

Česká národní banka
Samostatný odbor ekonomického výzkumu

V Praze dne 20. prosince 2016
Č. j.: 2016/145919/CNB/140
(OMEZENÝ PŘÍSTUP po dobu 6 let)
Celkový počet stran: 8 z toho
Vlastní materiál: 8

Materiál k informaci bankovní rady České národní banky

STANOVISKO K 8. SITUAČNÍ ZPRÁVĚ

Vypracoval: Jan Brůha

STANOVISKO K 8. SZ

1. Doporučení

8. SZ tradičně začíná aktualizovaným scénářem prognózy, který zachovává předpoklady 7. SZ o stabilitě tržních úrokových sazeb na současně velmi nízké úrovni a pokračování používání kurzového závazku jako nástroje měnové politiky do roku 2017.

V aktualizovaném scénáři prognózy dochází k výraznému přehodnocení některých důležitých veličin. Za prvé, celková i měnověpolitická inflace se přehodnocují výrazně směrem vzhůru, a to zejména na nejbližší 4 čtvrtletí. Dochází též k mírnému přehodnocení růstu mezd vzhůru, který je na horizontu jednoho roku slabší než přehodnocení inflace, nicméně není zanedbatelné, a navíc se toto přehodnocení týká i roku 2018. Na druhou stranu dochází v roce 2017 k výraznému přehodnocení růstu HDP směrem dolů, který byl způsoben převážně nižším přírůstkem čistého exportu.

Výsledkem je pozvolnější náběh zvyšování úrokových sazeb v roce 2017 a nižší posílení kurzu po opuštění kurzového závazku. Nad rámec simulace situační zpráva identifikuje dodatečná proinflační rizika krátkodobé prognózy, a to z důvodu pravděpodobných dopadů zavedení EET a zhoršených předstihových indikátorů.

K uvedenému scénáři mám následující dva komentáře.

Za prvé, přehodnocení inflačního vývoje je dáno vyšší než očekávanou hodnotou listopadové inflace. Chyba prognózy se do přehodnocení inflace promítá dvěma kanály. První z nich je čistě statistický: meziroční inflace je klouzavý průměr meziměsíčních inflací, a tedy vyšší než očekávaný nárůst meziměsíční inflace bude ovlivňovat dalších 11 měsíců i inflaci meziroční. Druhý důvod je ekonomický: perzistence inflace znamená, že inflační překvapení v jednom období zvyšuje očekávanou inflaci i v měsících dalších. Osobně se domnívám a ukazuji to dále ve stanovisku (viz část 2 tohoto stanoviska), že perzistence inflace v posledních několika letech poklesla. Bylo by tedy zajímavé vědět, jaká část přehodnocení meziroční inflace je způsobena čistě statistickým mechanismem a jaká část je způsobena předpokládanou perzistencí inflace.

Toto rozlišení není důležité pouze z pohledu listopadového překvapení. Souhlasím s 8. SZ, že je pravděpodobné, že se zavedení EET projeví v meziměsíční spotřebitelské inflaci, což může dále zvýšit inflační výhled. Na druhou stranu se domnívám, že by bylo správné tento dopad propagovat do meziroční inflace *pouze* prostřednictvím výše zmíněného statistického kanálu.

Za druhé, na straně 1 je zmíněno zhoršení předstihových indikátorů, což odkazuje na pokles zahraničního obchodu v říjnu. Pokud by se tento pokles materializoval jako trvalý jev (což je jedna z hypotéz na závěr Boxu 1 na str. 24), znamenal by propad zahraniční poptávky relevantní pro český průmysl. Bohužel není podrobněji diskutováno, co by tento šok znamenal pro výhled inflace. To je důležité zejména za existence kurzového závazku, kdy se standardní impulzní odezvy mohou měnit (někdy dokonce včetně znaménka).

Celkově listopadové inflační překvapení i říjnové překvapení o vývozu¹ navrhuji hodnotit jako jednorázové faktory, které by se prozatím neměly (a pokud ano, tak velmi opatrně) zanášet do stávajícího ekonomického příběhu. Stejně tak zavedení EET se pravděpodobně projeví zvýšením inflace, nečekám však výraznější propagaci do budoucna nad rámec statistického efektu klouzavých průměrů.

Z výše uvedeného vyplývá, že proinflační rizika hodnotím slaběji než Sekce měnová. Proto je mé vidění současné ekonomické situace bližší scénáři ze 7. SZ než aktualizovanému scénáři 8. SZ. Je-li mé hodnocení současné situace bližší tomu, co ukazuje scénář 7. SZ, není překvapivé, že mé doporučení je **neměnit nastavení měnové politiky ani související komunikaci**.

2. Perzistence složek inflace

Nové keynesiánské modely typicky předpokládají, že inflace je determinována minulou inflací (pokud ekonomické subjekty indexují svá cenová rozhodnutí na minulou inflaci), budoucí očekávanou inflací (neboť to determinuje budoucí *reálnou* cenu) a mezními náklady (což jsou vlastně nákladové faktory). V tomto rámci pak kladné inflační překvapení v současnosti zvyšuje inflační výhled, a to ze dvou důvodů. Za prvé, indexace inflace na minulé hodnoty automaticky zvyšuje inflační dynamiku. Za druhé, inflační překvapení typicky zvyšuje odhad současných mezních nákladů, a pokud jsou tyto náklady v čase kladně korelovány (což je přirozený předpoklad), pak je přirozené očekávat vyšší mezní náklady i v budoucnu, a tedy i vyšší inflační tlaky. Tato logika v Nové keynesiánské ekonomii přetrvává i tehdy, pokud v modelu existuje více druhů strnulých cen.

Několik studií, které se v poslední době objevily, ale upozorňuje na skutečnost, že tyto Nové keynesiánské mechanismy, mohou být výrazně oslabeny, pokud výrobci a prodejci čelí *nejistotě* ohledně úrovně poptávky.² Tato nejistota však není popsána (jak je tomu v DSGE modelech) pomocí objektivně známé pravděpodobnostní distribuce, ale je naopak fundamentálnější: firmy neumí odlišit pohyby sektorové a individuální poptávky a neznají cenotvorbu svých konkurentů. Za takové situace má změna ceny nejenom charakter přizpůsobení současným i budoucím nákladům, ale také odhaluje sklon a pozici poptávkové křivky. Nicméně tento signalizační efekt je potlačen strachem ze ztráty tržního podílu, což vede k endogenní (mikroekonomicky fundované) cenové strnulosti. Lze ukázat, že zvýšení nejistoty ekonomických subjektů ohledně agregátní a individuální poptávkové křivky vede k (a) vyšší disperzi individuálních cen vůči sektorovému cenovému indexu, (b) existenci jak velkých, tak malých cenových změn, (c) nižší korelaci individuálních cen v rámci sektorů. To jsou skutečnosti, které je obtížné ve standardních DSGE modelech vysvětlit.

Proč tento mechanismus může být důležitý pro současný makroekonomický příběh? Existuje-li období, kdy ekonomické subjekty často mění ceny a to způsobem, který rozvolňuje

¹ Podrobněji viz část 4 tohoto stanoviska.

² Pěknou ukázkou takové studie je práce C. Ilut, R. Valchev, N. Vincent (2016): Paralyzed by Fear: Rigid and Discrete Pricing under Demand Uncertainty. NBER Working Paper 22490.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

dynamiku těchto cen vzhledem k agregované inflaci (ať již současné nebo budoucí) a k nákladovým faktorům, nutně to znamená, že klesá perzistence inflace jako agregátu. To také znamená, že lze očekávat, že překvapení inflační prognózy se do budoucnosti *promítají menší silou* než v obvyklých časech.

Období, kdy se ekonomika dostává z recese, může být právě období, kdy je nejistota ohledně individuální poptávky vysoká. Je tomu tak z důvodu, že nemusí být jasný rozsah ekonomického oživení a právě obava z možné ztráty tržního podílu, pokud by došlo přecenění situace, může oslabit obvyklé Nové keynesiánské mechanismy.

V následující části ukáži evidenci dokumentující, že v období od roku 2014 až do současnosti tento jev v české ekonomice mohl hrát významnou roli. Ukáži, že u mnoha položek došlo (i) ke zvýšení směrodatné odchylky rozdílů individuálních položek inflace od průměrné inflace v rámci příslušných skupin, (ii) k poklesu korelace jednotlivých položek inflace v rámci jednotlivých kategorií. Obě tyto skutečnosti jsou konzistentní s výše uvedeným příběhem.

Ukazuje se, že tento jev je silný zejména u potravin. To může vysvětlovat, proč u inflace potravin došlo k jistému rozvolnění vztahu mezi cenami jednotlivých kategorií potravin a potravinářských komodit, proč byla inflace cen potravin v posledních 3 letech obtížněji predikovatelná.³

Na obr. 1 je znázorněn medián a interkvartilové rozpětí časově proměnlivých směrodatných odchylek rozdílů inflací cen jednotlivých položek⁴ potravin od inflace příslušného agregátu. Z grafu je patrné, že od roku 2014 došlo k nárůstu směrodatných odchylek jednotlivých individuálních položek vůči inflaci příslušných agregátů, a to i přes skutečnost, že v uvedeném období měly ceny potravin klesající trend.

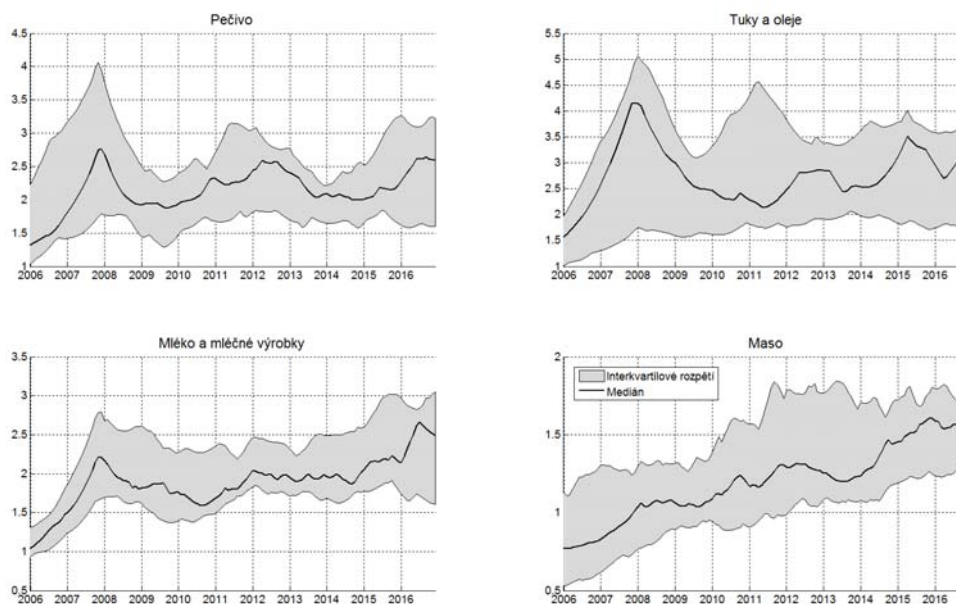
Na obr. 2 je pak znázorněna časově-proměnlivá korelace inflací jednotlivých položek s inflací daného agregátu. Je zřejmé, že od roku 2013 signifikantním způsobem tato korelace klesá, což je jiná manifestace toho, že nákladové faktory se projevují *v rámci jednotlivých položek v různé míře a s různým zpožděním*.

Ne u všech položek potravin je tento trend viditelný. Zajímavé je, že u položek, kde existuje značná sezónnost (ovoce, zelenina) se zdá, že obvyklé vztahy fungují stále dobře a není patrný trend zvyšování disperze jednotlivých komodit vůči příslušnému agregátu.

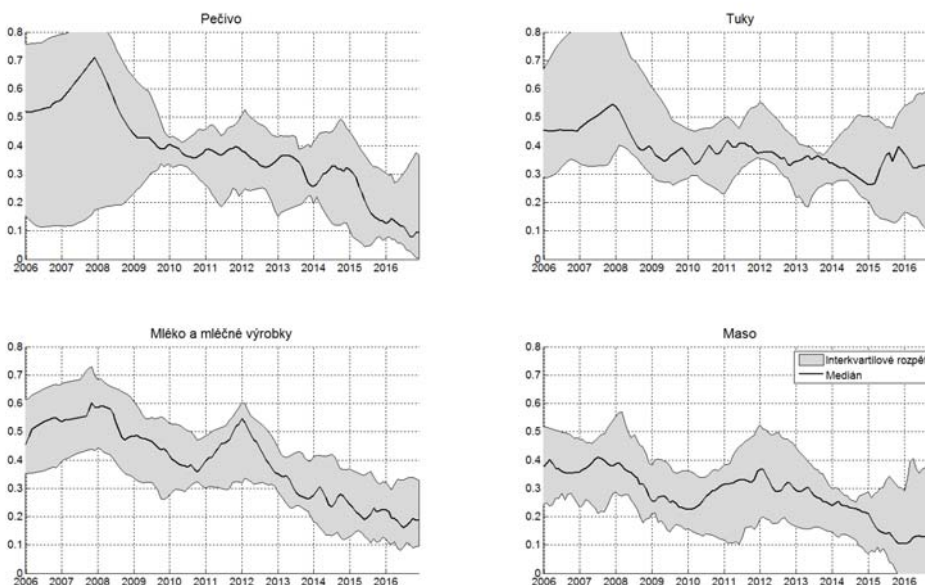
³ Toto vysvětlení je alternativou k vysvětlením, která se zhusta objevovala v minulých situačních zprávách (embargo na dovoz potravin do Ruska, zrušení mléčných kvót). Jak jsem uvedl u svého stanoviska k 8. SZ minulého roku (tj. 2015), nerovnoměrný vývoj inflací cen potravin v zemích EU nepodporuje uvedená vysvětlení jako dominantní hybatele dynamiky cen potravin v uplynulých třech letech.

⁴ Použité agregáty a jednotlivé položky jsou definovány pomocí COICOP klasifikace. Podrobný seznam jednotlivých položek poskytnu na požádání.

Obr. 1: Časově proměnlivé směrodatné odchylky rozdílu inflace jednotlivých položek potravin od inflace příslušného agregátu

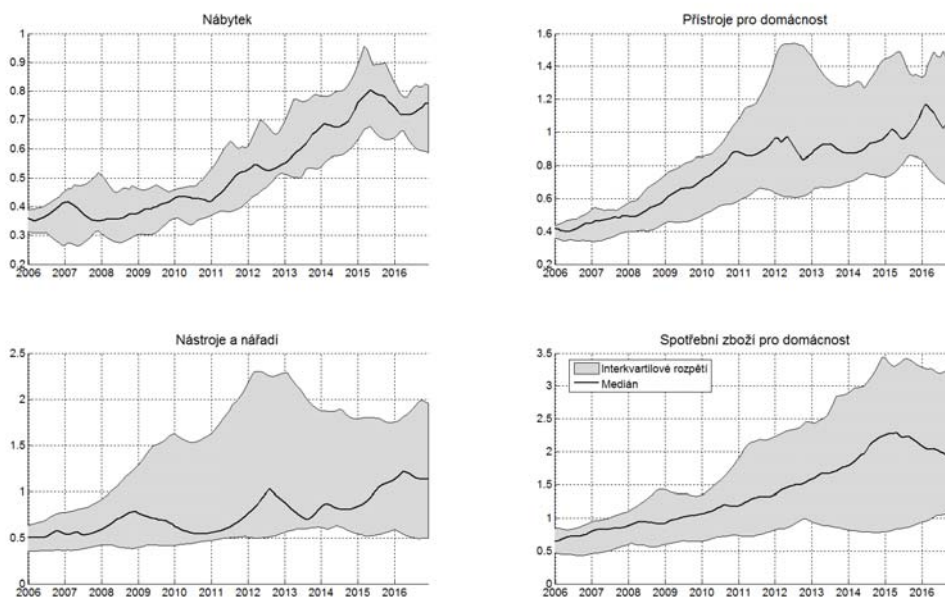


Obr. 2: Časově proměnlivé korelace inflací jednotlivých položek s inflací agregátu (vybrané kategorie potravin)

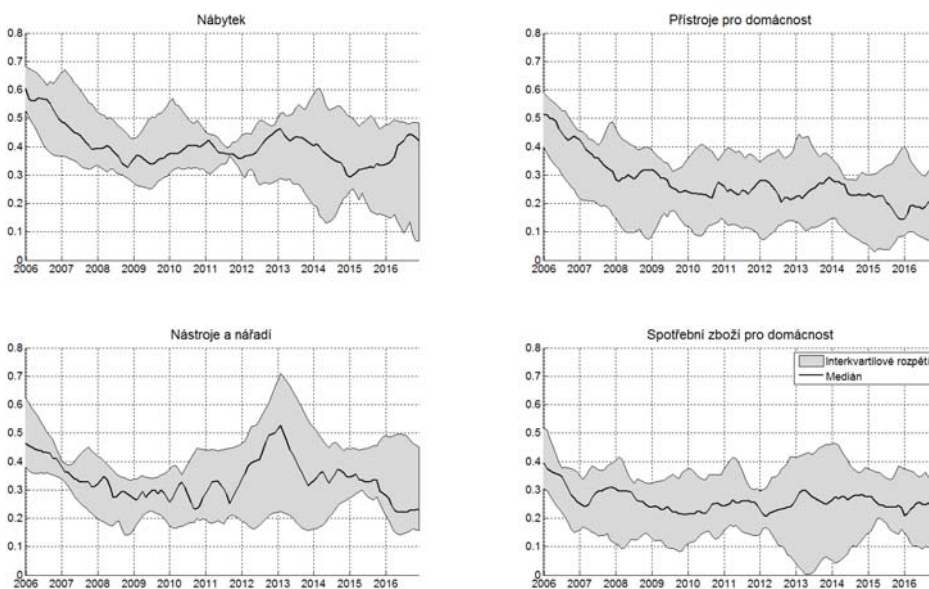


Tento jev se ovšem neomezuje pouze na potraviny, ale je viditelný také ve vybraných položkách spotřebního zboží. Tato skutečnost je ilustrována na obr. 3 a 4, které jsou analogické grafům 1 a 2.

Obr. 3: Časově proměnlivé směrodatné odchylky rozdílu inflace jednotlivých položek spotřebního zboží od inflace příslušného agregátu



Obr. 4: Časově proměnlivé korelace inflací jednotlivých položek s inflací agregátu (vybrané kategorie spotřebního zboží)



I pro vybrané spotřební zboží se ukazuje růst směrodatných odchylek a pokles korelací inflací jednotlivých subpoložek v rámci příslušných agregátů. To naznačuje pokles perzistence inflace a pravděpodobný pokles síly propagace inflačních překvapení pro budoucí inflaci.

Na druhou stranu lze očekávat, že pokud dojde k robustnímu návratu inflace do okolí inflačního cíle v následujícím roce, pak začnou v budoucnu standardní Nové keynesiánské mechanismy fungovat tak, jak by měly.

3. Rizika vývoje ze zahraničí

Jako již v 6. SZ se v rizicích budoucího vývoje objevuje „vystoupení Spojeného království z EU a jeho dopady na sentiment“ na čelném místě. Vyjadřuji jistou obavu, aby se vystoupení Spojeného království z EU (dále jen brexit) nezačalo mechanicky používat jako „mantra“ rizik budoucího vývoje. Zatím není jasné, kdy k brexitu skutečně dojde. I v případě, že se uskuteční představy britské vlády a nebude potřebovat souhlas parlamentu, je předpokládaným termínem aktivace článku o vystoupení z EU březen 2017, což znamená, že k vystoupení by došlo nejdříve v březnu 2019 a tudíž za horizontem měnové politiky. Navíc podle dostupných zpráv se bude vláda UK snažit vyjednat obdobné podmínky přístupu na evropský trh jaké má Švýcarsko nebo Norsko, což znamená, že by neměly vzniknout výrazné bariéry mezinárodního obchodu.⁵ Nechci tvrdit, že brexit nebude mít žádný vliv na makroekonomickou situaci v Evropě, nicméně mezi aktuálními riziky vývoje světové ekonomiky vidím daleko významnější rizika, než jsou makroekonomické dopady brexitu. Která to jsou?

Za prvé, D. Trump v předvolební kampani opakovaně podpořil zavedení ochranných cel, přičemž v některých vyjádřeních navrhoval zavedení cla ve výši 45 % na dovoz zboží z Číny do Spojených států. Lze se domnívat, že takto silné opatření by mezinárodní obchod (a tedy i světovou ekonomiku) ohrozilo daleko více než brexit.⁶ Autor tohoto stanoviska nepovažuje zavedení takto vysokého cla za nejpravděpodobnější scénář (zcela ve smyslu půvabného spojení „*take him seriously, but not literally*“, které se objevilo v americké žurnalistice), nicméně budoucí politika Spojených států v oblasti mezinárodního obchodu je velká neznámá, a tudíž představuje riziko.⁷

Za druhé, nejasnost ohledně stavu italského bankovního sektoru představuje pro sentiment v EU daleko vyšší riziko než brexit, který - ať již k němu dojde kdykoliv - bude mít pravděpodobně kultivovaný průběh.

Chci upřesnit, že v žádném případě nenavrhuji v komunikaci substituovat brexit výše zmíněnými riziky. To, co navrhuji, je šetřit s brexitem jako s vysvětlujícím faktorem pro vývoj ekonomického sentimentu v Evropě, k čemuž je v několika minulých SZ zřejmá tendence.

⁵ Je příznačné sledovat, jak např. MMF postupně přehodnocuje odhady makroekonomických nákladů brexitu směrem dolů.

⁶ Použil jsem jednoduchou simulaci s globálním modelem publikovaným v článku Brůha a Podpiera (viz J. Brůha, J. Podpiera: The Origins of Global Imbalances, ČNB WP 7/2008). Podle ní by jednostranné zavedení takto vysokého cla dlouhodobě snížilo úroveň HDP Číny o cca 10 % (jedná se o změnu úrovně, nikoliv o změnu dlouhodobého růstu), a vedlo k silné reálné depreciaci čínské měny. Oba tyto vlivy by se posléze projevíly jak na ekonomiku USA, tak na ekonomiku EU. Případné odvetné opatření ze strany Číny by negativní dopady dále zkomplikovalo.

⁷ Dále není vyloučené, že by dočasný neúspěch v negociaci obchodních dohod mezi Spojenými státy a Čínou by se mohl stát „psychologickou“ rozbuškou, která by obnovila pokles čínského akciového trhu ze druhé poloviny roku 2015.

4. Rizika plynoucí ze zpomalení vývozu

V srpnu a říjnu 2016 došlo k prudkému meziměsíčnímu poklesu českých vývozu. Podrobněji se tomu věnuje i Box 1 v situační zprávě. Osobně hodnotím tyto výkyvy jako jednorázové faktory, které budou v budoucnu pravděpodobně korigovány. K tomuto závěru mne vedou následující důvody:

- V předstihových indikátorech typu sentimentu v průmyslu nepozorujeme odpovídající změnu, přičemž výrobci a exportéři by o případné změně poptávky po svých produktech měli vědět dříve, než se objeví v „tvrdých“ statistických datech.
- Pokud bychom se podívali na meziměsíční data, pak velikost poklesu v červenci a říjnu není z historické perspektivy výjimečná.
- Široká třída modelů krátkodobé prognózy využívající různé skupiny předstihových indikátorů, která byla testována v projektu B1/14⁸, shodně hodnotí pokles v červenci i říjnu jako jednorázový šok. Předstihové indikátory (ať již české nebo zahraniční) tedy nenaznačují trvalejší pokles české exportní výkonosti. Je samozřejmě vždy možné, že dojde ke strukturální změně, která naruší existující statistické vztahy. Nicméně v rámci výše uvedeného projektu B1/14 byly testovány také modely s časově proměnlivými parametry a bylo ukázáno, že neposkytují lepší predikce než modely se stabilními koeficienty. Jinými slovy, od roku 2006 do současnosti jsou statistické vztahy charakterizující zahraniční obchod ČR pozoruhodně stabilní v čase.

5. Dílčí poznámky

Dávám ke zvážení úpravu terminologie „sekundární dopady EET“ (viz str. 1). Primární a sekundární dopady se obvykle rozlišují u nepřímých daní, kde je rozlišení zřejmé. Primární dopad je změna ceny účtne odpovídající změně příslušné sazby nepřímé daně a sekundární dopady jsou všechno ostatní nad (či pod) rámec této změny. Náklad na zavedení pokladny pro EET má spíše charakter fixního nákladu (je nezávislý na velikosti tržeb nebo na jednotkové ceně), a proto primární dopady by měly být nulové. Nebylo by tedy vhodné, pokud je diskutován dopad EET do inflace, vynechat adjektivum „sekundární“?

⁸ O. Babecká-Kucharčuková & J. Brůha (2016): Nowcasting the Czech Trade Balance. Přijato k publikaci jako ČNB WP 11/2016 (na jazykové korektuře). Draft článku poskytnu na požádání.