

OMEZENÝ PŘÍSTUP

**Česká národní banka
sekce finanční stability**

**V Praze dne 19. prosince 2018
Č. j.: 2018/149087/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

STANOVISKO K 8. SITUAČNÍ ZPRÁVĚ 2018

Vypracovali: Tomáš Havránek a sekce finanční stability

STANOVISKO K 8. 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).

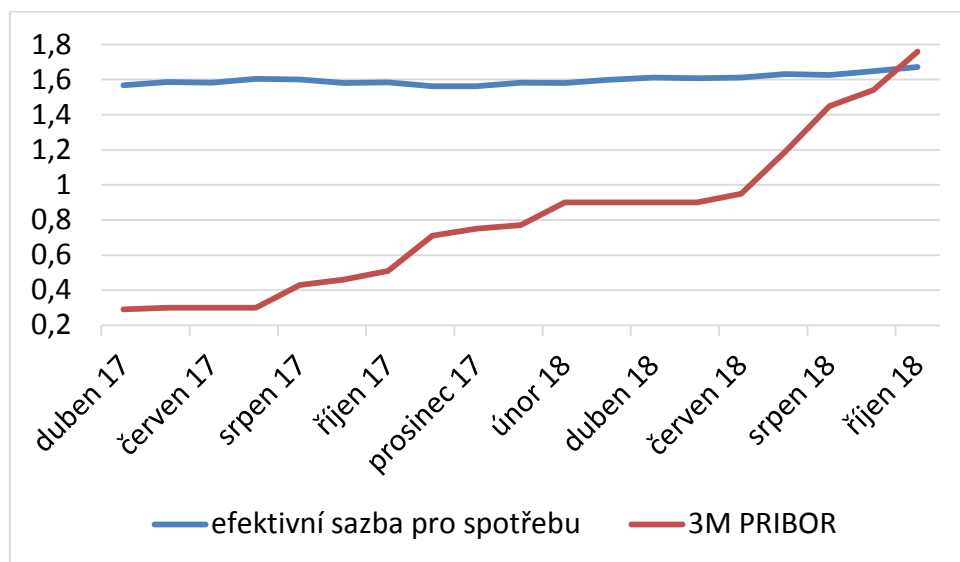
I. Vyjádření z pohledu dosahování cíle cenové stability

Zpracoval Tomáš Havránek.¹

I.1 Měnověpolitické rozhodnutí

Toto stanovisko začnu netradičně grafem:

Graf 1. Modelová sazba rychle roste, klientské sazby pro spotřebitele nikoli



Graf porovnává sazbu PRIBOR, na kterou reaguje náš modelový spotřebitel v g3, s efektivní klientskou sazbou, které čelí průměrný spotřebitel ve skutečnosti (konstrukci efektivní sazby vysvětlím v sekci I.3). Klientské sazby model nevidí. Kdyby viděl, jak pomalu reagují na změny naší repo sazby, implikoval by rychlejší zvyšování sazeb k normálním hodnotám. Spotřeba totiž tvoří zhruba polovinu agregátní poptávky, a bez **zvyšování efektivní úrokové sazby na spotřebu** tedy nedochází k adekvátnímu tlumení domácích inflačních tlaků.

Technickým argumentem pro pokračování v růstu sazeb navíc je, že vztah mezi spotřebou a sazbami (buď v efektivním vyjádření) je zřejmě slabší, než předpokládá náš model – ale i většina ostatních DSGE modelů. Tento empirický vztah také rozeberu podrobněji v sekci I.3.

Avšak i při opominutí obou výše zmíněných skutečností je současná prognóza konzistentní s dalším zvýšením úrokových sazeb. I přes listopadové zastavení meziročního růstu cen potravin zůstávají proinflační rizika silná (zejména vývoj kurzu, více v sekci I.2) a byla dopředu komunikována prostřednictvím citlivostního scénáře. Mzdový balík stále roste

¹ Děkuji Michalu Frantovi, Aleši Michlovi a Jiřímu Schwarzovi za diskuzi. Odpovědnost za vyznění je moje.

tempem kolem 10 %, průměrná mzda reálně o 6 %, zatímco růst produktivity práce je proti ní méně než čtvrtinový (str. 23 v SZ). Přitom významné zpomalení růstu mezd historicky nenastává bez recese či značného utažení měnové politiky. Je tak otázkou času, než se větší část firem působících na českém trhu začne bránit snižování marží rychlejším zvyšováním cen. **Adekvátní reakcí vpředhledící měnové politiky je v takové situaci inflační tlaky mírnit a zvýšit repo sazbu o 25 b. b.** Stejně doporučuji zvýšit sazby diskontní a lombardní.

Zvýšení sazeb o 50 b. b. naopak nedoporučuji. Jakkoli se s ohledem na výše uvedené domnívám, že v této fázi cyklu by naši ekonomice slušely výrazně vyšší sazby, pohyby mohutnější než standardních 25 b. b. vytvářejí v centrálním bankovníctví dojem urgencye. My v urgentní situaci nejsme, a to zejména díky tomu, že jsme se odhodlali jako jediná centrální banka v současném vyspělém světě zvyšovat sazby na řadě po sobě jdoucích jednáních.

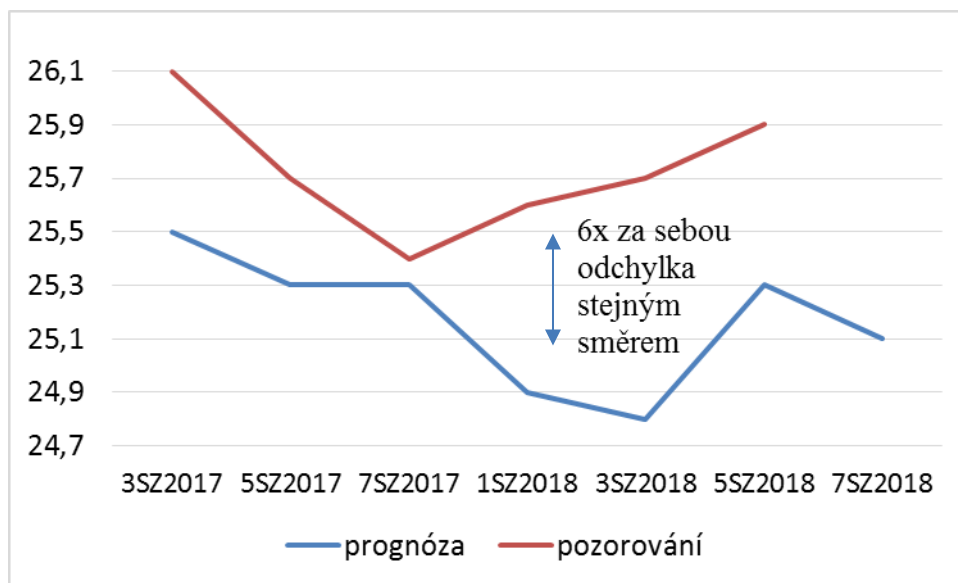
Dnes nám slabá koruna poskytuje příležitost v normalizaci sazeb pokračovat, protože dostatečné **utažení měnových podmínek zatím nedoručuje ani kurz, ani klientské sazby**. Páté zvýšení v řadě vypadá dramaticky, ale v historickém kontextu je v době expanze běžné. Například americký Fed zvýšil mezi lety 2004 a 2006 sazby sedmáctkrát za sebou.

I.2 Vyjádření k vyznění situační zprávy a k prognóze

Předpovídat vývoj kurzu je disciplína obtížná (řada kolegů ekonometrů by řekla přímo nemožná). Je tedy evidentní, že od žádného modelu nemůžeme vyžadovat přesné predikce, a nemohou nás překvapit odchylky hned u dalšího čtvrtletí v řádu jednotek procentních bodů. Navíc v našem modelu nejde primárně o predikci, ale o konzistenci kurzu s dalšími veličinami, zejména implikovaným výhledem sazeb.

Co bychom ale od modelu měli chtít, je, aby jeho chyby **nebyly systematické**. Chyby predikce kurzu v našem modelu g3 systematické jsou, jak ukazuje následující graf. V něm zobrazuji predikci z dané situační zprávy na následující čtvrtletí, kterou srovnávám s reálným průměrem za toto čtvrtletí (skutečný kurz za první kvartál 2019 tedy přirozeně v grafu chybí):

Graf 2. Náš model systematicky nadhodnocuje kurz CZK/EUR v následujícím čtvrtletí



V grafu uvažují jen prognózy zveřejněné po ukončení kurzového závazku, jež se všechny vychýlily ve stejném směru, a to průměrně o 50 haléřů. Naopak předexitové prognózy počítaly s tím, že konec závazku přijde později než v dubnu 2017, a proto měly na následující čtvrtletní zafixovaný kurz 27 Kč za euro. Jelikož exit přišel dříve, pozorovali jsme u těchto několika prognóz krátkodobě technické podhodnocení kurzu. To ale nesouvisí s výkonností či nevýkonností modelu jako prediktoru kurzu a neobstojí jako argument pro symetrii modelu.

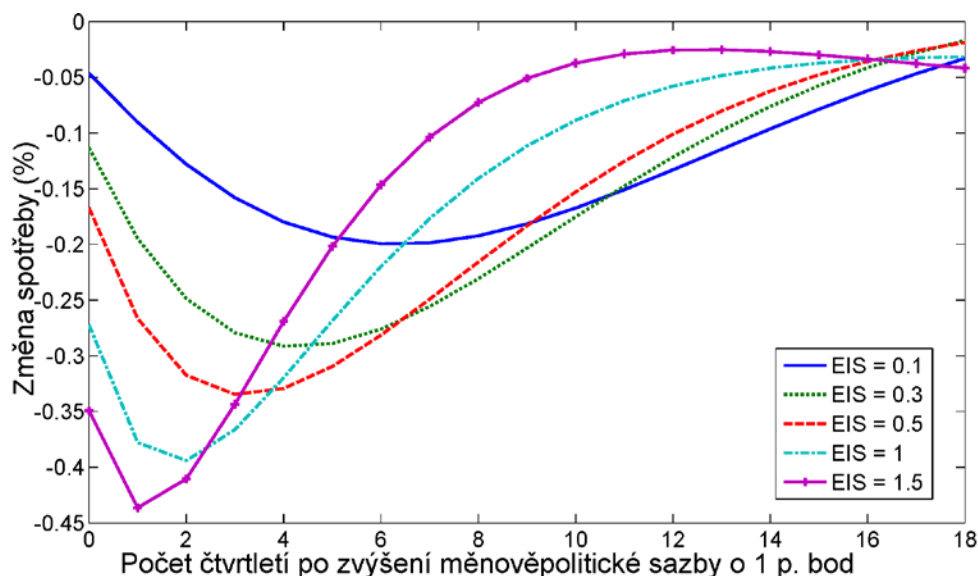
Nesymetrie predikce kurzu má důležitý vliv na měnověpolitická doporučení založená na prognózách. Podle našeho pravidla palce znamená průměrná chyba 50 haléřů v příštím kvartále (a propagovaná dále), že v době rozhodování nad každou situační zprávou byl v průměru **prostor pro dva další „hiky“** nad rámec toho, co tehdy prognóza doporučovala.

Ten prostor existuje i nyní. Pro dnešní rozhodování je klíčové, že prognóza počítá s průměrným kurzem v prvním čtvrtletí 2019 ve výši 25,1 Kč za euro. S ohledem na tržní vývoj se ale takový výsledek jeví jako nepravděpodobný. Distorze spojená s oslabováním koruny na konci roku se přitom nyní tolik **neprojevuje**. Je tomu tak i díky aktivitě Národnej banky Slovenska a Bank of Israel, které využívají arbitráže, intervenují na FX swapech a nepřímo pomáhají korunu posilovat. V lednu tedy nelze očekávat posílení koruny díky vypršení efektu konce roku. Spíše dochází k realizaci citlivostního scénáře, který volá po zvýšení sazeb dokonce o 50 b. b. Jedním standardním „hikem“ každopádně chybu neuděláme.

I.3 Tematický komentář k situační zprávě

Nejvýznamnější složkou agregátní poptávky, přes kterou měnová politika ovlivňuje inflaci, je spotřeba domácností. V našem modelu g3, stejně jako ve většině DSGE modelů používaných v centrálních bankách (na rozdíl od některých modelů s heterogenními agenty, např. Kaplan a kol., 2018), působí měnová politika na spotřebu hlavně přes mezičasovou substituci. Zjednodušeně – když reálné sazby vzrostou, budou spotřebitelé chtít spořit více a půjčovat si méně. Parametr, který vztah mezi sazbami a spotřebou v modelu řídí, je elasticita mezičasové substituce. Je to parametr klíčový a táhne hlavní výstupy DSGE modelů:

Graf 3. Elasticita substituce (EIS) rozhoduje o modelové reakci spotřeby na změnu sazeb



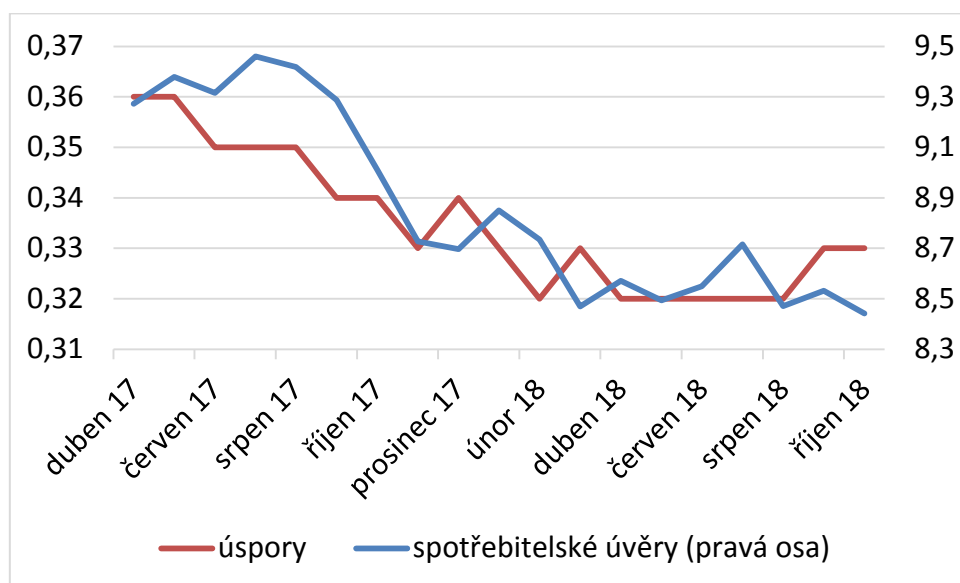
Čím větší elasticita, tím větší a rychlejší reakce spotřeby na změny sazeb. Z technických důvodů k simulaci v grafu výše nepoužívám model g3, ale celosvětově nejznámější DSGE model Smets a Wouters (2007), který je konstruován pro uzavřenou ekonomiku. Vliv elasticity je zřejmě v našem případě obdobný, ale ověřit to přímo nelze, protože model g3 používá logaritmickou užitkovou funkci (ve které není možné elasticitu měnit, je zafixována na hodnotě 1). Zjednodušení v podobě předpokladu logaritmické užitkové funkce je ve světě docela časté, podobně třeba jako předpoklad Cobb-Douglasovy produkční funkce.

Věrohodný odhad této klíčové elasticity (za použití mikro dat a uspokojivé identifikace) pro Českou republiku bohužel není k dispozici, a to díky trvajícím datovým omezením. V článku Havránek (2015) tedy shrnuji všechny dostupné odhady pro jiné země: 2735 koeficientů publikovaných v 169 studiích. Po očištění o různá vychýlení dostávám průměrnou elasticitu ve výši 1/3, přičemž hodnoty blízko 1 jsou v literatuře výjimečné. Ve studii Havránek a kol. (2015) pak s kolegy ukazujeme, že země s vyšší účastí domácností na akciovém trhu mají vyšší elasticitu mezičasové substituce, neboť domácnosti vystavené akciovému trhu jsou obecně finančně gramotnější a více si všimají změn úrokových sazeb.

V souhrnu se tedy zdá nepravděpodobné, že elasticita substituce pro ČR přesahuje hodnotu 1/3. Je-li rovna 1/3, pak je reakce spotřeby na změny sazby v krátkém období zhruba třetinová oproti tomu, co předpokládá g3. Opět se jedná o zjednodušení, protože v dané Eulerově rovnici vystupují *očekávání* růstu spotřeby a *očekávání* reálné sazby. Nicméně porovnání tyrkysové a zelené čáry v grafu 3 jasně dokládá, že se jedná o významný rozdíl. **Spotřeba může na změny sazeb reagovat o poznání slaběji, než předpokládá náš model.**

Další otázkou ohledně modelové transmise je definice slova „sazby“. Náš model má v rovnici spotřeby 3M PRIBOR, za který si ale spotřebitel nic půjčit ani uložit nemůže. Domácnosti čelí klientským sazbám, na které potom reagují přímo procesem mezičasové substituce – nebo, jak zdůrazňují Kaplan a kol. (2018), nepřímo skrze změny příjmu. Na rozdíl od PRIBORu však klientské sazby na celkové vklady a spotřebitelské úvěry od exitu klesaly:

Graf 4. Klientské sazby nejrelevantnější pro spotřebu od exitu klesají



Oba ukazatele se nacházejí poblíž svých absolutních historických minim. Měli bychom mezi sazby relevantní pro spotřebu počítat i úroky z hypoték? Ty rostou, což může obrázek změnit (i když rostou také z titulu zpříšňování makroprudenční, nejen měnové politiky). Přikláním se k tomu, že ano, neboť náklady spojené s bydlením lze v mnoha případech považovat za spotřebu, jak opakovaně argumentoval Mojmír Hampl. Velikost splátky hypotéky ovlivňuje spotřební chování domácností, jak řada z nás pozoruje z vlastní zkušenosti.

Pro ilustraci je možné sestavit hrubý ukazatel efektivní sazby, které čelí spotřeba široce definovaná, tedy včetně nákupu obydlí. Jednoduše zde vážím sazby na agregovaných úsporách domácností (což jsou náklady příležitosti spotřeby), spotřebitelských úvěrech a hypotékách dle objemu dané kategorie. Výsledkem je modrá čára v grafu 1, kterým jsme stanovisko začali. Je vidět, že růst úrokových sazeb na hypotékách od exitu převážil pokles v ostatních dvou kategoriích. I tak je ale kumulativní růst efektivní sazby pro spotřebu (kterou model nevidí) jen 0,1 p. b., zatímco pro PRIBOR (se kterým model pracuje) to bylo 1,5 p. b.

Dle této logiky tedy mělo dosavadní zvyšování sazeb na spotřebu mizivý vliv a bude ho mít i v dalších měsících. (Nedávná interní analýza chyb predikce spotřeby z pera Michala Franty také poukazuje na to, že v poslední době naše prognózy dlouhodobý růst spotřeby spíše podhodnocují – jakkoli problém by se měl plně projevit až na horizontu transmise.) Předpokládáme-li, že zbytek transmise funguje bezvadně, pak je celkový transmisní mechanismus oslaben téměř na polovinu, neboť spotřeba tvoří polovinu agregátní poptávky. Zjednodušeně řečeno, jako bychom od exitu provedli jen necelé 4 „hiky“ namísto 7.

Závěrem: dostupná data o klientských sazbách končí říjnem 2018. Za listopad a prosinec už anekdotická evidence naznačuje posun u hypoték a spořicíh účtů (viz také str. 28 v SZ), což zvyšuje efektivní sazbu pro spotřebu. Nelze tedy tvrdit, že transmise do spotřeby nefunguje: pouze byla v období po exitu výrazně utlumena až zastavena. Zkoumat důvody tohoto utlumení jde nad rámec krátkého stanoviska. Důležité je, že nejméně 3 poexitové „hiky“ nám díky tomu bez velkého efektu vyšuměly, aniž by to model bral v úvahu. Toto vyšumění se může brzy projevit ve vyšší inflaci oproti prognóze vzhledem k tomu, že se blíží doba, po které by měly mít tyto hiky na inflaci největší vliv. K udržení inflace na cíli bude tedy zapotřebí zvyšovat sazby na každém zasedání až do hmatatelného zvolnění tempa růstu mezd.

I.4 Dílčí připomínky a otázky

- Osmá situační zpráva je zpracována výjimečně **kvalitně a srozumitelně**.
- Toto stanovisko není kritikou modelu g3 – ten patří mezi nejlepší DSGE modely pro otevřenou ekonomiku na světě a jsme na něj právem hrdí. Kalibrován byl jako celek, aby jeho impulzní odezvy odpovídaly realitě. Neměly by však jednotlivé parametry mít ekonomickou interpretaci? Pokud tomu tak není a například kalibrovaná elasticita mezičasové substituce neodpovídá pozorovanému chování spotřebitelů, má model skutečně mikroekonomické základy? Nebyl plnohodnotně kalibrován ještě před krizí, a nemohou se tak současné odezvy ekonomiky lišit od modelové dynamiky? Ovšem dnes je v makroekonomii moderní do DSGE modelů kopat. Já si naopak myslím, že se **jedná o užitečný nástroj**; poslední dobou se však více projevují také jeho omezení.

- Jedním omezením popsaným v tomto stanovisku je predikce kurzu. Na základě argumentů v sekci I.2 výše by měl v GRIPu této malé situační zprávy žlutý trojúhelník pro měnový kurz ležet zhruba v polovině pravého horního kvadrantu, nikoli poblíž počátku. Navrhují rozšířit expertní úpravy na celý horizont prognózy tak, aby predikce kurzu byla méně tažena modelovou dynamikou a více informacemi z trhu. Jak je vidět na setrvalé nízkých sazbách pro úspory domácností, **arbitráž plně nefunguje** ani na domácím trhu mezi spořicími účty a repo sazbou. Nemá potom divu, že plně nefunguje ani modelem předpokládaná arbitráž na FX trhu přes UIP podmínku. Konsensus ve finanční ekonometrii je každopádně takový, že málokterý model dokáže v predikci kurzu porazit náhodnou procházku.
- Dalším omezením je, že g_3 v rovnici pro spotřebu nepracuje s klientskými sazbami. Zřejmě není proveditelné nahradit zde PRIBOR jinou sazbou, ač ten není pro spotřebu příliš relevantní (viz graf 1 na začátku stanoviska). Mohli bychom ale vytvořit malý **satelitní model**, třeba jen formou svázání klíčových proměnných identitami, který by s klientskými sazbami (ale třeba též s výnosy dluhopisů pro FX trh, které jsou mimochodem i na výrazně delších splatnostech níže než 3M PRIBOR, viz str. 27 v SZ) pracoval a do budoucna poskytoval „sanity check“ pro náš jádrový DSGE model?
- Kapitola III.6.1 o transmissi mi přijde psána **příliš optimisticky**. Problémů v transmissi (jež přitom ovlivňují polovinu agregátní poptávky) se dotýká jen poslední věta.
- Opakovaně nás překvapuje růst průměrné mzdy ve veřejném sektoru směrem nahoru; nejnovější údaj je 12 % meziročně. Prognóza říká, že se toto tempo utlumí do **roku 2020 na 4 %** (str. 22). Jaká je logika tohoto utlumení? Nejpozději za 2,8 roku čekáme parlamentní volby a celý horizont naší fiskální prognózy (str. 26) ukazuje, že „zdroje budou“. Model sice pracuje primárně se mzdami v tržních odvětvích, ale vyšší disponibilní příjem zvýší inflaci, i když jeho zdrojem budou peníze veřejné.
- O síle současných mzdových tlaků vypovídá lépe růst balíku mezd a mediánové mzdy (oboje s dynamikou blízko 10 %; str. 22) než růst mzdy průměrné. Stále se totiž zvyšuje zaměstnanost, přičemž firmy nabírají převážně podprůměrně placené zaměstnance. **To růst průměrné mzdy podhodnocuje**. Až dojde k zastavení nárůstu zaměstnanosti, průměrná mzda poroste rychleji čistě ze statistických důvodů.
- Již máme k dispozici měsíční data z katastru nemovitostí ohledně realizovaných cen domů a bytů. Údaje za říjen naznačovaly návrat ke dvojciferné meziroční dynamice, takže tato časová řada by nám mohla pomoci i v argumentaci ohledně schvalování novely Zákona o ČNB. Kdy bude možné konstruovat index **CPIH na měsíční bázi**? Stihneme to do zpracování příští velké situační zprávy, kde tento index publikujeme?

I.5 Reference

- Havranek, T. (2015): “Measuring Intertemporal Substitution: The Importance of Method Choices and Selective Reporting,” *Journal of the European Economic Association* 13(6), 1180-1204.
- Havranek, T. & Horvath, R. & Irsova, Z. & Rusnak, M. (2015): “Cross-Country Heterogeneity in Intertemporal Substitution,” *Journal of International Economics* 96(1), 100-118.
- Kaplan, G. & Moll, B. & Violante, G. (2018): “Monetary Policy According to HANK,” *American Economic Review* 108(3), 697-743.
- Smets, F. & Wouters, R. (2007): “Shocks and Frictions in US Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach,” *American Economic Review* 97(3), 586-606.

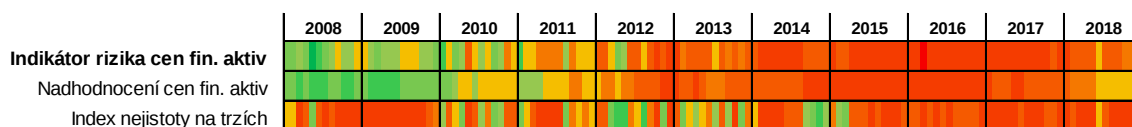
II. Vyjádření z pohledu dosahování cíle finanční stability²

Zpracovala sekce finanční stability.

S ohledem na udržitelné plnění inflačního cíle, rychlý růst disponibilních příjmů domácností, přetrvávající napětí na trhu práce odrážející se v tlaku na mzdový růst považuje SFS za žádoucí pokračovat v nastoupené normalizaci měnové politiky. Z hlediska finanční stability jsou podpůrnými argumenty pro relativně rychlý návrat krátkodobých úrokových sazeb k neutrální úrovni svižný růst úvěrů a pokračující zvyšování cen nemovitostí. 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 měnověpolitickém zasedání k 8. SZ 2018 zvýšit 2T repo sazbu na 2 %. Rizika spojená s případným nezvýšením 2T repo sazby zároveň považujeme za významně nižší než v předchozích měsících.

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

Graf 1: Mapa rizik průsaku měnové politiky do rizik spojených s cenami finančních aktiv³



Pozn.: Indikátor rizika 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).

Rizikem i nadále zůstává náhlé a neuspořádané přecenění rizikových premií napříč finančními trhy na pozadí relativně vysoké míry zadlužení některých vyspělých ekonomik či rostoucí míry zadlužení v rozvíjejících se ekonomikách, ale i v ČR. Přetrvávající potenciální nedostatečné ocenění rizik v rizikových premiích odráží i nadále zvýšený domácí indikátor rizika cen finančních aktiv, i když naznačuje mírné snížení rizik (Graf 1, přechod do světlejší oranžové). To je způsobeno částečným snížením nadhodnocení cen zejména u českých státních dluhopisů vlivem zvyšování měnověpolitických sazeb ČNB. Výše indikátoru je však nadále ovlivňována příliš nízkou volatilitou a likviditou na finančních trzích (s výjimkou akciového).

Realizované i očekávané zpříšňování měnových politik v rozvinutých ekonomikách vedlo v období listopad až prosinec 2018 k pokračování korekce na globálních akciových trzích. Útěk ke kvalitě v podobě státních dluhopisů zemí vnímaných jako bezpečné přístavy vedl ke zplošťování výnosových křivek státních dluhopisů těchto zemí (Tabulka 1). Zejména částečná inverze americké výnosové křivky vyvolala otázky o blížícím se konci hospodářského cyklu. V souvislosti se zvýšenou nejistotou ohledně pokračování hospodářského růstu došlo také k obecnému snížení 5letých swapových sazeb (Graf 2 a Graf 3) a k nárůstu výnosů státních dluhopisů u zemí vnímaných trhy jako rizikové.

² 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.

³ Vzhledem k tomu, že od posledního měnového jednání uplynula dosti krátká doba a nových dat, která nebyla prezentována na jednání bankovní rady o otázkách finanční stability 29. listopadu, v tomto vyjádření neprezentujeme celou mapu rizik, ale pouze jednu složku týkající se cen finančních aktiv.

Tabulka 1: Výnosy státních dluhopisů vybraných zemí

Výnosy státních dluhopisů vybraných zemí

Země	Jednoletý státní dluhopis		Pětiletý státní dluhopis	
	Úroveň k 13.12. v %	Změna oproti 26.10. v p.b.	Úroveň k 13.12. v %	Změna oproti 26.10. v p.b.
CZ	1,40	↑ 0,22	1,74	↓ -0,07
DE	-0,65	↑ 0,07	-0,27	↓ -0,06
CH	-0,94	↑ 0,01	-0,58	↓ -0,09
SE*	-0,47	↓ -0,03	-0,04	↓ -0,10
UK	0,78	↑ 0,06	0,91	↓ -0,06
US	2,68	↑ 0,07	2,75	↓ -0,15

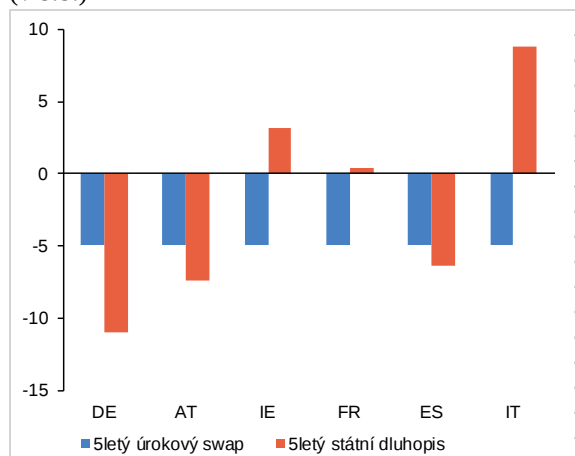
Pramen: Bloomberg

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

Graf 4 a Graf 5 dokumentují, že vazba kurzů měn na úrokový diferenciál nebo jeho změny je v současných podmínkách dosti nepravidelná. Tržní účastníci vysvětlují zhodnocování amerického dolaru v posledních 3 měsících vůči euru a dalším evropským měnám vyššími sazbami a výnosy dluhopisů v USA oproti Evropě. V případě české či norské koruny však tomu tak nebylo.

Graf 2: Změna sazeb eurových swapů a výnosů státních dluhopisů vybraných zemí eurozóny za poslední 3 měsíce

(v b.b.)

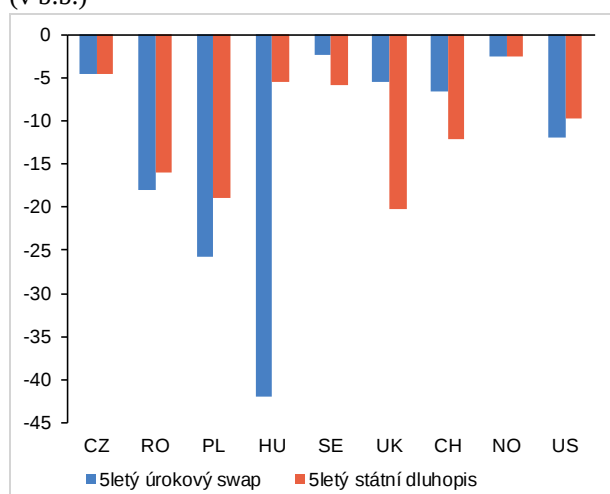


Pramen: Thomson Reuters

Pozn.: Sazby eurových úrokových swapů vycházejí ze stejného zdroje a proto jsou shodné pro všechny země.

Graf 3: Změna sazeb eurových swapů a výnosů státních dluhopisů vybraných zemí mimo eurozónu za poslední 3 měsíce

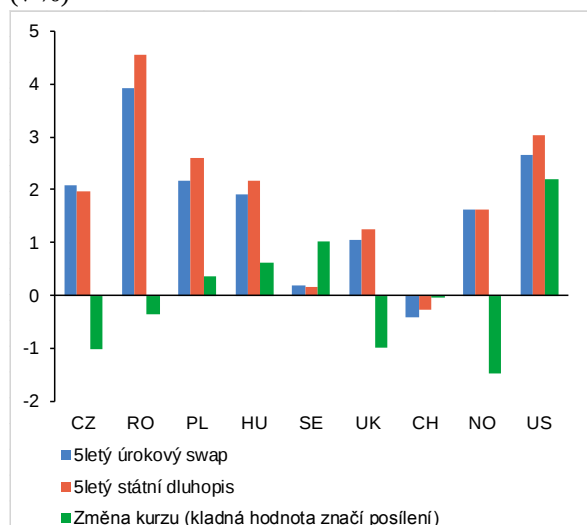
(v b.b.)



Pramen: Thomson Reuters

Celkově lze vývoj na finančních trzích vyhodnotit tak, že i v zemích s příznivým vývojem ekonomické aktivity se snížila pravděpodobnost, že bude pokračovat návrat k normálním finančním podmínkám z hlediska dlouhodobých úrokových sazeb, případně z hlediska vývoje měnového kurzu. To platí i pro domácí ekonomiku. To lze na jedné straně interpretovat jako možnost pro centrální banky pokračovat v normalizaci krátkodobých úrokových sazeb, ale na druhé straně také jako potenciálně omezený vliv na transmissi této normalizace do finančních podmínek (viz rovněž závěrečná pasáž části II.2 níže).

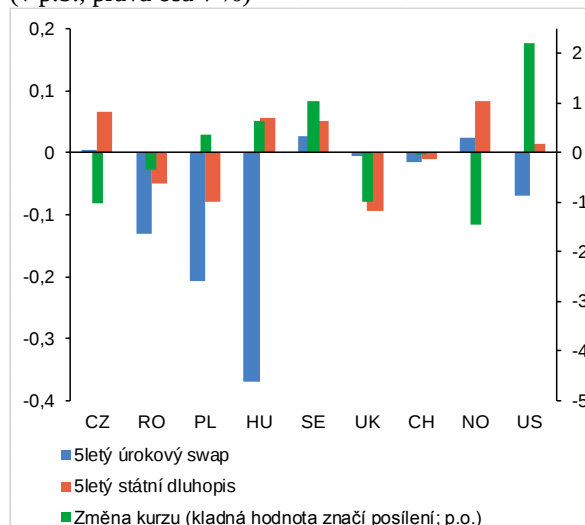
Graf 4: Úrokový diferenciál a změna kurzu měn vůči euru za poslední 3 měsíce (v %)



Pramen: Bloomberg, Thomson Reuters

Pozn.: Úrokový diferenciál k 12. 9. 2018. Změna kurzu v období mezi 12. 9. 2018 a 12. 12. 2018. Úrokový diferenciál státních dluhopisů vztažen vůči Německu.

Graf 5: Změna úrokového diferenciálu a změna kurzu měn vůči euru za poslední 3 měsíce (v p.b., pravá osa v %)



Pramen: Bloomberg, Thomson Reuters

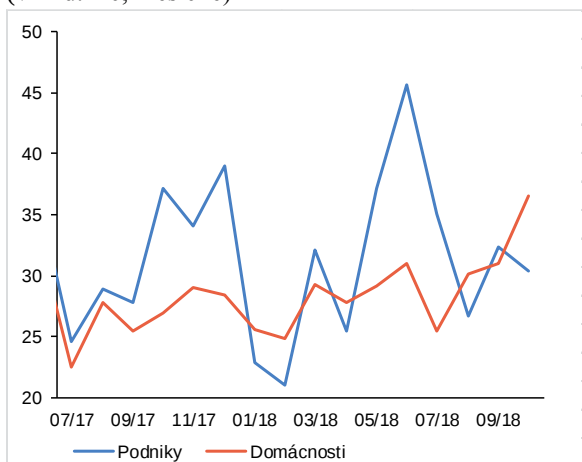
Pozn.: Změna úrokového diferenciálu a kurzu v období mezi 12. 9. 2018 a 12. 12. 2018. Úrokový diferenciál státních dluhopisů vztažen vůči Německu.

II.2 Vývoj na domácím úvěrovém trhu

Objemy skutečně nových úvěrů (bez refinancování a refixací) nefinančním podnikům a domácnostem (Graf 6) zůstaly v říjnu na poměrně vysokých hodnotách, jakkoli u úvěrů domácnostem to má ve významné míře souvislost se zahájením účinnosti limitů na DTI a DSTI. Na část poptávky po úvěrech může mít také vliv očekávané zvyšování úrokových sazeb (Graf 7), které u nefinančních podniků ode dna narostly v průměru o 1,5 p.b., zatímco u úvěrů na bydlení jen o 0,65 p.b. V listopadu zvyšování úrokových sazeb z úvěrů na bydlení pokračovalo a je pravděpodobné, že v současnosti se u této kategorie bude nárůst ode dna blížit 1 p.b. To může mít psychologický efekt a je zjevné, že poskytovatelé se to snaží marketingově využít. Předpokládáme, že růst úrokových sazeb z hypotečních úvěrů spolu s limity na DTI a DSTI přispěje ke zpomalení růstu cen bydlení. To se začalo projevovat již ve 2. čtvrtletí 2018. Předběžná data prezentovaná na jednání bankovní rady o otázkách finanční stability 29. listopadu však ukazovala na určité zrychlení meziročního růstu cen bydlení ve 3. čtvrtletí.

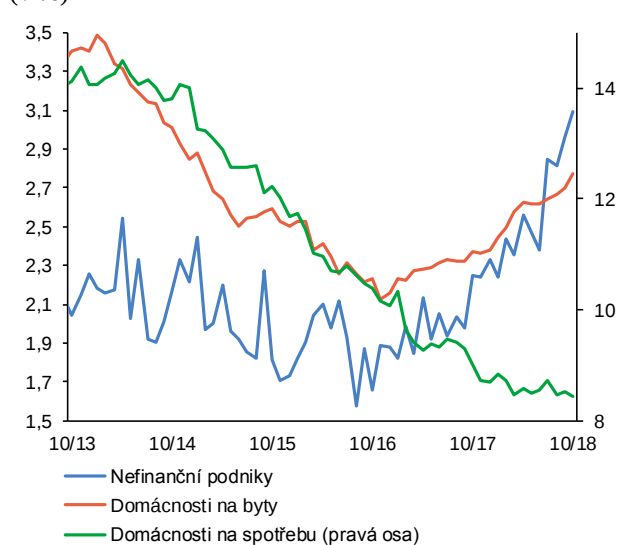
Zvyšování úrokových sazeb se pozitivně odráží v úrokových maržích. Na stavech úvěrů je to zatím vidět jen u podnikových úvěrů (Graf 8). Zvyšování marží u nových úvěrů na bydlení (Graf 9) se však s odstupem času promítne i do marží ze stavů. To může snížit podněty pro generování vysokých objemů nové úvěrové produkce a přispět ke zmírnění rizik pro finanční stabilitu.

Graf 6: Čisté nové úvěry nefinančním podnikům a domácnostem
(v mld. Kč; měsíčně)



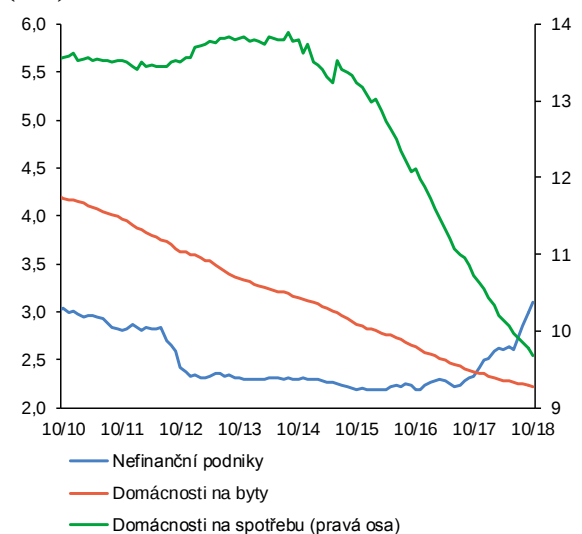
Pramen: ČNB

Graf 7: Úrokové sazby z nových úvěrů soukromému sektoru
(v %)



Pramen: ČNB

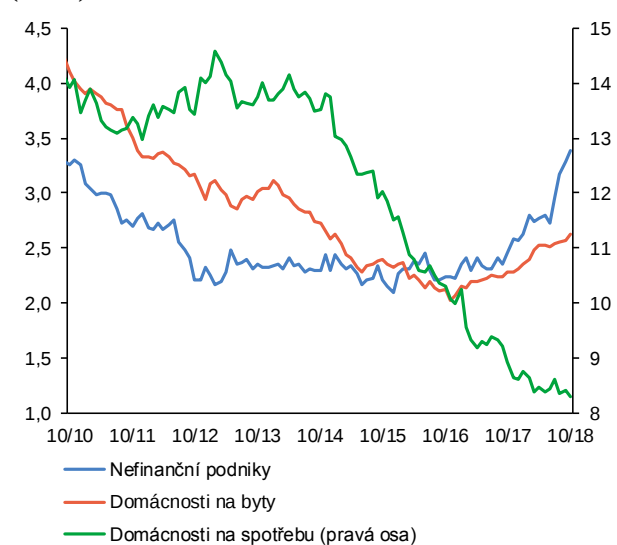
Graf 8: Úrokové marže ze stavu úvěrů soukromému sektoru
(v %)



Pramen: ČNB

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

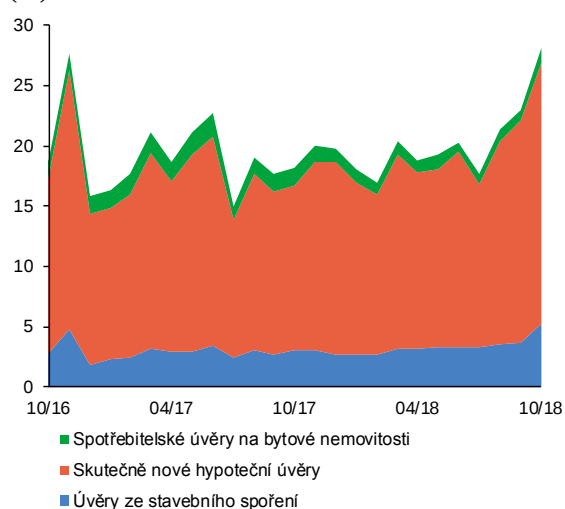
Graf 9: Úrokové marže z nových úvěrů soukromému sektoru
(v b.b.)



Pramen: ČNB

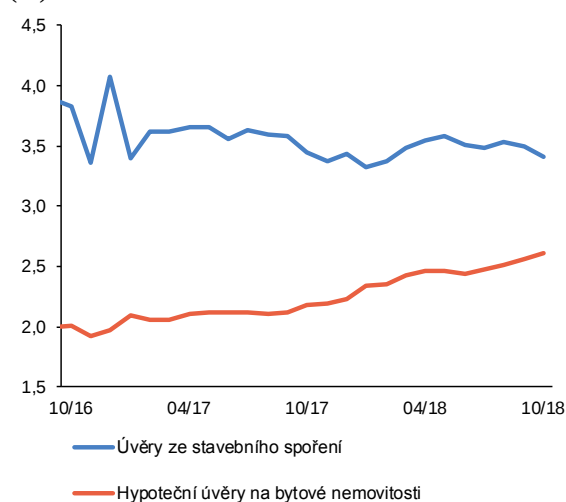
Pozn.: Marže jsou spočítány jako úvěrové sazby pro dané sektory mínus průměrná depozitní sazba. Položka nefinanční podniky nezahrnuje revolvingové úvěry a kreditní karty.

Graf 10: Měsíční nové úvěry na bydlení (%)



Pramen: ČNB

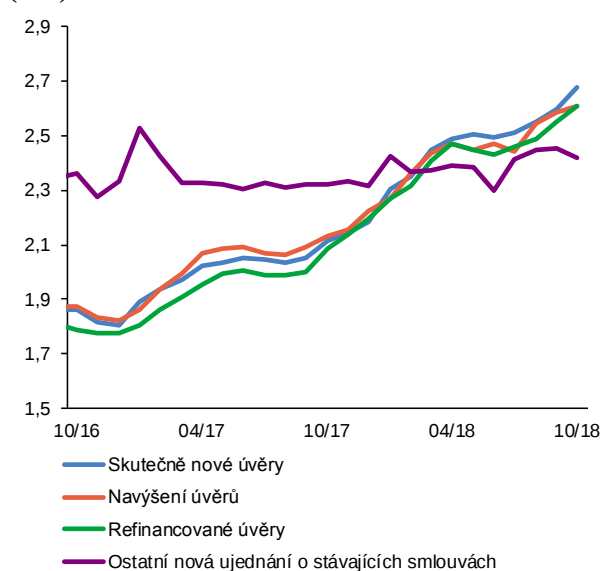
Graf 11: Sazby z nových úvěrů na bydlení domácnostem (%)



Pramen: ČNB

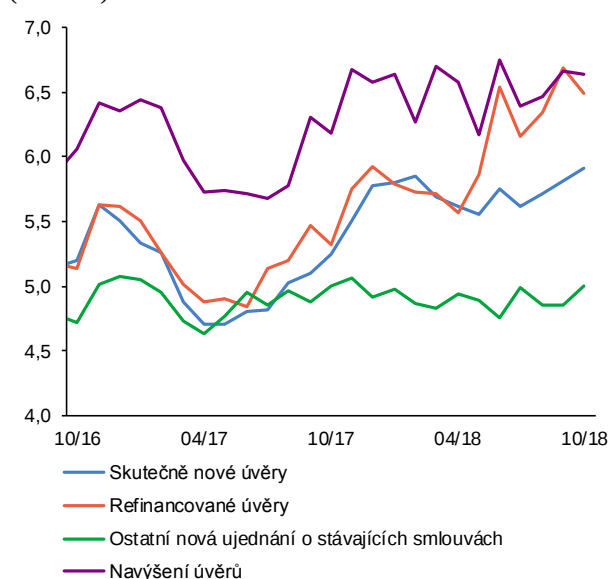
Detailnější pohled na úvěry na bydlení ukazuje, že objemy nově poskytnutých úvěrů v září a říjnu byly mimořádně vysoké (Graf 10). Zvýšily se i objemy úvěrů poskytovaných stavebními spořitelny, které na rozdíl od hypotečních úvěrů mírně „zlevnily“ (Graf 11). K významné změně došlo u úrokových sazeb z refixovaných úvěrů (ostatní nová ujednání v Grafu 12). Ty byly dlouhodobě dražší než skutečně nové úvěry nebo refinancované úvěry. Banky však změnily přístup a v posledních měsících začaly být refixované úvěry levnější. Převládají u nich 5leté fixace, zatímco u ostatních složek nových hypotečních úvěrů se fixace prodloužily, což snižuje rizika spojená s případnými úrokovými šoky.

Graf 12: Sazba z nových hypotečních úvěrů (v %)



Pramen: ČNB

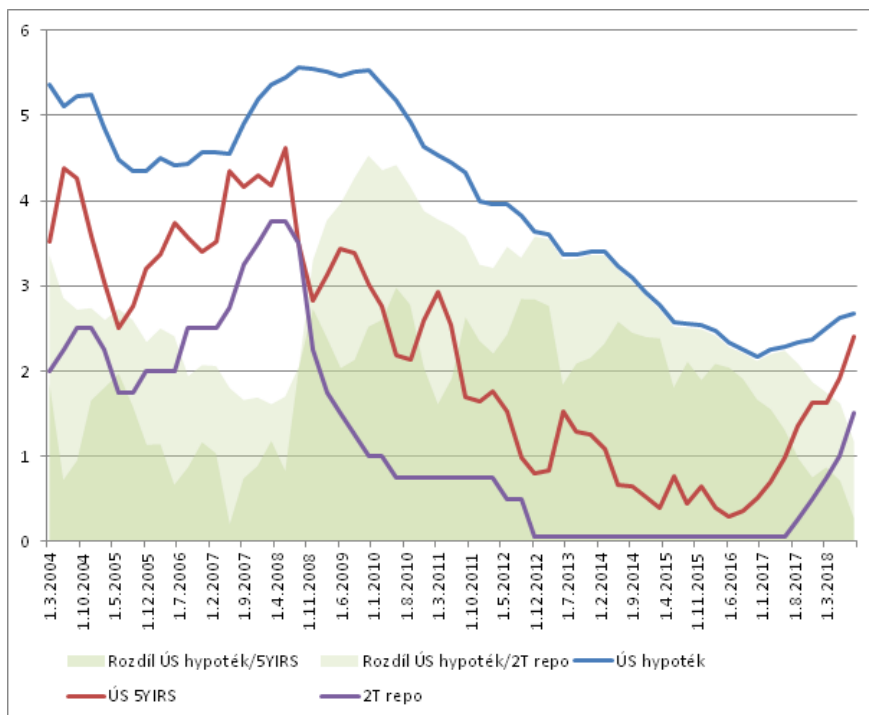
Graf 13: Průměrná délka fixace nových hypotečních úvěrů (v letech)



Pramen: ČNB

Pro převládající hypoteční úvěry s fixací na 5 let sloužila jako podkladová referenční úroková sazba historicky buď 5Y IRS nebo stejně dlouhé splatnosti státního dluhopisu (to přestávalo dávat ekonomický smysl ve chvíli, kdy jejich sazba klesla do záporných hodnot). Vztah měnověpolitické sazby 2T repo (fialová) a 5YIRS (červená) je z dlouhodobého pohledu trendově shodný, jakkoli zde existují výrazné krátkodobé výkyvy (Graf 14). Při srovnání vývoje CZK 5YIRS (červená) a úrokových sazeb nových úvěrů na bydlení (modrá) vidíme, že v období přechodně vyšších sazeb 5YIRS odrážející pohyb měnověpolitické sazby směrem vzhůru se snižuje rozdíl mezi klientskou úrokovou sazbou a sazbou IRS. Tento rozdíl se obecně se v překrizovém období pohyboval poblíž úrovně 1 p. b., resp. v některých letech byl nižší (to neplatilo např. pro rok 2005, kdy je vidět opožděná a mírnější reakce klientských sazeb na pokles měnověpolitické sazby, která pak následně šla opět vzhůru). Na počátku krize doprovázeném prudkým snížením měnověpolitické sazby se rozdíl zvýšil nad 2 p.b. a kolem této úrovně osciloval do roku 2017, kdy byl zahájen proces normalizace měnové politiky. Lze usuzovat, že úroveň rozdílu mezi CZK 5YIRS a klientskou úrokovou sazbou na hodnotě 2 p.b. byla v letech 2010 – 2016 vyšší, než by odpovídalo v té době převládajícímu makroekonomickému prostředí, aby pomáhala bankám udržovat vysokou ziskovost i v době nízkých úrokových sazeb. Částečně by tomu mohla nasvědčovat skutečnost, že klientské úrokové sazby hypoték v zemích eurozóny v této době pohybovaly i na úrovních okolo 1 %. To také může znamenat, že zvyšování měnověpolitických úrokových sazeb se nyní nebude automaticky a rychle promítat v plné výši do klientských sazeb, neboť vyšší úroveň rozdílu mezi klientskou a měnověpolitickou sazbou (či 5Y IRS) nemusí být banky v prostředí normálních úrokových sazeb schopny dosáhnout. To by znamenalo, že nárůst měnověpolitických sazeb v průběhu jejich normalizace nebude v dlouhodobějším horizontu plně promítnut do klientských sazeb a bude absorbována „rezerva“, se kterou bankovní systém pracoval v období nízkých úrokových sazeb.

Graf 14: Vývoj MP sazby, sazby 5letého IRS a úrokových sazeb z hypotečních úvěrů



Pramen: ČNB

II.3 Vyjádření k vyznění 8. SZ 2018 a měnověpolitické doporučení

Pohyb inflace poblíž 2% cíle považujeme za udržitelný zejména s ohledem na vývoj jádrové inflace. Pozorovaný makroekonomický vývoj (mzdy, bilance zboží a služeb) signalizuje pozitivní mezeru výstupu, s čímž je konzistentní posun měnových podmínek k více neutrálnímu působení. Kombinace rychlého růstu nominálních i reálných mezd a stále nízkých nominálních úrokových sazeb může podporovat poptávku po úvěrech a aktivech, i když vývoj úrokových sazeb z úvěrů a limity na hypoteční úvěry tuto poptávku budou částečně brzdít.

Na základě souhrnného vyhodnocení nově dostupných informací v 8. SZ považujeme za žádoucí pokračovat v postupném zpříšňování měnové politiky. Konkrétní měnověpolitické doporučení tradičně formulujeme 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. Pokud bychom zohlednili rizika pramenící ze současného makroekonomického vývoje pro dosahování cíle finanční stability, doporučili bychom rychlejší návrat k neutrální úrovni měnověpolitických sazeb, než implikuje stávající prognóza. Zahrnutí finančně-stabilitních aspektů⁴ vede v současné situaci přirozeně k rychlejšímu růstu sazeb zejména z titulu kladení většího důrazu na pozici ekonomiky ve finančním cyklu a důrazu na střednědobé a dlouhodobé ekonomické dopady velmi nízkých reálných úrokových sazeb při kladné mezeře výstupu. To bylo dokumentováno v předchozích vyjádřeních SFS k SZ na základě implikovaných sazeb podle různých variant reakční funkce založené na alternativních verzích Taylorova pravidla.

S ohledem na udržitelné plnění inflačního cíle, rychlý růst disponibilních příjmů domácností, přetrvávající napětí na trhu práce odrážející se v tlaku na nárůst mezd doporučujeme na měnověpolitickém zasedání k 8. SZ 2018 zvýšit 2T repo sazbu na 2 %. Při formulaci tohoto doporučení vycházíme z hlediska cíle cenové stability (či obecně makroekonomické stability) i cíle finanční stability. Rizika spojená s případným nezvýšením 2T repo sazby zároveň považujeme za významně nižší než v předchozích měsících, neboť úrokové sazby z úvěrů včetně hypotečních na zvyšování měnověpolitických sazeb nezanedbatelně reagovaly a rovněž kroky v makroobezřetnostní politice by měly vést k oslabení úvěrové dynamiky.

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