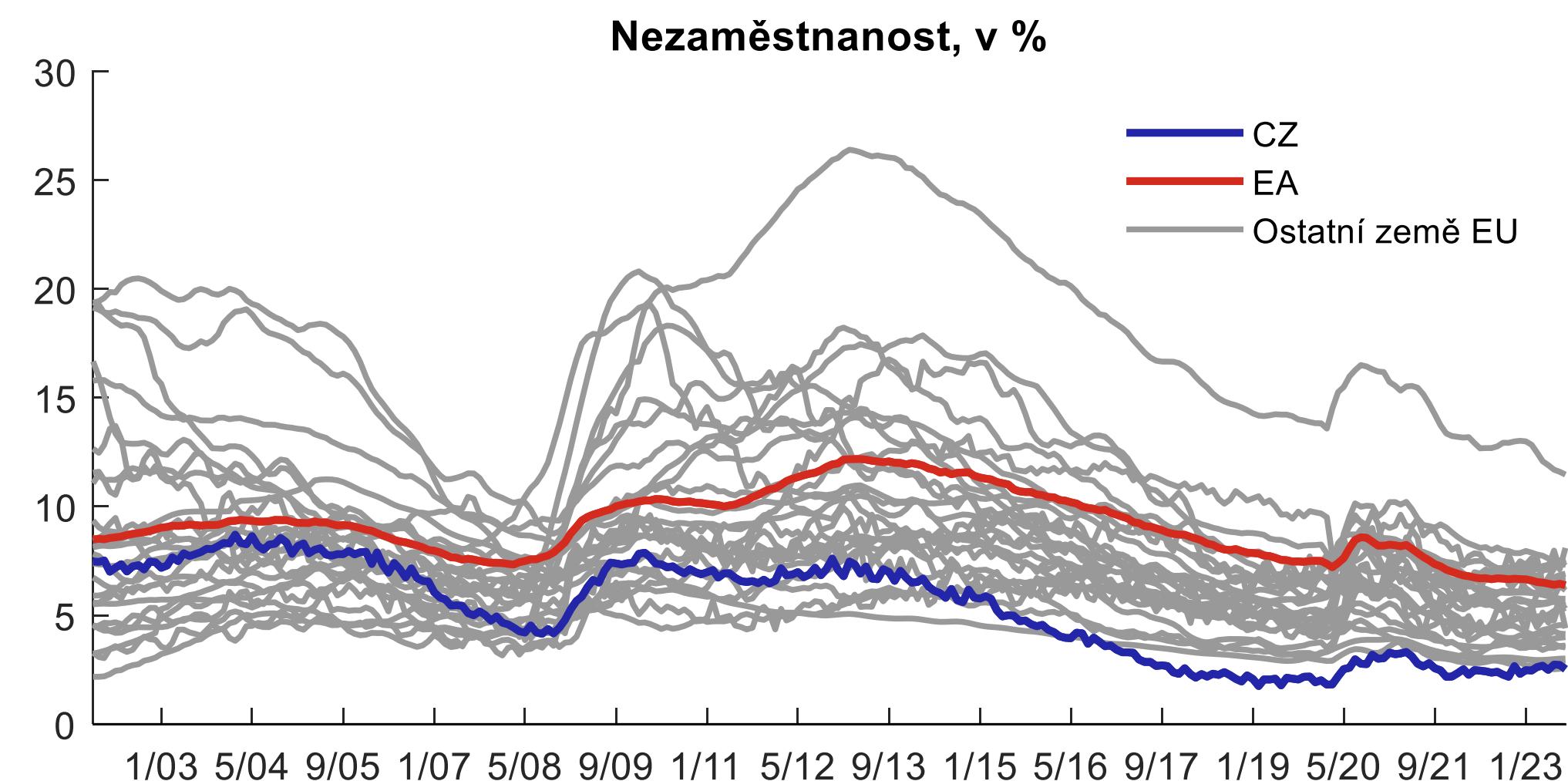
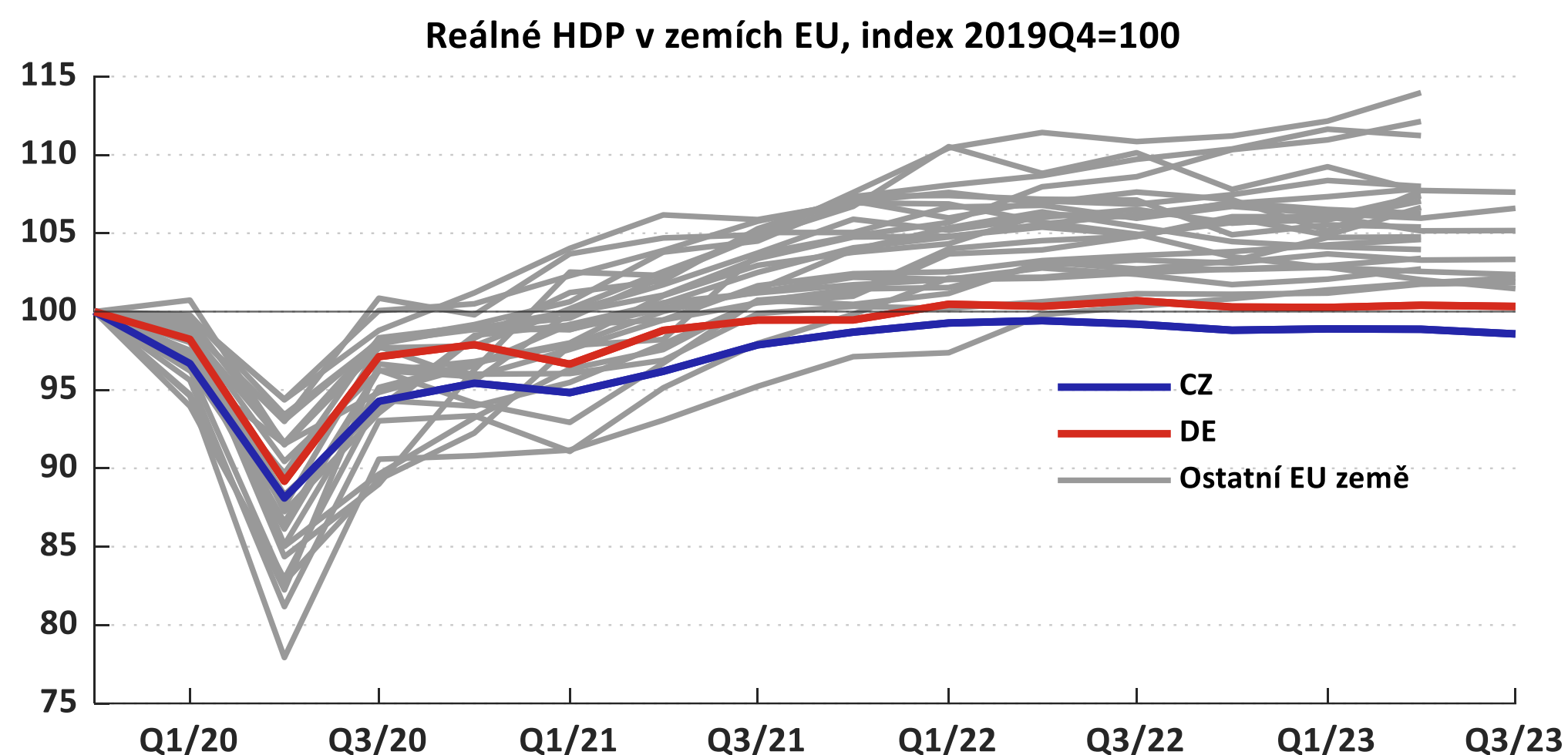
Zdroj: Eurostat

Celková inflace v ČR i v zemích EU výrazně zpomaluje a klesá k jádrové inflaci, tj. inflaci bez cen energií a potravin.

Zatímco **jádrová inflace v ČR** dosáhla vrcholu ve druhé polovině minulého roku a zpomaluje, v **eurozóně** byla nejvyšší v polovině letošního roku a klesá pozvolněji.

Celková i jádrová inflace v ČR patří i nadále mezi nevyšších v EU stejně jako zvýšení cenové hladiny po covidovém šoku.

Reálná ekonomická aktivita v zemích EU



Zdroj: Eurostat

Země EU prokázaly odolnost vůči energetické krizi a jejich **reálná ekonomika** překonala úroveň před covidem.

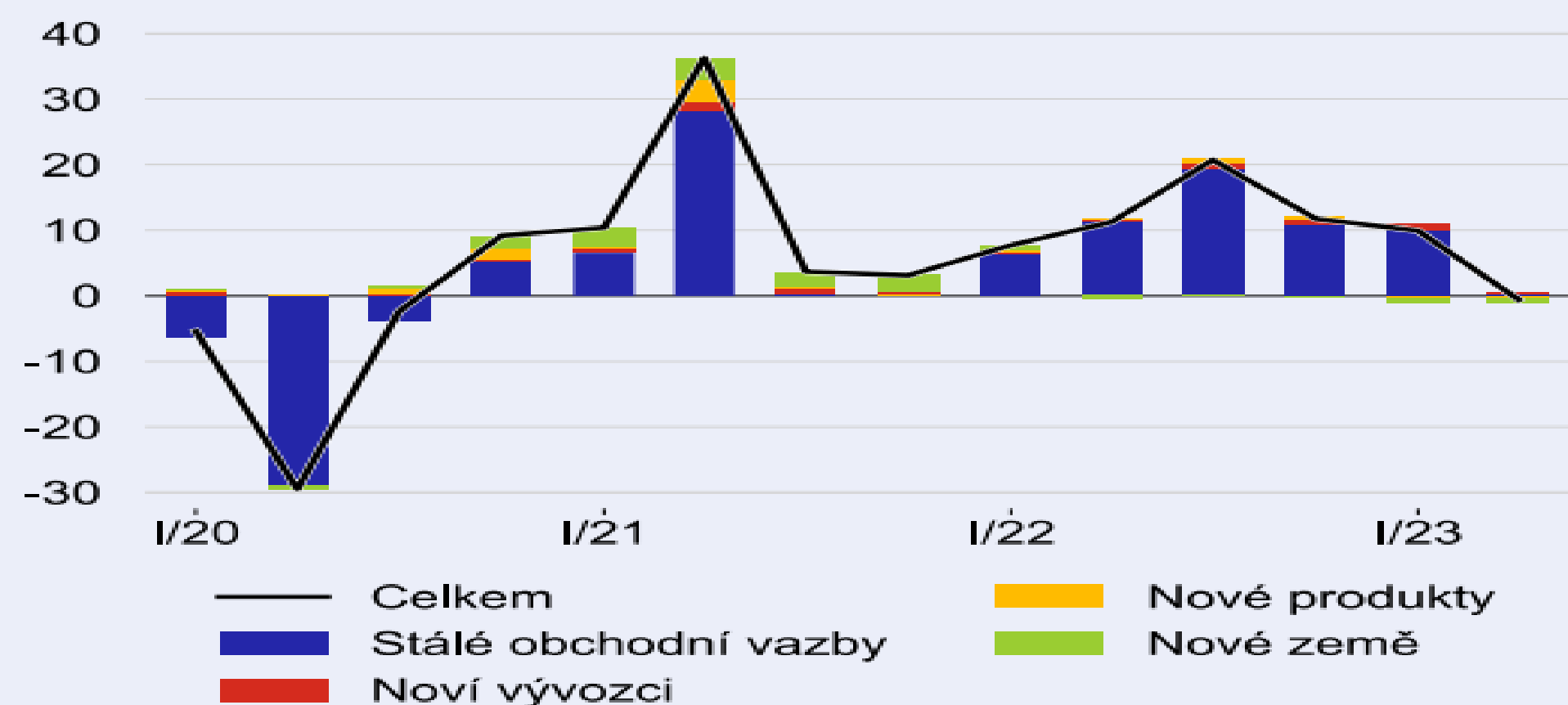
ČR jako jediná země EU zatím nedosáhla úrovně HDP před covidem. Podobně také německý reálný růst byl ve srovnání s ostatními zeměmi umírněný a česká ekonomika je výrazně ovlivněna hospodářským vývojem v Německu.

Nezaměstnanost v zemích EU se nadále nachází na historicky nízkých hodnotách. Nezaměstnanost v ČR je stále jedna z nejnižších v EU.

Závislost české ekonomiky na Německu

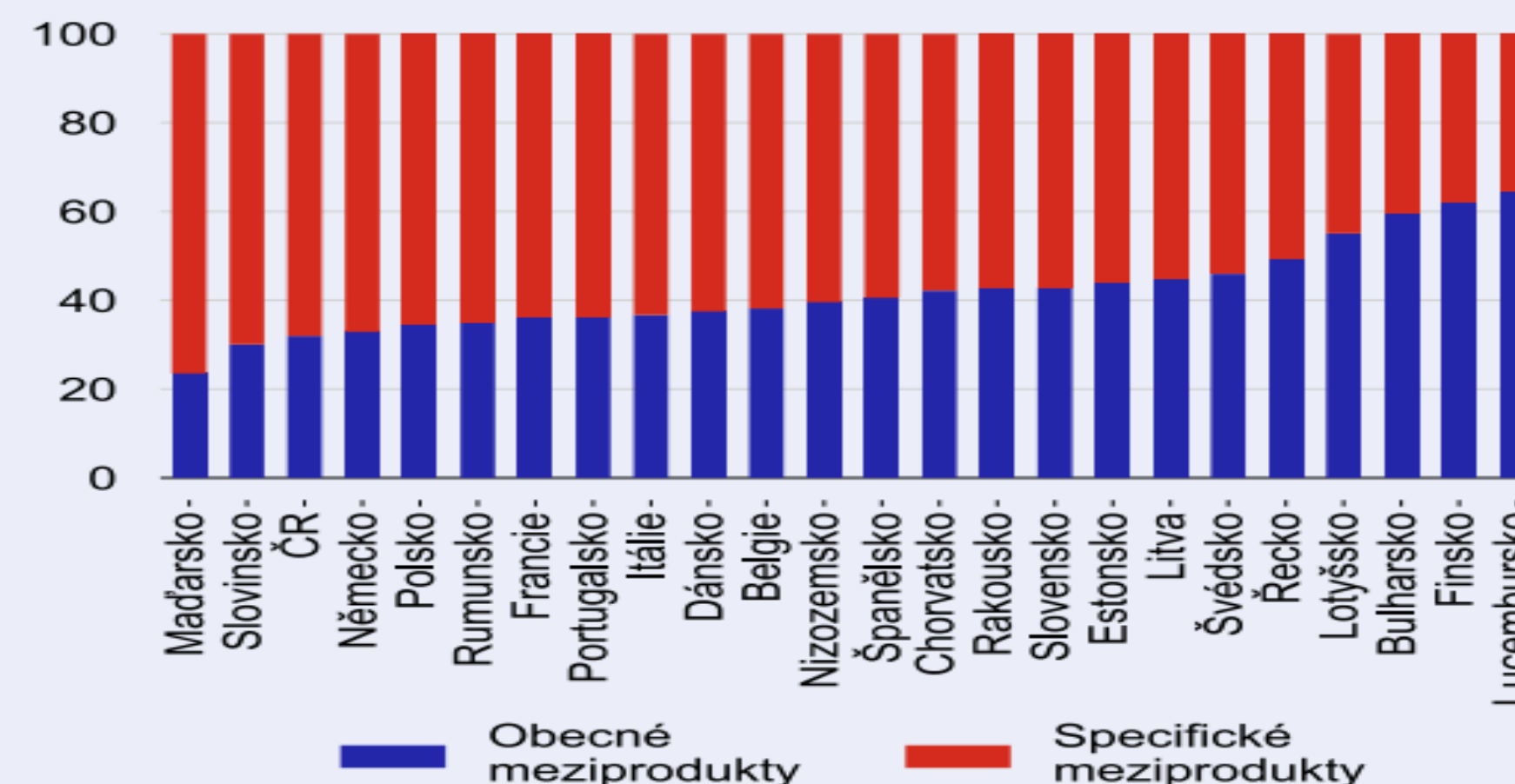
Dynamiku českého vývozu z velké části určují stálé obchodní vazby

roční míra růstu vývozu ČR a čisté příspěvky, firemní data ČSÚ o pohybu zboží za rezidenty, výpočet ČNB



Český vývoz je charakterizován vysokým podílem výrobků určených jen pro konkrétní odběratele

podíl obecných a specifických meziproductů na celkovém vývozu těchto meziproductů zemí EU v roce 2022, Eurostat, výpočet ČNB



Slabý výkon německého průmyslu a jeho výhled je **rizikem pro českou ekonomiku**. Německo je nejvýznamnější destinací českého vývozu a zároveň v českém vývozu do Německa:

- převažují meziproducty, například kovové výrobky či součásti strojů,
- je vysoký podíl tzv. specifických meziproductů, které jsou určené jen pro konkrétní odběratele,
- je patrná geografická blízkost německé ekonomiky a vlastnická provázanost českých a německých podniků.

Závislost na stálých obchodních vazbách a specifičnost produkce snižuje schopnost exportérů přeměrovat svoji produkci jinam v situaci, kdy stávající odběratelé omezují objednávky.

Zpráva o měnové politice Podzim 2023

Předpoklady o zahraničním vývoji

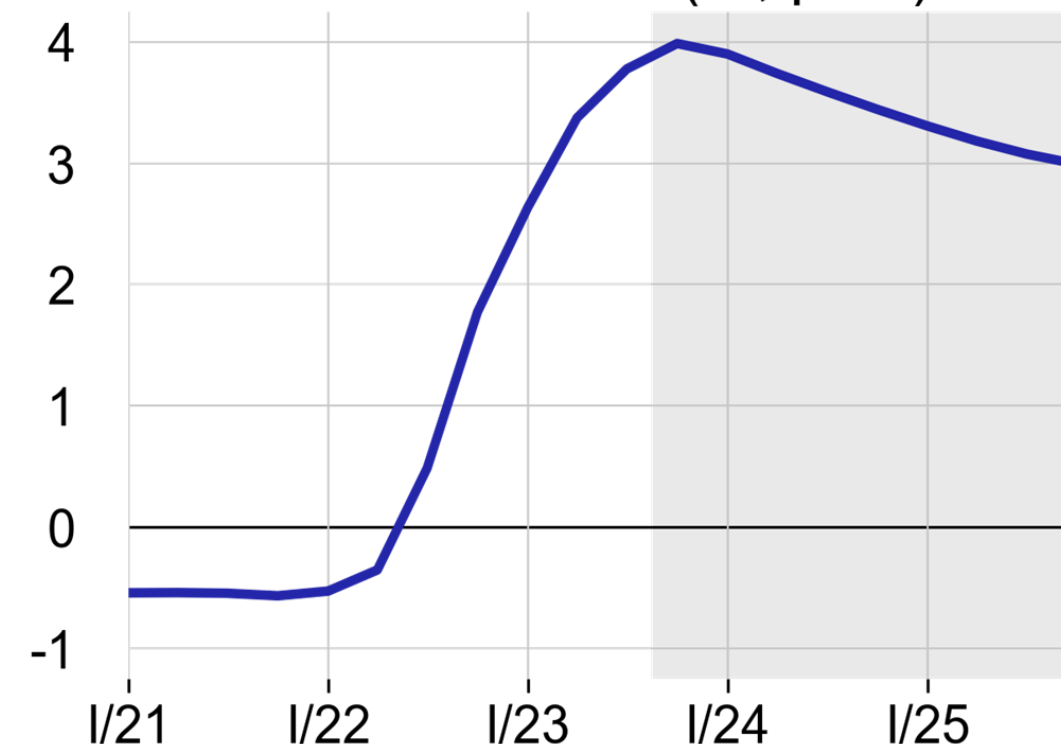
HDP efektivní eurozóny
(mzč. v %, anual.)



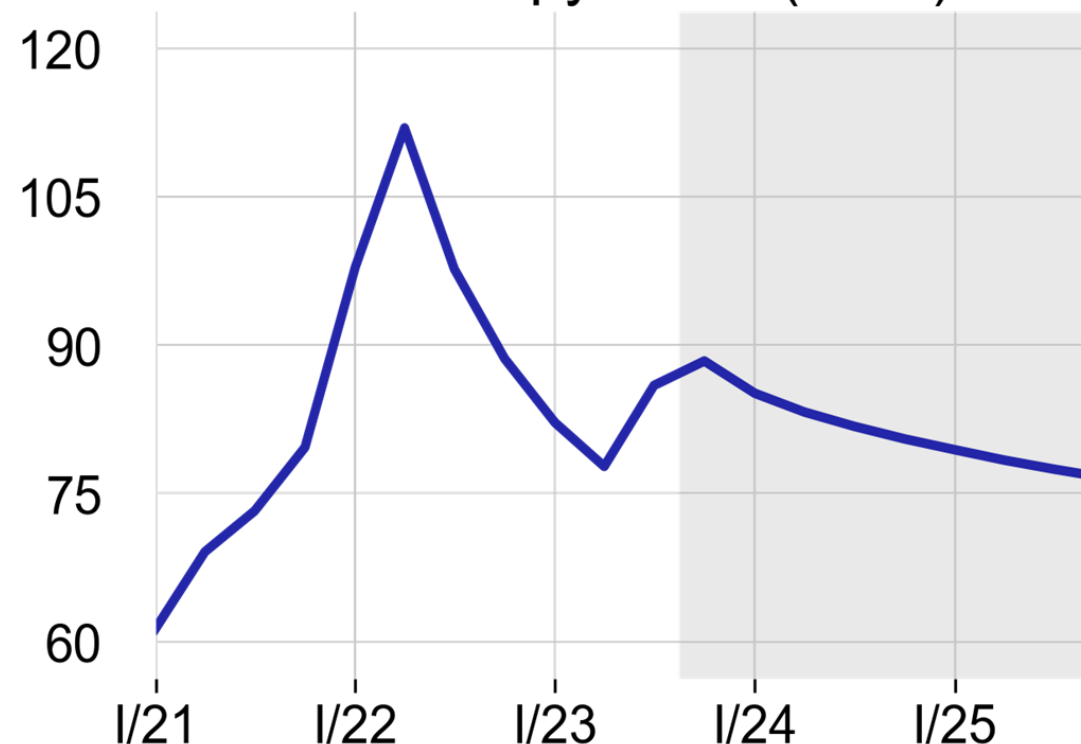
PPI efektivní eurozóny
(mzč. v %, anual.)



3M EURIBOR (% p. a.)



Cena ropy Brent (USD)



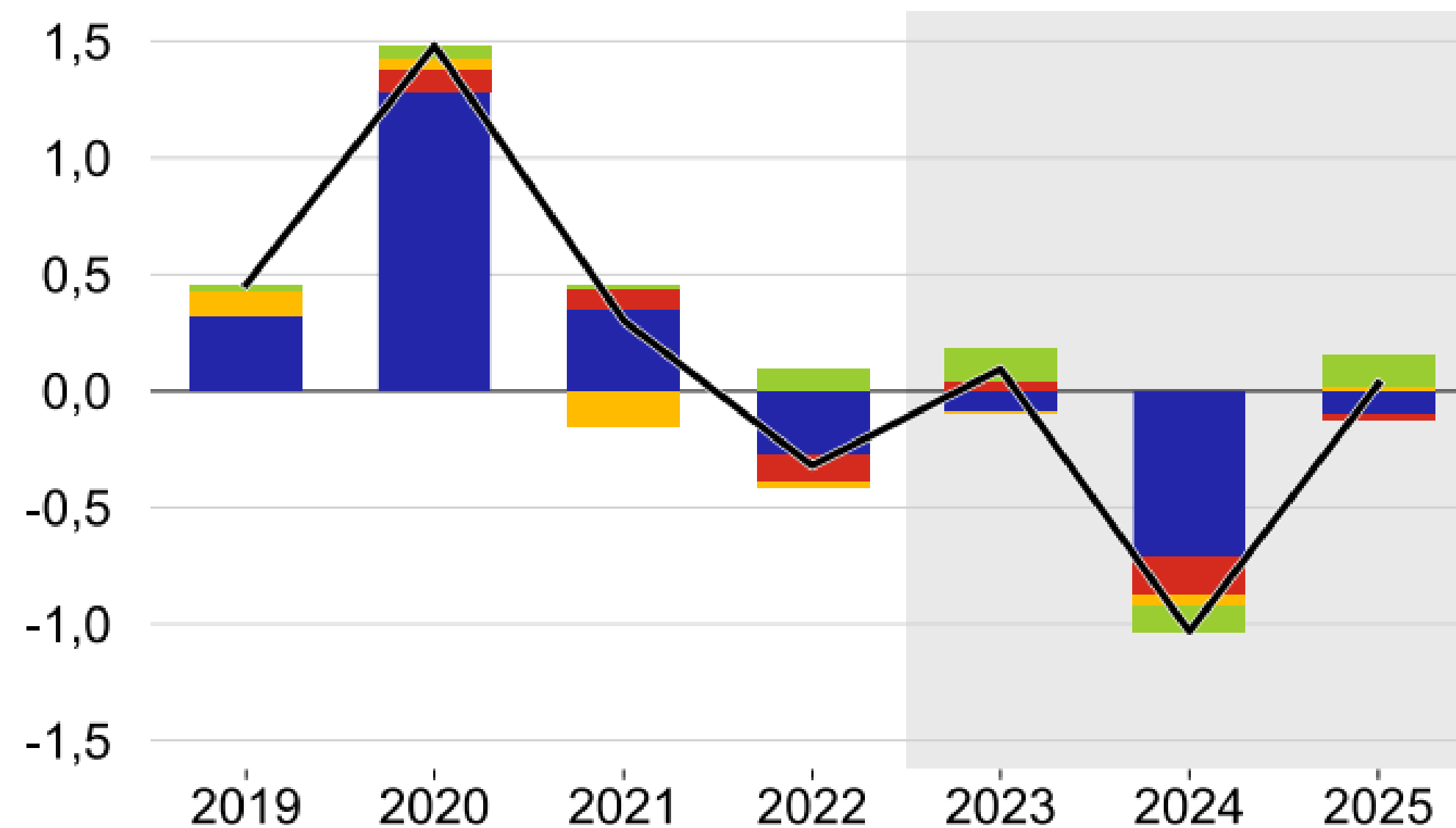
Ekonomika eurozóny bude v letošním roce stagnovat, zejména z důvodu poklesu exportně orientované průmyslové produkce, který odráží mimo jiné nízkou globální poptávku a zpřísněné měnové podmínky.

Ceny energií poslední dobou rostou, což zastavilo prohlubování meziročního poklesu **cen průmyslových výrobců** v efektivní eurozóně. Aktuálně zvýšená **cena ropy** a očekávaný nárůst ceny zemního plynu v době topné sezóny dále zpomalí jejich meziroční pokles.

ECB ponechala úrokové sazby beze změny na svém říjnovém zasedání. ECB již svou měnovou politikou pravděpodobně dále nezpřísní, neboť celková i jádrová spotřebitelská inflace v eurozóně zpomaluje.

Předpoklady o domácí fiskální politice

fiskální impulz, příspěvky k růstu HDP v p. b.



- Celkový fiskální impulz
- Spotřeba domácností
- Soukromé investice
- Investice vládních institucí domáci
- Investice vládních institucí z fondů EU

Fiskální politika bude letos na růst HDP působit zhruba **neutrálně**.

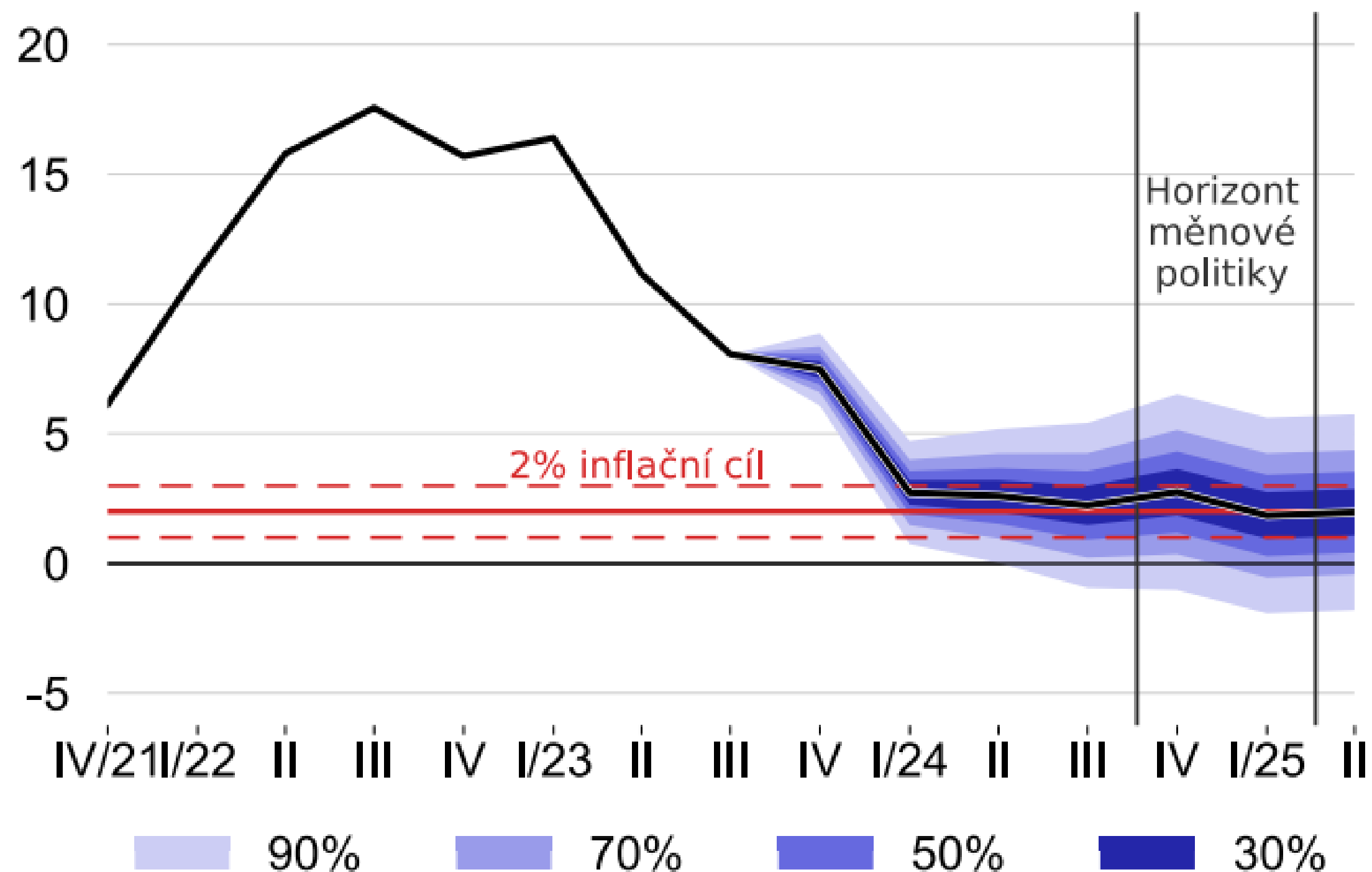
Odeznění některých podpůrných opatření z minulého roku bylo vykompenzováno pokračováním části opatření v souvislosti s vysokou inflací a drahými energiemi (dočasné prodloužení snížené spotřební daně na motorovou naftu do konce letošního července, finanční kompenzace distributorům energií, navýšení limitu pro registraci plátců DPH, atd.).

Dynamiku HDP bude v příštím roce tlumit definitivní ukončení podpůrných opatření, dopady **fiskálního konsolidačního balíčku** a výpadek čerpání investic z fondů EU.

V roce 2025 bude celkové působení fiskální politiky opět přibližně neutrální.

Prognóza celkové inflace

celková inflace, meziročně v %, interval spolehlivosti



Inflace se začátkem příštího roku vrátí do blízkosti 2% cíle, kde setrvá i na horizontu měnové politiky.

Zvolňující růst tržních cen odráží **utlumené nákladové tlaky ze zahraničí** a pokračující **zmírňování inflačního působení domácí ekonomiky**.

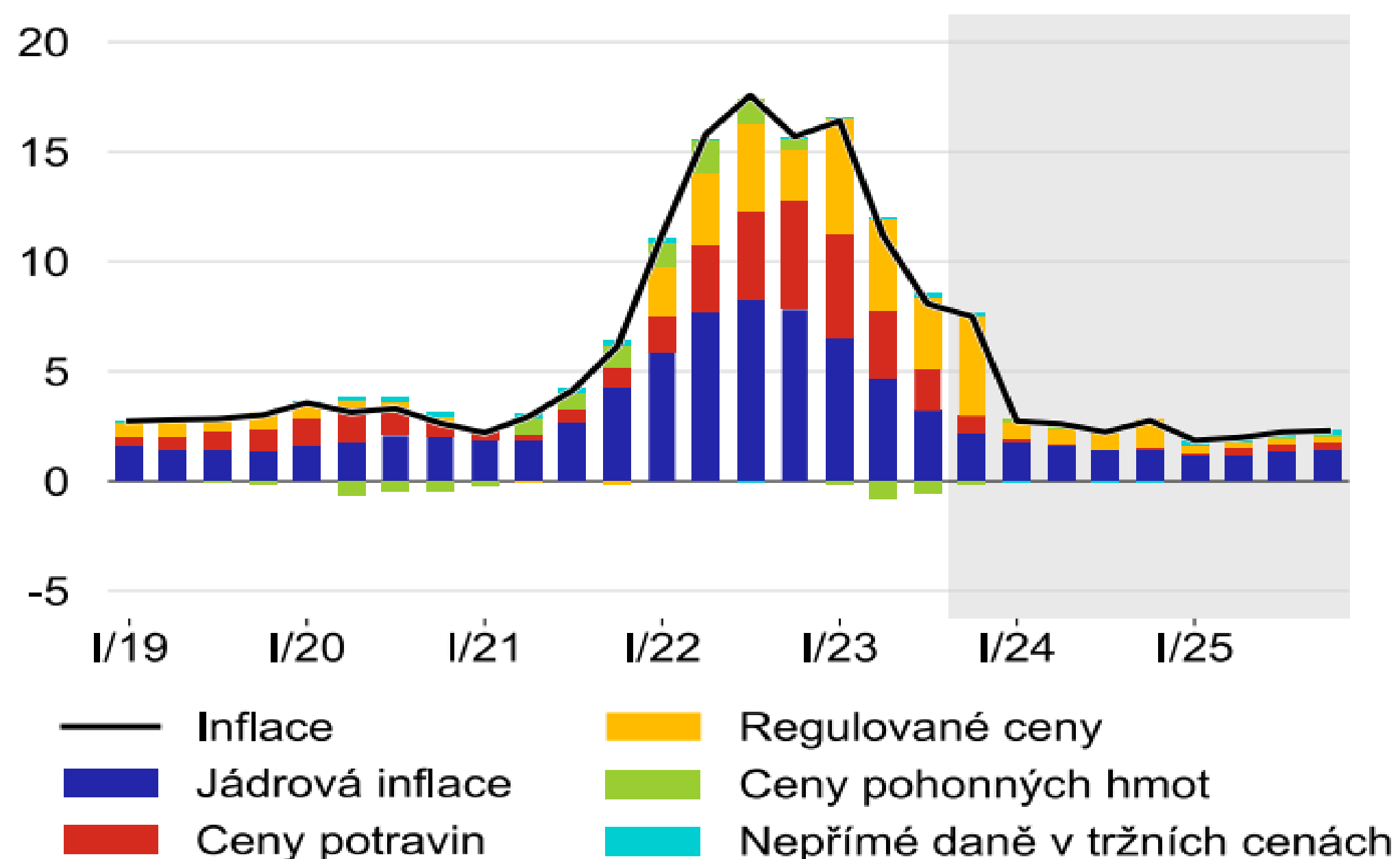
Dojde k postupné korekci **ziskových marží** domácích výrobců, obchodníků a poskytovatelů služeb.

Ve čtvrtém čtvrtletí dočasně zpomalí meziroční pokles inflace kvůli srovnávací základně loňského roku, která souvisí se zavedením vládního **energetického úsporného tarifu** v minulém roce.

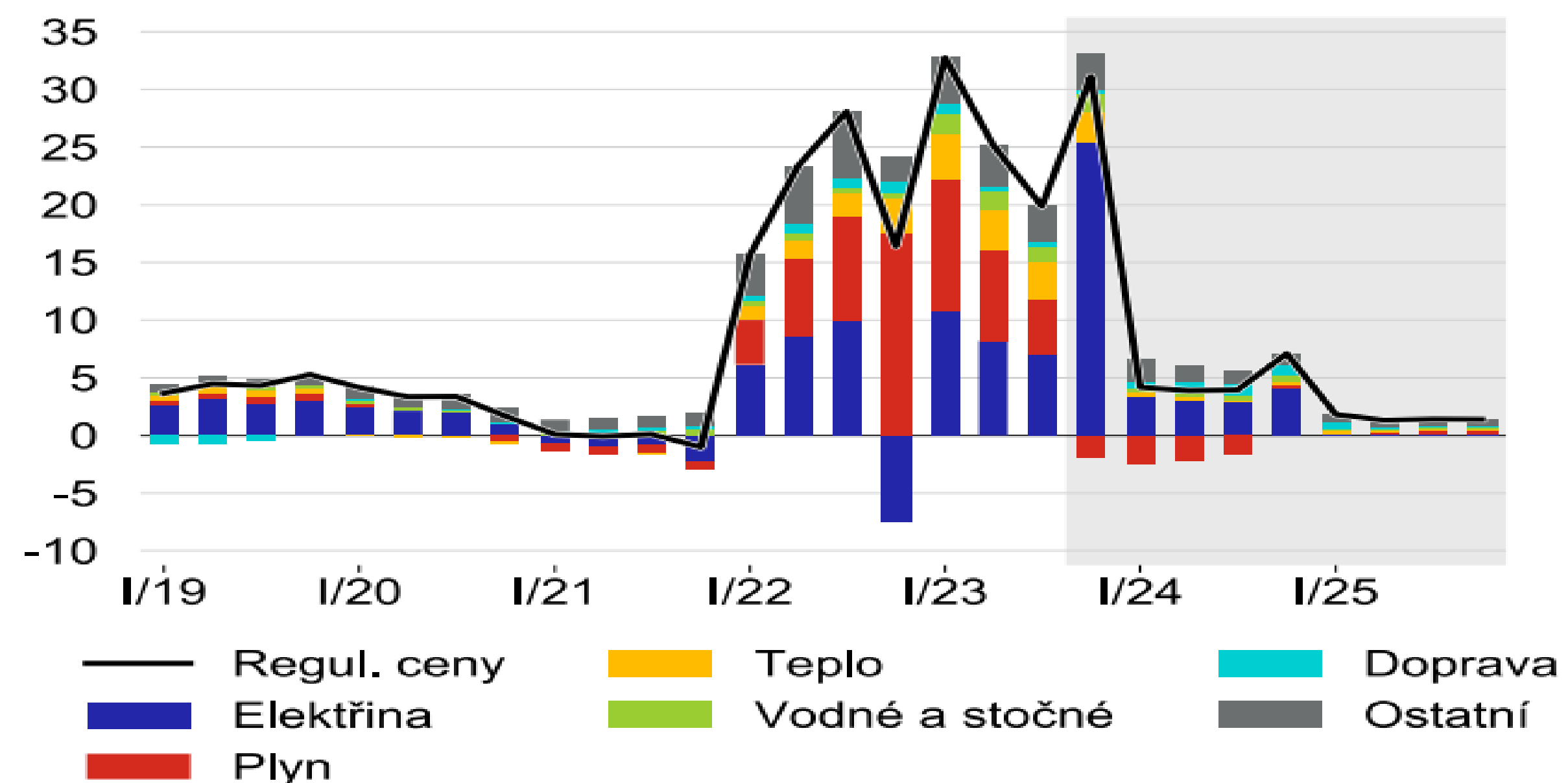
Počátkem příštího roku se pak inflace výrazně sníží, přičemž odezní vysoká dynamika **regulovaných cen** a obvyklé **lednové přecenění** zboží a služeb proběhne dle prognózy přibližně ve standardní míře.

Struktura inflace

struktura inflace, meziroční změny v %, příspěvky v p. b.



regulované ceny, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., včetně daní

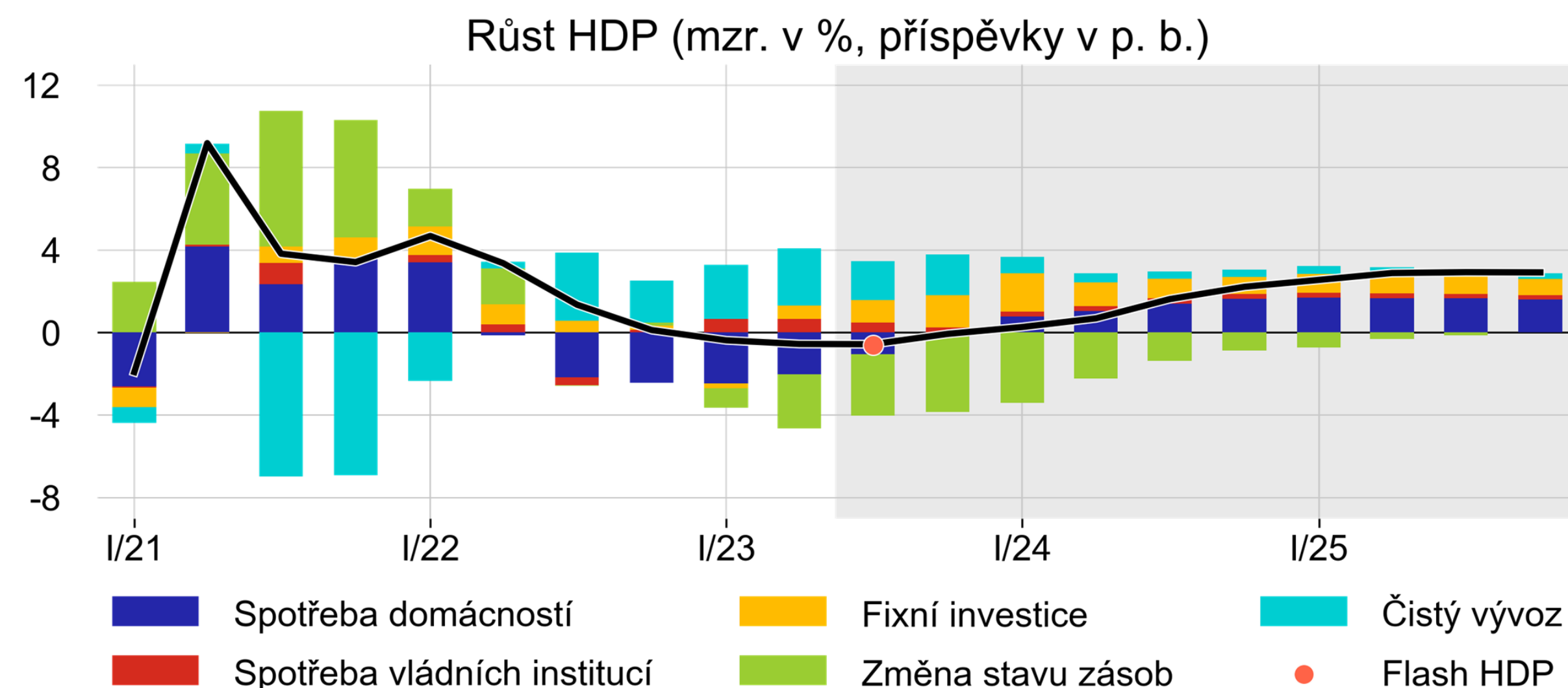
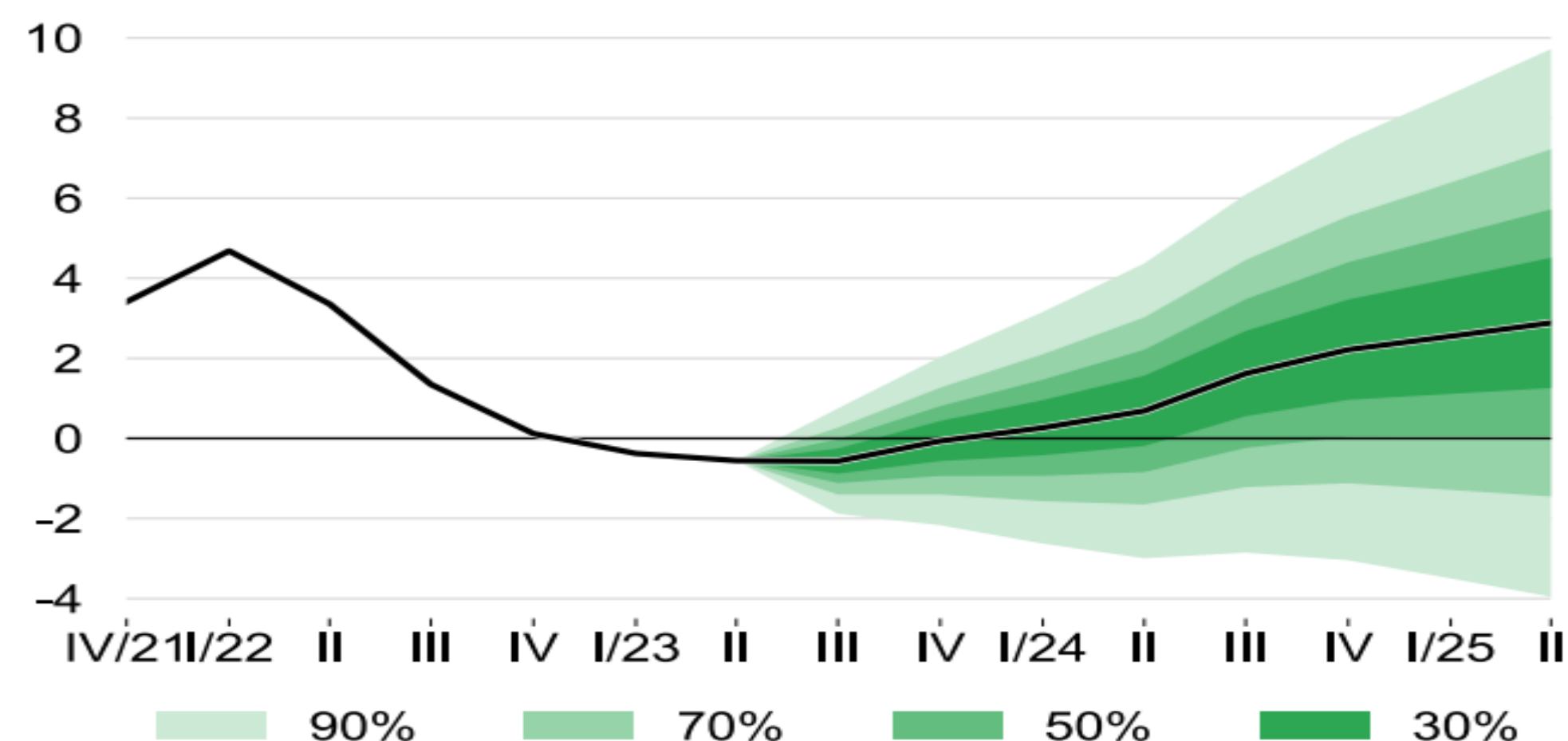


Příspěvek **jádrové inflace** a **cen potravin** do celkové inflace se bude snižovat. K poklesu jádrové inflace přispěje kromě výrobních cen i slabá domácí poptávka a imputované nájemné. Příspěvek **cen pohonných hmot** se i v závěru roku udrží v záporném teritoriu.

Dynamika **regulovaných cen** koncem roku dočasně vzroste z důvodu cen elektřiny (efekt srovnávací základny úsporného tarifu). Poté dynamika regulovaných cen výrazně poklesne, i když zůstane zvýšená (zrušení vládních dotací na distribuci energií a znovuzavedení poplatků za obnovitelné zdroje).

Prognóza růstu reálného HDP

meziroční změny v %, sezonně očištěno, interval spolehlivosti



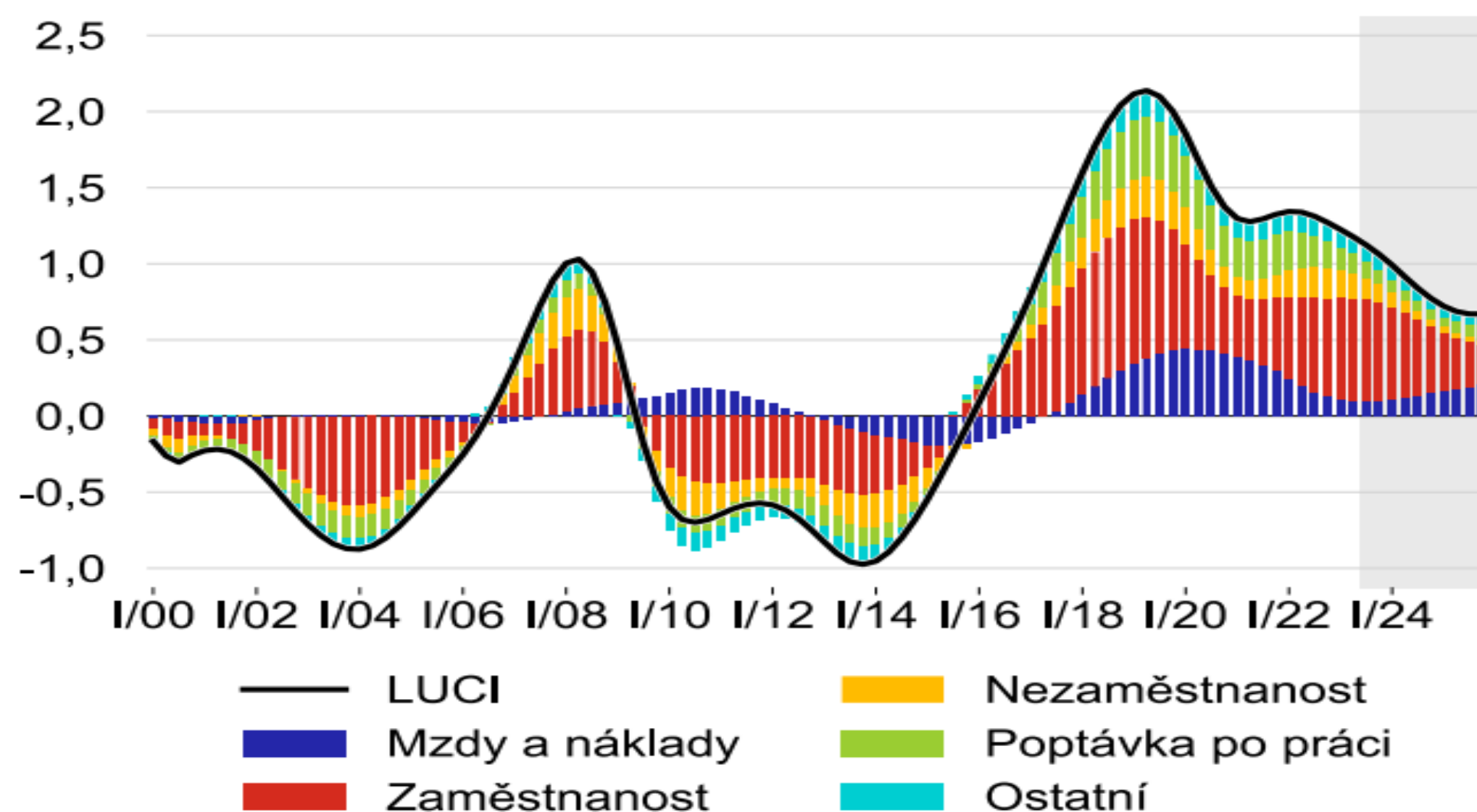
Reálný HDP letos mírně klesne především vlivem propadu **spotřeby domácností**, která však v příštím roce ekonomický růst potáhne. K rovnovážnému 3% růstu se HDP přiblíží až v roce 2025.

Dynamika celkových **hrubých investic** bude do konce roku 2024 dominantně ovlivněna **tvorbou zásob**. Čistý vývoz ve zbytku roku poroste jen umírněným tempem v důsledku utlumené zahraniční poptávky. Podobně i **spotřeba vládních institucí** poroste umírněným tempem.

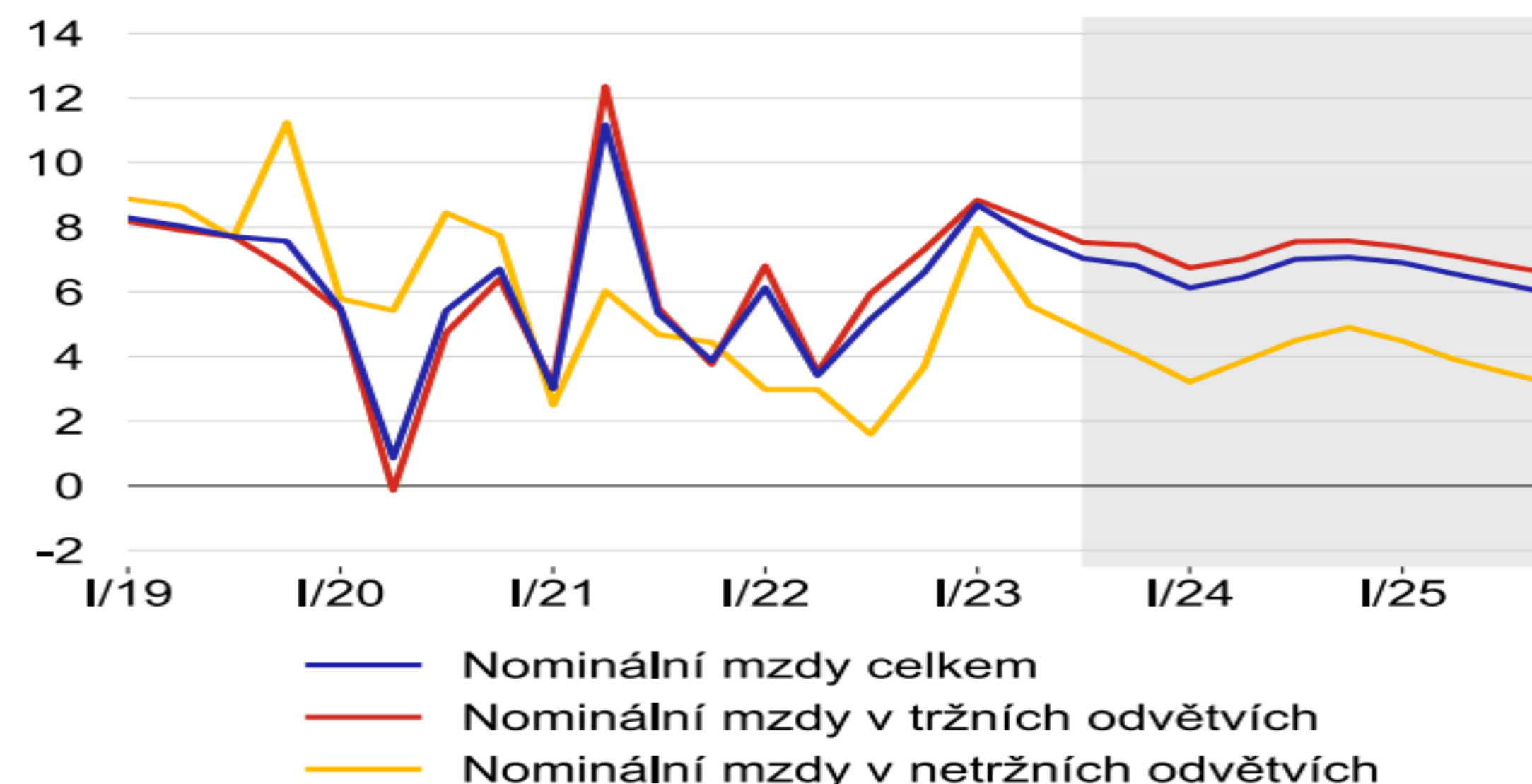
„Rychlý odhad“ HDP pro 3Q 2023 je v souladu se základním scénářem prognózy.

Trh práce

index LUCI, vertikální osa ukazuje směrodatné odchylky



nominální mzdy, meziroční změny, sezonně očištěno, v %

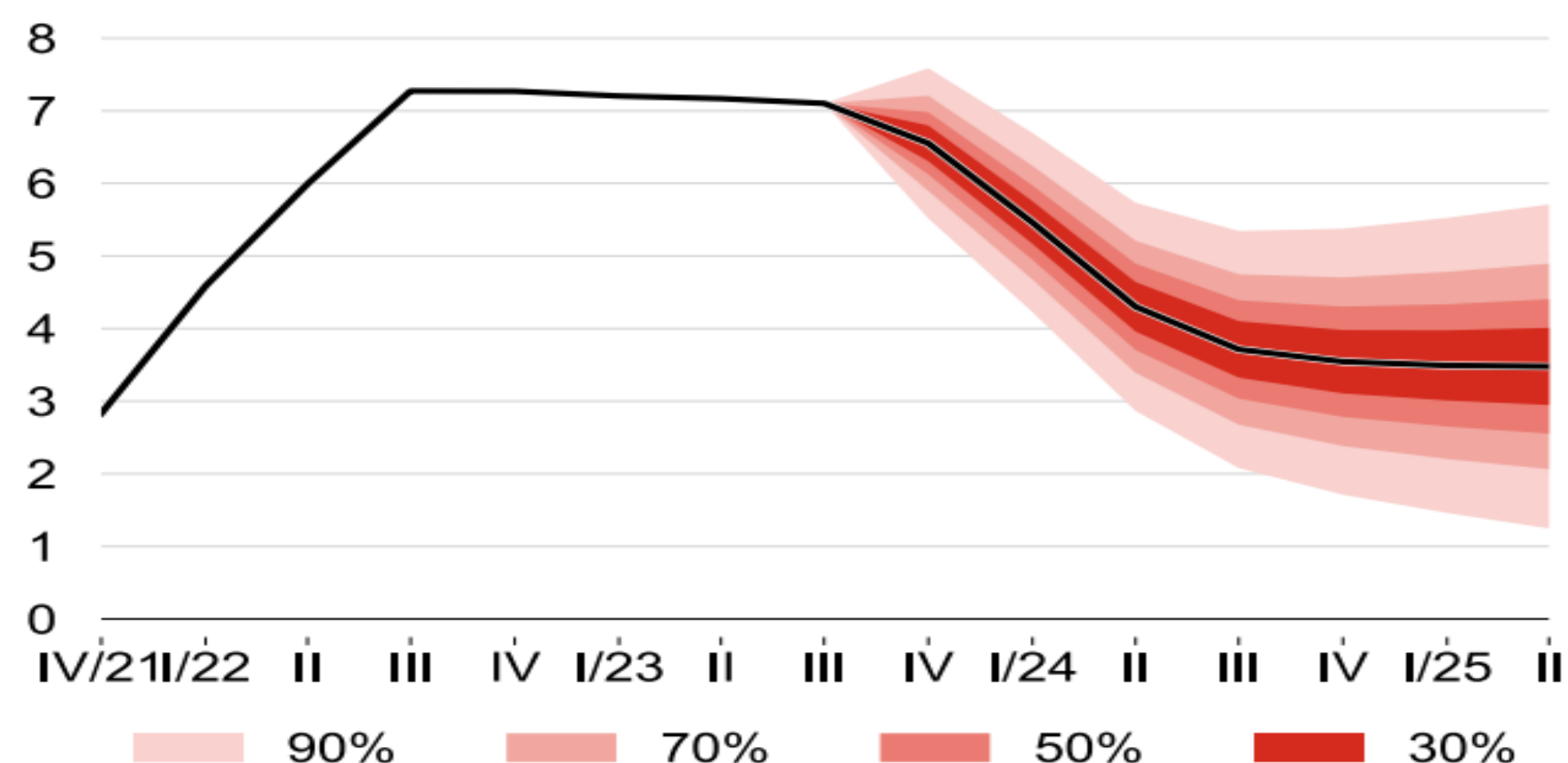


Pohledem indikátoru LUCI napětí na **trhu práce** přetrvává, i když se zmírňuje. **Zaměstnanost** vzroste jen mírně z důvodu postupně se vyčerpávajícího pracovního trhu. **Míra nezaměstnanosti** mírně vzrostla, dále se však bude zvyšovat už jen pozvolna a z historického pohledu zůstane velmi nízká.

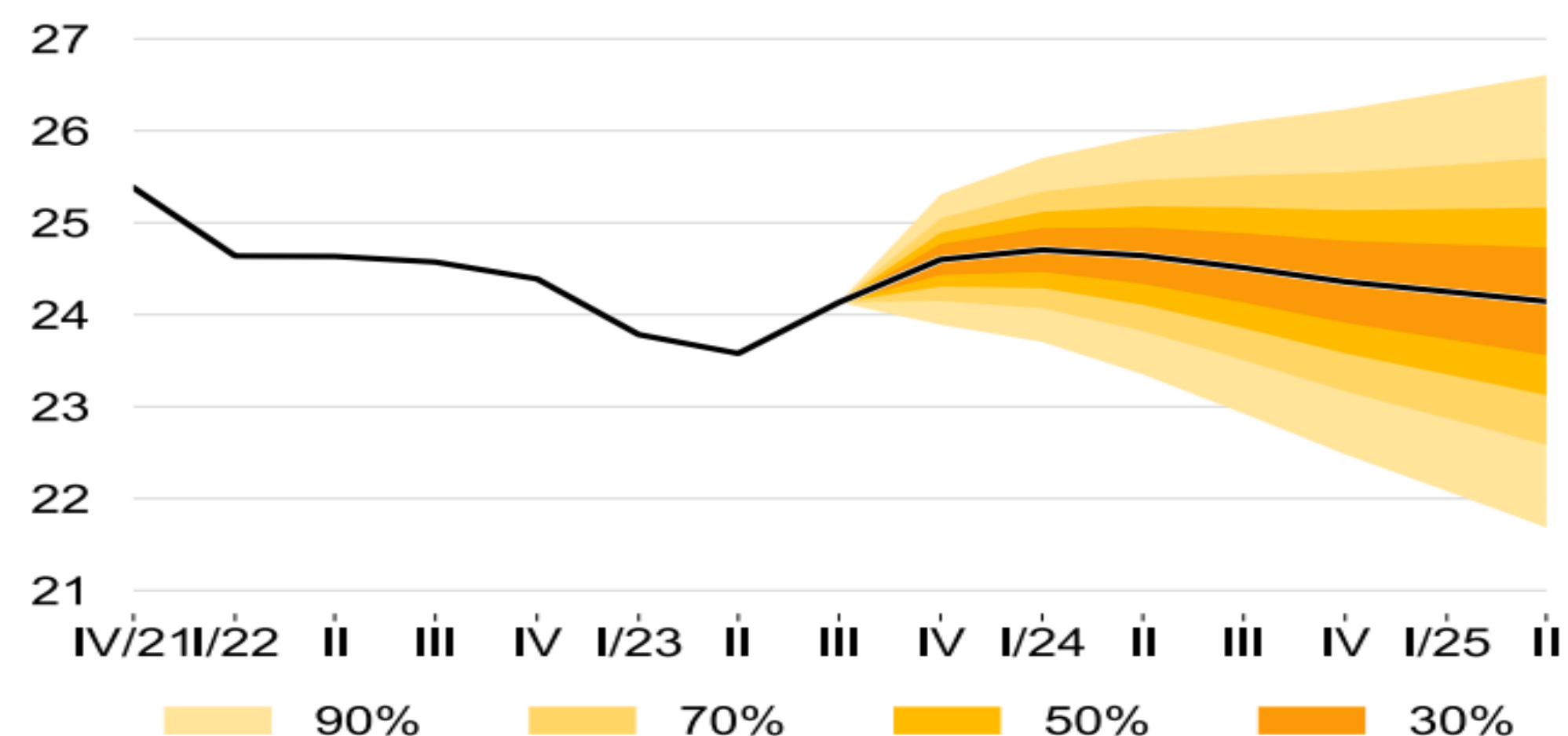
Mzdová dynamika se však udrží na zvýšených hodnotách za přispění vysoké ziskovosti firem a růstu minimální mzdy. Růst nominálních mezd tak zůstane zvýšený v návaznosti na dosavadní vysokou inflaci a povede k růstu reálných mezd po dlouhém období jejich poklesu.

Prognóza úrokových sazeb a kurzu

3M PRIBOR v %, interval spolehlivosti



kurz CZK/EUR, interval spolehlivosti



Se základním scénářem prognózy je konzistentní pokles tržních **úrokových sazeb** koncem letošního roku a v příštím roce se zhruba stabilizují blízko neutrální úrovně. Pokles úrokových sazeb tlumí autonomní zpříšňování reálných úrokových podmínek dané poklesem inflace k cíli.

Ex post reálné úrokové sazby se na začátku příštího roku dostanou do kladných hodnot. **Ex ante reálné úrokové sazby** jsou zřetelně kladné již od počátku letošního roku.

Po počátečním oslabení se v průběhu příštího roku obnoví **posilování koruny**.

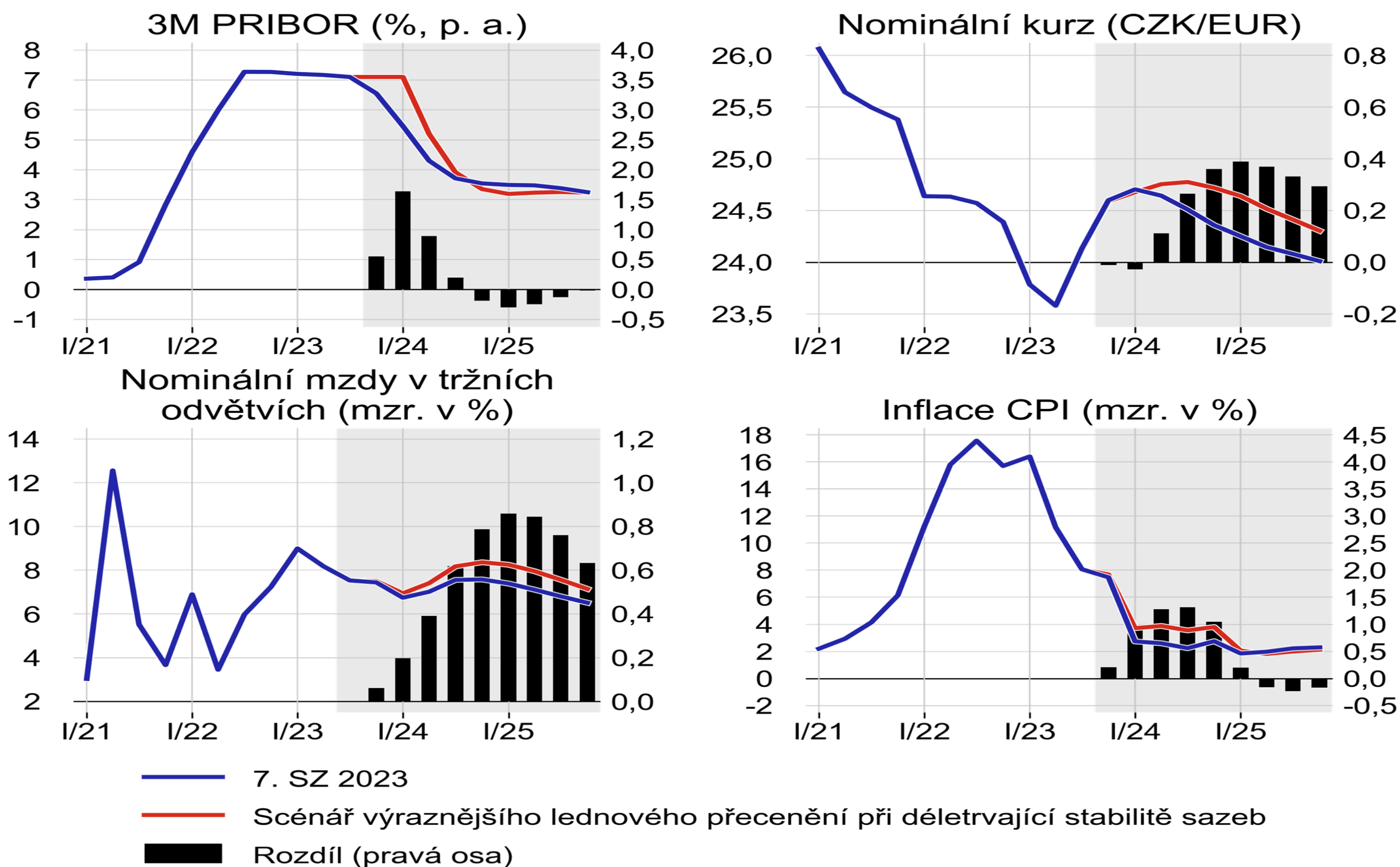
Scénář výraznějšího lednového přecenění při déletrvající stabilitě sazeb

Vyšší **lednový růst cen** se propíše do vyšší inflace i ve zbytku příštího roku.

Měnová politika na výraznější lednové 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 rychlejším **nominálním mzdovém růstu** oproti základnímu scénáři.



Měnověpolitické rozhodnutí

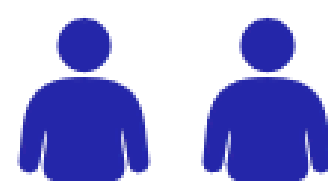


HLASOVÁNÍ O VÝŠI 2T REPO SAZBY

PONECHAT NA 7,00 %



SNÍŽIT NA 6,75 %



Bankovní rada diskutovala novou makroekonomickou prognózu. Její základní scénář implikuje postupný pokles úrokových sazeb od čtvrtého čtvrtletí letošního roku.

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 2% cíli. Trajektorie úrokových sazeb se tak nejspíše bude v nadcházejících čtvrtletích nacházet výše oproti základnímu scénáři prognózy.

Další MP jednání bude 21. prosince 2023.

Rizika

Bankovní rada vyhodnotila rizika a nejistoty základního scénáře 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
- delší působení expanzivní fiskální politiky

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

Děkuji za pozornost



Karina Kubelková
členka bankovní rady ČNB
karina.kubelkova@cnb.cz