

OMEZENÝ PŘÍSTUP

**Česká národní banka
sekce finanční stability**

**V Praze dne 25. září 2018
Č. j.: 2018/112142/CNB/180
(OMEZENÝ PŘÍSTUP po dobu 6 let)
Celkový počet stran: 13 z toho
Vlastní materiál: 13**

Materiál k informaci bankovní rady České národní banky

STANOVISKO K 6. SITUAČNÍ ZPRÁVĚ 2018

Vypracovali: Kamil Galuščák a sekce finanční stability

STANOVISKO K 6. SZ 2018

Stanovisko k situační zprávě o hospodářském a měnovém vývoji se skládá ze dvou částí: (i) vyjádření z pohledu dosahování cíle cenové stability zpracované jmenovitě poradcem člena bankovní rady či ve výjimečných případech zástupcem sekce finanční stability (část I) a (ii) vyjádření zpracované sekci finanční stability, v němž je uplatněn také pohled dosahování cíle finanční stability (část II).

I. Vyjádření z pohledu dosahování cíle cenové stability

Zpracoval Kamil Galuščák.

I.1 Měnověpolitické rozhodnutí

Se srpnovou prognózou bylo konzistentní zvýšení sazeb až o 0,50 procentního bodu. Rizika prognózy byla vyhodnocena jako vyrovnaná. Mezi hlavní nejistoty patřily délka globálních faktorů, které oslabily korunu, a nárůst ochranných opatření v mezinárodním obchodu. Krátkodobým protiinflačním rizikem byl výhled inflace v oblasti cen potravin a pohonných hmot (toto krátkodobé riziko by nemělo mít vliv na sazby).

Z citlivostního scénáře kurzu v srpnovém MPD bylo vidět, že případné výraznější posílení kurzu by mohlo přinést potřebu nižších sazeb. Naopak riziko z prodlení při zvyšování sazeb bylo hodnoceno jako malé. Sazby byly na začátku srpna zvýšeny o 0,25 procentního bodu.

Je nyní prostor pro zvýšení měnověpolitických sazeb? K tomu je potřeba vyhodnotit nové údaje a informace dostupné v období od začátku srpna.

Sekce měnová v nové situační zprávě hodnotí bilanci rizik jako vyrovnanou a jednotlivá rizika jako nevýrazná, když nové údaje o zahraničí a z domácí ekonomiky působí téměř neutrálně. S tímto hodnocením souhlasím. Zatím se nenaplnují rizika odlišného kurzového vývoje (dosavadní průměr kurzu ve 3.Q je 25,7 CZK/EUR, zatímco prognóza očekávala 25,8 CZK/EUR). V průběhu 3.Q kurz posiloval (resp. v červenci a kolem poloviny září). Ve 4.Q prognóza očekává kurz 25,3 CZK/EUR. Globální faktory tak působí a pokud koruna posílí budou působit i nadále zhruba v souladu s prognózou.

Průměrná výše sazeb 3M PRIBOR za dosavadní 3.Q. je 1,4 % (do 21.9. přesněji 1,38 %), zatímco prognóza očekává 1,6 %. Dále prognóza očekává 1,8 % pro 4.Q a poté přibližnou stabilitu až do konce roku 2019. Rozhodování o sazbách dopadne již převážně do tržních sazeb ve 4.Q. Z toho vyplývá, že je prostor pro jedno zvýšení sazeb o 0,25 procentního bodu na tomto měnověpolitickém jednání.

Jelikož souhlasím s vyrovnanou bilancí rizik popsaných v situační zprávě, **doporučuji zvýšit úrokové sazby o 0,25 procentního bodu**. Nejsem si jistý, zda bude prostor pro ještě jedno zvýšení sazeb ve stejné výši do konce letošního roku, jak bylo nedávno komunikováno (viz graf na str. 3, který ukazuje mírné přehodnocení trajektorie sazeb na nejbližší období směrem dolů). Souhlasím se sekci měnovou v tom, že přetrvávají nejistoty plynoucí z nárůstu ochranných opatření ve světovém obchodu.

I.2 Vyjádření k vyznění SZ a prognóze

Inflace byla v červenci i srpnu oproti prognóze jen lehce nižší. Výrazně zpomalil růst cen potravin, což naznačoval citlivostní scénář. Pokles cen zemědělských výrobců byl zhruba v souladu s prognózou a pro nejbližší období naznačuje pokračování protiinflačních tlaků

OMEZENÝ PŘÍSTUP

(str. 2). Bude snížení růstu cen potravin pouze dočasné, jak předpokládá prognóza? Jaký vliv bude mít na úrodu a ceny potravin letošní velmi teplé a suché počasí?

Vyšší byla oproti prognóze jádrová inflace, zejména v cenách rekreací a v imputovaném i čistém tržním nájemném. Výkyv u cen rekreací může být jen dočasný, přitom existují důvody pro zvyšování cen v souvislosti se silnou spotřebitelskou poptávkou a růstem mezd (str. 13). Projevuje se v inflaci silný růst domácí poptávky a mezd také mimo cen rekreací?

Růst v efektivní eurozóně je oproti prognóze jen lehce nižší. V ukazateli efektivní eurozóny dominují Německo a Slovensko. Ve Francii a Itálii růst výrazně zpomalil (str. 7), přitom tyto dvě země mají větší váhu v ukazateli efektivní eurozóny, pokud by se počítala podle vývozu přidané hodnoty místo celkového vývozu (viz stanovisko k 7. SZ 2017). Vývoz přidané hodnoty je nezanedbatelný také do UK, proto lze očekávat dopady brexitu.

Na str. 7-8 jsou v komentáři o růstu v eurozóně negativní zprávy týkající se složek PMI ve zpracovatelském průmyslu, ačkoli PMI se nachází v růstové fázi. Příspěvek domácího zpracovatelského průmyslu k růstu hrubé přidané hodnoty se v posledních třech čtvrtletích snižoval, přičemž její růst se ve druhém čtvrtletí propadl na 0,8 % (str.18). V tom se zřejmě projevuje nižší poptávka ze zahraničí.

Příznivě se vyvíjí růst v USA. K tomu se přidává slabší euro, které začne posilovat až za rok. To jsou pozitivní zprávy pro vývoz naší přidané hodnoty, resp. její části, která je reexportována do dolarových oblastí.¹

Box 1 o automobilovém průmyslu je pěkný a zajímavý. Souhlasím, že velký vliv má náběh nových modelů (viz str. 20). Nemyslím si, že apreciacie koruny způsobuje výraznější zhoršení konkurenceschopnosti (viz str. 21). Nezanedbatelným faktorem jsou reexporty do třetích zemí, na které pozitivně působí slabší euro.

Souhlasím s vyzněním boxu, že zpomalení poptávky může být jen dočasné. Vedle růstu zaměstnanosti a investic bych poukazoval také na slabší euro a jeho možný pozitivní vliv na reexporty.

I.3 Tematický komentář k SZ: zahraniční obchod

Rizikem prognózy z 5.SZ je nárůst obchodních bariér ve světě. Analýzy mezinárodního obchodu založené na údajích o celkovém vývozu a dovozu předpokládají, že se obchoduje pouze s finálními statky. Nemalá část obchodu se týká meziproductů, přičemž vývoz meziproductů reaguje citlivěji za změny poptávky než vývoz finálních productů. To je relevantní zejména pro ČR, která patří mezi nejvíce otevřené a se zahraničím provázané ekonomiky světa.

O propojenosti ekonomiky se světem lépe vypovídají údaje o vyvezené a dovezené přidané hodnotě, které jsou dostupné v globálních input output tabulkách, byť se značným zpožděním.

¹ Oslabení kurzu vede vlivem provázané produkce (supply chains) k větší poptávce po dovozu meziproductů. Tento kanál působí proti argumentu, že devalvace snižuje konkurenceschopnost ostatních zemí (viz Bayoumi et al., 2018).

OMEZENÝ PŘÍSTUP

V této části stanoviska s využitím údajů z World Input Output Database (WIOD)² publikovaných v roce 2016 ukazují míru integrace domácích podniků v mezinárodních výrobních řetězcích (global value chains, GVC) v odvětvích zpracovatelského průmyslu v období 2000-2014. Jde o komplementární analýzu k Boxu 1 v situační zprávě, který se týká automobilového průmyslu.

Obrázek 1 ukazuje schéma rozkladu údajů o HDP (resp. sektorové přidané hodnotě) a o produkci finálních statků podle odvětví. V levé části je sektorová přidaná hodnota (V) rozdělena podle toho, kde skončí (směrem dolů ve výrobním řetězci). První část je přidaná hodnota ve finálních produktech spotřebovaných na domácím trhu (V_D), to jsou např. kadeřnické služby. Další část je přidaná hodnota vyvezená ve finálních produktech (V_RT), např. francouzské víno vyvezené do Německa. Třetí část je přidaná hodnota ve vyvezených meziproduktech (V_GVC). Lze rozlišit dvě její komponenty podle toho, kolikrát přidaná hodnota překračuje hranice. Pokud jen jednou, jde o vyvezené meziprodukty, které jsou v zemi určení použité na výrobu finálních produktů a tam také spotřebované (V_GVC_S, simple GVC activities). Může jít např. o čínskou přidanou hodnotu ve vyvezené oceli, která je použita v Austrálii na výstavbu domů. Pokud jsou hranice překračovány vícekrát, jedná se o vývozy do třetích a dalších zemí (V_GVC_C, complex GVC activities). Lze si to představit např. jako japonské čipy použité v Číně na výrobu hraček, které jsou vyvezeny do ČR.³

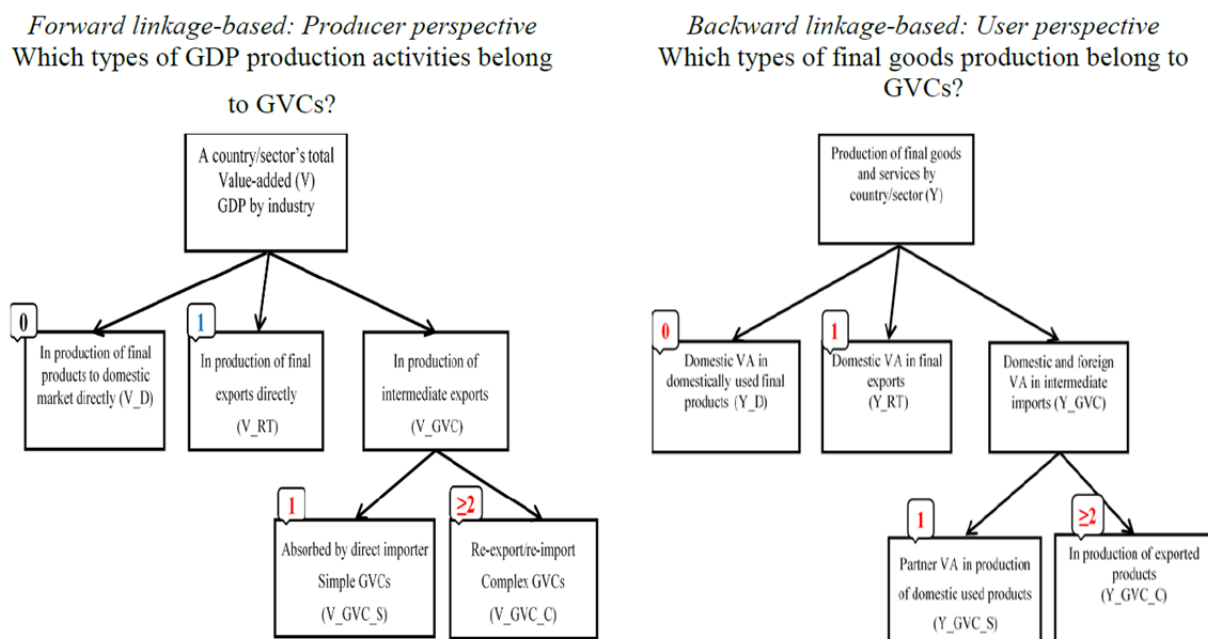
V pravé části Obrázku 1 je rozdělení produkce finálních statků (Y) podle toho, odkud pochází přidaná hodnota (směrem nahoru ve výrobním řetězci). První část je domácí přidaná hodnota ve finálních produktech spotřebovaných v domácí ekonomice (Y_D). Druhá část je domácí přidaná hodnota ve vyvezeném finálním zboží (Y_RT). Třetí částí je domácí a zahraniční přidaná hodnota v dovezených meziproduktech (Y_GVC).⁴ Tato část se dělí na zahraniční přidanou hodnotu v produkci doma spotřebovaných finálních statků (Y_GVC_S, simple GVC activities) a na produkci pro vývoz (Y_GVC_C, complex GVC activities).

² Jde o údaje spočítané v projektu „UIBE GVC Index“, které jsou volně dostupné na internetu (je potřeba požádat helpdesk o zpřístupnění stránky, jelikož jde o web čínské univerzity; proto neuvádím webový odkaz).

³ Část této přidané hodnoty se vrací do původní země, v tomto případě čínské hračky zpět do Japonska.

⁴ Domácí přidaná hodnota je zde daná tím, že se po zpracování v zahraničí vrací zpět do domácí ekonomiky.

Obrázek 1: Rozklad HDP a produkce finálních statků



Poznámka: Čísla v malých obdélnících udávají, kolikrát se překračuje hranice.

Zdroj: UIBE Global Value Chain Indexes System – Concept Note, Research Center for Global Value Chains, červenec 2017

Intenzitu zapojení ekonomiky v mezinárodní produkci lze charakterizovat dvěma indexy na úrovni zemí a sektorů. První index měří podíl domácí přidané hodnoty ve vývozu meziproduktů na přidané hodnotě daného sektoru (viz levá strana Obrázku 1):

$$GVC_Pat_f = \frac{V_GVC}{V} = \frac{V_GVC_S}{V} + \frac{V_GVC_C}{V} = GVC_Pat_f_simple + GVC_Pat_f_complex \quad (1)$$

Druhým indexem je podíl zahraniční přidané hodnoty v dovezených meziproduktech na produkci finálních statků⁵ (viz pravá strana Obrázku 1):

$$GVC_Pat_b = \frac{Y_GVC}{Y} = \frac{Y_GVC_S}{Y} + \frac{Y_GVC_C}{Y} = GVC_Pat_b_simple + GVC_Pat_b_complex \quad (2)$$

Obrázky 2 a 3 ukazují indexy definované rovnicemi (1) a (2) pro odvětví zpracovatelského průmyslu ČR v období 2000-2014. Míra propojenosti je ve většině odvětví poměrně značná a v celém období rostoucí nebo stagnující. V žádném odvětví nepozorujeme obrat v trendu v reakci na krizi 2008-2009. Z pohledu poptávky po české přidané hodnotě (Obrázek 2) tvoří meziprodukty nadpoloviční podíl v celé řadě odvětví, kde má také rostoucí trend. Podílí se na tom vývoz pro výrobu finálních statků (GVC_Pat_f_simple) většinou stejně jako vývoz pro další vývoz (GVC_Pat_f_complex). V automobilovém průmyslu v roce 2014 představoval vývoz meziproduktů 44% přidané hodnoty, z toho 15% byl vývoz meziproduktů pro finální výrobu a užití v zemi určení a 29% představoval vývoz meziproduktů, který byl po zpracování vyvezen do dalších zemí (reexporty).

Obrázek 3 ukazuje, že pro výrobu finálního zboží mají dovezené meziprodukty ve většině odvětví zpracovatelského průmyslu důležitý a v čase rostoucí význam. Ve většině odvětví

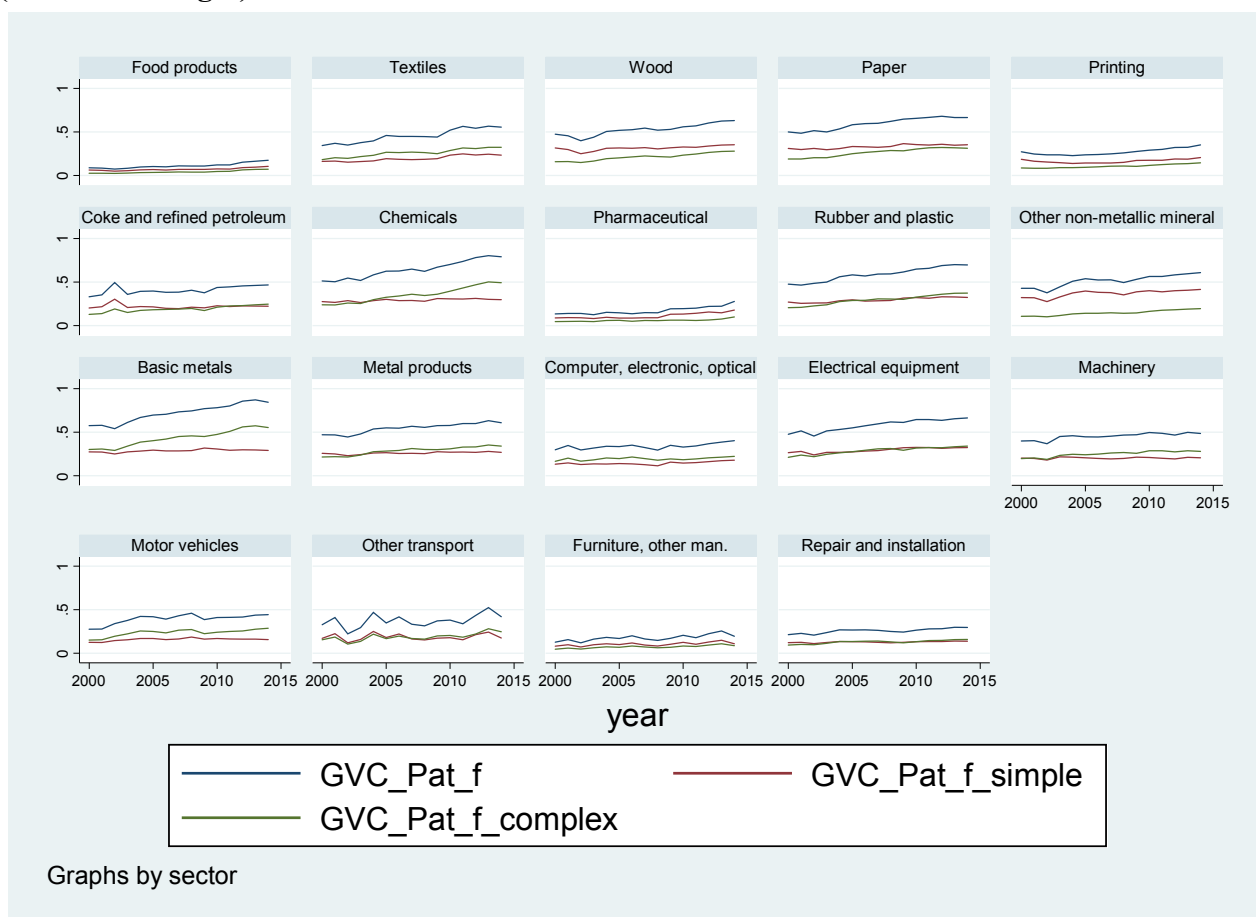
⁵ Její část může pocházet z domácí ekonomiky, která se tímto vrací zpět.

jsou vysoké a rostoucí hodnoty $GVC_Pat_b_complex$, což znamená, že přidaná hodnota v meziproduktech překračuje hranice nejméně dvakrát. Např. v automobilovém průmyslu v roce 2014 tvořila dovezená přidaná hodnota 57% finálních produktů, v komplexních řetězcích to bylo 54%.

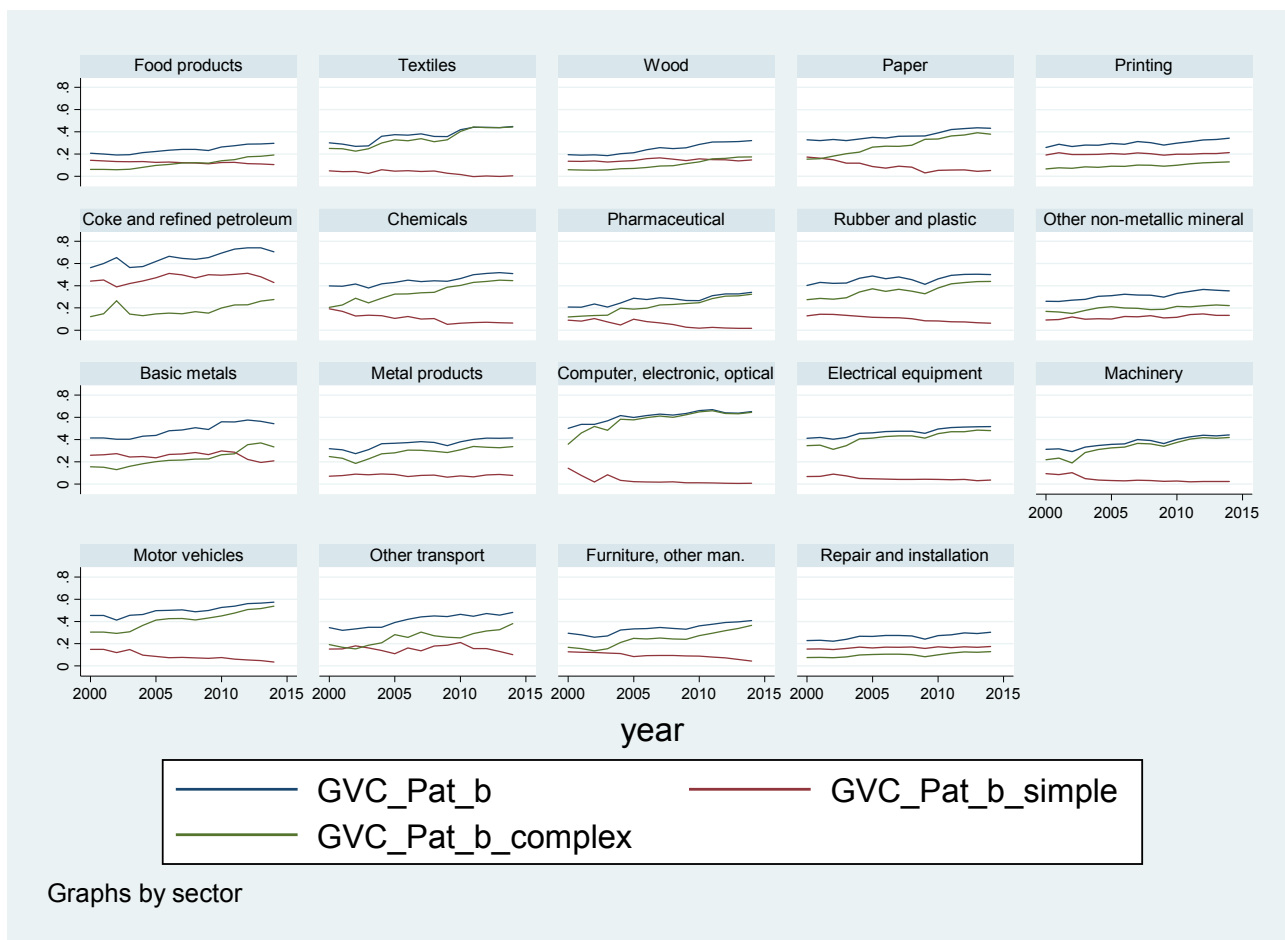
Případná eskalace ochranných opatření ve světě by měla negativní dopad na českou ekonomiku. Ten by byl v jednotlivých odvětvích diferencovaný. V automobilovém průmyslu by utrpěla zejména výroba finálních produktů, jelikož je značně závislá na dovozu meziproduktů.

Podíl jednotlivých destinací na vyvezené přidané hodnotě v meziproduktech automobilového průmyslu je ilustrován na Obrázku 4. V roce 2014 největší část směřovala do Německa, další země s nejvyšším podílem byly Rusko, Slovensko a Španělsko. Mezi důležité destinace lze považovat také Francii, UK, USA a Čínu. Podíl Německa se od roku 2000 snížil, naopak vzrostl podíl vývozu do Ruska, na Slovensko a do Číny. Na poptávce výrobců v těchto zemích, která může být ovlivněna případnými obchodními překážkami (mimo EU), nejvíce závisí produkce komponent českého automobilového průmyslu.

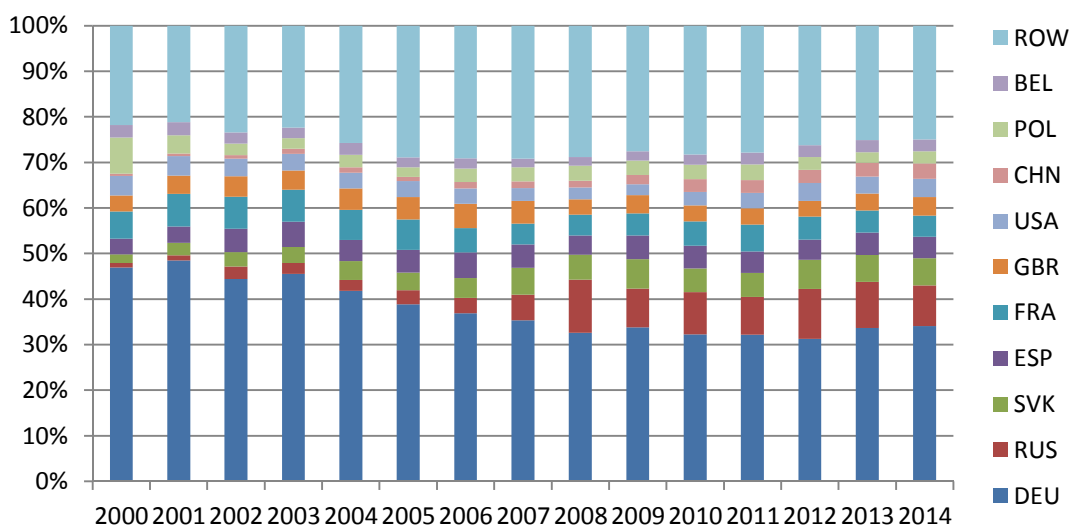
Obrázek 2: Podíl přidané hodnoty ve vývozu meziproduktů na celkové přidané hodnotě (forward linkages)



Obrázek 3: Podíl zahraniční přidané hodnoty v dovezených meziproduktech na produkci finálních statků (backward linkages)



Obrázek 4: Přidaná hodnota ve vyvezených meziproduktech (V_GVC) v automobilovém průmyslu podle zemí



I.4 Otázky a dílčí připomínky k SZ

Srpnová prognóza očekávala, že globální sentiment bude na korunu působit další dvě čtvrtletí. Myslí se tím 4.Q2018 a 1.Q2019 nebo letošní 3.Q a 4.Q?

Výraz „lehký“ má na různých místech zřejmě odlišné významy. Ve třetím odstavci na str. 9 se píše o lehkém přehodnocení výhledu efektivního PPI eurozóny v roce 2020 směrem nahoru. V pravém grafu je vidět přehodnocení směrem nahoru pouze během roku 2019 a v první polovině roku 2020. Za celý rok 2020 je přehodnocení spíše zanedbatelné, také s ohledem na vzdálenost tohoto horizontu. O lehkém rozdílu oproti prognóze se píše u průměrné výše sazby 3M PRIBOR za 3.Q (na str. 29). Rozdíl je 0,2 procentního bodu směrem dolů, což zanedbatelné určitě není, jelikož tomu odpovídá téměř jedno snížení sazeb.

Sněmovna projednává novelu zákona o dalších dvou fázích elektronické evidenci tržeb, která zároveň navrhuje přesun některých služeb do snížené sazby DPH (viz str. 14). Tyto změny nejsou zahrnuty v prognóze, protože jejich načasování a schválení je velmi nejisté. Na str. 14 je uveden souhrnný primární dopad do inflace o 0,37 procentního bodu. Jaké lze očekávat sekundární dopady, pokud tyto návrhy budou schváleny?

Na str. 15 je v poslední větě uvedeno, že rizika prognózy cen zemědělských výrobců pro nejbližší měsíce jsou mírně protiinflační z titulu očekávaného rychlejšího růstu cen agrárních komodit na světových trzích. Rozumím tomu, že pokles cen zemědělských výrobců byl oproti prognóze hlubší, přesto by si tato věta zasloužila jasnější formulaci.

Ve třetím odstavci na str. 19 se dvakrát uvádí nemotoristický segment s odlišnou hodnotou růstu tržeb. Nejde v jednom případě o jiný segment?

V závěru Boxu 1 se píše, že zpomalení dynamiky vývozu osobních automobilů včetně komponent je do značné míry dáno omezeními pro tempo navyšování domácích výrobních kapacit. Projevují se ve statistikách současné problémy s homologací nových aut?

Překoupenost koruny nadále přetrvává, i když se od počátku roku snížila. Není to faktorem brzdícím posilování kurzu? O překoupenosti analytici zřejmě vědí a mohou ji promítat do svých investičních doporučení jako rizikový faktor.

Oceňuji názornou ilustraci nárůstu klientských úrokových sazeb na str. 30.

Proč je důležitější úrokový diferenciál koruny vůči dolaru (viz str. 31)?

Co vysvětluje nárůst úrokového rozpětí mezi 3M PRIBOR a repo sazbou, ke kterému dochází od července? Rozpětí aktuálně dosahuje 0,31 procentního bodu. Za jinak stejných podmínek tento nárůst znamená nižší potřebu zvyšování sazeb.

Reference

Bayoumi, T., M. Appendino, J. Barkema and D. A. Cerdeiro (2018), Measuring Competitiveness in a World of Global Value Chains, IMF Working Paper, forthcoming.

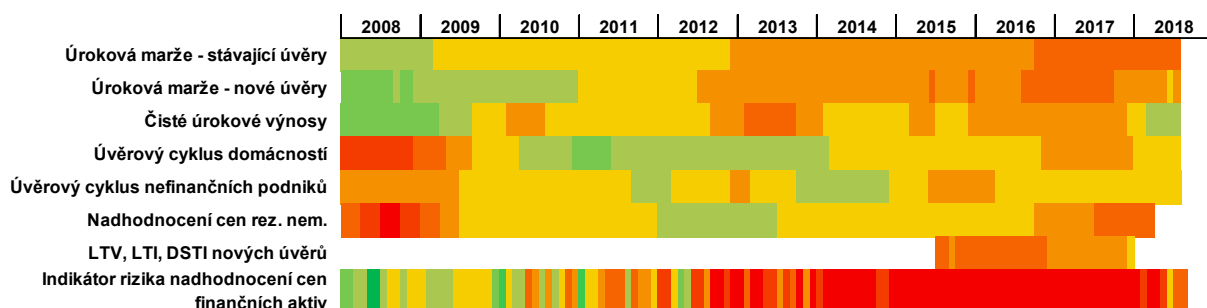
II. Vyjádření z pohledu dosahování cíle finanční stability⁶

Zpracovala sekce finanční stability.

S ohledem na udržitelné plnění inflačního cíle, napjatý trh práce odrážející se ve mzdových tlacích, mimořádně nízké reálné úrokové sazby z úvěrů a převládající optimismus ohledně budoucího vývoje příjmů a cen aktiv považuje SFS za žádoucí pokračovat v letošním roce 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 oproti jejich současné úrovni. Z těchto důvodů doporučujeme na zářijovém měnověpolitickém jednání zvýšit 2T repo sazbu na 1,50 %. Proto pokud to tržní podmínky dovolí, bylo by podle názoru SFS žádoucí pokračovat v postupném zvýšení 2T repo sazby i ve zbytku letošního roku.

II.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 rizikovitosti, rizikovému nadhodnocení cen aktiv). Zelená barva značí odchýlení v opačném směru (tzn. k vyšší ziskovosti, pomalejšímu tempu růstu nových úvěrů a jejich nižší rizikovitosti, menšímu riziku spojenému s vývojem cen aktiv). Indikátor rizika nadhodnocení cen finančních aktiv má kompozitní charakter a obsahuje dvě složky. První složka odráží míru nadhodnocení cen finančních aktiv a druhá systémové tržní napětí (tržní sentiment, resp. volatilitu). Indikátor dosahuje výrazně rizikových hodnot, vyjádřených v grafu červenou barvou, ve dvou případech: (i) pokud trhy příliš podceňují rizika spojená s nadhodnocenými cenami finančních aktiv (podhodnocují rizikové prémie) nebo (ii) pokud příliš přeceňují rizika spojená s vývojem cen finančních aktiv (nadměrný pesimismus spojený s možnou pozdější prudkou korekcí cen). Úvěrový cyklus je odhadnut na nových bankovních úvěrech domácnostem a nefinančním podnikům s využitím HP filtru. Odchylka objemu nově poskytnutých úvěrů od trendu je vyhlazena 12M klouzavým průměrem. Údaje o nadhodnocení cen rezidenčních nemovitostí a rizikových charakteristikách nových hypotečních úvěrů budou z důvodu dostupnosti dat aktualizovány až v průběhu října 2018.

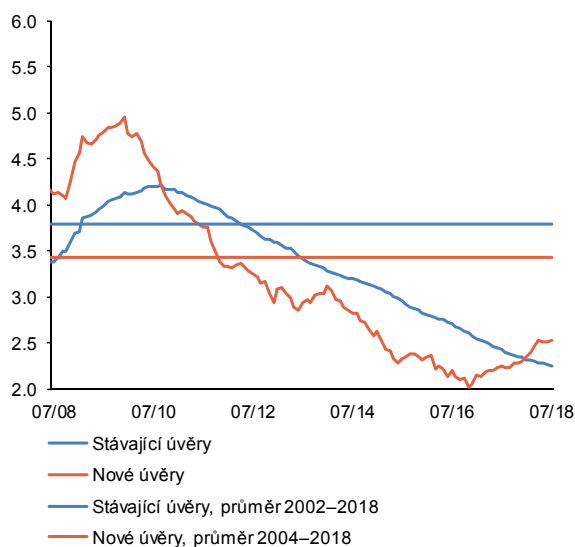
Úrokové sazby a úrokové marže u úvěrů soukromému sektoru se i přes dílčí zvýšení pohybují i nadále výrazně pod dlouhodobým průměrem a jsou hnacím faktorem z hlediska poptávky po úvěrech i jejich nabídky (Grafy 1, 2 a 3). Meziroční růst bankovních úvěrů soukromému sektoru se v červenci oproti předchozím měsícům zvýšil. Na tomto zvýšení se podílelo vyšší tempo růstu úvěrů nefinančním podnikům (4,3 %) a spotřebitelských úvěrů domácnostem (5,7 %) při stabilně vysokém tempu růstu úvěrů na bydlení (8,3 %). Objemy nově poskytnutých korunových úvěrů domácnostem setrvávají i nadále blízko historických maxim (Graf 4). Skutečně nové hypoteční úvěry se za leden až červenec meziročně zvýšily. Podle posledních dostupných údajů vzrostly ceny nových bytů v Praze ve druhém čtvrtletí mezičtvrtletně o 8,1 % a meziročně o 14,8 %. Tyto údaje představují zrychlení oproti předchozímu čtvrtletí. U starších bytů došlo ve druhém čtvrtletí k mezičtvrtletnímu poklesu

⁶ Toto vyjádření SFS je od ledna 2017 standardní součástí stanoviska k Situační zprávě na základě rozhodnutí bankovní rady. Hodnotí, jak by se v nastavení měnových podmínek měl odrážet nad rámec potřeby dosahovat cenové stability také cíl finanční stability.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

cen v Praze (o 1,6 %) a mírnému nárůstu mimo Prahu (1,0 %), což představuje naopak zpomalení oproti předchozímu čtvrtletí. Meziroční růsty cen starších bytů rovněž zpomalily na 2,4 % v Praze a 7,1 % mimo Prahu.⁷

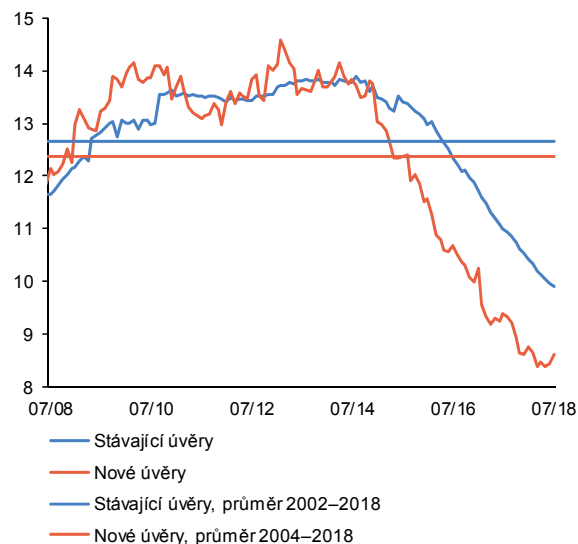
Graf 2: Marže z bankovních úvěrů domácnostem na byty (v p.b.)



Pramen: ČNB

Pozn.: Marže jsou spočítány jako úvěrové sazby pro dané sektory mínus průměrná depozitní sazba.

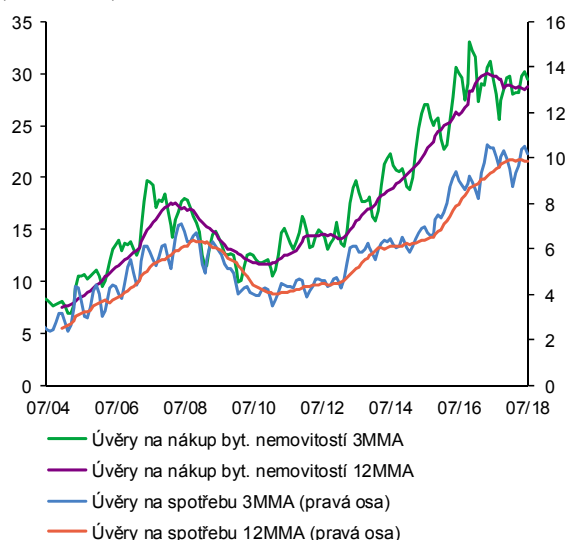
Graf 3: Marže z bankovních úvěrů domácnostem na spotřebu (v p.b.)



Pramen: ČNB

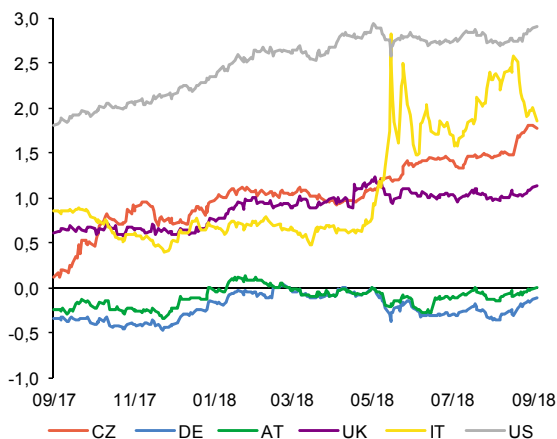
Pozn.: Marže jsou spočítány jako úvěrové sazby pro dané sektory mínus průměrná depozitní sazba.

Graf 4: Měsíční objemy nově poskytnutých korunových úvěrů domácnostem (v mld. Kč)



Pramen: ČNB

Graf 5: Výnosy pětiletých státních dluhopisů (v %)



Pramen: Thomson Reuters, výpočty ČNB

Pozn.: Řady jsou vyhlazeny 5denním klouzavým průměrem.

⁷ Jedná se o údaje z výběrového šetření, které mohou v budoucnu procházet zpětnou revizí.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

Tabulka 1: Výnosy státních dluhopisů vybraných zemí

Země	Jednoletý státní dluhopis		Pětiletý státní dluhopis	
	Úroveň k 17.9. v %	Změna oproti 27.7. v p.b.	Úroveň k 17.9. v %	Změna oproti 27.7. v p.b.
CZ	1,24	↑ 0,29	1,78	↑ 0,20
DE	-0,61	↑ 0,08	-0,12	↑ 0,05
CH	-0,91	↓ -0,07	-0,42	↑ 0,01
SE*	-0,47	↑ 0,07	0,07	↑ 0,10
UK	0,76	↑ 0,06	1,13	↑ 0,11
US	2,55	↑ 0,15	2,89	↑ 0,05

Pramen: Bloomberg

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

V průběhu srpna a počátku září došlo k posunu výnosové křivky českých státních dluhopisů směrem vzhůru. Tento růst byl vyvolán kombinací očekávání o pokračování růstu měnověpolitických sazeb ČNB a zvýšenou geopolitickou nejistotou v zahraničí (politická situace v Itálii a Turecku a nepřesvědčivý vývoj ve vyjednávání ohledně Brexitu). Kombinace makroekonomického vývoje a nárůstu rizikové averze obdobně ovlivnila i vývoj výnosů zahraničních státních dluhopisů. V zemích tradičně vnímaných jako bezpečné přístavy (US, DE) došlo ke zploštění výnosových křivek: pozitivní dopad makrodat byl na dlouhém konci výnosových křivek kompenzován útekem ke kvalitě. Naopak výnosy dluhopisů zemí vnímaných jako rizikové (IT) byly poznamenány vysokou volatilitou.

Indikátor rizika nadhodnocení cen finančních aktiv naznačuje návrat ke zvýšenému riziku. Příčinou byl pokles volatility na finančním trhu zpět na velmi nízké úrovni. To může signalizovat nedostatečné ocenění rizika. Riziko náhlého a neuspořádaného přecenění rizikových premií napříč finančními trhy tak přetrvává. Růst hodnoty indikátoru byl na druhou stranu brzděn poklesem cen českých státních dluhopisů a tedy snížením míry jejich nadhodnocení.

II.2 Vyjádření k vyznění 6. SZ 2018 a měnověpolitické doporučení

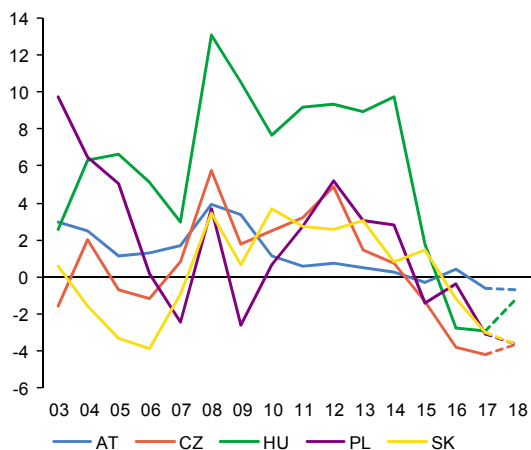
Pohyb inflace poblíž 2% cíle považujeme za udržitelný. Jak jsme uvedli již v několika předchozích vyjádřeních k SZ, jsme toho názoru, že pozorovaný makroekonomický vývoj – nejlépe doložitelný vývojem na trhu práce – signalizuje přehřívání domácí ekonomiky a potřebu vyšších úrokových sazeb, resp. „nepotřebu“ záporných reálných úrokových sazeb. Z toho důvodu považujeme působení domácí ekonomiky z poptávkového hlediska za proinflační. Situace na trhu práce a relativně vysoká mzdová inflace jsou podle nás proinflačním rizikem a taktéž rizikem z hlediska zvýšené volatility makroekonomického vývoje ve střednědobém horizontu.

Kombinace rychlého růstu nominálních i reálných mezd a velmi nízkých nominálních, resp. záporných reálných, úrokových sazeb může vytvářet nadměrně optimistická očekávání ohledně budoucího vývoje. Pokračování rychlé mzdové a příjmové „inflace“ by mohlo být ze strany domácností očekáváno i do budoucna, resp. mohlo by začít být chápáno jako dlouhodobý až permanentní jev. To by se odrazilo ve snížené schopnosti vnímat rizika a v nadměrném optimizmu ohledně snadnosti obsluhovat výrazně vyšší úroveň zadlužení. To by dále posílilo případné extrapolování současného růstu cen bydlení a nízké hladiny dlouhých nominálních úrokových sazeb (resp. záporných reálných sazeb), které by podpořilo poptávku po nemovitostech a jiných aktivech i po úvěrech na jejich financování.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

Grafy 6 a 7 dokumentují, že reálné úrokové sazby z hypotečních úvěrů (jsou-li měřeny pomocí mzdové inflace) se v celé střední Evropě dostaly do záporných hodnot. Graf 6 ukazuje, že v CZ a SK tomu bylo stejně i v letech před finanční krizí. Graf 7 pak ukazuje, že takto měřené reálné sazby implikují procyklické efekty, tj. uvolňování podmínek v dobrých časech a zpříšňování v časech špatných.

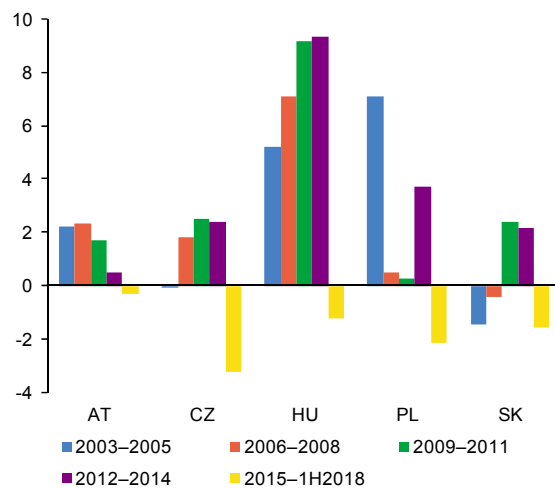
Graf 6: Reálné úrokové sazby z hypotečních úvěrů (v %, deflováno mzdovou inflací v t+1)



Pramen: ECB, Evropská komise

Pozn.: Reálné úrokové sazby jsou deflovány meziročním tempem růstu nominální mzdy přepočtené na jednoho zaměstnance (nominal compensation per employee) v čase t+1, tzn. v následujícím roce. Tempo růstu nominální mzdy přepočtené na jednoho zaměstnance pro rok 2019 vychází z prognóz Evropské komise.

Graf 7: Reálné úrokové sazby z hypotečních úvěrů (v %, průměrná sazba v daném období, deflováno mzdovou inflací v t+1)



Pramen: ECB, Evropská komise

Pozn.: Reálné úrokové sazby jsou deflovány meziročním tempem růstu nominální mzdy přepočtené na jednoho zaměstnance (nominal compensation per employee) v čase t+1, tzn. v následujícím roce. Tempo růstu nominální mzdy přepočtené na jednoho zaměstnance pro rok 2019 vychází z prognóz Evropské komise.

Souhrnné vyhodnocení nově dostupných informací v 6. SZ podle našeho názoru implikuje potřebu postupného zpříšňování měnové politiky, resp. nutnost pokračování v normalizaci měnověpolitických sazeb, a to ještě během letošního roku. Konkrétní měnověpolitické doporučení je možné formulovat ze dvou sekvenčních pohledů: (i) z pohledu dosahování cíle cenové stability s ohledem na režim flexibilního cílování inflace, který ČNB aplikuje; (ii) z pohledu simultánního dosahování cíle cenové a finanční stability. Z obou těchto pohledů by podle názoru SFS mělo dojít ke zvýšení měnověpolitických sazeb. Doporučení se mezi sebou liší pouze ve velikosti příslušného zvýšení. Zahrnutí finančně-stabilitních aspektů⁸ vede v současné situaci přirozeně k rychlejšímu růstu sazeb z titulu kladení většího důrazu na pozici ekonomiky ve finančním cyklu a důrazu na střednědobé a dlouhodobé ekonomické dopady⁹ velmi nízkých reálných úrokových sazeb při kladné mezeře výstupu.

⁸ Viz diskuze o flexibilním cílování inflace a slučitelnosti zohledňování aspektů finanční stability s tímto rámcem ve vyjádření SFS ke 4. SZ 2018.

⁹ Williams (2013): "... recognition of the source of asset price movements means that work on monetary and macroprudential policies needs to refocus on how these policies may damp or amplify asset price cycles, rather than how they should respond to asset prices per se. For monetary policy, one implication of theories with endogenous asset price bubbles is that the time horizon over which policy affects the economy may be longer than typically thought. In particular, the policy response to cyclical movements in economic activity and inflation may have effects on investor beliefs and the behavior of asset prices that reach well into the future."

Měnověpolitické doporučení

S ohledem na udržitelné plnění inflačního cíle, robustní hospodářský růst, vysoce napjatý trh práce odrážející se ve mzdových tlacích, mimořádně nízké reálné úrokové sazby z úvěrů a zvýšený optimismus ohledně budoucího vývoje cen aktiv doporučujeme na měnověpolitickém zasedání k 6. SZ 2018 zvýšit 2T repo sazbu na 1,50 %. Při formulaci tohoto doporučení vycházíme primárně z hlediska cíle cenové stability (či obecně makroekonomické stability) než cíle finanční stability. Pokud bychom zohlednili rizika pramenící ze současného makroekonomického vývoje pro dosahování cíle finanční stability, doporučili bychom rychlejší návrat k neutrální úrovni měnověpolitických sazeb, resp. zvýšení 2T repo sazby v rozsahu větším než jedno standardní zvýšení.

Pro toto doporučení platí i nadále argumenty prezentované v předchozích vyjádřeních SFS k SZ odvozené z různých variant reakční funkce založené na alternativních verzích Taylorova pravidla. Všechny odhady ukazují, že při respektování tohoto pravidla by se 2T repo sazba ve třetím čtvrtletí 2018 měla nacházet nad 1,25 % (Tabulka 2). Pokud uvažujeme základní verzi reakční funkce, do níž vstupuje pouze růst spotřebitelských cen, a parametry jsou nastaveny v souladu s modelem 3g, 2T repo sazba by se měla ve třetím čtvrtletí 2018 nacházet na 1,4 % (sloupec 2). Pokud reakční funkci rozšíříme o mezeru výstupu (v souladu s flexibilním cílováním inflace) nebo do reakční funkce vneseme nepřímým způsobem prvek finanční stability (tzn. pracujeme např. s CPI rozšířeným o implikace růstu cen rezidenčních nemovitostí), 2T repo sazba by se měla nacházet mezi 1,5 % a 2,0 % (sloupce 4, 6 a 8). Ve všech těchto případech je uvažováno vyhlazování úrokových sazeb v čase. Pokud bychom předpoklad o vyhlazování sazeb oslabili nebo bychom jej vůbec neuvažovali, implikovalo by to sazby na úrovních 3,2 % až 5,7 % ve třetím čtvrtletí tohoto roku.

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

	(1) 2T repo sazba	(2) (3) Bez mezery výstupu Odhad s CPI		(4) (5) Bez mezery výstupu Odhad s CPI OOH+HPI		(6) (7) Mezera výstupu - SM Odhad s CPI		(8) (9) Mezera výstupu - SM Odhad s CPI OOH+HPI	
		s	bez	s	bez	s	bez	s	bez
		vyhlazováním	vyhlazování	vyhlazováním	vyhlazování	vyhlazováním	vyhlazování	vyhlazováním	vyhlazování
31.12.2017	0,41	1,10	3,89	1,86	6,92	1,31	4,72	2,07	7,75
31.3.2018	0,66	1,42	4,45	2,03	6,88	1,61	5,19	2,21	7,62
30.6.2018	0,76	1,48	3,92	1,99	5,97	1,65	4,60	2,16	6,65
30.9.2018	1,48	1,37	3,20	1,84	5,08	1,52	3,80	1,99	5,68
31.12.2018	1,68	1,86	3,00	2,38	5,08	1,99	3,50	2,51	5,58
31.3.2019	1,68	1,99	2,93	2,56	5,21	2,11	3,38	2,67	5,66

Pozn.: „Přirozená“ nominální úroková sazba je nastavena na hodnotě 3 % (1 % reálná úroková sazba plus 2 % inflace). Pro inflaci jsme používali dvě alternativy – meziroční růst spotřebitelských cen (CPI) a experimentální index spotřebitelských cen (CPI OOH + HPI) zohledňující růst cen rezidenčních nemovitostí (viz Box 3 v 5. SZ 2016 nebo Hampl a Havránek, 2017). Vyhlazovací parametr je v základní variantě nastaven stejně jako v modelu g3 na hodnotu 0,75 (odhady s vyhlazováním) a v alternativní variantě na hodnotu nula (odhady bez vyhlazování). Do výpočtů vstupuje aktuální prognóza SM pro inflaci, mezeru výstupu a vývoj sazeb a prognóza SFS pro růst cen nemovitostí.