

**Česká národní banka
samostatný odbor finanční stability**

**V Praze dne 28. března 2017
Č. j.: 2017/042745/CNB/180
(OMEZENÝ PŘÍSTUP po dobu 6 let)
Celkový počet stran: 12 z toho
Vlastní materiál: 12**

Materiál k informaci bankovní rady České národní banky

STANOVISKA KE 2. SITUAČNÍ ZPRÁVĚ

Vypracovali: Michal Hlaváček a samostatný odbor finanční stability

Stanovisko ke 2. 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 informací nově dostupných od zpracování prognózy z 1.SZ lze interpretovat na třech úrovních relevantních pro měnověpolitické úvahy. První oblast obsahuje relativně úzkou interpretaci nových údajů optikou odpočtu od predikce, která předpokládá naplnění podmínek pro udržitelné plnění 2% inflačního cíle a návrat do standardního režimu měnové politiky zhruba v polovině roku 2017. Jak uvádím níže v kapitole II.1 tohoto stanoviska, nové údaje znamenají v souhrnu kumulaci proinflačních rizik prognózy a ospravedlňují i dřívější opuštění kurzového závazku. Obdobně vychází vhodnost dřívějšího zpřísnění měnových podmínek i s přihlédnutím k druhé úrovni zahrnujícím širší úvahy interakce mezi měnovou a makroobezřetnostní politikou, kde se české ekonomika v rámci finančního cyklu pohybuje v jeho expanzivní fázi (viz také vyjádření SAOFS níže). Třetí oblastí je pak otázka komunikace a otázka reputačního rizika spojeného s dřívějším opuštěním kurzového závazku. Domnívám se, že otázka reputačního rizika je natolik závažná, že uvolnění kurzu by jen jeden den před ukončením tvrdého závazku není žádoucí.² Na druhou stranu se nedomnívám, že by měkký závazek reflektující předpoklady prognózy měl bránit ukončení kurzového závazku dříve než na konci pololetí. **Doporučuji proto ponechat limitní úrokové sazby pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni a současně zachovat stávající parametry kurzového závazku.**

I.2 Vyjádření k vyznění SZ a k rizikům prognózy

Z hlediska interpretace rizik prognózy dochází ke kumulaci proinflačních rizik s ohledem na prakticky všechny cenové okruhy. Spotřebitelská inflace byla v únoru oproti prognóze o 0,45 p.b. vyšší, stejným směrem se přitom mýlila i prognóza ze 7.SZ 16 pro konec roku 2016. Na překvapení se přitom podílejí jednak ceny potravin, kde se projevuje především skokový nárůst cen sezónní zeleniny, která sama o sobě přispívá k meziročnímu růstu cen cca 0,25 p.b., jednak ceny neobchodovatelných komodit v rámci korigované inflace bez pohonných hmot, kde v souvislosti s EET rostou především ceny v kategorii „Restaurace, kavárny a podobná zařízení“ s dopadem do meziročního indexu cca 0,3 p.b. Část těchto vlivů je jednorázového charakteru³ a souvisí s jevy jako je posunutá sezónnost, přesto se ale domnívám, že proinflační působení jak domácí, tak zahraniční ekonomiky na cenový nárůst je evidentní. Domnívám se, že vyhodnocení realizovaných cenových šoků bude znamenat větší přehodnocení příští prognózy, než víceméně technická simulace aktualizovaného scénáře prognózy v rámci 2.SZ (str. 1), dle které prakticky nedochází ke změnám výhledů úrokových sazeb a kurzu a pozorovaný proinflační šok přetrvá pouze jeden rok a pak z titulu základny „vyšumí“. Vnímám tak proinflační rizika prognózy možná o něco silněji, než by z této simulace vyplývalo.

¹ Chtěl bych poděkovat Miroslavovi Kalousovi za laskavé poskytnutí dat o finančních výsledcích podniků, dále Michalovi Frantovi za podnětnou diskuzi.

² Při jednání bankovní rady 30.3. by musel být závazek opuštěn okamžitě v řádu hodin, nebo nejpozději následující den, což by nespĺňovalo podmínku tvrdého závazku, že „ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém čtvrtletí 2017“. K opuštění závazku by tak mohlo dojít na mimořádném jednání bankovní rady, nebo až na některém z následujících řádných jednání.

³ Například dle březnového týdenního šetření vybraných cen se již ceny některých druhů zeleniny vrátily na své obvyklé úrovně.

Ve směru proinflačních rizik působí i souhrnná interpretace trhu práce, kde dochází k souběhu rekordně rychlého růstu zaměstnanosti, poklesu míry nezaměstnanosti a růstu počtu volných pracovních míst. Do všeobecně proinflačního obrázku nicméně nezapadá především nižší než očekávaný růst mezd v podnikatelské sféře, u kterého se ale možná projevují kompoziční efekty související s růstem zaměstnanosti starších osob a žen (podrobněji viz níže v tomto stanovisku). Protiinflačním rizikem je rovněž nižší růst HDP, kde se projevuje především nižší než očekávaný růst fixních investic. I po očištění o jednorázové vlivy (např. efekt základny související s pronájmy letounů Gripen) je tento nízký růst investic překvapivý vzhledem k existujícímu nedostatku pracovních sil a předpokládané substituci práce kapitálem. Nižší růst investic může reflektovat odkládání dovoзовých investic v očekávání jejich nižší ceny po opuštění kurzového závazku, ale může být i projevem dlouhodobějších problémů české ekonomiky strukturálního charakteru, na které měnová politika nemůže dost dobře reagovat.

Z širšího pohledu finanční stability působí již delší dobu uvolněné měnové podmínky ve směru akcelerace úvěrového cyklu. Rychle rostou jak ceny rezidenčních, tak komerčních nemovitostí, přičemž odhady jejich nadhodnocení již u některých metod překračují 10% hranici (u komerčních nemovitostí jsou to především ceny kanceláří). I přes bankami avizované zpřísnění úvěrových podmínek ke konci minulého roku (viz Šetření úvěrových podmínek bank), které souvisí se zpřísněním makroobezřetnostní regulace nemovitostních expozic, pokračuje rychlý růst úvěrů na bydlení, ke kterému se přidává i růst rizikovějších spotřebitelských úvěrů. V rámci podnikového sektoru je pak růst úvěrů tažen developerskými společnostmi, které jsou opět citlivé na cyklus cen nemovitostí. Přetrvává pokřivení dluhopisového trhu související s nákupy korunových aktiv ze strany nerezidentů. Celkově tak úvahy v rámci dopadů měnové politiky do finanční stability vedou k doporučení na co nejčasnější zpřísnění měnových podmínek. Možnou úvahou, která by mohla směřovat k pozdějšímu opuštění kurzového závazku, by mohly být obavy z asymetrických dopadů zhodnocení kurzu na sektor exportérů, jak ale ilustruji níže v tomto stanovisku, takovéto úvahy jsou liché a sektor exportérů by měl případné posílení kurzu zvládnout.

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

a) Možné dopady zvýšeného kurzového rizika do finančních výsledků exportujících podniků

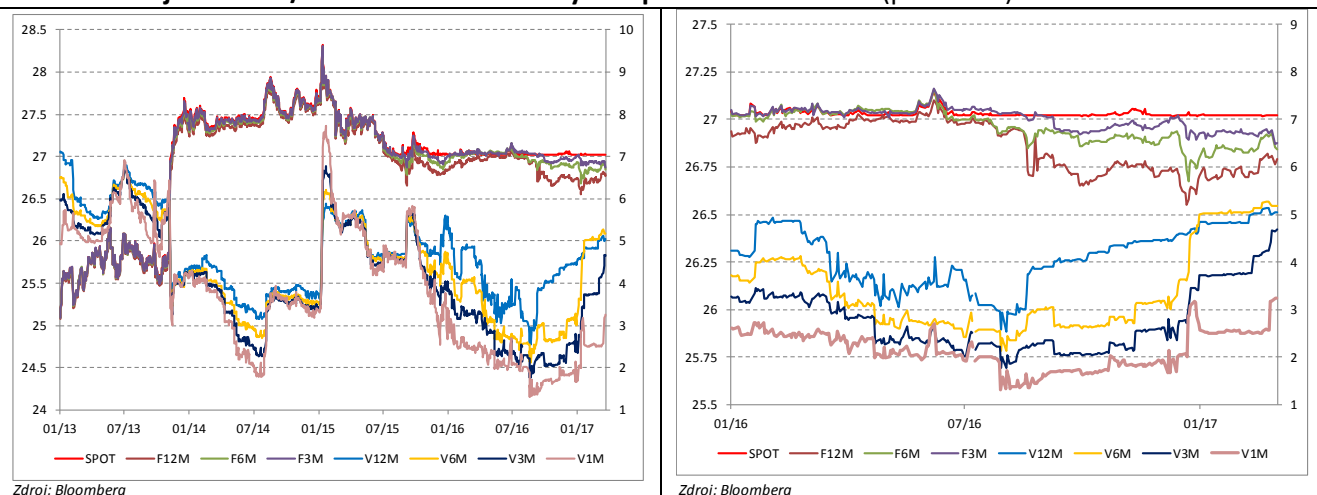
V souvislosti s tím, že zavedení kurzového závazku bylo motivováno mj. podpořením hospodářského růstu a trhu práce prostřednictvím sektoru vývozců, je logická otázka, zda by případné výraznější posilování kurzu po opuštění kurzového závazku nevedlo k asymetrickým negativním dopadům na tuto část ekonomiky. Přitom případný negativní vývoj v sektoru exportérů by mohl vést k symetrickým průsakům do zbytku ekonomiky, na trh práce, ale i k narušení finanční stability podnikového sektoru. Případné překotné „dozajišťování“ exportérů⁴ po exitu by hypoteticky mohlo také erodovat naši hypotézu nižších tlaků na zhodnocování kurzu vzhledem k absenci protistrany (viz argumentace SBO při projednávání 7.SZ 2016).

Možné negativní dopady na finanční výsledky doposud kurzově nezajištěných exportérů lze ilustrovat nárůstem nákladů na zajištění za posledního cca půl roku (viz grafy níže). Na ročním horizontu činil rozdíl mezi spotovým a forwardovým kurzem až téměř 50 hal. na EUR. Zároveň roste implikovaná („vpředhledící“) volatilita, což jednak znamená dražší zajištění kurzu prostřednictvím opcí, jednak to implikuje, že trhy očekávají v blízké

⁴ V SZ se na straně 40 opakovaně objevuje hypotéza, že za silnou poptávkou po koruně v prvním čtvrtletí 2017 stálo mj. kurzové zajišťování čistých exportérů. Tato hypotéza není bohužel nijak doložena, ale pokud by byla platná, exportéři by se již nyní zajišťovali za horší kurz, než tomu bylo zhruba v polovině roku 2016.

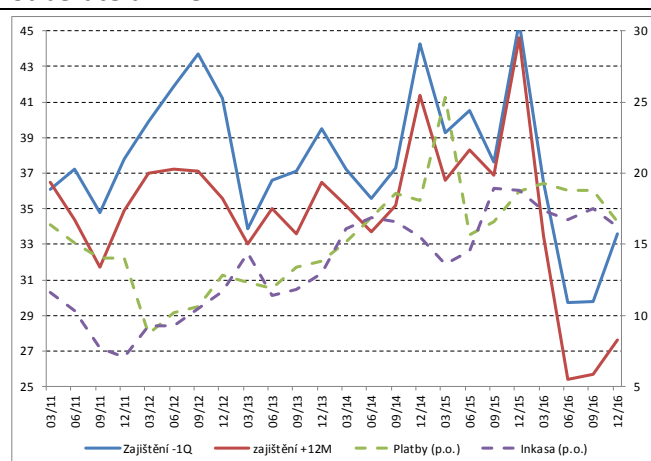
budoucnosti prudší změny kurzu v souvislosti s opuštěním kurzového závazku. V této souvislosti stojí za zmínku nárůst implikované volatility na šestiměsíčním horizontu na počátku roku a volatility na tříměsíčním horizontu v březnu, které signalizují zvýšení pravděpodobnosti opuštění závazku v průběhu druhého čtvrtletí. Na druhou stranu rozdíl mezi spotovými a forwardovými kurzy není nijak extrémní, hodnoty implikované volatility jsou řádově nižší, než byly na konci roku 2008 a jsou srovnatelné s hodnotami před přijetím kurzového závazku (v jehož průběhu poklesly na historicky nejnižší hodnoty). Zároveň je implikovaná volatilita kurzu koruny vůči EUR o cca polovinu nižší, než je volatilita kurzu polského zlatého či maďarského forintu.

Ukazatele zajištění CZK/EUR: forwardové kurzy a implikovaná volatilita (pravá osa)

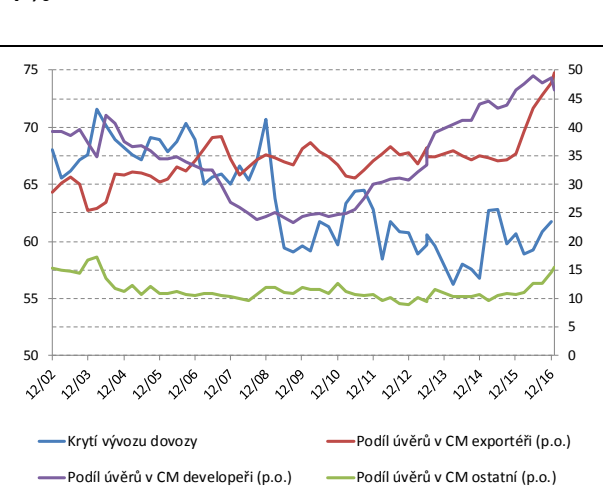


Úvahy o možných výraznějších negativních dopadech zhodnocení koruny do finančních výsledků exportérů zesilovaly i v médiích diskutované výsledky statistického šetření ČNB v nefinančních podnicích, dle kterého v průběhu roku 2016 poklesl podíl zajištění vývozu z více než 40 % až k cca 27 % ke konci roku 2016 (viz graf níže vlevo). Proti tomuto působí pozvolný nárůst podílu plateb v EUR mezi domácími dodavateli a odběrateli. Celkově jsou ale výsledky šetření dosti nereprezentativní, neboť pokrývají pouze cca 190 podniků, z nichž ne všechny musí mít výrazný podíl vývozu na tržbách, mohou se lišit v nutnosti zajištění vývozu vzhledem k různým podílům dovozů a podobně.

Podíl zajištění vývozu (v proběhlém čtvrtletí a pro další rok) a podíl plateb dodavatelům a inkas od odběratelů v EUR

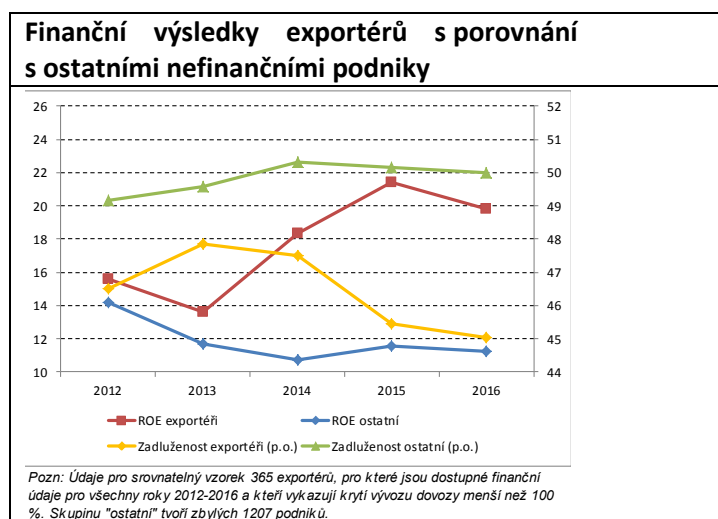


Ukazatele přirozeného zajištění (natural hedge) v %



Proti možnému nižšímu podílu finančního zajišťování exportérů vyplývajícího z šetření naopak působí poměrně výrazný nárůst ukazatelů přirozeného zajištění spočítaných pro vzorek 1000 největších exportérů pokrývajících zhruba tři čtvrtiny vývozu (viz graf výše vpravo).⁵ V posledním roce jednak mírně narostlo krytí vývozu dovozy, které ale v minulosti v průběhu finanční krize klesalo. Především ale u vzorku exportérů narostl v průběhu roku 2016 podíl úvěrů v cizí měně o 15 p.b. až na polovinu. Podobný podíl úvěrů v CM vykazují také úvěry developerům, u kterých ale tento podíl roste kontinuálně zhruba od poloviny roku 2011. Vzhledem k tomu, že developerské společnosti vykazují většinu cen v EUR, se u nich jedná také o určité přirozené zajišťování tržeb.⁶ U ostatních nefinančních podniků sice došlo také k nárůstu podílu úvěrů v cizí měně, jejich podíl je však násobně nižší (15 %). To je v zásadě pozitivní zpráva, neboť se zřejmě domácí podniky nepouštějí do rizikových operací otevírajících kurzové riziko. Úvěry exportérů v cizí měně narostly meziročně o 31,2 %, od svého minima z konce roku 2014 narostly tyto úvěry již na dvojnásobek. V současnosti (leden 2017) tak činil objem úvěrů exportérům v CM cca 60 mld. Kč, cizoměnové úvěry developerům tvoří cca 120 mld. Kč, ostatní podniky se pak podílí z cca 90 mld. Kč. Na jednu stranu tak jsou exportéři dobře zajištěni (viz propočet v dalším odstavci), na stranu druhou je ale patrné, že finanční objemy intervenčních nákupů jsou výrazně vyšší a že zřejmě zajišťovací operace podniků nebudou zřejmě hlavní protistranou těchto nákupů.

Při době obratu aktiv (podíl aktiv a tržeb) rovné 1,43 roku, zadluženosti 45 % (z toho 50 % v cizí měně), podílu vývozu na tržbách 59,4 % a podílu dovozu na tržbách 29,4 % (tedy podíl čistého vývozu na tržbách 30 %) vychází orientační propočet velikosti cizoměnových pasiv exportérů ze vzorku jako $0,45 \cdot 0,5 \cdot 1,43 / 0,3 \cdot \text{čistý vývoz}$, tedy 1,0725 krát roční čistý vývoz. Celkově se tak exportéři jeví jako poměrně dobře zajištěni, navzdory původním výsledkům šetření v podnicích.



Tomu, že by případné rychlejší zhodnocování koruny nemělo mít na exportující podniky zásadně devastující dopad, naznačuje i srovnání jejich finančních výsledků s ostatními nefinančními podniky (viz graf výše). Ziskovost exportérů měřená rentabilitou vlastního jmění po zavedení kurzového závazku v roce 2013 narostla o 6 p.b. a i přes korekci

⁵ Údaje dle přeshraničních statistik, takže pro ukazatele přirozeného zajištění počítané z CRÚ je vzorek podniků užší (cca 700 podniků; mnozí přeshraniční exportéři mají v ČR pouze DIČ a nikoli IČO). Pro výpočet finančních ukazatelů podniků se pak vzorek exportérů vzhledem k dostupnosti dat dále zužuje.

⁶ I když je velká část příjmů developerů účtována v EUR (například nájem), není úplně zřejmé, že je pro kurzové zajišťování (například formou úvěrů v cizí měně) efektivní. Sice eliminuje kurzové riziko, to je ale přeneseno na nájemce, kteří často závisejí spíše na vývoji domácí ekonomiky (tržby maloobchodníků, průmyslová výroba pro logistické a průmyslové areály...). Může tak dojít k nepřímému efektu překlopení kurzového rizika do rizika kreditního.

v posledním roce je na solidních 20 %, výrazně nad stagnující ziskovostí ostatních podniků. Zároveň v době po zavedení kurzového závazku klesá zadluženost exportérů, což může indikovat, že se velká část zisků těchto podniků reinvestuje. Alternativně může být pokles zadluženosti exportérů projevem jejich nižšího investičního apetitu. Celkově je finanční situace exportérů velmi dobrá, takže i v případě nedostatečného zajištění disponují poměrně solidním polštářem pro pokles zisku.

b) Strukturální aspekty vyplývající z vývoje na trhu práce

Z interpretace vývoje na trhu práce (kap. III.1 SZ) vyplývá určitá disproporce mezi vývojem celkové zaměstnanosti v NH, která roste výrazně rychleji, než byla očekávání prognózy z 1.SZ (2,2 % oproti očekávaným 1,8 %), souvisejícím poklesem míry nezaměstnanosti a nižším než očekávaným růstem nominální i reálné mzdy v podnikatelské sféře (růst nominálních mezd o 3,7 % místo 4,7 %). Nižší růst nominálních mezd je rovněž překvapivý vzhledem k pozici ekonomiky v rámci Beveridgeovy křivky (graf na str. 20), kde se současná kombinace počtu nezaměstnaných osob a počtu volných pracovních míst blíží situaci přehřátého trhu práce zpřed finanční krizí.⁷ Připomínám přitom, že v 1. čtvrtletí 2008 rostly nominální mzdy v podnikatelské sféře rekordními 11,4 % (při růstu reálných mezd o 3,7 %), reálné mzdy rostly na počátku roku 2007 o 6,5 %. Prostor pro výraznější růst mezd tak v současnosti existuje. Zároveň existují nejistoty spojené s efekty nárůstu minimální mzdy i nejistoty ohledně změn v distribuci mezd napříč příjmovými kategoriemi (viz poměrně výrazná disproporce růstu mediánu mezd o 6 % a růstu průměrné mzdy o 4,2 %), či ovlivnění mimořádnými odměnami například ve Škodě Auto.⁸

V návaznosti na přínosný box 1 (str. 17-19 SZ), který poměrně hezky ilustruje, že růst zaměstnanosti v posledních cca třech letech tažen nárůstem míry participace věkové skupiny nad 60 let, kde se projevuje mj. nárůst věkové hranice odchodu do důchodu, se domnívám, že minimálně část překvapení v mzdovém růstu může být dána kompozičními efekty pracovní síly. Tyto efekty vyplývají z toho, že nově vstupující na pracovní trh (v tomto případě „před-důchodci“) obsazují vzhledem k životnímu platovému cyklu obvykle hůře placená místa.⁹ Navíc k efektu změny struktury zaměstnanosti dle věku se na zmíněném kompozičním efektu v poslední době projevuje rovněž nárůst míry participace žen, který může souviset s demografickými faktory typu návratu žen po mateřské dovolené zpět do zaměstnání.¹⁰ Přitom ženy v ČR vykazují oproti mužům o cca 20 % nižší mzdy. V grafu níže vlevo je ilustrováno, že k nárůstu zaměstnanosti vedle v boxu SZ diskutovaného efektu zvýšené participace starších obyvatel přispívalo v poslední době výrazněji právě zaměstnávání žen (světlé sloupečky). Hrubý propočten dopadu nárůstu podílu žen na celkové zaměstnanosti je uveden níže vpravo, vyplývá z něj příspěvek kompozičního efektu cca -0,3 p.b., což může vysvětlit alespoň část odchylky skutečného růstu mezd od prognózy. S hrubým propočtem je

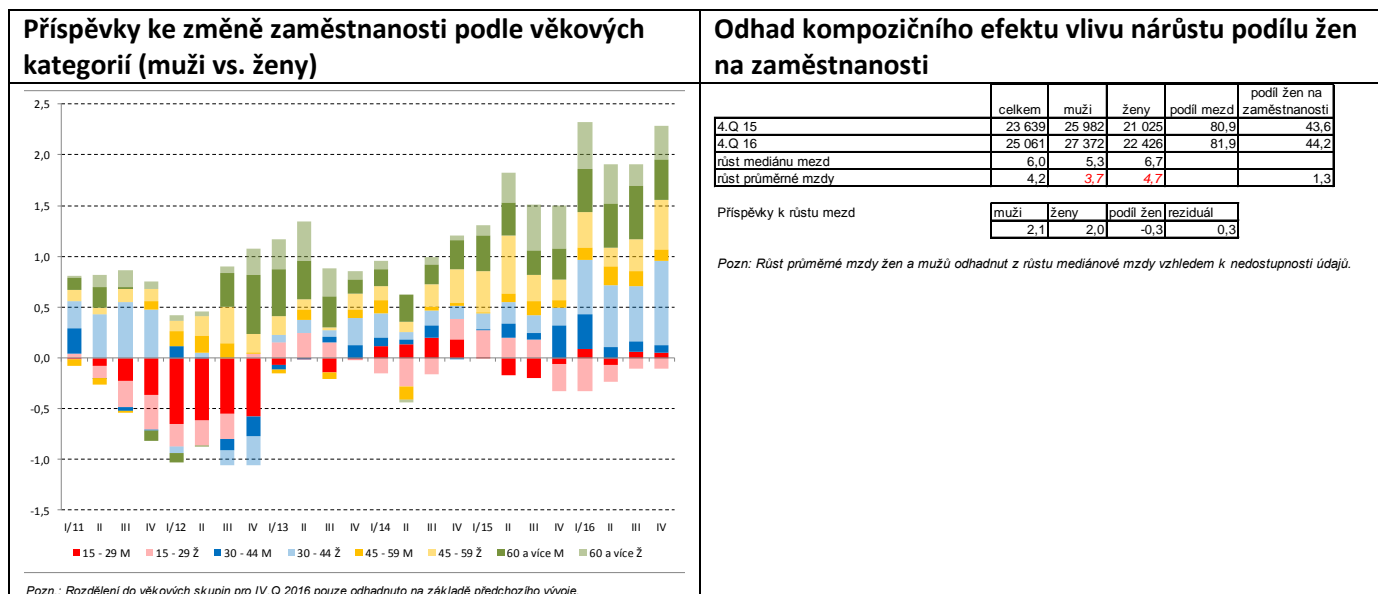
⁷ Podkladovým zdrojem pro výpočet Beveridgeovy křivky jsou údaje o počtu registrovaných nezaměstnaných a počtu volných pracovních míst dle MPSV. Připomínám existující disproporci mezi vykazovaným počtem nezaměstnaných osob dle tohoto zdroje (ke konci roku 2016 celkem 381,4 tis. osob) a alternativním průměrným počtem nezaměstnaných osob podle metodiky ILO vykazovaným ČSÚ v rámci šetření VŠPS (192,5 tis. osob). Tato disproporce interpretaci pozice trhu práce v rámci cyklu dále komplikuje.

⁸ Avizovaný nárůst odměny o 45 tis. pro cca 30 tis. zaměstnanců by se na růstu agregovaných mezd přímo projevil cca 0,22 p.b. růstu mezd, navíc se dají očekávat nepřímé vlivy na mzdové požadavky ostatních firem v podobné situaci.

⁹ Viz klišé důchodce coby nočního hlídače z detektivních seriálů 80tých let. Podobný efekt byl podrobně diskutován při odeznívání efektů poslední ekonomické krize, kdy bylo argumentováno, že noví zaměstnanci mají nižší úroveň lidského kapitálu. Viz např. box „Struktura vývoje mezd v podnikatelské sféře“ 1.SZ 2013. Současná situace je podle mě do určité míry podobná, pouze noví zaměstnanci nevstupují na pracovní trh ze skupiny „nezaměstnaných“, ale ze skupiny „mimo pracovní sílu“.

¹⁰ Tomuto by naznačovalo i zvýšení podílu zkrácených úvazků. Vrchol baby boomu přitom probíhal v letech 2008-2010.

samořejmě spojena řada nejistot (např. v souvislosti s dopady minimální mzdy do distribuce mezd) a pro přesné určení kompozičního efektu by bylo třeba analyzovat podrobnější údaje z VŠPS, domnívám se ale, že tento kompoziční efekt v poslední době není zanedbatelný.



I.5 Dílčí připomínky k SZ

1) Na str. 9 dole se objevuje vysvětlení nelogického (vzhledem k lepší situaci trhu práce a lepších se indikátorech spotřebitelské důvěry) poklesu maloobchodních tržeb v eurozóně s pomocí nárůstu cen („... objem maloobchodních tržeb překvapivě v lednu mírně poklesl třetí měsíc v řadě, patrně v souvislosti s nárůstem inflace.“). Vzhledem k tomu, že k hlavnímu nárůstu cen i k většímu přehodnocení predikce Consensus forecast došlo především u cen výrobců, u kterých se dá očekávat pozdější promítání do růstu spotřebitelských cen, by ale podle mě očekávání tohoto cenového nárůstu mělo vést spíše k urychlení nákupů zboží dlouhodobé spotřeby.

2) Ve srovnání s českou situací mě zaujal propad investic o výrazných 17 % v rámci slovenského HDP za 4. čtvrtletí 2016 (str. 11 nahoře). Vzhledem k podobnosti české a slovenské ekonomiky je podle mě otázkou, zda souběh poklesu investic v ČR a na Slovensku nemůže být projevem určité strukturální změny reflektující například posun v cyklu investic v rámci evropského automobilového průmyslu.

3) Při diskuzi ohledně cen a zásob ropy (str. 11 dole a str. 12) autoři používají termín „optimismus na trhu“ ve smyslu růstu cen. Přitom „optimistický růst cen“ může pro českou ekonomiku znamenat spíše negativní nabídkový šok. V nezveřejňované situační zprávě toto asi nevadí, ale v příští zprávě o inflaci by asi bylo vhodnější formulace upravit. Obdobně mi nepřipadne jako nešťastnější slovní spojení „pomalejší mzdová dynamika ve mzdové sféře“ (str. 20), když i vysvětlení termínu „mzdová sféra“ v rámci poznámky pod čarou 22 je poněkud nicneřikající.

4) Při interpretaci propadu fixních investic (str. 24) se objevuje argumentace, že „propad v kategorii strojů a zařízení, byl však způsoben výhradně očekávaným efektem srovnávací základny odrážející loňské prodloužení pronájmu letounů Gripen“. Bylo by možné v souvisejícím grafu tyto vlivy zvýraznit, jak tomu bylo i v minulosti?

Vyjádření SAO FS ke 2. situační zprávě 2017 z pohledu dosahování cíle finanční stability¹¹

Na základě rozhodnutí bankovní rady na jednání dne 8. prosince 2016 je od ledna 2017 standardní součástí stanoviska k Situační zprávě vyjádření SAO FS hodnotící nastavení měnových podmínek z pohledu dosahování cíle finanční stability. Vyjádření obsahuje 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.

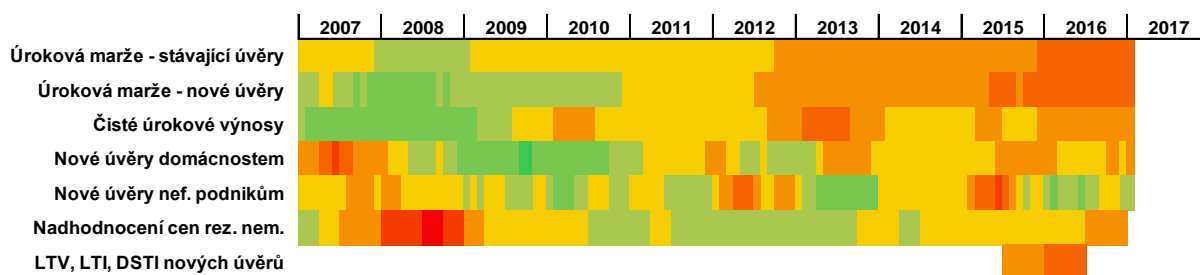
S ohledem na nové informace obsažené ve 2. SZ, vyznění lednové prognózy z 1. SZ a přetrvávající vysokou úvěrovou dynamiku ve vybraných segmentech trhu a rychlý růst cen nemovitostí napříč celou ČR v prostředí mimořádně nízkých nominálních i reálných úrokových sazeb považuje SAO FS z pohledu finanční stability za žádoucí, aby došlo ke zpřísnění měnových podmínek.

Z pohledu finanční stability představuje preferovanou formu zpřísnění měnových podmínek zvýšení dlouhodobých úrokových sazeb a následně i zvýšení úrokových sazeb z úvěrů soukromému sektoru. V posledních týdnech k takovému vývoji u dlouhodobých úrokových sazeb do jisté míry dochází zejména díky vývoji na globálním trhu dluhopisů, přesto považujeme za nutné, aby podobným směrem působila i domácí měnová politika.

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

Dopady nastavení měnové politiky na domácí finanční sektor shrnuje pravidelně sestavovaná 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.¹² Z mapy rizik vyplývá, že podmínky ve finančním sektoru se vyvíjí tak, že dochází k potenciálnímu zesilování zdrojů systémových rizik ve většině oblastí.

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

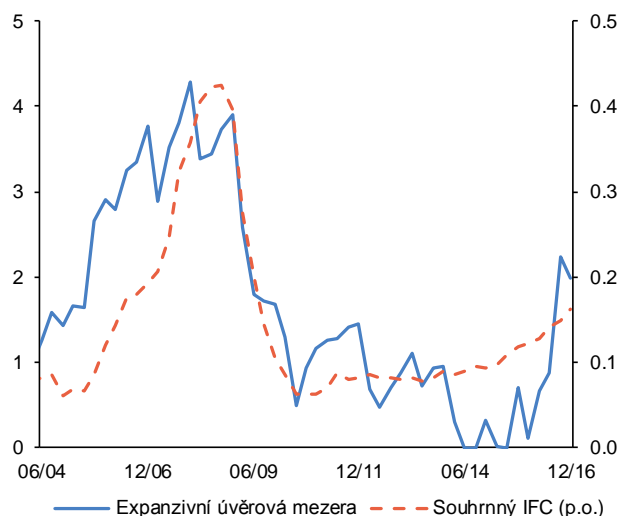


Pozn.: Barva v jednotlivých kategoriích vychází ze srovnání s referenční úrovní pro daný indikátor/sadu indikátorů: více červená barva značí, že se indikátory odchýlily více od svých trendových hodnot nebo hodnot považovaných za rizikově neutrální (žlutá barva) směrem k rizikovějším hodnotám (tzn. nižší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

¹¹ K předkládanému materiálu je vytvářen podklad obsahující data, na nichž budou prezentované argumenty založeny. Tento soubor dat je aktualizován vždy současně s předložením vyjádření k SZ a je dostupný na disku Situačních zpráv.

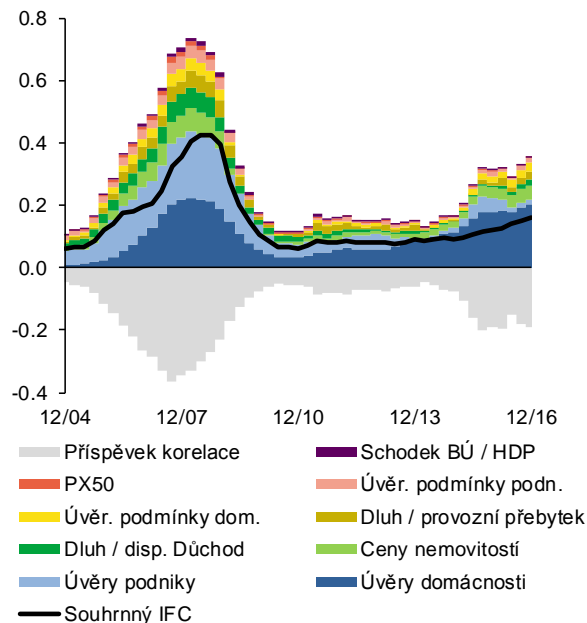
¹² Podrobnější informace o struktuře mapy jsou uvedeny ve stanovisku k 1. SZ 2017, kdy byla mapa prezentována poprvé.

Graf 1: Indikátor finančního cyklu a expanzivní úvěrová mezera (odchylka v p.b.; p.o. IFC, 0 min., 1 max.)



Pramen: ČNB, ČSÚ
 Pozn.: V poměru úvěrů k HDP jsou uvažovány pouze bankovní úvěry. Expanzivní úvěrová mezera je spočtena jako rozdíl současné hodnoty poměru úvěrů k HDP a jeho minima v posledních osmi čtvrtletích.

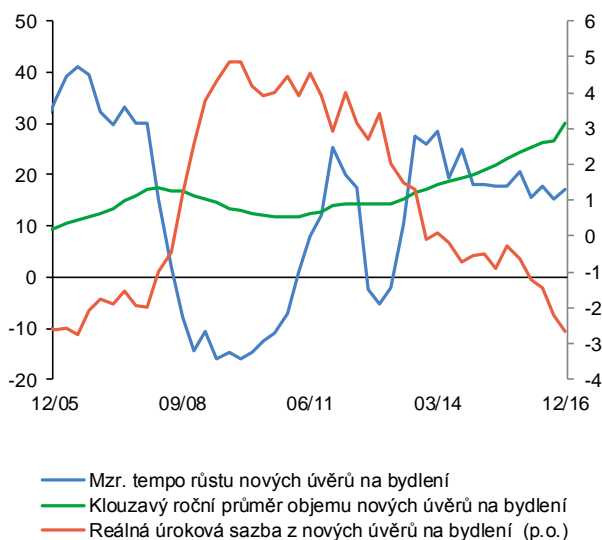
Graf 2: Rozklad indikátoru finančního cyklu (IFC) (0 min., 1 max.)



Pramen: ČNB, ČSÚ, výpočty ČNB

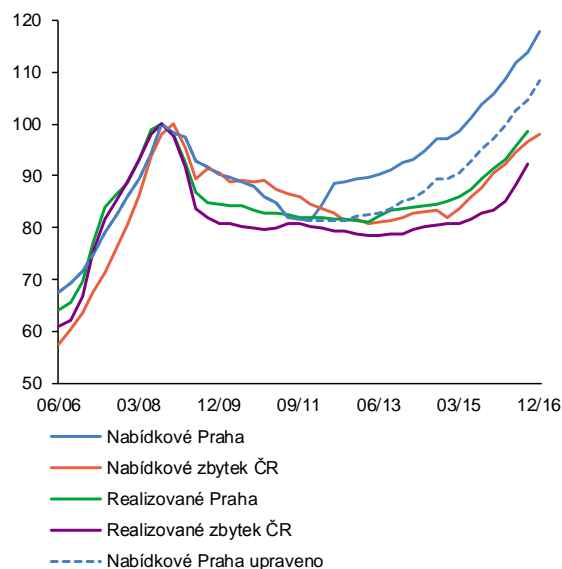
Domácí ekonomika se v posledním čtvrtletí loňského roku posunula dále do expanzivní fáze finančního cyklu (Graf 1, Graf 2). Z dosud dostupných dat lze očekávat, že tento vývoj pokračoval i v prvním čtvrtletí letošního roku.

Graf 3: Vývoj nových úvěrů na bydlení (v %, v mld. Kč)



Pramen: ČNB
 Pozn.: Meziroční tempo růstu úvěrů je vyhlazeno 3měsíčním klouzavým průměrem. Reálná úroková sazba je získána deflováním nominálních sazeb meziročním tempem růstu hrubého disponibilního důchodu (HDD) domácností v čase t+4

Graf 4: Ceny bytů – realizované a nabídkové (historické maximum = 100)



Pramen: ČSÚ, výpočty ČNB
 Pozn.: Úprava nabídkových cen v Praze podle ČSÚ spočívala v jejich snížení o výrazný růst v roce 2012, který nebyl potvrzen alternativními zdroji dat.

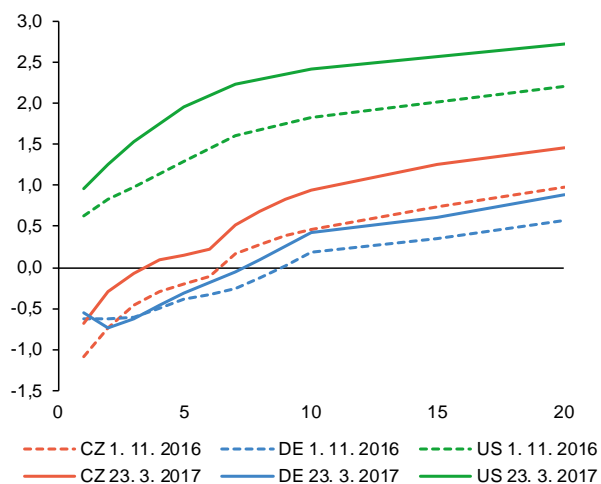
Dynamika nových úvěrů na bydlení zůstává velmi silná (Graf 3) a objem skutečně nových úvěrů na bydlení se za poslední tři měsíce (listopad až leden) meziročně zvýšil o třetinu.¹³ Kombinace rostoucích příjmových očekávání a historicky nízkých úrokových sazeb posouvá reálné úrokové sazby z nových úvěrů na bydlení (při deflování tempem růstu disponibilních příjmů) do stále více záporných úrovní (Graf 3). Nabídkové i realizované ceny bytů se dostaly na úroveň maxima z roku 2008. V Praze ho již podle našich odhadů převyšují (Graf 4).

2. Vyjádření k vyznění situační zprávy

Vyznění nové situační zprávy hodnotíme tak, že s rychlejším růstem příjmů domácností a podniků, který vede k udržitelnému plnění inflačního cíle, je konsistentní návrat měnové politiky k neutrálnímu až přísnějšímu působení, ke kterému by mělo začít docházet již v letošním roce. S naším hodnocením vývoje domácí ekonomiky ve finančním cyklu je z hlediska plnění cíle finanční stability konsistentní určité zpřísnění měnových a finančních podmínek již v tuto chvíli. Preferovanou formou tohoto zpřísnění je zvýšení úrokových sazeb z úvěrů soukromému sektoru, a to zejména u dlouhodobých úvěrů na financování nákupu a výstavby rezidenčních i komerčních nemovitostí, u kterých zůstává dynamika velmi silná. Kromě změn nástrojů měnové politiky mohou ke zpřísnění měnových podmínek přispívat i další faktory, které v prvním čtvrtletí působily žádoucím směrem. Výnosová křivka státních dluhopisů (SD) se po celé délce posunula nahoru (Graf 5). Její nárůst souvisel jednak s vývojem na globálních trzích dluhopisů a jednak s očekáváním trhu ohledně brzké normalizace měnové politiky ČNB (viz další část 3 tohoto vyjádření). Zároveň se začaly mírně zvyšovat úrokové marže bank (Graf 6), což je žádoucí i z hlediska rizikovosti úvěrů, které jsou v expanzivní fázi finančního cyklu poskytovány.

Graf 5: Pohyb výnosových křivek vybraných státních dluhopisů

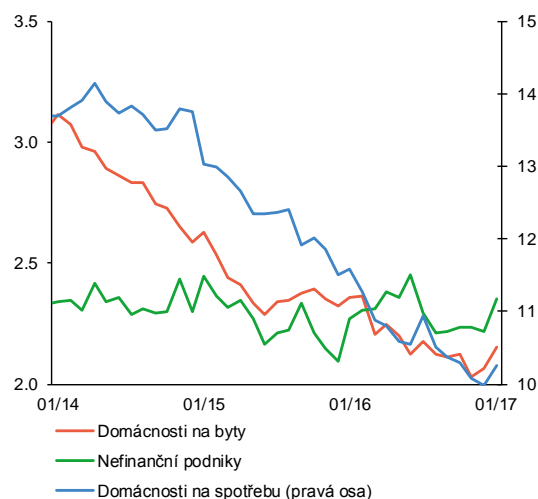
(osa x: splatnost v letech; výnos v %)



Pramen: Bloomberg L. P.

Pozn.: Výnosové křivky jsou odvozeny z výnosů generických státních dluhopisů.

Graf 6: Úrokové marže bank z nových úvěrů domácích bank



Pramen: ARAD, výpočty ČNB

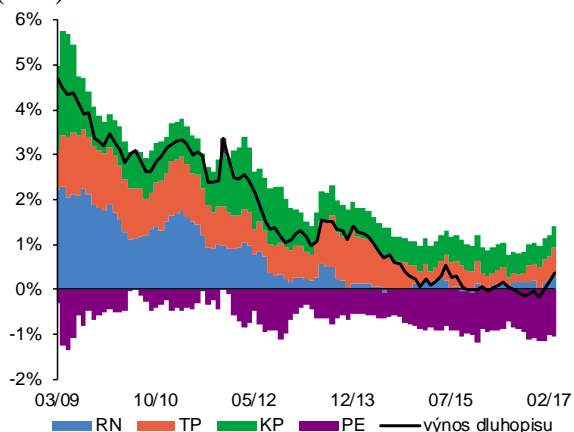
Pozn.: Marže jsou spočítány jako úvěrové sazby pro dané sektory mínus průměrná depozitní sazba. Položka nefinanční podniky nezahrnuje revolvingové úvěry a kreditní karty.

¹³ Rychle rostou i spotřebitelské úvěry. U úvěrů nefinančním podnikům zůstává dynamika umírněná, k čemuž přispívá zřejmě akumulace vlastních zdrojů v minulých letech u významného počtu podniků.

3. Tématická část: rozklad výnosové křivky českých státních dluhopisů

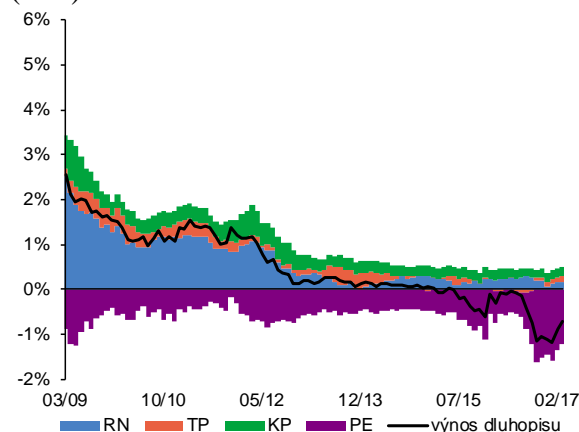
Za účelem přesnější interpretace pohybu výnosové křivky českých SD popsané výše jsme provedli její rozklad¹⁴ pro jednoletý a pětiletý výnos, a to na čtyři komponenty: rizikově neutrální výnos (výnos investora s neutrálním vztahem k riziku, „*risk-neutral expectations of yields*“), termínovou prémii, kreditní prémii a portfoliový efekt (Grafy 7 a 8). Dle námi zvolené metody odráží rizikově neutrální výnos očekávání o budoucí měnové politice a ekonomickém vývoji. Termínová premie se vztahuje k délce splatnosti SD a je odměnou za úrokové riziko.¹⁵ Kreditní premie odráží riziko nesplacení kupónů a jistiny SD včas a/nebo v plné výši. Portfoliový efekt je reziduum (výnos po odečtení třech předchozích komponent) a odráží především vývoj poptávky po SD jako investičním aktivu.¹⁶

Graf 7.: Rozklad výnosu 5letého českého SD (v %)



Pramen: Bloomberg, Thomson Datastream, výpočty ČNB
Pozn.: RN=rizikově neutrální výnos, TP=termínová premie, KP=kreditní premie, PE=portfoliový efekt.

Graf 8.: Rozklad výnosu 1letého českého SD (v %)



Pramen: Bloomberg, Thomson Datastream, výpočty ČNB
Pozn.: RN=rizikově neutrální výnos, TP=termínová premie, KP=kreditní premie, PE=portfoliový efekt.

Z rozkladu výnosů je patrné, že směrem ke zvyšování výnosu českých SD delších splatností působilo v letošním roce zejména očekávání investorů ohledně budoucího zvyšování úrokových sazeb, které se projevilo nárůstem rizikově neutrálního výnosu a termínové prémie (Graf 7). Do termínové prémie se promítá vývoj na globálním dluhopisovém trhu, který souvisí s prováděnými i očekávanými změnami měnové politiky Fedu. Výnosy českých SD delších i kratších splatností udržuje na velmi nízkých úrovních portfoliová složka výnosové křivky (PE v Grafech 7 a 8). Odráží se v ní reakce zahraničních centrálních bank na globální finanční krizi a v posledních měsících také spekulace investorů na zhodnocení koruny.

Od roku 2009 představují české SD pro zahraniční investory atraktivní příležitost díky vnímané vysoké kvalitě a očekávané vyšší výnosnosti. Později značný zájem zahraničních investorů o SD zejména krátkodobých splatností souvisel se spekulacemi na posílení české koruny vůči euru po opuštění kurzového závazku ČNB. V roce 2015 tak portfoliová komponenta u krátkodobé splatnosti poprvé absolutně převýšila všechny ostatní komponenty, čímž výnos jednoletého SD klesl do záporných hodnot (Graf 8). Očekávání blízkého se termínu ukončení kurzového závazku však v posledních týdnech motivaci investovat do nákupu SD kratších splatností snižují. Rovněž růst emisí na primárním trhu v 1. čtvrtletí 2017

¹⁴ Metodika rozkladu je podrobně popsána v článku: „*Rozklad výnosové křivky českých státních dluhopisů*“, který by měl být publikován v červnu ve Zprávě o finanční stabilitě 2016/2017 a BR předložen ke schválení na počátku května.

¹⁵ Termínová premie odráží riziko, že investice do dlouhodobých dluhopisů se ukáže být relativně méně výhodnou, budou-li krátkodobé sazby vyšší než původně očekávané, a naopak.

¹⁶ Portfoliová komponenta souvisí s efekty, jako je např. útěk k likviditě, kvalitě, honba za výnosem včetně různých spekulací.

působí na pokles cen, resp. nárůst výnosů českých státních dluhových cenných papírů. Z těchto důvodů od února letošního roku portfoliový efekt postupně oslabuje a výnos jednoletého SD roste. Oslabování portfoliového efektu lze v budoucnu očekávat i u SD vyšších splatností v souvislosti s přeskupením portfolií v rámci investičních strategií.