

**Česká národní banka
samostatný odbor finanční stability**

**V Praze dne 31. ledna 2017
Č. j.: 2017/015756/CNB/180
(OMEZENÝ PŘÍSTUP po dobu 6 let)
Celkový počet stran: 16 z toho
Vlastní materiál: 16**

Materiál k informaci bankovní rady České národní banky

STANOVISKA K 1. SITUAČNÍ ZPRÁVĚ

Vypracovali: Miroslav Plašil a samostatný odbor finanční stability

Stanovisko k 1. SZ

Struktura a náplň stanoviska vychází z materiálu *Návrh způsobu přípravy stanovisek k Situačním zprávám od roku 2017* schváleného BR (Č. j.: 2016/131952/CNB/180).

I.1 Měnověpolitické doporučení

Vyznění prognózy implikuje, že vhodné podmínky pro udržitelné plnění 2% inflačního cíle a návrat do standardního režimu měnové politiky nastanou zhruba v polovině roku. Provedené simulace nevylučují možnost ukončení kurzového závazku i nepatrně dříve a brzkou potřebu zpřísnit měnové podmínky podporují rovněž úvahy, které rozvádím v dalších částech tohoto stanoviska. Přestože varianta opustit režim kurzového závazku již nyní by byla podle mého názoru čistě teoreticky možná – a pro někoho při zohlednění velmi silného spekulativního tlaku na korunu snad i lákavá – nepovažuji tento krok vzhledem k existenci „tvrdého“ závazku za žádoucí a za optimální pokládám zachování současného nastavení měnověpolitických nástrojů. **Doporučuji proto ponechat limitní úrokové sazby pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni a současně zachovat stávající parametry kurzového závazku.** Hlavním důvodem pro toto doporučení je silné reputační riziko plynoucí z porušení tvrdého závazku, které může v delším horizontu při ztrátě důvěryhodnosti vést k nadměrně vysokým nákladům (zvláště pokud by se měla situace nárazu úrokových sazeb na nulovou mez a potřeba dodatečného uvolnění měnových podmínek v příštím desetiletí opakovat, což je – dovolím si zaprorokovat – poměrně pravděpodobné).

I.2 Vyjádření k vyznění SZ a k prognóze

Poslední údaje indikují, že celková inflace v závěru roku citelně zrychlila a vrátila se na cíl, byť při poněkud jiném příspěvku jednotlivých cenových subindexů, než tomu bylo v minulosti. Prognóza předpokládá její další posun do horní poloviny tolerančního pásma a její postupné navracení k cíli shora na horizontu měnové politiky. Vývoj inflace bude odrážet robustní domácí tlaky (růst mezd i ceny kapitálu), odeznění vlivu klesajících cen energetických komodit a v jejich důsledku také obnovení růstu cen průmyslových výrobců v eurozóně. V souladu s prognózou je mírné zrychlení stávajícího růstu domácí ekonomiky v roce 2017 z důvodu ožívování fixních investic a akcelerace spotřeby domácností. V roce 2018 je potom očekáváno zhruba srovnatelné tempo růstu jako v letošním roce. Oproti minulé prognóze došlo vedle přehodnocení vývoje inflace z důvodu rychlejšího pozorovaného růstu především ke změně předpokládané trajektorie domácích tržních sazeb po opuštění kurzového závazku.

Celkový příběh prognózy pokládám za realistický scénář budoucího vývoje a přes drobné pochybnosti ohledně méně podstatných detailů také za korektní „střední hodnotu“ v rámci existujících nejistot (detaily, např. ohledně rychlosti obnovení fixních investic v sektoru

¹ Chtěl bych poděkovat Janovi Vlčkovi za podnětnou diskuzi, Haně Hejlové za přípravu dat ze Šetření nově poskytnutých úvěrů zajištěných rezidenční nemovitostí a Františkovi Brázdíkovi za poskytnutí *real time* odhadů mezery výstupu. Děkuji také všem ostatním, jejichž vstupy nakonec nejsou součástí stanoviska.

nefinančních podniků jsou dále rozebírány v další části tohoto stanoviska). Oproti prognóze však poněkud silněji vnímám rizika, která plynou z vývoje ve vnějším prostředí, především v eurozóně. Nejde ani tak o současné geopolitické nejistoty (brexit, blížící se volby ve Francii a Německu)² či nevyřešenou situaci ve finančních sektorech některých států, ale spíše v obecné rovině postrádám přítomnost robustních a fundamentálních nákladových tlaků přispívajících k růstu evropské inflace (odrážejících se mimo jiné v podobě významného zrychlování mzdového vývoje). Tomu také odpovídá vývoj jádrové inflace v eurozóně, která zůstává stále nízká (0,9 %).

Byť celková inflace v eurozóně obdobně jako v ČR koncem roku vlivem kladného příspěvku cen energií zrychlila, na rozdíl od ČR vidím vyšší riziko, že jde pouze o přechodný jev, jehož vliv na inflaci odezní. Zdůrazňuji ale, že výhled pro dlouhodobě nízkou inflaci v eurozóně je pro mě spíše otázkou *soft* vnímání než tvrdě podložených faktů.³

Uvedené vnímání situace v eurozóně mě vede k přesvědčení, že ECB velmi pravděpodobně neukončí program nákupu aktiv v prosinci 2017, ale bude v něm v nějaké podobě pokračovat i nadále. Bude záležet, nakolik ECB podlehne tlaku Německa na změnu směřování měnové politiky, nebo naopak nakolik se bude ECB snažit nastavit svou politiku na míru eurozóny jako celku. Osobně mám za to, že ECB tlakům Německa nepodlehne, a pokračování stávající politiky se tak promítne do pomalejšího nárůstu domácích tržních úrokových sazeb, než předpokládá prognóza. Domnívám se, že tento scénář nemusí nutně mít dramatický vliv na vývoj domácí inflace a domácí ekonomické aktivity, nicméně zřejmě povede z pohledu měnových podmínek k jinému mixu úrokových sazeb a kurzu (při *ceteris paribus* zvyšujících se rizicích pro finanční stabilitu).

I.3 a I.4 Tematický komentář k SZ a hlavní téma:

Vzhledem k existenci „tvrdého“ závazku nepovažuji v tomto okamžiku diskuzi možných změn v nastavení měnové politiky za příliš přínosnou, a ve stanovisku se proto zaměřím na dvě obecnější témata. Relevantní diskuzi zabývající se optimálním časováním opuštění kurzového závazku a změnou sazeb přenechám svým kolegům (poradcům) na dobu, až „přijde čas“. Prvním a hlavním tématem je diskuze vlivu měnové politiky na delších horizontech. Tato problematika podle mého soudu může být v nejbližším období relevantní, zvláště pokud nastavení měnové politiky ECB bude brzdit růst domácích sazeb déle, než se nyní očekává. V rámci druhého tématu se snažím prizmatem úvěrového impulzu posoudit, jaký vývoj lze v nejbližším období očekávat u investic nefinančních podniků a spotřeby domácností, a nakolik je tento vývoj konzistentní s příběhem prognózy.

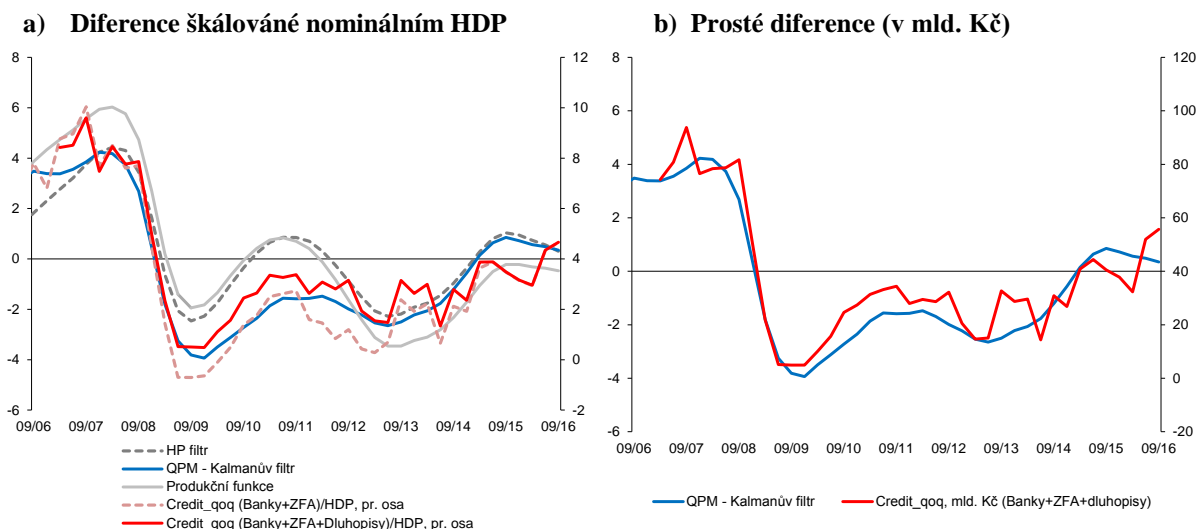
² Za bezprostřední riziko nepovažuji ani současný vývoj a dramatický růst zadlužení v Číně. I když nepříznivé tendence v čínské ekonomice představují výrazné nebezpečí v celosvětovém měřítku, k materializaci rizik podle mého názoru na horizontu prognózy nedojde.

³ Někteří ekonomové by zřejmě hledali tvrdé argumenty pro tento vývoj například v oblasti neo-fisherianských úvah (Cochrane, 2016).

a) Vliv působení měnové politiky za měnověpolitickým horizontem

Následující debatu je sice možné chápat jako problém střetu cílů měnové a makro-obežetnostní politiky, nicméně ve stanovisku se snažím zaměřit výhradně na důsledky pro měnovou politiku. Z pohledu měnové politiky může rostoucí finanční napětí a zranitelnost finančního sektoru vést v delším výhledu místo stabilizace k rozkolísanějšímu ekonomickému vývoji (Adrian a Liang, 2016). Klíčovým bodem je premisa, že rychlý růst zadluženosti vede v delším horizontu k hlubokým recesím, a tedy i k nárůstu rizika dlouhodobě nízké inflace a problematického („nákladného“) návratu na cíl. Tato premisa potom implikuje otázku, kdy a nakolik je smysluplné dosahovat inflačního cíle na měnověpolitickém horizontu, pokud se tím dramaticky zvyšuje riziko jeho výrazného a dlouhodobého nedodržení v delším výhledu. Odpověď na tuto otázku není snadná z několika důvodů. Za prvé vzdálenější (budoucí) období bývají více „diskontována“ a není jednoduché najít realistický diskontní faktor, kterým poměřovat krátkodobá negativa a dlouhodobější přínosy (či naopak). Za druhé prognóza vývoje na delší než měnověpolitický horizont je nepoměrně obtížnější, a proto také hůře podpořitelná kvantitativními argumenty (je obtížné až nemožné vidět krizi přicházet dostatečně včas a odhadnout její závažnost).⁴ Přesto považuji kladení si této otázky za fundamentální a vnímám potřebu vybudování (alespoň orientačního) rámce pro obdobné úvahy.

Graf 1: Srovnání klasických odhadů mezery výstupu s alternativním odhadem



Pozn. Úvěry poskytnuté soukromému nefinančnímu sektoru (Úvěry = úvěry od bank a zprostředkovatelů financování aktiv + emitované dluhopisy). Časová řada je vyhlazena centrováním klouzavým průměrem o délce tři.

Vhodným odrazovým můstkem pro výstavbu uvedeného rámce je alternativní určení mezery výstupu založené na datech o úvěrech. Biggs a Mayer (2013) s využitím jednoduchých vztahů ukazují, že difference stavu poskytnutých úvěrů (škálované nominálním HDP) mají z definice

⁴ Tuto situaci lze přirovnat k Nohavicově teorii alkoholického kopce: na cestě vzhůru vše vypadá v pořádku, až do bodu zlomu, kde už žádný zásah nepomůže – problém je, nikdo přesně neví, jak je ten jeho kopec vysoký.

úzkou vazbu na mezeru výstupu. Graf 1 znázorňující tradiční i alternativní odhad mezer výstupu umožňuje ověřit, nakolik je tento závěr platný pro českou ekonomiku.

Z Grafu 1 je zřejmé, že mezeru výstupu založená na úvěrech je těsně přimknuta k průběhu tradičních odhadů, a to zejména pokud jde o odhad vycházející z modelu QPM (Kalmanův filtr). Za pozornost také stojí, že alternativní mezeru je získávána prakticky v reálném čase a téměř nedochází k jejím zpětným revizím – ať už z důvodu revize dat nebo z důvodu chování filtru na konci časové řady.⁵

V posledních čtvrtletích se „úvěrová“ mezeru výstupu posunuje do kladného teritoria a indikuje mírně větší otevření než běžně používané mezery. Pohyb v kladném pásmu podle Biggse a Mayera (2013) signalizuje nadměrný inflační růst (v obecném smyslu, tj. včetně např. rychlého růstu cen nemovitostí či jiných druhů aktiv), a současná výše mezery tak podporuje potřebu návratu k méně uvolněné měnové politice. Hodnocení prizmatem „úvěrové“ mezery výstupu však implikuje, že (šířeji pojímaná) inflace se zatím nachází nad „optimálním“ stavem jen relativně mírně. Tento závěr se v zásadě shoduje s vyzněním experimentálního indikátoru inflace „CPI OOH + HPI“, který rovněž (velmi pravděpodobně) mírně překročil 2% cíl až ve druhé polovině roku 2016.

Není ovšem vyloučeno, že budoucí vývoj přinese další akceleraci úvěrové dynamiky a dojde k výraznějšímu otevírání „úvěrové“ mezery výstupu směrem do kladného pásma. Nabízí se proto úvaha, zda by měnová autorita měla na tuto situaci reagovat zvyšováním úrokových sazeb ve stylu strategie „*lean against the wind*“. Tato otázka není prozatím v teorii (a tím méně v praxi) uzavřena. Zatímco na jedné straně existují jednoznační odpůrci této strategie (viz např. vlivné články Svensson, 2014 či Svensson, 2016), u autorů jiných studií bychom našli podmíněnou či jednoznačnou podporu (Gourio et al., 2016; Filardo a Rungcharoenkitkul, 2016). Adrian a Liang (2016) potom ukazují, že Svenssonovy závěry nejsou příliš robustní a volba velmi rozumných alternativních předpokladů vede v identickém modelu ke zcela opačným výsledkům.⁶ Odmítavá reakce Svenssona (Svensson, 2017) pak jen dokládá, že tuto debatu je stále nutné pokládat za živou a neukončenou.

V tomto stanovisku přirozeně nemám ambici názorový nesoulad vyřešit či „rozseknout“, pokusím se však k němu vyjádřit oklikou přes jinou, ale velmi úzce související úvahu. Důležitou otázkou je, jak velký přírůstek úvěrů k HDP odpovídá situaci, kdy se ekonomika pohybuje na svém potenciálu, a zda tento přírůstek vede k udržitelné úrovni zadlužení soukromého sektoru (jinými slovy: zda tradičně definovaný potenciální produkt je udržitelným také v širším a dlouhodobějším smyslu, kdy nevede k přehřívání na trzích aktiv a následným recesím – viz např. Borio et al., 2013).

⁵ Data o úvěrech jsou dostupná velmi brzy po referenčním období a zpravidla podléhají minimální zpětné revizi. K částečným *ex post* změnám může docházet z důvodu revize HDP, který je použit jako škálovací (referenční) proměnná. Vliv revizí HDP na změnu „úvěrové“ mezery je však řádově nižší než u tradičních mezer, případně je možné průběh mezery posoudit i čistě na základě mezičtvrtletních diferencí úvěrů (Graf 1, vpravo).

⁶ K této problematice je snad ještě vhodné poznamenat, že řada studií zavrhuje strategii *lean against the wind* vychází z analýzy švédské ekonomiky. Situace na trhu nemovitostí ve Švédsku je však poměrně specifická a spíše než cyklickými faktory je determinována strukturálními charakteristikami. Z tohoto důvodu Švédsko není nejvhodnější výchozí zemí pro získání relevantních závěrů.

Z Grafu 1 (levý panel) vyplývá, že česká ekonomika při růstu na úrovni potenciálu vykazuje zhruba 4% mezičtvrtletní přírůstek úvěrů k HDP.⁷ K posouzení, zda tato velikost přírůstku implikuje udržitelný vývoj či dlouhodobě vede k nadměrnému úvěrovému zatížení soukromého sektoru, je možné využít ukazatel „*credit-to-GDP ratio*“, tj. poměr stavu úvěrů k HDP. I když konkrétní hranice ukazatele, která by znamenala neudržitelný vývoj, není v praxi známa (viz teorie Nohavicova teorie alkoholického kopce, pozn. pod čarou 4), není nutné dbát na přílišnou přesnost a je možné použít hrubé měřítko. Tabulka 1 obsahuje přehled o úrovních poměru úvěrů k HDP, ke kterým systém v dlouhém horizontu konverguje pro různé kombinace meziročního tempa růstu nominálního HDP a čtvrtletního přírůstku úvěrů k HDP.⁸ Zatímco hranice okolo 100 % pro poměr úvěrů k HDP může být v delším horizontu ještě vnímána jako relativně bezproblémová, hranice kolem 250 % již zcela jistě bezproblémová není (viz např. kombinace dlouhodobého růstu nominálního HDP o 3 % ročně a 7% přírůstku úvěrů či jakákoli méně příznivá kombinace).

Tabulka 1: Výše poměru úvěrů k HDP, ke které systém dlouhodobě konverguje při různých kombinacích přírůstku úvěrů a tempa růstu HDP (v %)

		Čtvrtletní přírůstek úvěrů k HDP (v %)					
		4	5	6	7	8	9
Meziroční růst nominálního HDP (v %)	2	204	255	306	357	408	459
	3	137	172	206	240	275	309
	4	104	130	156	182	208	234
	5	84	105	126	147	168	189

Tabulka 2: Počet let, za který poměr úvěrů k HDP dosáhne výše 100 % (a 120 %) při různých kombinacích přírůstku úvěrů a tempa růstu HDP (v letech, zaokrouhлено)

		Čtvrtletní přírůstek úvěrů k HDP (v %)					
		4	5	6	7	8	9
Meziroční růst nominálního HDP (v %)	2	15 (26)	11 (18)	8 (14)	7 (11)	6 (9)	5 (8)
	3	23 (49)	14 (25)	10 (17)	8 (13)	7 (11)	6 (9)
	4	59 (x)	20 (48)	13 (24)	10 (17)	8 (13)	6 (10)
	5	x (x)	43 (x)	18 (48)	12 (23)	9 (16)	7 (12)

Pozn.: Údaj pro hranici 120 % je uveden modře v závorce. Symbol „x“ znamená, že pro danou kombinaci není cílová hranice nikdy dosažena (systém konverguje k nižším úrovním). Výsledky je možné získat jednoduchou extrapolací.

⁷ Tradiční mezera výstupu se uzavírá (a dosahuje v Grafu 1 na levé ose nulové hodnoty) v okamžiku, který odpovídá 4% přírůstku úvěrů (viz pravá osa, kdy s hodnotou nula na levé ose koresponduje hodnota 4 na ose pravé).

⁸ Biggs a Mayer (2013) uvádějí pro výpočet této úrovně vzorec v explicitním tvaru, identický výsledek je ale možné získat i jednoduchou extrapolací.

Citlivost tvůrců měnové politiky na různé finální úrovně zadluženosti se může lišit, pro mnohé může být v českých podmínkách jako problematická vnímána již výše úvěrů k HDP kolem 120–150 %. Důležitým aspektem úvah přitom není jen samotná únosná mez pro poměr úvěrů k HDP, ale také rychlost, se kterou tento ukazatel v čase roste. Tabulka 2 uvádí přehled, za kolik let dosáhne poměr úvěrů k HDP při různých kombinacích hranici 100 % a hranici 120 %, která prakticky znamená zdvojnásobení stávající úrovně.⁹ Opět platí, že každý může být k uvedeným údajům jinak citlivý, důležité však je mít rámcovou představu o tom, jaké důsledky rozhodování za daných podmínek přináší.

Co údaje z Tabulky 1 a 2 vypovídají o současné situaci? Předně je nutné zmínit, že čtvrtletní přírůstek úvěrů zhruba ve výši 4 % HDP je ve srovnání s jinými zeměmi nízký¹⁰ a potřeba zohledňovat úvěrovou dynamiku při definici potenciálního produktu je tak v případě české ekonomiky (prozatím) méně naléhavá. Pokud je za dlouhodobě udržitelný pokládán meziroční růst nominálního HDP ve výši 4-5 %, nepředstavuje současná dynamika úvěrů pro měnovou politiku zásadní problém a v tomto smyslu není nyní potřeba na situaci měnovou politikou přehnaně reagovat. Případná rizika lze řešit především nástroji makrobezpečnostní politiky.

Pokud by však měl meziroční růst nominálního HDP v budoucnu dlouhodobě dosahovat například pouze výše 3 % a úvěrová dynamika by se po delší dobu držela na zvýšených úrovních, může tento vývoj zakládat zvýšená rizika pro udržitelnost inflačního cíle a přispívat k celkové rozkolísanosti ekonomiky (v logice: neudržitelné dluhy → hluboká recese → dlouhodobé podstřelování a nákladný návrat na cíl). Konečné rozhodnutí měnové autority samozřejmě musí zohlednit všechny faktory v konkrétní situaci. Je však možné přepokládat, že kombinace perzistentních přírůstků úvěrů nad hranicí 7 % HDP a slabého výhledu budoucího růstu již představuje stav, kdy by měnová politika měla zvažovat bilanci rizik na měnověpolitickém i delším horizontu. V současné době se zatím v této situaci nenacházíme a reakce měnové politiky na úvěrovou dynamiku formou zvyšování sazeb zřejmě není z pohledu dlouhodobého ohrožení inflačního cíle bezprostředně aktuálním tématem (což samozřejmě nemá implikovat, že současný vývoj není bezprostředním tématem pro makrobezpečnostní politiku).

b) Úvěrový impulz a jeho využití k posouzení současného vývoje investic a spotřeby

Protože valná většina investic je financována formou úvěrů, existuje mezi úvěrovým vývojem a investicemi těsný vztah, čehož lze při hodnocení vývoje investic využít. V praxi tento vztah bývá zamlžen nesprávným porovnáváním meziročního tempa růstu reálných veličin a úvěrů.¹¹ Korektním indikátorem pro vzájemnou komparaci růstu investic a úvěrů je výhradně tzv.

⁹ V současnosti tento poměr dosahuje hodnotu necelých 64 %. Je však nutné zdůraznit, že pojem dluh či celkové úvěry není pro účely stanoviska vymezen stejně jako v případě hodnocení proticyklické kapitálové rezervy (CCyB). Rozdíl je především v tom, že stanovisko abstrahuje od domácích a přeshraničních půjček mezi nefinančními podniky. Hodnota zde uvažovaného poměru úvěrů k HDP je proto ve srovnání s analýzami CCyB znatelně nižší, a za rizikovější je tak adekvátně tomu nutné považovat již nižší hladiny poměru úvěrů k HDP.

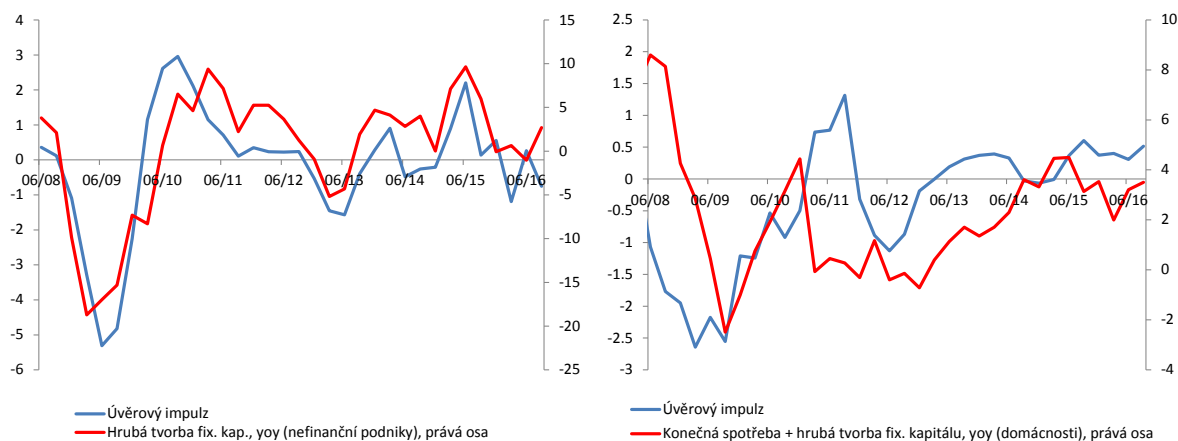
¹⁰ V eurozóně tento přírůstek dosahuje v době, kdy se ekonomika nachází na potenciálu, necelých 6 %, v USA zhruba 9 %.

¹¹ Přímé srovnávání dynamiky tokových a stavových veličin nemá žádný smysl a často vede k zavádějícím závěrům typu „*creditless recoveries*“.

úvěrový impulz (tj. meziroční růst *diferencí* úvěrů, blíže viz také Biggs a Mayer, 2013). Jeho využití může mít dvojí výhodu: (1) úvěrový impulz zejména v sestupné fázi zpravidla mírně předbíhá realizované investice, a může tak poskytnout včasnou informaci o bodech zvratu a vývoji v nejbližším období, (2) obdobně jako již v případě „úvěrové“ mezery výstupu jsou data za úvěry dostupná dříve a nepodléhají již velkým revizím. Úvěrový impulz tak lze použít ke křížové kontrole a posouzení věrohodnosti nejnovějších dostupných dat z reálné ekonomiky.

Průběh úvěrového impulzu a jeho srovnání s meziročním růstem investic (hrubé tvorby fixního kapitálu, HTFK), resp. konečné spotřeby je zachycen v Grafu 2. V případě nefinančních podniků (levý panel) výsledek srovnání jednoznačně potvrzuje velmi silný vztah mezi oběma veličinami, přičemž pokles úvěrového impulzu do záporu vždy následně vedl k poklesu tempa růstu investic. V této souvislosti je podstatný zejména vývoj v posledních čtvrtletích, kdy je úvěrový impulz negativní, zatímco poslední údaj o růstu HTFK vyznívá vcelku pozitivně. Ve světle dobré funkčnosti výše popsaného vztahu mezi úvěrovým impulzem a tempem růstu HTFK očekávám, že aktuálně dostupné údaje o investicích mohou být ještě revidovány směrem dolů nebo že nejbližší údaje o HTFK budou ve srovnání s očekávaným náběhem spíše zklamáním. Tím nechci tvrdit, že k obnovení podnikových investic v průběhu roku 2017 nebude docházet, ovšem s přihlédnutím k aktuálně pozorované dynamice úvěrů bych očekával, že k němu bude docházet pozvolněji a později, než předpokládá prognóza. V každém případě se úvěrový impulz jeví jako vhodný doplněk pro posuzování aktuálních trendů v investiční aktivitě nefinančních podniků.

Graf 2: Úvěrový impulz a vývoj investic, resp. konečné spotřeby



Pozn.: Definice úvěrů použitá k výpočtu úvěrového impulzu je identická jako výše, bylo však použito členění úvěrů na úvěry poskytnuté sektoru nefinančních podniků a domácností. Časová řada úvěrového impulzu byla vyhlazena centrováním klouzavým průměrem o délce 3.

V případě domácností je situace složitější, neboť velká část hypotečních úvěrů nemá z důvodu pořízení nemovitosti na „sekundárním“ trhu na reálné veličiny bezprostřední přímý vliv. Přesto je možné mezi agregátem „konečná spotřeba + HTFK“ a úvěrovým impulzem pozorovat jistý vztah, byť ten je o poznání slabší než v případě investiční aktivity

nefinančních podniků. Celkově úvěrový impulz dosahuje kladných hodnot a nezdá se, že by narušoval předpoklad o robustním růstu spotřeby a investic domácností v nejbližším období.

I.5 Dílčí připomínky k SZ

Zvážil bych možnost zpřesnění následující formulace: „...*stejným směrem bude působit obnovená – i když oproti předkrizovému období výrazně pozvolnější – reálná konvergence české ekonomiky...*“ (s. 5 a s. 11). Nemusí být zcela zřejmé, k jak dlouhému předkrizovému období je toto tvrzení vztaženo (k období 2005–2008?, delší/kratší úsek?), a proto z tvrzení nelze nijak odvodit, s jakou rychlostí konvergence je prognózovaný vývoj vlastně srovnáván. Bezprostředně předkrizové roky byly z hlediska konvergence poměrně výjimečné a odrážejí spíše cyklické charakteristiky (např. větší oscilace českého HDP kolem svého potenciálu). Z dlouhodoběji udržitelného pohledu se podmínky pro reálnou konvergenci zdají být nadále zhruba srovnatelné.

V posledním období je možné pozorovat jistou nekonzistenci mezi spotřebou domácností a dynamickým vývojem spotřebitelských úvěrů, kterému by patrně odpovídal rychlejší růst spotřeby. Nabízí se proto hypotéza, že tento vývoj není jen *odrazem příznivé spotřebitelské důvěry a růstu spotřebních výdajů domácností* (s. 43), ale že část spotřebitelských úvěrů je ve skutečnosti použita jako doplňkový nezajištěný úvěr k financování nemovitosti (z důvodu obcházení doporučených limitů LTV). Pro ověření této hypotézy bohužel nejsou k dispozici dostatečně přesvědčivá data, nicméně alespoň hrubou představu mohou poskytnout údaje ze šetření nově poskytnutých úvěrů zajištěných rezidenční nemovitostí. V rámci šetření jsou mimo jiné sledovány objemy nezajištěných spotřebitelských úvěrů poskytnutých klientům, kteří současně získali úvěr zajištěný rezidenční nemovitostí. Dostupná data ukazují, že v období 2H 2015–1H 2016 se spotřebitelské úvěry se souběhem k hypotečnímu úvěru podílely na celkovém nárůstu stavů zhruba jednou desetinou.¹² Tato data však zachycují pouze situaci, kdy souběh hypotečního a spotřebitelského úvěru nastane v rámci jedné banky. Připustíme-li, že dodatečný spotřebitelský úvěr pro účely nákupu nemovitosti si klienti se stejnou nebo dokonce vyšší četností sjednají u jiné banky, může být část spotřebitelských úvěrů nekončících ve spotřebě domácností poměrně významná.

Možná bylo řešeno už v minulosti... Volba označení „*mezera výstupu podle Kalmanova filtru*“ či „*potenciální produkt podle Kalmanova filtru*“ (s. 38) mi nepřipadá pro externí komunikaci jako příliš šťastná. Vzhledem k tomu, že Kalmanův filtr je jen odhadovou technikou (bez jakékoli explicitní vazby na konkrétní model), má toto označení pro běžného čtenáře jen o málo vyšší informační hodnotu než „*mezera výstupu získaná statistickými postupy*“ nebo „*mezera získaná s využitím počítače*“. Navíc předpokládám, že v grafu prezentovaný odhad není technicky vzato výsledkem filtrace/filtru (tj. že k odhadu v čase t nejsou použity jen informace dostupné v čase t , ale celá aktuálně dostupná časová řada). V rámci interní komunikace samozřejmě tento problém odpadá, protože interní uživatelé vědí, co je tímto „zkratkovitým“ označením myšleno.

¹² Z makrobezřetnostního pohledu (nedodržování doporučení ČNB) nejde o významný objem, ale vzhledem k nízké základně spotřebitelských úvěrů může tento objem představovat relativně vysoký příspěvek k růstu.

Kapitola II se sice jmenuje *Prognóza, její změny a rizika*, nicméně slovo riziko se v ní kromě spojení „zajištění kurzového rizika“ (což není riziko prognózy) neobjeví ani jednou ☺. Slovo nejistota se potom v publikovaných částech objeví pouze jednou – až úplně na konci kapitoly v souvislosti s fiskální prognózou.

Při čtení Situační zprávy jsem narazil na několik překlepů a typografických či jiných nedostatků. Opravy a návrhy úprav můžu dát sekci měnové k dispozici, bude-li mít zájem.

Literatura

Adrian, T. a N. Liang (2016): „Monetary Policy, Financial Conditions, and Financial Stability“, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 690.

Biggs, M. a T. Mayer (2013): „Bring credit back into the monetary policy framework!“, Policy Brief, Political Economy of Financial Markets.

Borio, C., Disyatat, P. a M. Juselius (2013): „Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle“, BIS Working Papers No 404.

Cochrane, J. H. (2016): „Michelson-Morley, Occam and Fisher: The Radical Implications of Stable Inflation at Near-Zero Interest Rates“, *manuskript*.

Filardo, A. a P. Rungcharoenkitkul (2016): „A quantitative case for leaning against the wind“, BIS Working Papers No. 594.

Gourio, F., Kashyap, A. K. a J. Sim (2016): „The Trade-offs in Leaning Against the Wind“, *manuskript*.

Svensson, L. (2014): „Inflation Targeting and Leaning Against the Wind“, International Journal of Central Banking 10(2) pp. 103–114.

Svensson, L. (2016): „Cost-Benefit Analysis of Leaning Against the Wind: Are Costs Larger Also with Less Effective Macroprudential Policy?“, National Bureau of Economic Research Working Paper 21902.

Svensson, L. (2017): „How Robust Is the Result That the Cost of Leaning Against the Wind Exceeds the Benefit? Response to Adrian and Liang“, CEPR Discussion Paper DP11744.

Vyjádření SAO FS k 1. situační zprávě 2017 z pohledu dosahování cíle finanční stability¹³

Na základě rozhodnutí bankovní rady na jednání dne 8. prosince 2016 bude od ledna 2017 standardní součástí stanoviska k Situační zprávě o hospodářském a měnovém vývoji vyjádření SAO FS hodnotící nastavení měnových podmínek z pohledu dosahování cíle finanční stability a provádění makrobezpečnostní politiky. Smyslem tohoto vyjádření je formální dokumentace názoru SAO FS jako útvaru zodpovědného za prosazování druhého klíčového cíle ČNB na nastavení měnové politiky. Vyjádření bude vždy obsahovat názor SAO FS, zda a jakým směrem by se mělo změnit nastavením měnové politiky na základě hodnocení vlivu (aktuálního) nastavení měnových podmínek na podmínky ve finančním sektoru a vyznění Situační zprávy. Příležitostně bude součástí tohoto vyjádření tematická část věnující se podrobněji některému z relevantních témat.

Na základě posouzení informací obsažených v 1. SZ (vývoj měnových podmínek konsistentních s prognózou, prognóza růstu disponibilních příjmů domácností a podniků, zvyšování spotřebitelské důvěry domácností) a dále s ohledem na vysokou úvěrovou dynamiku ve vybraných segmentech trhu, uvolněné úvěrové podmínky, pokračující posun směrem k poskytování rizikovějších úvěrů a zrychlující růst cen nemovitostí napříč celou ČR v prostředí mimořádně nízkých nominálních i reálných úrokových sazeb považuje SAO FS z pohledu finanční stability za žádoucí *zpřísnit nastavení měnových podmínek.*

1. Vliv (aktuálního) nastavení měnových podmínek na podmínky ve finančním sektoru

Dopady nastavení měnové politiky na domácí finanční sektor bude pravidelně shrnovat mapa rizik průsaku měnové politiky do podmínek ve finančním sektoru (dále jen „mapa rizik“; Graf 1). Tento grafický nástroj reflektuje základní transmisní kanály, kterými ovlivňuje měnová politika finanční sektor.¹⁴ Je rozdělen do tří oblastí sledujících v čase (i) vývoj ziskovosti bankovního sektoru (ukazatele úrokových marží¹⁵ a čistého úrokového výnosu), (ii) dynamiku nových bankovních úvěrů (ukazatele tempa růstu nových a skutečně nových úvěrů v segmentu domácností a podniků) a (iii) rizikové charakteristiky úvěrů (ukazatele LTV, LTI a DSTI¹⁶ zajištěných úvěrů a nadhodnocení cen rezidenčních nemovitostí).¹⁷

¹³ K předkládanému materiálu bude vytvářen podklad obsahující data, na nichž budou prezentované argumenty založeny. Tento soubor dat bude aktualizován vždy současně s předložením stanoviska k SZ a bude dostupný na disku Situačních zpráv.

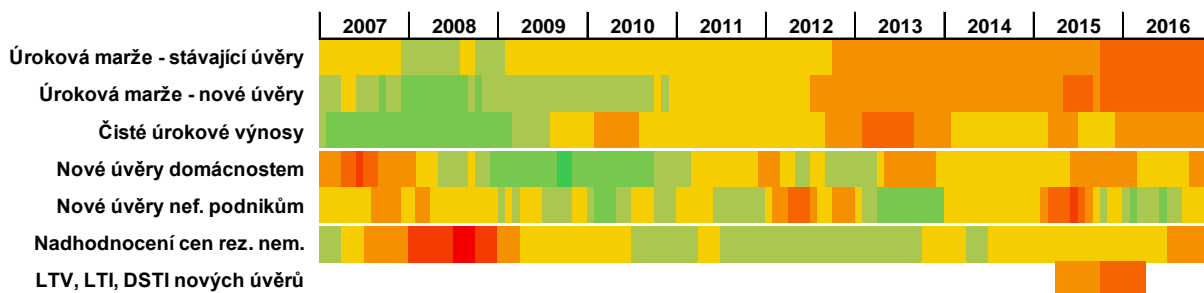
¹⁴ Viz např. Adrian a Liang (2014), Borio a Zhu (2012) nebo Borio et al. (2015).

¹⁵ Úroková marže je vypočtena jako úroková sazba na nově poskytnuté nebo stávající úvěry po odečtení sazby na stávající vklady bank.

¹⁶ LTV (loan-to-value): poměr výše poskytovaného úvěru a hodnoty zastavené nemovitosti; LTI (loan-to-income): poměr výše poskytovaného úvěru a výše příjmů; DSTI (debt service-to-income) poměr ročních výdajů vyplývajících z výše poskytovaného úvěru a výše příjmů.

¹⁷ Indikátory byly vybrány s ohledem na transmisní kanály měnové politiky, charakter českého finančního sektoru a dostupnost dat. V budoucnu bude docházet k dalšímu zdokonalování mapy rizik z hlediska její grafické podoby i složení indikátorů.

Graf 1: Mapa rizik průsaku měnové politiky do podmínek ve finančním sektoru



Pozn.: Barva v jednotlivých kategoriích vychází ze srovnání s referenční úrovní pro daný indikátor/sadu indikátorů: více červená barva značí, že se indikátory odchýlily více od svých trendových hodnot nebo hodnot považovaných za rizikově neutrální (žlutá barva) směrem k rizikovějším hodnotám (tzn. nižší ziskovosti, rychlejšímu tempu růstu nových úvěrů a jejich vyšší rizikovosti). Zelená barva značí odchýlení v opačném směru (tzn. k vyšší ziskovosti, pomalejšímu tempu růstu nových úvěrů a jejich nižší rizikovosti).

Z mapy rizik vyplývá, že v prostředí dlouhodobě uvolněných měnových podmínek se podmínky ve finančním sektoru vyvíjí tak, že dochází k potenciálnímu nárůstu rizik simultánně ve všech třech oblastech. Snižování hladiny úrokových sazeb a výnosů finančních aktiv působí přímo na příjmy a ziskovost bank, a to zejména prostřednictvím snižování úrokových marží. Úroková marže z celkových i nových bankovních úvěrů domácnostem i nefinančním podnikům se pohybuje hluboko pod historickými průměry. K dalšímu výraznému poklesu dochází především u úrokových marží ze spotřebitelských úvěrů, v menší míře ale také v ostatních kategoriích úvěrů. Dopad změny nastavení měnových podmínek na úrokové marže bank potvrzují impulzní odezvy zobrazené v Grafu 2, které dokumentují až 50% průsak měnověpolitického uvolnění do jejich poklesu.¹⁸

Nízké úrokové sazby a klesající úrokové marže vytvářejí podněty pro banky umisťovat větší množství zdrojů do rizikovějších aktiv s cílem udržet či zvýšit dosavadní ziskovost.¹⁹ Dochází tak k nárůstu objemu nově poskytnutých úvěrů rizikovějším klientům v segmentu hypotečních úvěrů.²⁰ Skutečně nové hypoteční úvěry včetně navýšení se v listopadu a prosinci 2016 meziročně zvýšily o výrazných 42 % a 30 % (po vyhlazení 3měsíčním klouzavým průměrem). Zároveň se zvyšuje podíl zajištěných úvěrů v kategoriích s vysokými hodnotami LTV, LTI a DSTI. Podíl zajištěných úvěrů s LTV nad 80 % – který má být od 1. 4. 2017 omezen na 15 % úvěrové produkce – činil ve druhém čtvrtletí 2016 více než 47 %. Objem zajištěných úvěrů poskytnutých s LTI nad 5,5 se mezi prvním pololetím 2014 a prvním pololetím 2016 téměř zdvojnásobil. Roste také podíl úvěrů s vyššími hodnotami LTI (nad 8) a

¹⁸ Impulzní odezvy jsou simulovány s využitím Bayesovského modelu vektorové autoregrese (BVAR) standardně používaného pro analýzu transmise měnové politiky (viz Babecká-Kucharčuková et al.; 2013, str. 11–16), který je rozšířen o úvěry soukromému nefinančnímu sektoru a úrokové marže bank. Měnověpolitické uvolnění je simulováno v podobě poklesu 3měsíční mezibankovní sazby Pribor o 1 p.b.

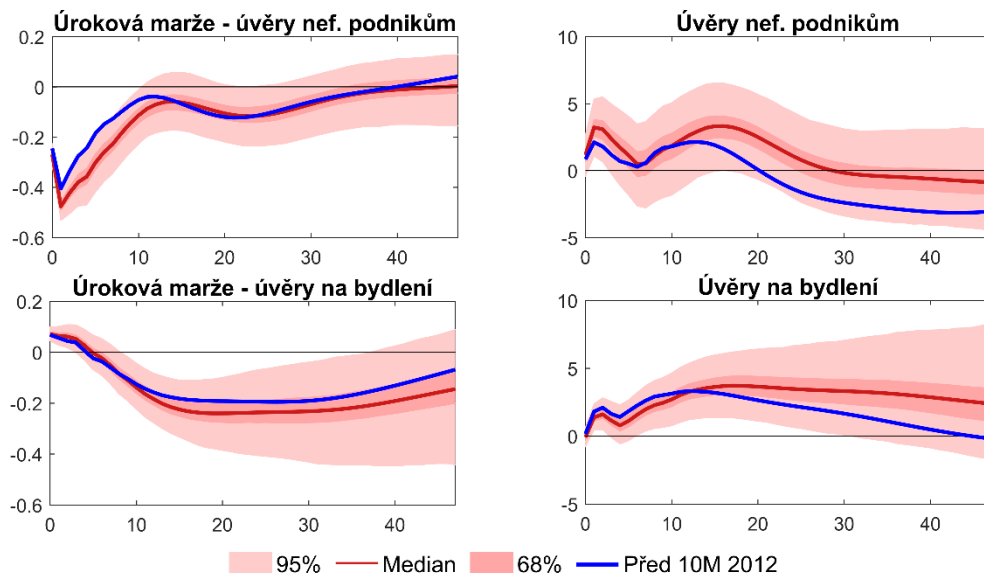
¹⁹ Nízké úrokové sazby mají negativní dopad na ziskovost a rizikové chování také dalších typů finančních institucí (viz ZFS 2015/2016, část 2.1).

²⁰ Průsak uvolnění měnové politiky do úvěrového růstu potvrzují impulzní odezvy zobrazené v Grafu 2.

DSTI (nad 40 %), které by neodolaly případné budoucí zátěži v podobě poklesu příjmů a skokového nárůstu úrokových sazeb např. v důsledku vnějšího šoku.²¹

Graf 2: *Efekt měnověpolitického uvolnění na úrokové marže bank a meziroční tempo růstu bankovních úvěrů*

(osa y: v %; osa x: v měsících)



Pozn.: Do simulace vstupují data mezi 1M 2003 a 9M 2016; zkrácený datový soubor (modré odezvy) neobsahuje období, kdy se měnověpolitické sazby nacházejí na technické nule. Simulace ukazuje, že při zahrnutí období výrazně uvolněné měnové politiky se zvyšuje citlivost proměnných na měnověpolitický šok (viz také Malovaná a Frait, 2016).

Posun směrem k poskytování rizikovějších úvěrů dokumentuje také nárůst průměrné hodnoty DSTI u nových zajištěných úvěrů, která se dle dostupných údajů pohybuje ve všech příjmových skupinách o cca 7–11 p.b. výše než na celkovém stavu úvěrů. Zároveň dochází k jejímu dalšímu nárůstu u nízkopříjmových dlužníků.²² Nárůst průměrného DSTI u nových zajištěných úvěrů je důsledkem výrazného zvýšení průměrné výše jistiny úvěru ve všech příjmových skupinách. Podle údajů Fincentrum Hypoindex vzrostla průměrná výše jistiny nového hypotečního úvěru v posledních třech letech o více než 25 %, což je odrazem růstu cen nemovitostí nad úroveň konsistentní s vývojem fundamentálních faktorů. Míru nadhodnocení cen rezidenčních nemovitostí pro celou ČR odhadujeme pro konec roku 2016 v průměru na více než 5 % při rostoucí tendenci.²³ Z výše uvedeného vyplývá, že dochází k posunu české ekonomiky dále do růstové fáze finančního cyklu, což potvrzuje také zrychlující růst souhrnného indikátoru finančního cyklu (IFC).²⁴

²¹ Blíže viz Nezveřejňovaná aktualizace Zprávy o finanční stabilitě 2015/2016 – prosinec 2016, str. 80–82.

²² Blíže viz Nezveřejňovaná aktualizace Zprávy o finanční stabilitě 2015/2016 – prosinec 2016, str. 30–34.

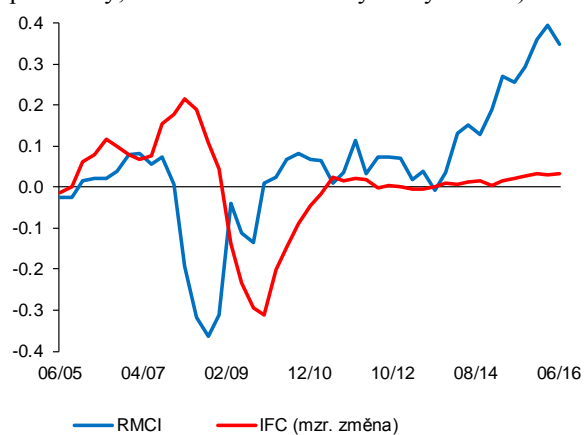
²³ Meziroční tempo růstu cen bytů dosáhlo ve čtvrtém čtvrtletí 2016 13 % a výrazně převyšuje desetiletý průměr (4,5 %).

²⁴ Příspěvek nových úvěrů domácnostem k celkovému IFC se ve třetím čtvrtletí 2016 pohyboval blízko hodnoty historického maxima. Nárůst cyklických rizik v tomto sektoru je důsledkem nejen výrazné dynamiky nových

Graf 3 zachycuje společnou dynamiku vývoje meziroční změny IFC a indexu reálných měnových podmínek (RMCI)²⁵. Je z něj patrné, že s uvolňováním (zprísňováním) měnových podmínek dochází se zpožděním minimálně 1 roku k nárůstu (poklesu) cyklických rizik.²⁶ Lze tak předpokládat, že s prodlužováním období dlouhodobě uvolněných měnových podmínek či s jejich dalším uvolňováním by docházelo k posunu české ekonomiky stále výše ve finančním cyklu. Zároveň lze předpokládat, že z důvodu zpoždění v transmisi měnové politiky by k tomuto posunu docházelo také ještě určitou dobu po ukončení období uvolněných měnových podmínek a návratu k neutrálním reálným měnovým podmínkám.

Graf 3: Reálné měnové podmínky a změna cyklických rizik

(změna IFC v p.b.; RMCI>0: uvolněné měnové podmínky; nárůst IFC = nárůst cyklických rizik)



2. Vyjádření k vyznění situační zprávy a k prognóze

Souhlasíme s obecným vyzněním situační zprávy a prognózy. S výrazně rychlejším růstem příjmů domácností a podniků vedoucím k udržitelnému plnění inflačního cíle je konsistentní návrat měnových podmínek k neutrálnímu až přísnějšímu působení.

Jako potenciální problém technického charakteru vnímáme využívání zahraniční stínové sazby v prognostickém modelu, který ve scénáři s volnými sazbami i nadále implikuje potřebu dalšího uvolnění měnové politiky. S ohledem na možnou nekonsistenci popsanou níže a s ohledem na konstrukci stínových sazeb (nepozorovaná proměnná) považujeme za vhodnější vrátit se k používání zahraniční tržní sazby.

Od představení prognózy v 7. SZ 2016 došlo k přehodnocení výhledu vývoje 3měsíční sazby Euribor a odhadované zahraniční stínové sazby. Zatímco trajektorie tržních úrokových sazeb

úvěrů na bydlení, ale také akcelerací tempa růstu nových spotřebitelských úvěrů, které ve druhé polovině loňského roku rostly v průměru více než 30% meziročním tempem.

²⁵ RMCI je pravidelnou součástí grafické přílohy situačních zpráv. Jeho konstrukce je blíže popsána v 3. situační zprávě z roku 2015, Box 3, str. 61.

²⁶ Korelace mezi reálnými měnovými podmínkami a změnou IFC zpožděnou o 4 čtvrtletí je cca 70 %.

se na delším konci zvyšuje, stínová sazba se posouvá níže.²⁷ Zároveň došlo k zesílení proinflačních tlaků v domácí ekonomice i prostřednictvím dovozních cen. I přesto scénář s volnými sazbami nadále implikuje potřebu uvolnění domácí měnové politiky, což je důsledkem přehodnocení zahraničních stínových sazeb směrem dolů. Tato potřeba uvolnění zůstává navíc v přibližně stejném rozsahu jako v listopadu 2016. To je způsobeno tím, že do prognostického modelu vstupují na jedné straně zahraniční stínové sazby a na straně druhé domácí tržní sazby. Dochází tak k rozevírání diferenciálu mezi dvěma ne zcela srovnatelnými veličinami. Lze tak předpokládat, že při nahrazení zahraničních stínových sazeb 3měsíčním Euriborem by potřeba uvolnění domácích měnových podmínek nebyla tak velká, resp. byla by minimální.²⁸

3. Tematická část: Vliv rostoucího optimismu domácností v prostředí mimořádně nízkých nominálních i reálných úrokových sazeb

Kombinace výrazně lepších příjmových očekávání a historicky nízkých úrokových sazeb posouvá reálné úrokové sazby z nových úvěrů na bydlení stále níže do záporných hodnot, které se tak ve třetím čtvrtletí 2016 dostaly na úroveň před rokem 2008 (Graf 4).²⁹ Tento vývoj se odráží v nárůstu optimismu domácností ohledně snadnosti splácení hypotečních úvěrů a růstu cen rezidenčních nemovitostí, což je patrné z rostoucích hodnot ukazatelů LTV, LTI a DSTI nových zajištěných úvěrů (viz část 1).

Pokračující růst optimismu domácností může podpořit další zvyšování poptávky po nemovitostech jako investici a nárůst zadluženosti domácností s méně jistou příjmovou perspektivou. V takové situaci mohou domácnosti přikládat nedostatečnou váhu informacím o rizicích a mohou reagovat zpožděně i na nepříznivé informace. To dokumentoval např. vývoj spotřeby českých domácností v době finanční krize. Šoky, které se v nárůstu reálné úrokové sazby z nových úvěrů na bydlení začaly projevovat už počátkem roku 2007 a k jejichž plnému průsaku do finančního sektoru došlo ve třetím čtvrtletí 2008, se odrazily v poklesu spotřeby domácností až ve druhém čtvrtletí 2009. Také nemovitosti zůstaly výrazně nadhodnocené po celý rok 2008 a blízko rovnovážným hodnotám se dostaly až společně s poklesem spotřeby domácností. Obdobný vývoj lze pozorovat v oblasti dynamiky nových úvěrů na bydlení. Ačkoliv k poklesu meziročního tempa růstu dochází již počátkem roku 2008, z hlediska objemů se nově poskytnuté úvěry na bydlení drží na hodnotách roku 2007 až do poloviny roku 2009 (Graf 5).

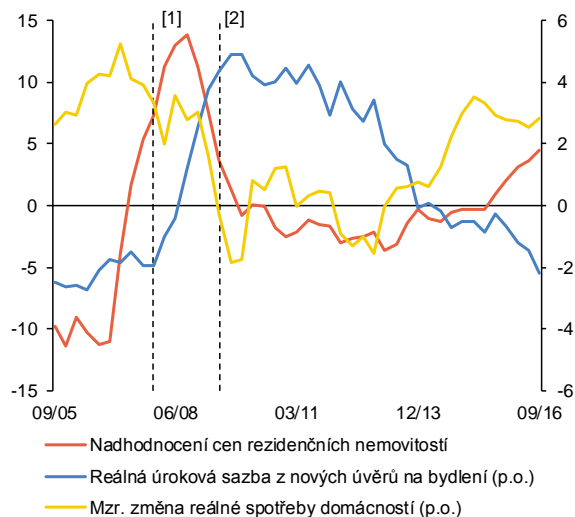
²⁷ Tato nekonsistence je pravděpodobně dána tím, že trh vnímá krok ECB z prosince 2016 jako zpřísnění jeho měnové politiky (snížení objemu nákupu aktiv z 80 na 60 mld. EUR měsíčně), zatímco stínové sazby reflektují prodloužení tohoto programu a krok ECB interpretují jako další uvolnění měnové politiky.

²⁸ Tento problém byl diskutován již na schůzkách k prognóze v sekci měnové.

²⁹ Podobně je tomu i u úvěrů podnikům, zejména u investičních úvěrů s delší splatností.

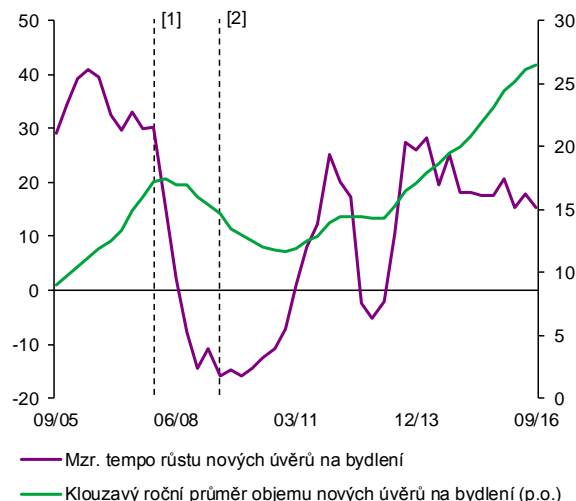
Graf 4: Reálná úroková sazba z nových úvěrů na bydlení, nadhodnocení cen rezidenčních nemovitostí a reálná spotřeba domácností

(v %; pravá osa: v %)



Graf 5: Nové úvěry na bydlení

(v %; pravá osa: v mld. Kč)



Pozn.: Reálná úroková sazba je deflována meziročním tempem růstu hrubého disponibilního důchodu (HDD) domácností v čase $t+4$. HDD ve 4Q 2016 a 2017 vychází z prognózy ČNB. [1] 4Q 2007; [2] 2Q 2009.

Pozn.: Meziroční tempo růstu nových úvěrů je vyhlazeno 3měsíčním klouzavým průměrem. [1] 4Q 2007; [2] 2Q 2009.

Literatura

Adrian, T., Liang, N. (2014): *Monetary Policy, Financial Conditions, and Financial Stability*. Staff Report 690, Federal Reserve Bank of New York.

Babecká-Kucharčuková, O. et al. (2013): *What We Know About Monetary Policy Transmission in the Czech Republic: Collection of Empirical Results*, Research and Policy Notes 2013/01, Česká národní banka.

Borio, C., Zhu, H. (2012): *Capital Regulation, Risk-taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?* Journal of Financial Stability, 8(4):236–51.

Borio, C., Gambacorta, L., Hofmann, B. (2015): *The Influence of Monetary Policy on Bank Profitability*. BIS Working Papers 514, Bank for International Settlements.

Malovaná, S., Frait, J. (2016): *Monetary Policy and Macprudential Policy: Rivals or Teammates?* CNB Working Paper 2016/06, Česká národní banka.