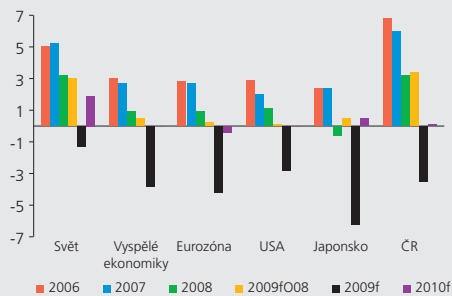


**GRAF II.1**  
Hospodářský růst ve vyspělých ekonomikách

(meziroční růst, skutečnost a prognózy z října 2008 a dubna 2009)

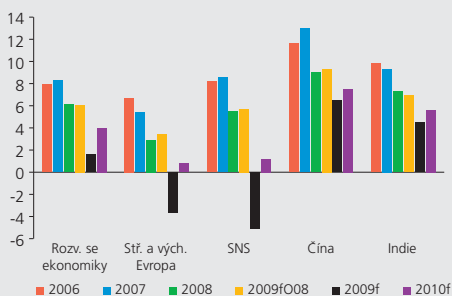


Pramen: MMF (World Economic Outlook, April 2009)

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

**GRAF II.2**  
Hospodářský růst v rozvíjejících se ekonomikách

(meziroční růst, skutečnost a prognózy z října 2008 a března 2009)

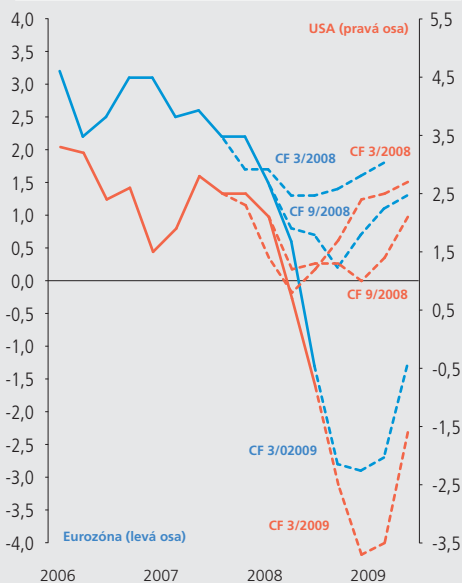


Pramen: MMF (World Economic Outlook, April 2009)

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

**GRAF II.3**  
Očekávání a skutečnost hospodářského růstu v USA a eurozóně

(čtvrtletní data, meziroční růst v %, skutečnost versus očekávání Consensus Forecasts, CF)



Pramen: Eurostat, US Bureau of Economic Statistics, Consensus Forecasts

## 2 REÁLNÁ EKONOMIKA

### 2.1 MAKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ

Zahraniční makroekonomický vývoj byl v roce 2008 a v prvních měsících roku 2009 zásadně ovlivněn přímými i nepřímými dopady finanční krize. V důsledku silného poklesu poptávky světová ekonomika začala postupně sklouzávat do recese. Na pozadí tohoto vývoje docházelo k prudkým výkyvům cen aktiv, úrokových sazeb a měnových kurzů. V zemích přímo zasažených finanční krizí, tj. zejména v USA a Evropě, nebyla i přes rozsáhlé intervence vlád a uvolňování finančních podmínek ze strany centrálních bank v dostatečné míře obnovena důvěra ve stabilitu finančního systému. I z tohoto důvodu ani oznámené fiskální programy prozatím nebyly schopny zastavit propad spotřebitelské a investiční poptávky. Prognózy vývoje ekonomické aktivity pro roky 2009 a 2010 byly i v 1. čtvrtletí letošního roku nadále postupně revidovány směrem dolů a převládala vysoká míra nejistoty ohledně horizontu skončení recese a rozsahu následného oživení. Období několika následujících let lze označit za období výjimečně silných rizik. Hlavním rizikem však nadále zůstává pokračování a prohlubování finanční krize a recese v západních ekonomikách.

Česká ekonomika v roce 2008 finanční krizí přímo zasažena nebyla. Ve 2. polovině roku 2008 se však začaly prosazovat její nepřímé dopady. Současný výhled vývoje české ekonomiky pro následující dva roky je poměrně negativní. Po propadu HDP v roce 2009 by mělo přijít jen slabé oživení v roce 2010. Výrazným vedlejším důsledkem vývoje ve světové ekonomice byly prudké výkyvy kurzu koruny, která po silném zhodnocení od 2. poloviny roku 2007 začala ve 2. polovině roku 2008 značně oslabovat. I když lze předpokládat, že kurzové výkyvy budou mít určitý negativní dopad na exportující podniky, návrat měnového kurzu ke slabším hodnotám, které více odpovídají fundamentálním faktorům, by měl mít v delším období na ekonomiku pozitivní dopad.

V průběhu roku 2008 došlo k citelnému ochlazení světové ekonomiky. Zatímco ještě v roce 2007 vzrostla v metodice MMF o více než 5 %, v roce 2008 již jen o 3,2 %. Ve své nové prognóze z dubna 2009 očekává MMF v roce 2009 propad světové ekonomické aktivity o 1,3 %, což lze označit za globální recesi (Graf II.1). Prognóza předpokládá, že v recesi se ocitnou v roce 2009 vyspělé ekonomiky (Graf II.1), zatímco rozvíjející se ekonomiky<sup>1</sup> si jako celek nadále udrží pozitivní dynamiku (Graf II.2). V obou výše uvedených grafech jsou pro rok 2009 uvedeny dvě prognózy (z října 2008 a dubna 2009), jejichž rozdílnost dokumentuje, jak dramaticky byl v posledních měsících přehodnocen výhled pro letošní rok. Z hlediska české ekonomiky je špatnou zprávou nečekaně silná recese v Německu (prognóza MMF počítá s propadem HDP o 5,6 %) a propad ekonomik střední a východní Evropy. Prognóza zároveň počítá pouze s velmi mírným oživením v průběhu roku 2010, na kterém se ovšem budou podílet v převážné míře rozvíjející se ekonomiky.

<sup>1</sup> Dubnová prognóza MMF i Consensus Forecasts (publikace obsahující průměry odhadů rozsáhlého reprezentativního vzorku analytiků a prognostiků) v dalších dvou letech očekávají nejprve pokles světové ekonomiky a následně pozvolné oživení. Dubnová prognóza MMF publikovaná ve World Economic Outlook (v němž byla ČR poprvé zařazena mezi vyspělé země) i Consensus Forecasts předpokládaly výše uvedený vývoj ekonomické aktivity i pro českou ekonomiku.

Graf II. 3 potvrzuje, že mezi zářím 2008 a dubnem 2009 docházelo k výraznému přehodnocování prognóz hospodářského růstu ve vyspělých ekonomikách. Rozsah přehodnocení naznačuje, že dopad finanční krize na reálnou ekonomiku byl analytiky a prognostiky v loňském roce podceňován. Graf II.4 pak dokumentuje, že od počátku roku 2008 postupně narůstala nejistota ohledně budoucího hospodářského růstu, který se stal velmi obtížně predikovatelným. V takovém prostředí čelí podnikatelské subjekty včetně finančních institucí výjimečně vysoké míře nejistoty. O výjimečném rozsahu současné recese svědčí i vývoj dynamiky průmyslové výroby a exportů v průmyslově orientovaných ekonomikách, přičemž nejvíce jsou postiženy vyspělé ekonomiky tohoto typu v Asii. V řadě zemí klesl v závěru roku 2008 export v meziročním srovnání až o třetinu (Graf II.5) a poklesy podobného rozsahu vykazovala v některých zemích i průmyslová výroba (Graf II.6). Grafy také dokumentují, že hospodářský pokles je mnohem silnější než v předcházející recesi v letech 2001–2002. O síle hospodářského poklesu svědčí i prudké propady cen komodit (viz část 3.1).

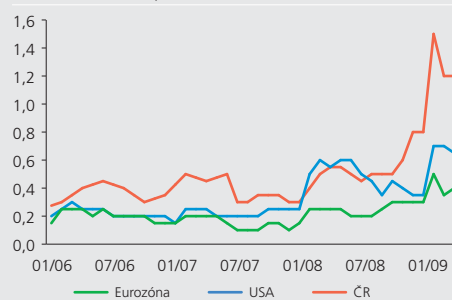
Finanční krize a propad ekonomické aktivity zásadně změnila charakter měnové politiky centrálních bank (Graf II.7). Americký Fed snížil svou měnověpolitickou sazbu na téměř nulovou úroveň a podobně postupovala Bank of England. Tyto centrální banky přijaly řadu opatření, prostřednictvím nichž dochází k nárůstu rezerv komerčních bank držených na účtech u centrální banky a zároveň vytvářejí tlaky na snížení dlouhodobějších úrokových sazeb. Politiku tohoto typu, pro který se vžil označení „kvantitativní uvolňování“, praktikovala řada let japonská centrální banka. Rovněž ECB přistoupila k razantnímu snížení měnověpolitických sazeb a k doprovodným opatřením zaměřeným na dodávání likvidity finančnímu systému. Pokles krátkodobých úrokových sazeb peněžního trhu se však nepromítl symetricky do dlouhodobých úrokových sazeb a sazeb z úvěrů poskytovaných privátnímu sektoru. K uvolnění měnových podmínek tak došlo v omezené míře (viz část 3.1).

Také ČNB v reakci na klesající poptávku a útlum inflačních tlaků snížila opakovaně svou měnověpolitickou sazbu. Uvolňování měnové politiky se promítalo i v poklesu sazeb peněžního trhu, i když v menším rozsahu (viz část 3.1). Fázi klesajících sazeb přerušily tlaky na oslabení koruny spojené se snížením důvěry v celý region střední a východní Evropy v únoru 2009, v důsledku čehož byla revidována očekávání ohledně prostoru pro snížení měnověpolitických sazeb. K dalšímu snížení měnověpolitické sazby přistoupila ČNB až v květnu 2009.

V souvislosti s opatřeními klíčových centrálních bank na podporu likvidity bankovních systémů došlo ke značnému nárůstu aktiv těchto centrálních bank (Graf II.8). To vyvolává obavy z budoucího výrazného nárůstu inflace v příslušných ekonomikách vycházející z předpokladu, že s růstem aktiv centrálních bank bude zároveň docházet k růstu peněžní zásoby. Z krátkodobého hlediska nejsou obavy z nárůstu inflace opodstatněné kvůli existující negativní mezeře výstupu. Rovněž z dlouhodobého hlediska mohou být obavy z proinflačního dopadu opatření centrálních bank přehnané, neboť se nemusí projevit zvýšenou dynamikou peněžní zásoby. Nákupy vládních i privátních aktiv centrálními bankami a zvýšené dodávání likvidity z jejich strany se primárně promítají do nárůstu aktiv komerčních bank umístěných u centrálních bank, tedy ve zvýšené držbě volných rezerv komerčních bank. Existující situace v bankovních systémech však vytváří silné bariéry proti tomu, aby se tato politika promítla v rychlejším tempu růstu úvěrů. Řada velkých mezinárodně působících bank utrpěla značné ztráty, v důsledku čehož vzniká tlak na regulatorní

**Graf II.4****Nejistota ohledně očekávaného růstu HDP ve vybraných ekonomikách**

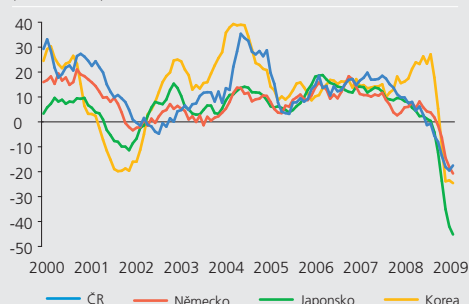
(průměrná standardní odchylka předpovědí růstu HDP na daný a příští rok z Consensus Forecasts, v p.b.)



Pramen: Consensus Forecasts, výpočty ČNB

**Graf II.5****Růst exportu v průmyslově orientovaných ekonomikách**

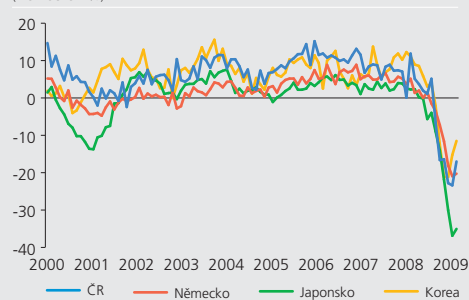
(meziročně v %)



Pramen: Thomson Datastream

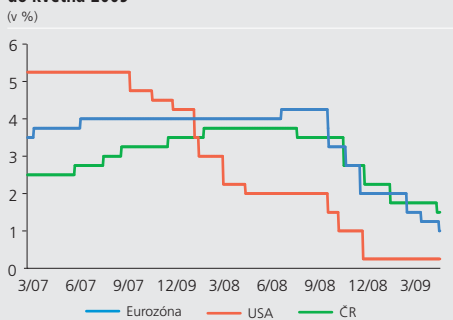
**Graf II.6****Růst průmyslové výroby v průmyslově orientovaných ekonomikách**

(meziročně v %)

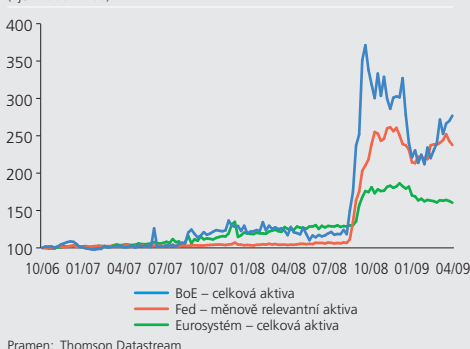


Pramen: Thomson Datastream

**GRAF II.7**  
Měnověpolitické sazby od vzniku finančních turbulencí do května 2009



**GRAF II.8**  
Index bilancí Fedu, Eurosystemu a Bank of England (říjen 2008 = 100)



**GRAF II.9**  
Reálné úrokové sazby z podnikových dluhů



Pozn.: Výnosy podnikových dluhopisů v eurozóně a USA a úrokové sazby z dlouhodobých podnikových úvěrů v ČR upravené o aktuální tempo růstu cen výrobců.

kapitál. Nově splacený kapitál bank v EU (300 mld. USD na konci 1. čtvrtletí 2009, z toho cca 180 mld. USD kapitál dodaný vládami) zatím převyšoval jejich ztráty vykázané v dosavadním průběhu krize (260 mld. USD). Lze však předpokládat, že ztráty v příštích čtvrtletích vyvolají potřebu dalších kapitálových injekcí nebo tlak na snižování bankovních aktiv. Za této situace by se opatření centrálních bank vedoucí k růstu měnové báze v konečném důsledku nemusela projevit růstem peněžní zásoby, ale pouze poklesem peněžního multiplikátoru.

Potenciální dopady finanční krize na kapitál bank a zprostředkovaně na jejich schopnost poskytovat nové úvěry dokumentují stále rostoucí odhady celkových ztrát finančních institucí z úvěrů a s nimi souvisejících aktiv. Nutnost rekapitalizace a restrukturalizace bank spolu s omezenou funkčností dalších segmentů úvěrových trhů vyvolává přinejmenším razantní zpomalení růstu úvěrů privátnímu sektoru, v některých zemích pak dokonce úvěrovou kontrakci (viz část 4.1). Určitým rizikem z hlediska stabilizace bankovního sektoru v USA i dalších zemích je pokles politické podpory pro fiskálně nákladná opatření. Stabilizaci situace ve finančních systémech některých evropských zemí ohrožují politické tlaky na okamžitou a zásadní celoevropskou změnu regulace finančních trhů ve snaze zabránit budoucím krizím za situace, kdy se autoritám ještě nepodařilo eliminovat rizika krize stávající. Podobně rizikové jsou snahy o změnu účetních standardů vedoucí k optickému vylepšení stavu bilancí finančních institucí namísto účinné akce na ozdravení těchto bilancí.

Kromě překážek na straně nabídky úvěrů dochází k výraznému poklesu poptávky po úvěrech ze strany domácností i podniků. K tomu přispívá i úroveň reálných úrokových sazeb (Graf II.12), která se může ukázat zejména pro podnikovou sféru příliš vysoká v relaci s výnosy jejich investic. Prvním důvodem je to, že i přes pokles měnověpolitických a krátkodobých tržních sazeb nedošlo ve většině zemí k poklesu úrokových sazeb z podnikových dluhopisů a dlouhodobých úvěrů pod úroveň převládající před počátkem krize. Nárůst úvěrového rizika se naopak výrazně promítl do zvýšení výnosů z podnikových dluhopisů v eurozóně a v USA (Graf II.9).<sup>2</sup> Tento faktor dokumentuje sníženou účinnost měnové politiky, resp. narušenou transmisí jejího fungování, v období finančního stresu (viz část 3.1). Druhým důvodem jsou klesající ceny, za které podniky realizují svou produkci. Kombinace dvou výše uvedených faktorů zvyšuje reálné náklady splácení dluhu. V důsledku toho mohou podniky využívající externí financování čelit nezanedbatelnému zpřísnění finančních podmínek<sup>3</sup>. V podobné situaci se mohou v řadě zemí nacházet také domácnosti. Dochází tak ke zvyšování rizika, že nemalý počet ekonomických subjektů nebude schopen splácet úvěry přijaté v předcházejících letech. Tento faktor může zároveň výrazně přispět k tomu, že světová ekonomika se bude z recese dostávat jen pozvolna a oživení přijde až v delším časovém horizontu. Ve směru pomalejšího a slabšího oživení v západních ekonomikách pak bude působit i nárůst míry úspor privátního sektoru, jakkoli je z dlouhodobého hlediska žádoucí

<sup>2</sup> V ČR na rozdíl od eurozóny či USA úrokové sazby z podnikových úvěrů prozatím do jisté míry následovaly pokles krátkodobých tržních sazeb (viz část 4.1). Vzhledem k vývoji cen průmyslových výrobců však reálné sazby rostly i zde.

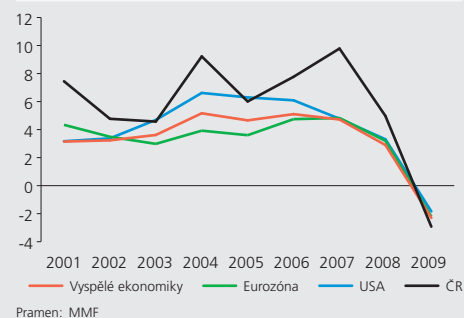
<sup>3</sup> Zpřísnění úvěrových podmínek vyplývá do jisté míry z nulové hranice pro nastavení měnověpolitických sazeb. Deník Financial Times ve svém vydání z 27.4.2009 např. uvedl informaci, že analýzy Fedu prezentované na dubnovém měnovém jednání uváděly, že pokud by měla být měnověpolitická sazba nastavena podle tzv. Taylorova pravidla (nástroj pro doporučení pro nastavení sazeb v závislosti na rozdílu mezi cílovou a prognózovanou úrovní inflace a mezeře výstupu), musela by klesnout až na -5 %.

(viz část 3.1). Celkově tak lze identifikovat řadu důvodů, kvůli nimž by mohl být cyklický pokles v západních ekonomikách hlubší a dlouhodobější, než předpokládají v současnosti převládající prognózy. Stresový potenciál změny dynamiky nominálních příjmů podniků i domácností naznačuje srovnání vývoje nominálního HDP v předcházejících letech ve vybraných ekonomikách s predikcí pro rok 2009 (Graf II.10). Ekonomické subjekty se z hlediska očekávaného růstu nominálních příjmů ocitají v prostředí, které je nejen obtížně předvídatelné, ale má i výrazně odlišné charakteristiky oproti předcházející dekádě. Velmi nízká inflace bude na jedné straně tlumit propad tempa růstu reálných příjmů a tím bude bránit v poklesu poptávky. Na dlužníky by však dluhová deflace měla značně negativní dopad, zejména pokud by měla dlouhodobější charakter. To platí také pro vlády, které v důsledku finanční krize a hospodářského poklesu značně zvýší svou zadluženost. Nicméně obavy, že výsledný nárůst poptávky vlád po dluhovém financování situaci povede ke globálnímu zvyšování světových reálných úrokových sazeb, považujeme zatím za předčasné (viz část 3.1).

Makroekonomický vývoj ve skupině zemí středoevropského regionu (ČR, Slovensko, Polsko, Maďarsko) byl i v roce 2008 s výjimkou Maďarska poměrně úspěšný (Tabulka II.1). ČR, Slovensko a Polsko jsou spolu se Slovinskem vnímány jako nejstabilnější ekonomiky celého regionu střední a východní Evropy. Přesto se ani jim nevyhly dopady poklesu důvěry ve střední a východní Evropu spojené s obavami ohledně udržitelnosti vnější pozice některých zemí a stability těch bankovních systémů, v nichž byla značná část úvěrů poskytnuta v cizích měnách a ze zdrojů zahraničních matek. Tyto obavy se projeví zejména oslabováním měn, růstem nákladů na financování vládních dluhů (část 3.1) a poklesy akciových trhů. Na negativní a často nesprávné informace o situaci v regionu reagovaly autority jednotlivých zemí aktivní komunikací, jejímž cílem bylo vysvětlit, že situace jednotlivých zemí se liší a některé z negativních informací jsou navíc založeny na nesprávné interpretaci statistik (část 4.1). Díky této komunikaci začali mezinárodní investoři i nadnárodní instituce postupně rozlišovat mezi jednotlivými zeměmi regionu. Jejich rozdílnou ekonomickou situaci potvrzují i ratingová hodnocení jednotlivých zemí (Graf II.11). V případě ČR došlo v loňském roce ke zvýšení ratingu agentury Fitch na A+ a spolu se Slovenskem má nejvyšší rating z tohoto regionu.

V následujících dvou letech však budou ekonomiky ve střední a východní Evropě procházet složitým obdobím. I ty, jejichž situaci lze považovat za stabilní, budou vystaveny stagnaci či poklesu ekonomické aktivity a nárůstu deficitu veřejných financí. U více zranitelných zemí regionu pak nelze vyloučit potíže se stabilitou bankovních systémů, problémy s financováním platební bilance a akceptací pomocných programů nadnárodních institucí. Tyto faktory by mohly vyvolat další vlny tlaků na oslabování měn u zemí s plovoucím kurzem nebo devalvačních tlaků u zemí s fixním kurzem. Pozice zemí s plovoucím kurzem se jeví jako příznivější, neboť mírné oslabení jejich měn by mělo přispět k rychlejšímu oživení jejich ekonomik. Rizikem jsou však panické výprodeje regionálních aktiv, které by se mohly projevit neadekvátním a fundamentálně nepodloženým oslabováním měn. Pravděpodobnost, že těmto potenciálním tlakům bude vystavena i česká ekonomika, je díky její silné vnější pozici (Box 1) poměrně malá. Toto riziko snižuje také rostoucí schopnost investorů rozlišovat mezi jednotlivými ekonomikami.

**GRAF II.10**  
Nominální HDP a jeho prognóza  
(meziroční tempa růstu v %)

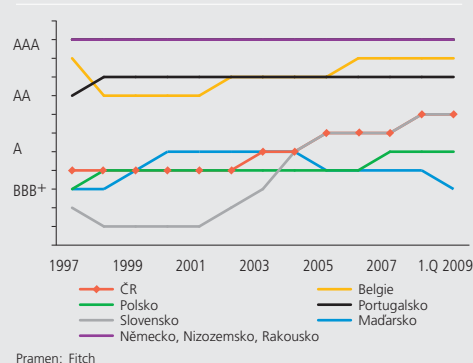


**TAB. II.1**  
Makroekonomické indikátory  
středoevropských ekonomik  
(2009 a 2010 – prognóza EK)

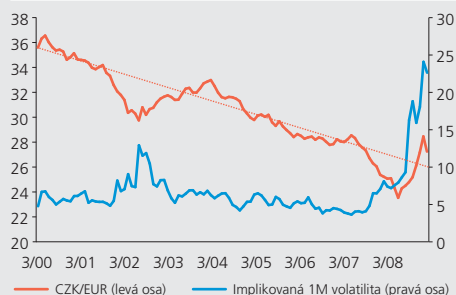
Indikátor	země	2007	2008	2009	2010
Růst reálného HDP (%)	CZ	6,0	3,2	-2,7	0,3
	SK	10,4	6,4	-2,6	0,7
	HU	1,1	0,5	-6,3	-0,3
	PL	6,6	4,8	-1,4	0,8
Inflace – HICP (%)	CZ	3,0	6,3	1,1	1,6
	SK	1,9	3,9	2,0	2,4
	HU	7,9	6,0	4,4	4,1
	PL	2,6	4,2	2,6	1,9
Veřejný dluh (% HDP)	CZ	28,9	29,8	33,7	37,9
	SK	29,4	27,6	32,2	36,3
	HU	65,8	73,0	80,8	82,3
	PL	44,9	47,1	53,6	59,7
Schodek veř. rozpočtů (% HDP)	CZ	-0,6	-1,5	-4,3	-4,9
	SK	-1,9	-2,2	-4,7	-5,4
	HU	-4,9	-3,4	-3,4	-3,9
	PL	-1,9	-3,9	-6,6	-7,3
Běžný účet platební bilance (% HDP)	CZ	-1,5	-3,1	-3,2	-3,3
	SK	-5,1	-6,8	-7,5	-7,1
	HU	-6,2	-8,4	-5,0	-4,8
	PL	-5,1	-5,3	-4,7	-3,7

Pramen: EK (Ekonomická prognóza, jaro 2009)

**GRAF II.11**  
Vývoj sovereign ratingů vybraných zemí  
(dlouhodobý rating v zahraniční měně, Fitch)

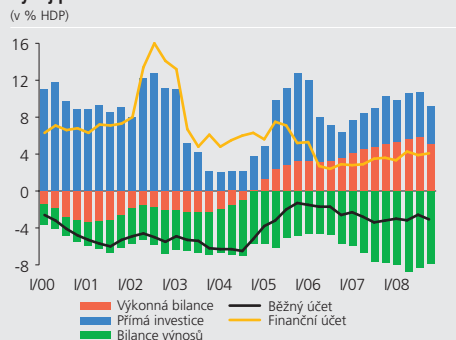


**GRAF II.12**  
Vývoj kurzu koruny a jeho volatility



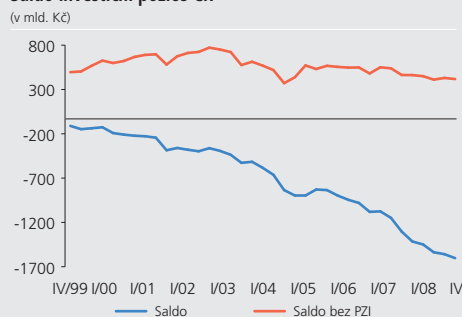
Pramen: vlastní výpočty na základě dat ČNB  
Pozn.: Přerušovaná přímkou indikuje dlouhodobý trend.

**GRAF II.13**  
Vývoj platební bilance



Pramen: ČSÚ, ČNB  
Pozn.: Roční klouzavé úhrny komponent platební bilance a nominálního HDP.

**GRAF II.14**  
Saldo investiční pozice ČR



Pramen: ČNB

Výrazným vedlejším důsledkem vývoje ve světové ekonomice a specificky v regionu střední a východní Evropy se pro českou ekonomiku v několika posledních letech staly prudké výkyvy kurzu koruny. Od léta 2007, kdy se v zahraničí začaly projevat finanční turbulence, až do léta 2008 koruna silně nominálně zhodnotovala. Ve druhé fázi finanční krize, která začala pádem banky Lehman Brothers, se však nedůvěra rozšířila i na rozvíjející se ekonomiky a měny těchto ekonomik začaly oslabovat. Zároveň citelně narostla kurzová volatilita (Graf II.12). V únoru 2009 mimo jiné v souvislosti s nesprávnými informacemi významných zahraničních periodik<sup>4</sup> o některých charakteristikách domácí ekonomiky se intenzita těchto tlaků značně zvýšila. Úspěšná komunikace ČNB vůči finančním trhům vedla poměrně rychle ke stabilizaci koruny na úrovních, které lze považovat za konzistentní s fundamentálními charakteristikami české ekonomiky. I když lze předpokládat, že prudké kurzové výkyvy a zvýšená volatilita budou mít určitý negativní dopad na exportující podniky (část 2.2), oslabení kurzu by se mělo v delším období v ekonomické aktivitě a ziskovosti firem projevit pozitivně. Graf II.12 dále dokumentuje důležitou skutečnost, že i když se znehodnocení koruny ve 2. polovině roku 2008 může jevit jako silné, ve skutečnosti se kurz do značné míry vrátil ke svému dlouhodobému mírně apreciačnímu trendu.

Positivní trendy nadále převládaly u vnější bilance ČR (Graf II.13). Deficit běžného účtu platební bilance dosáhl podobně jako v roce 2008 zhruba 3 % HDP. Robustnost vnější pozice dokumentuje přebytek výkonové bilance, který – i přes své snížení v závěru roku – dosáhl 5 % HDP a je schopen pokrýt prakticky celý deficit bilance výnosů po odečtení bilance reinvestovaných zisků. Přebytek bilance přímých investic dosáhl 4 % HDP, ze dvou třetin se však na něm podílela právě bilance reinvestovaných zisků. Graf II.14 ukazuje, že prohlubující se negativní saldo investiční pozice ČR je spojeno výhradně s čistým přílivem přímých zahraničních investic. Po odečtení tohoto salda setrvává saldo na pozitivních úrovních obvyklých v předcházejících letech. V dalších dvou letech by se měla vnější bilance ČR dále zlepšovat (viz Box 1).

### Box 1: Zahraniční dluh ČR a jeho udržitelnost

V reakci na zvýšení vnímaného rizika vývoje ve střední a východní Evropě se začali investoři a analytici zabývat otázkou vnější udržitelnosti těchto ekonomik. Vzhledem k tomu, že některé z těchto ekonomik udržují fixní měnové kurzy a v řadě z nich jsou firmy, vládní sektor a domácnosti ve významné míře zadluženy v zahraničních měnách, soustředí se analýzy zejména na budoucí bilanci devizových zdrojů k financování schodku běžného účtu platební bilance, pokrytí splátek zahraniční dluhové služby a případných potřeb vnějších zdrojů financování. Tento typ analýzy je motivován zkušeností z asijské krize ve 2. polovině 90. let, kdy prudké oslabení měn tvrdě dopadlo na ekonomické subjekty, které ve svých bilancích neměly měnově sladěná aktiva a pasiva.

<sup>4</sup> Deník Financial Times nesprávně informoval o výši zahraničního zadlužení domácího bankovního sektoru a týdeník the Economist omylem uvedl, že české domácnosti mají potíže kvůli úvěrům v cizích měnách. ČNB na zavádějící informace reagovala tiskovou zprávou (viz [http://www.cnb.cz/en/public/media\\_service/press\\_releases\\_cnb/2009/090224\\_statement\\_FT.html](http://www.cnb.cz/en/public/media_service/press_releases_cnb/2009/090224_statement_FT.html)) a dopisy redakcím obou periodik, které je následně zveřejnily.

Jedním z měřítek vnější udržitelnosti je mezera financování (financing gap) srovnávající roční potřebu devizových zdrojů s výší přílivu přímých zahraničních investic, rozsahem přípustného snížení devizových rezerv země a dalšími dostupnými tržními zdroji financování devizových potřeb. Odhady mezery financování jsou závislé na řadě předpokladů ohledně přílivu a odlivu vnějších zdrojů v dané ekonomice a také na stanovení kritické úrovně devizových rezerv. Typickým příkladem analýzy vnější udržitelnosti je tzv. rámec pro externí dluhovou udržitelnost MMF, v němž jsou počítány hrubé požadavky na vnější financování jako součet deficitu běžného účtu platební bilance, splátek jistiny dlouhodobého zahraničního dluhu a existujícího krátkodobého zahraničního dluhu. Tento přístup je sice vhodný spíše pro hodnocení dluhové udržitelnosti v rozvojových zemích s fixním měnovým kurzem, je ale běžně aplikován i na země rozvinuté. ČR bude podle MMF v letošním a příštím roce potřebovat ke krytí potřeb vnějšího financování vždy kolem 40 mld. USD.<sup>5</sup>

Odhady ČNB ohledně požadavků na vnější financování vycházející z prognózy vývoje platební bilance na letošní a příští rok (Tab. II.1 Box) ukazují, že výše uvedené odhady MMF v rozsahu kolem 40 mld. USD ročně jsou nadsazené. Pokud jde o deficit běžného účtu, ten v dalších letech prakticky žádné požadavky na vnější financování nevytváří. Aktuální prognóza ČNB z května 2009 s určitými schodky běžného účtu počítá, nicméně jejich součástí je reinvestovaný zisk, který má z podstaty věci samofinancující se charakter. Po zahrnutí reinvestovaných zisků by potřeba vnějšího financování z titulu běžného účtu měla být dokonce negativní. Nelze vyloučit, že při poklesu ekonomické aktivity budou zisky firem pod zahraniční kontrolou nižší a tím pádem budou nižší i reinvestované zisky. V tom případě ovšem bude nižší i odliv zdrojů přes bilanci výnosů, která je součástí běžného účtu. Po zohlednění výše krátkodobého zahraničního dluhu a předpokládané dluhové služby se požadavky na financování budou pohybovat mírně nad 30 mld. USD ročně.

Pokud navíc začneme pracovat s konkrétními charakteristikami české ekonomiky, snadno dojdeme k závěru, že výše uvedená metodika výpočtu o rizicích vnějšího financování pro ekonomiku českého typu mnoho nevyovídá. Z hlediska krátkodobého zahraničního dluhu například nezohledňuje, že domácí subjekty disponují krátkodobými aktivy řádově ve stejné výši, která by alespoň částečně mohla být využita k financování pasiv. Krátkodobý zahraniční dluh je pak ve významném rozsahu spojen s obchodními aktivitami firem a v důsledku toho poměrně jednoduše refinancovatelný. Graf II.1 Box dokumentuje, že aktiva bankovního sektoru odpovídají i v současnosti zhruba 80 % celého hrubého zahraničního dluhu.<sup>6</sup>

TAB. II.1 (Box)

## Financování externí pozice české ekonomiky

mld. Kč	2009	2010
<i>Financování běžného účtu</i>	-10	-35
- běžný účet (deficit)	75	60
- reinvestovaný zisk	-85	-95
Amortizace externího dluhu	135	135
- dluhová služba	174	170
- hrazené úroky	-39	-35
Krátkodobá zadluženost k 31.12.2008	499	499
<b>Požadavky na financování v mld. Kč</b>	<b>624</b>	<b>599</b>
<b>Požadavky na financování v mld. USD</b>	<b>31</b>	<b>30</b>
Devizové rezervy (k 31.12.2008)	716	716
Devizové rezervy/požadavek na financování (v %)	<b>115 %</b>	<b>120 %</b>

Pramen: ČNB

Pozn.: Běžný účet a reinvestované zisky – prognóza ČNB z května 2009.

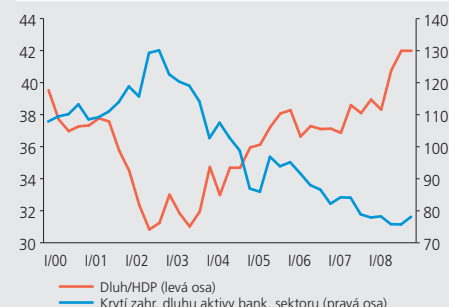
Údaje o amortizaci dluhu – odhad ČNB z analýzy investiční pozice ČR.

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

GRAF II.1 (Box)

## Podíl hrubého zahraničního dluhu ČR na HDP a jeho krytí zahraničními aktivy bankovního sektoru (ČNB a komerčních bank)

(v %)



Pramen: ČNB

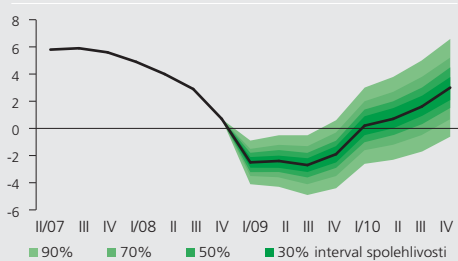
5 Viz Zpráva MMF z Konzultace v ČR v roce 2008 na základě Článku IV, str. 27, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2009/cr09122.pdf>

6 Banky a podniky mají na agregátní úrovni dostatečná aktiva na financování svého zahraničního dluhu, i když na individuální úrovni tomu tak samozřejmě být nemusí.

GRAF II.15

## Skutečný a prognózaný vývoj hospodářského růstu v ČR

(v %, květnová prognóza ČNB)

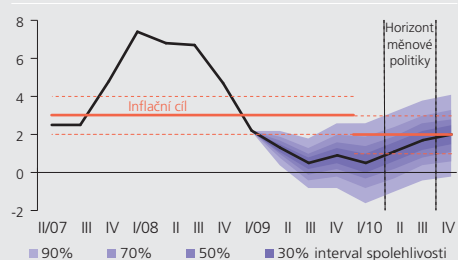


Pramen: ČNB

GRAF II.16

## Skutečný a prognózaný vývoj inflace v ČR

(v %, květnová prognóza ČNB)



Pramen: ČNB

V souhrnu tak lze konstatovat, že požadavky na vnější financování nepřevyšují příliš současnou úroveň krátkodobého dluhu, který je možno do značné míry financovat z krátkodobých vnějších aktiv bez potřeby využívat devizové rezervy. I při absenci přílivu přímých zahraničních investic by zbylou část požadavků na financování kryly stávající devizové rezervy. ČR tedy není vystavena riziku vzniku mezery financování a z hlediska vnější udržitelnosti lze v souhrnu považovat její současnou pozici za velmi stabilní.

Zatímco v 1. polovině roku 2008 domácí ekonomika vykazovala ještě poměrně dynamický – i když postupně se zvolňující – růst. Ve 2. pololetí citelně zpomalila. Makroekonomická prognóza ČNB z května 2009 předpokládá, že HDP celkově klesne v roce 2009 o 2,4 % v důsledku nízké zahraniční poptávky, dalších dopadů světové ekonomické a finanční krize, propadu investic a zpomalení spotřeby domácností (Graf II.15). V roce 2010 se očekává nástup oživení, který však souvisí do značné míry s nejistým předpokladem ohledně zvýšení zahraniční poptávky. Inflace měřená indexem spotřebitelských cen klesla z úrovní mezi 6 a 7 % v 1. až 3. čtvrtletí 2008 na hodnoty kolem 2 % v 1. čtvrtletí 2009. Podle květnové prognózy ČNB v průběhu roku 2009 celková inflace rychle klesne pod inflační cíl. V roce 2010 začne inflace opět růst a k 2% inflačnímu cíli se dostane ke konci roku (Graf II.16). S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb 3M PRIBOR v letošním roce a jejich mírný růst v roce 2010.

Poměrně pesimistický obrázek ohledně ekonomické aktivity, který podává květnová makroekonomická prognóza ČNB, se stal základem prvního z alternativních scénářů, které jsou v části 4. použity pro testování odolnosti českého finančního sektoru. Tento scénář byl nazván „Evropa v recesi“.

**Alternativní scénář A: „Evropa v recesi“**

Scénář A, který je založen na makroekonomické prognóze ČNB z května 2009, předpokládá poměrně výrazný propad domácí ekonomické aktivity zejména důvodu silné recese v eurozóně. Meziroční růst HDP by se v jednotlivých čtvrtích roku 2009 pohyboval v průměru kolem -2,5 % a od prvního čtvrtletí roku 2010 by přešel do mírně kladných hodnot, které by pozvolna narůstaly. Měnový kurz by v průběhu roku 2009 postupně mírně aprecioval a pak by se stabilizoval na úrovních kolem 26 CZK/EUR. Vzhledem k nízkým inflačním tlakům by úrokové sazby setrvaly na poměrně nízkých úrovních. Pokles domácí ekonomické aktivity by vedl k nárůstu míry defaultu v sektoru nefinančních podniků i domácností. Celkový růst úvěrů by zpomalil na poměrně nízké hodnoty a došlo by k dalšímu – i když relativně mírnému – poklesu cen akcií a nemovitostí. Zároveň je uplatněn předpoklad, že finanční sektor by generoval o 10 % nižší čisté výnosy, než činí průměr posledních dvou let.

V souvislosti se zpomalováním hospodářského růstu se v roce 2008 začal zvyšovat deficit veřejných financí. Prognóza ČNB z května 2009 implikuje překročení 3% maastrichtské hranice rozpočtového schodku v letech 2009 (4,3 % HDP) i 2010 (5,4 % HDP). Vzhledem k pomalejšímu růstu nominálního HDP došlo podle odhadu ČNB v roce 2008 ke zvýšení podílu veřejného dluhu na HDP o 0,9 p.b. na 29,8 % (Graf II.17). Výrazné zvýšení deficitů veřejných financí povede k růstu podílu veřejného dluhu na HDP až na 39 % na konci roku 2010 (1440 mld. Kč v absolutní hodnotě). To bude samozřejmě doprovázeno zvýšenou emisí vládních dluhopisů na finančních trzích. Zatímco v roce 2007 dosáhla celková hrubá výpůjční potřeba vlády 145 mld. Kč a v roce 2008 pak 181 mld. Kč, při předpokládaném vývoji deficitů veřejných financí nelze vyloučit její nárůst na 250 mld. Kč v roce 2009 a až 300 mld. Kč v roce 2010.

Zvyšování fiskálního deficitu a růst vládního dluhu zvyšuje z dlouhodobého hlediska rizika pro finanční stabilitu. I v současné recesi by proto fiskální politika měla směřovat ke střednědobému cíli a měla by spoléhat primárně na automatické stabilizátory. Jejich působením dochází vzhledem k poklesu dynamiky růstu HDP, mezd, zisků atd. ke zhoršení příjmů veřejných rozpočtů a případně ke zvýšení veřejných výdajů. To generuje růstový impuls brzdící propad ekonomiky. Další rozpočtově náročná poptávkově orientovaná fiskální expanze by pravděpodobně měla omezenou účinnost, mohla by ohrozit rozpočtovou disciplínu a v konečném důsledku i vnitřní a vnější stabilitu ekonomiky.

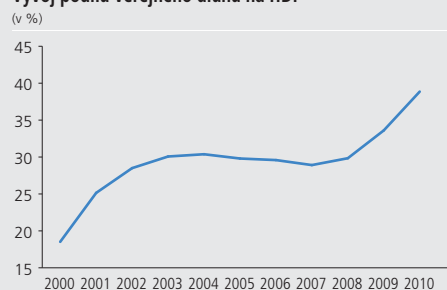
## 2.2 NEFINANČNÍ PODNIKY

*Příznivá situace v podnikové sféře z předcházejících let se během roku 2008 a na počátku roku 2009 postupně zhoršovala. Pokles zahraniční poptávky po exportech českého podnikového sektoru od 2. poloviny minulého roku vyvolal problémy s odbytem výrobků firem a vedl k poklesu jejich příjmů. V průběhu roku 2008 se podniky musely navíc vyrovnat s prudkým posilováním měnového kurzu. Z jeho následného oslabení od 2. poloviny roku podniky zřejmě nebyly schopny v plné míře těžit vzhledem k výpadku předpokládaných vývozů a tedy příjmů v zahraniční měně a dříve přijatému zajišťování. Nastolený trend pokračoval i v 1. čtvrtletí letošního roku. Důsledkem je značné zvýšení míry nesplacení úvěrů podnikové sféry ve srovnání s předcházejícími dvěma lety. Rizikem pro finanční stabilitu v následujícím období je propad zahraniční poptávky po produkci českých firem a další nárůst jejich platební neschopnosti. Následný pokles ochoty věřitelů půjčovat nefinančním podnikům by dále přispěl k poklesu celkové ekonomické aktivity.*

Finanční výsledky podniků za rok 2008 naznačují mírný pokles rentability vlastního jmění i aktiv, který byl ovšem tlumen ještě stále dobrými výsledky za první pololetí. Zadluženost podniků sice rostla jen velmi mírně, ale přidaná hodnota klesala a mzdové náklady výrazně rostly, což mělo za následek pokles produktivity práce v některých odvětvích. Kvůli snížené domácí i zahraniční poptávce se zvyšovaly doby obratu zásob a aktiv. Problémy se splácením podnikových závazků firem se dále promítly do růstu doby obratu pohledávek podniků. Současně vzhledem ke zvýšené nejistotě ohledně budoucích příjmů firmy omezily investiční aktivitu a volné prostředky investovaly zejména do dluhopisů, což působilo ve směru růstu ukazatelů jejich bilanční likvidity (Graf II.18).

**GRAF II.17**

### Vývoj podílu veřejného dluhu na HDP

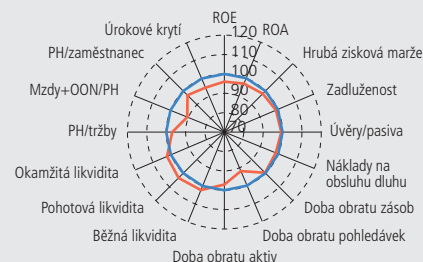


Pramen: ČSÚ, ČNB  
Pozn.: Pro 2009 a 2010 jde o odhad ČNB.

**GRAF II.18**

### Vývoj základních finančních ukazatelů nefinančních podniků

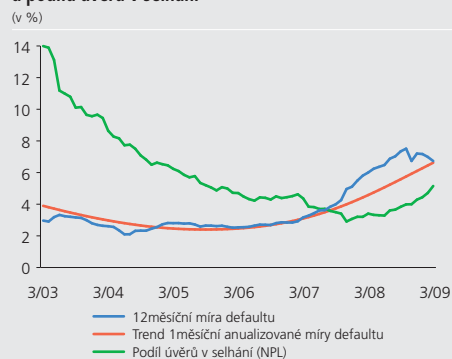
(2007 = 100, index nad 100 zlepšení, index pod 100 zhoršení)



Pramen: ČSÚ, propočty ČNB

**GRAF II.19**

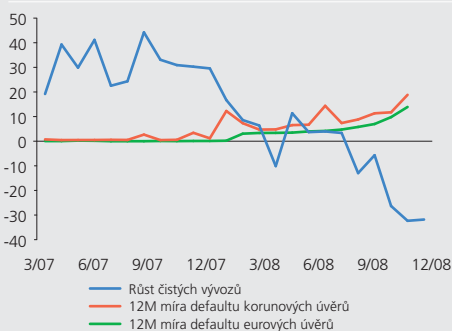
### Vývoj 12M míry defaultu bankovních úvěrů podnikům a podílu úvěrů v selhání



Pramen: ČNB (CRÚ)

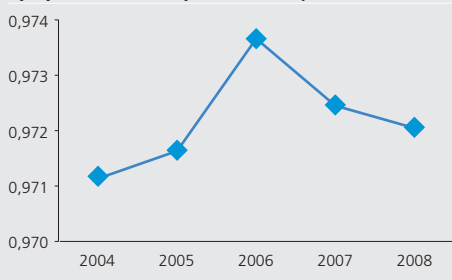
**GRAF II.20**  
Propad čistých vývozů a nárůst 12M míry defaultu exportně orientovaných podniků

(v %; data pro 1000 největších vývozců)



Pramen: ČNB, ČSÚ, výpočty ČNB

**GRAF II.21**  
Vývoj indikátoru bonity nefinančních podniků



Pramen: Výpočty ČNB, ČSÚ

**GRAF II.22**  
Počet podaných návrhů na konkurz

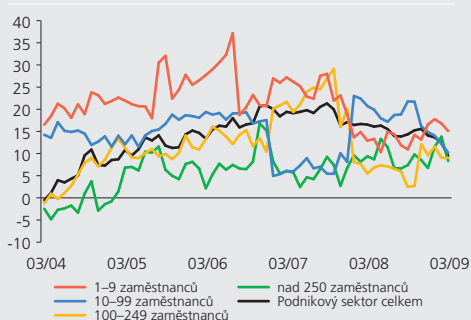
(roční data)



Pramen: Ministerstvo spravedlnosti České republiky

**GRAF II.23**  
Dynamika úvěrového vývoje

(měsíční data, meziroční růst úvěrů podnikům dle počtu zaměstnanců v %)



Pramen: ČNB (Centrální registr úvěrů)

Od 2. poloviny roku 2008 se jako důsledek poklesu zahraniční poptávky začal projevovat výrazný nárůst kreditního rizika podnikového sektoru měřený 12měsíční mírou defaultu bankovních úvěrů podnikům (Graf II.19). Zatímco na počátku roku 2007 se tento indikátor pohyboval okolo 3 %, na konci roku 2008 a v 1. čtvrtletí 2009 činil asi 7 %.<sup>7</sup> Podle interního modelu ČNB by měl během roku 2009 dále růst až k 11 %, v případě výrazně negativního vývoje (viz alternativní scénář C v části 4.1.1) dokonce k 13 %.<sup>8</sup> Růst míry defaultu se promítá do zhoršení kvality úvěrových portfolií bank.<sup>9</sup> Od 2. poloviny roku 2008 se zvyšuje ukazatel podílu úvěrů v selhání na celkových úvěrech (část 4.1).

Pokles zahraniční poptávky negativně ovlivnil zejména exportně orientované podniky, které tvoří páteř české ekonomiky (Box 2). To ilustruje i výrazný nárůst 12měsíční míry defaultu bankovních úvěrů největších exportérů (Graf II.20). Na rozdíl od předchozích let<sup>10</sup> se však zhoršuje míra nesplácení i u exportérů zadlužených v eurech, což může být částečně způsobeno též depreciací kurzu v posledním čtvrtletí 2008.

Rostoucí riziko podnikového sektoru potvrzuje indikátor bonity sloužící jako jeden z předstihových indikátorů stability podnikového sektoru.<sup>11</sup> Tento indikátor na základě agregovaných finančních výsledků nefinančních podniků ohodnocuje celkové finanční zdraví podnikového sektoru, resp. odolnost firem vůči případnému úpadku v následujícím roce. K jeho výpočtu je využíváno 7 finančních ukazatelů pokrývajících ziskovost, likviditu, zadluženost a aktivitu firem. Získané hodnoty ukazují, že bonita podnikového sektoru se v roce 2008 dále zhoršila, i když byla stále příznivější než v roce 2005 (Graf II.21). Negativně na vývoj rizikovitosti podniků působila zejména zhoršující se rentabilita, mírný nárůst zadluženosti a zhoršování ukazatele aktivity. Pokles bonity byl naopak tlumen růstem bilanční likvidity podniků.

Zvýšené riziko úpadků potvrzuje i vývoj počtu podaných insolvenčních návrhů,<sup>12</sup> který meziročně vzrostl o 6 %. Oproti roku 2007 se však tempo růstu insolvenčních návrhů zrychlilo pouze o 0,5 p.b. (Graf II.22). Dopady recese se již začaly naplno projevovat v zemích západní Evropy, kde došlo k nárůstu podnikových insolvencí o 11 %. Mezi nejvíce postižené ekonomiky v tomto smyslu patří Španělsko s nárůstem podnikových úpadků o 139 %, poté následuje Irsko se 121 % a Dánsko s 55 %.

7 Míra 12měsíčního defaultu je počítána jako podíl objemu bankovních úvěrů 30–89 dní po splatnosti a průměrného celkového zůstatku na úvěrových účtech v období následujících 12 měsíců od doby sledování. Z metodiky výpočtu vyplývá, že tento ukazatel může být přesný pouze při znalosti informace o vývoji v následujících 12 měsících od doby sledování. Vzhledem k tomu, že tyto informace nejsou při výpočtu za poslední rok zcela známy, je odhad za posledních 11 měsíců prováděn za předpokladu vývoje podle průměru pro již známá data. Výpočty vycházejí z dat z Centrálního registru úvěrů spravovaného ČNB, který obsahuje data o bankovních úvěrech právnických osob.

8 Podrobný popis použitého modelu lze najít v Jakubík, P., Schmieder, Ch. (2008): Stress Testing Credit Risk: Is the Czech Republic Different from Germany?, ČNB WP 9/2008.

9 Vpředhledící charakter ukazatele míry defaultu znamená, že k výraznému zhoršení kvality úvěrových portfolií by došlo až v roce 2010.

10 Viz Box 2 Analýza exportně orientovaných podniků v loňské Zprávě o finanční stabilitě 2007, str. 25–26 nebo Geršl, A.: Co ničí české exportéry? Euro č. 35 ze 25.8.2008.

11 Podrobněji k tomuto indikátoru viz Jakubík, P., Teplý, P. (2008): Skóring jako indikátor finanční stability, Zpráva o finanční stabilitě 2007, Česká národní banka, str. 76–85.

12 Všechny údaje o počtu insolvenčních návrhů vycházejí ze statistik společnosti Creditreform. Dále budeme pro insolvenční návrh používat zkrácené označení insolvence.

Naopak v Německu došlo k růstu o pouhé 2 %.<sup>13</sup> Vedle mírné dynamiky nárůstu počtu úpadků je i jejich absolutní počet v ČR v mezinárodním srovnání poměrně nízký. V roce 2008 připadlo v ČR na 10 000 podniků 50 insolvenčí. Takto definovaná míra insolvence je podprůměrná ve srovnání jak se zeměmi střední a východní Evropy, tak se západoevropskými zeměmi.<sup>14</sup> Některá odvětví však byla globálním ekonomickým poklesem zasažena výrazně více. Nejvyšší míru insolvence v roce 2008 vykazovala odvětví papírenského (233), textilního a kožedělného průmyslu (220). Následovaly cestovní kanceláře (172), výroba skla, keramiky a stavebního materiálu (140), potravinářství (123), chemický průmysl a výroba plastů (122) a těžba nerostných surovin (99).

Pokles domácí i zahraniční poptávky po podnikové produkci se odráží v mírném snížení meziroční dynamiky podnikových úvěrů ze 17 % na konci roku 2007 na 14 % na konci roku 2008 a dále na 10 % na konci 1. čtvrtletí 2009 (Graf II.23). V průběhu letošního roku by mělo v souvislosti s očekávaným ekonomickým poklesem dojít k dalšímu výraznějšímu poklesu meziroční úvěrové dynamiky až k hodnotám kolem nuly. Ekonomický pokles naznačuje také propad průmyslové produkce v ČR v závěru roku 2008 a na počátku roku 2009, jejíž trend kopíruje vývoj všech světových ekonomik. Vzhledem k velikosti a vysokému stupni otevřenosti české ekonomiky je její citlivost na globální vývoj vyšší, než je tomu v případě velkých zemí (Graf II.24). K největšímu propadu výroby došlo v odvětvích výroby dopravních prostředků, strojů a zařízení a textilním a oděvním průmyslu. Pokles ekonomické aktivity s mírnými náznaky oživení naznačuje vývoj nových zakázek a tržeb z přímého vývozu v průmyslu nebo tuzemské spotřeby energie (Graf II.25). Tento trend odpovídá také zpomalení poklesu výběru mýtného, které se po meziročních propadech o 20 %, resp. 19 % v lednu a únoru 2009, propadlo jen o 9 % v březnu tohoto roku. Ačkoli je zřejmé, že se české podniky budou muset během roku 2009 vyrovnat s globálním poklesem poptávky, jejich významnou výhodou je to, že jsou na agregátní úrovni stále výrazně méně zadluženy než podniky v eurozóně (Graf II.26). To by jim mělo umožnit se lépe s nově vzniklou situací vyrovnat.

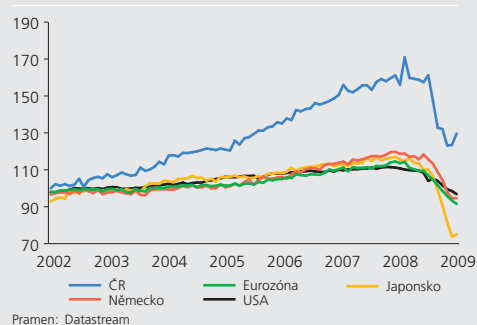
### Box 2: Exportně orientované podniky, volatilita měnového kurzu a zajišťování

V průběhu roku 2008 se významným způsobem zvýšila volatilita měnového kurzu české koruny, kdy silný apreciační trend prvních třech čtvrtletí byl vystřídán znehodnocením české koruny (část 2.1). Tento vývoj byl ve 2. polovině roku 2008 doprovázen nastupující globální ekonomickou recesí, která se odrazila i v poklesu zahraniční poptávky po produktech vyráběných v ČR. Tato kombinace se nepříznivě odrazila ve finanční situaci exportně orientovaných podniků. Řada průmyslových odvětví se silněji orientací na export zaznamenala v roce 2008 poměrně vysokou úroveň podílu nesplácených úvěrů (Graf II.2 Box).

**GRAF II.24**

#### Indexy průmyslové výroby (sezonně očištěno)

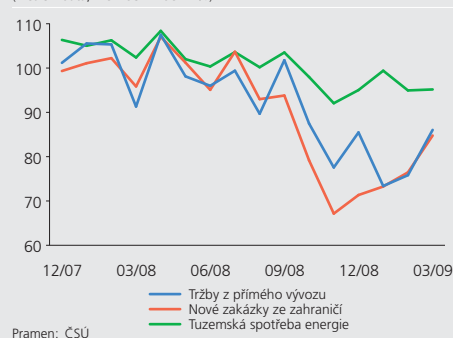
(v %, květen 2001 = 100)



**GRAF II.25**

#### Nové zakázky ze zahraničí, tržby z přímého vývozu a tuzemská spotřeba energie

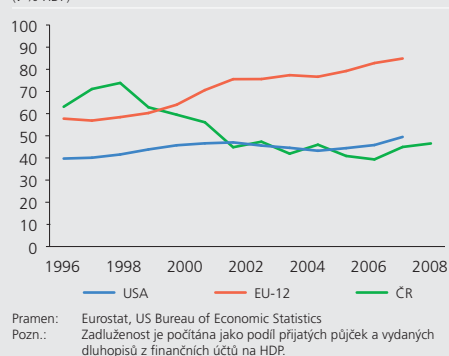
(měsíční data, meziroční index v %)



**GRAF II.26**

#### Zadluženost nefinančních podniků

(v % HDP)



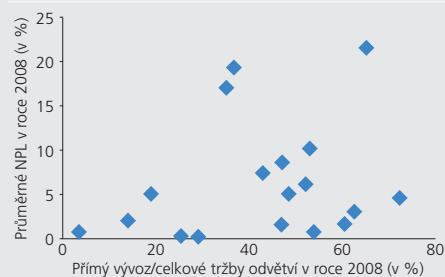
<sup>13</sup> V některých zemích západní Evropy došlo dokonce k poklesu podnikových insolvenčí. V Nizozemsku to bylo o 17 %, v Lucembursku o 13 %, ve Švýcarsku o 2 %.

<sup>14</sup> Průměr západoevropských zemí je asi 83 insolvenčí na 10 000 podniků.

GRAF II.2 (Box)

## Vztah mezi orientací odvětví na export a podílem nespáčených úvěrů

(data za rok 2008)



Pramen: ČNB, ČSÚ

Znehodnocení kurzu ve 4. čtvrtletí 2008 mělo na exportně orientované podniky jen omezeně pozitivní vliv z důvodu razantního poklesu zahraniční poptávky. Využití znehodnoceného kurzu též nemohly ty podniky, které si kurzové riziko zajistily pomocí derivátových kontraktů u domácích bank v dřívějším období posilující koruny.

Volatilita domácí měny zvyšuje nejistotu vývozců ohledně korunových příjmů z vývozu. V případě apreciacie koruny zaznamenává vývozce ušlý příjem, naopak v případě depreciace neočekávaný příjem. Většina vývozců však využívá tzv. přirozený hedging (tj. krytí měnového rizika tím, že za cizí měnu též dováží), takže ušlé/neočekávané příjmy se vztahují pouze k čistým vývozům. Vzhledem k trendové apreciaci koruny se vývozci dále zajišťují, a to jednak čerpáním úvěrů v cizí měně (především v eurech), jednak pomocí derivátů (termínované operace a opce).

Zajištění pomocí cizoměnových úvěrů a derivátů rovněž generuje ušlé/neočekávané příjmy. V případě eurových úvěrů jdou tyto ušlé/neočekávané příjmy vždy opačným směrem než u vývozců, u derivátů záleží na rozdílu mezi sjednanou a pozdější tržní úrovní kurzu. Banky totiž poplatky za zprostředkování zajištění zpravidla získávají tak, že exportérům nabízejí o cca 2 – 4 % budoucí silnější kurz, než je běžná úroveň termínového (forwardového) kurzu.<sup>15</sup> Je ovšem nutno říci, že rozdíl mezi silnější úrovní dříve sjednaného kurzu a aktuálním (slabším) tržním kurzem představuje „virtuální“ ztrátu (tedy ušlý příjem) ze zajištění, nikoli ztrátu skutečnou. Zajištění pomocí derivátů přináší dodatečné pozitivní a kvantifikovatelné neočekávané příjmy ve fázi rychlého a neočekávaného zhodnocení koruny, kdy tržní kurz může nabýt silnější hodnoty než kurz stanovený v derivátech. Zajištění pomocí derivátů tak podniky chrání zejména vůči prudkým posílením kurzu, nikoli vůči mírnému a předvídanému postupnému posilování. Zajištění kurzového rizika pomocí derivátů však navíc generuje významné přínosy ve smyslu jednoduššího plánování investic, výroby a poptávky po subdodávkách. Na rozdíl od ušlých/neočekávaných příjmů je však poměrně obtížné tyto pozitivní efekty spolehlivým způsobem kvantifikovat.

Dostupné informace indikují, že v závěru roku 2008 a v prvních měsících roku 2009 došlo u řady podniků k problémům s přezajištěním z důvodu výpadku příjmů z exportu. Vzhledem ke slabému kurzu koruny v tomto období se virtuální ušlé příjmy ze zajištění staly ve výši rozdílu sjednaného objemu derivátů a skutečného (nižšího) objemu vývozu skutečnými ztrátami, neboť některé podniky byly nuceny chybějící cizí měnu dokoupit dražší na trhu a levněji prodat v bance.<sup>16</sup> I když se nejedná o problém celého podnikového sektoru, na některé podniky by tyto dodatečné náklady mohly mít výrazný dopad.<sup>17</sup>

15 Banky si pak pozici uzavírají za tržní forwardový měnový kurz a inkasují tak (v budoucnu) pouze takto realizovaný poplatek (část 4.1).

16 Podle bank, které jsou nejaktivnější v tomto segmentu zajišťování, se v únoru 2009 při úrovních kurzu kolem 29 Kč/euro pohybovala tržní hodnota zajišťovacích pozic exportérů ve ztrátě kolem 2–3 mld. USD.

17 Daleko horší situace nastala ve stejném období v Polsku, kde se velcí exportéři zajišťovali pomocí opčních strategií s vysokou finanční pákou (viz Morgan Stanley Global Economic Forum z 23. února 2009). Tyto opční strategie sice velmi levným způsobem chránily exportéry v obdobích posilování, v období znehodnocení kurzu a propadu příjmů však vytváří významné ztráty.

### 2.3. DOMÁCNOSTI

Zpomalování ekonomiky se začalo na konci roku 2008 projevovat i v sektoru domácností. Během roku 2008 došlo ke korekci vysokého tempa zadlužování domácností z minulých let, současně však narůstaly problémy se splácením jejich závazků. Přetrvávajícím rizikem je další zhoršení platební schopnosti domácností v důsledku zhoršující se situace na trhu práce a poklesu jejich disponibilních příjmů. Ke zmírnění negativních důsledků ekonomického vývoje na sektor domácností by mělo přispět také preventivní působení ČNB v oblasti finančního vzdělávání.

Zvýšená nejistota ohledně budoucích příjmů domácností se podílela na postupném zpomalování vysoké dynamiky úvěrů obyvatelstvu, která převládala v několika předcházejících letech (Graf II.27, viz též část 4.1).<sup>18</sup> U spotřebitelských úvěrů se jednalo převážně o úvěry od nebankovních institucí, které na rozdíl od meziročního nárůstu o téměř 30 % v roce 2007 v loňském roce meziročně rostly o pouhé 1 %. I přes zpomalující úvěrovou dynamiku a mírně klesající podíl placených úroků na hrubých disponibilních příjmech<sup>19</sup> došlo k nárůstu celkového dluhu obyvatelstva, který ke konci minulého roku dosáhl hodnoty cca 950 mld. Kč (Graf II.28). I nadále se na této částce nejvíce podílejí úvěry na bydlení (cca 65 %), zbytek tvoří bankovní spotřebitelské úvěry (cca 20 %) a nebankovní úvěry (cca 15 %). Agregátní ukazatele zadluženosti domácností nadále rostly: ukazatel dluhu k hrubým disponibilním příjmům dosáhl téměř 50 %, ukazatel dluhu k finančním aktivům překročil 30 % a ukazatel dluhu k HDP tvoří asi 25 % (Graf II.29). Ve srovnání se zeměmi eurozóny dosahuje zadluženost českých domácností měřená vůči disponibilnímu příjmu asi polovičních hodnot, ukazatel podílu dluhu na HDP je dokonce méně než poloviční.

Na agregátní úrovni mají domácnosti stále více finančních aktiv než pasiv a jsou čistými příjemci úrokových plateb, i když ukazatel podílu čistých aktiv na HDP s rostoucím zadlužením v čase trvale klesá. V souvislosti s očekávaným snížením dynamiky by mělo dojít během roku 2009 pouze k velmi mírnému růstu ukazatelů agregátní zadluženosti či dokonce k jejich stagnaci. Ukazatel dluhu k hrubým disponibilním příjmům by měl během roku 2009 vzrůst pouze asi o 1 p.b. Na rozdíl od některých zemí střední a východní Evropy české domácnosti nemají prakticky žádné úvěry v cizích měnách a nejsou tak vystaveny kurzovému riziku (část 4.1, Graf IV.7).

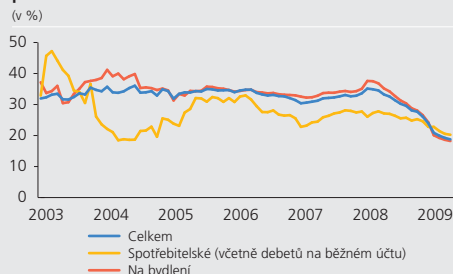
Pokles ekonomické aktivity se začíná promítat do nárůstu kreditního rizika sektoru domácností. Ukazatel 12měsíční míry defaultu bankovních úvěrů domácnostem se pozvolna zvyšuje (Graf II.30). Lze předpokládat, že tento indikátor se z úrovně mírně nad 4 % na počátku roku 2009 zvýší ke konci roku 2009 až na 7 %. Vyšší nárůst lze očekávat zejména od 2. poloviny roku 2009 a dále, kdy se začnou naplno projevovat dopady potíží podnikové sféry na sektor domácností. V případě výrazně nepříznivého scénáře (viz alternativní scénář C v části 4.1) by tento ukazatel

<sup>18</sup> Nově poskytnuté úvěry domácnostem absolutně klesaly (část 4.1).

<sup>19</sup> Ačkoli úrokové sazby z nových úvěrů mírně rostly o cca 1,5 p.b., ukazatel podílu placených úroků na hrubém disponibilním důchodu klesal. To bylo způsobeno poklesem úvěrové dynamiky a růstem disponibilních příjmů o cca 8 % během roku 2008. Současně mírně klesal také podíl přijatých úroků na disponibilních příjmech. Celkově však pokles placených úroků převýšil pokles přijatých úroků a čistě úrokové výnosy sektoru domácností jako podíl na disponibilních příjmech se zvýšily.

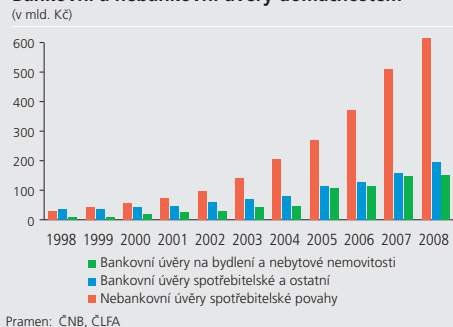
GRAF II.27

Meziroční dynamika růstu bankovních úvěrů obyvatelstvu podle účelu



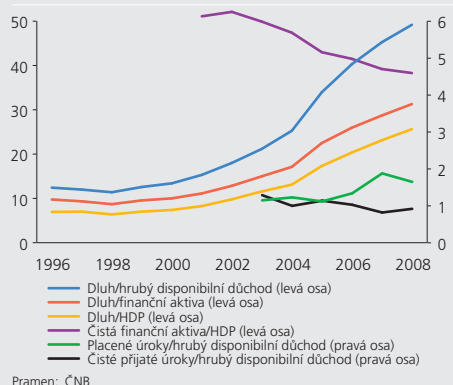
GRAF II.28

Bankovní a nebankovní úvěry domácnostem



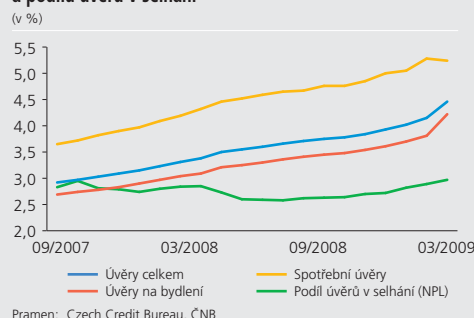
GRAF II.29

Poměr dluhu domácností k jejich hrubým disponibilním příjmům, finančním aktivům a HDP; podíl placených úroků a čistých přijatých úroků na hrubém disponibilním příjmu domácností



GRAF II.30

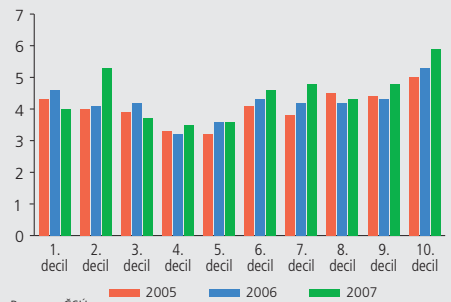
Vývoj 12M míry defaultu bankovních úvěrů domácnostem a podílu úvěrů v selhání



GRAF II.3 (Box)

## Dluhové zatížení domácností

(poměr k čistému peněžnímu příjmu, %)

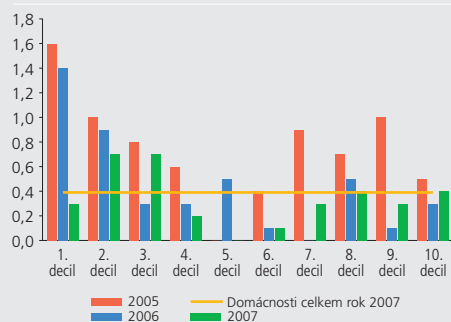


Pramen: ČSÚ

GRAF II.4 (Box)

## Problémy se splátkou úvěrů na bydlení

(v %)

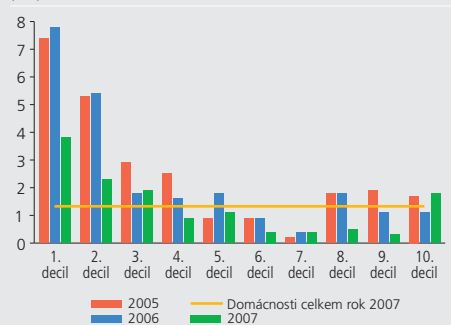


Pramen: ČSÚ

GRAF II.5 (Box)

## Problémy se splátkou spotřebitelských úvěrů

(v %)



Pramen: ČSÚ

mohl na konci roku 2009 dosáhnout hodnoty až 10 %. Další vývoj bude korelován s očekávaným nárůstem nezaměstnanosti a jeho následným dopadem do disponibilních příjmů domácností (Box 3). Vyšší míra defaultu se bude postupně projevovat i ve zvyšujícím se podílu úvěrů domácnostem v selhání v portfoliích bank.

## Box 3: Zatížení domácností úvěry a jejich splácení

Analýza zatížení domácností úvěry a jejich splácení byla provedena s využitím statistik ČSÚ.<sup>20</sup> Přirozenou nevýhodou použitých dat je, že pokrývají rok 2007 charakterizovaný vrcholícím ekonomickým růstem, i když v podmínkách rostoucích úrokových sazeb, a nezahrnují tak výrazné zhoršení ekonomické situace v ČR v důsledku dopadů globální finanční a hospodářské krize v závěru roku 2008.

Z výběrového šetření vyplývá, že spotřebitelské úvěry využívá 21 % a úvěry na bydlení 10 % domácností. Objem úvěrů vysokopříjmových domácností je tradičně několikanásobně vyšší než objem úvěrů domácností s nižšími příjmy a v roce 2007 se dále výrazně zvýšil.<sup>21</sup> Dluhové zatížení, vyjádřené poměrem splátek k čistému peněžnímu příjmu, vzrostlo v roce 2007 o 0,3 p.b. na 4,6 %.<sup>22</sup> Oproti předchozímu období se zvýšilo u pěti nejvyšších příjmových decilů, u druhého a čtvrtého příjmového decilu a za poslední tři roky bylo nejvyšší u desátého příjmového decilu (Graf II.3 Box). Tato příjmová skupina měla i nejvyšší míru úspor (10,6 % oproti -3,4 % v prvním příjmovém decilu). Silný ekonomický růst a příznivý vývoj trhu práce v roce 2007 však současně ovlivnily to, že i přes nárůst dluhového zatížení poklesl podíl domácností, které měly problémy se splácením úvěrů za rok 2007 na cca 2 %, a to ve většině příjmových skupin (Grafy II.4 a II.5 Box). Pro téměř všechny domácnosti byly v roce 2007 spotřebitelské úvěry zátěží, přičemž pro 26 % domácností byly velkou zátěží a pro 66 % určitou zátěží, což naznačuje, že právě u těchto úvěrů by mohlo v budoucnosti docházet k výraznému zhoršování jejich splácení. Ze šetření dále vyplynulo, že 63 % domácností vycházelo s příjmy s obtížemi, což se projevilo zejména ve třech nejnižších příjmových skupinách.

Přestože vývoj uvedených indikátorů v roce 2007 zatím nenaznačoval zvýšení problémů se splácením úvěrů, v letech 2008 a 2009 lze důvodně předpokládat, že nepříznivý vývoj ekonomické aktivity a růst nezaměstnanosti zvýší tlak na finanční situaci domácností. To je již aktuálně zřejmé ze silně zhoršeného indikátoru důvěry spotřebitelů.

20 Jedná se o nedávno publikované výsledky výběrového šetření EU-SILC „Příjmy a životní podmínky domácností v roce 2007“ a o výsledky statistiky rodinných účtů „Vydání a spotřeba domácností statistiky rodinných účtů za rok 2007“.

21 Průměrný objem přijatých úvěrů na 1 osobu činil v roce 2007 v 1. příjmovém decilu 2 371 Kč, zatímco v 10. příjmovém decilu to bylo 21 980 Kč.

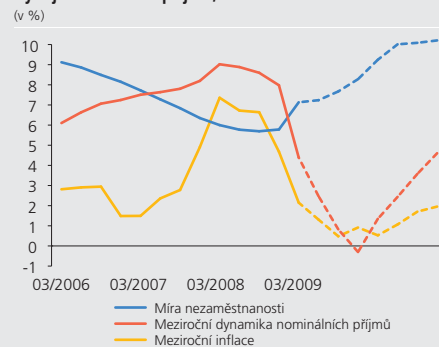
22 Podle statistiky rodinných účtů, které jsou za 4. čtvrtletí 2008 k dispozici pouze za domácnosti celkem, činilo dluhové zatížení rovněž 4,6 %.

Vedle rizika výrazného zhoršování situace na trhu práce může být rizikem pro rok 2009 rovněž pokles nominálních mezd u některých segmentů zaměstnanců (Graf II.31). Rozpočet asi 40–60 % rodin s úvěrovým zatížením by se pravděpodobně dostal do deficitu v případě propadů nominálních příjmů o více než 10 % (Box 4). K tomu by mohlo dojít z důvodů zkracování pracovního týdne či omezení vyplácení variabilní složky platu. Za této situace by došlo k silnému nárůstu insolvencí a poklesu kvality úvěrových portfolií bank. To by následně vyvolalo pokles cen rezidenčních nemovitostí z důvodu realizace zástav. Snížení hodnoty zástav (resp. pokles ukazatele LTV, tj. podílu výše úvěru a hodnoty zástavy) by zvýšilo riziko, kterému jsou vystaveny banky (viz citlivostní zátěžový test úvěrů na bydlení v části 4.2).

Negativní ekonomický vývoj by měl působit ve směru zvyšování celkové míry úspor domácností, což se nepříznivě projeví ve spotřebě. Na rozdíl od USA, Velké Británie nebo některých zemí eurozóny však v ČR není spotřeba příliš navázána na ceny aktiv, protože domácnosti drží pouze malý podíl svých aktiv ve formě cenných papírů (část 4.1) a minimálně využívají spotřebitelské úvěry zajištěné nemovitostmi. To znamená, že nepříznivý vývoj cen aktiv se odrazí na spotřebě domácností pouze omezeně.

GRAF II.31

## Vývoj nominálních příjmů, nezaměstnanosti a inflace

**Box 4: Dopad poklesu nominálních mezd a růstu úrokových sazeb**

V souvislosti s prudkým poklesem ekonomické aktivity je potenciální pokles nominálních mezd v české ekonomice během roku 2009 možno označit za poměrně vysoké riziko pro finanční stabilitu. Cílem níže uvedené analýzy je identifikovat takový pokles nominálních příjmů domácností, který by na agregátní úrovni způsobil masivní nárůst nesplácených úvěrů domácnostmi a následně vyvolal propad hypotečního trhu. Analogicky je identifikována úroveň zvýšení úrokových sazeb s obdobnými účinky. Z výběrového šetření provedeného ČSÚ (Box 3) vyplývá, že asi 10 % domácností splácí hypoteční úvěr a 21 % spotřební úvěr – uvedená analýza se tedy týká nezanedbatelné části sektoru.<sup>23</sup>

K vyčíslení těchto dopadů mzdového a úrokového šoku uvažujeme dvě varianty typické zadlužené domácnosti. V prvním případě domácnost splácí pouze hypoteční úvěr, ve druhé variantě hypoteční i spotřebitelský. Oba tyto úvěry jsou spláceny v pravidelných měsíčních splátkách a mají typické charakteristiky.<sup>24</sup> V obou případech jsme uvažovali tříčlennou rodinu s jedním dítětem, měsíčními nezbytnými životními náklady ve výši 15 tisíc Kč.<sup>25</sup>

<sup>23</sup> Statistiky průniku obou těchto skupin nejsou k dispozici. Ze znalosti příjmové distribuce rodin s hypotékou dle statistik z rodinných účtů jsme odhadovali celkový podíl domácností neschopných splácet své měsíční závazky.

<sup>24</sup> U hypotečního úvěru jsme předpokládali splatnost 20 let a úrokovou sazbu odpovídající průměrné sazbě z hypoték s fixací nad 5 let na počátku roku 2009. U spotřebitelského úvěru byla předpokládána splatnost 5 let a úroková sazba odpovídající průměru pro tyto úvěry na počátku roku 2009.

<sup>25</sup> Ve skutečnosti je však třeba uvažovat s tím, že domácnosti mohou mít také mimořádné výdaje, a není tedy možno krýt pouze nezbytné náklady.

Dalším předpokladem bylo, že oba rodiče pracují, z nich jeden pouze na zkrácený úvazek a s nominálním měsíčním příjmem ve výši dvou třetin příjmu druhého z rodičů.<sup>26</sup>

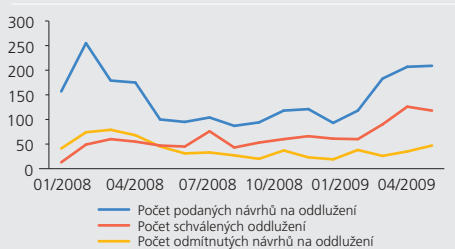
V obou případech jsme předpokládali, že domácnost splácí hypoteční úvěr ve výši 1,5 mil. Kč, což odpovídá přibližně průměrnému zůstatku na jednu hypotéku v ČR. Ve druhé variantě jsme navíc uvažovali splácení spotřebního úvěru ve výši 100 tisíc, resp. 300 tisíc Kč.

Pro obě zmiňované varianty jsme testovali dopady mzdového, resp. úrokového šoku na hypotetické rodinné rozpočty v závislosti na výši původních nominálních příjmů za předpokladu neměnných nezbytných životních nákladů. Výsledky ukázaly, že pokud by domácnosti s hypotékou neměly již další úvěr, pak by se rozpočty asi 40 % z nich dostaly do deficitu při poklesu nominálních mezd o více než 10 % nebo při zvýšení úrokové sazby o více než 3 p.b. V případě, že by tato skupina domácností měla navíc ještě spotřební úvěr ve výši 100 tisíc Kč, resp. 300 tisíc Kč, bylo by zasaženo asi 50 %, resp. 60 % z nich. Odhadnuté podíly domácností s potížemi se splácením úvěrů jsou však hraniční a v realitě by se dostalo do problémů mnohem menší procento domácností. Značně konzervativní je například předpoklad ohledně neměnnosti životních nákladů, které ve skutečnosti mohou domácnosti do jisté míry v případě nutnosti snížit. Významná část domácností je navíc schopna potenciální nepříznivou situaci řešit prodejem svých aktiv (vklady u bank, životní pojištění, penzijní připojištění, stavební spoření) či je pojištěna proti neschopnosti splácet.

GRAF II.32

## Oddlužení fyzických osob nepodnikatelů

(měsíční data)



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

Od 1. 1. 2008 začal platit nový insolvenční zákon zavádějící institut oddlužení fyzických osob nepodnikatelů – tzv. osobní bankrot. Předlužení lidé začali během loňského roku postupně tuto možnost využívat. Po zvýšeném zájmu v prvních měsících účinnosti zákona se od května do prosince minulého roku počet podaných návrhů na oddlužení pohyboval zhruba okolo stovky měsíčně. Na počátku roku 2009 došlo k postupnému nárůstu a počet podaných návrhů za měsíc duben tak dosahoval již více než 200 (Graf II.32). Tyto návrhy jsou posuzovány soudy, které následně rozhodují o povolení oddlužení. Lze očekávat, že počet těchto případů bude dále narůstat jak z důvodu postupného využívání tohoto instrumentu předluženými domácnostmi, tak i v souvislosti s nastávající ekonomickou recesí, která bude mít negativní dopad na disponibilní příjmy obyvatel. Mezinárodní srovnání naznačuje, že pro českou ekonomiku by mohlo jít o cca 8 – 9 tisíc osobních insolvencí ročně.<sup>27</sup>

<sup>26</sup> U obou variant jsme předpokládali rodinu korespondující s typickým příjemcem hypotéky v ČR. Podle dat z ČSÚ jde nejčastěji o domácnost se dvěma ekonomicky aktivními členy, jedním dítětem, hlavním živatelem je muž ve věku 39 let se středoškolským vzděláním. Jeho partnerka je zaměstnankyní nebo v domácnosti ve věku 33 let se středoškolským nebo základním vzděláním. Nezbytné životní náklady je možno odhadnout na základě statistiky rodinných účtů z výdajů na potraviny, odívání, bydlení, zdraví, dopravu a stravování. Alternativně lze tyto náklady odhadnout jako součet životního minima a normativních nákladů na bydlení stanovených nařízením vlády z 16.12. 2008. V obou případech se takto odhadnutá částka rovnala cca 15 tisíc Kč.

<sup>27</sup> V západoevropských zemích připadá na 10 000 lidí průměrně asi 14 osobních insolvencí ročně. Situace v jednotlivých zemích je ale značně heterogenní v závislosti na právní úpravě, ale i zvyklostech. Vysoký počet osobních insolvencí je charakteristický zejména pro Velkou Británii či Německo, naopak v severovýchodních zemích západní Evropy je počet insolvencí velmi nízký.

Při zachování tempa růstu počtu podávaných žádostí z 1. čtvrtletí tohoto roku by této úrovně bylo dosaženo již v první polovině roku 2010. Pozitivní úlohu sehrává řada neziskových poraden, které se zaměřují na pomoc předluženým a pomáhají lidem také s přípravou žádosti o oddlužení.<sup>28</sup> Jejich nejčastějšími klienty jsou lidé mezi 30–40 lety, s průměrnými měsíčními příjmy okolo 25 tis. Kč, se středoškolským vzděláním a s průměrnou výší dluhu do 300 tis. Kč.<sup>29</sup> Nejčastějšími důvody jejich platební neschopnosti je přijmutí příliš velkého množství závazků, ztráta zaměstnání, závazky z podnikání, ale také nemoc nebo rozvod či rozchod partnerů. Z tohoto pohledu je významná rovněž prevence v oblasti finančního vzdělávání. Na tomto poli aktivně vystupuje též ČNB, a to zejména podporou výuky finanční gramotnosti ve školách. V srpnu 2008 ČNB rozeslala na základní školy a víceletá gymnázia v ČR novou učebnici (M. Skořepa, E. Skořepová (2008): Finanční a ekonomická gramotnost, Praha, Scientia) zaměřující se na finanční a ekonomickou gramotnost.<sup>30</sup>

28 Životní situace lidí po přijmutí úvěru, potenciální dopady problémů se splácením a jejich možná řešení mapuje Příloha II: Možnosti a východiska předlužené domácnosti.

29 Tyto údaje byly získány od Poradny při finanční tísni o.p.s., nicméně korespondují i s informacemi od ostatních neziskových institucí, které se na pomoc předluženým domácnostem zaměřují.

30 ČNB následně začala spolu se středisky dalšího vzdělávání pedagogických pracovníků organizovat pro učitele v různých regionech ČR semináře finanční gramotnosti lektorované autory zmíněné učebnice.