

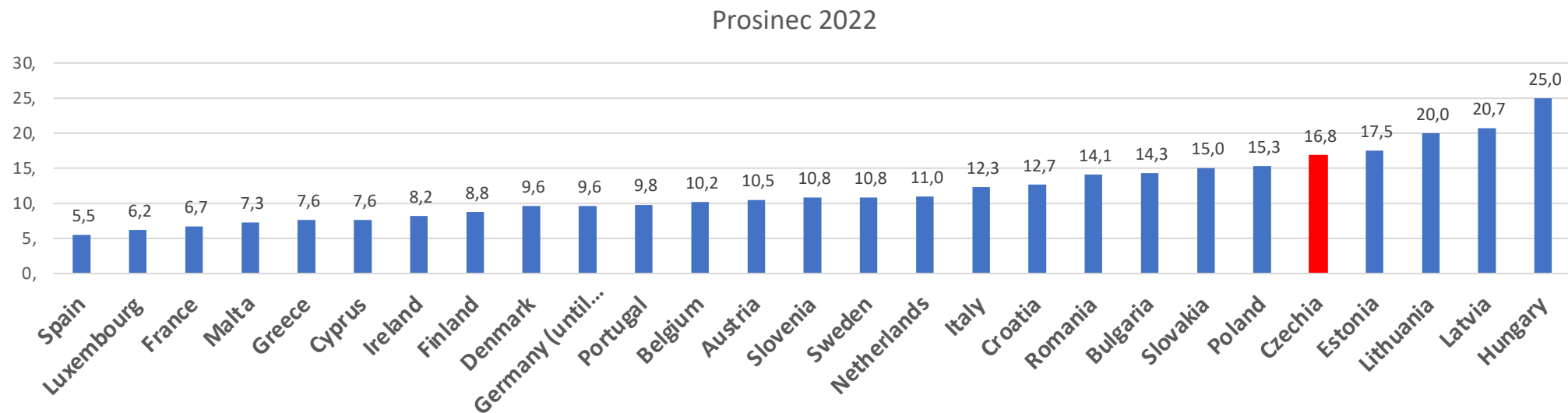
Vazba fiskální a měnové politiky

Eva Zamrazilová

Absolventská středa, VŠE, 25. ledna 2023



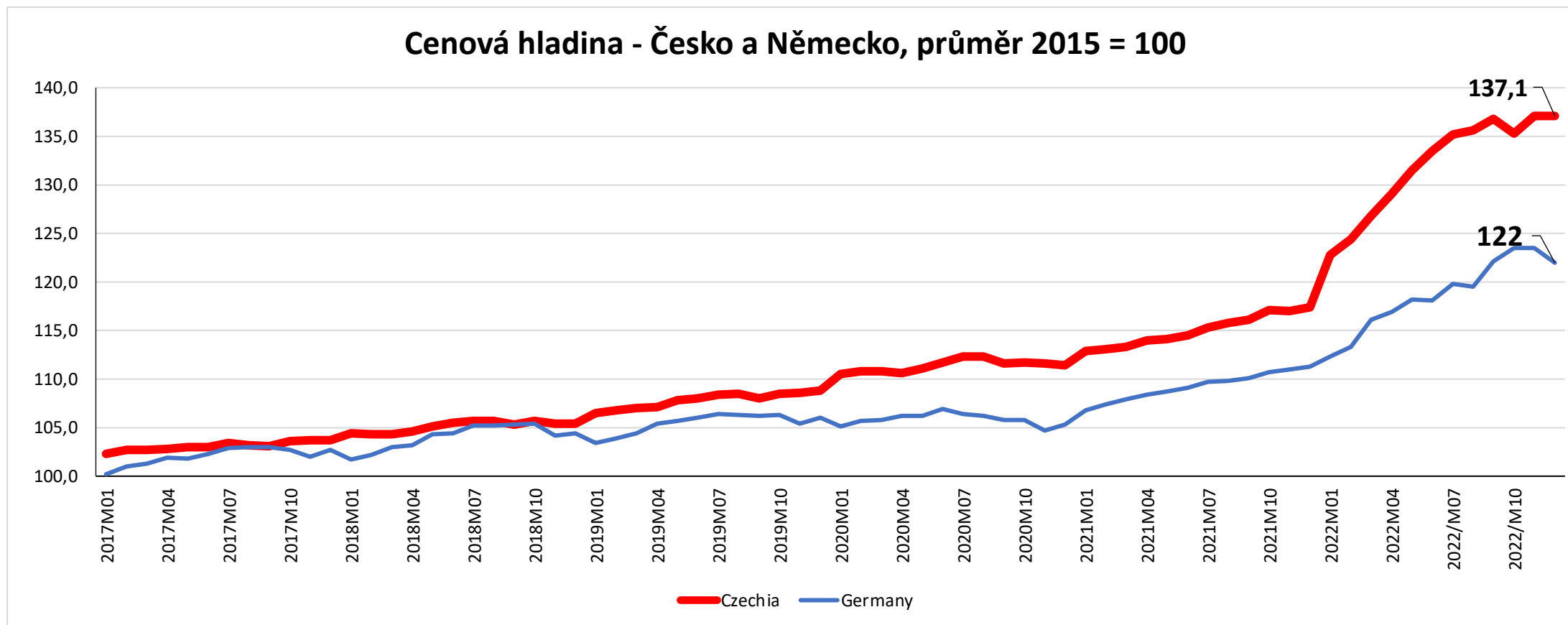
Inflace (HICP, y/y) v mezinárodním srovnání EU



Zdroj: Eurostat

- Proč je česká inflace jedna z nejvyšších v EU ?
- Kombinace
 - Role energií
 - Tlaky z trhu práce
 - Příspěvek veřejných financí
 - Dlouhodobě uvolněná měnová politika

Cenová hladina: Česko a Německo

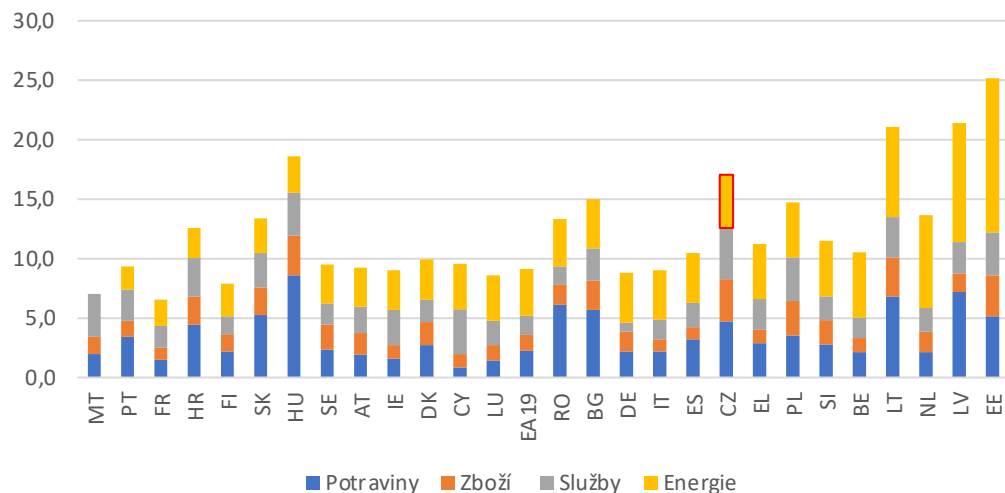


Zdroj: Eurostat

- Vývoj české cenové hladiny se od vývoje v Německu začal odtrhávat již koncem roku 2018

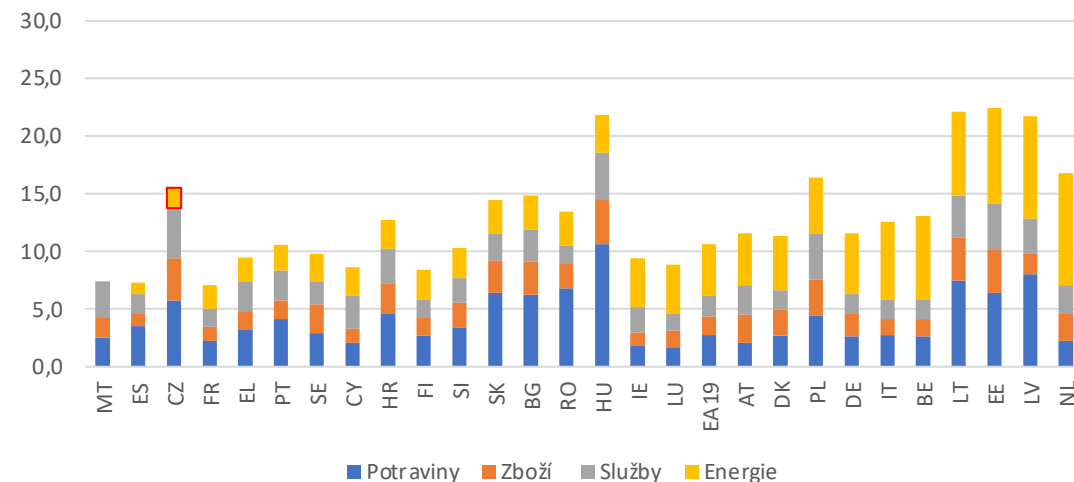
Role energií v mezinárodním srovnání

Srpen 2022



Zdroj: Eurostat

Listopad 2022

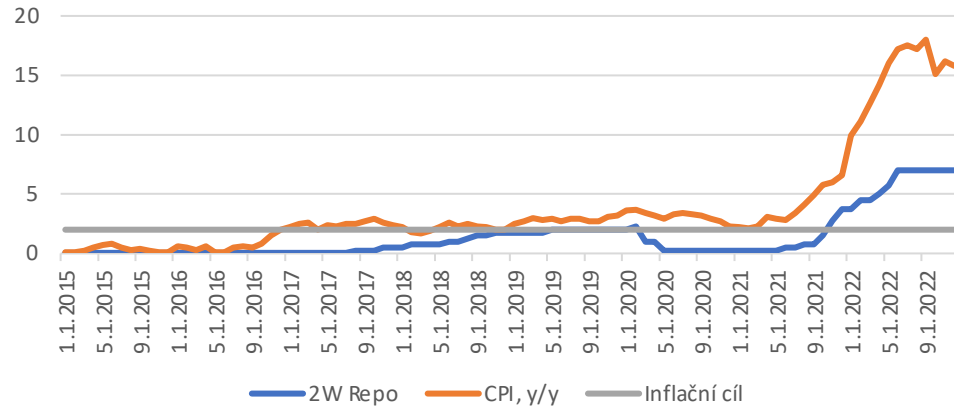


Zdroj: Eurostat

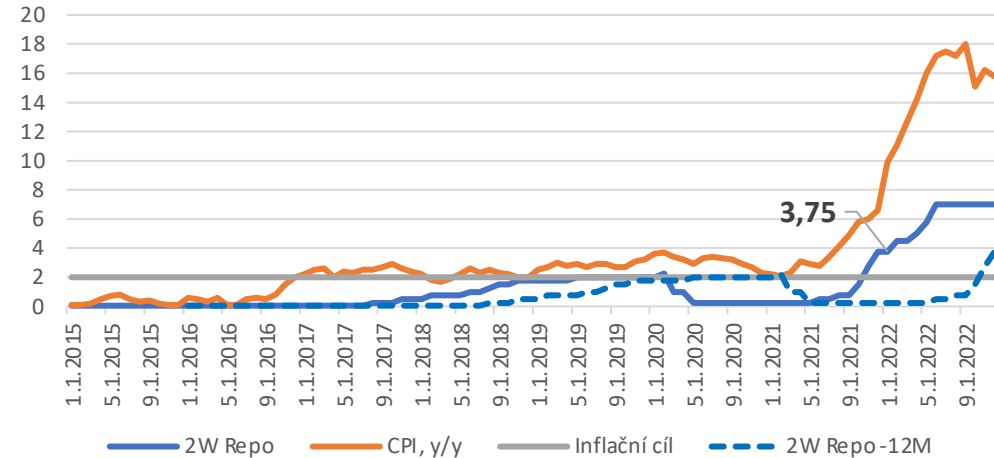
- Technické měření skutečných cen energií pro domácnosti v souvislosti s přijatými opatřeními
- Dopad na celkovou inflaci výrazný, nejistota ohledně dopadu časového profilu jednotlivých opatření – zavádění a rušení, vzájemné kombinace
- Zkreslení mezinárodních srovnání, v každé zemi statistický úřad zohledňuje příslušnou národní pomoc s energetickou krizí jinak, není společný metodický pokyn Eurostatu
- I proto ČR v srpnu 5. nejvyšší, v září 7. , blíže k průměru EU

Proinflační faktory a působení měnové politiky

CPI, y/y, 2W repo



CPI, y/y, 2W repo, 2W repo-12M

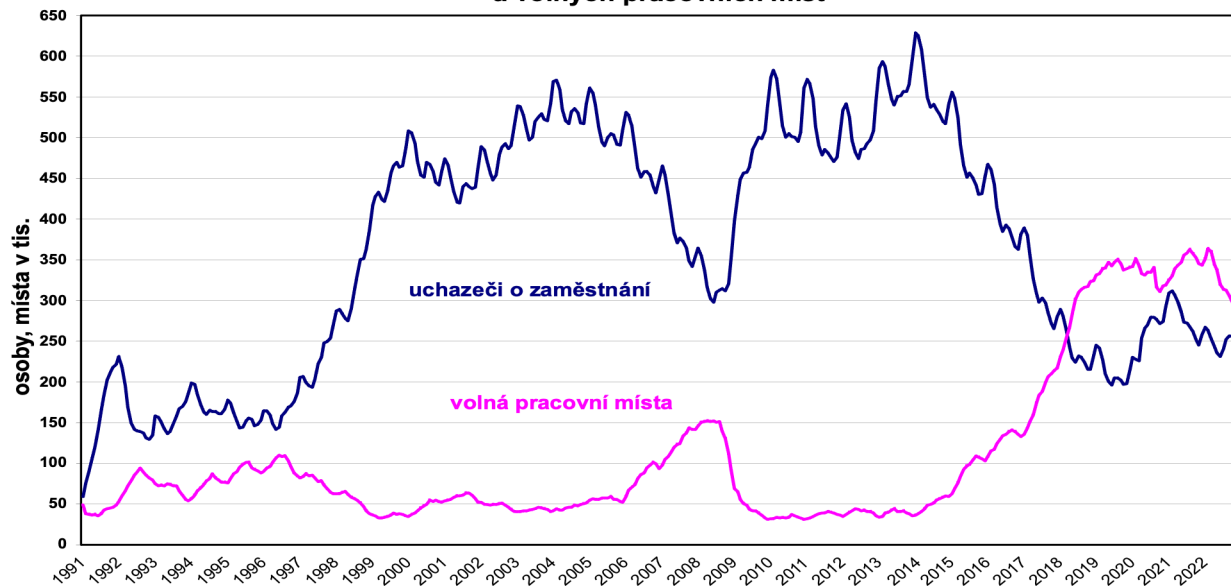


Zdroj: ČSÚ, ČNB

- Měnová politika působí se zpožděním – dnešní hospodářská situace odráží 2W repo sazbu cca 3,75 %, plný efekt H2/2023
- Inflační momentum klesá: leden až červen 10 %, červen až prosinec 2 %
- Vývoj globálních a domácích proinflačních faktorů
 - Nedostatek surovin, materiálů, komponent (globální) - odeznívá
 - Dlouhodobě uvolněná měnová politika (globální) – částečně odeznívá
 - Efekt deglobalizace - přetrvává
 - Uvolněná fiskální politika (globální i domácí) – částečně odeznívá
 - Tlaky z trhu práce (domácí) – částečně odeznívá
 - Zdražování energií (globální) – odeznívá
- Proinflační rizika, která mohou vést k dalšímu zvýšení 2W repo: mzdově inflační spirála, fiskální politika, zahraničí

Trh práce: napětí přetrvává, pomalu slábne

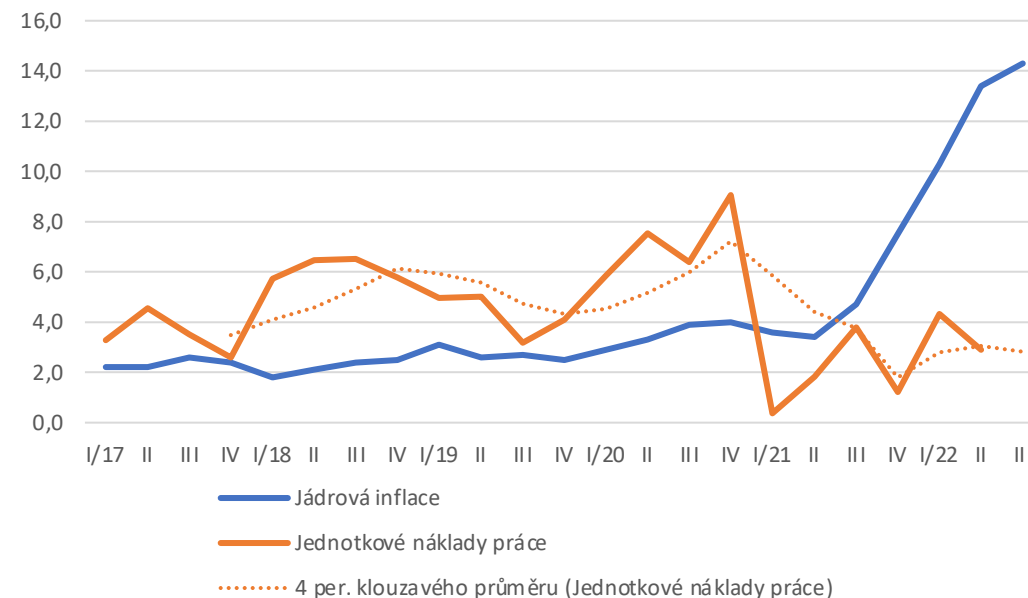
Vývoj počtu uchazečů o zaměstnání
a volných pracovních míst



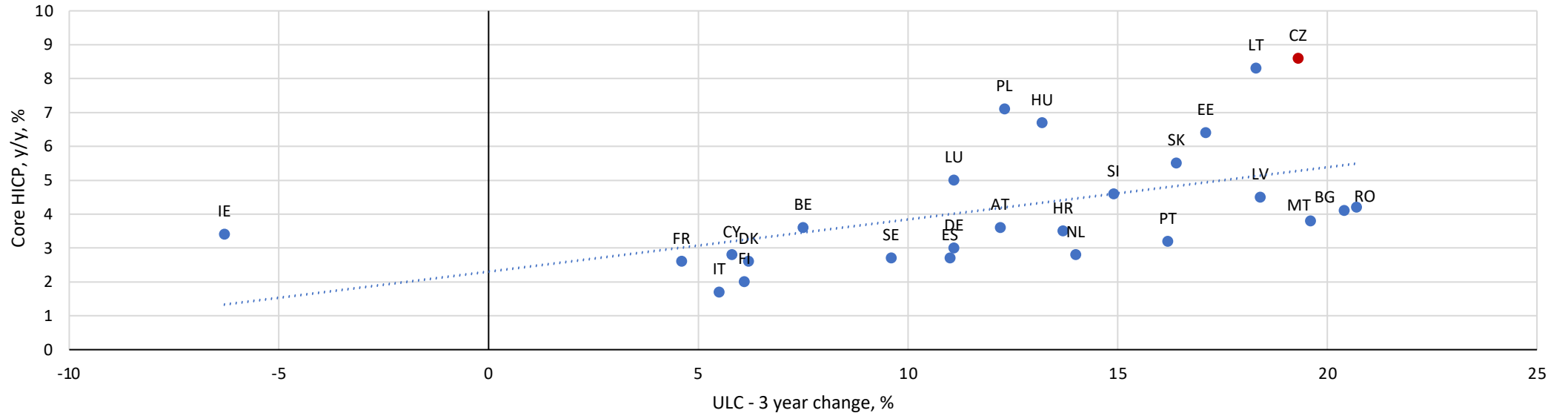
Zdroj: MPSV

- Od Q2 2018 na trhu práce unikátní situace - více volných pracovních míst než nezaměstnaných
- Tato situace přetrvává i během pandemie Covidu
- V posledních měsících se mezera uzavírá – inflační tlaky z trhu práce by neměly sílit
- Domácnosti se v průzkumech nově obávají ztráty zaměstnání, což oslabuje sklon ke spotřebě
- Míra nezaměstnanosti ke konci roku mírně vzrostla meziměsíčně i meziročně
- V posledních čtyřech Q snížení proinflačních tlaků z trhu práce z titulu jednotkových mzdových nákladů

Core CPI a ULC



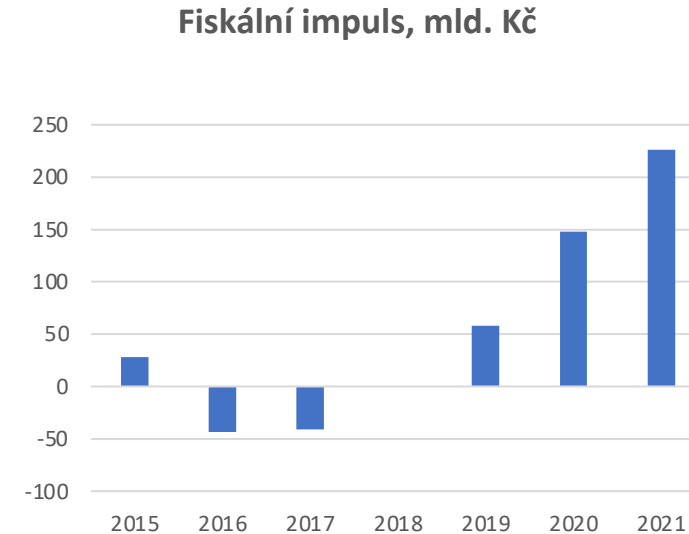
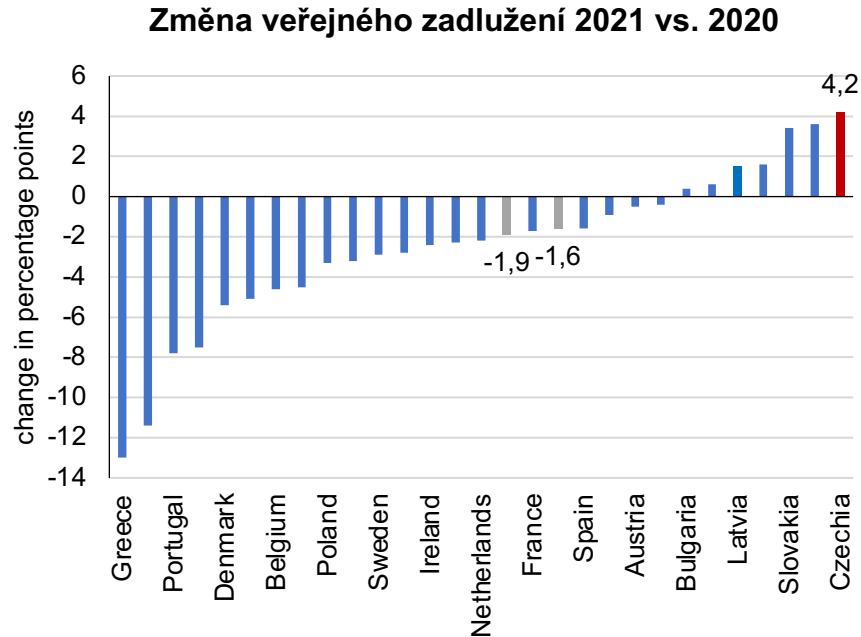
Inflační tlaky z trhu práce – jednotkové mzdové náklady



Zdroj: Eurostat

- EU „macroeconomic imbalance procedure“ : strop rovnováhy pro tříletou změnu 9 % pro EMU, 12 % pro neeurové členy EU
- Kriterium pro rok 2020 převyšeno v 18 zemích EU, což indikovalo inflační potenciál
- Česko mělo dlouhodobě jedny z nejvyšších vzestupů JMN v EU

Fiskální politika – jeden z důvodů proinflačních tlaků



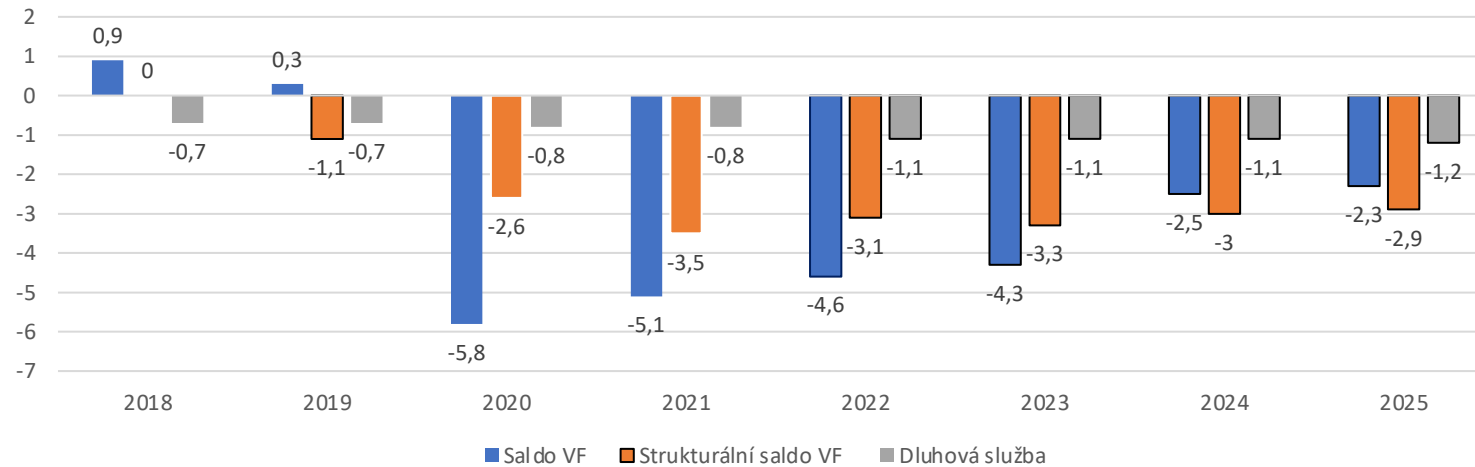
- Veřejné finance neplnily v posledních letech svou stabilizační roli
- Díky uvolněné fiskální politice tak do ekonomiky připlynulo v letech 2019-2021 přibližně o 450 mld. Kč. více než by odpovídalo jejímu výkonu
- Pandemická opatření vedla ke zvýšení vládních výdajů (% HDP) z 41,1 % v roce 2019 na 47,6 % v roce 2021
- Pandemická opatření by nemohla být tak štědrá, kdyby měnová politika nebyla tak uvolněná (v USA a eurozóně kvantitativní uvolňování)

Pandemie a covidová pomoc

- Covidová pomoc se napříč zeměmi lišila, ale měla společný základ
 - Covidová pomoc měla své oprávnění ve smyslu zabránění krachů firem a propouštění
 - Firmy a zaměstnanci ale získali peníze za
 - Neodvedenou práci
 - Nevyrobené zboží
 - Neposkytnuté služby
- Tvůrci hospodářské politiky si globálně nevyhodnotili skutečnost, že šlo o prostředky s inflačním potenciálem, protože šlo o peníze poskytnuté firmám a domácnostem bez reálné protihodnoty
- Podoba se situací po WW1
 - Odložená poptávka vs problémy na nabídkové straně domácí i globální ekonomiky
 - Problémy s dodávkami, poškozené obchodní a dopravní vazby
 - Nedostatek zboží (i služeb) v kontrastu s převisem peněz v ekonomikách

Proinflační riziko strukturálních deficitů

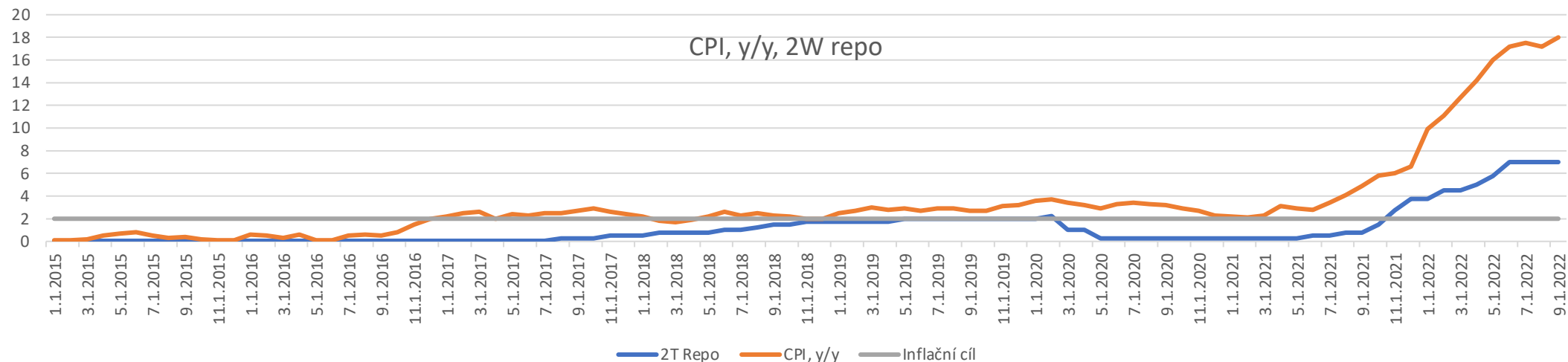
Saldo VF, struktuální saldo VF, dluhová služba - (%HDP)



Zdroj: MF, vlastní výpočet

- Veřejné finance neplnily od roku 2019 svou stabilizační roli – vzestup strukturálních schodků
- Do ekonomiky tak připlývalo více peněz než by odpovídalo jejímu výkonu
- Strukturální schodky a tedy i příliš volná fiskální politika bude pokračovat i v příštích letech – proinflační riziko

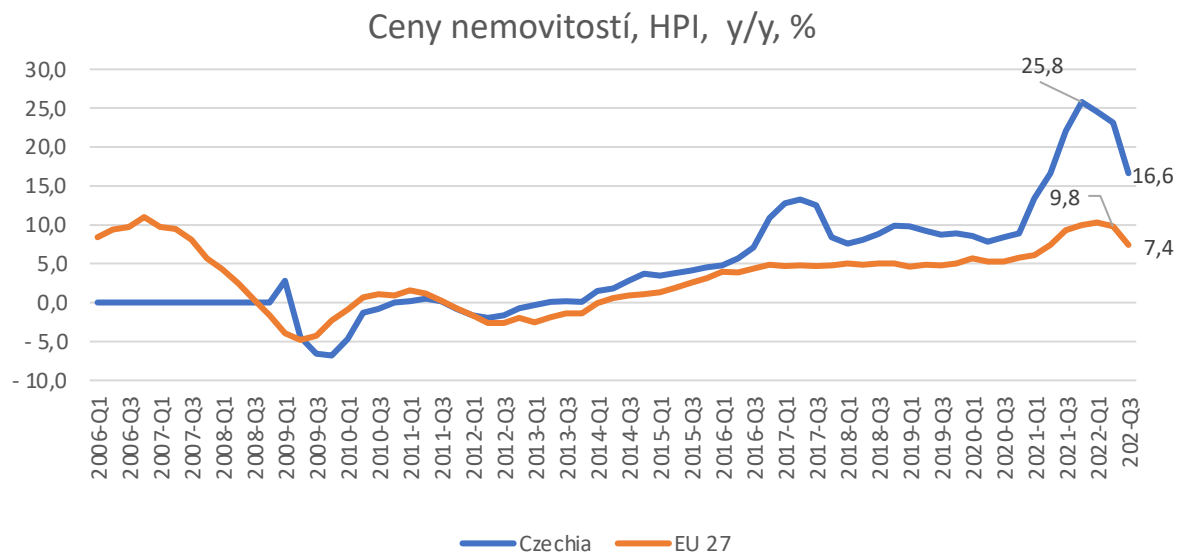
Nastavení měnové politiky



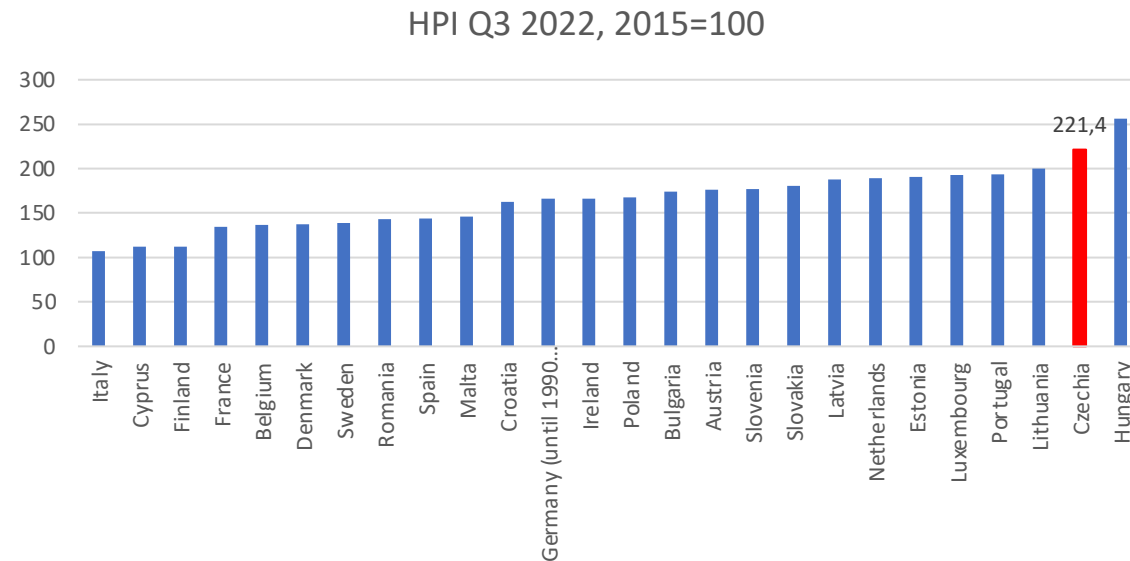
Zdroj: ČNB, ČSÚ

- Byla měnová politika v minulosti příliš uvolněná (2017 – 2018), (2020- 3Q 2021) ?
- Inflace nad 2% cílem od počátku roku 2017
 - Rok 2017 všechny měsíce nad 2 % kromě dubna (rovná 2 %)
 - Rok 2018 tři měsíce pod 2 % (1,8 % únor, 1,7 % březen, 1,9 % duben)
 - Rok 2019 všechny měsíce nad 2 %, listopad 3,1 %, prosinec 3,2 %
 - Rok 2020: leden až říjen nad 3 %, Q4 mezi 2 a 3 %
 - Rok 2021 – Q1 nad 2 %, Q2 kolem 3 %, poté rychlý vzestup ze 3,4 % (červenec) až na 6,6 % (prosinec)
- První zvýšení sazeb (z 0,25 % na 0,5 %) 24/6/2021 tedy při informaci zvýšení inflace na 3 % v dubnu a květnu
- Zdá se to být „behind the curve“, nicméně ve světle tehdejšího globálního pohledu na inflaci šlo o velmi progresivní reakci

Ceny nemovitostí – vývoj a mezinárodní srovnání

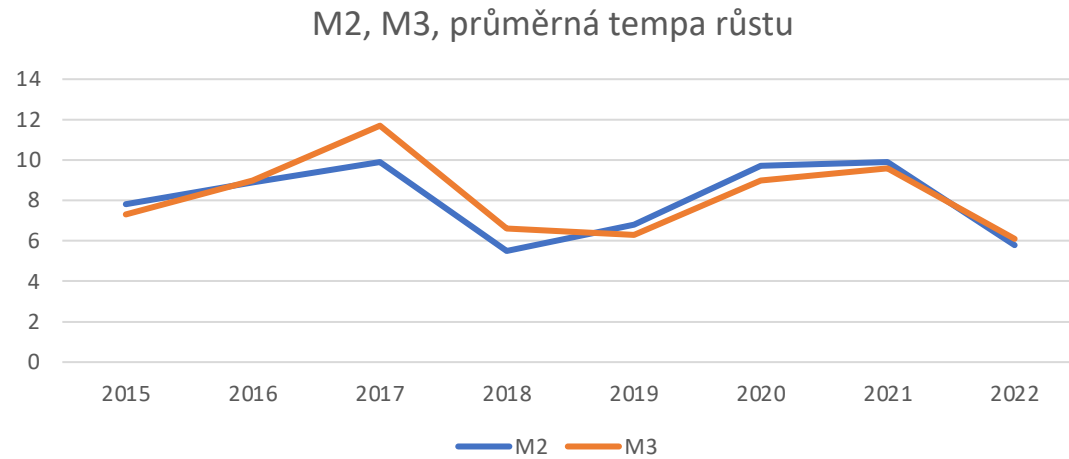


Zdroj: Eurostat

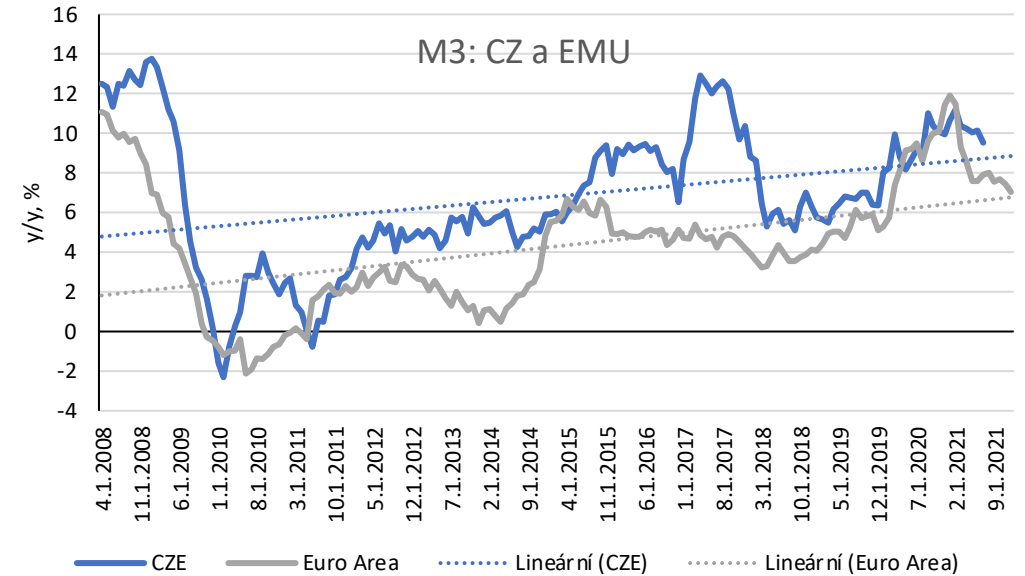


- Byla měnová politika v minulosti příliš uvolněná ?
- Měnová politika v režimu cílování inflace vývoj cen nemovitostí „ignoruje“ – kromě efektu imputovaného nájemného
- Ceny nemovitostí se ve srovnání s průměrem 2015 více než zdvojnásobily

Vývoj peněžních agregátů

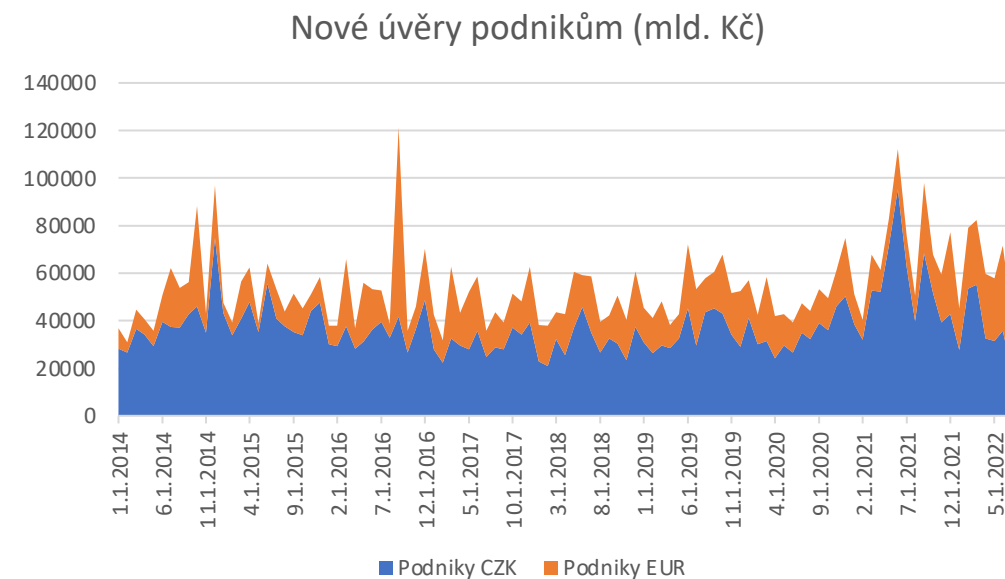
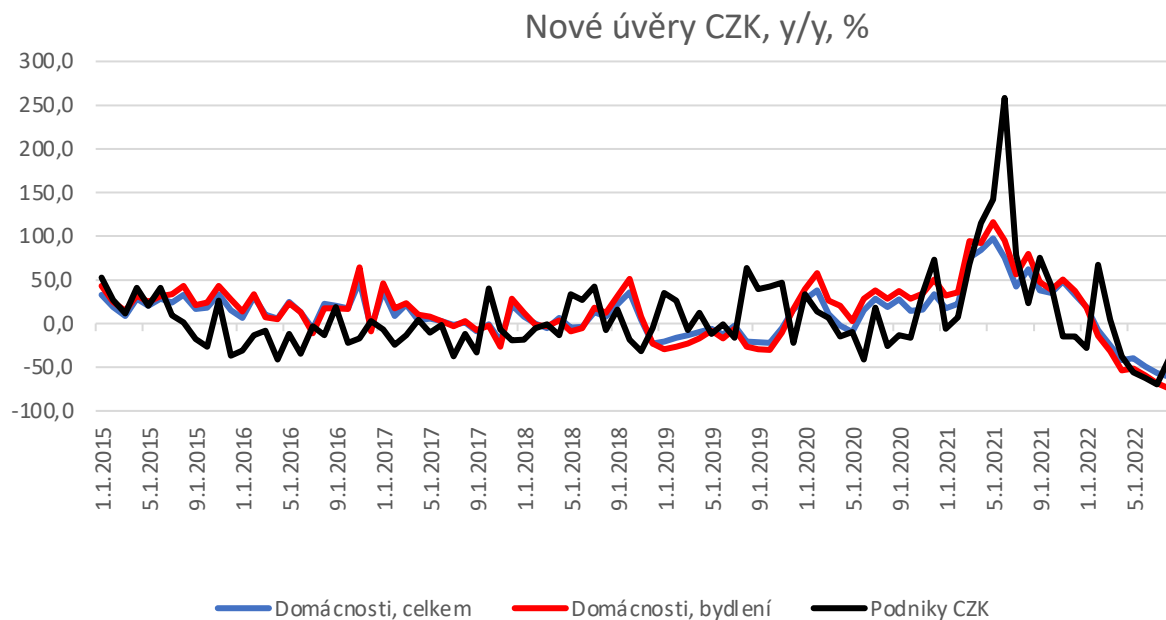


Zdroj: ČNB, ČSÚ



- Inflace je vždy a všude peněžním jevem
- Růst peněžní zásoby kolem 10 % způsoboval v letech 2020 a 2021 peněžní převis
- Díky uvolněné fiskální politice do ekonomiky připlynulo v letech 2019-2021 přibližně o 450 mld. Kč. více než by odpovídalo jejímu výkonu

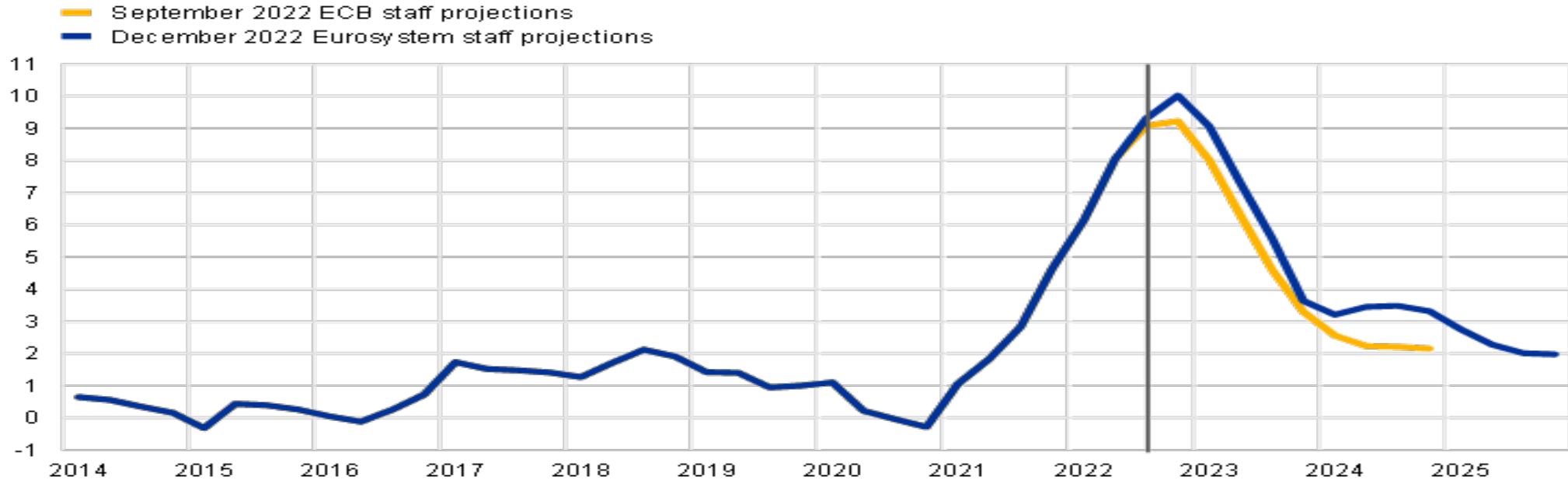
Vývoj nových úvěrů



Zdroj: ČNB

- Vysoké úrokové sazby utlumily úvěrovou aktivitu
- V segmentu hypoték v listopadu meziroční propad o 80 % (pouze cca 7 mld. nových úvěrů na bydlení)
- V segmentu podniků propad nových úvěrů v CZK o cca 50 % (posledních 6M), vzestup zájmu o úvěry v EUR (kurzové riziko)

Inflace v eurozóně



Zdroj: ECB

- 2023: posun z průměru 5,5 % (září 2022) na 6,3 % (prosinec 2022)
- 2024 : posun z průměru 2,3 % (září 2022) na 3,4 % (prosinec 2022)
- 2025: průměr 2,3 % (inflační cíl má být dosažen až v závěru roku 2025)
- Důsledek pro ČR: sazby bude možné snižovat později než by napovídala listopadová prognóza ČNB

Závěr – rizika a nejistoty

- Inflační očekávání - mzdově inflační a ziskově inflační spirála
- Vývoj globální ekonomiky
- Jak úporné budou inflační tlaky ze zahraničí ?
 - Ceny energií a jejich primární a sekundární průsaky do CPI
 - Nedostatečně přísná měnová politika ECB a dovoz inflace od obchodních partnerů
- Fiskální politika – domácí i zahraniční
- Vývoj válečného konfliktu na Ukrajině a vývoj v CESE regionu
 - Rizikové prémie a tlaky na regionální měny

Děkuji za pozornost

eva.zamrazilova@cnb.cz

