

## **Česká společnost ekonomická (ČSE) debatuje: Covid, Green Deal, Ukrajina – Kam kráčí český „autoland“?**

S příspěvkem vystoupili David Prušvic (Ministerstvo financí ČR), Petr Král (Česká národní banka) a David Marek (Deloitte). Debatu moderoval Kamil Galuščák (ČNB a ČSE). Následující text přináší volný přepis hlavních sdělení řečníků, kteří se vyjadřovali k následujícím otázkám:

- V jakém stavu se nacházela česká ekonomika předtím, než vypukla válka na Ukrajině? Jaké dopady měla koronavirová pandemie a co lze čekat od Green Dealu?
- Jaké dopady na českou ekonomiku a inflaci bude mít válka na Ukrajině?

**David Prušvic** se v první části debaty zaměřil na dopady pandemie Covid-19 na českou ekonomiku. Změna dynamiky růstu HDP mezi roky 2019 a 2020 byla výraznější než v jiných zemích, které mají podobný podíl průmyslu a nefinančních služeb na hrubé přidané hodnotě. Příčinou byla velká koncentrace ekonomiky na automobilový průmysl, který zaznamenal mimořádně velké ztráty, a také potíže v dodavatelských řetězcích. Zatímco během Velké recese v letech 2009-2010 byla hlavní bariérou růstu průmyslové produkce nedostatečná poptávka a v období před vypuknutím pandemie nedostatek pracovníků, během roku 2021 se do popředí dostaly problémy s nedostatkem materiálu a vybavení. Válka na Ukrajině to v letošním roce dále eskalovala. V roce 2020 se výrazně snížil počet odpracovaných hodin, přičemž na trhu práce působí také demografické změny. To je vidět ve vývoji počtu obyvatel v produktivním věku, který se oproti roku 2010 snížil o 450 tisíc osob.

Dopady válečného konfliktu na Ukrajině je potřeba posuzovat v kontextu stále nedořešené pandemie ve vyspělých zemích, vyčerpaných likviditní polštářů firem v některých odvětvích, omezenějšího fiskálního prostoru v řadě zemí, problémů v dodavatelských řetězcích a rostoucích cen energií a komodit. Dopady války se projevují v zahraničním obchodu, ve zvýšené volatilitě a dalším nárůstu cen komodit a energií, zvýšené nejistotě domácností a firem, která se negativně promítá do spotřebního chování a investičního sentimentu, a především v silné vlně přílivu uprchlíků. Rizikem je případné přerušení dodávek ruského plynu. Odhady dopadů na Německo a eurozónu se značně liší. To svědčí o značné nejistotě. Vyšší růst cen energií by měl velký dopad do spotřebitelských cen, HDP a spotřeby domácností v ČR.

**Petr Král** se ve své prezentaci zaměřil na současnou ekonomickou situaci. Dosažení předcovidové úrovně v HDP neznamena uvedení ekonomiky do rovnováhy. V období před pandemií byla totiž česká ekonomika přehřátá s viditelnými poptávkovými tlaky. Během oživení po odeznění hlavní fáze koronavirové pandemie se ekonomika rychle vracela do stavu přehřátí, o čemž svědčí také kladná mezera výstupu. Covidový šok měl podobu negativního nabídkového šoku. Opatření autorit v řadě zemí vedly k uvolnění stabilizačních politik, resp. k poptávkové stimulaci. To nemohlo působit jinak než urychlením cenového růstu. Vývoj na Ukrajině do toho přinesl novou dimenzi se stagflačními důsledky. Oživení růstu HDP pozorujeme ve složkách poptávky a odvětvích, který byly během pandemie utlumeny.

Dalším symptomem donedávna stupňujícího se přehřívání ekonomiky je vyčerpaný trh práce. To potvrzuje index LUCI, který se již několik let nachází výrazněji nad svou rovnovážnou úrovní. Podstatný vliv na tuzemský trh práce mají migrační toky v souvislosti s válkou na Ukrajině. Růst nominálních mezd v souvislosti s pandemií zpomalil, ale v návaznosti na silnou poptávku po práci zůstal solidní. Reálné mzdy na konci roku 2021 vlivem prudké akcelerace inflace poklesly a jejich pokles je očekáván v celém letošním roce.

Inflace se vlivem nabídkových a poptávkových faktorů od druhé poloviny roku 2021 výrazně vzdaluje od 2% inflačního cíle ČNB a v dubnu 2022 dosáhla 14,2 %. Zrychlování jádrové inflace odráží

mimořádný růst domácích i zahraničních nákladů na pozadí silné poptávky, přičemž silný a zvyšující se vliv má také imputované nájemné. Do přelomu loňského a letošního roku měly domácí faktory v inflaci zhruba poloviční váhu. Vysoký růst regulovaných cen odráží dynamiku cen energetických surovin a výrazné zdražení energií. K tomu se přidává obnovení DPH na elektřinu a plyn od ledna letošního roku. Rostoucí příspěvek regulovaných cen v letošním roce je známkou zvyšujících se dovážených nákladových vlivů v inflaci.

K silným cenovým a nákladovým tlakům významně přispívá válka na Ukrajině. Současná vlna zdražování je nicméně plošný a intenzivní jev. Ve druhé polovině roku 2021 výrazně zesílil růst cen napříč kategoriemi spotřebního koše, nejvíce pak v dopravě, odívání a obuvi a bydlení. Významnou roli domácího poptávkového klimatu ve druhé polovině minulého roku signalizuje to, že razantní růst cen byl výrazný zejména u položek spotřebního koše, které vykazovaly kladnou korelaci s indexem LUCI. Silný spotřebitelský apetit nadále dovoluje firmám zvyšovat ceny nad náklady, což lze vidět v kladných ziskových maržích. O působení domácích inflačních tlaků v období do přelomu loňského a letošního roku vypovídá také srovnání vývoje dovozních a spotřebitelských cen vybraných položek běžného zboží. Zatímco ceny zboží z dovozu i díky posilování kurzu koruny v daném období klesaly nebo rostly jen mírně, téměř identické zboží pro koncové české zákazníky výrazně zdražovalo.

Na tuzemskou jádrovou inflaci z velké míry působil i výrazný růst cen průmyslových výrobců v zahraničí, ke kterému výrazně přispívají rostoucí ceny energií. Inflační tlaky jsou podpořeny také nadále trvajících poruchami v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích a s tím souvisejícím nedostatkem komponent a materiálů. Cenové a nákladové tlaky posiluje probíhající válka na Ukrajině, zejména v segmentu energií, potravin a průmyslových kovů. Významným rizikem je přerušení dodávek plynu z Ruska do Evropy. Případné naplnění takového scénáře by vedlo k nespojitému ekonomickému vývoji se stagflačními dopady.

ČNB plní mandát cenové stability, která je hodnotou pro celou společnost. Při jejím zajišťování nelze zvláště přihlížet k parciálnímu působení měnové politiky v jednotlivých sektorech ekonomiky. Měnová politika nepůsobí bezbolestně, to by byla neúčinná. Vklady podniků u bank navíc aktuálně přesahují úvěry, takže zvyšování úrokových sazeb je do určité míry tlumeno růstem úrokových sazeb z vkladů. Kalibrace strukturálních modelů je ověřena modely odhadnutými na datech. Zvyšování úrokových sazeb je účinným nástrojem proti vysoké inflaci a případným neukotveným inflačním očekáváním a nemá horní limit.

**David Marek** konstatoval, že koronavirová pandemie ještě neskončila. Významný vliv má politika nulové tolerance Číny vůči pandemii. Ve svém příspěvku poukázal především na zpretrhané dodavatelské řetězce a inflaci utrženou z řetězu. Pokud jde o výrobní řetězce, prezentoval odhady studie Mezinárodního měnového fondu z února letošního roku, které ukazují dopady nabídkového šoku v roce 2021 na vybrané ekonomiky světa. Dopady na průmyslovou produkci a HDP jsou v případě České republiky nejvíce negativní.

Fungování dodavatelských řetězců omezují tři klíčové faktory: nedostatečné kapacity v námořní dopravě, opakované rozsáhlé uzavírky v Číně a válka na Ukrajině. Síla dopadu problémů v dodavatelských řetězcích souvisí s odvětvovou strukturou ekonomiky. K negativním dopadům jsou náchylnější odvětví pracující s větším množstvím různých vstupů. V případě ČR jde o výrobu motorových vozidel. Důležité jsou také geografické ekonomické vazby, a to nejen přímé, ale také prostřednictvím nepřímého vývozu přidané hodnoty. Dále prezentoval indikátor spolehlivosti dodávek, který pro letošní rok signalizuje velmi nízké hodnoty na úrovni minulého roku. Na problémy v dodavatelských řetězcích poukazují také dlouhé čekací lhůty na dodávky, nedostupnost dílů a zboží a tlak na růst cen.

Klíčové cenové indexy výrazně rostou. Optikou Phillipsovy křivky lze vysledovat tři faktory: nákladový šok, silnou poptávku při oživení po pandemii a aktuálně zvýšená inflační očekávání. Nákladový šok je plošný, což je vidět v rostoucích cenách energií, průmyslových kovů i zemědělských plodin. Z výše citované studie Mezinárodního měnového fondu vyplývá, že podíl nákladového šoku na výrobní inflaci v českém zpracovatelském průmyslu byl v roce 2021 zhruba dvoutřetinový. Vliv nákladů na jádrovou inflaci je omezený. Za jejím růstem tedy nejsou jen nákladové šoky, ale projevuje se v ní také domácí poptávka. Poptávka je argumentem pro inflaci zejména v roce 2021, kde se promítal vliv rozpouštění úspor vytvořených domácnostmi během pandemie. V menší míře to platí i v roce 2022. Na jedné straně je na trhu práce stále převis poptávky nad nabídkou, na druhé straně lze vidět také negativní vliv inflace na reálné příjmy a erozi hodnoty úspor.

Učebnicovým dopadem na makroekonomickou stabilitu byla velmi silná fiskální stimulace v letech 2020 a 2021. Inflační očekávání podniků jsou nejvýše za celou dobu, kdy ČNB tyto indikátory sleduje. Vysoká inflační očekávání jsou hlavním problémem pro měnovou politiku. Aplikace standardního Taylorova pravidla ukazuje, že dvoutýdenní repo sazba ČNB by se měla během léta dostat na 7 %. Zvyšování úrokových sazeb ČNB je reakcí na vliv poptávky na inflaci a stoupající inflační očekávání. Rozhodování o měnové politice komplikuje riziko stagflace. Hlavním mandátem ČNB je ovšem cenová stabilita.