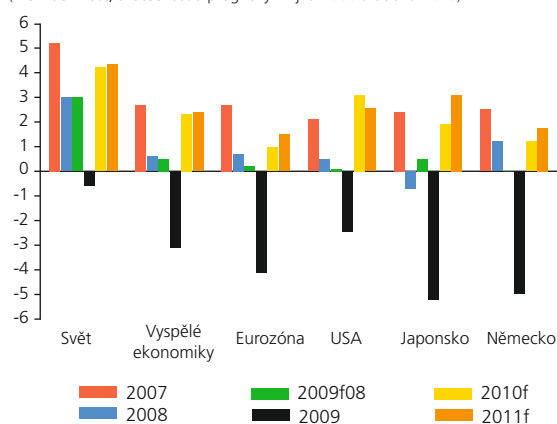


GRAF II.1

Hospodářský růst ve světě a ve vyspělých ekonomikách

(meziroční růst, skutečnost a prognózy z října 2008 a dubna 2010)



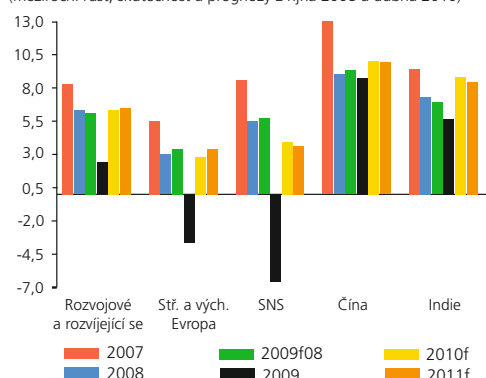
Pramen: MMF (World Economic Outlook, April 2010)

Pozn.: 2009f08 je prognóza růstu pro rok 2009 z října 2008.

GRAF II.2

Hospodářský růst v rozvojových a rozvíjejících se ekonomikách

(meziroční růst, skutečnost a prognózy z října 2008 a dubna 2010)



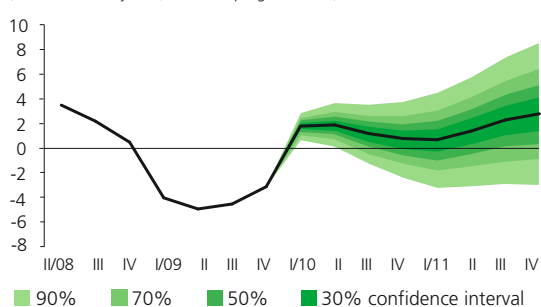
Pramen: MMF (World Economic Outlook, April 2010)

Pozn.: 2009f08 je prognóza růstu pro rok 2009 z října 2008.

GRAF II.3

Skutečný a prognózovaný vývoj hospodářského růstu v ČR

(meziroční změny v %, květnová prognóza ČNB)



Pramen: ČNB

2 REÁLNÁ EKONOMIKA

2.1 MAKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ

Zahraničnímu makroekonomickému vývoji dominovala v roce 2009 nečekaně silná recese. Po pominutí akutní fáze finanční krize začala světová ekonomika ve druhé polovině roku pozvolna oživovat. Základem tohoto křehkého oživení však není pouze obnovená důvěra privátního sektoru, ale také razantní podpůrná opatření hospodářských politik. Bankovní sektory v některých zemích nejsou ještě zcela stabilizovány a mohou být v dalších letech konfrontovány s nedostatkem zdrojů pro poskytování úvěrů. Snížená dostupnost úvěrů se může rovněž projevit v souvislosti s rostoucí regulatorní nejistotou. Eskalující vládní zadluženost v mnoha zemích pak může vytvářet tlak na růst úrokových sazeb z úvěrů, což by na pozadí pomalejšího růstu příjmů zvyšovalo reálné náklady obsluhy dluhů. Následující dva roky lze proto nadále považovat za období silných rizik. I když česká ekonomika nebyla přímo zasazena finanční krizí, dopadům globálních šoků se nemohla vyhnout. V roce 2010 bude ještě vystavena opožděným negativním důsledkům recese. Z hlediska vnější rovnováhy zůstává domácí ekonomika vysoce stabilní, což vzhledem k historické zkušenosti implikuje riziko opětovného fundamentálně nepodloženého zhodnocování koruny. Financování rostoucího českého vládního dluhu by v nejbližších letech mohlo probíhat bez výraznějších potíží, nelze však vyloučit nečekané zhoršení emisních podmínek v důsledku zvýšené nervozity finančních trhů při potížích jiných zemí. Ze střednědobého hlediska však vývoj českých veřejných financí představuje pro finanční stabilitu výrazné riziko.

Po nečekaně silném propadu ekonomické aktivity následuje velmi pozvolné oživení

Světová ekonomika po citelném oslabení ve 2. polovině roku 2008 upadla v roce 2009 po několika desetiletích do recese. Rozsah propadu lze označit za velmi nečekaný, což dokumentují rozdíly mezi prognózami z konce roku 2008 a skutečným vývojem v následujícím roce (3. a 4. sloupec v Grafech II.1 a II.2). Zatímco ještě v říjnu 2008 předpokládala prognóza MMF pro rok 2009 zvýšení světového výstupu o 3 %, ve skutečnosti došlo k jeho propadu o 0,6 % (Graf II.1). Hlavní příčinou bylo prudké snížení ekonomické aktivity ve vyspělých západních ekonomikách, mezi které patří i ČR.¹ Naopak v rozvojových a rozvíjejících se zemích bylo utlumení ekonomické aktivity v průměru mnohem menší, ovšem s velkými rozdíly mezi jednotlivými zeměmi. Některé velké ekonomiky z této skupiny nadále vykazovaly poměrně vysoký hospodářský růst (Graf II.2), zatímco některé se naopak dosti prudce propadly. Vývoj v ČR i v sousedních zemích potvrdil vysokou míru synchronizace hospodářského cyklu středoevropského regionu s cyklem eurozóny.

1 Rozdělení zemí do jednotlivých skupin je uvedeno ve World Economic Outlook (April 2010) ve statistickém dodatku. ČR je řazena do skupiny vyspělých zemí, ne do skupiny zemí střední a východní Evropy.

Z hlediska externího prostředí české ekonomiky byla nepříznivým faktorem recese nejen v Německu a dalších vyspělých zemích EU, ale i nečekaně prudký pokles produkce v široce definovaném regionu střední a východní Evropy, který v předcházejících letech naopak dynamicky rostl. Současné prognózy² předpokládají v dalších dvou letech opětovné zvýšení globální ekonomické aktivity, i když z hlediska jednotlivých zemí a regionů dosti nevyrovnané. Pro českou ekonomiku jsou vyhlídky na období následujících dvou let spíše umírněné. Příčinou jsou zejména očekávání, že ekonomická aktivita v Německu i v eurozóně jako celku, což je rozhodující region z hlediska odbytu domácích výrobků a služeb, sice poroste, avšak zřetelně nižšími tempy ve srovnání s obdobím před nástupem krize.

Domácí ekonomika se nemohla dopadům globálních šoků vyhnout

Česká ekonomika vstoupila do globální finanční krize a následné recese s poměrně dobrými výchozími podmínkami. Nevykazovala výraznější makroekonomické nerovnováhy a její finanční systém byl robustní z hlediska solventnosti i likvidity. Globální finanční turbulence se proto v domácí ekonomice projeví v omezené míře a finanční systém zůstal po celou dobu stabilní a nepotřeboval finanční podporu vlády či centrální banky jako v řadě jiných zemí (viz část 4.1). Jako malá otevřená ekonomika s průmyslovou a proexportní orientací se však dopadům globálních šoků nemohla vyhnout. Prudký pokles zahraniční poptávky se promítl do poklesu průmyslové výroby a následně do poměrně silného poklesu HDP.³ Ekonomika tak v posledním čtvrtletí 2008 vstoupila do recese a v prvním čtvrtletí 2009 se její celkový výkon mezikvartálně snížil o dramatických 4,1 %. Od třetího čtvrtletí pak již docházelo ke slabému oživení. Zastavení propadu HDP, resp. obnovení mírného růstu, souviselo zejména s částečným oživením zahraniční poptávky. Na tomto oživení se do jisté míry podílelo i tzv. šrotovné na automobily zavedené v některých evropských zemích. Za celý rok 2009 tak HDP poklesl o 4,1 %.

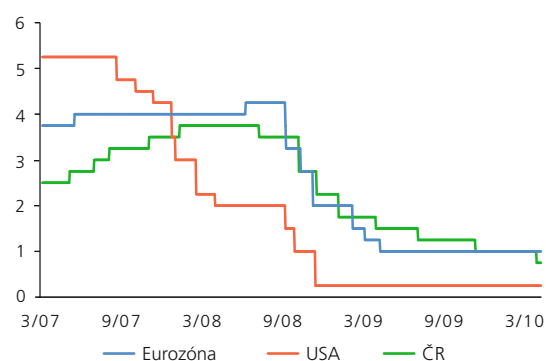
I přes mírné oživení poroste nezaměstnanost až do poloviny roku 2011

V dalších dvou letech by mělo v české ekonomice dojít k pozvolnému obnovení hospodářského růstu. ČNB ve své květnové prognóze předpokládá, že v roce 2010 domácí HDP vzroste o 1,4 % a v roce 2011 o 1,8 % (Graf II.3). Průběh oživení však bude nerovnoměrný, neboť dočasně poklesne zahraniční poptávka. Spolu s dalším růstem nezaměstnanosti, která reaguje na pokles poptávky se zpožděním, je očekáván tvar oživení ve formě asymetrického písmene W. Vývoj obecné míry nezaměstnanosti (resp. registrované míry nezaměstnanosti), která z průměrné úrovně 6,7 % (resp. 8,1 %) v roce 2009 vzroste zhruba

- Dubnová prognóza MMF i dubnový Consensus Forecasts (publikace obsahující průměry odhadů rozsáhlého reprezentativního vzorku analytiků a prognostiků, jejichž prognózy externího vývoje přejímá ČNB) v dalších dvou letech očekávají pro vyspělé země včetně ČR podobný vývoj. V Grafech II.1 a II.2 byly použity odhady MMF, neboť na rozdíl od Consensus Forecasts pokrývají celou světovou ekonomiku.
- Domácí exporty zboží a služeb dosáhly vrcholu v předposledním čtvrtletí 2008, zatímco v prvním i druhém čtvrtletí 2009 se již meziročně propadly o více než 15 %. Průmyslová výroba v prvních dvou čtvrtletích 2009 klesala ještě o něco výraznějšími tempy.

GRAF II.4

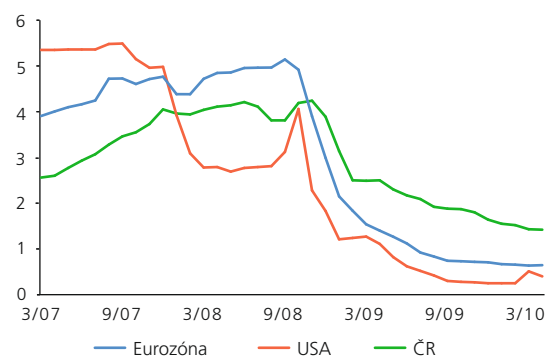
Měnověpolitické sazby od vzniku finančních turbulencí (v %)



Pramen: Thomson Datastream

GRAF II.5

3měsíční tržní sazby od vzniku finančních turbulencí (v %)

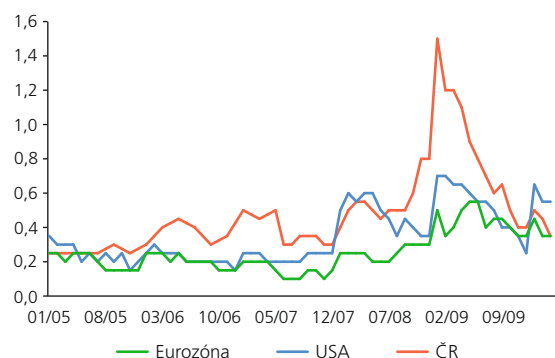


Pramen: Thomson Datastream

GRAF II.6

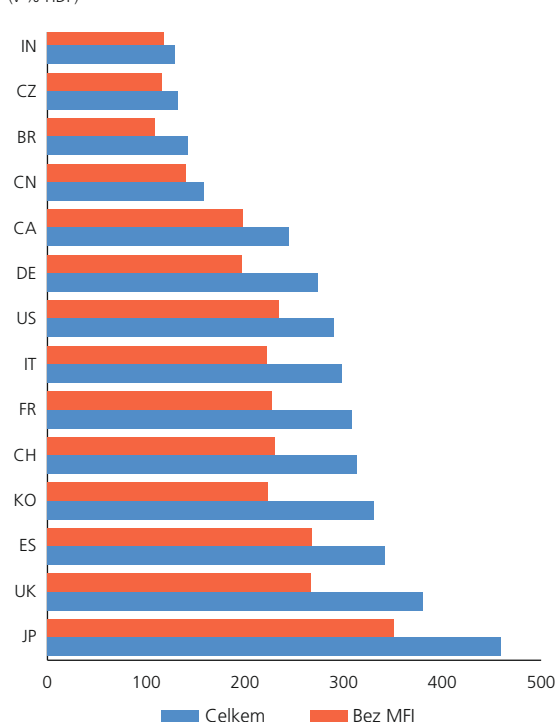
Nejistota ohledně očekávaného růstu HDP ve vybraných ekonomikách

(průměrná směrodatná odchylka předpovědi růstu HDP na daný a příští rok z Consensus Forecasts, v p.b.)



Pramen: Consensus Forecasts, výpočty ČNB

GRAF II.7

Celkové hrubé zadlužení ekonomik (v % HDP)

Pramen: McKinsey a vlastní výpočet pro ČR

Pozn.: Celková hrubá zadluženost je součtem zadluženosti domácností, podniků, vlády a finančních institucí. Údaje pro konec roku 2008 a pro ČR pro konec roku 2009.
MFI – měnové a finanční instituce.

v polovině roku 2011 až k 8,6 % (resp. 10,3 %), bude spolu s nižšími tempy růstu mezd a také nemzdových příjmů ve srovnání s minulými roky negativně působit na spotřebitelskou poptávku a povede k růstu podílu úvěrů v selhání sektoru domácností včetně segmentu úvěrů na bydlení (viz část 2.3).

Měnové politiky zůstávají uvolněné

Klíčové centrální banky v průběhu roku 2009 pokračovaly v uvolňování měnové politiky⁴ a i v roce 2010 ponechávají své měnověpolitické sazby na historicky nízkých úrovních (Graf II.4). Snížené úrovně měnověpolitických sazeb se promítly rovněž do krátkodobých sazeb peněžního trhu (Graf II.5), i když ne ve všech zemích proporcionálně (viz část 3.1). Prostředí nízkých úrokových sazeb výrazně přispívá ke schopnosti finančních institucí, podniků i domácností vyrovnat se s dopady krize a recese.

V posledních měsících roku 2009 zahájily nadnárodní a národní autority diskuzi ohledně načasování ústupu od podpůrných hospodářských politik. V centru této diskuze je otázka, jak rychle by měly být klíčové úrokové sazby centrálních bank zvyšovány a v jakém časovém horizontu by měly být uzavřeny nestandardní facility pro poskytování likvidity bankovním sektorům. V centrálních bankách nadále převládá názor, že pro pokračování ekonomického oživení a zachování stability bankovních sektorů bude prostředí nízkých úrokových sazeb ještě po nějakou dobu zapotřebí udržovat.

Výrazné zvýšení úrokových sazeb by mohlo mít destabilizující vliv

Pokračování v uvolněné měnové politice podporují slabé poptávkové inflační tlaky odrážející existenci negativní mezery výstupu a výrazně utlumenou úvěrovou dynamiku a také velmi umírněný růst mezd v prostředí vysoké nezaměstnanosti. Případné výraznější zvýšení hladiny úrokových sazeb v nejbližších letech, bez ohledu na to, zda by bylo vyvolané zpřísněním měnové politiky, ústupem od podpůrných politik, dopadem třeba i nepodložených obav z růstu inflace v budoucnosti nebo kvůli ztrátě důvěry ve schopnost vlád splácet dluhy, by se mohlo stát v některých zemích z hlediska stability finančních institucí rizikovým faktorem. Současné prostředí umožňuje bankám relativně levně financovat zdroje a dosahovat takové úrovně výnosů, díky níž jsou schopny čelit ztrátám ze znehodnocení úvěrů a poklesu hodnoty držaných cenných papírů. To se týká především bank v zemích, které byly výrazněji zasaženy krizí.

Oživení je stále slabé a závislé na podpoře hospodářských politik

I když akutní fáze finanční krize a globální krize je již minulostí, nadále existuje řada rizik, která mohou globální hospodářství významně zpomalit či vrátit zpět do recese a kvůli kterým by slabý hospodářský růst v západních ekonomikách mohl být dlouhodobějším fenoménem. Obavy z hluboké a dlouhodobé recese či deprese pominuly od druhé

4 ČNB přistoupila v průběhu roku 2009 ke 4 snížením měnověpolitické sazby (2týdenní repo sazby) v souhrnném rozsahu 1,25 p.b. V prvních měsících roku 2010 měnověpolitická sazba ČNB setrvala na úrovni 1 %. Na začátku května pak byla měnověpolitická sazba snížena na 0,75 %.

poloviny roku 2009 a postupně se pro světovou ekonomiku jako celek i pro domácí ekonomiku také značně snížila nejistota ohledně budoucího hospodářského růstu (Graf II.6). To však nelze interpretovat jako vymizení rizik souvisejících s poklesem ekonomické aktivity a jeho dopadem do bilancí podniků, domácností, vlád a následně finančních institucí. Aktuální nižší míra nejistoty ohledně dalšího vývoje hospodářského růstu ve vyspělých ekonomikách představuje zároveň vysokou míru shody na tom, že ekonomické oživení bude přicházet pomalu a bude slabé. Současně existuje obecná shoda také na tom, že mírné zvýšení ekonomické aktivity probíhající od poloviny roku 2009 vychází nejen z obnovené důvěry privátního sektoru, ale je založeno i na razantních podpůrných krocích hospodářských politik.

Potřeba snižovat zadluženost bude mít negativní dopad na poptávku

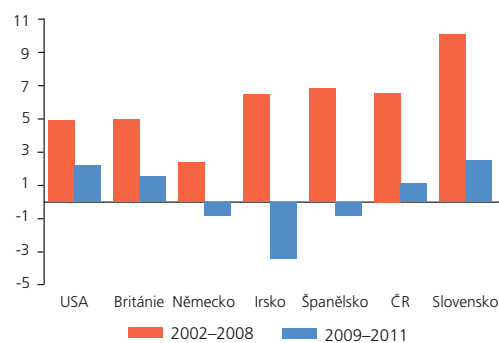
V západních ekonomikách a obzvláště v EU bude poptávka dlouhodobě tlumena potřebou ekonomických subjektů snižovat zadluženost, která v předcházející dekádě vzrostla prakticky ve všech sektorech. Graf II.7 prezentuje souhrn hrubých úrovní zadluženosti ve formě přijatých úvěrů a emitovaných dluhopisů jednotlivých sektorů.⁵ Jednotlivé sektory mají řadu aktiv vůči ostatním sektorům a případně i vůči zahraničí a jejich čisté dluhy tak mohou být mnohem nižší. Vlivem změn tržních veličin (cen nemovitostí, akcií, dluhopisů nebo měn) však mohou být dlužníci ve všech sektorech zasaženi zvýšením relativní hodnoty dluhů oproti hodnotě aktiv jednak poklesem hodnoty aktiv (např. při splasknutí bublin na trhu akcií či nemovitostí) nebo růstem hodnoty dluhu (např. vlivem depreciace měny, pokud je dluh emitován v zahraniční měně). Stejně tak může být pro dlužníky prudkým šokem snížení příjmů v situaci, kdy úroveň dluhů zůstává neměnná a úrokové sazby klesají výrazně méně než tempo růstu příjmů. V souhrnu proto může být úroveň hrubých dluhů jedním z měřítek pro posouzení potenciálního stresu dlužníků při nepříznivém vývoji ekonomiky. U vysoce zadlužených sektorů může mít i malá změna parametrů ovlivňujících dluhovou zátěž či kapacitu splácet dluhy poměrně velký dopad.

Celková úroveň zadluženosti ekonomických sektorů v české ekonomice je z hlediska úrovně HDP na osobu nízká, avšak výkon domácí ekonomiky může být nepřímo negativně ovlivněn vysokou provázaností s těmi ekonomikami eurozóny, které vysoce zadluženy jsou. Příznivou pozici české ekonomiky však snižuje rostoucí schodek investiční pozice (Graf II.20) a menší finanční síla k udržení důvěry trhů daná nižším HDP na osobu v relaci s vyspělými ekonomikami uvedenými v Grafu II.7. U domácností a podniků v zemích s vysokou úrovní dluhů nelze vyloučit výrazný pokles poptávky po úvěrech a následně i poptávky po spotřebě a investicích. Tento faktor posiluje značné přehodnocení očekávání ohledně budoucího vývoje příjmů spojené nejen s nižšími prodejmi zboží a služeb, ale také s tlakou na mzdy zaměstnanců a prodejní ceny podniků směrem dolů. Pokud bychom růst příjmů aproximovali nominálním HDP, u řady zemí by mnohaletý růst nominálních příjmů o 5–10 % ročně

GRAF II.8

Nominální HDP a jeho prognóza

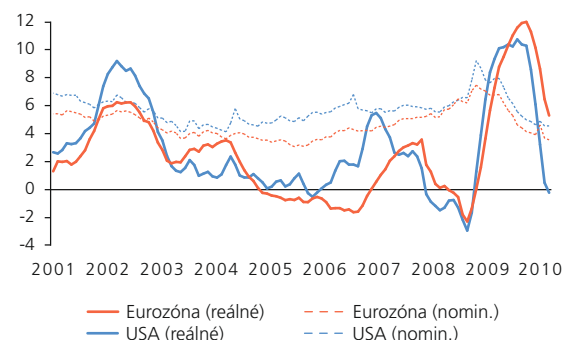
(průměrná meziroční tempa růstu v %)



Pramen: MMF (World Economic Outlook, April 2010)

GRAF II.9

Nominální a reálné ex post úrokové sazby z podnikových dluhopisů v eurozóně a v USA (v %)



Pramen: Merrill Lynch Corporate Indices, Thomson Datastream

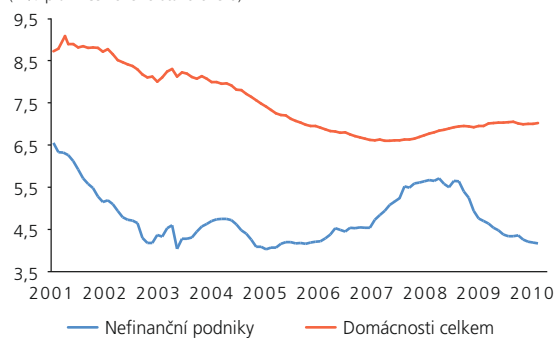
Pozn.: Výnosy podnikových dluhopisů v eurozóně a USA (u reálných upravené o aktuální tempa růstu cen výrobků).

5 Data jsou převzata ze studie McKinsey (2010): *Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences*, McKinsey Global Institute, January 2010.

GRAF II.10

Úrokové sazby z úvěrů

(v % p.a. z celkového stavu úvěrů)



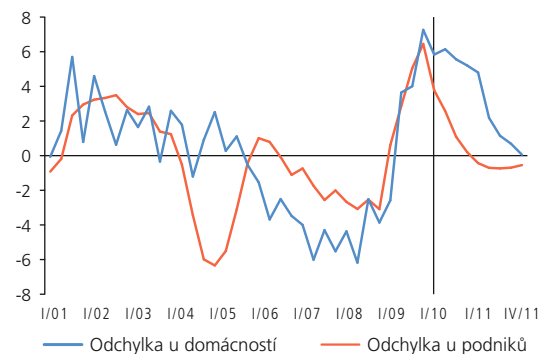
Pramen: ČNB

Pozn.: U domácností nejsou zahrnuty úrokové sazby z kontokorentních úvěrů.

GRAF II.11

Aproximace odchylky reálných úrokových sazeb od dlouhodobého průměru

(v % p.a.)

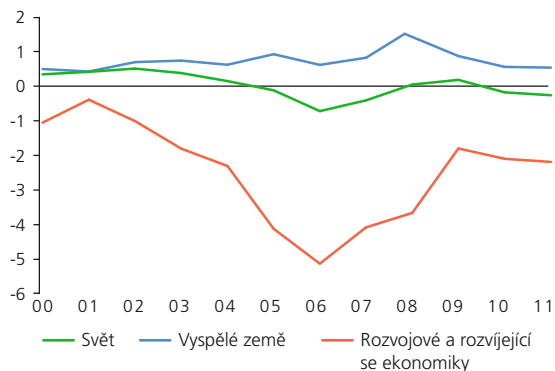


Pramen: ČNB

GRAF II.12

Rozdíl mezi investicemi a hrubými národními úsporami

(v % HDP)



Pramen: MMF (World Economic Outlook, April 2010)

vystřídalo období záporného či velmi nízkého růstu (Graf II.8). Tato skutečnost by mohla být z hlediska schopnosti splácet dluhy výrazně negativním faktorem.

Privátní sektor bude čelit zvýšeným reálným nákladům obsluhy dluhů

Na finanční situaci domácností a zejména podniků by mohl mít určitý pozitivní vliv pokles nominálních úrokových sazeb z úvěrů. Nízká tempa růstu nominálních příjmů však znamenají, že reálné náklady splácení dluhů mohou být pro značný podíl zadlužených subjektů v dalším období velmi vysoké. To platí zejména pro odvětví, v nichž v předcházejícím období vznikly přebytečné kapacity. V eurozóně zůstávají reálné úrokové sazby z podnikových úvěrů nadále poměrně vysoké, zatímco v USA rychlejší růst cen průmyslových výrobců daný rovněž oslabením dolaru vyvolal již značný pokles reálných úrokových sazeb (Graf II.9).⁶ V ČR v průběhu roku 2009 poklesly průměrné úrokové sazby pouze u úvěrů podnikům, zatímco u úvěrů domácnostem se v průměru mírně zvýšily (Graf II.10). Po započtení vývoje cen a příjmů v těchto sektorech však lze konstatovat, že reálné náklady obsluhy dluhů se zvýšily a pravděpodobně zůstanou na vysoké úrovni v relaci s dlouhodobým průměrem i v roce 2010. K obvyklým úrovním by se měly vrátit až v roce 2011 (Graf II.11)⁷.

Banky v některých zemích nemusí mít dostatek zdrojů pro úvěrování

Jedním z nejvíce diskutovaných faktorů, který může působit proti ekonomickému oživení v EU v následujícím období, je schopnost bank saturovat potenciálně obnovenou poptávku privátního sektoru po úvěrech. Bankovní sektory v řadě zemí trpí nadále nedostatkem bilanční likvidity, což indikují příliš nízké poměry depozitních zdrojů a poskytnutých úvěrů v některých zemích (Graf IV.4). Řada bank v těchto zemích proto nadále spoléhá na zdroje bilanční likvidity čerpané od centrálních bank nebo získávané prostřednictvím emise dluhopisů garantovaných vládami. I když lze předpokládat, že ústup vlád a centrálních bank od podpůrných politik bude velmi pozvolný, bankám v některých zemích by v souvislosti s ním mohly vzniknout při refinancování pasiv potíže.⁸ Stále výraznější hrozbou je pak rostoucí potřeba vlád získávat zdroje na financování vládních deficitů, která může začít omezovat dostupnost zdrojů pro

6 Reálné úrokové sazby vypočítané jako rozdíl mezi aktuálními sazbami z úvěrů podnikům (nebo výnosy podnikových obligací) a aktuální inflací v cenách výrobců jsou velmi hrubou aproximací reálných nákladů podnikových dluhů. U ekonomik dovážejících energetické suroviny a komodity může růst jejich cen výrazně zkruslovat skutečnou dynamiku prodejních cen výrobců.

7 Reálné úrokové sazby jsou aproximovány pro dvě hlavní kategorie úvěrů českých bank (úvěry domácnostem na bydlení a úvěry podnikům). Úrokové sazby z úvěrů na bydlení jsou upraveny o meziroční tempo růstu hrubých disponibilních příjmů domácností. Úrokové sazby z úvěrů podnikům jsou upraveny o tempa růstu cen průmyslových výrobců. Průměr je počítán za období 2000–2009 a pro léta 2010–2011 je zpracován výhled za použití dat *Základního scénáře* a zachování úrovně úrokových sazeb z prosince 2009.

8 Obavy ohledně dostatku zdrojů souvisejí i s dalšími faktory. Jedním je skutečnost, že zejména velké mezinárodní banky budou muset v nejbližších letech refinancovat rozsáhlý objem maturojících zdrojů. MMF v *Global Financial Stability Report* (April 2010) odhaduje, že velkým evropským bankám budou v následujících třech letech maturovat dluhové cenné papíry v rozsahu téměř 3 000 mld. USD. Složitost situace pro banky v některých zemích pramení také z toho, že pro ně zůstává nadále obtížné získávat zdroje z finančních trhů, neboť funkčnost některých segmentů trhů zůstává zhoršená (zejména sekuritizace aktiv) a nadále na nich panuje zvýšená averze k riziku (část 3.1).

financování privátního sektoru a tlačit na růst úrokových sazeb z úvěrů (Box II.1).⁹ Akutnost této hrozby jen částečně snižuje klesající dynamika poptávky po úvěrových zdrojích od privátních subjektů a mírný globální převis úspor nad investicemi, který by měl existovat i v nejbližších dvou letech (Graf II.12).

Problémy na straně nabídky úvěrů mohou snižovat ekonomický potenciál

K výrazné změně úvěrové dynamiky došlo již v roce 2009. Tempa růstu úvěrů privátnímu sektoru byla v západních ekonomikách velmi nízká a v řadě zemí se růst úvěrových portfolií bank prakticky zastavil (Graf II.13). V české ekonomice zůstala dynamika bankovních úvěrů nadále pozitivní (Graf II.14), avšak výrazně odlišně se vyvíjela v jednotlivých sektorech (viz části 2.2 a 2.3). V roce 2009 se na prudkém zpomalení úvěrové dynamiky do značné míry podílel pokles poptávky privátních subjektů po úvěrech v důsledku jejich nižší ekonomické aktivity a prudkého nárůstu nejistoty. Pokud by však v dalších letech po oživení poptávky po úvěrech převládala zhoršená přístup k úvěrům kvůli výše uvedeným nabídkovým faktorům na straně bank, vedlo by to ke zhoršení finančních podmínek pro domácnosti a podniky s negativním dopadem na spotřebitelskou a investiční poptávku. Dražší a hůře dostupné úvěry by vedly rovněž ke zpomalení tvorby nových nabídkových kapacit a k odkládání strukturálního přizpůsobení ekonomik. Důsledkem by byla vyšší strukturální nezaměstnanost. V konečném efektu by mohlo dojít k výraznému odložení návratu ekonomické aktivity k dřívějším trajektoriím.

Střednědobým rizikem je nedostatek kapitálu a regulatorní nejistota

Nezanedbatelnou překážkou úvěrování privátní ekonomiky by se mohl postupně stát i nedostatek regulatorního kapitálu. Ten by mohl vzniknout nejen v důsledku pokračování ztrát z nesplácených úvěrů a znehodnocených cenných papírů, ale i v souvislosti s regulatorními tlaky na zvyšování kapitálové vybavenosti. Chování finančních institucí může být rovněž zásadně ovlivněno vysokou mírou nejistoty spojenou s připravovanými mezinárodními regulacemi a požadavky na likviditu a kapitál (viz Box 6 v části 4.1). V několika následujících letech, během nichž budou nové regulace a požadavky nejprve diskutovány, pak legislativně upravovány a následně implementovány, se může nejistota a administrativní náročnost projevit nejen omezením úvěrování, ale i oslabením důrazu na řízení rizik v důsledku přenosu pozornosti manažerů finančních institucí na regulatorní otázky.

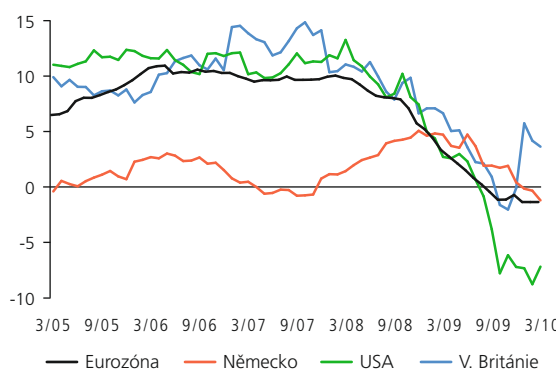
Růst cen komodit a energetických surovin se může stát významným nepříznivým faktorem

Obnoveným rizikem je reakce cen komodit a energetických surovin na opětovné zvýšení ekonomické aktivity v západních ekonomikách a pokračující dynamický růst asijských rozvíjejících se ekonomik.

⁹ Růst dlouhodobých tržních sazeb by vedl rovněž k růstu úrokových sazeb z úvěrů na bydlení. V kombinaci s vysokou nezaměstnaností by se to promítlo do zvýšeného nesplácení úvěrů na bydlení a nucených prodejů nemovitostí.

GRAF II.13

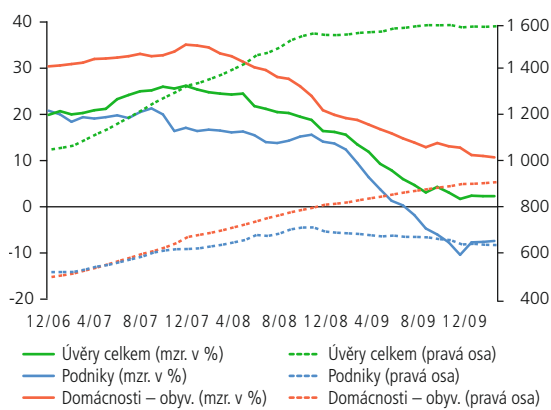
Tempa růstu úvěrů privátnímu sektoru v zahraničí (v %)



Pramen: Thomson Datastream

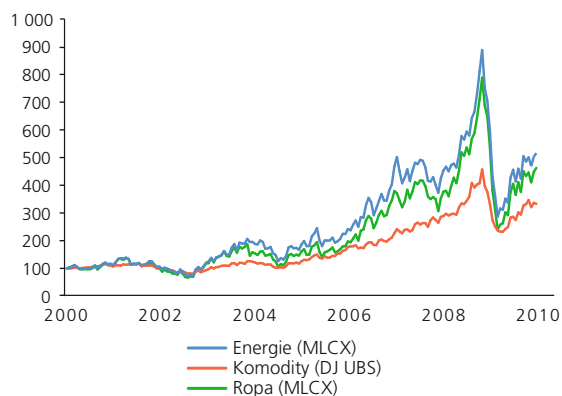
GRAF II.14

Meziroční dynamika růstu a stavy bankovních úvěrů v ČR (privátní sektor, v % a v mld. Kč)



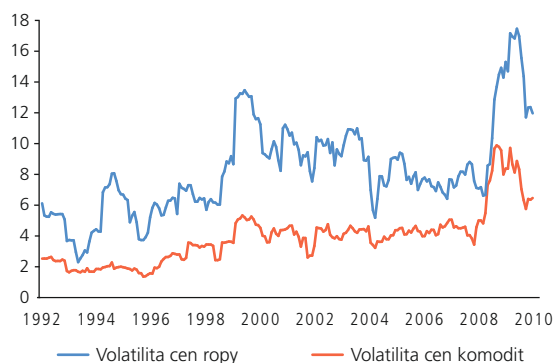
Pramen: ČNB

GRAF II.15

Indexy cen energií a komodit
(1995=100)

Pramen: Thomson Datastream

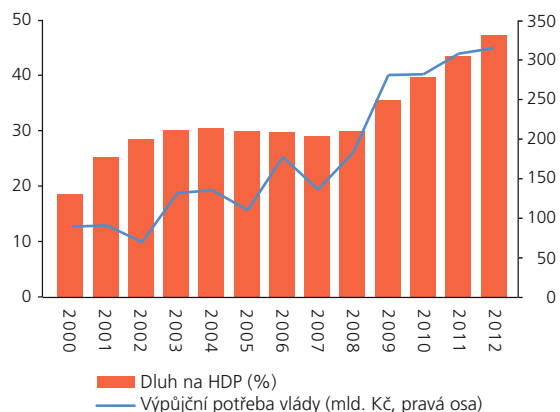
GRAF II.16

Volatilita cen energií a komodit
(směrodatné odchylky, klouzavé 12M)

Pramen: Thomson Datastream

Pozn.: Pro ropu MLCX Crude Oil Spot Index, pro komodity DJ UBS-Spot Commodity Index.

GRAF II.17

Vývoj podílu vládního dluhu na HDP
a hrubé výpůjční potřeby vlády

Pramen: ČSÚ, ČNB, MF ČR

Pozn.: Použity odhady ČNB pro podíl dluhu na HDP pro období 2010 až 2012 a odhady MF ČR pro výpůjční potřeby ústřední vlády.

Ceny energetických surovin zůstaly na poměrně vysoké úrovni i v průběhu globální recese (Graf II.15). Pokud by vyhlídky na oživení v západních ekonomikách vedly k obnovení jejich předkrizových cenových hladin a pokud by se rovněž zvýšily ceny dalších komodit, představovalo by to pro ekonomiky s oslabenou poptávkou negativní nabídkový šok, který by vedl k utlumení ekonomické aktivity a zároveň k nákladovým inflačním tlakům. Toto by vytvořilo složitou situaci i pro měnové autority. Pokud by na nákladovou inflaci reagovaly zvyšováním úrokových sazeb, došlo by k dalšímu negativnímu šoku do poptávky. Rizika spojená s vývojem cen energií a komodit naznačuje i zvýšená volatilita těchto cen v posledních letech (Graf II.16).

Rizika spojená s českými veřejnými financemi postupně narůstají

V souvislosti s poklesem HDP a některými rozpočtovými opatřeními se v roce 2009 zvýšil deficit veřejných financí meziročně o více než 3 p.b. na 5,9 % HDP. Vzhledem k nárůstu deficitu a poklesu nominálního HDP o 1,5 % došlo v roce 2009 ke zvýšení podílu vládního dluhu na HDP o více než 5 p.b. na 35,4 % (Graf II.17). Pokud nebudou přijata další konsolidační opatření (nad rámec opatření účinných od roku 2010), setrvá deficit veřejných financí i v dalších letech na úrovních vysoko nad maastrichtskou referenční hodnotou a vládní dluh na konci roku 2012 přesáhne 47 % HDP. To bude doprovázeno zvýšenou emisí vládních dluhopisů na finančních trzích (Graf II.17). Zatímco v roce 2007 dosáhla celková hrubá výpůjční potřeba vlády 135 mld. Kč, v roce 2009 to již bylo téměř 280 mld. Kč a od roku 2011 je nutno počítat s částkami převyšujícími 300 mld. Kč.¹⁰ V nejbližších letech by však financování českého vládního dluhu mohlo probíhat bez výraznějších potíží, neboť domácí banky mají dostatek zdrojů a zároveň čelí nižší poptávce po úvěrech ze strany podniků. Rovněž zahraniční investoři diverzifikující svá dluhopisová portfolia mohou mít zájem kromě dluhopisů zemí eurozóny nakupovat také dluh stabilizovaných ekonomik stojících mimo eurozónu. Nelze však vyloučit nečekané zhoršení emisních podmínek v důsledku zvýšené nervozity finančních trhů při potížích jiných zemí (jak se tomu stalo např. u „jižního křídla“ eurozóny ke konci dubna 2010) nebo při rozhodnutí domácích bank mezinárodně diverzifikovat držbu vládního dluhu.

Pokud bude česká ekonomika vystavena dlouhodobějšímu slabému hospodářskému růstu a bude řešit napjatou fiskální situaci růstem vládního zadlužení i zvyšováním zdanění a pojistného na sociální zabezpečení, postupně se může stát rizikově vnímanou a stagnující ekonomikou s vysokými náklady. V důsledku toho by se zhoršoval její dlouhodobý potenciál, poklesla by kapacita ke splácení akumulovaných dluhů¹¹, snižovala by se schopnost finančního systému odolávat rizikům a zhoršovala by se vnější rovnováha. Proto by se v současné situaci měla prioritou stát dů-

10 Podrobněji viz materiál Ministerstva financí ČR „Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2010“ z 3. prosince 2009.

11 Studie Deutche Bank na základě projekcí hospodářského růstu a úrokových sazeb z vládního dluhu řadí ČR do skupiny zemí s potenciálně největší potřebou konsolidačních opatření, pokud má být vládní dluh udržen na dlouhodobě udržitelné úrovni. Viz Deutche Bank (2010): *Public Debt in 2020. A Sustainability Analysis for DM and EM Economies*.

věřitelná fiskální konsolidace orientovaná na výdajovou stranu veřejných financí. Další rozpočtově náročná fiskální expanze by konečným měla s vysokou pravděpodobností velmi omezenou účinnost, mohla by ohrozit důvěru v udržitelnost českých veřejných financí (Box 1) a v konečném důsledku i vnější stabilitu ekonomiky a stabilitu finančního systému (viz část 4.2).

Box 1:

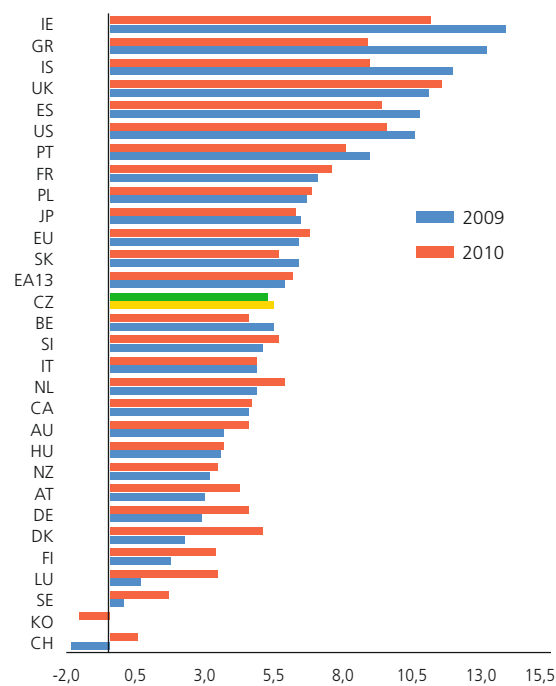
UDRŽITELNOST VEŘEJNÝCH FINANCÍ V MEZINÁRODNÍ PERSPEKTIVĚ

Vysoké schodky veřejných financí (Graf II.1 Box) a prudce rostoucí vládní zadlužení ve vyspělých zemích (Graf II.2 Box) představují do budoucna jedno z hlavních rizik pro finanční stabilitu. Poslední desetiletí je výjimečné v tom, že vládní dluhy a strukturální problémy veřejných financí se zvyšovaly ve vyspělých zemích již v letech vysokého hospodářského růstu před nástupem krize. V průběhu krize pak došlo k výraznému poklesu daňových příjmů, většina vlád vynaložila rozsáhlé veřejné prostředky na popítkově orientovaná opatření proti recesi (nad rámec působení automatických stabilizátorů) a některé vlády byly také nuceny použít veřejné zdroje na sanaci problémů ve finančních systémech. K přesunu části kreditního rizika z bank na vlády došlo také tím, že vlády poskytly značný objem garancí na emise dluhopisů bank a implicitně i na vklady v bankách. I když tyto garance primárně k žádným úhradám z vládních zdrojů a tudíž ani ke zvýšení deficitů nevedou, jsou z hlediska budoucího vývoje nezanedbatelným rizikem.

Vysoké deficity se promítají do značně zvýšené úrovně vládního zadlužení, které se u řady vyspělých zemí bude po roce 2011 s vysokou pravděpodobností blížit 100 % HDP, přičemž i u některých velkých zemí včetně USA bude tato hranice překračována. Financování rostoucích dluhů bude odčerpávat značné zdroje z mezinárodních finančních trhů a při ztrátě důvěry ve schopnost některých vlád své dluhy dále plynule financovat by se mohly objevit negativní dopady ve formě růstu dlouhodobých úrokových sazeb i v relativně stabilizovaných ekonomikách typu ČR, jejichž úroveň vládního dluhu zatím nedosahuje tak vysokých hodnot. Zvýšená volatilita dlouhodobých úrokových sazeb by se pak prostřednictvím kapitálových toků mohla promítnout i ve vyšší volatilitě měnových kurzů. A v neposlední řadě by země s vyšší úrovní vládní zadluženosti byly permanentně vystaveny riziku potenciální nákazy od jiných zemí, u kterých by vznikly pochybnosti ohledně udržitelnosti dluhové pozice. To se potvrdilo ke konci dubna 2010, kdy se problémy Řecka přenesly i na Portugalsko a Španělsko. Dalším jednoznačným ponaučením krizového vývoje v Řecku je, že finanční trhy jsou asymetricky mnohem méně tolerantní k menším zemím vykazujícím deficity veřejných financí ve srovnání se zeměmi velkými.

GRAF II.1 BOX

Deficity veřejných financí vyspělých zemí v letech 2009 a 2010 v mezinárodním srovnání (v % HDP)

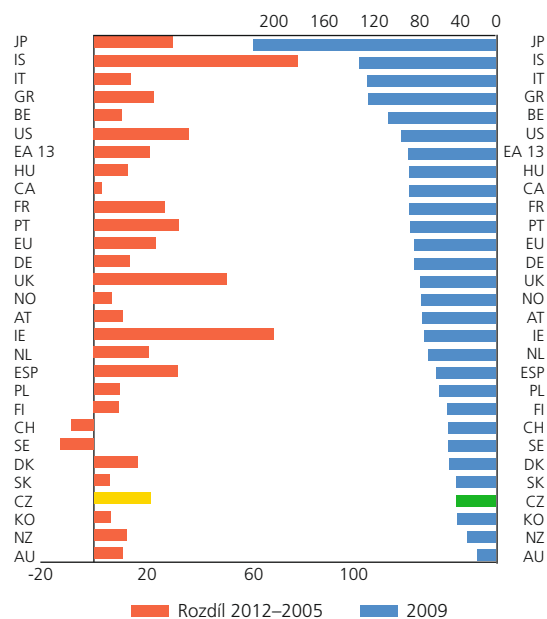


Pramen: ECB, MMF

Pozn.: Neuvedeno Norsko vykazující vysoké přebytky (9,7 % v roce 2009 a 10,8 % v roce 2010).

GRAF II.2 BOX

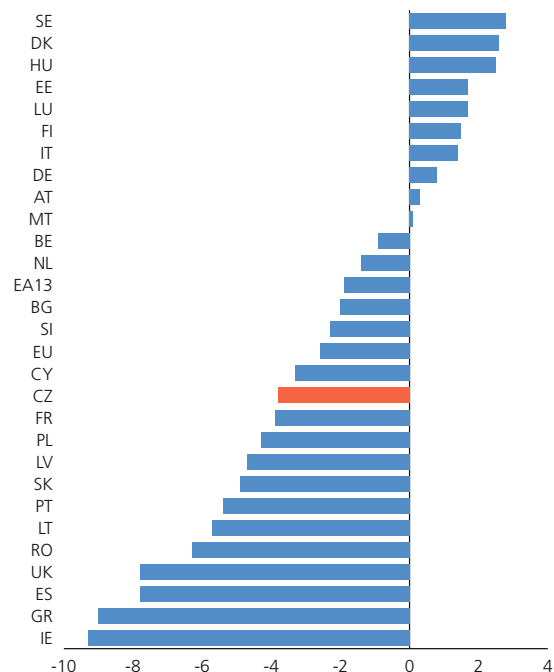
Podíl hrubého vládního dluhu na HDP (v %, 2009 a odhady změny mezi 2005 a 2012)



Pramen: OECD, EK

GRAF II.3 BOX

Cyklicky očištěné primární saldo rozpočtu v EU (v % HDP, 2009)



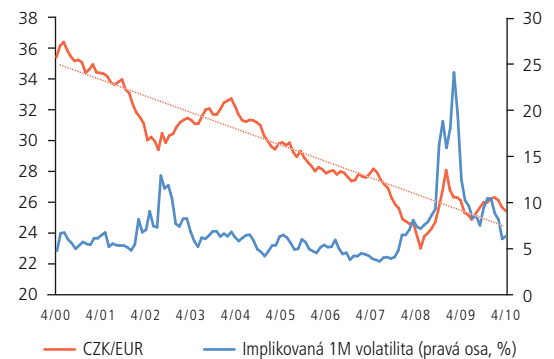
Pramen: EK
Pozn.: European Economic Forecast, Spring 2010

Zvýšená a rostoucí poptávka vlád po úsporách se tak v příštích letech může projevit nejen v růstu úrokových sazeb z vládních dluhopisů, ale i v omezené dostupnosti úvěrových zdrojů pro privátní sektor a v růstu úrokových sazeb z úvěrů poskytovaných podnikům a domácnostem. Zvýšení úrokových sazeb z vládních dluhopisů pak bude dále eskalovat fiskální problémy přímým způsobem a pokles ekonomické aktivity kvůli „drahým“ úvěrům pro privátní sektor nepřímo prostřednictvím zhoršení příjmové stránky rozpočtů.¹²

V situaci pomalého ekonomického růstu a zvyšování nákladů financování vládního dluhu se fiskální udržitelnost vlád vyspělých států stává významnou výzvou pro řadu vyspělých zemí, které musí podniknout zásadní strukturální reformy. V rámci těchto reforem musí nezbytně dojít k výraznému poklesu primárních schodků veřejných rozpočtů (tj. schodků bez úrokových nákladů obsluhy dluhu).¹³ To bude minimálně zpočátku doprovázeno negativním poptávkovým šokem oslabujícím hospodářský růst. Bez kredibilní fiskální konsolidace by však negativní poptávkový šok nakonec stejně přišel prostřednictvím růstu úrokových sazeb kvůli zvýšenému riziku selhání vlád při splácení dluhopisů, vytěšňovacímu efektu vládní poptávky po úsporách nebo růstu inflačních očekávání a s ním spojené reakce centrálních bank. Jinými slovy, podpůrné fiskální politiky mají dva protichůdné efekty – jeden zvyšuje poptávku přes vládní i privátní výdaje, ale druhý ji naopak sráží dolů prostřednictvím vyšších sazeb z úvěrů. V situaci rostoucí zadluženosti a při zvýšené nervozitě finančních trhů může být zejména pro malé otevřené ekonomiky souhrnný efekt podpůrných fiskálních politik negativní i v poměrně krátkém období.¹⁴ Toto riziko je dalším argumentem pro poměrně rychlý a maximálně kredibilní postup při fiskální konsolidaci.

GRAF II.18

Vývoj kurzu koruny a jeho volatilita



Pramen: Vlastní výpočty na základě dat ČNB
Pozn.: Přerušovaná příčka indikuje dlouhodobý trend.

- V průběhu roku 2010 se v této situaci ocitlo Řecko. Nebezpečnou fiskální politikou této země po jistou dobu zakrývala vysoká poptávka po vládních dluhopisech spojená s možností bank čerpat likviditu prostřednictvím operací s ECB. Banky poptávaly vládní dluhopisy svých zemí a posléze je umísťovaly jako kolaterál v operacích s ECB. Není překvapením, že řecké banky byly v této praxi velmi aktivní a právě u Řecka došlo v rámci eurozóny v letech 2006–2009 k nejvyššímu čistému navýšení dodávané likvidity (viz graf 1.19 na str. 22 ve zprávě MMF Global Financial Stability Report, April 2010).
- Pokud by např. po roce 2011 měla být úroveň českého vládního dluhu na HDP stabilizována na úrovních mírně převyšujících 40 %, musel by cyklicky upravený primární deficit (odhadovaný v roce 2009 zhruba na 3 %) klesnout pravděpodobně k téměř nulové hodnotě. To by při dnešních předpokladech o budoucím makroekonomickém vývoji znamenalo nutnost snížení výdajů, zvýšení daní či kombinace obou v rozsahu pohybujícím se kolem 100 mld. Kč.
- Nové empirické analýzy zabývající se expanzivní výdajovou politikou vlád nachází její klesající účinnost (viz např. Burriel, P., de Castro, F., Garrote, D., Gordo, E., Paredes, J., Pérez, J. (2009): *Fiscal policy shocks in the euro area and the US. An empirical assessment*, ECB Working Paper 1133, December 2009 nebo Kirchner, M., Cimadomo, J., Hauptmeier, S. (2010): *Transmission of Government Spending Shocks in the Euro Area: Time Variation and Driving Forces*, Tinbergen Institute Discussion Paper 10–021/2, February 2010. Multiplikátory vládních výdajů jsou i v krátkém období obvykle menší než jedna a během několika málo let klesají k nule nebo se stávají negativními. Výše multiplikátorů zároveň klesá s rostoucí vládní zadlužeností. Tyto výsledky zároveň indikují, že i když bude mít fiskální konsolidace založená na snižování vládních výdajů v krátkém období negativní dopad na hospodářský růst, bude tento dopad poměrně omezený a krátkodobý. U zemí s vysokou úrovní vládní zadluženosti může být dokonce pozitivní už v krátkém období.

České veřejné finance se v mezinárodním srovnání v rámci skupiny vyspělých zemí jeví stále z krátkodobého pohledu jako relativně zdravé a méně náchylné na změny sentimentu na mezinárodních finančních trzích. Pokud jde o výši deficitů, ČR patřila v roce 2009 v rámci skupiny vyspělých zemí k ekonomikám s nižšími deficity (Graf II.1 Box) a podobně tomu bude zřejmě i v roce 2010. Podobné nebo příznivější hodnoty ve srovnání s relevantními skupinami zemí lze v případě ČR najít i u dalších fiskálních indikátorů. Podíl dluhu drženého zahraničními věřiteli dosahoval ke konci loňského roku 10 % (průměr eurozóny 44 %, u zmiňovaného Řecka dokonce 79 %), podíl krátkodobého dluhu se splatností do 1 roku 14,7 % (průměr eurozóny 13,3 %), podíl cizoměnové složky dluhu 8,6 % (země stojící mimo eurozónu 40 %) a náklady na obsluhu dluhu 1,4 % HDP¹⁵ (průměr eurozóny 3 %).

Přestože se vládní zadlužení v ČR může jevit na základě výše uvedených ukazatelů aktuálně jako relativně bezproblémové, ze střednědobého hlediska je varovným signálem především rychlá dynamika jeho zvyšování. V posledních letech patří ČR do skupiny zemí s rychle rostoucím podílem hrubého vládního dluhu na HDP (Graf II.2 Box). Zhoršený fiskální vývoj v ČR také naznačuje odhad cyklicky očištěného primárního salda veřejných financí, který byl v roce 2009 pro ČR vyšší než průměr EU či průměr eurozóny (Graf II.3 Box). Za této situace se může náhled na udržitelnost českých veřejných financí zásadně změnit negativním směrem již v horizontu několika málo let.

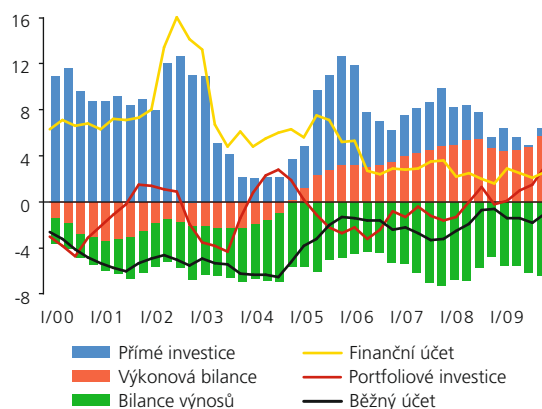
Fundamentálně nepodložené zhodnocování koruny patří nadále mezi významná rizika

Ke stabilizaci makroekonomického prostředí v průběhu roku 2009 přispělo rovněž uklidnění na měnových trzích. Zatímco od srpna 2007 do srpna 2008 česká koruna prudce zhodnocovala, po pádu banky Lehman Brothers v polovině září 2008 naopak výrazně oslabila. Příčinou byl prudký nárůst averze vůči rizikům zemí střední a východní Evropy. I díky extenzivní komunikaci českých autorit však zahraniční investoři poměrně rychle zařadili ČR do kategorie zdravých rozvinutých ekonomik. Koruna poté značnou část znehodnocení eliminovala a od jara 2009 zůstává přes občasné výkyvy relativně stabilní na úrovních, které lze považovat za konzistentní s fundamentálními charakteristikami české ekonomiky a dlouhodobým trendem (Graf II.18). Dílčí oslabení oproti neadekvátně silným předkrizovým úrovním částečně pomohlo domácím podnikům vyrovnat se s důsledky propadu zahraniční poptávky (viz hodnocení vývoje v segmentu exportérů v části 2.2). Na trhu převládají očekávání, že v dalším období bude koruna posilovat jen velmi pozvolna. Průzkum prognóz světových analytiků a prognostiků v publikaci Foreign Exchange Consensus Forecasts v dubnu 2010 uváděl, že v průměru se očekává hodnota

¹⁵ Čisté úrokové náklady na obsluhu českého státního dluhu počítané na cashové bázi činily v loňském roce 45 mld. Kč při průměrné úrokové sazbě mírně pod 4 %.

GRAF II.19

Vývoj platební bilance (v % HDP)



Pramen: ČSÚ, ČNB

Pozn.: Roční klouzavé úhrny komponent platební bilance a nominálního HDP

TAB. II.1

FINANCOVÁNÍ EXTERNÍ POZICE ČESKÉ EKONOMIKY

mld. Kč	2009	2010	2011
<i>Financování běžného účtu</i>	-30	-30	-35
– běžný účet (deficit)	37	40	50
– reinvestovaný zisk	-67	-70	-85
<i>Amortizace externího dluhu</i>	135	95	137
– dluhová služba	174	142	192
– hrazené úroky	-39	-47	-42
<i>Krátkodobá zadluženost k 31. 12. 2009*</i>	499	417	417
<i>Přebytek kapitálového účtu</i>	-41	-38	-38
Požadavky na financování v mld. Kč	563	444	481
Požadavky na financování v mld. USD**	29,9	23,6	25,6
Devizové rezervy (k 31. 12. 2009)	764	764	764
Devizové rezervy***/požadavek na financování	136 %	172 %	159 %

Pramen: ČNB

Pozn. Běžný účet a reinvestované zisky – prognóza ČNB z května 2010.

Údaje o amortizaci dluhu – odhad ČNB z analýzy investiční pozice ČR.

Požadavky na financování tvoří položky označené kurzívou (hrazené úroky jsou započítány již v běžném účtu).

* Pro rok 2009 je použita krátkodobá zadluženost k 31. 12. 2008.

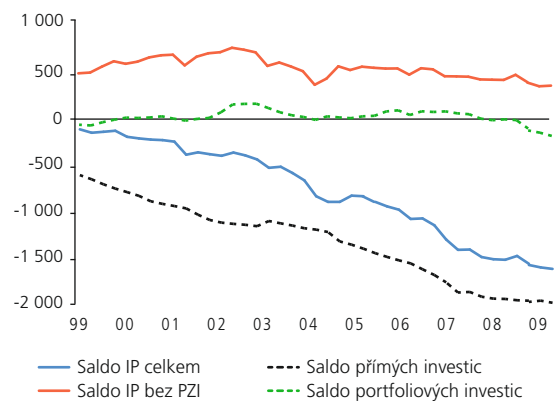
** Výpočty jsou založeny na průměrném kurzu z února 2010 (18,82 CZK/USD).

*** Byla použita vždy úroveň devizových rezerv k 31. 12. 2009 (764 mld. Kč).

GRAF II.20

Saldo investiční pozice ČR

(v mld. Kč)



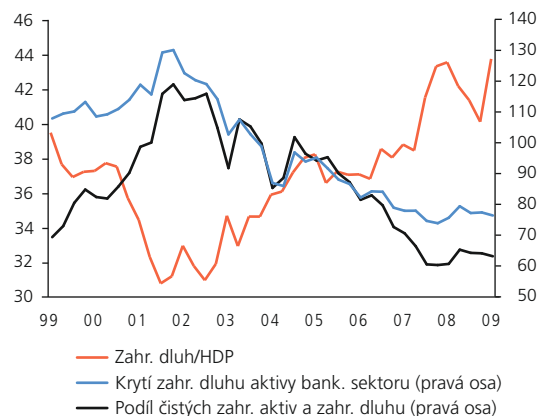
Pramen: ČNB

GRAF II.21

Podíl hrubého zahraničního dluhu ČR na HDP

a jeho krytí zahraničními aktivy finančních institucí

(v %)



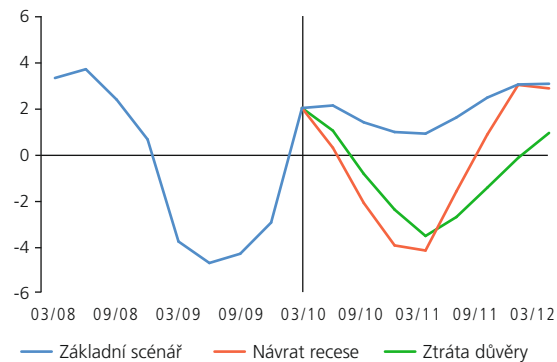
Pramen: ČNB

Pozn.: Jedná se o aktiva bankovního sektoru (vč. ČNB) a čistá zahraniční aktiva finančního sektoru.

GRAF II.22A

Alternativní scénáře: vývoj růstu reálného HDP

(v %)



Pramen: ČNB

kurzu CZK/EUR na úrovni 25,24 ke konci července 2010 a 24,61 ke konci dubna 2011 (pro kurz CZK/USD 18,83 vs. 18,56).

Za trvalé riziko je nutno považovat případné opětovné fundamentálně nepodložené zhodnocování koruny spojené s obnovenou honbou investorů za výnosem. Toto riziko lze odvozovat z historického vývoje i z toho, že z makroekonomického hlediska patří česká ekonomika mezi vysoce stabilizované a její veřejné finance se mohou jevit jako relativně zdravé (Box II.1).

Vnější stabilita zůstává v krátkodobém horizontu silnou stránkou domácí ekonomiky

V průběhu roku 2009 došlo k upevnění vnější stability domácí ekonomiky, což by mělo pokračovat i v dalších dvou letech. Zejména vlivem nárůstu přebytku obchodní bilance došlo ke snížení deficitu běžného účtu platební bilance na 1 % HDP (Graf II.19) a ČNB očekává, že v letech 2010 a 2011 zůstane deficit běžného účtu za předpokladu kurzové stability blízko této úrovně (1,1 % a 1,3 % HDP). Výkonová bilance se pak bude nacházet ve výrazném přebytku. Po zahrnutí přebytku kapitálového účtu spojeného s kladným saldem toků mezi ČR a EU budou celkové požadavky na vnější financování jen mírně převyšovat úroveň krátkodobého dluhu, který je možno za standardní situace do značné míry financovat z krátkodobých vnějších aktiv privátního sektoru. Celková výše požadavků se pak v dalších dvou letech ve srovnání s rokem 2009 sníží¹⁶ (Tab. II.1). Zhoršení nicméně zaznamenalo saldo investiční pozice, které se v roce 2009 dále prohloubilo. Avšak po započtení čistého přílivu přímých zahraničních investic setrvává na pozitivních úrovních obvyklých v předcházejících letech (Graf II.20). Podobně je tomu u hrubého zahraničního dluhu, který je nadále z téměř 80 % krytí aktivy bankovního sektoru a čistými zahraničními aktivy z více než 60 % (Graf II.21). Z hlediska vnější rovnováhy tak zůstává domácí ekonomika vysoce stabilní.

Alternativní scénáře vývoje ekonomiky

Možné varianty dalšího makroekonomického vývoje spolu s identifikovanými riziky se staly základem alternativních scénářů vývoje ekonomiky, které jsou použity zejména v části 4.2 k testování odolnosti českého finančního sektoru. Vývoj základních proměnných v jednotlivých scénářích dokumentují Grafy II.22a–d. Vývoj dalších proměnných relevantních pro zátěžové testy v závislosti na vývoji makroekonomického prostředí (růst úvěrů, míra defaultu, podíl úvěrů v selhání¹⁷ a vývoj cen nemovitostí) bude pro jednotlivé scénáře prezentován v dalších částech zprávy.

16 Hrubé požadavky na vnější financování jsou dány součtem deficitu běžného účtu platební bilance, splátek jistiny dlouhodobého zahraničního dluhu a existujícího krátkodobého zahraničního dluhu. Představují aproximaci množství devizových prostředků pro pokrytí odhadovaných potřeb vnějšího financování v daném roce. Výpočet požadavků na vnější financování je součástí analýzy udržitelnosti vnější rovnováhy ekonomiky. Podrobněji viz Box 1 ve Zprávě o finanční stabilitě 2008/2009.

17 Míra defaultu i podíl úvěrů v selhání se vztahují k identické události, tj. k porušení platební morálky dlužníka. Důvodem pro používání anglického termínu u prvního indikátoru a českého u druhého je potřeba vyhnout se riziku potenciální záměny obou termínů. Zatímco míra defaultu je (zpravidla vpředhledic) tokový indikátor zaměřený na vývoj v průběhu určitého časového horizontu (viz Slovníček), podíl úvěrů v selhání je stavový indikátor vypovídající o úrovni selhávajících úvěrů v daném časovém okamžiku.

Základní scénář odpovídá oficiální květnové makroekonomické prognóze ČNB zveřejněné ve Zprávě o inflaci II/2010. Předpokládá pozvolné ožívání reálné ekonomiky, které bude dočasně přerušeno ve druhé polovině letošního roku a obnoveno ve druhé polovině roku 2011. Scénář dále počítá s tím, že měnověpolitická inflace se bude na celém horizontu prognózy vracet k inflačnímu cíli zezdola, měnový kurz bude stabilní s mírným posilováním v roce 2011 a krátkodobé úrokové sazby se budou postupně zvyšovat.

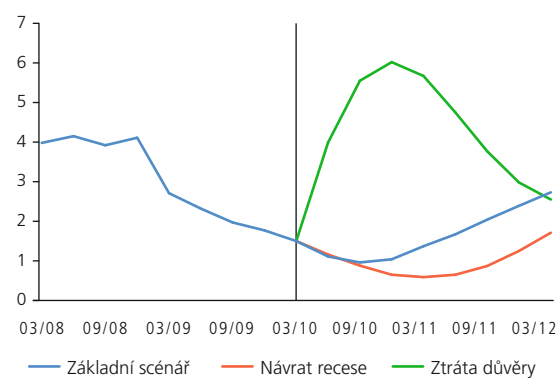
Zátěžový scénář **Návrat recese** zachycuje riziko trvalejší recese ve tvaru W, tj. další výrazný pokles HDP i v roce 2010 a částečně 2011. Pokles domácího HDP bude vyvolán zejména výraznějším oslabením zahraniční poptávky (např. nevhodně zvolenými ústupovými strategiemi z podpůrných politik v hlavních ekonomikách). Domácí podniky a domácnosti budou čelit nepříznivému vývoji svých příjmů, což se odrazí v poklesu spotřeby a investic. Měnový kurz zůstane zhruba stabilní. Vzhledem k velmi slabým inflačním tlakům se krátkodobé úrokové sazby budou pohybovat na velmi nízkých hodnotách. Zvýšená citlivost finančních trhů na zahraniční i domácí fiskální rizika však budou bránit poklesu dlouhodobých úrokových sazeb i úrokových sazeb z klientských úvěrů.

Zátěžový scénář **Ztráta důvěry** simuluje možnou kombinaci slabého ekonomického růstu (ve srovnání se *Základním scénářem*) s nepříznivým vývojem na finančních trzích a následně i ve finančním sektoru. Česká domácí ekonomika se vrátí do poměrně silné recese, což prohloubí problémy veřejných rozpočtů. Obavy ohledně udržitelnosti veřejných financí vyvolají negativní reakci finančních trhů. Dojde ke ztrátě důvěry investorů, požadované výnosy českých vládních dluhopisů se zvýší a koruna prudce oslabí. Depreciace kurzu vyvolá značný nárůst potenciálních inflačních tlaků, na což bude měnová politika reagovat zvýšením krátkodobých úrokových sazeb. Ke značnému nárůstu tak dojde i u klientských úvěrových sazeb, což se spolu s nepříznivou příjmovou situací a růstem nezaměstnanosti odrazí v růstu defaultů u podniků i domácností. Zároveň se vlivem pesimistických očekávání začne výrazně zhoršovat situace na trhu nemovitostí nad rámec projekce v závislosti na vývoji makroekonomického prostředí (viz část 3.2). Ke slabému oživení ekonomiky začne docházet až ke konci roku 2011.

GRAF II.22B

Alternativní scénáře: vývoj 3M PRIBOR

(v %)

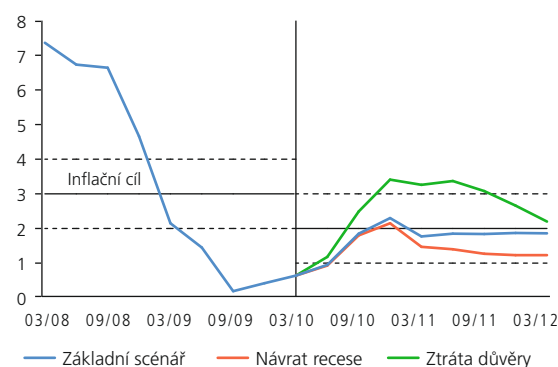


Pramen: ČNB

GRAF II.22c

Alternativní scénáře: vývoj inflace

(v %)

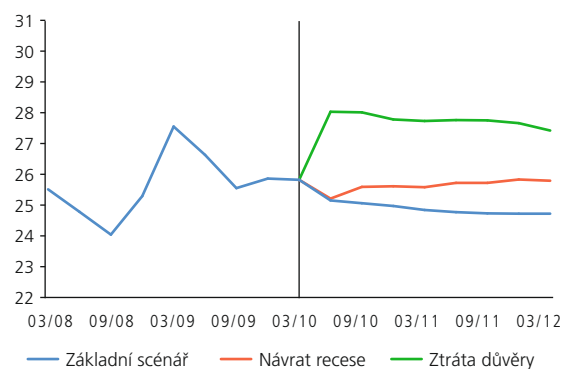


Pramen: ČNB

GRAF II.22d

Alternativní scénáře: vývoj měnového kurzu

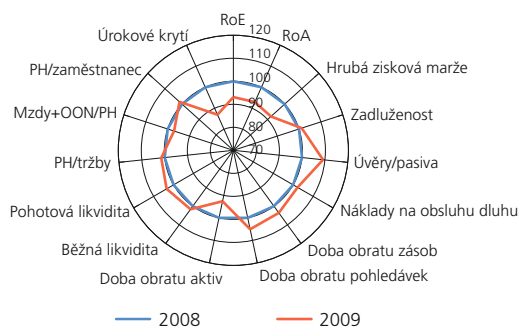
(CZK/EUR)



Pramen: ČNB

GRAF II.23

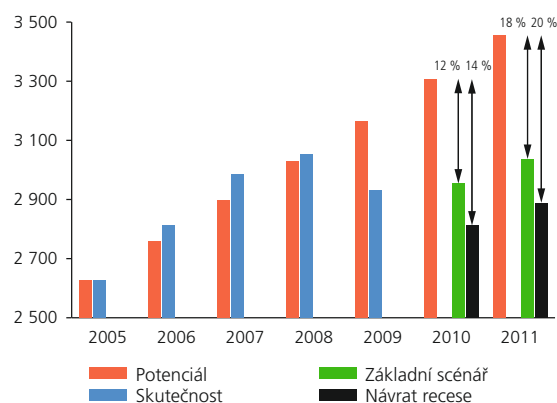
Vývoj základních finančních ukazatelů nefinančních podniků
(2008=100, index nad 100 zlepšení, index pod 100 zhoršení)



Pramen: ČSÚ, ČNB

GRAF II.24

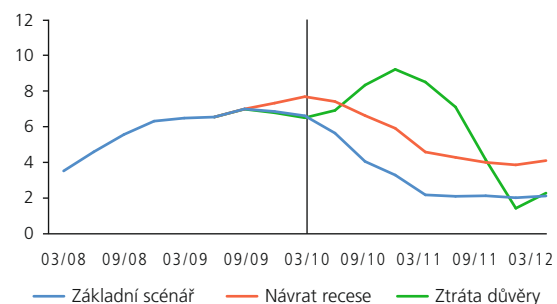
Potenciální a reálný HDP dle očekávání z roku 2005 ve srovnání s alternativními scénáři
(v mld. Kč, stálé ceny)



Pramen: ČNB

GRAF II.25

Vývoj 12M míry defaultu bankovních úvěrů podnikům
(v %)



Pramen: ČNB

Pozn.: Vzhledem ke skutečnosti, že 12M míra defaultu je spočtena jako vpředhledící ukazatel, hodnoty pro jednotlivé scénáře se liší již od 3Q 2009.

2.2 NEFINANČNÍ PODNIKY

Situace v podnikové sféře se v roce 2009 oproti předcházejícím letům výrazně zhoršila. Některé ukazatele z posledních měsíců však naznačují mírné oživení a začátek obratu negativního trendu. Nejvýznamnějším rizikem pro podnikový sektor i nadále zůstává možný návrat recese v západoevropských zemích.

Finanční výsledky podniků se v roce 2009 zhoršily

Podniky se zejména v první polovině roku 2009 vyrovnávaly s dramatickým poklesem zahraniční a následně i domácí poptávky. Tato situace se promítla do jejich hospodářských výsledků za rok 2009. Ekonomický propad však zasáhl podniky s rozdílnou intenzitou. Nejlépe se se vzniklou situací vyrovnaly velké podniky pod zahraniční kontrolou, které byly schopny meziročně mírně zvýšit zisky oproti předchozímu roku. K tomu zřejmě přispěla i opatření typu šrotovného zavedená v některých evropských zemích. Naopak u podniků pod domácí kontrolou došlo k poklesu zisků oproti předchozímu roku. Celkově tak meziročně zisk podnikového sektoru mírně klesl a došlo ke zhoršení ukazatelů rentability. Solventnost podniků, která se na počátku ekonomické krize rovněž zhoršila, se na konci roku 2009 začala postupně zlepšovat a meziročně se hlavně vlivem poklesu krátkodobých závazků zvýšila. Možný pozitivní obrát vývoje ekonomiky indikují též některé zlepšující se ukazatele aktivity nefinančních podniků (Graf II.23).

Negativní mezera výstupu vytváří tlak na růst kreditního rizika a nezaměstnanosti

Podniky reagovaly na negativní poptávkový šok snížením nákladů, produkce, marží a cen (viz Box 2). Tato reakce vytvářející prostředí charakteristické velmi pomalým růstem nominálních příjmů je odrazem vzniku rozsáhlé skutečné nebo vnímané negativní mezery výstupu. Ty podniky, které v souladu s optimistickými očekáváním po vstupu do EU investovaly v ČR např. kolem roku 2005 s předpokladem, že reálný HDP poroste v dalších letech v průměru o 5 % ročně, budou pravděpodobně konfrontovány s výrazně nižšími úrovněmi výstupu. Pokud by se reálný HDP v dalších letech vyvíjel podle zátěžových scénářů *Návrat recese* a *Ztráta důvěry* (viz závěr části 2.1), činil by rozdíl mezi skutečným a původně odhadovaným potenciálním HDP ke konci roku 2011 až 20 % (Graf II.24). Rozdíl mezi dříve očekávanými a následně nižšími prodejmi bude vytvářet riziko z hlediska splácení úvěrů přijatých ve fázi předkrizového rychlého hospodářského růstu. Důsledkem bude rovněž další zvyšování nezaměstnanosti spojené s propouštěním těch zaměstnanců, které dosud podniky zaměstnávají v souvislosti s nadějami na oživení poptávky. To může zvýšit úvěrové riziko v segmentu úvěrů poskytnutých domácnostem (viz část 2.3).

Box 2:**REAKCE PODNIKŮ NA EKONOMICKOU KRIZI**

V září a říjnu 2007 ČNB realizovala dotazníkové šetření podniků o tvorbě mezd a cen.¹⁸ Šetření se zúčastnilo 399 podniků z odvětví podnikatelské sféry kromě výroby energií a finančního zprostředkování s 20 a více zaměstnanci. Tyto podniky byly opětovně kontaktovány v červnu a červenci 2009 s žádostí o zodpovězení několika otázek s cílem získat poznatky o dopadu finanční a ekonomické krize na podniky a o reakci podniků v oblasti snižování nákladů.¹⁹ V rámci aktualizace šetření své odpovědi zaslalo 241 podniků.

Krize zasáhla podniky především nižší poptávkou. Rizika druhotné platební neschopnosti a zamrznutí úvěrů byla v podnikové sféře také značná, ale ve srovnání s faktorem nižší poptávky méně významná (Tab. II.1 Box). Zatímco 52 % podniků bylo zasaženo silně nebo velmi silně v oblasti poptávky, obtíže v platbách ze strany zákazníků vnímalo silně nebo velmi silně 34 % podniků a obtíže ve financování aktivit obvyklými finančními kanály 27 % podniků. Z výsledků je dále patrné, že nižší poptávkou byly více zasaženy podniky ve zpracovatelském průmyslu, velké podniky a exportéři. Riziko druhotné platební neschopnosti naproti tomu zasahovalo více malé podniky.

V reakci na krizi podniky reagovaly nejčastěji snižováním nákladů (89 % podniků). Vedle snižování nákladů 49 % podniků omezilo produkci, 40 % reagovalo redukcí marží a 34 % podniků akceptovalo nižší ceny. Ve srovnání s původním šetřením z roku 2007, v němž podniky odpovídaly, jak by reagovaly na neočekávaný pokles poptávky, ve skutečné krizi v roce 2009 reagovaly méně často snížením cen a marží.²⁰

Z dalších údajů (Tab. II.2 Box) je zřejmé, že nejdůležitější strategií při redukci nákladů bylo snížení mimopracovních nákladů (55 % podniků). Snižování nákladů na práci bylo dosahováno snižováním počtu stálých (43 %) a dočasných (38 %) zaměstnanců a také snížením počtu odpracovaných hodin na zaměstnance (12 %). Čtvrtina podniků přistoupila ke snížení odměn a prémie a 4 % podniků snížila základní složku vyplácených mezd.

Tab. II.1 BOX

PODNIKY, KTERÉ JSOU SILNĚ NEBO VELMI SILNĚ ZASAŽENY EKONOMICKOU KRIZÍ V JEDNOTLIVÝCH OBLASTECH
(vážený podíl odpovědí v %)

	Snížení poptávky po produktech a/nebo službách	Obtíže ve financování aktivit skrze obvyklé finanční kanály	Obtíže v platbách ze strany zákazníků
CELKEM	52,1	27,2	34,4
zprac. průmysl	66,4	30,9	36,3
ostatní odvětví *	37,0	23,4	32,4
malé podniky	37,2	31,2	45,1
střední podniky	52,0	22,5	40,0
velké podniky	55,9	28,7	29,0
exportéři	75,4	29,1	31,6
neexportéři	41,0	26,1	36,1

Pramen: ČNB

Pozn.: * stavebnictví, obchod, ubytování a stravování, doprava a spoje, činnosti v oblasti nemovitostí a pronájmu a podnikatelské činnosti.

Malé podniky (20–49 zaměstnanců), střední podniky (50–199 zaměstnanců), velké podniky (200 a více zaměstnanců).

Exportéři: Podniky, které nadpoloviční část příjmů z prodeje hlavního produktu v roce 2006 realizovaly prodeji na zahraničních trzích.

Tab. II.2 BOX

JESTLIŽE JE V REAKCI NA NIŽŠÍ POPTÁVKU JAKKOLI RELEVANTNÍ SNIŽENÍ NÁKLADŮ, JAKÝM ZPŮSOBEM JE SNIŽENÍ NÁKLADŮ DOSAŽENO?
(vážený podíl odpovědí v %)

	2007	2009
Snížení základních mezd	0,0	3,9
Snížení flexibilních částí mzdy	18,3	25,1
Snížení počtu stálých zaměstnanců	18,7	42,9
Snížení počtu dočasných nebo jiných pracovníků	26,6	37,5
Změna počtu odpracovaných hodin na zaměstnance	3,5	12,2
Snížení jiných nákladů kromě nákladů na práci	42,4	54,6

Pramen: ČNB

Pozn.: Reakce na současnou krizi, odpovědi získané v červnu a červenci 2009 (sloupec 2009). Odpovědi na hypotetickou otázku, jak podniky reagují na negativní poptávkový šok, získané na podzim 2007 (sloupec 2007).

18 Výsledky šetření jsou uvedeny v Babecký, J., Dybczak, K., Galuščák, K. (2008): *Survey on Wage and Price Formation of Czech Firms*, CNB WP 12/2008.

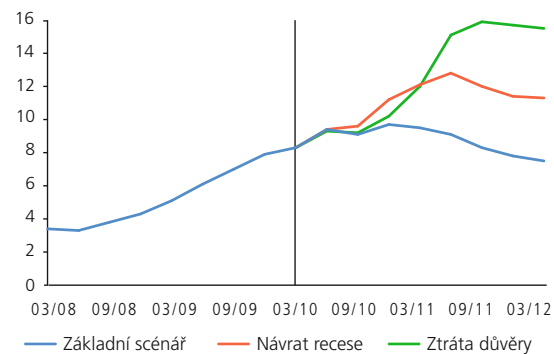
19 Některé otázky byly záměrně stejné jako v původním šetření z roku 2007, aby bylo možné vyhodnotit, jak podniky reagují na nižší poptávku v období krize ve srovnání se zamýšlenou reakcí na neočekávaný pokles poptávky ve standardní situaci.

20 Podle původního šetření z roku 2007 by na neočekávaný pokles poptávky 51 % podniků reagovalo snížením cen a 54 % snížením marží.

GRAF II.26

Podíl bankovních úvěrů v selhání v segmentu nefinančních podniků

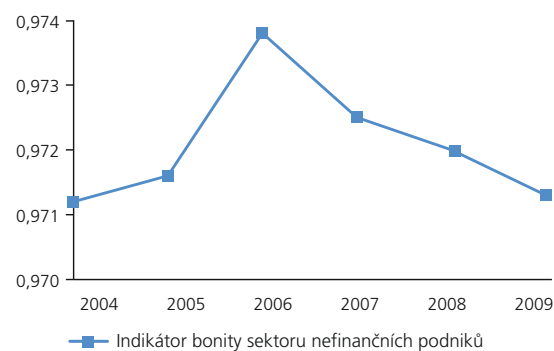
(v %)



Pramen: ČNB

GRAF II.27

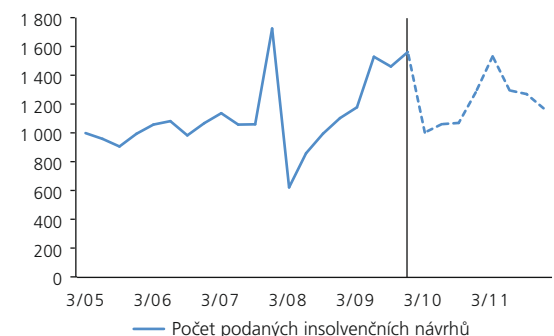
Vývoj indikátorů bonity nefinančních podniků



Pramen: ČNB

GRAF II.28

Insolvence podniků



Pramen: Ministerstvo spravedlnosti, ČNB

Pozn.: Od 1. ledna 2008 nabyl účinnosti nový insolvenční zákon

Kreditní riziko se zvýšilo

Značné zvýšení kreditního rizika podnikového sektoru dokumentuje ukazatel 12měsíční míry defaultu²¹, který gradoval ve druhé polovině roku 2009 (Graf II.25). V dvouletém horizontu by měl ovšem pro *Základní scénář* dle interního modelu ČNB postupně klesat a stabilizovat se na hodnotách kolem 2 %, což odpovídá průměru z roku 2007.²² Tento vývoj se rovněž odráží v nárůstu podílu bankovních úvěrů v selhání, které v průběhu roku 2010 rostou ve všech uvažovaných scénářích (Graf II.26). Standardně využívaný předstihový indikátor bonity podnikového sektoru nicméně naznačuje celkové zhoršení finančního zdraví podniků v jednoletém horizontu (Graf II.27).²³

Zhoršenou solvenci podniků indikuje rovněž rostoucí počet podaných insolvenčních návrhů během roku 2009 (Graf II.28).²⁴ Interní model ČNB²⁵ však indikuje, že v následujícím období by pro *Základní scénář* vývoje ekonomiky měly počty podávaných insolvenčních návrhů spíše mírně klesnout. Meziroční nárůst insolvencí byl v ČR více než dvojnásobný (57 %) oproti průměru západoevropských zemí (22 %), přesto byl ale výrazně nižší než v krizi nejvíce zasažených západoevropských zemích Španělsku (94 %) a Irsku (81 %).

Recese postihuje zejména exportně orientované firmy

Negativní poptávkový šok měl značný dopad na exportně orientované podniky. Nižší prodeje ve srovnání se značně optimistickými očekáváními v předkrizovém období se promítly do problémů řady exportérů se splácením dříve přijatých úvěrových závazků. To se projevilo v rychlejšímu růstu podílu bankovních úvěrů v selhání oproti celému sektoru nefinančních podniků (Graf II.29). Zatímco předkrizové hodnoty tohoto ukazatele byly u exportérů výrazně nižší v porovnání s celým sektorem nefinančních podniků, na konci roku 2009 se vývoj hodnot ukazatele obrátil (8,25 % pro 700 největších exportně orientovaných podniků oproti 7,8 % pro sektor nefinančních podniků). Dostupná data z Centrálního registru úvěrů dále naznačují, že exportéři se vyrovnávají s volatilitou měnového kurzu více než v minulosti prostřednictvím přirozeného zajišťování. Podíl bankovních úvěrů v cizích měnách

21 Ve výpočtu tohoto ukazatele došlo oproti loňské Zprávě o finanční stabilitě 2008/2009 k metodické změně (viz část 4.2).

22 Hlavními makroekonomickými faktory využívanými v modelu míry defaultu podnikového sektoru jsou změna růstu HDP, zahraniční poptávky, investic, měnového kurzu a změna inflace. Nákladovou stranou bilancí nefinančních podniků v modelu reprezentuje změna úrokových sazeb.

23 Tento indikátor na základě finančních ukazatelů pokrývajících ziskovost, zadluženost, likviditu a aktivitu firem odhodnocuje odolnost podniků vůči případnému úpadku v následujícím roce, viz Jakubík, P., Teplý, P. (2008): *Skóring jako indikátor finanční stability*, Zpráva o finanční stabilitě 2007, ČNB, s. 76–85.

24 Historický vývoj insolvencí v roce 2008 a částečně i na počátku roku 2009 byl ovlivněn novým insolvenčním zákonem. Posunutí jeho účinnosti z června 2007 na leden 2008 přispělo k mimořádnému množství podaných žádostí na konci roku 2007. Řada firem a věřitelů zřejmě čekala s podáním insolvenčního návrhu na nový zákon, ale s posunutím jeho účinnosti nebyli pravděpodobně nakonec schopni tento stav dále oddalovat, čímž se v závěru roku 2007 nakumuloval nezvykle vysoký počet podání.

25 Model počtu insolvencí podniků v ekonomice využívá růst spotřeby a investic, změnu zahraniční poptávky, reálné úrokové sazby, změnu vývoje reálného kurzu a reálných mzdových nákladů. K metodice odhadu modelu viz Jakubík, P., Seidler, J. (2009): *Insolvence podniků a její makroekonomické determinanty*, Ekonomický časopis, No. 7, Vol. 57, s. 619–633.

na celkových úvěrech přijatých 700 největšími exportně orientovanými podniky byl na konci roku 2009 cca 38 % (na konci roku 2007 dosahoval tento ukazatel necelých 34 %), což je asi dvojnásobek oproti průměru sektoru nefinančních podniků.

Agregátní zadluženost podniků v mezinárodním srovnání je stále relativně nízká

Kreditní rizika podniků částečně tlumí mírný meziroční pokles jejich průměrné zadluženosti vlivem poklesu zejména krátkodobých závazků a růstu vlastního kapitálu firem. Ukazatel podílu čistého dluhu (úvěry + dluhopisy – finanční majetek) vůči EBITDA meziročně poklesl (6,6 % v roce 2009 oproti 7,1 % v roce 2008). Obdobně podíl čistého dluhu vůči PBTDA poklesl na hodnotu 7 % v roce 2009 (7,4 % v roce 2008). Avšak průměrná hodnota ukazatele dluhu vůči příjmům (EBIT) mírně vzrostla (2,1 % v roce 2009 oproti 1,9 % v roce 2008), zatímco ukazatel průměrného dluhu vůči tržbám byl stabilní (přibližně 11 % v roce 2009 i 2008). Naopak odhadované nominální náklady na obsluhu dluhu meziročně poklesly, což bylo umožněno snížením úrokových sazeb z podnikových úvěrů během roku 2009 (Graf II.23). Podíl placených úroků vůči generovaným příjmům (EBIT) naopak vzrostl na 9 % v roce 2009 (oproti 7,8 % v roce 2008). Agregátní zadluženost nefinančních podniků na konci roku 2009 klesala jak vůči HDP (46 % v roce 2009 oproti 48 % v roce 2008), tak vůči celkovým finančním aktivům sektoru (39 % v roce 2009 oproti 40 % v roce 2008). V mezinárodním srovnání tak zadluženost českého podnikového sektoru zůstává i nadále relativně nízká (Graf II.30).

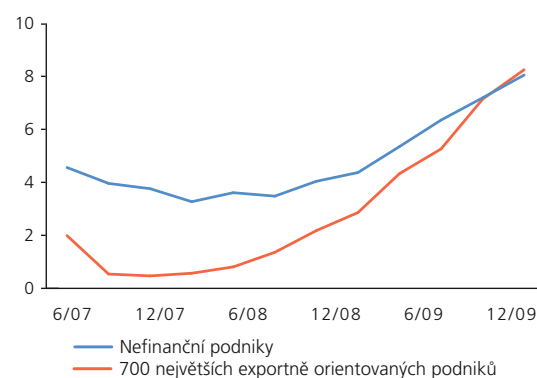
Pokles dynamiky podnikových úvěrů souvisí především s propadem poptávky po provozních úvěrech

Snížená ekonomická aktivita a přitvrzení neúrokových podmínek úvěrování se i přes pokles úrokových sazeb v podnikovém sektoru odrazily v propadu dynamiky bankovních úvěrů (Graf II.31 a Graf II.32). To bylo způsobeno zejména poklesem krátkodobých úvěrů, který souvisí spíše s propadem výroby, a poklesem poptávky po provozních úvěrech. Dostupná data dále naznačují, že podniky částečně nahradily jak bankovní úvěry, tak úvěry čerpané od ostatních finančních zprostředkovatelů půjčkami od spřízněných firem a v případě velkých podniků také emisí vlastních dluhopisů.²⁶ Celkově tedy nebyl pokles dynamiky čerpaných půjček podniky tak výrazný, jak by mohla indikovat data o bankovních úvěrech. Jedním z rizik vyvolaných částečně zhoršeným přístupem podniků k úvěrům je opožďování plateb obchodním partnerům, které může následně generovat druhotnou podnikovou platební neschopnost.

²⁶ Spřízněné firmy zahrnují jak rezidentské, tak nerezidentské společnosti, mezi nimiž jsou zejména mateřské společnosti. Podniky navíc v loňském roce emitovaly mimořádně velký objem dluhopisů, přesto je jejich hodnota vůči celkovému dluhu (úvěry a dluhopisy) relativně nízká (cca 14 % na konci roku 2009).

GRAF II.29

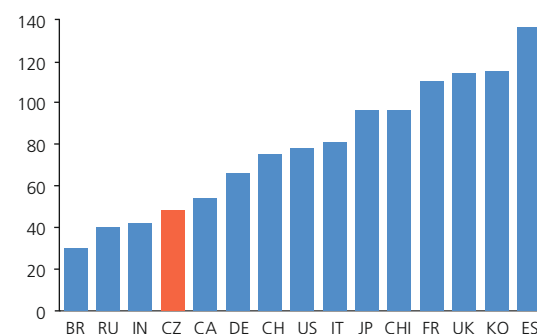
Podíl bankovních úvěrů v selhání (v %)



Pramen: ČNB (CRÚ)

GRAF II.30

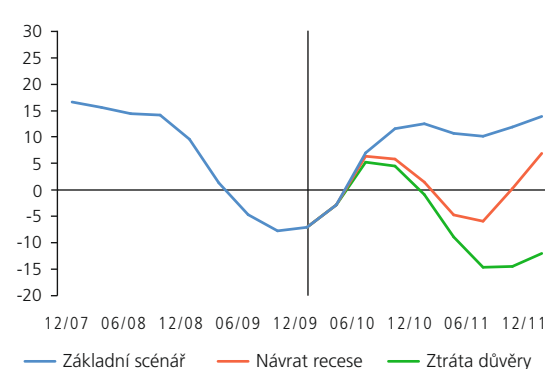
Poměr dluhu nefinančních podniků vůči HDP v mezinárodním srovnání (údaje za rok 2008, v % HDP)



Pramen: ČNB, McKinsey

GRAF II.31

Meziroční tempo růstu úvěrů nefinančním podnikům (v %)

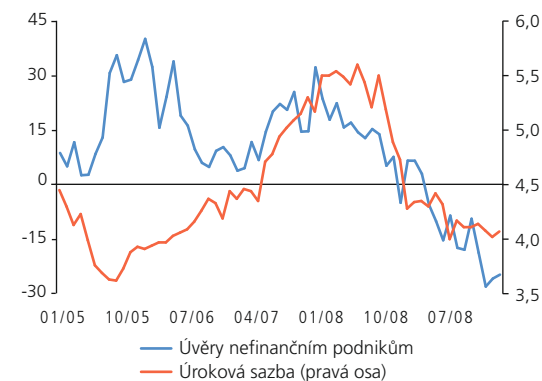


Pramen: ČNB

GRAF II.32

Úvěry nefinančním podnikům

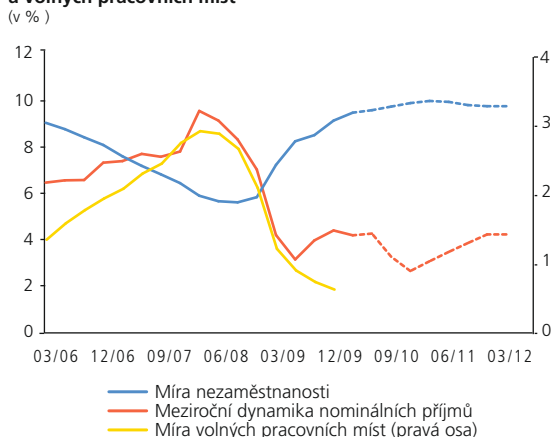
(nové úvěry, meziroční růst v % a úroková sazba v %)



Pramen: ČNB

GRAF II.33

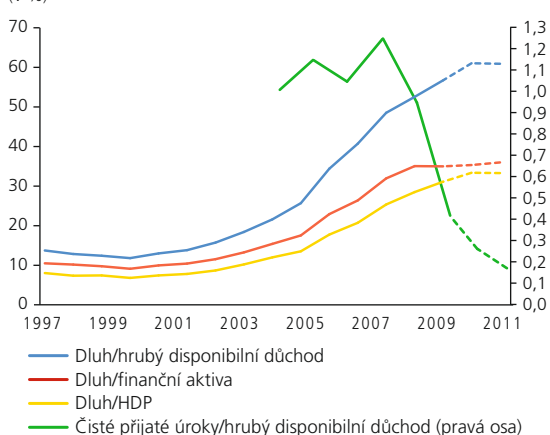
Vývoj nominálních příjmů, nezaměstnanosti a volných pracovních míst (v %)



Pramen: MPSV, ČNB

GRAF II.34

Poměr dluhu k hrubým disponibilním příjmům, finančním aktivům a HDP (v %)



Pramen: ČNB

Průměrné opoždění plateb však bylo v roce 2009 pro ČR srovnatelné s Německem a výrazně nižší než v některých zemích střední a východní Evropy.²⁷ Z tohoto pohledu se riziko druhotné platební neschopnosti českých podniků jeví zatím jako nižší.

2.3 DOMÁCNOSTI

Hospodářský pokles zasáhl během roku 2009 vedle podnikové sféry také sektor domácností prostřednictvím dopadu do jejich bilancí. Hlavním rizikem pro následující období zůstává zhoršující se situace na trhu práce, která negativně působí na spotřebu a také na schopnost domácností splácet dříve přijaté závazky. Zvýšení počtu domácností, jejichž finanční příjmy nepokrývají dluhové splátky, v kombinaci s výrazným nárůstem nezaměstnanosti mohou mít prostřednictvím dopadu na spotřebu negativní zpětný efekt na ekonomiku jako celek.

Růst nezaměstnanosti a rostoucí míra nesplácení vytváří riziko dodatečného poklesu agregátní poptávky

Propad HDP se již ve druhé polovině roku 2008 začal projevovat růstem nezaměstnanosti a poklesem tempa růstu nominálních příjmů. S mírným zpožděním pak docházelo k nárůstu míry defaultu domácností. Nepříznivý vývoj těchto veličin má negativní dodatečný dopad na agregátní spotřebu a bude v následujícím období zpětně brzdit oživení ekonomiky. Na základě interně provedených odhadů by se souhrnný efekt zpětného dopadu na hospodářský růst mohl pohybovat pro *Základní scénář* okolo 0,7 % ročního HDP a pro nepříznivý scénář až 1,5 % ročního HDP (*Návrat recese 1,5 %, Ztráta důvěry 1,3 %*). Z toho efekt defaultu by tvořil zhruba 0,5 % ročního HDP, resp. 0,6 % ročního HDP, zbytek efektu by byl způsoben nárůstem nezaměstnanosti.²⁸ Razantní nárůst nezaměstnanosti by tak spolu s rostoucí mírou nesplácení vyplývající rovněž z poklesu nominálních příjmů následně vyvolal dodatečný pokles agregátní poptávky, který by dále zhoršoval situaci v podnikovém sektoru. Tento efekt by mohl být v případě velmi nepříznivých scénářů poměrně výrazný.

Nejvýznamnějším rizikem pro sektor domácností je situace na trhu práce a vývoj nominálních příjmů

Hlavním rizikem pro sektor domácností v následujícím období bude nadále situace na trhu práce a vývoj nominálních příjmů. V průběhu roku 2009 podniky reagovaly na výrazný pokles poptávky redukcí počtu stálých i dočasných zaměstnanců (viz Box 2). Nejsilněji se tento trend projevil zejména v první polovině roku 2009 (Graf II.33). Zatímco v první fázi zpomalení hospodářského růstu (ve druhé polovině roku 2008) podniky propouštěly především pracovníky s nižší kvalifikací, v další fázi

27 Podle údajů Creditreform s.r.o. bylo průměrné opoždění plateb v roce 2009 pro ČR 12 dní, Německo 16 dní, Slovensko 20 dní, Maďarsko 30 dní a Polsko dokonce 93 dní. Průměrná doba úhrady pro ČR je 36 dní, Německo 27 dní, Slovensko 28 dní, Maďarsko 60 dní a Polsko 30 dní. Uvedené údaje vycházejí z analýzy publikované společností Creditreform s.r.o.

28 Efekt negativního zpětného dopadu rostoucí nezaměstnanosti na agregátní spotřebu vychází z předpokladu odlišného mezního sklonu ke spotřebě zaměstnaných a nezaměstnaných domácností.

recese se redukce zaměstnanosti dotkla všech profesí.²⁹ Lze očekávat, že s postupným oživením ekonomiky budou podniky vytvářet nová volná pracovní místa, čímž by se situace na trhu práce mohla začít v průběhu roku 2011 postupně zlepšovat. I přes očekávané oživení poptávky po práci by dlouhodobá nezaměstnanost na rozdíl od krátkodobé mohla dále růst i během roku 2011.³⁰ V rámci *Základního scénáře* by registrovaná míra nezaměstnanosti měla vzrůst o cca 0,5 p.b. v roce 2010 a mírně klesnout o cca 0,2 p.b. v roce 2011. Pro nepříznivé scénáře by nárůst mohl být až 2,4 p.b. v roce 2010 a až 0,8 p.b. v roce 2011.

Tempo zadlužování zvolnilo

Nepříznivý makroekonomický vývoj a zhoršující se situace v podnikové sféře má společně s rostoucí nejistotou ohledně budoucích disponibilních příjmů domácností vliv na zvolňování tempa jejich zadlužování. Nově poskytované úvěry na bydlení i na spotřebu vykazovaly v roce 2009 výrazně negativní meziroční dynamiku (Grafy II.36 a II.37). Skladba úvěrů na bydlení se v posledních letech posunula k delším splatnostem. Podíl dluhu na hrubém disponibilním příjmu dosáhl v roce 2009 hodnoty 54 % (52 % v roce 2008), na HDP 30 % (28 % v roce 2008) a ukazatel dluhu vůči finančním aktivům se v roce 2009 oproti roku 2008 nezměnil a zůstal na hodnotě 35 % (Graf II.34).³¹ V rámci *Základního scénáře* by mělo dojít k zastavení poklesu tempa úvěrování sektoru domácností v polovině roku 2010. Na rozdíl od podnikového sektoru by měla úvěrová dynamika zůstat v kladných číslech pro všechny uvažované scénáře (Graf II.35). K rychlému zadlužování v minulosti mohly přispívat také dotační a daňové podpory dluhového financování nákupu nemovitostí (zejména odpisy úroků z daňového základu), které vytvářejí iluzi nižší finanční zátěže spojené se splácením úvěrů. Zároveň lze předpokládat, že efektivnost této podpory z hlediska dostupnosti bydlení je velmi nízká, neboť její existence je již obsažena v cenách a jejím odstraněním by mohlo dojít ke snížení cen nemovitostí či poklesu nákladů úvěrů.

Náklady na obsluhu dluhu se zvýšily

Nepříznivým faktorem pro zadlužené domácnosti jsou rostoucí náklady na obsluhu dluhu. Vlivem postupného přitvrzování úvěrových standardů bank došlo v posledních dvou letech k růstu průměrných úrokových sazeb z bankovních úvěrů domácnostem. Tento trend byl patrný jak u bankovních úvěrů na spotřebu (Graf II.37), tak na bydlení (Graf II.36). Zvýšení nákladů domácností na obsluhu dluhu potvrzuje i růst průměrných úrokových sazeb na celkovém objemu bankovních úvěrů domácnostem.

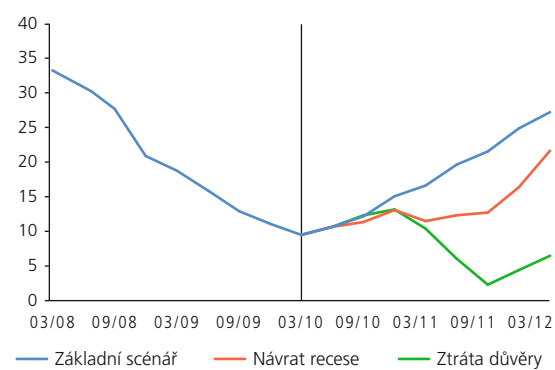
29 V 1. čtvrtletí 2009 se oproti předchozímu čtvrtletí průměrná výše vyplácené podpory v nezaměstnanosti zvýšila o 271 Kč na 5 739 Kč (došlo ale také ke zvýšení podpory v nezaměstnanosti od ledna 2009).

30 Celkový počet volných pracovních míst v předkrizovém období byl asi pětinašobný oproti situaci na konci roku 2009 (průměrně 151 tis. ve 2. čtvrtletí 2008 oproti 33 tis. ve 4. čtvrtletí 2009).

31 V mezinárodním srovnání je zadlužení českých domácností stále relativně nižší oproti zemím eurozóny (ukazatel podílu dluhu na HDP v roce 2008 – Německo 61 %, Irsko 109 %, Řecko 50 %, Španělsko 84 %, Francie 51 %, Itálie 39 %, Nizozemsko 119 %, Rakousko 52 %, Portugalsko 96 %, Velká Británie 99 %).

GRAF II.35

Meziroční tempo růstu úvěrů obyvatelstvu (v %)

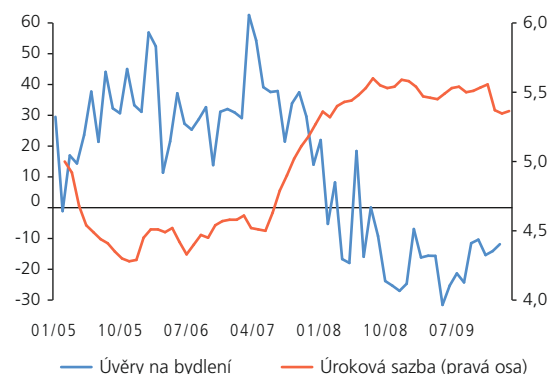


Pramen: ČNB

GRAF II.36

Úvěry na bydlení domácnostem

(nové úvěry, meziroční růst v % a úroková sazba v %)

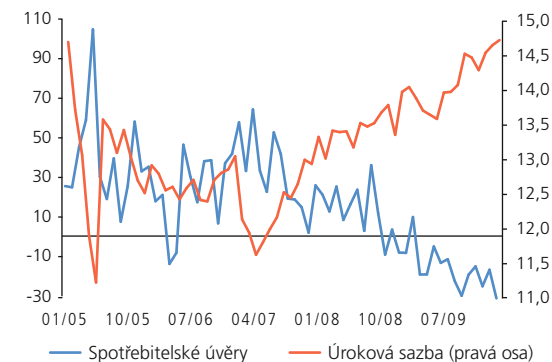


Pramen: ČNB

GRAF II.37

Spotřebitelské úvěry domácnostem

(nové úvěry, meziroční růst v % a úroková sazba v %)

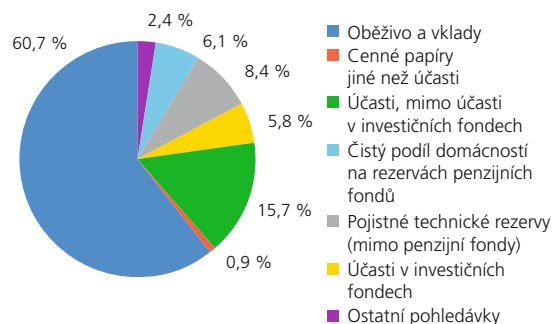


Pramen: ČNB

GRAF II.38

Finanční aktiva domácností v roce 2009

(v %)

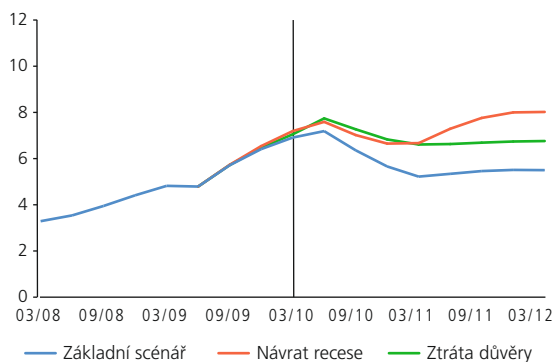


Pramen: ČNB

GRAF II.39

Vývoj míry 12M defaultu obyvatelstvu

(v %)



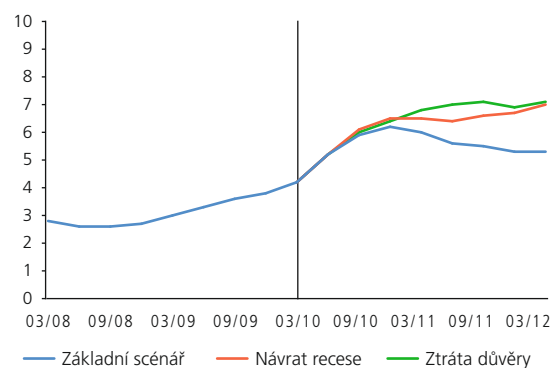
Pramen: ČNB

Pozn.: Vzhledem ke skutečnosti, že 12M míra defaultu je spočtena jako vpředhledicí ukazatel, hodnoty pro jednotlivé scénáře se liší již od 3Q 2009.

GRAF II.40

Podíl bankovních úvěrů v selhání v segmentu obyvatelstva

(v %)



Pramen: ČNB

Nelze vyloučit výrazný nárůst počtu insolventních domácností

Klesající příjmy a neklesající úrokové náklady dluhů snižují finanční rezervu domácností a působí na růst míry defaultu. Podle provedené jednoduché mikroekonomické simulace bilance zadlužených domácností by v rámci *Základního scénáře* nebylo schopno splácet dříve přijaté závazky zhruba 6,5 % rodin s hypotečním úvěrem (zhruba 1,6 % populace). V případě nepříznivých scénářů by se ovšem do této situace mohlo dostat až 20 % (5 % populace) této skupiny rodin. Ve scénáři *Návrat recese* 13 % rodin (3,3 % populace) a ve scénáři *Ztráta důvěry* 20 % (5 % populace). Negativní šok příjmové strany bilance byl modelován pomocí poklesu nominálních příjmů a růstu nezaměstnanosti. Nákladová strana byla zatížena růstem úrokových sazeb. Pro výpočet finanční rezervy byl využit předpoklad konstantních minimálních životních nákladů.³² Oproti provedené simulaci by v realitě dopady nepříznivého makroekonomického vývoje na rozpočty domácností byly tlumeny jejich drženými finančními aktivy.³³

Na agregátní úrovni mají domácnosti stále více finančních aktiv než závazků

Na agregátní úrovni mají domácnosti i nadále více finančních aktiv než závazků a zůstávají čistými příjemci úrokových plateb. V posledním roce však došlo k výraznému poklesu čistých přijatých úroků vlivem rostoucího rozdílu mezi úrokovou sazbou z úvěrů a vkladů. Na druhou stranu poměr mezi finančními závazky a aktivy klesl a v současnosti tvoří agregátní finanční závazky cca 37 % finančních aktiv domácností. Navíc cca 60 % finančních aktiv drží domácnosti ve formě vkladů a oběživa nepodléhajícím riziku kapitálové ztráty (Graf II.38). Distribuce umístění finančních aktiv se oproti předkrizovému vývoji příliš nezměnila, pouze došlo k přesunu části prostředků z investičních fondů (5,8 % podíl na konci roku 2009 oproti 7,7 % podílu v polovině roku 2008) do bankovních vkladů a oběživa.

Růst kreditního rizika domácností by měl pokračovat i v následujícím roce

Růst kreditního rizika naznačuje ukazatel míry 12měsíčního defaultu pohybujícího se pro bankovní úvěry během roku 2009 okolo 5 % (Graf II.39).³⁴ Výsledky interního makroekonomického modelu pro všechny uvažované scénáře ukazují, že na rozdíl od podnikového sektoru by tento indikátor měl ve druhé polovině roku 2010 klesnout pouze mírně a ani v dvouletém horizontu by se nevrátil na hodnoty z roku 2008. K určitému zlepšení by mělo dojít až v roce 2011, kdy by se ukazatel pro *Základní scénář* mohl stabilizovat na hodnotách okolo 5 %. Rostoucí kreditní riziko se s určitým zpožděním rovněž odráží v nárůstu objemu bankovních úvěrů v selhání (Graf II.40). Obdobný vývoj lze sledovat i u nebankovních úvěrů. Podle dostupných statistik podíl nebankovních

32 Mikroekonomická simulace rozpočtu domácností vycházela z příjmové distribuce domácností s hypotékami počítané z dat ČSÚ. Vzhledem k neexistenci informace o distribuci výše hypotečních úvěrů byly tyto hodnoty simulovány při zohlednění příjmů domácností a průměrné výše hypotečního úvěru domácnostem.

33 Informace o distribuci finančního bohatství mezi zadlužené a nezadlužené domácnosti není k dispozici, ale lze předpokládat, že u zadlužených lidí bude držba finančních aktiv spíše nižší.

34 Ukazatel 12měsíční míry defaultu je pro minulá období počítán na základě dat z Bankovního registru klientských informací provozovaného společností Czech Banking Credit Bureau, a.s.

úvěrů v selhání během roku 2009 strmě vzrostl až na současných cca 13 % (duben 2010, z cca 7 % v lednu 2009).³⁵ Příčinou nárůstu je nejen prudký nárůst nově nesplacených úvěrů (odhad 12měsíční míry defaultu pro leden 2010 činil 6 %, oproti 5 % v lednu 2009), které jsou v drtivé většině spotřebitelské povahy, ale také nominální pokles objemu poskytnutých nebankovních úvěrů domácnostem (Graf II.41).³⁶

Výrazně vzrostl počet osobních bankrotů

Tento trend dále koresponduje s vývojem počtu podaných žádostí o oddlužení.³⁷ Razantní nárůst žádostí o oddlužení (tzv. osobních bankrotů) byl ovlivněn jak nepříznivou ekonomickou situací, tak faktem, že domácnosti začínají institut oddlužení postupně využívat (Graf II.42). Lze předpokládat, že adekvátní úroveň odpovídající naší ekonomice by mohla být mezi 8–9 tisíci podaných návrhů ročně. Této úrovně by české domácnosti mohly dosáhnout již ve druhé polovině tohoto roku.

Box 3:

ZATÍŽENÍ DOMÁCNOSTÍ ÚVĚRY A JEJICH SPLÁCENÍ

Vzhledem ke zvyšujícím se problémům domácností se splácením úvěrů se tento box podrobněji zabývá dluhovým zatížením domácností. Vychází z údajů ČSÚ za rok 2008,³⁸ data tak pokrývají pouze počáteční období globální finanční krize. Přesto mohou signalizovat rizika, která by mohla očekávané ožívování ekonomické aktivity zpomalit.

Spotřebitelské úvěry v roce 2008 čerpalo 20 % domácností a úvěry na bydlení zhruba 13 % domácností. Spotřebitelské úvěry využívají v největší míře domácnosti ze dvou nejnižších příjmových skupin, zatímco úvěry na bydlení naopak nejčastěji čerpají domácnosti ze dvou vysokopříjmových skupin. Zatímco u těchto skupin došlo v roce 2008 k růstu využití úvěrů, středněpříjmové domácnosti čerpaly úvěry v menší míře. Objem nových úvěrů je nejvyšší u vysokopříjmových domácností. Dluhové zatížení domácností, vyjádřené poměrem splátek k příjmu, v roce 2008 oproti roku 2007 vzrostlo o 0,2 p.b. na 4,8 %. Zvyšovalo se u středněpříjmových a u některých nízkopříjmových domácností vlivem poklesu příjmů (Graf II.4 Box).³⁹ To ukazuje na nárůst zranitelnosti domácností.

35 Výpočet ukazatele podílu úvěrů v selhání a 12měsíční míry defaultu je založen na datech z registru SOLUS, zájmového sdružení právnických osob. ČNB tyto statistiky začala nově využívat v letošním roce.

36 Ukazatel 12měsíční míry defaultu nebankovních úvěrů dosahuje obdobných hodnot jako míra defaultu bankovních úvěrů spotřebitelské povahy.

37 Institut oddlužení vychází ze zákona o úpadku a způsobech jeho řešení (insolvenční zákon), zákon č. 182/2006 Sb., který nabyl účinnosti od 1. ledna 2008.

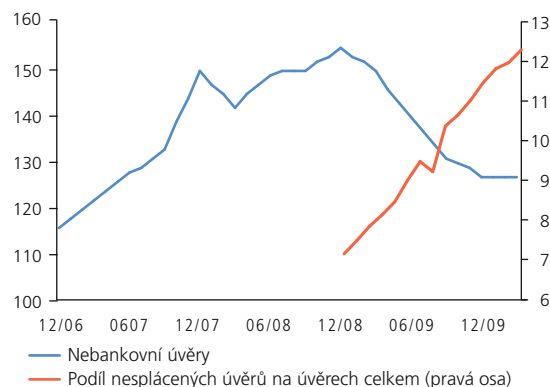
38 Jedná se o výběrové šetření EU-SILC „Životní podmínky 2008“ provedené v prvním pololetí 2008 a publikované v posledním čtvrtletí 2009 a dále o údaje statistiky rodinných účtů ČSÚ za rok 2008.

39 Podle aktuálních údajů statistiky rodinných účtů dluhové zatížení domácností v roce 2009 dále vzrostlo o 1 p.b. na 5,8 %.

GRAF II.41

Nebankovní úvěry domácnostem

(úvěry celkem, v mld. Kč, podíl nesplacených úvěrů, v %)



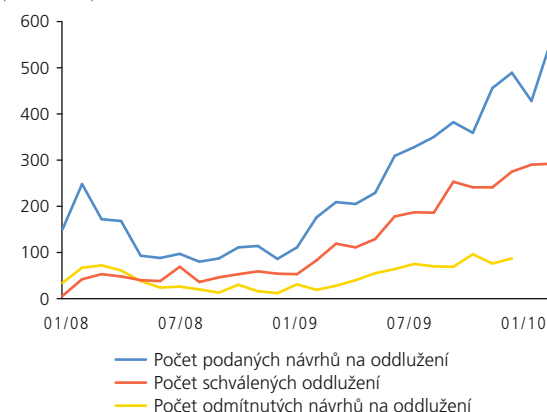
Pramen: SOLUS, zájmové sdružení právnických osob, ČNB

Pozn.: Celkový objem zůstatků nesplacených úvěrů je pouze aproximací.

GRAF II.42

Oddlužení fyzických osob nepodnikatelů

(měsíční data)

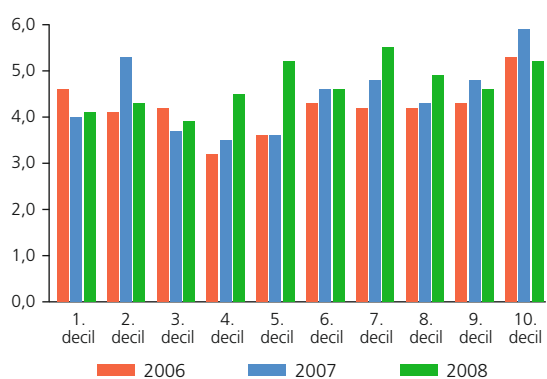


Pramen: Creditreform s.r.o., výpočty ČNB

GRAF II.4 BOX

Dluhové zatížení domácností

(poměr k čistému peněžnímu příjmu, v %)

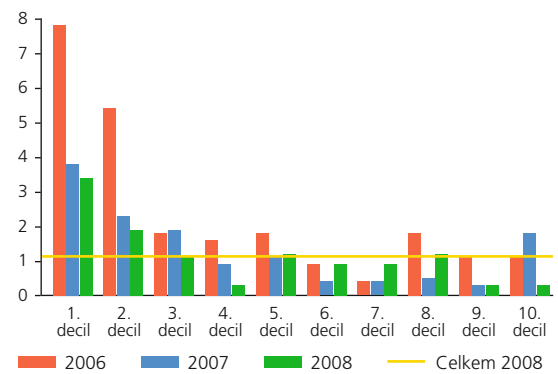


Pramen: ČSÚ

GRAF II.5 BOX

Problémy se splátkou spotřebitelských úvěrů

(v %)

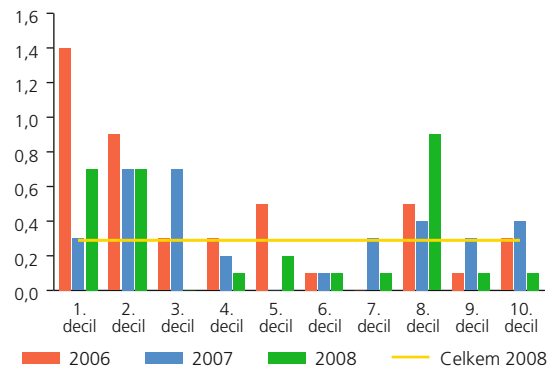


Pramen: ČSÚ

GRAF II.6 BOX

Problémy se splátkou úvěrů na bydlení

(v %)



Pramen: ČSÚ

Problémy se splácením spotřebitelských úvěrů uvedlo v roce 2008 obdobně jako v předchozím roce 1,1 % domácností a u úvěrů na bydlení 0,3 % domácností. Problémy se splácením těchto úvěrů uvedly středněpříjmové domácnosti a u úvěrů na bydlení domácnosti ve dvou nejnižších příjmových decilech (Grafy II.5 a II.6 Box). Nadprůměrné problémy se splácením všech typů úvěrů měly dvě nejnižší příjmové skupiny domácností. Útlum ekonomické aktivity a zhoršení vývoje trhu práce zaznamenané v roce 2009 následně snížily schopnost domácností splácet úvěry a v posledních dvou letech vzrostl podíl nesplácených úvěrů o 1 p.b. na cca 4 % (leden 2010). Navíc zhruba 67 % domácností vycházelo s příjmem s obtížemi.

Ačkoliv podíl domácností, které čerpají úvěry, se v roce 2008 zejména u úvěrů na bydlení zvýšil, vzrostly i problémy s jejich splácením. Zhoršení makroekonomického prostředí v roce 2009, které už není analyzovanými daty postiženo, následně finanční situaci domácností a jejich schopnost splácet úvěry dále zhoršilo.