

OMEZENÝ PŘÍSTUP

**Česká národní banka
samostatný odbor finanční stability**

**V Praze dne 1. listopadu 2017
Č. j.: 2017/147228/CNB/180
(OMEZENÝ PŘÍSTUP po dobu 6 let)
Celkový počet stran: 14 z toho
Vlastní materiál: 14**

Materiál k informaci bankovní rady České národní banky

STANOVISKA K 7. SITUAČNÍ ZPRÁVĚ

Vypracovali: Kamil Galuščák a samostatný odbor finanční stability

Stanovisko k 7. SZ¹**1. Měnověpolitické doporučení**

Inflace se nachází v horní polovině tolerančního pásma cíle, nejvíce k ní přispívají jádrová inflace a ceny potravin. Pozitivní vliv na inflaci má působení domácí ekonomiky, mezd a jednorázové vlivy jako zavedení EET. K růstu HDP robustně přispívá spotřeba domácností, čistý vývoz a ve 2Q2017 také růst fixních investic. Ekonomika se pohybuje nad úrovní svého potenciálu. Na trhu práce pozorujeme růst zaměstnanosti, pokles nezaměstnanosti a výrazný růst mezd. Také zahraničí působí v souhrnu spíše pozitivně. V opačném směru na inflaci působí zpříšňování měnových podmínek především v kurzové složce. Aktuálně výrazné inflační tlaky se budou v dalším období zmírňovat kvůli zesilujícímu protiinflačnímu působení dovozních cen. Ceny potravin po krátkodobém zrychlení zvolní růst spolu s odezněním nárůstu světových cen zemědělských komodit. Regulované ceny budou k inflaci přispívat kladně.

Prognóza identifikuje dvě rizika a jednu nejistotu. Prvním rizikem je překoupenost koruny, která je kvantifikována citlivostním scénářem kurzu (ten předpokládá stabilitu kurzu na úrovni 25,8 CZK/EUR do 1Q2018 a poté rychlé odeznění překoupenosti, zatímco v základním scénáři je efekt překoupenosti částečně utlumen již v 1Q2018). Další citlivostní scénář předpokládá oproti prognóze výraznější a déletrvající domácí inflační tlaky, především z trhu práce. Nejistotu prognózy představuje budoucí růst investic v návaznosti na rychlý růst soukromých investic ve 2Q2017 a datovou nejistotu spojenou se sezónním očištěním.

S prognózou je konzistentní nárůst úrokových sazeb, když pro 4Q2017 je předpokládána průměrná 2T repo sazba na úrovni 0,51 %. Pro transmissi měnové politiky je kromě aktuálního nastavení sazeb důležitý také jejich výhled. Výraznější nárůst sazeb je přitom v příštím roce brzděn měnovou politikou ECB. Z mechanického odpočtu dle prognózy by bylo za předpokladu vyrovnané bilance rizik konzistentní zvýšení sazeb o 0,25 procentního bodu. SM přitom hodnotí rizika jako mírně vychýlená ve směru obou citlivostních scénářů.

Pro doporučení je potřeba zhodnotit bilanci rizik. V proinflačním směru působí tato rizika:

- Box 2 hodnotí, že trh práce již delší dobu vykazuje výrazné a dále zesilující napětí. Citlivostní scénář vyšších domácích inflačních tlaků předpokládá, že tyto tlaky budou déletrvající. Vývoj na trhu práce představuje proinflační riziko. Citlivostní scénář nicméně považují za příliš optimistický.
- Kladný úrokový diferenciál může mít na kurz menší vliv, protože za stínové sazby ECB se neprovádějí obchody.
- Překoupenost koruny ve směru citlivostního scénáře. O tom vypovídá Box 1.

Významná jsou také protiinflační rizika:

- V letošním roce vyšší růst zahraničního PPI má rychle odeznít a dále má opět zrychlit (Graf II.1.7 na str. 12). Vzhledem k převládajícímu spíše nízkoinflačnímu prostředí v zahraničí, velké mezinárodní provázanosti české ekonomiky a z ní vyplývající synchronizaci PPI se zahraničními výrobními cenami v tom vidím protiinflační riziko.
- Aktuální vývoj kurzu, když krátkodobá predikce pro 4Q je 25,80 CZK/EUR.
- Oproti prognóze uvolněnější nastavení budoucí měnové politiky ECB, které bylo oznámeno 26.10. (viz poznámka na str. 9).

Bilanci rizik prognózy inflace hodnotím jako zhruba vyrovnanou. Celkově nevidím důvod pro odlišné nastavení sazeb oproti předpokladu prognózy. **Navrhuji zvýšit repo sazbu na 0,50 %, lombardní sazbu na 1 % a diskontní sazbu ponechat na 0,05 %.** Zvýšení rozdílu mezi repo a

¹ Děkuji za diskusi a konzultace K. Bauerovi, L. Komárkovi, J. Schwarzovi, J. Šolcovi a J. Vlčkovi. Intepretace a chyby jsou moje vlastní.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

diskontní sazbou navrhuji z toho důvodu, že je stále poměrně velký zájem o depozitní facilitu, což snižuje efektivitu transmise měnové politiky. Rozšíření spreadu by mělo podpořit využívání repo tendrů. Z důvodu symetrie moje doporučení obsahuje rozšíření rozdílu mezi lombardní a repo sazbou na 0,5 p.b.²

Navrhuji obnovit publikování prognózy kurzu. Analytici oslovení v rámci šetření IOFT předpokládají v ročním horizontu oproti prognóze slabší kurz (25,2 CZK/EUR, zatímco prognóza pro 4Q2018 předpokládá 24,8 CZK/EUR). Tento rozdíl není velký, nachází se uvnitř rozpětí prognóz analytiků. V minulosti před zavedením kurzového závazku analytici zpravidla také očekávali oproti tehdejší prognóze slabší kurz. Prognóza kurzu nepředstavuje závazek, ale je to trajektorie konzistentní s modelovou prognózou. Zveřejnění trajektorie kurzu je nyní optimální i z komunikačního hlediska, aby nedošlo k chybné interpretaci rizik prognózy inflace z očekávaného vývoje kurzu, která jsou krátkodobě protiinflační, na delším horizontu prognózy spíše proinflační. Na str. 26 navrhuji nezveřejnit Graf II.3.5, protože by se tím zveřejnila minulá prognóza kurzu (v komentáři o změně prognózy kurzu postačí text na str. 26). Dále navrhuji spolu s trajektorií kurzu zveřejnění citlivostního scénáře kurzu. O relevanci scénáře vyšších domácích inflačních tlaků mám pochyby (považuji ho za příliš optimistický), přesto doporučuji jeho zveřejnění.

Zároveň navrhuji publikovat Box 1 o překoupenosti trhu s korunou. SM publikování nenavrhuje zřejmě z toho důvodu, že Tab. 1 obsahuje údaje o držbě střednědobých a dlouhodobých dluhopisů nerezidenty, které dosud nebyly publikovány (nebo jsou jiné důvody?). Box je významným informačním vstupem do hodnocení bilance rizik prognózy, proto by měl být zveřejněn.

V dalších částech stanoviska uvádím dílčí připomínky k vyznění SZ a prognóze, prezentuji detailnější analýzy vývoje zahraničního obchodu a trhu práce a v závěru stanoviska dílčí připomínky k SZ.

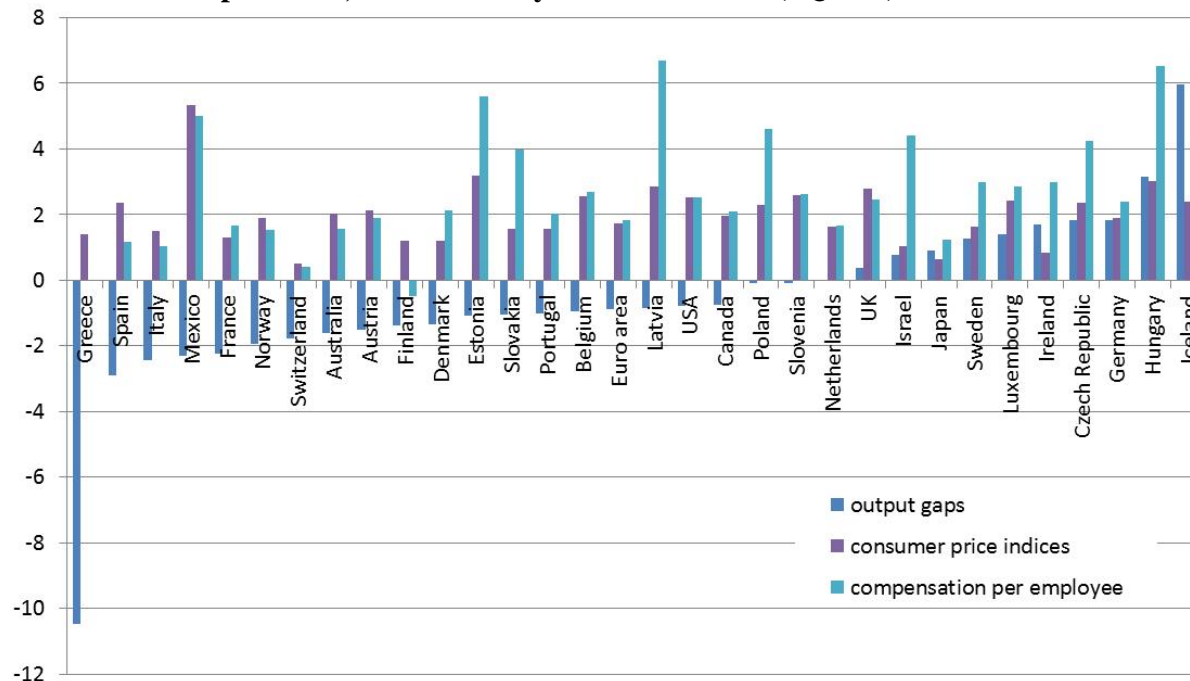
2. Vyjádření k vyznění SZ a prognóze

Pokles nezaměstnanosti je tažen zejména poklesem počtu dlouhodobě nezaměstnaných, zatímco na skokovém nárůstu průměrné mzdy ve 2Q2017 mělo výrazný podíl navýšení odměn (str. 40 a 41). Na růst mezd působí více krátkodobá než dlouhodobá nezaměstnanost, protože dlouhodobě nezaměstnaní mají obvykle nižší rezervační mzdu. Změna odměn může být jednorázová, pro trvalejší nárůst mezd by se měla projevit v úpravách základních mezd. Oba tyto faktory (dlouhodobá nezaměstnanost, odměny) jsou známkou spíše jen dočasných proinflačních tlaků na trhu práce. Kromě toho v zahraničí převládá protiinflační prostředí (viz např. IMF, 2017). V opačném (proinflačním) směru vyznívá moje hodnocení plynoucí z vývoje toků volných míst (viz část 3.2). Celkově rizika z trhu práce považuji za spíše proinflační. Citlivostní scénář vyšších a déletrvajících domácích inflačních tlaků ale hodnotím jako příliš optimistický.

V Grafu III.2.1 je uvedena mezera produktu odhadnutá pomocí dvou metod. Je kladná aktuálně i na horizontu prognózy. Proinflační tlaky plynoucí z vývoje ekonomické aktivity jsou zřetelné také v mezinárodním srovnání. Mezi zeměmi OECD byla v ČR mezera produktu ve 2Q2017 čtvrtá největší (Graf 1). Mírně větší byla v Německu, ale v zemích dalších obchodních partnerů ČR převážně záporná. V Grafu 1 je vidět, že velikost mezery nekoresponduje s inflací a růstem mezd. Přesto mezera produktu v ČR v mezinárodním srovnání představuje silnější potenciální inflační tlaky. V zemích hlavních obchodních partnerů s výjimkou Německa převládají protiinflační tlaky.

² Rozdíl o 0,5 p.b. oproti repo sazbě na obě strany byl v minulosti uplatňován do června 2012. Poté se rozdíly začaly snižovat z důvodu nulové hranice sazeb. Nyní není důvod otálet s rozšířením spreadů na původní úroveň.

Graf 1: Mezera produktu, inflace a mzdy v zemích OECD (2Q2017)



Poznámka: Řazeno vzestupně podle velikosti mezery produktu. Údaje za 2Q2017.

Zdroj: OECD

Efektivní ukazatele eurozóny jsou počítány s vahami, které vyjadřují zastoupení zemí eurozóny podle velikosti vývozu z ČR. Pro hodnocení dopadů vývoje zahraniční poptávky do domácí ekonomiky by bylo relevantnější vážit země zastoupené v efektivním růstu HDP eurozóny podle vývozu přidané hodnoty. Podle tohoto alternativního přístupu by byla váha Německa v efektivním ukazateli nižší ve prospěch dalších zemí. To snižuje kladný rozdíl mezi růstem HDP v efektivní a neefektivní eurozóně (viz Graf II.1.4 na str. 11). Kromě toho by měl mít v hodnocení vývoje zahraniční poptávky větší váhu vývoj v zemích mimo EU. Blíže viz část 3.1 stanoviska.

V letošním roce vyšší růst zahraničního PPI má podle prognózy rychle odeznít a dále opět zrychlit (Graf II.1.7 na str. 12). Podobný vývoj prognóza očekává u domácího PPI. Auer aj. (2017) ukazují, že přeshraniční propagace nákladových šoků vlivem provázanosti produkce výrazně přispívá k synchronizaci vývoje produkčních cen mezi zeměmi. Podle jejich odhadů je dopad 1% šoku v zahraničním PPI do PPI v ČR vyšší než 0,3 p.b. Odhad pro ČR je v mezinárodním srovnání třetí nejvyšší, vyšší je v Maďarsku a Belgii. Značná synchronizace ve vývoji PPI je dobře patrná mezi Slovenskem, Polskem a Maďarskem (viz str. 8 grafické přílohy), což jsou země stejně jako ČR výrazně produkčně provázané se zahraničím (tj. mají vysoký podíl dovozů pro produkci). Vzhledem k převládajícímu nízkoinflačnímu prostředí v zahraničí a velké synchronizaci vývoje PPI se zahraničím vidím spíše protiinflační riziko prognózy inflace plynoucí ze zahraničního cenového vývoje.

3. Vlastní téma

V této části prezentuji analýzu zahraničního obchodu v pojetí vývozu přidané hodnoty. Ta má implikace pro konstrukci růstu HDP efektivní eurozóny. Ve druhé části se věnuji trhu práce.

3.1 Zahraniční obchod a váhy v růstu HDP efektivní eurozóny

V efektivních ukazatelích eurozóny jsou veličiny za jednotlivé země započítány s vahami podle velikosti vývozu z ČR. Vzhledem k vysoké dovozní náročnosti vývozu a mezinárodní provázanosti produkce je pro hodnocení vývoje zahraniční poptávky a dopadů na domácí ekonomiku relevantnější používat údaje o vývozu přidané hodnoty. Údaje o přidané hodnotě lze

OMEZENÝ PŘÍSTUP

skrže koncept produkční funkce vztáhnout k poptávce po výrobních faktorech (práce – zaměstnanost, mzdy; kapitál – investice). Globální input output tabulky umožňují analyzovat výkonnost a konkurenceschopnost ekonomik včetně transmise poptávkových šoků, reakce na změny relativních cen apod., jsou ale dostupné se zpožděním. Pro země jako ČR mohou být závěry odlišné od analýz založených na údajích o vývozu a dovozu.

První sloupec v Tabulce 1 ukazuje váhy použité v efektivním ukazateli růstu HDP eurozóny, jak jsou standardně využívány v SZ. Největší váhu má HDP Německa (zhruba poloviční) a Slovenska. Váhy založené na vývozu přidané hodnoty poskytují mírně odlišný obrázek (druhý sloupec v Tabulce 1). V takto alternativně konstruovaném ukazateli růstu HDP efektivní eurozóny by byla váha Německa o 6,8 p.b. nižší, zatímco váha Francie by byla vyšší než Slovenska. Na dalších místech se váhy příliš neliší s výjimkou Itálie, jejíž význam by měl být o 2,5 p.b. vyšší. Růst HDP efektivní eurozóny (viz Graf II.1.4 na str. 11) by byl pravděpodobně nižší při použití alternativních vah, protože růst HDP Francie je nižší než Slovenska.

Tabulka 1: Váhy zemí eurozóny (2014)

Destinace	Váhy podle vývozu	Váhy podle přidané hodnoty
Německo	49.2	42.4
Slovensko	11.8	9.3
Francie	8.0	11.6
Rakousko	7.6	7.7
Itálie	6.1	8.6
Belgie	5.1	4.9
Španělsko	4.1	5.0
Nizozemí	3.6	4.3
Finsko	1.0	1.3

Poznámka: Země s podílem vyšším než 1 %. Včetně Litvy, která je v eurozóně od roku 2015.
Zdroj: WIOD 2016, vlastní výpočet.

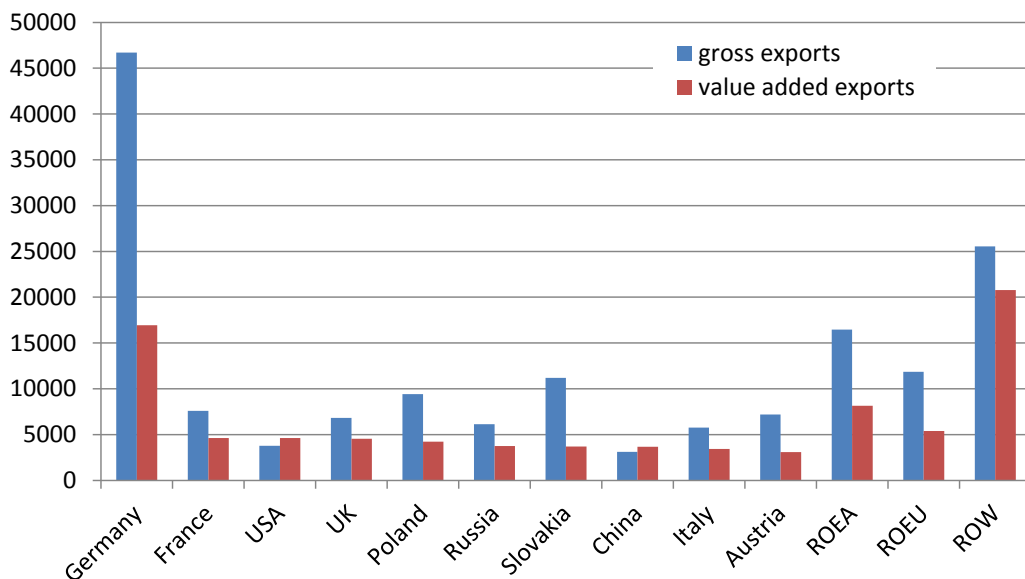
Zajímavé je srovnání vývozu a vývozu přidané hodnoty podle všech destinací. V Grafu 2 je uvedeno 10 zemí s největším vývozem přidané hodnoty z ČR v roce 2014 a dále za zbytek eurozóny, zbytek EU a ostatní destinace. Rozdíly mezi vývozem a vývozem přidané hodnoty jsou největší pro geograficky blízké destinace (dovozy pro produkci jsou méně nákladné pro země geograficky blízké a také v rámci obchodních zón, viz např. pěkný přehledový článek Johnson, 2014). To znamená, že pro přenos poptávkových šoků ze zahraničí mají relativně větší váhu vzdálenější destinace. Například vývoj v zemích mimo EU by měl mít větší váhu v hodnocení dopadů zahraniční poptávky na domácí ekonomiku (viz např. malý rozdíl mezi sloupci ROW v Grafu 2).³

Graf 4 v příloze ukazuje přidanou hodnotu po sektorech podle místa určení (v Grafu 2 uvedeném výše je pak agregace vyvezené přidané hodnoty podle destinací). První příspěvek ($_VA_D$) je přidaná hodnota spotřebovaná v tuzemsku. Druhý příspěvek ($_VA_RT$) je přidaná hodnota vyvezená jako finální zboží a služby. Zbývající tři příspěvky představují přidanou hodnotu pro výrobu v zahraničí, poslední z nich jsou reexporty do dalších zemí. Z Grafu 4 je vidět, že většina přidané hodnoty v průmyslu je spotřebovaná v zahraničí a že poměrně velkou váhu mají reexporty

³ Dovozy pro produkci jsou prospěšné tím, že snižují výrobní náklady, na druhou stranu také snižují dopady změn kurzu do inflace. Např. Blaum aj. (2015) ukazují, že 20% snížení podílu dovážených vstupů by ve Francii zvýšilo spotřebitelské ceny o 7 %.

do dalších zemí (proto je například v Grafu 2 vývoz přidané hodnoty do USA a Číny větší než vývoz).^{4,5}

Graf 2: Vývoz a vývoz přidané hodnoty zboží a služeb podle destinací (ČR 2014, mil. USD)



Poznámka: 10 destinací s největším vývozem přidané hodnoty (řazeno sestupně), ROEA je zbytek eurozóny (14 zemí), ROEU je zbytek EU (6 zemí), ROW je zbytek světa. Součty přes všechny destinace se v jednotlivých sektorech rovnají přidané hodnotě v Grafu 4 v příloze ($_VA_RT+a_VA_GVC_S+c_VA_GVC_C2F$).

Zdroj: UIBE GVC Index (WIOD 2016).

3.2 Trh práce

Trh práce se přehřívá. To je vidět ve statistikách zaměstnanosti, nezaměstnanosti a růstu mezd. Pro hodnocení aktuální situace a inflačních tlaků je důležitý vývoj toků volných pracovních míst. Počty nově hlášených míst na úřadech práce je možné chápat jako podniky požadovanou zaměstnanost, do které se promítá očekávané využití práce jako faktoru produkce.

Graf 3 ukazuje, že počty nově hlášených míst se stále zvyšují, ale jejich hodnoty (cca 34 tis.) nedosahují maxima z března 2008 (39 tis.).⁶ Pracovní místa zanikají obsazením nebo zrušením (při nahlášení se uvádí datum expirace nahlášeného volného místa). Jejich součet se zhruba od jara 2017 snižuje, a to vlivem menšího počtu zrušených míst. To znamená, že nově hlášená místa mají pozdější datum expirace, což je známkou toho, že jejich obsazování trvá déle.⁷ V pravé části Grafu 3 je vidět, že přítoky nových míst převyšují odtoky ve větší míře od března 2017, když rozdíl je větší než 5 tis. (tato hranice nebyla překonána při minulém vrcholu v září 2007; v březnu 2015 byl rozdíl 5,1 tis.). Zatímco předchozí vrchol cyklu byl charakterizován výrazným úbytkem nově hlášených míst (již zhruba od října 2007), aktuálně se počet nově hlášených míst stále zvyšuje a volná místa se obtížněji zaplňují. Mzdové tlaky jsou tak aktuálně oproti situaci na přelomu let 2007 a 2008 pravděpodobně silnější.

Z vývoje toků je možné interpretovat příčiny vysokého počtu volných pracovních míst. Na vrcholu předchozího cyklu v březnu 2008 byl počet volných míst cca 154 tis. Hranice 150 tis. byla

⁴ Váhy podle vývozu SM používá i pro konstrukci efektivních ukazatelů PPI a CPI. V případě PPI by byly více relevantní váhy založené na dovozech pro domácí produkci.

⁵ Vývoz zboží pro produkci je zřejmě více citlivý na změny zahraniční poptávky než vývoz finálních statků, který je součtem spotřebních a kapitálových statků (viz Galuščák aj., 2016).

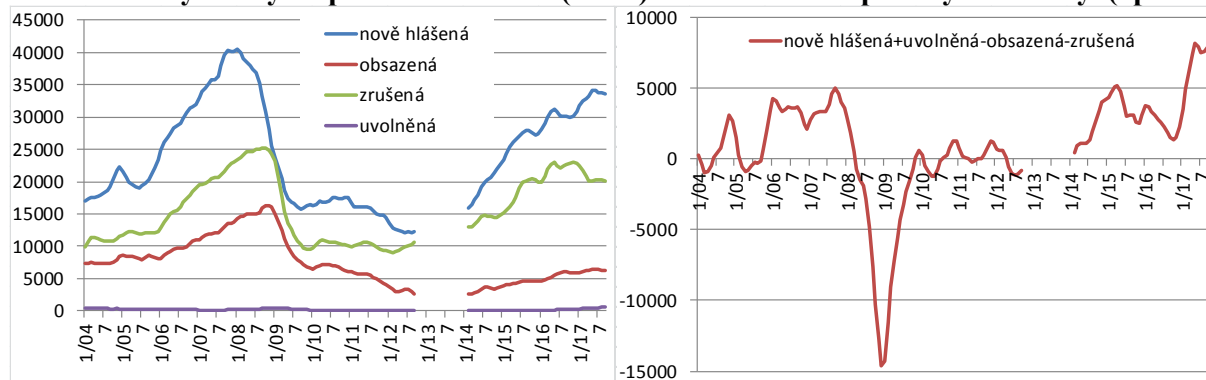
⁶ Volná místa se na úřady práce hlásí od ledna 2012 dobrovolně. V časové řadě nově hlášených míst se tato změna neprojevila. Počty hlášených míst se ale mohou snižovat postupně.

⁷ Nebo by mohla být obsazována místa s delší expirací, ale údaje v Grafu 3 tomu neodpovídají.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

překonána v březnu 2017, na konci září činil počet volných míst cca 200 tis.⁸ Vyšší počet volných míst oproti roku 2008 je spojen s obtížemi v jejich zaplňování.

Graf 3: Toky volných pracovních míst (vlevo) a rozdíl mezi přítoky a odtoky (vpravo)



Poznámka: Trendová složka sezónního očištění. Chybějící údaje v období říjen 2012 až leden 2014 jsou důsledkem přechodu na nový informační systém na MPSV.

Zdroj: Měsíční údaje MPSV, vlastní výpočet.

4. Dílčí připomínky k SZ

- Úroková věta na str. 9 není příliš srozumitelná, při prvním čtení jsem ji přehlédl. Standardní začátek by měl být „S prognózou je konzistentní...“ Takto je formulován podnadpis Grafu I.4.
- SM změnila způsob výpočtu efektivních ukazatelů eurozóny, přitom trajektorie efektivního HDP je na minulosti odlišná (Graf II.3.1 na str. 25). Změna metodiky není v SZ vysvětlena, pouze na str. 25 je o ní zmínka v poznámce. Očekával bych na toto téma box nebo zveřejnění jiným způsobem, např. v Globálním ekonomickém výhledu. Nadto mám námět ke zlepšení konstrukce efektivních ukazatelů, viz část 3.1.
- Na str. 13 je ve třetím odstavci uvedeno, že celkové měsíční reinvestice výnosů z dluhopisů a cenných papírů držených před splatností budou sníženy o 10 mld. USD. Nemá se toto snížení v budoucnu zvyšovat?
- Box 1 je velmi pěkný a přínosný. Co znamenají v Tab. 1 o korunových aktivech nerezidentů státní dluhopisy v repo obchodech? Na str. 48 je v posledním odstavci komentář o repo obchodech s domácími bankami u domácích finančních investorů. Mají domácí investoři stejnou motivaci jako nerezidenti?
- Na str. 45 se v prvním odstavci píše, že celková držba střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v rukou nerezidentů se pohybuje lehce nad 700 mld. Kč, tj. zhruba na stejné úrovni jako v době ukončení kurzového závazku. Z údajů v tabulce v Boxu 1 na str. 16 vyplývá, že to má být spíše 500 mld. Kč.
- V Grafu III.2.8 na str. 38 navrhuji barevně lépe odlišit zemědělství a tržní služby.
- Box 2 je velmi pěkný. V Boxu je odkaz na podobný index používaný na Novém Zélandu, doporučuji uvést citaci.
- Není ve třetím odstavci na str. 45 překlep v uváděné hodnotě 2,04 %?
- Ve druhém odstavci na str. 46 navrhuji aktualizaci údaje o aktuálním kurzu.
- V posledním odstavci na str. 47 má být „úvěrové standardy bank“.

⁸ Stejně závěry ohledně srovnání s počátkem roku 2008 poskytují údaje o počtu volných míst a nově hlášených míst vyjádřené jako podíly k počtu zaměstnanců.

Reference

Auer, R., A. Levchenko and P. Sauré (2017), „International Inflation Spillovers through Input Linkages,“ CEPR Discussion Paper 11906, March.

Blaum, J., C. Lelarge and M. Peters (2015), „The Gains from Input Trade in Firm-Based Models of Importing,“ NBER WP 21504.

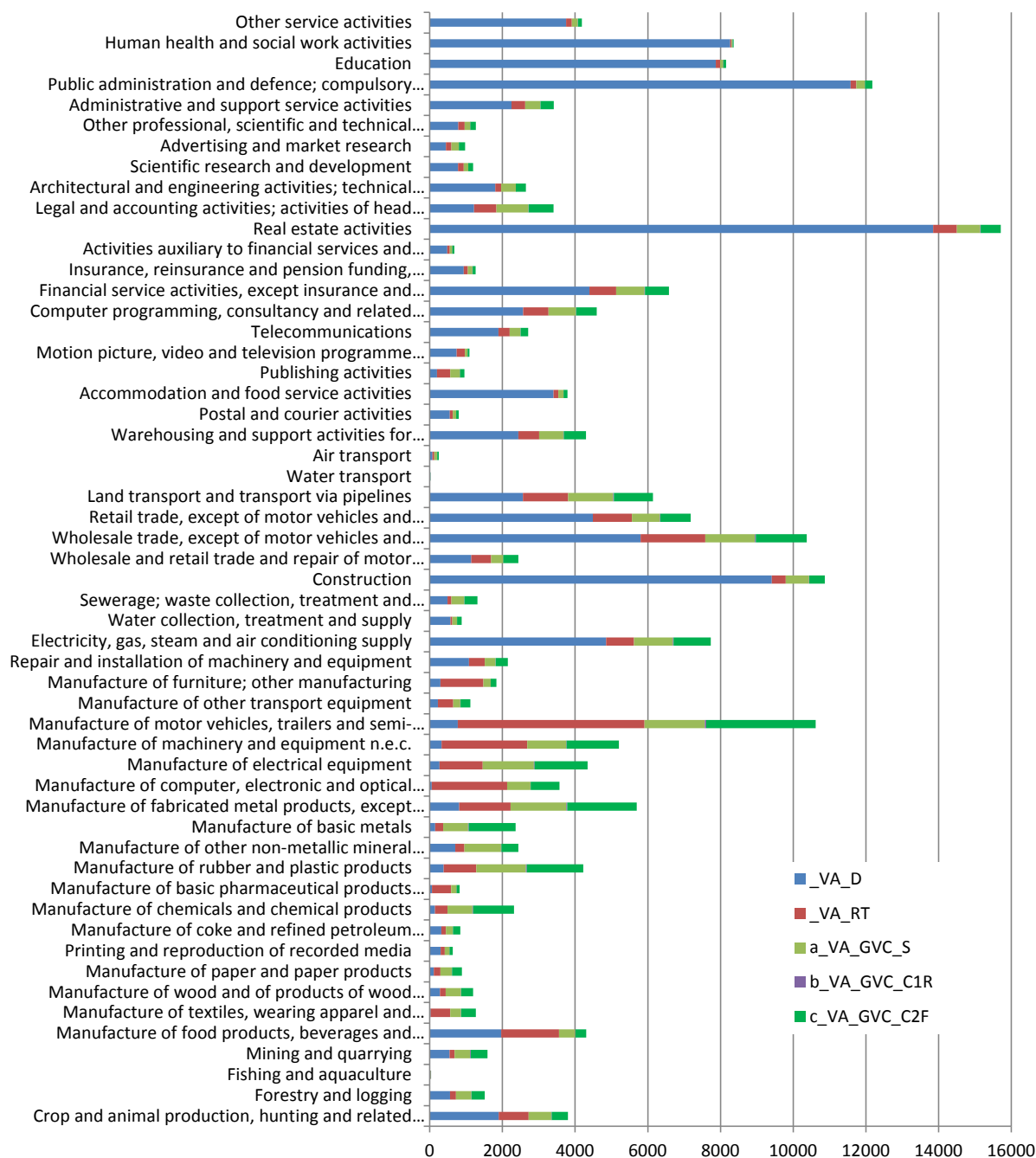
Galuščák, K. and I. Sutóris (2016), „Margins of Trade: Czech Firms Before, During and After the Crisis,“ CNB WP 12/2016.

IMF (2017), World Economic Outlook, October, Chapter 2.

Johnson, R. C. (2014), „Five Facts about Value-Added Exports and Implications for Macroeconomic and Trade Research,“ Journal of Economic Perspectives 28(2): 119-142.

Příloha: Zahraniční obchod

Graf 4: Přidaná hodnota v sektorech podle určení (ČR 2014, mil. USD)



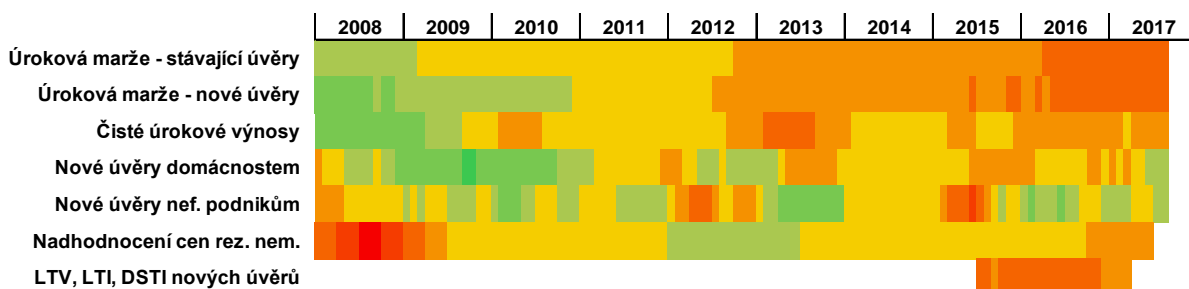
Note: **_VA_D** pure domestic production (value added domestically produced and consumed);
_VA_RT production of traditional final goods trade (value added embodied in exports of final goods and services);
a_VA_GVC_S simple GVCs (value added embodied in intermediate goods exports directly absorbed by importer);
b_VA_GVC_C1R type 1 complex GVCs (value added embodied in intermediate goods exports used for production of re-exports that finally returns to home country);
c_VA_GVC_C2F type 2 complex GVCs (value added embodied in intermediate goods exports used for production of re-exports finally consumed abroad).
 Source: UIBE GVC Index, based on WIOD 2016.

Vyjádření SAO FS k 7. situační zprávě 2017 z pohledu dosahování cíle finanční stability⁹

S ohledem na udržitelné plnění inflačního cíle, sílící tlaky na trhu práce a přetrvávající riziko pokračování roztáčení spirály mezi cenami nemovitostí a úvěry na jejich pořízení SAO FS navrhuje pokračovat ve zvyšování měnověpolitických sazeb. S naším vyhodnocením pozice ekonomiky v hospodářském a finančním cyklu je konzistentní výrazně vyšší úroveň úrokových sazeb, než momentálně v ekonomice pozorujeme a než implikuje prognóza ze 7. SZ. Z toho důvodu doporučujeme na měnověpolitickém zasedání k 7. SZ 2017 zvýšit 2-týdenní repo sazbu o 0,50 p.b. na 0,75 %.

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 i nadále výrazně uvolněné (Graf 1). Úrokové sazby a úrokové marže bank u úvěrů soukromému sektoru se přes smíšený vývoj v jednotlivých úvěrových segmentech nacházejí výrazně pod dlouhodobými průměry. Srpnové zvýšení úrokových sazeb ČNB, růst výnosů státních dluhopisů, resp. tříletých a pětiletých IRS, se odrazil v mírném nárůstu vykazovaných úrokových sazeb z nových hypotečních úvěrů. Z interview s jedním z klíčových poskytovatelů těchto úvěrů v rámci šetření BLS i z dalších informací z trhu vyplývá, že k nárůstu došlo zejména u úvěrů s LTV mezi 80 a 90 % (až o 1 p.b.). Naopak u úvěrů s LTV pod 80 % byl nárůst minimální či žádný a poskytovatelům se vlivem strachu ze ztráty tržních podílů nedaří přenést nárůst tržních sazeb do úrokových sazeb z úvěrů. Nárůst delších sazeb také vede k tomu, že klienti začínají preferovat tříletou až pětiletou fixaci.

Dynamika růstu stavu poskytnutých úvěrů zůstává stále vysoká, obzvláště u úvěrů na bydlení (9,3% meziroční růst v září). Údaje z června až září indikují zastavení, resp. mírný pokles, meziročního růstu nově poskytnutých hypotečních úvěrů. Částečně však může jít o efekt vysoké srovnávací základny z předchozího roku a může v tom být obsažen i efekt

⁹ 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.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

předzásobení. Absolutně zůstává objem nově poskytnutých hypotečních úvěrů na velmi vysokých úrovních (Graf 2).

Meziroční růst realizovaných cen bytů dosáhl ke konci 1. pololetí 2017 přibližně 15 % (nabídkové ceny rostly ke konci 3. čtvrtletí meziročně o 12,5 %, v Praze o 18,3 %) a podle odhadů SAO FS se jejich nadhodnocení pohybovalo v průměru okolo 5 %. Zastavení meziročního tempa růstu nových úvěrů prozatím nebylo doprovázeno zpomalením tempa růstu nabídkových cen bytů. Existují určité signály z trhu, že růst nabídkových cen by mohl výrazně zpomalit ještě v letošním roce. V Praze se totiž dostaly nabídkové ceny, zejména u nových developerských projektů, na „nedostupné“ úroveň, při kterých je již některé banky neakceptují jako odhadní ceny. Dokud však tyto signály nebudou potvrzeny skutečnými čísly, není důvod přehodnotit intenzitu rizika rozvíjení spirály.

Vývoj výnosů českých státních dluhopisů od minulého měnověpolitického jednání naznačuje zpříšňování finančních podmínek. Očekávání ohledně postupného zvyšování měnověpolitických sazeb ČNB působí po celé délce výnosové křivky. Záporné zůstávají výnosy dluhopisů se zbytkovou splatností do jednoho roku, u kterých se stále projevuje efekt „překoupené koruny“, a tedy vyšší účast zahraničních investorů. Mírný pokles výnosů na dlouhých splatnostech v posledních dnech byl vyvolán rozhodnutím ECB, kterým se nejbližší možné zvýšení eurových sazeb přesouvá nejméně do září 2018. Výnosové křivky státních dluhopisů vybraných evropských zemí setrvávají na nízkých úrovních a od minulého měnověpolitického jednání v některých případech dokonce poklesly. Výnosy státních dluhopisů USA a UK pokračují v růstu.

Tabulka 1: Výnosy státních dluhopisů vybraných zemí

Země	Jednoletý státní dluhopis		Pětiletý státní dluhopis	
	Úroveň k 30.10. v %	Změna oproti 21.9. v p.b.	Úroveň k 30.10. v %	Změna oproti 21.9. v p.b.
CZ	-0.20	↑ 0.64	0.70	↑ 0.54
DE	-0.78	↓ -0.05	-0.36	↓ -0.10
CH	-0.96	↑ 0.01	-0.56	↓ -0.04
SE*	-0.77	↓ -0.07	-0.14	↓ -0.12
UK	0.43	↑ 0.05	0.78	↑ 0.01
US	1.41	↑ 0.11	2.00	↑ 0.11

Pramen: Bloomberg

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

2. Vyjádření k vyznění situační zprávy

Vyznění nové situační zprávy a prognózy hodnotíme tak, že se současným makroekonomickým vývojem i jeho výhledem je konzistentní zvyšování měnověpolitických sazeb, a to v rozsahu vyšším, než předpokládá základní scénář nové prognózy (viz také část II.4 Situační zprávy). Stejně jako při projednávání minulé situační zprávy jsou hlavními důvody „přehřívání“ trhu práce a současné pravděpodobné pozvolnější posilování kurzu koruny, než předpokládá nová prognóza.

Stejně jako v minulých vyjádřeních uvádíme alternativní propočty měnověpolitických sazeb konzistentních s Taylorovým pravidlem upraveným pro vpředhledící centrální banku cílující inflaci (Tabulka 2). Všechny alternativní odhady ukazují, že při respektování tohoto pravidla by se 2-týdenní repo sazba měla v posledním čtvrtletí 2017 nacházet **minimálně o 0,75 p.b. výše než v současnosti, tzn. na 1 %**. Pokud v propočtech nahradíme CPI inflaci měřítkem inflace z experimentálního indexu zahrnujícího ceny nemovitostí, tato úroveň se posune o dalších 0,5 p.b. výše. Při nulovém koeficientu vyhlazování by se výsledné sazby pohybovaly

OMEZENÝ PŘÍSTUP

na ještě vyšší úrovni, která je ale za současných podmínek nerealistická. I tyto propočty však názorně ukazují, že aktuální úroveň měnověpolitických sazeb je příliš nízká.

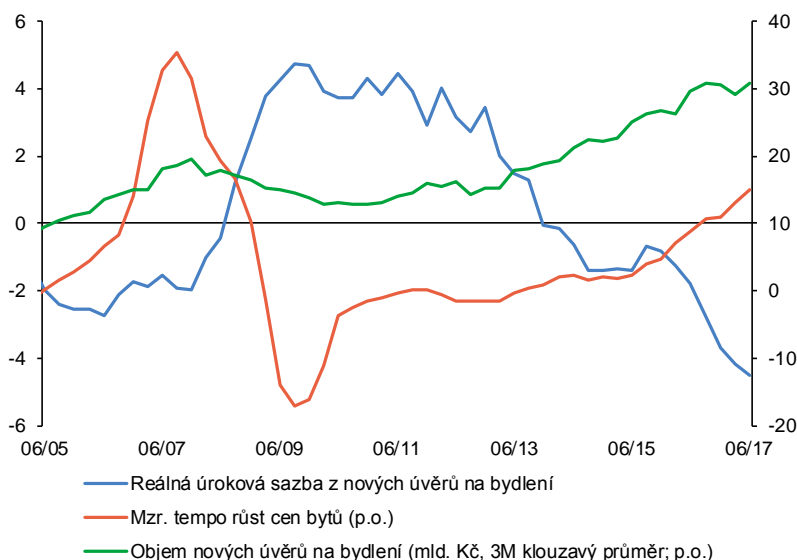
Tabulka 2: Odhad měnověpolitických sazeb podle reakční funkce ČNB – CPI vs CPI OOH+HPI inflace (v %)

	2T repo sazba	Odhad s CPI		Odhad s CPI OOH+HPI	
		s vyhlazováním	bez vyhlazování	s vyhlazováním	bez vyhlazování
30.6.2017	0,05	1,13	4,36	1,78	6,96
30.9.2017	0,17	1,09	4,20	1,61	6,29
31.12.2017	0,51	0,97	3,35	1,44	5,23
31.3.2018	0,65	1,11	2,91	1,57	4,74
30.6.2018	0,66	1,15	2,64	1,62	4,51

Pozn.: V prvním sloupci je uvedena predikce dvoutýdenní repo sazby ze 7. SZ; v dalších sloupcích jsou odhady podle reakční funkce ČNB (bližší viz vyjádření k 5. SZ 2017). Do odhadů vstupuje predikce dvoutýdenní repo sazby a meziroční změny spotřebitelských cen ze 7. SZ. Predikce inflace CPI OOH + HPI je založena na predikci vývoje cen rezidenčních nemovitostí ze ZFS 2016/2017. Do reakční funkce vstupuje inflace v čase t+4 (v souladu s vpředhledností a konzistentně s reakční funkcí v 3g modelu). Alternativy s vyhlazováním odpovídají nastavení v 3g modelu (vyhlazovací parametr roven 0,75).

Vzhledem ke zrychlování tempa růstu mezd a disponibilních příjmů, a zejména optimistickým očekáváním ohledně budoucího vývoje v této oblasti, lze očekávat, že poptávka po úvěrech na bydlení i na spotřebu zůstane silná či bude dále oživovat. Pozitivní příjmová očekávání v kombinaci s historicky nízkými úrokovými sazbami posouvají reálné úrokové sazby z nových úvěrů na bydlení stále níže do záporných hodnot (Graf 2), což se odráží v nárůstu optimismu domácností ohledně snadnosti jejich budoucího splácení i růstu cen rezidenčních nemovitostí. Z Grafu 2 je dobře vidět negativní korelace mezi reálnou úrokovou sazbou (založenou na srovnání výše úrokových sazeb z úvěrů na bydlení a tempem růstu disponibilních příjmů aproximujícím mzdovou inflaci) a dynamikou úvěrů na bydlení a cen bytů.

Graf 2: Reálná úroková sazba a meziroční dynamika nových úvěrů na bydlení



Pozn.: Reálná úroková sazba je deflovována meziročním tempem růstu hrubého disponibilního důchodu (HDD) domácností v čase t+4. HDD v 2H 2017 a 2018 vychází z prognózy ČNB ze 7. SZ.

Máme určitou obavu, že díky pozitivním příjmovým očekáváním a víře v další růst cen nemovitostí začne mít úroveň nominálních úrokových sazeb postupně při rozhodování domácností o jejich zadlužování nižší váhu, tj. začne dominovat „animal spirit“ hnaný nadměrně optimistickými očekáváním. Pak by ani výraznější zvyšování měnověpolitických a

OMEZENÝ PŘÍSTUP

úvěrových úrokových sazeb nemuselo představovat účinnou brzdu a budeme muset klást ještě větší důraz na makroobezřetnostní opatření. Ke snížení pravděpodobnosti tohoto nepříliš příznivého scénáře by podle našeho názoru domácí ekonomika potřebovala ochladit, minimálně z hlediska očekávání ohledně růstu nominálních příjmů.¹⁰ Vyšší sazby a silnější koruna by tento efekt mohly částečně doručit.

Výraznější zvýšení měnověpolitické sazby by mohlo zapůsobit jako určitý koordinační signál i na trhu hypoték. Klíčové poskytovatele by to mohlo postrčit k tomu, aby zvýšili i úrokové sazby z nových hypotečních úvěrů s LTV nižším než 80 %. Resp. by zvyšování sazeb mohli komunikovat ve stylu „s ohledem na ČNB nemůžeme postupovat jinak“. Tím by se kromě žádoucího zvýšení úrokových sazeb z hlediska pokračování rozvíjení spirály zároveň snížila rizika pro ziskovost bank spojená s velmi nízkými úrokovými maržemi u těchto úvěrů.

S naším vyhodnocením pozice ekonomiky v hospodářském a finančním cyklu je konzistentní výrazně vyšší úroveň úrokových sazeb, než momentálně v ekonomice pozorujeme a než implikuje prognóza ze 7. SZ. Z toho důvodu **navrhujeme na měnověpolitickém zasedání k 7. SZ 2017 zvýšit 2-týdenní repo sazbu o 0,50 p.b. na 0,75 %**. Zvýšení o 50 bazických bodů je podle našeho vnímání relevantní čistě z pohledu dosahování cíle cenové stability. Pokud bychom přidali i pohled dosahování cíle finanční stability, implikovalo by to ještě větší nárůst.

Návrh na zvýšení měnověpolitických sazeb o 0,50 p.b. se může jevit jako radikální a komunikačně problematický. Stále si však myslíme, že vyvolávání očekávání ohledně série zvyšování sazeb na následujících měnových jednáních může podporovat tvorbu apreciačních tlaků.

Komentář k Boxu 1

Box 1 se věnuje kvantifikaci překoupenosti trhu s korunou. V návaznosti na tento box bychom rádi připomněli několik stylizovaných fakt související s touto problematikou, z nichž některá byla diskutována již ve stanovisku SAO FS ke 2. SZ 2017. Box správně diskutuje vliv zvyšujícího se zadlužení podnikové sféry v cizí měně coby ukazatele přirozeného zajištění. Připomínáme nicméně, že vedle „bilančního kurzového zajištění vývozních průmyslových podniků při očekávaném posílení kurzu koruny“ hrál významnou roli nárůst cizoměnových úvěrů developerských společností, který se na nárůstu podnikových úvěrů v cizí měně podílel zhruba z poloviny. Developerské společnosti vykazují většinu cen v eurech, nárůst jejich cizoměnových úvěrů tak do určité míry rovněž reflektuje přirozené zajišťování jejich tržeb. Na druhou stranu ale dochází k přesouvání kurzového rizika na jejich obchodní partnery. Nárůst cizoměnových úvěrů lze tak přiřadit k vývozním podnikům pouze zčásti.

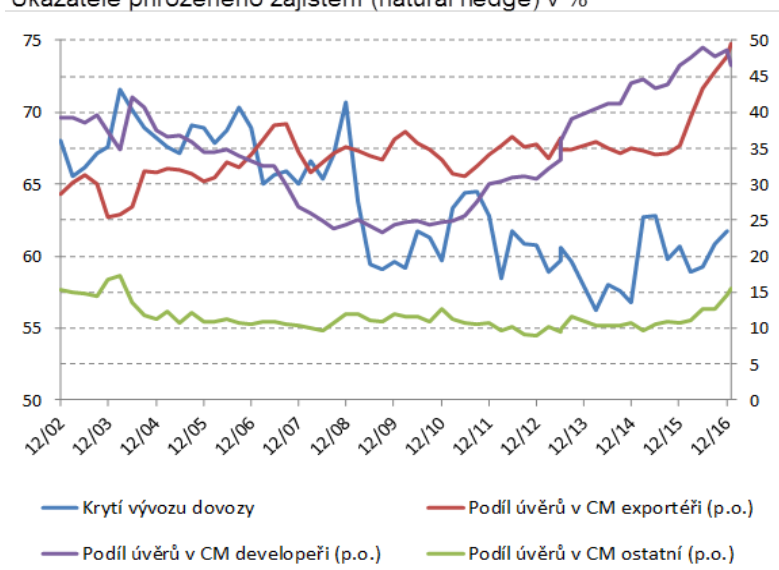
Ke společnému šetření ČNB a svazu průmyslu, jehož výsledky jsou v boxu použity pro ilustraci rozsahu finančního zajištění exportérů (poslední odstavec na str. 17), připomínáme ne zcela dobrou reprezentativnost vzorku podniků – šetření pokrývá pouze cca 190 podniků, z nichž ne všechny musí mít výrazný podíl vývozu na tržbách.

¹⁰ Pracujeme s hypotézou, že v rostoucí fázi hospodářského a finančního cyklu mohou být příjmová očekávání domácností a s nimi související ochota zadlužit se do jisté míry adaptivní. Tj. začnou být výrazně optimistická až tehdy, když domácnosti vidí po nějakou dobu rychlejší růst svých příjmů. V souladu s touto hypotézou by v případě naplnění růstu příjmů predikovaného v 7. SZ. mohla od příštího roku poptávka domácností po úvěrech získat silný impulz. S touto hypotézou pracujeme s ohledem na krátkost časových řad pro ČR opatrně.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

Graf 3: Ukazatele přirozeného zajištění (natural hedge) v %

Ukazatele přirozeného zajištění (natural hedge) v %



Pozn.: Krytí dovozu pro 1000 největších exportérů v daném roce, podíl úvěrů v cizí měně vypočítán jednak dle agregovaných údajů pro celý podnikový sektor dle ARAD, jednak na základě údajů CRÚ pro cca 700 exportérů, kteří mají v CRÚ záznam. Skupina developerů je v CRÚ tvořena kódy NACE 411 (Developerská činnost) a 68 (Činnost v oblasti nemovitosti).