

**Česká národní banka
samostatný odbor finanční stability**

**V Praze dne 2. srpna 2017
Č. j.: 2017/106592/CNB/180
(OMEZENÝ PŘÍSTUP po dobu 6 let)
Celkový počet stran: 24 z toho
Vlastní materiál: 24**

Materiál k informaci bankovní rady České národní banky

STANOVISKA K 5. SITUAČNÍ ZPRÁVĚ

Vypracovali: Vít Bárta a samostatný odbor finanční stability

Stanovisko k 5. SZ

Toto stanovisko¹ nebude technické, jako tomu bývá v případě stanovisek mých kolegů. Pokusím se v něm zasadit vývoj trhu práce do delší časové perspektivy i mezinárodního kontextu a doložit jeho bezprecedentní přehřívání (viz Příloha 1), kterému, podle mého názoru, neodpovídá stávající nastavení měnových podmínek. V části I.2 se vymezím vůči předložené prognóze zahraničního růstu počínaje rokem 2018 a vůči prognóze domácího vývoje mezd (a tím i domácího hospodářského růstu) pro období od konce roku 2018. Předeseílám, že rizika obou prognóz vnímám jako poměrně silná a v proinflačním směru.

Pátá situační zpráva je zpracovaná v tradičně vysoké kvalitě. Její nedávno zavedený formát je čtenářsky velmi přívětivý a není na úkor srozumitelnosti výkladu. Oceňuji oba boxy, které jsou zajímavé a ilustrativní, přičemž Box 1 o experimentálním cenovém indexu se zahrnutím cen starších nemovitostí považuji za velmi aktuální.

I.1 Měnově-politické doporučení

Naši dnešní situaci, která trvá od opuštění kurzového závazku, charakterizují následující stylizovaná fakta:

1. Český hospodářský cyklus je robustnější než cyklus v eurozóně:
 - a. trh práce a trh nemovitostí v ČR se zřetelně přehřívají
 - b. česká jádrová inflace je výrazně výše než jádrová inflace v eurozóně (viz Graf P6 v Příloze).
2. Phillipsova křivka pro českou ekonomiku je pravděpodobně strmější než pro eurozónu (a pro další vyspělé ekonomiky).
3. Kurz koruny se doposud nevymanil z důsledků kurzového závazku: nacházíme se v jakémsi „post-závazkovém“ období, kdy náš někdejší explicitní kurzový závazek sice již *de iure* neplatí, ale způsob, jakým byly vybudovány velké korunové pozice (a provedeno zajištění kurzového rizika ze strany vývozců) před koncem března 2017, nadále vývoj kurzu významným způsobem ovlivňuje.² Patrně nikdo neumí dnes říci, jak dlouho bude tento stav trvat.
4. Měnová politika ČNB má (a vždy měla) omezenou autonomii.
Všechny tyto body mají důležité implikace pro naše měnově-politické rozhodování:

¹ 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).

² Obecným faktorem pro vybudování spekulativních pozic byla vysoká *ex ante* transparentnost kurzového závazku podporovaná kredibilitou ČNB. Stimulujícím faktorem pro otevření mimořádně velkých pozic bylo prodloužení tzv. tvrdého závazku z konce 4Q 2016 do konce 1Q 2017, o kterém bylo rozhodnuto v září 2016.

Bod 1. implikuje výrazně větší potřebu zpřísnování měnových podmínek pro českou ekonomiku než pro ekonomiku eurozóny *ceteris paribus*. Možnosti zpřísnování jsou však kvůli kritické mezi³ úrokového diferenciálu vůči eurozóně omezené (bod 4.).

Z bodu 2. vyplývá, že přestože eurozóna již v současnosti solidně roste (a nezaměstnanost vytrvale klesá), neprojevuje se to doposud dostatečně silně v růstu jádrové inflace (viz bod 1.b.), takže měnová politika ECB zůstává i nadále výrazně uvolněná. To sice napomáhá tomu, aby hospodářský cyklus eurozóny alespoň částečně „doháněl“ cyklus ekonomiky naší, ale tyto uvolněné měnové podmínky zůstávají hlavní překážkou pro zpřísnování našich měnových podmínek (viz bod 4.).

Z bodu 3. vyplývá značná nejistota zaprvé ohledně toho, kdy dojde v souvislosti s vybíráním zisků k uzavření vysokého objemu korunových pozic, a zadruhé toho, v jaké míře se bude (případně) zvyšování našich úrokových sazeb promítat během „post-závazkového“ období do změn kurzu. Nejistotu ohledně budoucího vývoje kurzu řadí sekce měnová k hlavní nejistotě stávající prognózy a předkládá proto citlivostní scénář kurzu. Ten bere v úvahu překoupenost trhu s korunou, což vede k jejímu pozvolnějšimu posilování. Citlivostní scénář (viz ss. 18-19) implikuje větší podíl úrokové složky při zpřísnování měnových podmínek (oproti základnímu scénáři) na úkor složky kurzové.

Důležitým kritériem pro rozhodování o nastavení úrokových sazeb bude to, do jaké míry by měl být brán v úvahu zájem na omezení přehřívání trhu práce (a reálné ekonomiky) či do jaké míry se řídit prognózou inflace, resp. lpět na dodržování čistoty rozhodování v režimu cílování inflace. Pokud by převažoval první motiv, nemělo by být nalezení důvodu pro zvýšení sazeb nijak těžké, neboť tváří tvář situaci na trhu práce již „včera bylo pozdě“. Takto zaměřený rozhodovatel („národohospodář“ či flexible inflation targeter) by patrně ani nemusel znát konkrétní prognózu, protože by mu stačilo se řídit vnitřním kompasem národohospodářské intuice, která mu napovídá, že měnová politika je z hlediska stabilizace ekonomiky (nikoliv inflace) již nějakou dobu „behind the curve“. Oproti tomu „striktní cílovač inflace“ se bude vlasostně zajímat i o drobné záhyby prognózy inflace v horizontu měnové politiky, bude úzkostlivě odečítat všechny její rozdíly vůči inflačnímu cíli a podle toho se bude rozhodovat.

I základní scénář prognózy však podle mého názoru poskytuje dostatečně dobrý důvod pro první zvýšení úrokových sazeb již v srpnu. V tabulce Forecast Summary jsou u 2W REPO pro 3Q a 4Q 2017 hodnoty 0,4. I když pro 1Q a 2Q 2018 tyto hodnoty klesají na 0,3, jedno zvýšení sazeb v srpnu se do těchto hodnot pohodlně vejde. Jen málo na tom mění skutečnost, že prognóza inflace (konzistentní s touto trajektorií sazeb) indikuje v horizontu měnové politiky o 0,1 – 0,2 procentního bodu nižší inflaci, než kolik činí inflační cíl. Na všech dosavadních přípravných schůzkách s BR bylo řečeno, že tento rozdíl lze vysvětlit nižším příspěvkem regulovaných cen, které do poloviny roku 2018 porostou tempem nižším než 1% a poté se budou pohybovat mírně nad 1%. Rozdíl prognózy cca dvě desetiny p.b. pod cílem považuji za komfortně nízký⁴ a příčinu této odchylky za snadno výjimkovatelnou *ex ante*.

³ Je krajně nesnadné určit, kolik tato mezní hodnota činí. Je pravděpodobné, že je v čase proměnlivá a navíc závisí na specifickém vývoji situace na devizovém trhu během „post-závazkového“ období.

⁴ Během trvání kurzového závazku byla ČNB vůči možnosti neplnění svého inflačního cíle poměrně tolerantní. Tomuto tématu je věnována část I.4 stanoviska.

Ještě příznivěji pro brzké zvýšení sazeb vyznívá citlivostní scénář kurzu. Přetrvávající překoupenost trhu s korunou působí na kurz a jeho volatilitu jako jakýsi „vestavěný stabilizátor“ či tlumič⁵. V tomto scénáři kurz ve 4Q 2017 posiluje mezičtvrtletně pouze o 0,20 Kč/euro, tj. na 25,8 Kč/euro. Tato pozvolnější trajektorie kurzového zhodnocení implikuje sice stejný růst úrokových sazeb ve 3Q 2017 jako v základním scénáři, ale jejich nárůst pod 1% ve 4Q 2017. Jako další podporu v tomto směru vnímám aktuální vývoj experimentálního cenového indexu v Boxu 1 (na ss 24-26), který naznačuje vyšší inflační tlaky v důsledku přehřívání trhu nemovitostí.

Čínské přísloví praví, že „i ta nejdelší cesta začíná prvním krokem“. Vzhledem k tomu, že:

- a) „přehřívání“ trhu práce považuji za rostoucí makroekonomický problém (děje se nám to takřka „pod rukama“)
- b) je mi bližší citlivostní scénář kurzu než základní scénář prognózy
- c) rizika prognózy růstu mezd pro konec roku 2018 a zejména pro rok 2019 vnímám jako vychýlená směrem nahoru (blíže viz část I.2)

doporučuji na zasedání BR dne 3. srpna zvýšit měnově-politické úrokové sazby, a to konkrétně 2T repo sazbu na 0,25%, diskontní sazbu na 0,10% a lombardní sazbu na 0,75%. Všechny tři měnově-politické sazby by se tak měly nacházet na stejných hodnotách jako mezi 1. říjnem a 2. listopadem 2012.⁶

Za příznivou okolnost pro rozhodování, jestli úrokové sazby zvýšit, považuji to, že je tento krok „většinou analytiků oslovených v rámci IOFT očekáván“ (viz SZ na s. 20) a že o možném zvýšení sazeb ve 3Q se již běžně píše v zahraničních analytických zprávách.⁷ Vzhledem k tomu, že zvýšení sazeb je již pravděpodobně v určité míře zahrnuto do cen, nelze patrně po jejich zvýšení o 0,20 p.b. (2T repo sazba) očekávat větší výkyvy kurzu.

Již koncem června se SAO FS ve svém doporučení k 4. SZ vyslovil pro zvýšení sazeb o 0,45 p.b. v jednom či dvou krátké po sobě následujících krocích. Domnívám se, že takovéto zvýšení sazeb na samotném začátku (pravděpodobně docela dlouhého) procesu normalizace měnové politiky by bylo příliš razantní, trhy by zbytečně překvapilo a volatilita kurzu koruny by se tím mohla výrazně zvýšit. Souhlasím ale samozřejmě s tím, aby další zvyšování sazeb probíhalo s ohledem na vývoj kurzu, neboť možná více než kdy dříve půjde o hledání mezi citlivosti. Považoval bych rovněž za vhodné, aby naše budoucí trajektorie sazeb byla pokud možno vyhlazená v podobném duchu, v jakém to již nějakou dobu činí Fed. Zřetelně lepší možnosti vyhlazování skýtá trajektorie sazeb implikovaná citlivostním scénářem kurzu.

⁵ Napadá mě následující historická analogie: po liberalizaci cen na začátku roku 1991 se nějakou dobu v tisku používal pojem „ceny v aspiku“; v dnešním kontextu bychom mohli použít výraz „kurz v aspiku“.

⁶ Za doporučením těchto konkrétních hodnot není žádná jiná úvaha, než snaha o symetrii vůči období, kdy jsme úrokové sazby snižovali. Uvítal bych, kdyby se bankovní obchody s výhodou zpětného pohledu mohly vyjádřit k tomu, jestli je dnes snaha o symetrii odůvodněná nebo jestli by nebylo lepší např. ponechat diskontní sazbu na 0,05% a tím první krok k normalizaci sazeb ještě o něco utlumit. Tyto úvahy se nabízejí v souvislosti s nižší likviditou trhu, která je pro toto letní období obvyklá a která by mohla implikovat vyšší volatilitu kurzu.

⁷ Viz např.: *When a small central bank goes hiking alone* by Sara Grut, Goldman Sachs Economics Research, 5 July 2017 nebo *„Europe’s First Rate Hike May Be Coming This Week“* by Krystof Chamonikolas, Radoslav Tomek and Andre Tartar, Bloomberg, 31 July, 2017.

Nabízí se otázka, co lze rozumět normalizací měnové politiky a jaká kritéria použít pro její posuzování. Domnívám se, že plná normalizace nastane, až:

1. Kurz koruny přestane být ovlivňován devizovými pozicemi otevřenými v době trvání kurzového závazku a začne být v převažující míře určován ekonomickými fundamenty, úrokovým diferencíalem a běžnou volatilitou.
2. Úrokové sazby odpoutají od nulové dolní meze a dosáhnou úrovní obvyklých před vypuknutím finanční krize.
3. Bilance ČNB se výrazně sníží a dosáhne objemu alespoň trochu srovnatelného s objemem před přijetím kurzového závazku (je ale možné, že k tomu už nikdy nedojde).

Z prvního kritéria vyplývá doporučení pro zveřejňování trajektorie kurzu. ČNB nyní trajektorii kurzu konsistentní s prognózou nezveřejňuje, což považuji za správné vzhledem k tomu, že vývoj kurzu je nadále určován podmínkami „post-závazkové“ fáze, které neodpovídají ekonomickým fundamentům (právě z tohoto důvodu byl vypracován citlivostní scénář). V této situaci by nepůsobilo vhodně, kdyby ČNB projevovала větší pochybnosti nad tím, jakými faktory je kurz určován. Ke zveřejňování trajektorie kurz bych navrhol přistoupit, jakmile „post-závazkové“ období pomine a první kritérium (viz výše) bude splněno. S postupnou normalizací naší měnové politiky by tedy měla jít ruku v ruce i normalizace naší komunikace směrem k podobě, v jaké jsme ji prováděli před přijetím kurzového závazku.

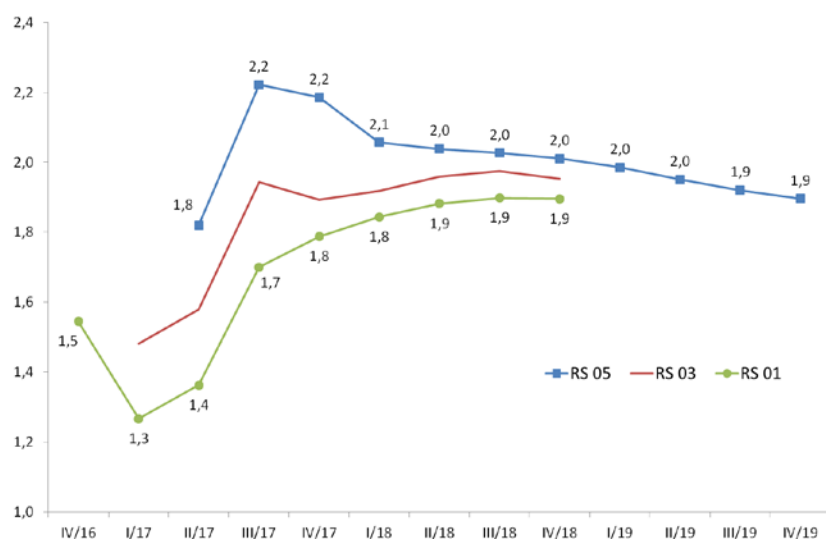
I.2 Vyjádření k vyznění SZ a prognóze

Novou prognózu vnímám jako vnitřně konzistentní a v rámci všech zavedených procedur příprav jako dobře vyargumentovanou a odladěnou. Vítám citlivostní scénář kurzu jako věrohodnější odraz toho, co se ve skutečnosti na devizovém trhu děje (ve srovnání se základním scénářem), jakkoliv se domnívám, že potenciál pro rovnovážné a ekonomickými fundamenty podložené posílení reálného a nominálního kurzu je po uzavření většiny spekulacních pozic značný.

Ztotožňuji se rovněž s nejistotou SZ ohledně budoucího vývoje poměru mezi rostoucími inflačními tlaky z domácí ekonomiky a naopak ustupujícími inflačními tlaky z vnějšího prostředí v důsledku klesajících cen výrobců v eurozóně umocňovaných posilováním koruny vůči euru a zejména dolaru. S čím se však neztotožňuji, je prognóza zahraničního růstu (a tudíž vnějších poptávkových inflačních tlaků) a prognóza růstu domácích mezd (a tím pádem i domácího růstu), zejména co se týče horizontu od konce roku 2018. Rizika obou prognóz vnímám jako nemalá a ve směru vzhůru.

Oproti prognóze z 3. SZ (resp. 1. SZ) došlo k poměrně značnému zvýšení růstu zahraniční poptávky (viz Graf 1), což se následně promítlo do (neinflačního) zvýšení temp růstu ekonomiky české.

Graf 1 Referenční scénáře efektivního ukazatele HDP eurozóny (mzr. v %)



Pramen: 1.SZ, 3.SZ, 5. SZ; referenční scénáře

Kvantitativní změny těchto scénářů nejsou nijak zásadní (jde koneckonců o posun během půl roku). Jsem však přesvědčen, že zlepšování nálady a výhledů v eurozóně bude dále pozvolna a systematicky pokračovat. Důvodů pro to existuje bezpočet. Zatímco hospodářský růst na přelomu roku 2016-2017 se jevil být ještě jako poměrně křehký, dnes se již všeobecně mluví o jeho „širokých základech“. Ještě poměrně nedávno se brexit jevil jako nemalé riziko nejen (samozřejmě) pro Velkou Británii, ale i pro eurozónu. Zdá se však, že i toto riziko ustupuje do pozadí, když brexit již *de facto* probíhá, ale na náladě na kontinentě se to moc neprojevuje. Nemalou úlevu přinesly příznivé výsledky několika všeobecných voleb. Stále se lepší sentiment spotřebitelů napříč Evropou (viz nákupy nových automobilů – v SZ na s. 30) a například spotřebitelská nálada v Německu dosáhla nejvyšší hodnoty od října 2001. Jedním z klíčových faktorů tohoto vývoje je nadále velmi uvolněná měnová politika ECB, která nezačne zpřísnovat dříve než na začátku příštího roku. Její pravděpodobné zpřísnění by se při obvyklých transmisních zpožděních mělo začít projevovat nejdříve v roce 2019, ale spíše ještě později.

Tyto faktory vyjmenovává i SZ (s. 4), avšak tím, že je poplatná referenčním scénářům Consensu Forecasts, nemá odvahu překročit jejich stín. A lze vyjmenovávat i další důvody pro optimismus. Připomenout je třeba příznivé dopady reformy ve Španělsku a v Portugalsku, o Irsku ani nemluvě. Rovněž Řecko už dávno neplní stránky novin a zřejmě se i pozvolna zlepšuje situace evropských bank. Jsem si samozřejmě vědom toho, že veřejné dluhy Itálie a Řecka jsou dávno nad všemi hranicemi považovanými za udržitelné a dluhy ostatních ekonomik s výjimkou Německa se snižují jen pozvolna (což snižuje jejich fiskální připravenost čelit příští cyklické krizi), nicméně konjunkturální situace evropských ekonomik již dlouho nebyla tak příznivá.⁸

⁸ Je docela zajímavé, že zatímco ekonomika USA vydává v posledních měsících řadu ne moc povzbudivých zpráv, v Evropě je tomu naopak, což se promítá do posilování eura vůči dolaru. Nejsou to tedy USA jako tradiční motor světové ekonomiky, ale (světe div se!) Evropa (či eurozóna), která přes veškeré svoje „genetické“, institucionální a jiné vady začíná systematicky pozitivně překvapovat.

V roce 2013 skončilo „sedm let hubených“ a podle mého názoru se nyní nacházíme přibližně uprostřed „sedmi let tučných“. Jsem přesvědčen, že eurozóna má před sebou ještě alespoň dva roky růstu vyššího, než jaký zaznamená letos. V SZ se uvádí, že „*nezaměstnanost v eurozóně v květnu setrvala na více než osmiletém minimu (9,3%)*“. Dne 31.7. Eurostat zveřejnil červnový údaj o sezónně očištěné nezaměstnanosti, která v eurozóně klesla na 9,1%, což je nejnižší hodnota od února 2009. Jsem si jist, že letos i příští rok budeme opakovaně číst a slyšet o dalších rekordních hodnotách v tomto směru a že se další snižování míry nezaměstnanosti začne dříve či později promítat i do mzdového vývoje, který v eurozóně zůstává doposud utlumený (nominální mzdy vzrostly meziročně v 1Q 2017 o 1,4% - viz SZ s. 4). Nevěřím tedy, že referenční scénář efektivního ukazatele HDP eurozóny přežije v této podobě příští čtvrtletí a jsem přesvědčen, že nás čeká jeho postupné přehodnocování ve stejném duchu, jak to veskrze zpět hledící CF obvykle dělává, tedy: 1) po drobných krůčcích – vždy po zahrnutí nových a „překvapivě“ vysokých dat, a 2) ne na moc dlouho dopředu, protože CF nerad formuluje střednědobé cyklické příběhy. Jsem přesvědčen, že totéž se týká (byť v menším rozsahu) i budoucího mzdového vývoje v eurozóně. Nevěřím tedy předpokladu prognózy, že „*HDP eurozóny v efektivním vyjádření se bude na celém horizontu prognózy pohybovat kolem 2%*“ a že bude mírně zpomalovat, jak naznačuje Graf II.1.4 na s. 4. Domnívám se, že růst eurozóny bude za roky 2018 a 2019 v průměru o 0,5 p.b. vyšší a že bude v horizontu prognózy spíše mírně zrychlovat.⁹

Tím se dostávám k prognóze našeho domácího mzdového vývoje, vůči níž uplatňuji podobné výhrady jako vůči prognóze zahraniční poptávky. Připouštím, že měnová sekce nebyla v prognóze mezd nijak skoupá: meziroční růst mezd by od 2Q 2017 (včetně) do 3Q 2018 (včetně) neměl klesnout pod 6% a i na konci prognózy v roce 2019 se pohybuje na úrovni 4,5%. Stojí však za připomenutí, že růst nominálních mezd (celoroční čísla) neklesl v letech 2001-2008 pod 5%, přičemž růst o 6% a více jsme zaznamenali v šesti z celkem osmi let, růst o 7% a více ve čtyřech letech a růst o 8% a více ve dvou letech. Je pravda, že inflační cíl měla tehdy ČNB o něco výše¹⁰, ale i tak nejsou prognózované růsty mezd až do konce roku 2018 v historickém kontextu nijak vybočující. Naopak za vybočující považují klesající růst mezd během roku 2019 a to tím spíše, že trh práce bude patrně ještě více napjatý, než je nyní. To by mělo vést, když ne k dalšímu zrychlování mezd, tak alespoň k udržování vysokých temp jejich růstu.¹¹ Pokud by se tato úvaha ukázala jako správná, měli bychom být v následujících měsících a čtvrtletích bohatě zásobováni zprávami o růstu mezd tu i onde¹², což by se mělo následně promítat do dalšího zrychlování spotřeby domácností a domácího hospodářského růstu. Nepřekvapilo by mě, kdyby náš růst na konci roku 2017 překročil výrazněji 4% a

⁹ Toto moje očekávání je postaveno na předpokladu, že na světovou ekonomiku nedopadne nějaký zásadní šok, jako je třeba rozsáhlý vojenský konflikt, zemětřesení v oblasti vyrábějící polovodiče pro polovinu zeměkoule, nečekané zhroucení světových akciových trhů nebo rychlý růst cen ropy nad 100 USD za barel. Možná nás ani v dohledné době (nebo alespoň v této konjunktuře) nečeká obdoba finanční krize vzhledem k tomu, s jakou vehemencí byl finanční sektor podroben přísné regulaci (viz nedávný výrok J. Yellenové).

¹⁰ Střed cílového pásma pro celkovou inflaci klesal spojitě ze 4% v lednu 2002 na 3% v prosinci 2005. Počínaje lednem 2006 byl inflační cíl horizontální ve výši 3%, a to až do prosince 2009.

¹¹ Podporou pro toto tvrzení by mohlo být pozorované výrazné zlepšení výsledků hospodaření nefinančních podniků. SZ na s. 31 uvádí, že i přes nadále silný růst mzdových nákladů vzrostl hrubý provozní přebytek nefinančních podniků v 1Q 2017 o 14,5%. Zdá se tedy, že firmy na přidávání mezd zatím prostředky mají.

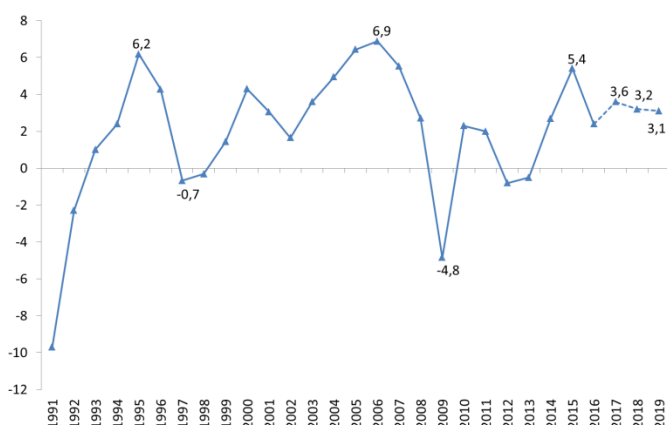
¹² Jednou z takových množicích se zpráv by mohlo být nedávné oznámení obchodního řetězce Kaufland o navýšení mezd zaměstnanců v určitých provozech od 1. srpna o 14% (viz HN z 18.7.2017). Trochu zakukleněji se možný poměrně rychlý růst mezd může skrývat za poskytováním tzv. náborových příspěvků, které u některých nedostatkových profesí dosahují několika desítek tisíc korun.

kdyby v průběhu 2018-19 nezpomalil pod 3,5%. Netroufnu si kvantifikovat dopad rychlejšího růstu domácí poptávky do inflace, ale vnímám tento scénář jako proinflační riziko, které při svém doporučení zvýšit úrokové sazby přiřazuji na příslušnou misku vah protisměrně působících inflačních tlaků (domácích *versus* vnějších), jak o nich mluví měnová sekce.

Je ale možné, že pláču na nesprávném hrobě, neboť horizont prognózy dlouhý dva a půl roku nabízí skutečnou prognózu pouze na první rok až dva (zasahuje tedy do horizontu měnové politiky), aby pak ke konci horizontu prognózy převládl návrat modelu k ustálenému stavu.

Tímto ustáleným stavem (který je do modelu apriorně vložen jeho tvůrcem) rozumím situaci, kdy se ekonomika ubírá „odnikud nikam“ a je tedy bez jakéhokoli ekonomického příběhu. Takový stav si neumím dost dobře představit, protože reálný ekonomický vývoj se různými příběhy jenom hemží. Graf 2 ukazuje, že česká ekonomika se od roku 1991 vždy ubírala „odněkud někam“, byť některá její zakolísání byla dosti neslavná (jako např. v letech 1997-8). Při pohledu na uplynulých 25 let mě nenapadá téměř žádné období, které bych si troufl nazvat jako ustálený stav, neboť snad každý rok představoval pouze krátkodobý přechod mezi dvěma sousedními a většinou dosti odlišnými fázemi cyklu.¹³

Graf 2 Růst reálného HDP v ČR od roku 1991 (v %; roky 2017-2019: prognóza z 5.SZ)



Pramen: ČSÚ, ČNB

Mám-li shrnout, domnívám se, že základní scénář prognózy dobře predikuje vývoj domácích mezd přibližně do konce roku 2018. Poté se tento scénář od mého osobního vnímání situace odchyluje směrem dolů. To v mých očích jenom posiluje rizika přetrvávání inflačních tlaků z domácí ekonomiky i pro rok 2019 a v konečném důsledku ještě více ospravedlňuje navržené zvýšení úrokových sazeb nad to, co implikuje citlivostní scénář kurzu. Uklidňuje mě, že plnohodnotná prognóza pravděpodobně zcela pokrývá horizont měnové politiky, a beru jako polehčující okolnost, že předložená prognóza bude základem pro rozhodování o nastavení měnové politiky pouze při tomto a příštím zasedání BR. Ne proto, že by byla špatná (to určitě není a sám bych ji lépe nezvládl!), ale proto, že nevěřím jejímu dlouhému konci.

¹³ Řekl bych, že technicky zaměření autoři modelových predikcí v sekci měnové se musejí podívat (mírně řečeno) nad nekvalifikovanou prostoduchostí mých úvah. Vyjadřuji však i za ostatní podobně vybavené čtenáře zájem o to dozvědět se, do kterého okamžiku prognostického horizontu se jedná ještě o prognózu (s nějakým podkladovým příběhem) a od kterého okamžiku se jedná pouze (či převážně) o „imanentní vlastnost modelu“.

I.3 Tématický komentář k SZ

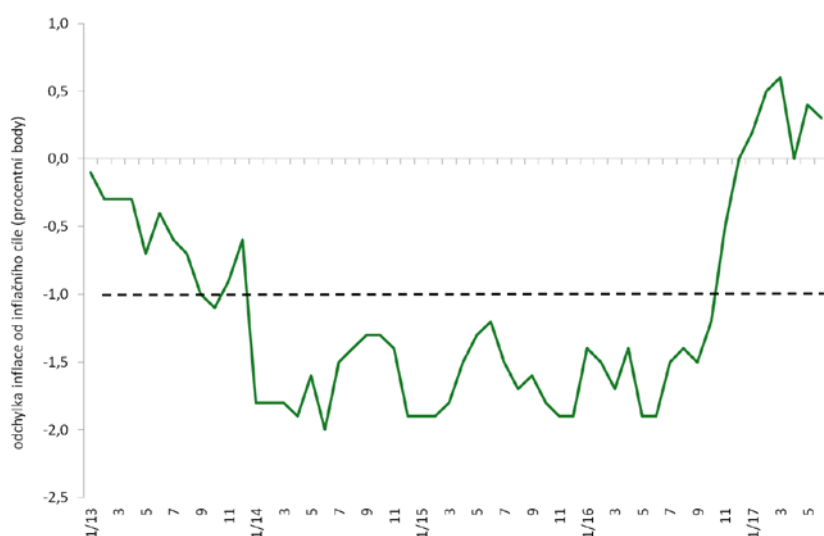
K prognózovanému vývoji fiskální politiky bych chtěl učinit velmi stručný komentář. Pohled na fiskální impulzy ukazuje (Tab. II.2.4 na s. 14), že pro letošní rok (pro který jsme zvýšili prognózu růstu z 2,9% ve 3. SZ na 3,6% v této SZ a podle mě to bude ještě více) bude příspěvek fiskální politiky k HDP ve výši 0,5 p.b. a pro rok příští ve výši 0,3 p.b.. V situaci, kdy naše ekonomika bude operovat mírně (podle prognózy) nad produkčním potenciálem, to znamená, že fiskální politika bude opět na ekonomiku působit procyklicky, byť se tak bude dít v klesající míře. Prodlouží se tak řada roků, kdy bude fiskální politika z cyklického hlediska působit jinak, než by tomu bylo v ideálním světě.

Jinak ovšem považuji za velmi potěšitelné, že by poměr veřejného dluhu k HDP měl v roce 2019 klesnout až na 30%, tedy na úroveň, kolem které osciloval před finanční krizí. Pokud by v té době i naše úrokové sazby měly vystoupat k běžným hodnotám, stane se rok 2019 rokem „normalizace“ obou makroekonomických stabilizačních politik.

I.4 Vlastní téma: O kurzovém závazku, o dvojím horizontu měnové politiky, o podstřelování inflačního cíle a o tom, co z toho vyplývá pro dnešek

Kurzový závazek ČNB v listopadu 2013 přijala proto, aby zabránila prohloubení recese a negativnímu růstu cen a napomohla tak rychlejšímu oživení ekonomiky a dřívějšímu plnění inflačního cíle. Toho všeho bylo nepochybně dosaženo. Přesto se přibližně od začátku roku 2014 do 3Q 2016 celková inflace pohybovala hluboko pod dolní mezí inflačního cíle (viz Graf 3).

Graf 3 Odchylky inflace od inflačního cíle ČNB v letech 2013-2017



Pramen: ČSÚ, vlastní výpočet

Příčiny podstřelování inflačního cíle byly opakovaně centrální bankou při nesčetných příležitostech vysvětlovány (byly přičítány na vrub zejména nečekaně silným a přetrvávajícím

zahraničním dezinflačním tlakům), přičemž rizikům dalšího podstřelování cíle se banka snažila čelit několikerým prodloužením platnosti kurzového závazku. Přestože se v uvedeném období kurz stal regulérním (byť nekonvenčním) nástrojem měnové politiky, který podstatným způsobem zvýšil její „palebnou sílu“ (zdůrazňuji, že ČNB vždy hodnotila používání kurzu velmi kladně), nebyl tento nástroj, podle mého názoru, používán dostatečně aktivně, aby přetlačil vnější dezinflační tlaky a vrátil inflaci k cíli (mnohem) dříve. Jinými slovy, ČNB sice měla možnost ovlivňovat inflaci rychlým kurzovým kanálem a prostřednictvím dovozních cen, ale v praxi tuto možnost v podstatě nevyužívala.

Přitom o možnosti aktivně používat rychlý kurzový kanál banka veřejnost pravidelně informovala ve standardní subkapitole zpráv o inflaci nazývané dříve „*Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle*“, a to prostřednictvím následující ustálené formulace: „*Měnová politika se totiž v režimu používání kurzu jako svého nástroje začíná promítat do inflace s podstatně kratším zpožděním, než je tomu v případě, kdy tímto nástrojem jsou úrokové sazby.*“ Při hodnocení vývoje inflace za poslední dovršené čtvrtletí pak jako tzv. rozhodné období pro posouzení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle definovala takové období, které začínalo šest čtvrtletí před analyzovaným čtvrtletím a končilo jedno čtvrtletí před ním.¹⁴ To jinými slovy znamená, že v režimu kurzového závazku si banka ponechávala možnost ovlivňovat inflaci nastavením svých nástrojů s předstihem pouhých několika měsíců.

Lze učinit závěr, že měnová politika nebyla během období kurzového závazku konsistentní: zatímco horizont měnové politiky při zpětném vyhodnocování její úspěšnosti byl dlouhý 1 až 6 čtvrtletí, v pohledu kupředu (typicky ve standardních vějířových grafech prognóz inflace) si zachovával délku 4 až 6 čtvrtletí. Právě tento horizont se pak zřejmě stával směrodatným pro nastavování úrokových sazeb, přičemž ke změně úrovně kurzového závazku nedošlo a jediným upravovaným parametrem byla délka jeho trvání.

Vymyká se účelu tohoto textu zaujímat nějaký hodnotící postoj k výše uvedenému způsobu řízení měnové politiky a pátrat po důvodech, které centrální banku k málo aktivnímu využívání kurzového nástroje vedly, případně po omezeních, která jí v tom mohla bránit. Mou snahou však je ukázat, že ve znovu obnoveném režimu cílování inflace, ve kterém se centrální banka vzdává mimořádně účinného nástroje (jímž měnový kurz je), by případný pohyb inflace v dolní polovině tolerančního pásma nemusel být chápán jako příliš velký prohřešek, pokud bychom několikerým zvýšením sazeb dosáhli alespoň dílčího utlumení přehřívajícího se trhu práce a celé ekonomiky. Znovu opakuji, že pokud se nám i s plným nástrojovým vybavením nepodařilo odpoutat inflaci od úrovně hluboko pod dolní mezí inflačního cíle, z mírného podstřelování inflačního cíle (v řádu 0,5 procentního bodu) nestojí za to dělat velkou vědu.

Je koneckonců možné, že se inflační charakteristiky dnešních tržních ekonomik změnilly natolik, že inflace „už nikdy nebude tím, čím bývala“ a že kolísání úrokových sazeb během hospodářského cyklu se bude odehrávat mnohem blíže nulové úrovni, jak se o tom ostatně již několik let vedou intenzivní diskuse. Věřím, že stávající hospodářský cyklus (a zejména ten náš) je však rozběhnutý již natolik, že se to během roku či dvou dozvíme.

¹⁴ Nic na tom nemění skutečnost, že analýza naplnění prognóz se z důvodu srozumitelnosti zaměřovala pouze na situační zprávu z prostředka příslušného období.

I.5 Dílčí připomínky s SZ

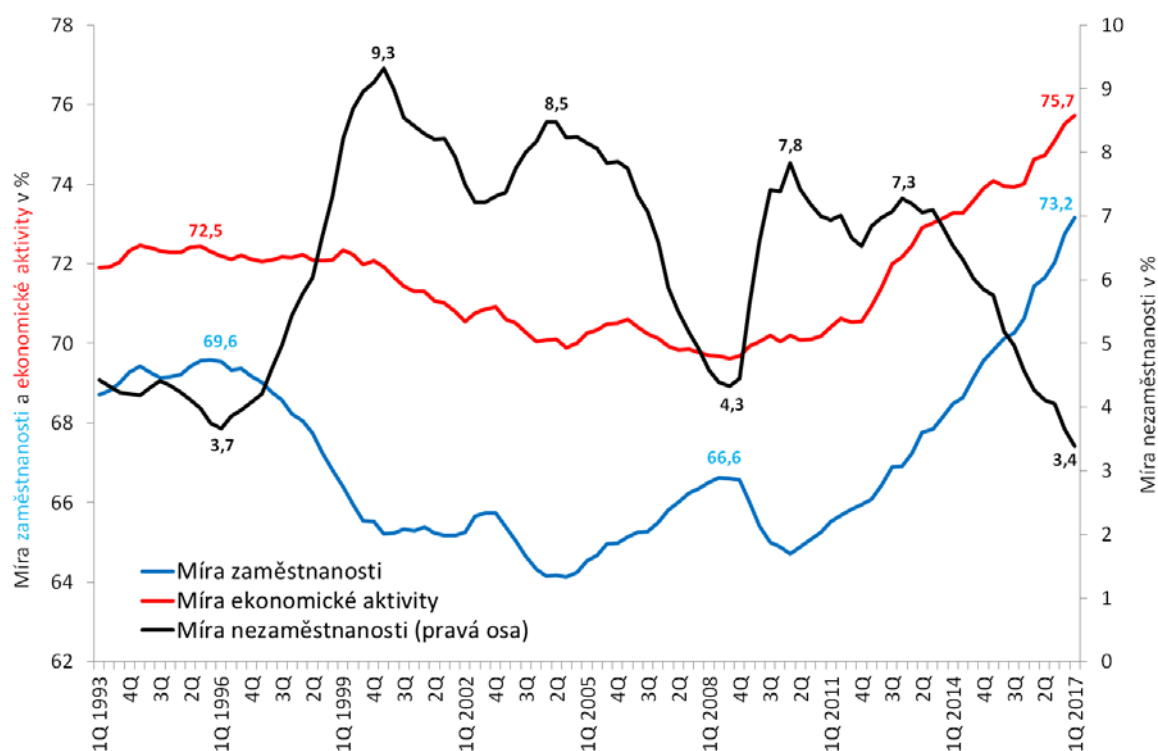
- 1) Doprovodný text ke Grafu I.3 Prognóza úrokových sazeb zní: „*S prognózou je konzistentní nárůst domácích tržních úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí 2017 a poté i v průběhu dalších dvou let*“. Místo něj navrhuji pozměněné znění: „*S prognózou je konzistentní nárůst domácích tržních úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí 2017, jejich stabilita do poloviny roku 2018 a poté jejich další růst*“.
- 2) Na s. 9 se uvádí, že návrat úrokových sazeb ECB k dlouhodobě neutrální úrovni bude v roce 2019 urychlován mimo jiné i implicitním předpokladem, že úrokové sazby se budou vracet ke své rovnováze rychleji, než naznačuje aktuální tržní výhled. Nestálo by za to uvést (třeba pod čarou), od čeho se tento implicitní předpoklad odvozuje?
- 3) Na s. 13 se uvádí, že „*Pro rok 2019 je prognózován přebytek běžného účtu mírně pod úrovní příštího roku*“. Navrhuji nahradit slovo „příštího“ letopočtem 2018.
- 4) Na s. 14 se dvakrát mluví o „zlepšování“ veřejných financí, resp. salda. Nebylo by vhodnější nahradit toto citově zabarvené hodnocení nějakým neutrálním vyjádřením?
- 5) V poznámce pod čarou č. 12 na ss. 14-15 je formulace, že „*u jiných naopak hrozí, že nestihnou projít ...*“. Slovo „hrozí“ navrhuji nahradit výrazem „*existuje pravděpodobnost*“, které je citově neutrální.
- 6) Na s. 23 se uvádí, že dochází k postupnému promítání silnějšího měnového kurzu do cen v segmentu obchodovatelných statků. Mohla by sekce měnová okomentovat tuto moji hypotézu? ⇒ Očekával bych nižší ochotu promítat levnější dovozy spotřebních statků do maloobchodních cen vzhledem k tomu, že obchodníci předpokládají (tuší, očekávají) na straně konzumentů větší ochotu k velkorysosti v utrácení. To by se mělo projevovat v nižším než obvyklém průsaku kurzu do inflace a tím pádem vyššími ziskovými maržemi obchodníků. Posilování kurzu by tak v této fázi cyklu nemuselo být tak silným dezinflačním rizikem ve srovnání s obdobím hospodářské ochablosti.
- 7) Na s. 26 se uvádí údaj o zpomalení růstu cen průmyslových výrobců v červnu na 1,3%. Tento údaj zveřejnil ČSÚ dne 20. července, kdy už byla prognóza hotová. Vnímá sekce tento údaj jako dezinflační riziko, které by bylo schopno ovlivnit tvorbu prognózy (nebo nějaké její části), pokud by byl údaj známý dříve?
- 8) Na s. 33 je mzdám věnován pouze jeden nepřilíš dlouhý odstavec (a to už standardně). Vzhledem k tomu, o jak důležité téma (zvláště dnes) se jedná, se mi to zdá málo.
- 9) V Boxu 2 na s. 36 jsou ve slově „currency“ chybně napsána tři „r“.
- 10) Na s. 38 v předposledním řádku je překlep ve slově „posílila“: chybně je uvedeno „posíllala“.

Příloha 1 Trh práce české ekonomiky v dlouhodobém a mezinárodním srovnání

Cílem této přílohy je zasadit současný ekonomický vývoj do dlouhodobého vývoje české ekonomiky a do mezinárodního kontextu. Shromážděné statistiky by měly sloužit jako empirická podpora tvrzení o větší robustnosti českého hospodářského cyklu ve srovnání s cyklem v eurozóně (viz část I.1 Měnově-politické doporučení).

Český trh práce se již několik čtvrtletí přehřívá. Tradiční obrázek o stavu trhu práce podává Beveridgeova křivka (viz 5. SZ s. 33). Z ní je zřejmé, že trh práce již počtem volných pracovních míst překračuje hodnoty, na kterých byl těsně před finanční krizí, přičemž tehdejší stav byl všeobecně charakterizován jako přehřívání ekonomiky. Komplexní pohled na základní ukazatele trhu práce od vzniku ČR přináší Graf P1.

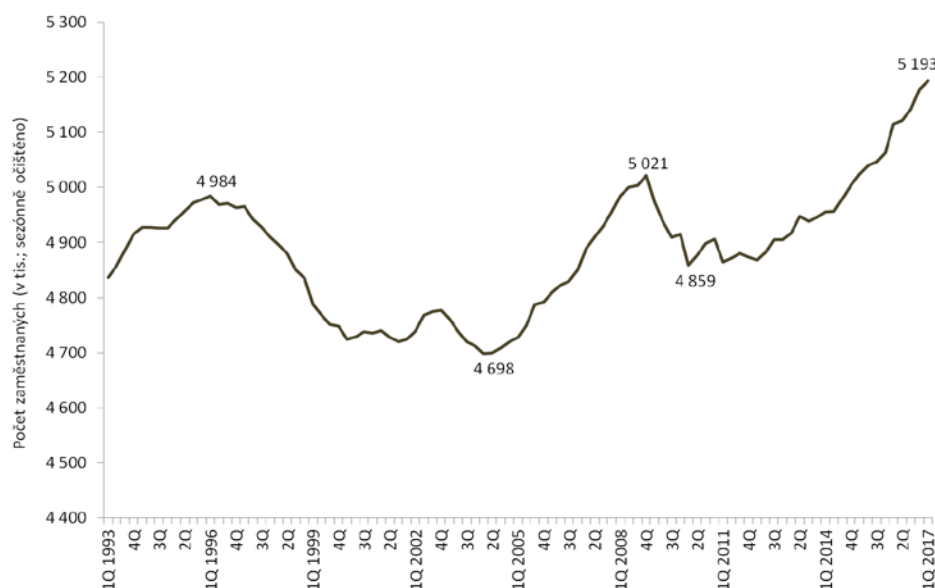
Graf P1 Míra zaměstnanosti, míra ekonomické aktivity a míra nezaměstnanosti (míry 15-64 letých; sezónně očištěno; 1Q 1993 – 1Q 2017)



Pramen: ČSÚ (VŠPS)

Z něj vyplývá, že míry zaměstnanosti a ekonomické aktivity dosahují nyní (poslední údaj v grafu je za 1Q 2017) bezprecedentně vysokých úrovní a stejně tak míra nezaměstnanosti, která klesla na nejnižší hodnotu od roku 1993. Obdobně vyznívá Graf P2, který zachycuje sezónně očištěný počet zaměstnaných (ve věku 15+).

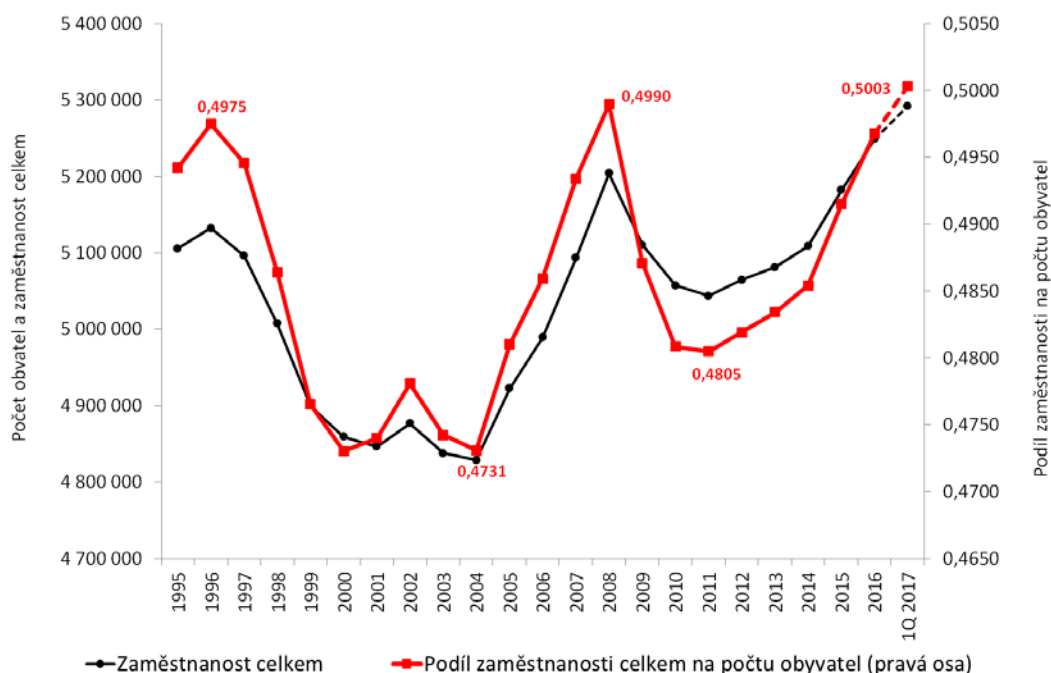
Graf P2 Počet zaměstnaných (v tis.; sezónně očištěno)



Pramen: ČSÚ (VŠPS)

Z údajů je zřejmé, že v 1Q 2017 byl počet zaměstnaných přibližně o 170 tis. vyšší, než tomu bylo na vrcholu minulého cyklu (ve 4Q 2008). Je sice pravda, že mezi rokem 2008 a 1Q 2017 vzrostl počet obyvatel o 148 tis., ale i tak se podíl zaměstnanosti celkem na počtu obyvatel zvýšil z 0,499 v roce 2008 na 0,500 v 1Q 2017, čímž dosáhl nejvyšší hodnoty od roku 1993 (viz Graf P3).

Graf P3 Zaměstnanost celkem a podíle zaměstnanosti celkem na počtu obyvatel

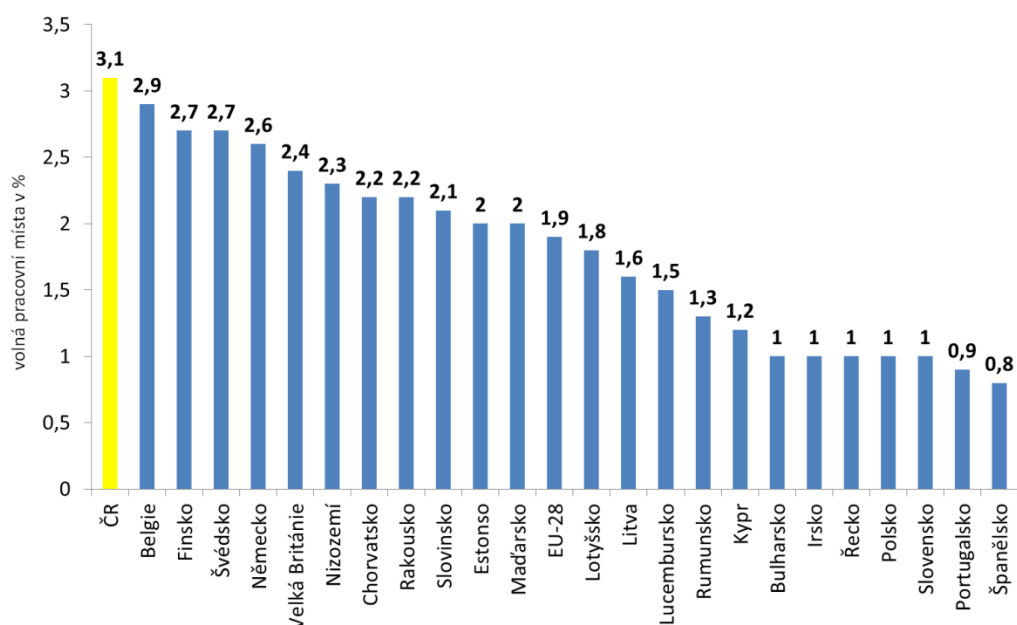


Pramen: ČSÚ, vlastní výpočet

Uvedené údaje ukazují, že česká ekonomika se po dobu své samostatné existence dostává již do své třetí konjunktury (první vrcholila v roce 1996 a druhá v roce 2008), přičemž ukazatele zaměstnanosti a nezaměstnanosti dosahují hodnot, které jsme od roku 1993 nezaznamenali. Je přitom vysoce pravděpodobné, že v příštích čtvrtletích se budou příslušné veličiny posouvat k novým historickým hodnotám.

Zajímavé je rovněž mezinárodní srovnání, ve kterém česká ekonomika již nějakou dobu zaujímá v EU různá prvenství. To, že ČR má nyní nejnižší míru nezaměstnanosti v EU, je dobře známou skutečností. Poslední údaj zveřejněný ČSÚ 31. července posouvá českou míru nezaměstnanosti na 2,9% (sezónně očištěno), což je o 0,1 p.b. pod prognózou z 5. SZ a o 0,9 p.b. pod mírou nezaměstnanosti v Německu. V české ekonomice je však nyní i nejvyšší procento volných pracovních míst, jak o tom svědčí Graf P4.

Graf P4 Procento volných pracovních míst v EU v 1Q 2017



Pramen: Eurostat

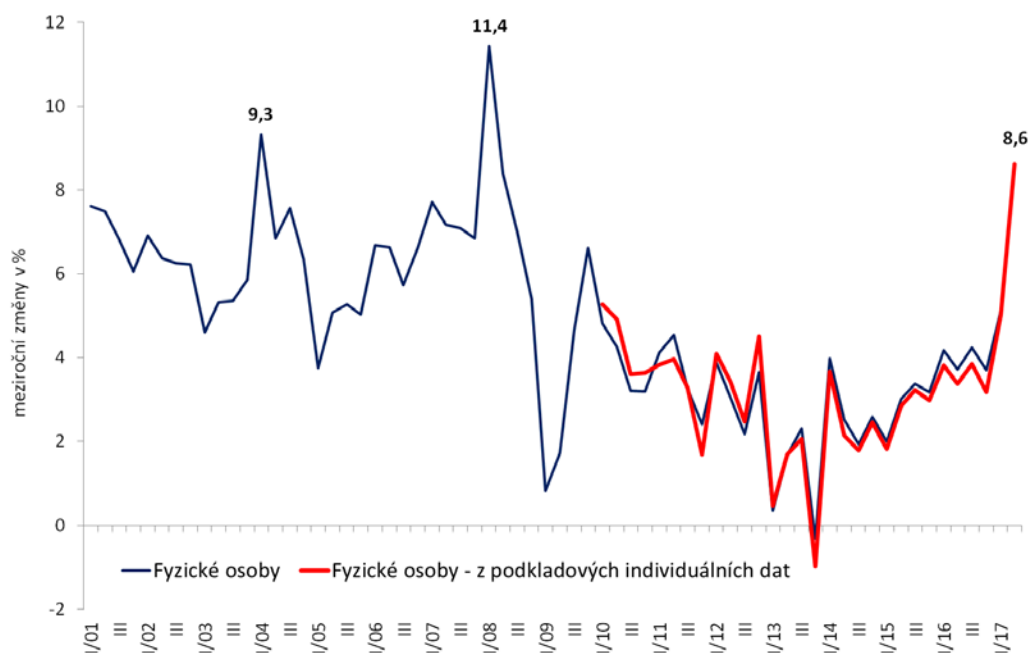
Ještě vyšší procento volných pracovních míst je u nás ve službách. Zatímco v celé EU-28 činil v 1Q 2017 poměr volných pracovních míst ve službách 2,2% a v Německu (v zemi s druhým nejvyšším poměrem pracovních míst) 3,4%, u nás to bylo 4,3%.¹⁵

Vzhledem k tomu, že trh práce lze popsat řadou různých charakteristik, které si čtenář dost dobře neumí v mysli sestavit do nějaké jednoduchého syntetického ukazatele, nabízí se právě v této době (kdy trh práce překonává jednu historickou metu za druhou) dobrý důvod se o něco takového pokusit. Vítám proto úsilí měnové sekce takový syntetický a analytický ukazatel (Labour Utilisation Composite Index) vyvinout a po příslušné oponentuře ho začít ve svých analýzách a situačních zprávách používat.

¹⁵ Stojí za zaznamenání, že v 3Q 2016 byl u nás poměr volných pracovních míst dokonce 4,7%, což bylo o 2,7 procentního bodu více než kolik činil průměr za EU-28 (2%) a o 1,7 p. b. více, než v Německu (3%).

Vyvstává samozřejmě otázka, do jaké míry domácí mzdový vývoj koresponduje s množstevními ukazateli trhu práce. Graf P5 ukazuje, jak rostly mzdy v průmyslu od roku 2001.¹⁶

Graf P5 Růst průměrných mezd v průmyslu (čtvrtletní údaje za období 1Q 2001 až 1Q 2017; poslední údaj vyjadřuje meziroční změnu průměrné mzdy za duben a květen 2017 oproti průměrné mzdě za duben a květen 2016)



Pramen: ČSÚ, podniková statistika

Z grafu je patrné, že až donedávna se růst průměrných mezd v průmyslu nijak nevymykal z meziročních hodnot zaznamenaných od roku 2001. Údaje za poslední dva disponibilní měsíce (duben a květen 2017) však ukazují, že dochází k poměrně výraznému zrychlení růstu mezd v průmyslu. Skutečnost, že k poměrně vysokému růstu mezd dochází napříč průmyslovými odvětvími, svědčí o tom, že napjatost na trhu práce se začíná stále více projevat i ve mzdové oblasti a že se postupně stává všeobecným jevem.

Mnohé ukazatele trhu práce svědčí o tom, že se česká ekonomika nachází v pokročilé fázi cyklu. Poslední recese¹⁷ skončila v 1Q 2013 (stejně jako v eurozóně a v Německu), takže růstová fáze již trvá 17 čtvrtletí (včetně 2Q 2017), tedy čtyři a čtvrt roku. Mnohé ukazatele svědčí o tom, že růst české ekonomiky je robustnější, než růst eurozóny, resp. Německa. Zatímco reálný HDP české ekonomiky vzrostl od 1Q 2013 do 1Q 2017 kumulativně o 14,1%, eurozóna pouze o 6,9% a Německo o 7,2% (tedy dvojnásobně).

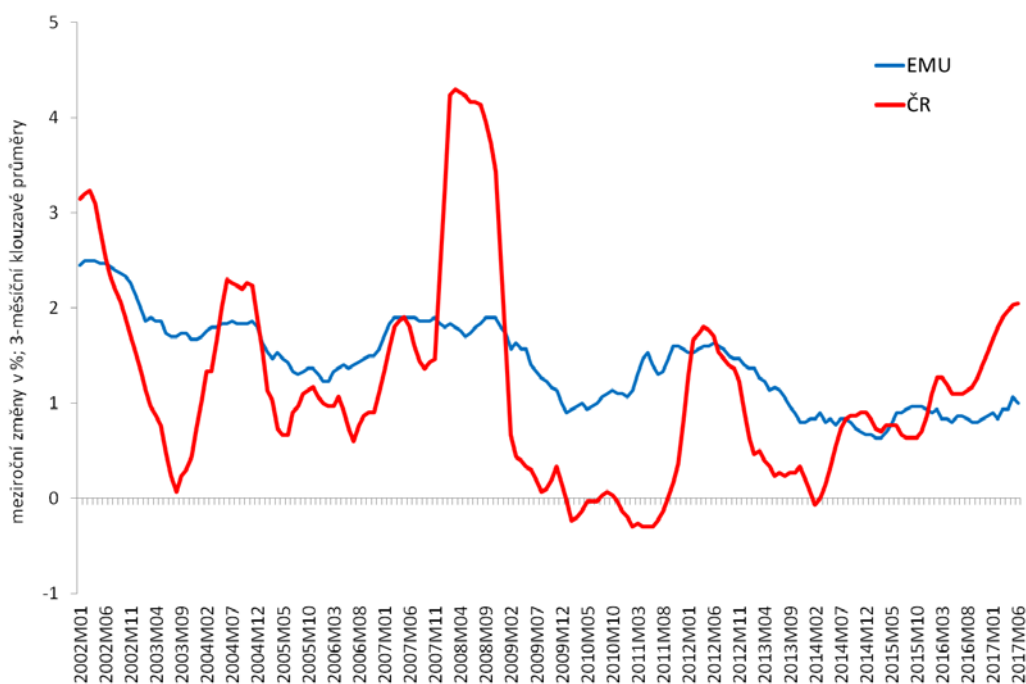
Patrně ještě důležitější rozdíl mezi českou ekonomikou a eurozónou vyjadřuje vývoj inflace. Graf P6 ilustruje tuto odlišnost pomocí vývoje jádrové inflace.¹⁸

¹⁶ Za poskytnutí údajů děkuji Janu Šolcovi.

¹⁷ Recesi chápou standardně, tedy jako alespoň dvě po sobě jdoucí čtvrtletí se záporným mezičtvrtletním růstem hrubého domácího produktu.

¹⁸ Nejde o jádrovou inflaci v tom smyslu, jak ji nyní nedlouho používá ČNB, ale o HICP očištěný o ceny energií, potravin, alkoholu a tabáku. Tento ukazatel lépe umožňuje srovnání s eurozónou.

Graf P6 HICP bez cen energií, potravin, alkoholu a tabáku; meziroční změny v %; 3-měsíční klouzavé průměry



Pramen: Eurostat, vlastní výpočet

Z grafu je zřetelné, že v celém období počínaje rokem 2002 byla volatilita naší jádrové inflace mnohem vyšší než volatilita jádrové inflace v eurozóně. Mnohem významnější však je mimoběžnost obou veličin v posledních letech: zatímco jádrová inflace v eurozóně od začátku roku 2014 zhruba stagnovala na úrovni pod 1 % (průměr 3-měsíčních klouzavých průměrů za období leden 2014 až červen 2017 činí 0,8%)¹⁹, naše jádrová inflace se zvýšila z 0,1% v lednu 2014 až na 2,1% v červnu 2017. Pomínou-li tedy vliv cen potravin a energií (jejichž větší volatilitu centrální banky obvykle výjimkují) na inflaci, vyvstává zřetelně potřeba odlišného nastavení úrokových sazeb pro obě ekonomiky.

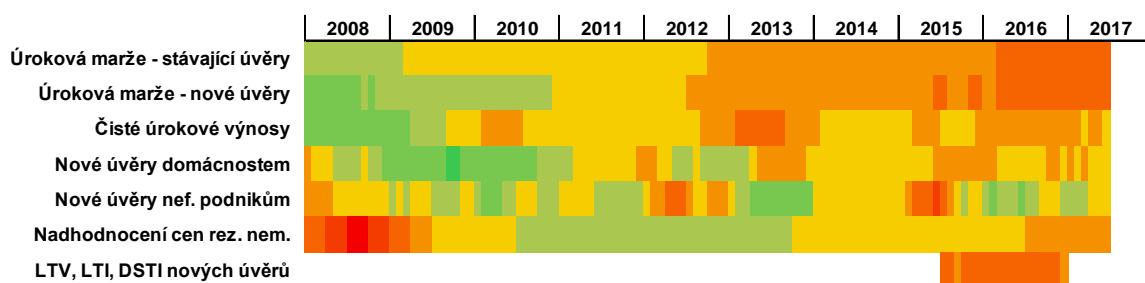
¹⁹ Dne 31. července zveřejnil Eurostat odhad inflace v eurozóně za červenec. Podle něj HICP činil meziročně 1,3% a výše uvedená jádrová inflace 1,2%, což jistě muselo potěšit ECB.

Vyjádření SAO FS k 5. situační zprávě 2017 z pohledu dosahování cíle finanční stability²⁰

S ohledem na to, že se inflace pohybuje již více než půl roku nad 2% cílem, nová prognóza předpokládá její pohyb kolem cíle i při postupném zhodnocení koruny pod úroveň 25 CZK/EUR, situace na trhu práce generuje tlaky na dynamický růst mezd a zároveň pokračuje posun české ekonomiky výše ve finančním cyklu, SAO FS navrhuje ukončit období setrvávání měnověpolitických sazeb na nulové úrovni. S naším vyhodnocením pozice ekonomiky v hospodářském a finančním cyklu je konzistentní zvýšení měnověpolitické sazby o 0,45 p.b. na úroveň 0,5 %.

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

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

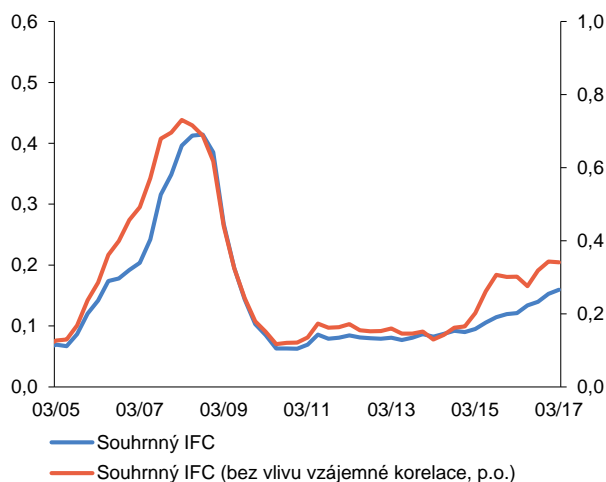


Pozn.: Barva v jednotlivých kategoriích vychází ze srovnání s referenční úrovní pro daný indikátor/sadu indikátorů: více červená barva značí, že se indikátory odchýlily více od svých trendových hodnot nebo hodnot považovaných za rizikově neutrální (žlutá barva) směrem k rizikovějším hodnotám (tzn. nižší 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).

Podmínky ve finančním sektoru zůstávají podle všech hodnocených ukazatelů nadále výrazně uvolněné (Graf 1). Pokračuje posun české ekonomiky směrem do silně expanzivní fáze finančního cyklu (Graf 2) a vytvářejí se podmínky pro vznik spirály mezi růstem cen nemovitostí a růstem úvěrů sloužících k jejich pořízení. Úrokové marže bank u úvěrů soukromému sektoru se přes smíšený vývoj v jednotlivých úvěrových segmentech nadále nacházejí výrazně pod dlouhodobými průměry. Dynamika poskytnutých úvěrů je naopak od dlouhodobých průměrů odchýlena výrazně směrem vzhůru. Meziroční tempo růstu úvěrů nefinančním podnikům i domácnostem patří v mezinárodním srovnání k nejvyšším v zemích EU (Graf 3).

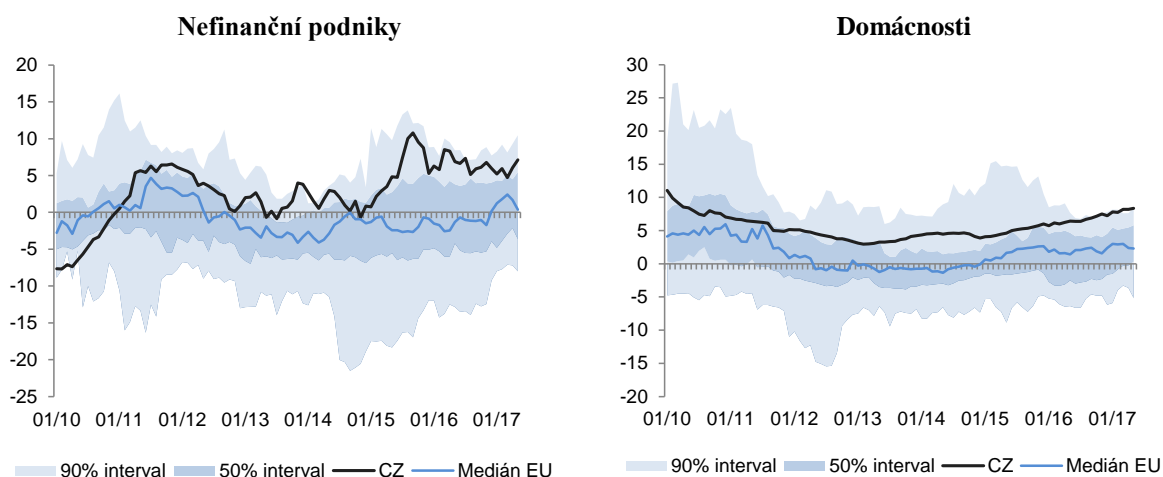
²⁰ Toto vyjádření SAO FS je standardní součástí stanoviska k Situační zprávě na základě rozhodnutí bankovní rady od ledna 2017. Hodnotí nastavení měnových podmínek z pohledu dosahování cíle finanční stability. Obsahuje názor SAO FS, zda a jakým směrem by se mělo změnit nastavením měnové politiky na základě hodnocení vlivu aktuálního nastavení měnových podmínek na podmínky ve finančním sektoru a vyznění Situační zprávy.

Graf 2: Indikátor finančního cyklu



Pramen: ČNB

Graf 3: Srovnání meziročního tempa růstu úvěrů s úvěrovou dynamikou v zemích EU



Pramen: ČNB, ECB pro data mimo CZ

Pozn.: Pro země mimo eurozónu byla meziroční tempa růstu počítána z objemů úvěrů vyjádřených v EUR a mohou tak kromě samotné úvěrové dynamiky odrážet rovněž vývoj směnného kurzu.

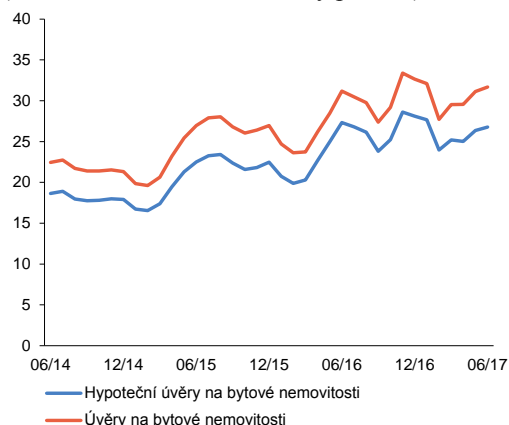
Objem nově poskytnutých hypotečních úvěrů i přes zpřísnění limitů LTV od letošního dubna zůstává vysoký (Graf 4), byť dynamika růstu nových úvěrů zpomalila (Graf 5). Současný vývoj v oblasti nově poskytovaných úvěrů na bydlení lze v souhrnu hodnotit tak, že negativní scénáře významného omezení aktivity v oblasti hypotečních úvěrů prezentované industrií v souvislosti s přijatými opatřeními se prozatím nenaplnují. Tři nejvýznamnější poskytovatelé hypotečních úvěrů²¹ v posledních měsících objem poskytnutých hypotečních úvěrů spíše navýšili (při úrokových sazbách stagnujících na nízkých úrovních).

Výsledky šetření úvěrových podmínek bank za druhé čtvrtletí dokládají, že úvěrové standardy se s výjimkou segmentu úvěrů na bydlení výrazněji nezpřísnily a zůstávají uvolněné. U úvěrů na bydlení zpřísnění odráží přijatá makrobezpečnostní opatření, zejména snížení doporučených limitů LTV. Poptávka po hypotečních úvěrech ze strany domácností se

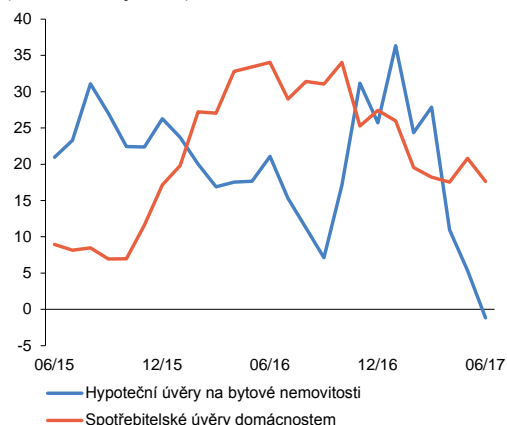
²¹ Objem hypotečních úvěrů poskytnutých třemi nejvýznamnějšími poskytovateli představuje cca 70 % úvěrů poskytovaných bankovním sektorem.

významněji nezměnila. U spotřebitelských úvěrů (viz tematická část) a u úvěrů nefinančním podnikům se dále zvýšila.

Graf 4: Objemy nových hypotečních úvěrů a úvěrů na bydlení (v mld. Kč, 3měsíční klouzavý průměr)



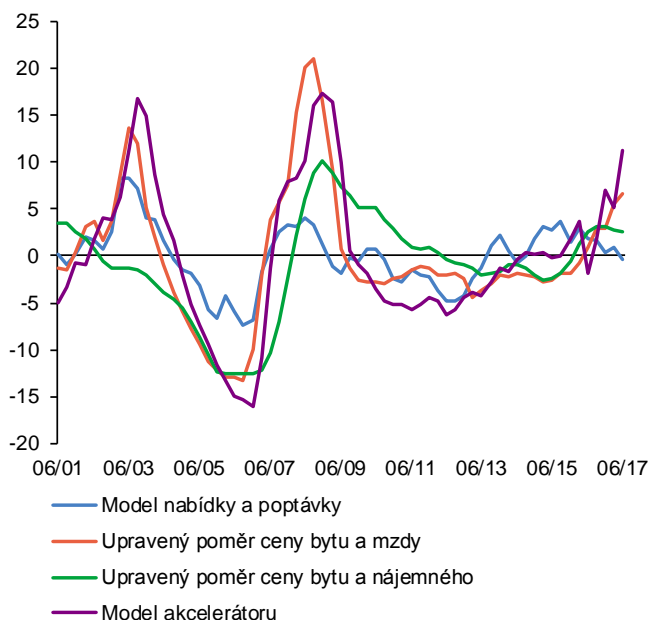
Graf 5: Dynamika růstu objemu nových hypotečních úvěrů na bytové nemovitosti a spotřebitelských úvěrů (mzr. změny v %).



Pramen: ČNB

Nově dostupné informace od poslední situační zprávy (včetně revizí starších dat) potvrdily v čase rostoucí nadhodnocení cen rezidenčních nemovitostí, jehož odhady ke konci pololetí 2017 dosáhly v průměru 5 % (Graf 6). U některých metod (model akcelérátoru, který bere v úvahu interakci mezi cenami nemovitostí, úvěrovou dynamikou a růstem HDP) se přitom úroveň nadhodnocení přiblížila úrovni z konců let 2003 a 2008, kdy ČNB připouštěla existenci bubliny v cenách nemovitostí.

Graf 6: Mezery cen bytů



Pramen: ČSÚ, IRI, MMR, EK, výpočty ČNB

Vývoj dlouhodobých výnosů státních dluhopisů od minulého měnověpolitického jednání zpříšňování měnových a finančních podmínek neimplikuje. Do pětileté splatnosti se drží výnosová křivka českých státních dluhopisů v záporu. U kratších splatností do dvou let ovšem

došlo k výraznému poklesu výnosů, přičemž pro dluhopis s nejkratší zbytkovou splatností dosahují rekordních minim (-2,2 %). Pokles krátkodobých výnosů nastává v situaci, kdy sazby mezibankovního trhu PRIBOR i úrokových swapů rostou. Vývoj na dluhopisovém trhu tak může být spojen s očekáváním posílení koruny po zvýšení měnověpolitických sazeb ČNB. Výnosové křivky státních dluhopisů vybraných zemí setrvávají na nízkých úrovních. To platí i pro USA, kde na červencovém jednání centrální banka nepřistoupila k další normalizaci měnových podmínek.

Tabulka 1: Výnosy státních dluhopisů vybraných zemí a jejich změna od předchozího měnového jednání

Země	Jednoletý státní dluhopis		Pětiletý státní dluhopis	
	Úroveň k 31.7. v %	Změna oproti 29.6. v p.b.	Úroveň k 31.7. v %	Změna oproti 29.6. v p.b.
CZ	-0,68	↓ -0,39	0,02	→ 0,00
DE	-0,69	↓ -0,01	-0,18	↑ 0,05
CH	-0,96	→ 0,00	-0,46	↑ 0,05
SE*	-0,69	↓ -0,03	0,03	↑ 0,07
UK	0,29	↓ -0,04	0,59	↓ -0,10
US	1,21	↓ -0,01	1,84	↓ -0,01

Pramen: Bloomberg

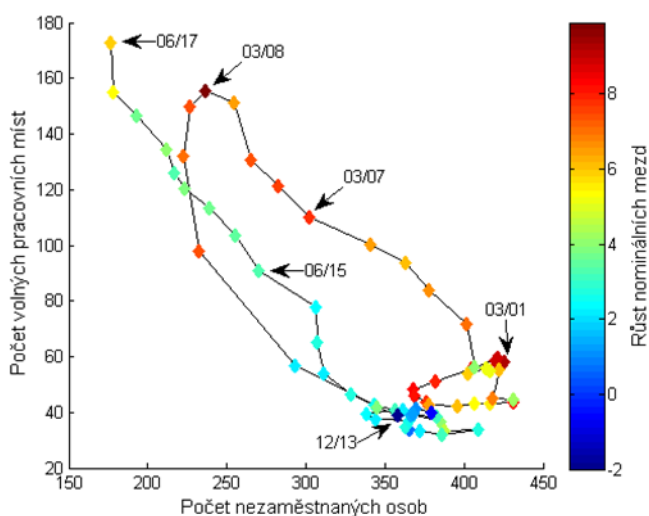
Pozn.: Kvůli absenci dat použit v případě SE dvouletý státní dluhopis místo jednoletého

2. Vyjádření k vyznění situační zprávy

Zpráva o finanční stabilitě 2016/2017 označila za nejvýznamnější domácí riziko pokračování roztáčení spirály mezi cenami nemovitostí a úvěry na jejich pořízení. Informace dostupné od projednání poslední ZFS naznačují, že k naplňování tohoto rizika zčásti dochází. Přispívá k tomu i udržování úrokových sazeb z úvěrů na mimořádně nízkých úrovních. Vyznění nové situační zprávy a prognózy hodnotíme tak, že se současným makroekonomickým vývojem i jeho výhledem je konzistentní postupný návrat měnových podmínek směrem k neutrálnímu působení. To ve významné míře zajišťuje zhodnocení koruny. Existuje však i prostor pro zvýšení měnověpolitických úrokových sazeb, které by mohlo přispět k žádoucímu zvýšení úrokových sazeb z úvěrů.

Jedním z hlavních proinflačních faktorů prognózy je vývoj na trhu práce. Ten je v SZ standardně vyhodnocován pomocí Beveridgeovy křivky (Graf III.3.5 na str. 33/46 v 5. SZ). Interpretace pozice ekonomiky na trhu práce je však komplikována vykazovaným rozdílem v počtu nezaměstnaných osob podle MPSV a podle VŠPS ČSÚ. Dle MPSV je počet nezaměstnaných zhruba dvojnásobný (na konci 1Q 2017 356 tis. osob, oproti 185 tis. osob). Níže (Graf 7) je zkonstruována alternativní Beveridgeova křivka, kde je na horizontální ose použit údaj o cyklicky očištěném počtu nezaměstnaných osob dle VŠPS. Dalším rozdílem je pak to, že barvy bodů odpovídají růstu nominálních mezd. Oproti obdobnému grafu ze SZ je zřejmé, že z hlediska počtu volných pracovních míst i počtu nezaměstnaných osob je trh práce ve výrazně proinflačnějším módu, než byl v posledním vrcholu cyklu na počátku roku 2008. Počet nezaměstnaných osob je na historickém minimu, počet volných pracovních míst je nejvyšší od roku 1993. Přehřívání na trhu práce se přitom v růstu mezd i přes jeho určité zrychlení zatím plně neprojevovalo. Lze tedy očekávat jeho další zrychlování a posílení proinflačních tlaků z trhu práce, které mohou být silnější, než předpokládá prognóza.

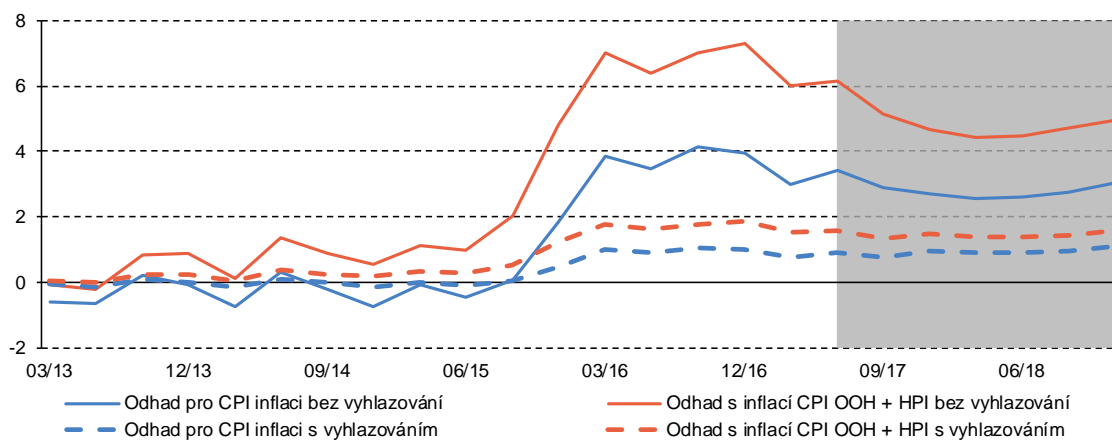
Graf 7: Alternativní Beveridgeova křivka



Pramen: MPSV, ČSÚ, výpočty SAOFS
 Pozn.: Pro 6/17 odhady resp. predikce.

Graf 8 obsahuje alternativní propočty měnověpolitických sazeb konzistentních s Taylorovým pravidlem upraveným pro vředhledící centrální banku cílující inflaci. Modré čáry odpovídají propočtu sazeb pro CPI inflaci, červené čáry pak pro experimentální inflaci „CPI OOH + HPI“ zohledňující růst cen rezidenčních nemovitostí. U obou měřítek inflace jsou pak prezentovány alternativy s vysokým vyhlazovacím parametrem odpovídajícím nastavení v modelu 3g a bez vyhlazování. I nejnižší položená trajektorie (pro CPI inflaci s 75% váhou na současné nulové sazby) předpokládá již od čtvrtého čtvrtletí 2015 sazbu na úrovni 0,5 %. V období, které je předmětem nové prognózy by se měla pohybovat těsně pod 1 %. Podle odhadu zahrnujícího experimentální index inflace by se měnověpolitická sazba měla v dalších dvou letech pohybovat ještě o 0,5–0,8 p.b. výše.²² Při snížení koeficientu vyhlazování by se výsledné sazby pohybovaly na ještě vyšší úrovni.

Graf 8 : Odhad měnověpolitických sazeb podle reakční funkce ČNB (pro CPI inflaci a pro experimentální index inflace, v %)



Pozn.: Do odhadů vstupuje upravená predikce dvoutýdenní repo sazby a meziroční změny spotřebitelských cen z 5. SZ. Predikce inflace „CPI OOH + HPI“ je založena na predikci vývoje cen rezidenčních nemovitostí ze ZFS 2016/2017. Šedá plocha označuje odhady založené na predikcích proměnných. Plné čáry označují odhad při použití vyhlazovacího koeficientu $\rho_M=0$, přerušované při koeficientu $\rho_M=0,75$. Podrobnosti viz Vyjádření SAOFS k 4. SZ 2017.

²² Abstrahujeme od skutečnosti, že jiné měřítko inflace by mohlo implikovat jiný inflační cíl.

Celkově je s naším vyhodnocením současné pozice domácí ekonomiky v hospodářském a finančním cyklu konzistentní zvýšení měnověpolitické sazby o 0,45 p.b., tj. na úroveň 0,5 %.

Z pohledu finanční stability je důležité, aby se zvyšování měnověpolitických sazeb a krátkodobých tržních sazeb přeneslo do úrokových sazeb z úvěrů. Bez toho se může domácí ekonomika dostat do pozice „behind the financial cycle curve“. Při dlouhodobějším setrvávání v takové pozici by narůstala zadluženost soukromého sektoru (včetně subjektů, jejichž úvěruschopnost je podmíněna nízkými úrokovými sazbami z úvěrů), což by v konečném důsledku vytvářelo tlaky na trvalé udržování velmi uvolněné měnové politiky v zájmu udržitelnosti finanční situace dlužníků. Jinými slovy – mimořádně nízké sazby v současnosti by implikovaly nezbytnost mimořádně nízkých sazeb v budoucnosti.

Vnímáme riziko, že nástup zpřísňujícího cyklu v měnové politice ČNB se může odrazit ve výrazném zhodnocení koruny, aniž dojde ke zvýšení sazeb na dlouhém konci výnosové křivky. K tomu však nemusí dojít ani tak v důsledku existence kladného úrokového diferenciálu jako spíše očekávaného nárůstu diferenciálu.

3. Tematická část: Vliv měnové politiky na úrokové sazby spotřebitelských úvěrů

I když je většina pozornosti v oblasti úvěrové dynamiky upřena na úvěry domácnostem na bydlení, relevanci pro makrobezpečnostní i měnovou politiku má i zvýšený růst úvěrů na financování spotřeby (dále spotřebitelských úvěrů) kombinovaný s jejich poklesem úrokových sazeb. Spotřebitelské úvěry se přes svoji relativně nízkou váhu na úvěrech domácnostem (na stavu 15 %, na nových úvěrech 23 %) a přes poměrně výrazný pokles podílu NPL (od konce roku 2015 o 3,5 p. b.) podílejí na objemu úvěrů domácnostem se selháním cca 42 %. Dle obvyklého účelu a splatnosti při poskytování spotřebitelského úvěru se předpokládá užší vazba na soukromou spotřebu. Transmisí měnové politiky do spotřebitelských úvěrů byl přitom v minulosti věnován poměrně malý prostor (např. Brůha, 2011, vyloučil spotřebitelské úvěry ze své analýzy).

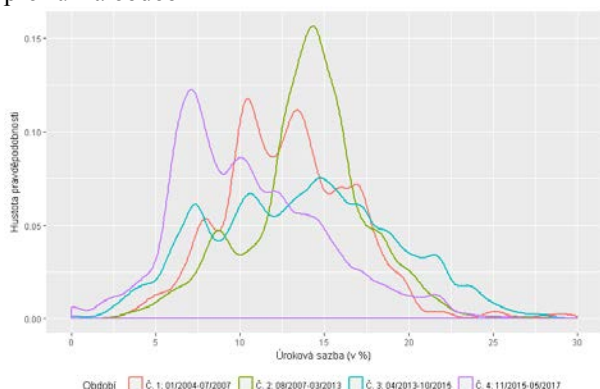
Při podrobném pohledu na vývoj spotřebitelských úvěrů vyplývá několik závěrů naznačujících, že u těchto úvěrů může docházet ke strukturálnímu zlomu.

- 1) Zatímco tradičně jsou spotřebitelské úvěry vnímány jako úvěry krátkodobého charakteru, v posledních letech je jejich růst dominován úvěry se splatností nad 5 let.
- 2) Distribuce spotřebitelských úvěrů podle úrokových sazeb se v minulosti několikrát změnila (Graf 9). Je zde patrný vícevrcholový charakter distribuce, kdy se opakovaně mění relativní váha jednotlivých vrcholů i jejich pozice. V období před finanční krizí distribuci dominoval „levý vrchol“ s nejnižšími sazbami, v průběhu finanční krize je pak zřejmé „přepnutí“ na vrchol s vysokými úroky, který v distribuci naprosto převážil. V období kolem zavedení kurzového závazku měla distribuce třívrcholový charakter, nejprve s dominancí „pravého vrcholu“. Od roku 2015 distribuci opět dominuje „levý vrchol“ s tím, že se postupně posouvá doleva. Tím se celá distribuce zešikmuje.
- 3) Poměrně časté změny distribuce úvěrů podle sazeb přinášejí možné vysvětlení, proč dřívější studie (např. Brůha, 2011, Heinz et al, 2014), které byly často založeny na předpokladu normálního rozdělení sazeb, nebyly schopny identifikovat transmisí do

úrokových sazeb spotřebitelských úvěrů. Zároveň je zřejmé, že se charakter distribuce může v čase měnit, což může mít dopady i do transmise měnové politiky.

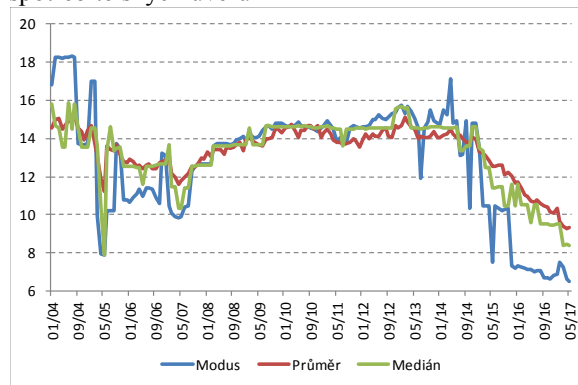
4) Vzhledem ke změnám distribuce je důležité se věnovat vedle sledování vývoje průměrných úrokových sazeb v čase také dalším charakteristikám rozdělení. Níže v Grafu 10 je vedle průměru naznačen také medián a modus („vrchol distribuce“ z Grafu 9). Je zde zřejmé, že na rozdíl od období po „Lehmanech“, kdy různé ukazatele úrokových sazeb rostly v zásadě souběžně, od počátku roku 2015 dochází k určitému strukturálnímu zlomu, když sazby dle všech uvedených ukazatelů prudce klesají. Zároveň je však pokles ukazatelů mediánu a módu výrazně vyšší než u většinou diskutovaného průměru.

Graf 9: Odhad distribuce sazeb spotřebitelských úvěrů pro různá období



Pozn: Jádrový odhad hustoty s parametrem 0,53.

Graf 10: Vývoj ukazatelů polohy úrokových sazeb spotřebitelských úvěrů



S využitím informací o vývoji zvolených ukazatelů úrokových sazeb jsme se pokusili o analýzu přenosu dlouhodobé tržní úrokové sazby do úroků spotřebitelských úvěrů pomocí odhadu metodou GMM. Regrese byla provedena na úvěrech se splatností nad 5 let, které jsou v současnosti nejvíce poskytovanými. Jako relevantní referenční byla použita sazba sedmiletého úrokového swapu, která umožňuje odhlédnout od vlivu změn sklonu výnosové křivky. Zkoumali jsme období od roku 2006, kdy začaly mít dlouhodobější spotřebitelské úvěry zásadnější podíl. Vzhledem ke zmíněnému strukturálnímu zlomu byla analýza provedena pro období před rokem 2015 a po něm. Výsledky potvrdily závěry předchozích studií, dle kterých nebyl v období do roku 2014 vliv zvolené referenční sazby na průměrné sazby spotřebitelských úvěrů statisticky významný (Tabulka 2, druhý sloupec, zvýrazněný koeficient). Zároveň se ale ukázalo, že od roku 2015 tento vliv začal působit předpokládaným směrem (třetí sloupec). Při použití módu rozdělení byla transmise ze zvolené referenční tržní sazby do sazeb spotřebitelských úvěrů statisticky významná již v období před rokem 2015 (čtvrtý sloupec) a v období od roku 2015 rovněž zesílila (srovnej koeficienty ve čtvrtém a pátém sloupci).

Tabulka 2: Analýza determinant sazeb spotřebitelských úvěrů

Proměnná	Závisle proměnná			
	Průměr		Modus	
	Období 1 03/06–12/14	Období 2 01/15–03/17	Období 1 03/06–12/14	Období 2 01/15–03/17
Průměr/ Modus (t-1)	0,568***	0,207*	0,667***	0,077*
IRS7Y (t-1)	0,097	0,454**	0,356***	0,655***
UNEM (t-1)	0,382***	0,050	0,390***	-0,404
INF (t-1)	0,173***	-0,470***	0,169***	-0,014
IPI (t-1)	-0,021***	-0,011	-0,013*	-0,003
SENTCON (t-1)	0,015*	0,048*	0,002	-0,72**
RISK (t-1)	-0,001	-0,297	-0,288	-0,543***
<i>Koeficient determinace</i>	0,9	0,97	0,84	0,41
<i>J-statistika</i>	0,6	0,84	0,54	0,84

Pozn: Odhadnuto s pomocí GMM s instrumenty zpožděných veličin modelu. IRS7Y označuje sedmiletou sazbu úrokového swapu, UNEM obecnou míru nezaměstnanosti, INF je meziroční míra CPI inflace, IPI růst indexu průmyslové produkce, SENTCON je spotřebitelský sentiment podle dle ČSÚ, RISK označuje míru rizika aproximovanou podílem NPL.

I když výše uvedená analýza je negativně ovlivněna krátkou délkou časových řad po strukturálním zlomu a problémy se stacionaritou některých časových řad v tomto období, výsledky naznačují, že dřívější závěry o nefunkčnosti kanálu měnové politiky působícího prostřednictvím sazeb spotřebitelských úvěrů nutně nemusí platit. Mimořádně nízké úrokové sazby se mohou stávat zdrojem systémového rizika i prostřednictvím těchto úvěrů.

Reference

- [1] Brůha, J. (2011). *Klientské kreditní prémie a makroekonomický vývoj*. Zpráva o finanční stabilitě 2010/2011, ČNB, June 2011.
- [2] Hainz, C., Horvath, R., & Hlaváček, M. (2014). *The interest rate spreads in the Czech Republic: Different loans, different determinants?*. *Economic Systems*, 38(1), 43-54.