

OMEZENÝ PŘÍSTUP

**Česká národní banka
samostatný odbor finanční stability**

**V Praze dne 20. prosince 2017
Č. j.: 2017/169421/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 K 8. SITUAČNÍ ZPRÁVĚ

Vypracovali: Dana Hájková a samostatný odbor finanční stability

STANOVISKO K 8. SZ¹

1. Měnověpolitické doporučení

Česká ekonomika pokračuje v robustním růstu, který se projevuje čím dál intenzivnějším aktivováním zbytků zdrojů trhu práce a z toho vyplývajícími inflačními tlaky. Prognóza inflace a růstu HDP ze 7. situační zprávy se naplnila, ačkoliv HDP v mírně jiné struktuře domácích výdajů, než bylo předpokládáno. Nová data o trhu práce ukazují, že silná poptávka po pracovnících nadále vysává z trhu volnou pracovní sílu, ukazatele míry nezaměstnanosti klesají pod svá historická minima. Údaje o vývoji mezd ve třetím čtvrtletí však mírně zklamaly ve srovnání s očekáváním prognózy o projevujících se mzdových inflačních tlacích. Kurz koruny v dosavadním průběhu 4. čtvrtletí posílil v souhrnu více, než předpokládá prognóza. Nové domácí ekonomické údaje tak poskytují dvě významnější protiinflační rizika stávající prognózy. Těmi jsou nižší růst mezd a silnější kurz.

Zahraniční vývoj zůstává nadále velmi optimistický co se týká ukazatelů ekonomické aktivity, koincidenčních ukazatelů a důvěry v ekonomiku a dochází k postupnému vylepšování růstových výhledů. Ekonomický růst s přispěním obnoveného opatrného růstu cen ropy v poslední době podporují růst výrobních cen v eurozóně i jejich výhled na příští rok, mzdové tlaky v eurozóně přesto zůstávají utlumené. Poslední přehodnocení výhledů HDP a PPI v eurozóně znamená riziko vyšší inflace a potřebu vyšších domácích sazeb. Na domácí sazby tlumící efekt má naopak formální zapracování dopadu prodloužení programu nákupu aktiv ECB ohlášeného 26.10.2017. Toto prodloužení se projevilo jak v poklesu tržních úrokových sazeb 3M Euribor, tak ve snížení odhadu stínových Euribor sazeb používaných v modelu g3, v informační množině minulého měnověpolitického rozhodování však již bylo.

Situační zpráva hodnotí rizika prognózy jako vyrovnaná a nevýrazná. Pohled na rizika v grafu rizik inflační prognózy ukazuje poměrně malé odchylky zásahů od středu jak u domácích, tak i zahraničních faktorů. Souhrnné riziko pro inflaci na horizontu měnové politiky je tak téměř nula, když mírná odchylka trajektorie od prognózy se realizuje ještě před horizontem měnové politiky. Dopad rizik na sazby se projevuje ve velmi mírném posunu trajektorie sazeb 3M Pribor směrem dolů, a to včetně 4Q2017. Grafem rizik inflační prognózy (GRIP) implikovaný čtvrtletní průměr tříměsíční sazby ve 4Q2017 bude dosažen s aktuálním nastavením měnové politiky, když hodnoty této sazby po prosincovém měnověpolitickém jednání ovlivní průměr jen velmi málo. Pro aktuální měnověpolitické rozhodování tento mechanický pohled ukazuje růst průměrné sazby 3M Pribor v 1Q2018 na 0,8 %, tedy v podstatě minimální ve srovnání s jeho současnou hodnotou (0,75 %), která však v sobě zřejmě obsahuje nenulovou pravděpodobnost zvýšení sazeb na prosincovém jednání.

Měnové podmínky se zpříšňují, i když v mírně jiné struktuře, než bylo při projednání 7. SZ očekáváno. Nejistota nadále přetrvává ohledně faktorů působících na vývoj měnového kurzu a na budoucí intenzitu očekávaných dezinflačních tlaků z dovážených cen v jeho důsledku. Na jedné straně očekáváme, že vývoj nominálního měnového kurzu je a bude ovlivněn objemem nerezidentských pozic v české koruně, který by měl tendence k posilování tlumit.

¹ Děkuji M. Frantovi, J. Vlčkovi, V. Bártovi, J. Tonnerovi, T. Adamovi, Z. Humplové, P. Královi, L. Komárkovi, M. Motlovi, K. Musilovi, J. Šolcovi., K. Bauerovi, odboru korunových a devizových intervencí a R. Urbanovi za diskuzi k tématům v tomto stanovisku. Odpovědnost za jeho vyznění a chyby připadá mně.

Mírně silnější než očekávané posílení ve 4. čtvrtletí však signalizuje nejistoty o míře a plynulosti působení překoupenosti koruny. V období kolem konce roku lze navíc očekávat zvýšenou citlivost a volatilitu měnového kurzu v souvislosti s opatrnostním uzavíráním pozic a optimalizačními strategiemi na finančním trhu, což je zřejmě patrné i v posledním vývoji kurzu.

V souhrnu jsou měřitelná rizika prognózy ze 7. situační zprávy poměrně malého rozměru a podle mého čtení v souhrnu vyznívají směrem k velmi mírně nižším sazbám, než implikovala tato prognóza pro 1. čtvrtletí 2018.

Proto doporučuji zachovat měnověpolitické sazby na stávající úrovni.

Doporučuji komunikovat naplňování příběhu stávající prognózy s tím, že k plnohodnotnému zapracování nových informací z domácí a zahraniční ekonomiky včetně vyhodnocení síly inflačních tlaků z mzdového vývoje poskytne prostor nová prognóza v únoru.

2. Vyjádření k vyznění SZ a k prognóze - trh práce

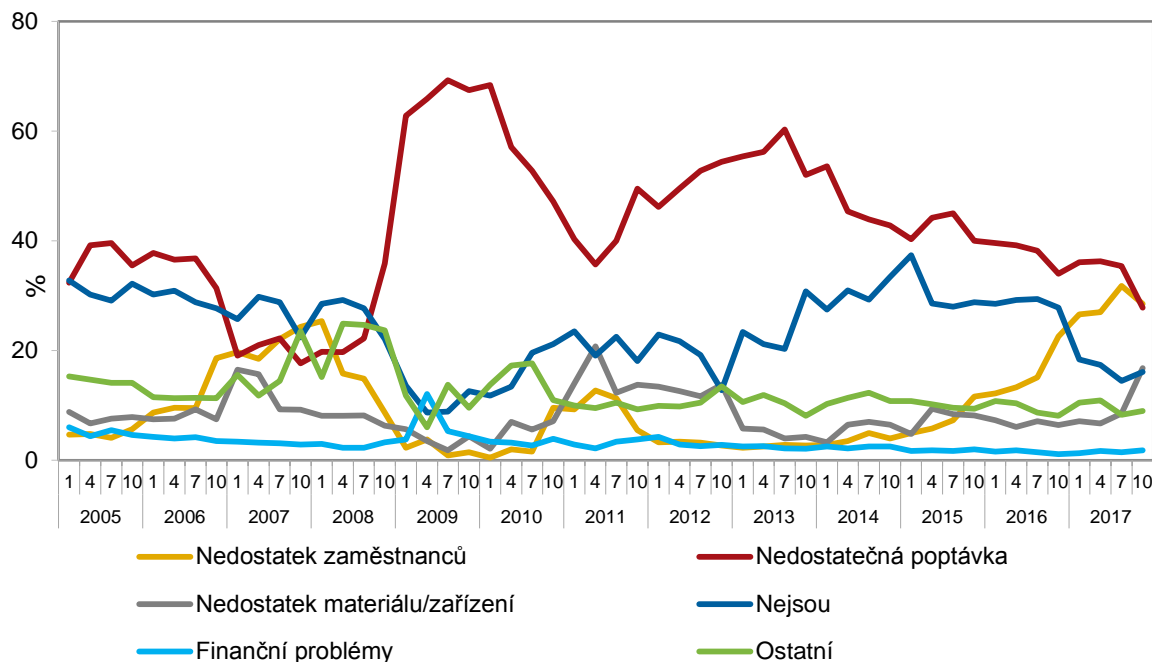
Malá situační zpráva tradičně nemá prostor plnohodnotně aktualizovat výhled klíčových veličin. V kontextu přehřívajícího se trhu práce bude důležité interpretovat pomalejší růst mezd ve třetím čtvrtletí 2017, než předpokládá prognóza 7.SZ (meziroční nominální růst průměrné mzdy 6,8 %, prognóza 7,4 %).

Význam netrefení se v prognóze jednoho čtvrtletního údaje vývoje mezd může být velmi omezený.² Chyba není systematická, po předchozích dvou prognózách rostly mzdy rychleji, než jsme očekávali.

Ukazatele trhu práce signalizují velké přehřátí trhu práce. Nově zkonstruovaný ukazatel LUCI i předcházející stanoviska (V. Bárta 5.SZ, K. Galuščák 7.SZ) ukazují, že aktuální přehřátí českého trhu práce je intenzivnější, než v roce 2008. Míry zaměstnanosti a ekonomické aktivity dále rostou, míry nezaměstnanosti tvoří postupně nová historická minima, počet dostupných uchazečů o práci na jedno pracovní místo klesl v celostátním průměru na 1,2, obsazování volných pracovních míst je obtížnější, než na předchozím vrcholu ekonomického cyklu, a trvá delší dobu. Maximum, co se týká vnímání intenzity nedostatku zaměstnanců, ukazuje také Graf 1: Bariéry růstu produkce v průmyslu. Otázkou tak je, zda se tlaky na trhu práce budou i nadále projevoval ve složkách odměn mimo základní mzdu, či se do nich přelijí, což by mohlo signalizovat realizaci (alespoň části) citlivostního scénáře výraznějších fundamentálních inflačních tlaků z domácí ekonomiky.

² Nižší počet odpracovaných hodin napříč odvětvími ve třetím čtvrtletí a nepravidelnosti ve výplatě prémie (jejichž význam může být posílen vyššími odměnami v dobrých ekonomických časech) jsou nabídnutá vysvětlení. Růst mediální mzdy též indikuje, že se nejedná o vliv změny struktury zaměstnanosti v době, když se růst zaměstnanosti odehrává z větší míry v kategorii zaměstnanců s nižšími příjmy.

Graf 1: Bariéry růstu produkce v průmyslu



Zdroj: ČSÚ

Předpoklady pro poptávkový kanál inflačních tlaků zůstávají i přes slabší růst mezd silné. Pokračuje robustní růst objemu mezd a platů a dochází k předstihu růstu mediánové mzdy před průměrnou, a tedy rychlejšímu růstu mezd v nižších mzdových kategoriích než v kategoriích vyšších příjmů. Průzkum o bariérách růstu produkce ubezpečuje i o zdrojích nákladových tlaků. Graf 1 ukazuje vedle nedostatku zaměstnanců i růst omezení na straně materiálu a zařízení – další ze signálů narážení na produkční kapacity.

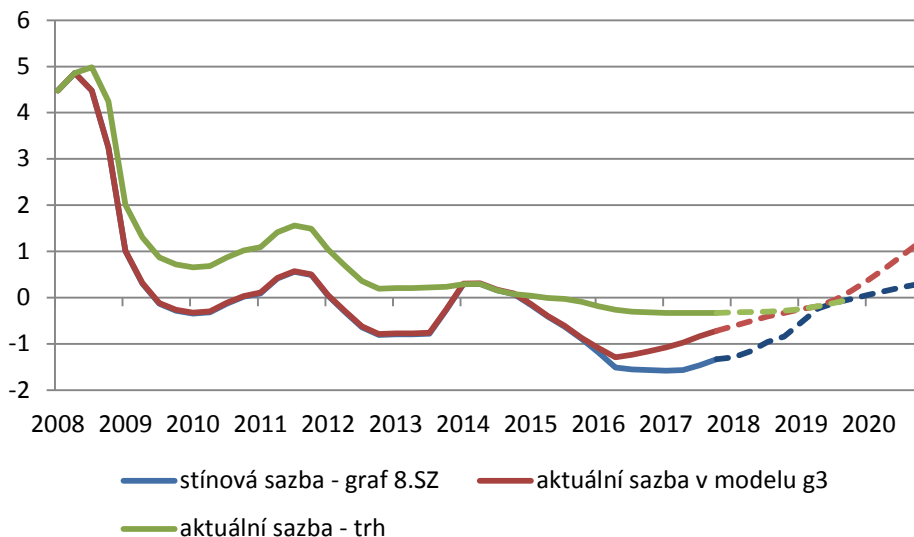
3. Tematický komentář k SZ – kurzová rizika

Přetrvávající nejistotou ohledně dalšího inflačního vývoje je kurzový vývoj ve světle kvantitativního uvolňování ECB a objemu nerezidentských pozic v české koruně.³ Kvantitativní uvolňování ECB se díky volné likviditě a hledání výnosu projevuje zvýšenou poptávkou po korunových aktivech. Na druhou stranu stávající objem nerezidentských pozic v koruně považujeme za mimořádný a předpokládáme postupnou snahu o uzavírání pozic a tedy prodeje korunových aktiv. V následujícím textu se proto krátce věnuji předpokladům a kontextu trajektorie kurzu koruny vůči euru v prognóze, ačkoliv problematika asymetrie při zapracování vlivu zahraniční a domácí volné likvidity už byla v poslední době několikrát otevřena.

³ Box v 7.SZ 2017 zdokumentoval, že po ukončení kurzového závazku se celková korunová pozice nerezidentů zřejmě příliš nesnižuje. Dostupná data za vývoj krátkodobých nerezidentských vkladů u českých bank a o vývoji držby vládních cenných papírů v říjnu ukazují, že tento trend se nadále nezměnil.

Kvantitativní uvolňování ECB a tlak zahraniční volné likvidity na kurz koruny je v modelu explicitně podchyceno expertní trajektorií zahraničních úrokových sazeb (viz níže Graf 2: Zahraniční úrokové sazby a jejich výhled v modelu g3). Expertní trajektorie zahraničních úrokových sazeb (*aktuální sazba v modelu g3*) je složena z váženého průměru aktuálního výhledu zahraničních sazeb 3M Euribor (*aktuální sazba - trh*) a stínových sazeb 3M Euribor (*stínová sazba – graf 8.SZ*).⁴

Graf 2: Zahraniční úrokové sazby a jejich výhled v modelu g3⁵

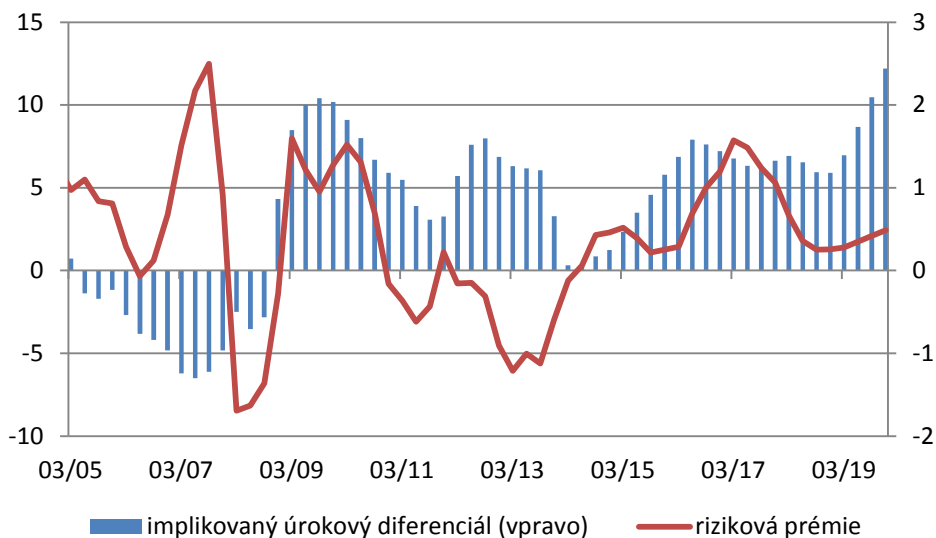


Úrokový diferenciál českých sazeb jako kurzotvorná informace je pak spočítán rozdílem domácích modelově konzistentních hodnot sazby 3M Pribor a sazby *aktuální sazba v modelu g3*. Při definici úrokového diferenciálu se tak nadále vychází z nesrovnatelných konceptů virtuální a tržní sazby. Je proto platné se ptát, jaký tento „umělý“ úrokový diferenciál vytváří výnosy a zda jsou tyto výnosy obhajitelné.

Graf 3 (Implikovaný úrokový diferenciál a riziková prémie) ukazuje pohled na jednoduchý propočet rizikové prémie z rovnice nepokryté úrokové parity na čtvrtletních datech s modelovými výhledy do konce roku 2019. Použit je úrokový diferenciál popsáný v předchozém odstavci a meziroční změny kurzu CZK/EUR. Vzhledem ke známým empirickým obtížím prokázat platnost nepokryté úrokové parity se stabilní rizikovou premií není volatilita vypočtené rizikové prémie překvapením. Nicméně její vývoj a hodnoty by mohly ukázat případné problémy v našich předpokladech ohledně kurzového vývoje. Vývoj implikované rizikové prémie v Grafu 3 podle mého názoru nesignalizuje systematický problém. Poslední lokální maximum prémie (tedy mimořádný výnos investice do českých aktiv), se nachází v 1Q2017, tj. odpovídá (očekávané) apreciaci kurzu mezi 1Q2017 a 1Q2018, a hodnota prémie pak klesá. Toto maximum se nevymyká významně z pozorovaného vývoje.

⁴ Trajektorie stínových sazeb je odvozena od předpokladu dopadu nákupů aktiv ze strany ECB na finanční trhy. Pro potřebu makroekonomické prognózy ČNB byla původně odvozena z odhadů makroekonomických dopadů nekonvenční politiky (GEV 10/2015, prezentace L. Komárka na schůzce k predikčním technikám k 1.SZ 2016, Fic, 2013). Tento koncept je však pro modelování finančního rozhodování, kde koncept virtuální sazby nevystupuje, nedostatečný a byl upraven.

⁵ Děkuji J. Tonnerovi za poskytnutí dat.

Graf 3: Implikovaný úrokový diferenciál a riziková prémie

Jak bylo popsáno v boxu v 7.SZ, i jak plyne z interních diskuzí, skutečná velikost i charakter nerezidentských pozic v koruně je obestřena nejistotou, zejména ohledně uzavírání těchto korunových pozic. Vývoj od ukončení kurzového závazku ukazuje, že dochází k chladnutí velké části pozic, či že některé významné pozice byly jako dlouhodobé zamýšleny již od počátku.⁶ Vliv nerezidentských korunových pozic na tlumení posilování kurzu koruny tak bude přetrvávat v následujících letech jako faktor, o jehož intenzitě nemáme přesné informace, a který se nebude projevovat plynule.

Zásadní otázka podle mého názoru nadále je, zda překoupenost koruny znamená obecnou nejistotu, nebo systematické riziko směrem ke slabšímu kurzu koruny. Pomalejší nominální posilování může mít při strnulosti cen dopad i na pomalejší návrat k tempu rovnovážného reálného zhodnocování. Pokud bychom měli být kvůli překoupenosti trhu překvapováni v souhrnu ve směru pomalejšího zhodnocování, pak vzhledem ke kratší transmisi kurzu než sazeb měnová politika nebude stačit reagovat a bude docházet k nadstřelování inflačního cíle.

4. Dílčí připomínky k SZ

Připojuji se k minulým pochvalám nových formátů situačních zpráv. Jsou přehledné a čtivé.

K samotnému obsahu situační zprávy mám jen několik připomínek/ upozornění:

- Srovnání trajektorie vývoje mezd v Prognóze ze 7. SZ a Aktualizované prognózy v části I.2 (str.3) by naznačovalo nižší růst mezd, než jsme doposud předpokládali, i v první polovině roku 2017. Není to však tak, v grafu jsou zobrazeny modelové trajektorie, které jsou ovlivněny úpravami mzdových optimalizací kolem přelomu roku 2013.

⁶ K růstu významu dlouhodobějších strategií přispělo i zařazení ČR do indexů Emerging Markets společnosti J.P. Morgan (s vahou 3,3 % v hlavním indexu a vahou 5,1 % ve vedlejším indexu s investičním ratingem) ve druhém čtvrtletí 2017.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

- Graf tržní a stínové sazby 3M Euribor (str.11) je užitečný pro prezentaci nových získaných informací, nicméně nevyovídá o skutečném úrokovém diferenciálu předpokládaném v prognóze. Považuji to za poněkud zavádějící.
- Oceňuji upravení Grafu 11 v Měnověpolitickém doporučené – do grafu vývoje kurzu CZK/EUR byly přidány informace o vystoupeních členů bankovní rady, což nahradilo informaci o publikování údajů z platební bilance. Považuji to za smysluplnější.

5. Reference

Black, F. (1995): Interest Rates as Options. Journal of Finance 50, pp. 1371–1376.

Fic (2013): The spillover effects of unconventional monetary policies in major developed countries on developing countries, DESA Working Paper No. 131, October 2013.

GEV (2015) : Globální ekonomický výhled Říjen 2015

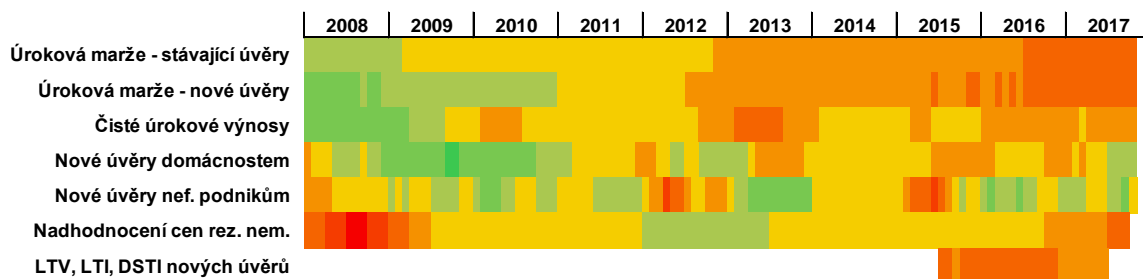
http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/gev/gev_2015/gev_2015_10.pdf

Vyjádření SAO FS k 8. situační zprávě 2017 z pohledu dosahování cíle finanční stability⁷

S ohledem na udržitelné plnění inflačního cíle, napjatou situaci na trhu práce, převládající optimistická očekávání ohledně příjmů a vývoje cen aktiv a také poměrně silnou úvěrovou dynamiku SAO FS doporučuje pokračovat v nastoupené normalizaci měnové politiky. S naším vyhodnocením pozice ekonomiky v hospodářském a finančním cyklu je konzistentní vyšší úroveň úrokových sazeb v celém jejich spektru. Z toho důvodu doporučujeme na měnověpolitickém zasedání k 8. SZ 2017 zvýšit 2T repo sazbu o 0,25 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).

Současné podmínky ve finančním sektoru zůstávají i přes počáteční signály o možném obratu výrazně uvolněné (Graf 1). Podrobné vyhodnocení situace z pohledu makrobezpečnostních implikací bylo provedeno v nezveřejňované aktualizaci Zprávy o finanční stabilitě, od jejíhož projednání bankovní radou 6. prosince nenastaly ve finančním sektoru podstatné změny. Úrokové sazby a úrokové marže u úvěrů soukromému sektoru se nadále pohybují výrazně pod dlouhodobým průměrem. Zpřísnění měnové politiky ve druhé polovině roku 2017 prostřednictvím zvýšení měnověpolitické sazby a komunikace ve směru jejího dalšího zvyšování sice přispělo k zastavení poklesu a mírnému nárůstu sazeb z klientských úvěrů, nicméně plné promítnutí do jejich výše je možné očekávat až v dalších měsících (pokud ovšem nezačnou klesat dlouhodobé úrokové sazby, viz další strana tohoto vyjádření). Při zohlednění rostoucích příjmů domácností může u části z nich stále přetrvávat zesílená motivace k úvěrovému financování.

Meziroční dynamika úvěrů soukromému sektoru mírně zpomalila, nicméně zejména u sektoru domácností zůstává silná (v říjnu tempo růstu bankovních úvěrů na bydlení a spotřebitelských úvěrů domácnostem dosáhlo 9,1 %, resp. 4,1 %). Růst nově poskytnutých hypotečních úvěrů ve srovnání s loňským listopadovým vrcholem vlivem přijatých makrobezpečnostních opatření rovněž zpomalil, celkové objemy nicméně nadále dosahují vysokých úrovní.

⁷ 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 nastavení měnové politiky na základě hodnocení vlivu aktuálního nastavení měnových podmínek na podmínky ve finančním sektoru a vyznění Situační zprávy.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

U nefinančních podniků meziroční tempo růstu bankovních úvěrů v posledních třech letech postupně zeslabuje, avšak vzhledem ke svižné dynamice fixních investic lze očekávat v nejbližším období jeho opětovné zrychlení. Pokles meziroční dynamiky bankovních úvěrů je u nefinančních podniků navíc částečně kompenzován nárůstem jiných forem dluhového financování (mezipodnikové půjčky, emise dluhopisů ve vybraných odvětvích).

Tabulka 1: Výnosy státních dluhopisů vybraných zemí

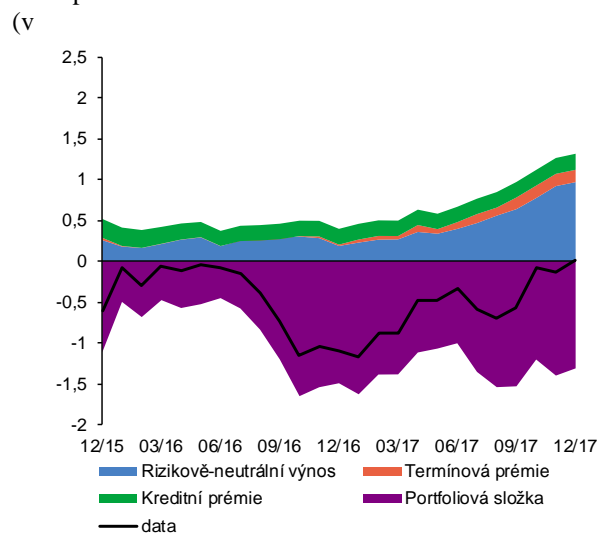
Země	Jednoletý státní dluhopis		Pětiletý státní dluhopis	
	Úroveň k 15.12. v %	Změna oproti 30.10. v p.b.	Úroveň k 15.12. v %	Změna oproti 30.10. v p.b.
CZ	-0,46	↓ -0,26	0,60	↓ -0,10
DE	-0,83	↓ -0,05	-0,34	↓ 0,02
CH	-1,22	↓ -0,25	-0,57	↓ -0,02
SE*	-0,85	↓ -0,08	-0,18	↓ -0,04
UK	0,34	↓ -0,09	0,70	↓ -0,08
US	1,68	↑ 0,28	2,15	↑ 0,16

Pramen: Bloomberg

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

Vývoj výnosů českých státních dluhopisů od minulého měnověpolitického jednání naznačuje při prostém srovnání dvou období spíše uvolnění finančních podmínek (Tabulka 1). Postupné zpříšňování měnové politiky se prozatím odráží pouze v nárůstu rizikově neutrálního výnosu, který je pozorován po celé délce výnosové křivky (Grafy 2 a 3⁸). Tento nárůst je však aktuálně kompenzován vývojem ostatních faktorů ovlivňujících celkový výnos státních dluhopisů, zejména vývojem jeho portfoliové složky.

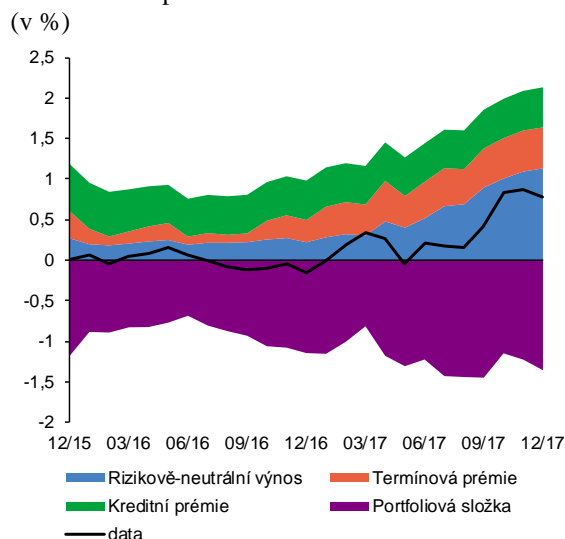
Graf 2: Rozložení výnosu jednoletého českého státního dluhopisu



Pramen: MTS, ČNB

%) Pozn.: Hodnoty k 12/17 jsou k 14.12.2017.

Graf 3: Rozložení výnosu pětiletého českého státního dluhopisu



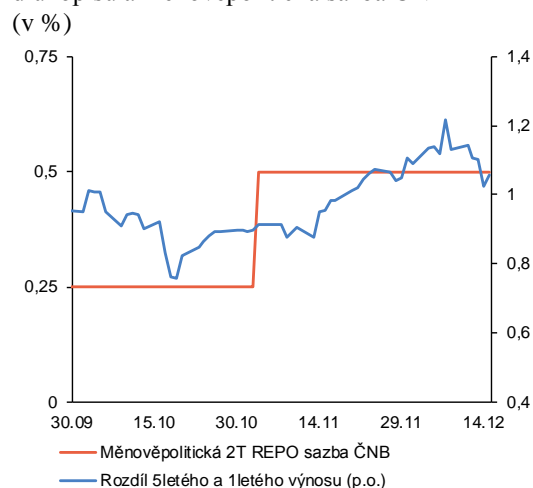
Pramen: MTS, ČNB

Pozn.: Hodnoty k 12/17 jsou k 14.12.2017.

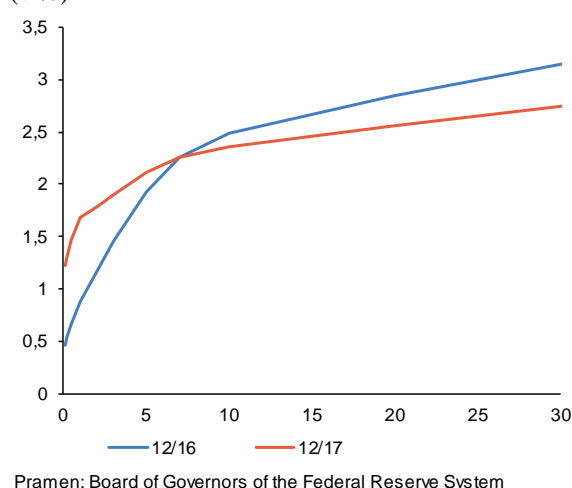
⁸ Úroveň výnosů českých státních dluhopisů získaných z Bloombergu (Tabulka 1) a použitých pro rozklad (Grafy 2 a 3) se liší. Je to z toho důvodu, že rozklad výnosové křivky se provádí z výnosů bezkupónových dluhopisů příslušných splatností, navíc je použit odlišný zdroj dat (MtS). Rozdíl se týká zejména úrovně výnosů krátkých splatností, meziměsíční změny výnosů si nicméně navzájem odpovídají.

Od počátku prosince dochází k rozchodu („*decoupling*“) ve vývoji krátkodobých a dlouhodobých výnosů českých státních dluhopisů (Graf 4). Tento rozchod byl zaznamenán například i mezi obdobím 12/2016 a 11/2017 v případě amerických Treasury výnosů (Graf 5), kdy dlouhodobé výnosy reagovaly na nárůst krátkodobých výnosů poklesem. V této souvislosti se na trhy vrací diskuze o návratu tzv. „*the Greenspan conundrum*“ známého z let 2004–05, kdy se zpřísnění měnových podmínek nedostatečně promítlo do zpřísnění finančních podmínek.⁹ Zploštění křivky US Treasury je možné částečně vysvětlit geopolitickou nejistotou.¹⁰ V případě českých státních dluhopisů není rozchod ve vývoji jejich krátkodobých a dlouhodobých výnosů spojen s „útekem investorů k jistotě“, ale stále spíše s efektem „překoupené koruny“. Zahraniční investoři do korunových aktiv mění se změnou výnosnosti investičních příležitostí své chování. Na kratším konci křivky je patrný pokles absolutních hodnot portfoliové složky spojený s částečným odchodem nerezidentů z této splatnosti (Graf 2). Na dlouhodobé splatnosti vidíme spíše opačný vývoj portfoliové složky (Graf 3). Ten může odrážet zájem zahraničních investorů o delší splatnosti státních dluhopisů. Zaznamenán byl rovněž nárůst prostředků zahraničních investorů v domácích bankách zajištěných dlouhodobými českými státními dluhopisy.

Graf 4: Rozdíl výnosů 5Y a 1Y českých státních dluhopisů a měnověpolitická sazba ČNB



Graf 5: Výnosová křivka státních dluhopisů US (v %)



2. Vyjádření k vyznění 8. SZ

Souhrnné vyhodnocení nově dostupných informací v 8. SZ podle názoru SAO FS nadále implikuje potřebu postupného zpřísnování měnové politiky. Pozorovaný makroekonomický vývoj – zejména situace na trhu práce – signalizuje přehřívání ekonomiky, s čímž je konzistentní pokračování normalizace měnověpolitických sazeb. Aplikace Taylorova pravidla vyjádřená numericky v našem vyjádření k 7. SZ ve všech analyzovaných modifikacích nutnost jejich zvyšování rovněž podporovala. Aktuální výše sazeb se nám jeví jako obzvláště nízká, zejména pokud by výpočet inflace vycházel z experimentálního indexu zahrnujícího

⁹ Mezi červnem 2004 a prosincem 2005 FOMC zpřísnovala měnovou politiku zvyšováním své hlavní měnověpolitické sazby z 1 % na až 4,25 %. Ve stejném období dlouhodobé výnosy amerických státních dluhopisů nejenže nenásledovaly směr krátkodobých sazeb, ale dokonce klesaly.

¹⁰ Bauer, M. D. (2017): A New Conundrum in the Bond Market?, Economic Letter, Research from Federal Reserve Bank of San Francisco, November 20, 2017.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

ceny nemovitostí. Domníváme se, že další zvýšení měnověpolitické sazby je konzistentní s aktuálním vývojem i přesto, že ve srovnání s prognózou byl pozorován mírně nižší než očekávaný mzdový růst (viz také poznámka v části 3. tohoto vyjádření) a jisté zpřísnění měnových podmínek bylo doručeno vyšším než očekávaným posílením měnového kurzu.

Pozorované tempo růstu mezd i přes negativní odchylku od prognózy ze 7. SZ vytváří v kombinaci s historicky nízkými reálnými úrokovými sazbami půdu pro vznik silně optimistických očekávání domácností. Ta se mohou odrazit v neadekvátní důvěře ve snadnost budoucího splácení přijatých závazků a následně se pak promítnout také do dalšího růstu cen rezidenčních nemovitostí či jiných aktiv. Podle našeho názoru dlouhodobější působení těchto podmínek omezuje schopnost ekonomických agentů odlišit od sebe permanentní a cyklické faktory růstu a vede k prohlubování ekonomického kolísání. Tento scénář by mohl mít potenciálně negativní dopady pro cenovou i finanční stabilitu. Domácí ekonomika by proto minimálně z hlediska určitého zchlazení očekávání ohledně růstu nominálních příjmů potřebovala posun k přísnějším měnovým podmínkám.

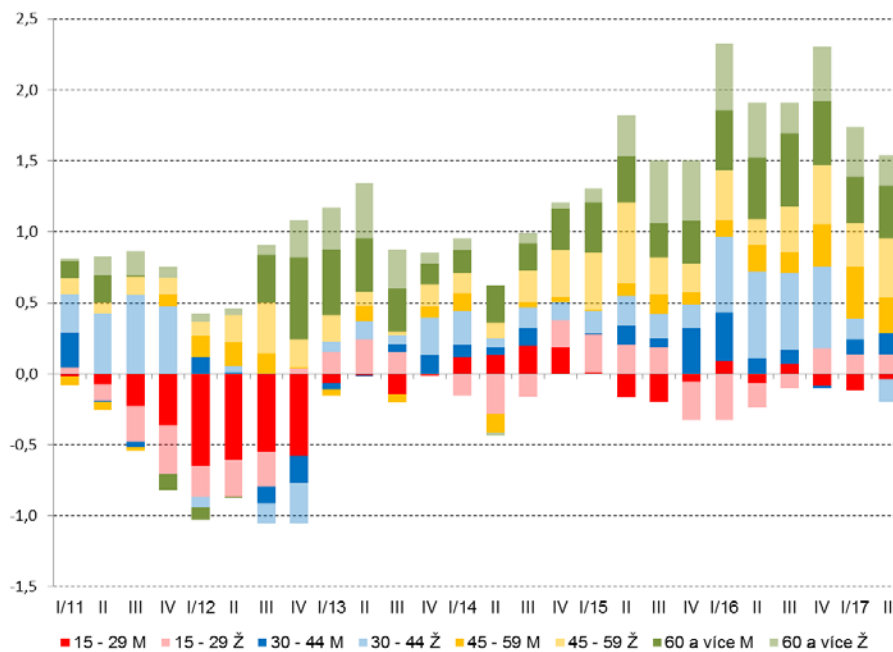
V souladu s uvedeným hodnocením doporučujeme pokračovat v návratu měnové politiky směrem k neutrálnímu působení. S ohledem na mírně protiinflační rizika prognózy a dřívější listopadové zvýšení sazeb **navrhujeme na měnověpolitickém zasedání k 8. SZ 2017 zvýšit 2-týdenní repo sazbu o 0,25 p.b. na 0,75 %**. Zvýšení o 25 bazických bodů podle našeho vnímání podporuje dosahování cíle cenové stability a může přispět k dosahování cíle finanční stability. S ohledem na nedávný vývoj dlouhodobých výnosů (vládní dluhopisy a swap rates) v globálním i evropském prostředí se potvrzuje riziko, že zvyšování měnověpolitických sazeb na krátkém konci výnosové křivky nemusí být automaticky doprovázeno podobným růstem úrokových sazeb u klientských úvěrů s delší fixací. Přesto se domníváme, že růst měnověpolitických sazeb je žádoucí, i kdyby přispěl ke zpřísnění měnových podmínek jen přes nominální zhodnocení měnového kurzu. Zároveň se potvrzuje, že s ohledem na externí prostředí (eurozóna) a vývoj na finančním trhu je důležité uplatňovat aktivně nástroje makroobezřetnostní politiky.

3. Dílčí poznámka k analýze mzdového vývoje v 8. SZ

Jednou z oblastí, která v rámci situační zprávy vysílá rozdílné signály, je oblast vývoje na trhu práce. Zde došlo v porovnání s prognózou ke kombinaci zrychlujícího růstu zaměstnanosti (2 % meziročně v porovnání s prognózovanými 1,4 %) a nižšího růstu mezd (v tržních odvětvích růst 6,8 % oproti prognóze 7,4 %). Možným vysvětlením tohoto nesouladu mohou být kompoziční efekty vyplývající z toho, že noví zaměstnanci nastupují za relativně nižší mzdy. Přitom na nárůstu zaměstnanosti se v posledních letech výrazně podílely jednak starší věkové kategorie nad 60 let, jednak ženy (viz Graf 6), které mají obvykle nižší mzdy (mzda žen na cca 80 % mez mužů). I když pro přesnou kvantifikaci kompozičního indexu pro 3. čtvrtletí 2017 chybějí podrobná data, z dostupných informací, kdy se na meziročním nárůstu zaměstnanosti podílely ženy z 58,5 % a zaměstnanci nad 60 let z 35 %, vyplývá, že vliv kompozičního efektu do mezd by mohl vysvětlit alespoň část odchylky růstu mezd od prognózy.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

Graf 6: Příspěvky ke změně zaměstnanosti podle věkových kategorií (meziročně, muži vs. ženy)



Pramen: ČSÚ