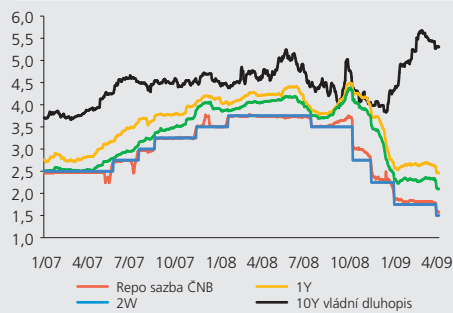


GRAF III.1

Srovnání vývoje krátkých úrokových sazeb s výnosem 10letého vládního dluhopisu

(ČR, v %)

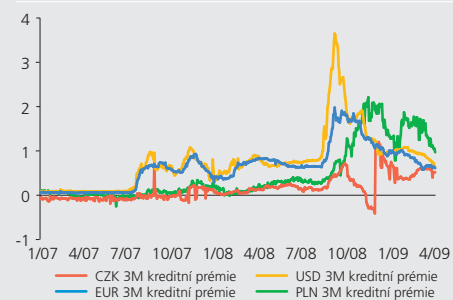


Pramen: Thomson Datastream

GRAF III.2

Kreditní prémie na mezibankovním trhu

(v %)

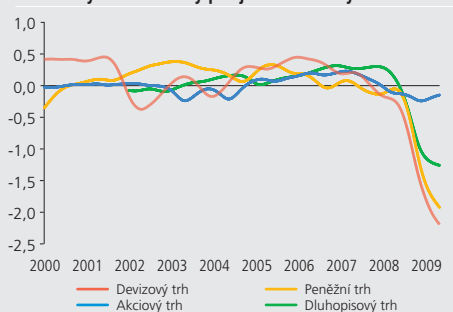


Pramen: Bloomberg, Reuters, výpočty ČNB

Pozn.: Kreditní prémie se počítá jako rozdíl mezi tříměsíční mezibankovní sazbou a tříměsíčním OIS příslušné měny. Propad kreditní prémie v případě ČR v lednu 2009 byl způsoben propadem OIS ze dne 7. 1. 2009 o 150 bodů. Propad odráží pouze sníženou tržní likviditu a celkovou mělkost OIS trhu.

GRAF III.3

Indikátory tržní likvidity pro jednotlivé trhy



Pramen: ČNB, Bloomberg, Thomson Datastream, výpočty ČNB

3 TRHY AKTIV A FINANČNÍ INFRASTRUKTURA

3.1 VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

V prvních třech čtvrtletích roku 2008 se zdálo, že se situace na finančních trzích postupně stabilizuje. Krizové události v září a říjnu však měly silný dopad na různé segmenty finančních trhů prakticky ve všech tržních ekonomikách včetně ČR. Výrazně se změnilo fungování českého mezibankovního trhu a trhu českých vládních dluhopisů. Tržní likvidita se snížila a volatilita trhu se značně zvýšila, což mělo negativní dopad na riziko bilanční likvidity. Postupně se však situace stabilizovala a investice do českých aktiv jsou nadále považovány ze strany investorů za méně rizikové, než je tomu v porovnání s jinými zeměmi střední Evropy. Jedním z hlavních rizik pro následující období, které by situaci na českých finančních trzích mohlo zhoršit, by byla pokračující zvýšená averze k riziku vůči střeoevropskému regionu v souladu s pesimistickými očekávanými ohledně jeho hospodářského vývoje, a nedostatečné rozlišování mezi jednotlivými zeměmi tohoto regionu. Dalším neméně významným rizikem pro finanční trhy, i když pro český v relativně malé míře, by mohla být nedostatečnost v přijatých opatřeních klíčových institucí na podporu likvidity a kapitálové vybavenosti bankovních systémů.

Od počátku loňského roku až do září se situace na světových finančních trzích včetně mezibankovních trhů peněz postupně uklidňovala. Na českém peněžním trhu se rozpětí mezi nákupní a prodejní cenou na všech splatnostech držela okolo 10 b. b., rozpětí mezi měnověpolitickou sazbou a mezibankovními sazbami se pohybovalo na obvyklých úrovních (Graf III.1) a kreditní prémie setrvala blízko nulové hodnoty (Graf III.2). Od poloviny září se ale situace na všech hlavních peněžních trzích značně zhoršila. Úpadek americké investiční banky Lehman Brothers narušil široce rozšířené povědomí o nemožnosti defaultu příliš velké finanční instituce nebo instituce, která je až příliš bilančně propojená s ostatními. Na finančních trzích došlo ke zvýšení nejistoty ohledně možného selhání dalších finančních institucí jako protistran transakcí. Následkem toho došlo k výraznému růstu kreditní prémie (Graf III.2).

Bezprostředně po této události se vlivem pokročilé mezinárodní integrace (viz Box 5) situace mírně zhoršila rovněž na českém peněžním trhu. Došlo k rozšíření rozpětí mezi nákupní a prodejní cenou na všech splatnostech na 20 až 35 b. b., všechny mezibankovní sazby s delší splatností začaly významně převyšovat měnověpolitickou sazbu, došlo ke snížení obchodování ve splatnostech delších než 1 týden a aktivita se koncentrovala převážně do overnight segmentu.³¹ Přestože ČNB několikrát snížila měnověpolitickou sazbu (od srpna 2008 kumulativně o 2,25 p. b.), reagovaly sazby peněžního trhu z důvodu nárůstu kreditní prémie (Graf III.2) pomaleji než obvykle (Graf III.1). Sazby se splatností vyšší než dvoutýdenní dokonce v 1. čtvrtletí 2009 rostly, a to hlavně z důvodu značného nárůstu rizikové prémie (viz část 2.1). V současné době je tak do určité míry narušena funkčnost úrokového transmisního kanálu měnové politiky vzhledem k rozdílnému vývoji tržních a klientských sazeb (viz část 4.1).

31 Zatímco O/N kontrakty činily v dubnu 2008 v ČR cca 74 % všech obchodů na peněžním trhu (u obchodů s rezidenty 87 %), v říjnu 2008 to bylo již 91 % (u obchodů s rezidenty 97 %). V dubnu 2009 činily O/N kontrakty 81 % všech obchodů na peněžním trhu (stejně tak u obchodů s rezidenty).

Obava o dostupnost finančních prostředků a nedůvěra ve finanční instituce (zejména v peněžní fondy) podněcovala k hromadění likvidity. Došlo k poklesu likvidity stahované prostřednictvím dvou týdnů repo tendrů (viz Box 5) a k nárůstu oběživa (viz část 3.3). Likvidita na peněžním trhu značně poklesla (Graf III.3).³²

Box 5: Tržní indikátor bilanční likvidity

Tento box se zabývá konstrukcí tržního indikátoru bilanční likvidity (TIBL) z dat o jednotlivých nabídkách bank v pravidelných repo tendrech ČNB, které probíhají třikrát týdně. Vycházíme z předpokladu, že chování banky v repo tendru (tj. jak nabídnuté množství, tak požadovaný úrok) je funkcí její bilanční likvidity. V systémech, kde banky tradičně poptávají u centrální banky peněžní likviditu (např. v eurozóně), tak budou banky s horšící se bilanční likviditou agresivněji poptávat vyšší množství za úrok, který je dále (výše) od stanovené (minimální) limitní sazby. V ČR, kde ČNB od bank likviditu dlouhodobě stahuje, pak budou banky v případě horšící se bilanční likvidity méně ochotny si u ČNB na 14 dní uložit likviditu, a budou tak činit jedině za maximální (limitní) sazbu.

Konstrukce TIBL u na podmínky ČR je založena na aplikaci přístupu dle studie Drehmanna a Nikolaou (2009), kteří tento indikátor konstruují pro eurozónu.³³ Jeho propočtení je provedeno pro každou banku i a každý den tendru t podle níže uvedené rovnice, která kombinuje informaci o rozpětí mezi maximální limitní repo sazbou a nabídnutou sazbou a o nabízeném relativním množství k celkově stažené likviditě, tj.³⁴

$$TIBL_{it} = \log \left(1 / \left(\frac{(repo_t - sazba_{it}) \cdot množství_{it}}{celkový\ objem_t} + \varepsilon \right) \right).$$

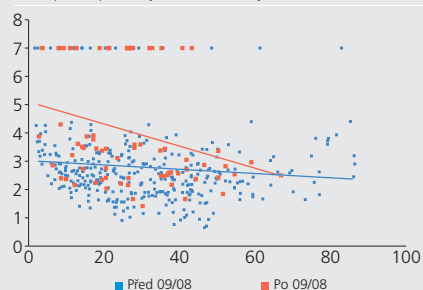
Vážit nabízené množství celkovým staženým objemem je nutné kvůli podchycení faktorů vedoucích ke změně poptávaného množství, které nejsou způsobeny změnou bilanční likvidity a jsou společné pro všechny banky (např. změna repo sazby či obecně nižší objemy tendrů). Pro názornější interpretaci vývoje byla hodnota vypočtena jako inverzní a logaritmována.³⁵ Vyšší hodnoty TIBL tak indikují větší riziko odlivu bilanční likvidity.³⁶

Graf III.1 Box ukazuje měsíční průměry TIBL ve vztahu k průměru tradičních ukazatelů bilanční likvidity předchozího měsíce (rychle likvidní aktiva na aktivech, rychle likvidní aktiva k závazkům a k vkladům) a potvrzuje tak

GRAF III.1 (Box)

Vztah mezi poměrovými ukazateli bilanční likvidity a TIBL

(osa x: průměr poměrových ukazatelů; osa y: TIBL)



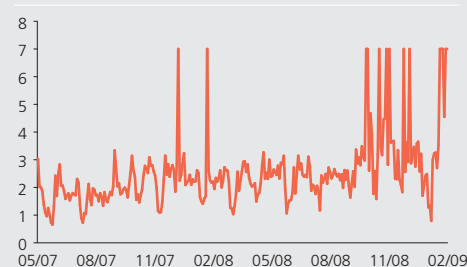
Pramen: ČNB, výpočty ČNB

Pozn.: Pozorování s hodnotou indikátoru TIBL rovnou 7 je z důvodu transformace pozorování s nulovými rozpětími mezi nabízenými a limitními sazbami. Do průměru (osa x) byly zahrnuty 3 ukazatele: rychle likvidní aktiva na aktivech celkem, rychle likvidní aktiva k závazkům a k vkladům.

GRAF III.2 (Box)

Vývoj tržního indikátoru bilanční likvidity (TIBL)

(denní data)

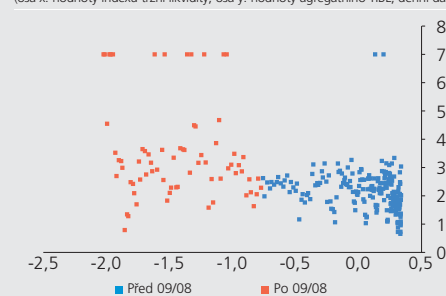


Pramen: ČNB, výpočty ČNB

GRAF III.3 (Box)

Vztah mezi bilanční (TIBL) a tržní likviditou

(osa x: hodnoty indexu tržní likvidity; osa y: hodnoty agregátního TIBL, denní data)



Pramen: ČNB, výpočty ČNB

³² Konstrukce indikátoru likvidity je podrobně popsán v ZFS 2007, Box 4.

³³ Drehmann, M., Nikolaou, K. (2009): Funding Liquidity Risk: Definition and Measurement. WP Series No. 1024, European Central Bank, March 2009.

³⁴ Pokud banka participovala v jednom tendru více nabídkami nebo jeden den probíhalo více tendrů, byly nabídky průměrovány.

³⁵ Symbol ε je velmi malé číslo zajišťující existenci inverzní hodnoty pro čísla blízká nule.

³⁶ Indikátor TIBL se pohybuje v rozmezí hodnot 0 až 7, přičemž nejvyšší hodnoty 7 nabývá tehdy, pokud vstupuje banka do repo tendrů s ČNB za limitní sazbu, tedy za nejvyšší možnou. Toto chování banky je interpretováno jako zvýšená obava ze strany banky o nedostatek likvidity.

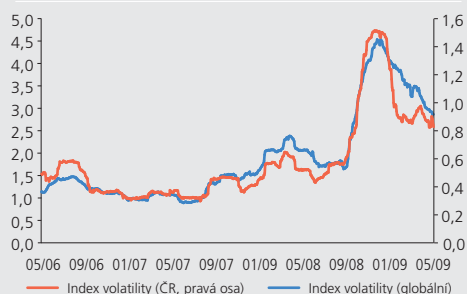
určitou negativní korelaci mezi poměrovými ukazateli a tržním ukazatelem bilanční likvidity. Z grafu navíc vyplývá, že od září loňského roku vzrostla neochota ze strany bank ukládat své likvidní prostředky formou repo tendrů u ČNB (TIBL dosažených hodnot 7) a negativní vztah mezi oběma ukazateli ještě zesílil (červená linie).

Pokud agregujeme TIBL přes všechny banky, je možné získat indikátor měřící riziko odlivu bilanční likvidity za bankovní sektor jako celek. Graf III.2 Box ukazuje, že toto riziko se zvýšilo zejména ve 3. čtvrtletí 2008, kdy ze strany bank došlo k poklesu zájmu vstupovat do tendrů s ČNB, a když tak za cenu blízko maximální sazbě. Ukazatel indikuje zvýšenou obavu o nedostatek likvidních prostředků na trhu a jejich hromadění ze strany bank v reakci na zhoršující se tržní situaci po zářijových událostech. Problémy s likviditou, které vrcholily právě na konci loňského roku, je možné vidět rovněž ze srovnání agregované TIBL s vývojem tržní likvidity. Graf III.3 Box potvrzuje určitou korelaci mezi tržní a bilanční likviditou a ukazuje, že zejména po pádu banky Lehman Brothers v září 2008 se i v ČR zvýšilo riziko odlivu bilanční likvidity a současně výrazně klesala tržní likvidita (Graf III.5).³⁷

GRAF III.4

Volatilita na domácích a zahraničních finančních trzích

(historická volatilita za posledních 90 dnů)



Pramen: Reuters, Thomson Datastream, výpočty ČNB

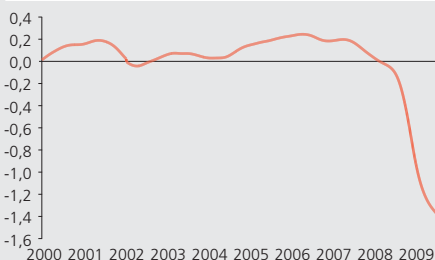
Pozn.: Globální index volatility = součet historické volatility S&P500, DJ Stoxx50, kurzů USD/EUR a JPY/USD, 10Y vládních dluhopisů Německa a USA, ceny zlata, ropy, a 3M EURIBORu a 3M LIBORu za posledních 90 dnů. Český index volatility = součet historické volatility akciového indexu PX, kurzů CZK/EUR, 10Y vládního dluhopisu a 3M PRIBORu.

Podzimní události zasáhly nejen peněžní trh, ale i ostatní segmenty finančního trhu. Zvýšená nejistota a averze k riziku sužující světové finanční trhy již od poloviny roku 2007 se ještě více zvýšily a projevíly ve výrazně vyšší volatilitě (Graf III.4) a nižší likviditě (Graf III.5).³⁸ Domácí index volatility do značné míry vývoj globálního indexu volatility kopíroval.

Problémy s tržní likviditou se projevíly také na českém trhu vládních dluhopisů (Graf III.3). V polovině října 2008 v situaci nadměrné nabídky státních dluhopisů na trhu, zejména ze strany zahraničních institucionálních investorů, došlo k rozšíření rozpětí nákupních a prodejních cen tvůrců trhu z obvyklých cca 20 b. b. až k cca 300 b. b. Vysoké rozpětí mezi cenami dočasně prakticky ochromilo obchodování na tomto trhu prostřednictvím tvůrců trhu. Objem obchodů na sekundárním trhu státních dluhopisů se však nesnížil. Obchody nadále probíhaly prostřednictvím brokerů. Celkově v roce 2008 meziročně vzrostl objem obchodů se státními dluhopisy o 26 % na 643 mld. Kč.³⁹

GRAF III.5

Složený indikátor tržní likvidity pro český finanční trh



Pramen: ČNB, Bloomberg, Thomson Datastream, výpočty ČNB

37 Vztah mezi tržní a bilanční likviditou je dále využíván v Boxu 9: Zátěžové testování bilanční likvidity bank v části 4.2.

38 Vývoj indikátoru tržní likvidity v eurozóně viz Financial Stability Review, ECB, December 2008, str. 61.

39 Situaci nadměrné tržní nabídky vládních dluhopisů a zhoršující se tržní likviditu na tomto trhu zaznamenaly i jiné členské země EU vně EMU. To může částečně souviset se změnou rozsahu přijímaného kolaterálu ze strany ECB při provádění operací v rámci Eurosystemu. Zvýšená poptávka po penězích ze strany komerčních bank zvyšuje poptávku po tzv. eligible kolaterálu akceptovaného ECB, a naopak zvyšuje nabídku ostatních kvalitních cenných papírů, včetně státních dluhopisů denominovaných v českých korunách.

Na minimální aktivitu na mezibankovním peněžním trhu, časté výkyvy v účasti na sterilizačních operacích ČNB, zvýšenou volatilitu krátkodobých úrokových sazeb, koncentraci likvidity do malé skupiny bank a konečně zhoršenou situaci na trhu českých vládních dluhopisů reagovala ČNB zavedením dodávacích repo operací. Tento nový typ operací nově umožnil akceptaci státních dluhopisů jako kolaterálu (vedle krátkodobých pokladničních poukázek), a pomohl tak zmírnit obavy tržních účastníků z potenciální nelikvidnosti těchto cenných papírů. K alespoň částečnému obnovení tvorby cen na trhu vládních dluhopisů došlo asi s týdenním odstupem.

K celkovému zklidnění situace na peněžním i dluhopisovém trhu doma i ve světě došlo až koncem roku 2008 po reakcích klíčových světových institucí ve smyslu dodávání likvidity nebankovním institucím, zejména fondům peněžního trhu. I když kreditní prémie a volatilita na trhu v reakci na daná opatření poklesla, jejich hodnoty zůstávají stále zvýšené (Grafy III.2 a III.4).

Zvýšená poptávka vlád po úsporách spojená s financováním finančního sektoru a stimulací poptávky vyvolává otázky ohledně schopnosti trhů absorbovat v dalších letech výrazně zvýšené emise vládního dluhu a rizika vytěsňování privátních subjektů z trhu. Vlády vyspělých zemí dosud nezaznamenaly výraznější potíže s financováním svého dluhu, i když se při emisích setkávají se zvýšenou volatilitou poptávky po něm. Dopad rostoucí emise vládního a vládou garantovaného dluhu na úroveň úrokových sazeb byl dosud výrazně asymetrický. Velké země včetně těch, které jsou již výrazně zadlužené nebo u nichž se předpokládá značný nárůst zadluženosti, prozatím nezaznamenaly růst požadovaných výnosů (Graf III.6). To může být paradoxně odrazem skutečnosti, že vládní dluh těchto zemí je vnímán jako relativně bezpečné aktivum. Naopak řada menších vyspělých zemí včetně ČR je vystavena růstu požadovaných výnosů z vládního dluhu (Graf III.7). Nepřímý vytěsňovací efekt v důsledku růstu úrokových sazeb tak hrozí spíše menším a vysoce zadluženým ekonomikám. I u těchto zemí však nárůst úrokových sazeb nemusí odrážet ani tak rostoucí potřebu financování veřejného dluhu jako spíše obecné zvýšení vnímaného rizika země.

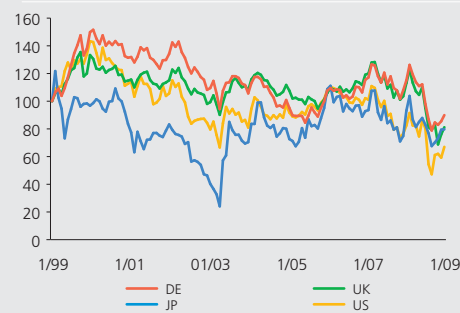
V krátkém období může docházet k tomu, že rostoucí emise vládního dluhu a rovněž emise bankovního dluhu garantovaného vládami může v prostředí zvýšené averze k riziku a zhoršené funkčnosti finančních trhů zhoršovat podmínky a zvyšovat náklady emisí privátních subjektů. Specifický druh vytěsňování pak může souviset s tím, že velké privátní firmy sníží rozsah svého financování prostřednictvím emisí dluhopisů a budou se místo toho financovat úvěry od bank, které získávají zdroje emisemi dluhopisů garantovaných státem. Tyto banky pak budou mít méně zdrojů za vyšší cenu pro menší podniky.

Nárůst poptávky vlád po dluhovém financování nemusí automaticky vést ke střednědobému a dlouhodobému růstu světových reálných úrokových sazeb. Důvodem je předpokládaný pokles poptávky privátních subjektů po dluhovém financování, resp. zvyšování privátní míry úspor. Část nyní pozorovaného růstu míry úspor na úkor spotřeby, kterou lze vysvětlit opatrnostním motivem v silné recesi, bude pravděpodobně pouze dočasná. Lze však předpokládat, že i po skončení recese se

GRAF III.6

Výnosy desetiletých vládních dluhopisů vybraných rozvinutých zemí

(15.1.1999 = 100, měsíční průměr)

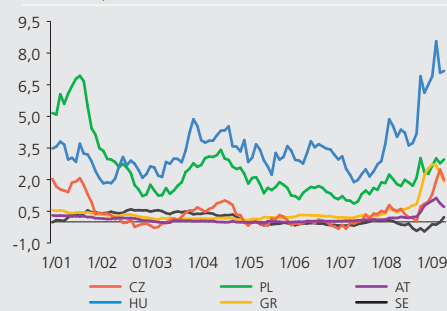


Pramen: Thomson Datastream, výpočty ČNB

GRAF III.7

Výnosové rozdíly desetiletých vládních dluhopisů vybraných zemí

(v %, měsíční průměr)

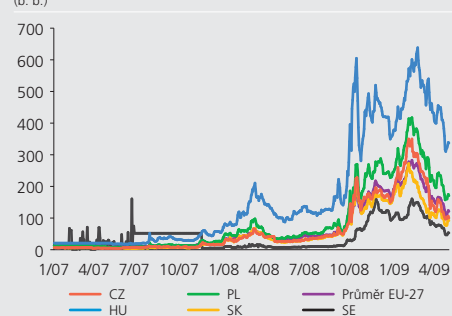


Pramen: Thomson Datastream, výpočty ČNB

Pozn.: Rozdíl výnosu desetiletého vládního dluhopisu vybrané země oproti výnosu německého desetiletého vládního dluhopisu.

GRAF III.8

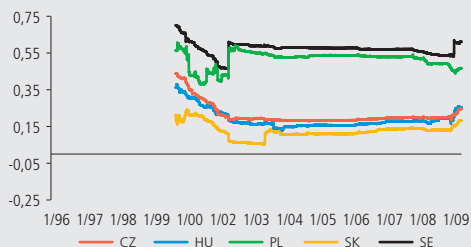
Spready credit default swapů vybraných evropských vlád (b. b.)



Pramen: Thomson Datastream

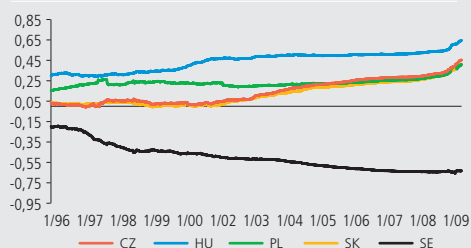
Pozn.: Spready 5Y CDS; z datových důvodů nebyly do průměru zařazeny Malta, Kypr, Bulharsko, Estonsko a Lotyšsko.

GRAF III.4 (Box)
Vývoj parametru γ na peněžních trzích



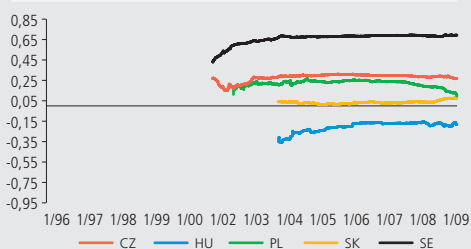
Pramen: Thomson Datastream, výpočty ČNB

GRAF III.5 (Box)
Vývoj parametru γ na devizových trzích



Pramen: Thomson Datastream, výpočty ČNB

GRAF III.6 (Box)
Vývoj parametru γ na trzích vládních dluhopisů



Pramen: Thomson Datastream, výpočty ČNB

bude privátní míra úspor v západních ekonomikách pohybovat na vyšší úrovni než v předcházející dekádě. Domácnosti se budou snažit prostřednictvím zvýšených úspor kompenzovat alespoň částečně zhoršení svých bilancí v důsledku propadu cen aktiv a zároveň snižovat svou předluženost.⁴⁰

Podobně se bude chovat i část podnikového sektoru. Pokud se v souhrnu privátní nabídka úspor zvýší více, než se zvýší vládní poptávka po úsporách, dlouhodobé rovnovážné světové reálné úrokové sazby by mohly dokonce klesnout. Pozorované zvýšení reálných výnosů z podnikových dluhopisů (viz část 2.1) je pak možno interpretovat jako výrazný nárůst aktuálních úrokových sazeb nad jejich dlouhodobě rovnovážnou úroveň v důsledku prudkého zvýšení kreditního rizika.

Zhoršující se situace na finančním trhu se v jednotlivých zemích projevovала různě. Zvyšující se rozdíl ve vnímaném riziku jednotlivých zemí (viz část 2.1, Graf II.11), ovlivnil investory v rámci rozhodovacího procesu o umístění investic. Rozdílnému vnímání zemí odpovídá nejen historicky vyšší rozdíly ve výnosech vládních dluhopisů (Graf III.7), ale také různá úroveň indikátoru averze investorů k riziku země v podobě rozdílů mezi credit default swapy vládních dluhopisů (Graf III.8). Výnosový rozdíl českých vládních dluhopisů vůči německým vládním dluhopisům se stále udržuje na řádově nižší úrovni, než je tomu v obdobném porovnání např. u Maďarska nebo Polska, což může naznačovat, že zahraniční investoři považují investice do těchto zemí za více rizikové než kupříkladu investice do českých aktiv.⁴¹ K podobným závěrům dochází rovněž analýza finanční integrace měřená pomocí metody přenosu zpráv (viz Box 6).

Box 6: Měření finanční integrace založené na událostech⁴²

Důležitým příznakem integrace finančních trhů⁴³ je, že ceny aktiv reagují spíše na zprávy společné (globální) pro tato aktiva a nikoliv na zprávy regionální, tedy typické pro určitou zemi. Lokální šoky, ať už v podobě pozitivní či negativní regionální události, tak nepředstavují v případě integrovaných trhů systematické riziko, neboť jsou diverzifikovány investováním do aktiv z jiných regionů. Snadná diverzifikace systematického rizika je možná díky bezbariérovému investování napříč integrovaným regionem. Pokud jsou trhy finančně integrované, pak by výnosy z finančních aktiv různých zemí, ale shodných rizikových charakteristik, měly záviset spíše

40 Tento předpoklad dokumentuje růst míry úspor amerických domácností na 4 % v únoru 2009, zatímco v letech 2003 - 2008 se míra úspor v průměru pohybovala kolem 1%. Podrobněji viz MMF World Economic Outlook (April 2009, str. 29–32 a 63–64).

41 Od 1. 1. 2009 přestala být ČR součástí jednoho z nejužívanějších benchmarkových ukazatelů JPMorgan Euro EMBI (Emerging Market Bond Index) z důvodu jejího přeřazení Světovou bankou mezi vysokopříjmové země. Rovněž tato pozitivní zpráva pro ČR mohla rozhodování zahraničních investorů ovlivnit.

42 Analýza se opírá o výsledky výzkumného projektu ČNB č. C2/09 Babecký, J., Komárek, L., Komárková, Z. (2009): Financial Integration and International Transmission of Shocks: The Case of New EU Member States.

43 V ZFS 2006 (Box 6, str. 29) jsme na základě tzv. měření finanční integrace založené na cenových ukazatelích (*price-based measures*), tj. aplikací konceptu tzv. beta a sigma konvergence, ukázali, jak se vyvíjí rychlost a dosažený stupeň integrace České republiky, Maďarska, Polska a Slovenska v porovnání s eurozónou.

na globálních než na lokálních zprávách. Z tohoto předpokladu vychází měření finanční integrace založená na událostech (news-based measures) – viz Baele a kol. (2004).⁴⁴ V souladu s uvedenými předpoklady by cenové pohyby benchmarkového aktiva měly odrážet všechny relevantní společné (globální) zprávy. Na plně integrovaném trhu by pak neměly být cenové změny aktiva v jedné zemi soustavně vyšší nebo nižší než cenové změny benchmarkového aktiva. Kvantifikaci míry integrace šoků lze odhadnout pomocí následující regrese:

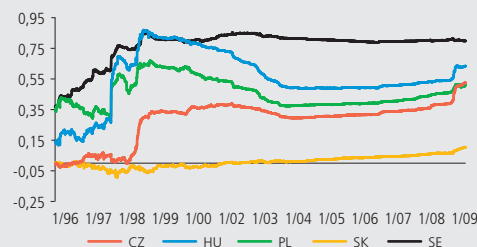
$$\Delta r_{i,t} = \alpha_{i,t} + \gamma_{i,t} \Delta r_{b,t} + \varepsilon_{i,t}$$

kde $r_{i,t}$ představuje výnosy jednotlivých aktiv (měnových kurzů, mezibankovních úrokových sazeb, vládních dluhopisů, národních akciových indexů) země i v čase t , přičemž symbol b označuje benchmarkovou zemi (Německo pro trh vládních dluhopisů, jinak eurozóna). $\alpha_{i,t}$ je specifická konstanta pro každou zemi, Δ označuje operátor diference a $\varepsilon_{i,t}$ je náhodný člen. Růst tohoto typu integrace vyžaduje, aby α konvergovala k nule a γ k jedné. Časově proměnlivé parametry γ byly odhadnuty pomocí tzv. rekurzivního odhadu.

Velikost parametrů γ vyjadřuje míru shodné reakce aktiva vybrané země a srovnatelného benchmarkového aktiva na určitou událost. Jednoduše řečeno parametr γ ukazuje, do jaké míry aktivum vybraného regionu reaguje na událost srovnatelně stejně jako benchmarkové aktivum za předpokladu, že benchmarkové aktivum reaguje právě a jen na zprávy globální. Čím vyšších hodnot parametr dosahuje, tím vyšší se předpokládá integrace srovnávaných se aktiv. Vzhledem k tomu, že ve skutečnosti kreditní, likviditní a měnové riziko nejsou pro jednotlivé země a aktiva shodné, nepředpokládá se, že by změna ve výnosu lokálního aktiva mohla být plně a jen vysvětlena dopadem globální (společné) zprávy.

Empirická část boxu se zaměřila na měření integrace finančních trhů pěti zemí, a to Česka, Maďarska, Polska, Slovenska a Švédska s eurozónou, resp. Německem v případě trhu vládních dluhopisů. Odhadnuté parametry γ pro jednotlivé trhy a země v čase jsou prezentovány v Grafech III.4 – III.7 Box. Nejvyššího stupně integrace měření pomocí výše uvedené metody bylo dosaženo pro Českou republiku v případě akciového a devizového trhu (Graf III.5 a Graf III.7). Parametry γ dosáhly hodnoty okolo 0,4, stejně jako v případě Polska. Naopak nejnižšího stupně integrace dosáhl v případě České republiky trh peněžní (Graf III.4, γ okolo 0,2), stejně jako v případě Maďarska, zatímco Polsko dosáhlo stupně vyššího (okolo 0,4). Stupeň integrace na peněžním trhu může být do určité míry odrazem sladěnosti měnových politik vybraných států s eurozónou. Na peněžním trhu tak mohou převažovat na rozdíl např. od trhu akciového daleko více idiosynkratické regionální události (změna měnověpolitické sazby příslušného státu). V případě trhu vládních dluhopisů vyšla Česká republika jako nejvíce integrovaná středoevropská země s parametrem γ dosahujícího hodnotu

GRAF III.7 (Box)

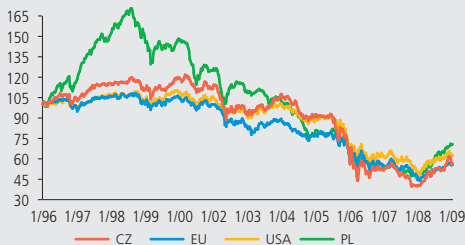
Vývoj parametru γ na akciových trzích

Pramen: Thomson Datastream, výpočty ČNB

⁴⁴ Baele, L., Ferrando, A., Hördahl, P., Krylova, E., Monnet, C. (2004): Measuring Financial Integration in the Euro Area. Occasional paper Series, no. 14, European Central Bank, 1–93.

GRAF III.9
Vývoj akciových indexů

(1. 1. 2007 = 100)

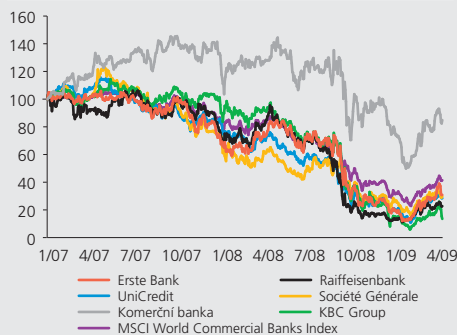


Pramen: Thomson Datastream, výpočty ČNB

Pozn.: CZ = PX, EU = DJ STOXX 50, USA = S&P 500, PL = WIG80

GRAF III.10
Vývoj cen akcií vybraných bank a indexu světových
komerčních bank

(1.1.2007 = 100)



Pramen: Thomson Datastream, výpočty ČNB

okolo 0,35 (Graf III.6). Nepřekvapivě nejnižší, resp. zápornou hodnotu pak dosáhlo Maďarsko. Asymetrický pohyb ve výnosech maďarských vládních dluhopisů ve srovnání s německými naznačuje, že zprávy s kladným dopadem do výnosů německých vládních dluhopisů ovlivňují maďarské negativně. Integrace slovenského akciového a dluhopisového trhu vykázala velmi nízkou hodnotu, což bylo dáno mělkostí těchto trhů (Graf III.6 a 7). Jednoznačně nevyššího stupně integrace, mimo devizového trhu, vykázaly švédské finanční trhy, což je v souladu s ekonomickou intuicí. Inverzní průběh parametru γ v případě švédského devizového trhu je odrazem negativního vztahu mezi reakcí SEK a EUR vzhledem k USD. Zjednodušeně je možné tvrdit, že se SEK a EUR chovají v těchto párech jako substituující se aktiva. Globální zpráva se pak u nich projevuje opačně.

Souhrnně je možné konstatovat, že v průměru jsou u vybraných zemí nejvíce integrované akciové trhy (v průměru nejvyšší dosažená hodnota parametru γ) a nejméně trhy vládních dluhopisů. Parametr γ vykazuje relativní stabilitu v čase u všech sledovaných trhů, avšak zejména pro Českou republiku, Polsko a Maďarsko se jeho hodnota, vyjma trhu státních dluhopisů, v čase mírně zvyšuje. Citlivost na přenos zpráv je u jednotlivých zemí různá (různé dosažené hodnoty pro parametr γ), což je mimo jiné dáno rozdíly v kreditních, likviditních a měnových rizicích u jednotlivých zemí zesilující počátkem současné krize či zvolenou měnovou politikou.⁴⁵ Nejnižší citlivost je v průměru viditelná u Slovenska (zde je však ovlivněna nejvyšší mělkostí jednotlivých trhů⁴⁶), následovaná Českou republikou a poté zhruba shodně Polskem a Maďarskem, nejvyšší je pak u Švédska.

Zatímco říjen 2008 byl ve znamení prudkého pádu akciových indexů, konec roku 2008 a začátek roku 2009 zaznamenal určitou stabilizaci, zejména v očekávání účinků protikrizových opatření nově nastupujícího amerického prezidenta a protikrizových balíčků vlád v různých zemích (Graf III.9). Vyhledky celosvětového hospodářského růstu jsou však nadále velmi nejisté (viz část 2.1), proto nelze vyloučit další propady cen hlavních akciových indexů v USA i v Evropě. To platí i pro akciový index pražské burzy PX, který ztratil od října 2007, kdy dosáhl své maximální hodnoty (1936,10), k počátku března 2009 (od počátku krize nejnižší hodnota) téměř 70 % své hodnoty (Graf III.9).

Stejně jako národní burzovní akciové indexy, rovněž ceny akcií jednotlivých bank byly od října 2008 pod prodejním tlakem (Graf III.10). Schválený americký záchranný balíček nebyl použit na očištění bankovních bilancí (ve smyslu odkoupení toxických aktiv), ale na navyšování kapitálu vybraných finančních institucí. Evropské banky, na rozdíl od amerických, byly doposud méně transparentní ohledně vyčíslení skutečného dopadu krize na jejich bilance. Odhalování jejich dalších potenciálních ztrát bude zřejmě tlačit na další pokles cen jejich akcií. Propadům se

⁴⁵ Rozdílnost v měnové politice je patrná např. u devizového a peněžního trhu. Např. parametr γ v případě maďarského devizového trhu dosti převyšuje ostatní země. Vyšší hodnota může být dána ne zcela volným kurzovým režimem forintu k euru.

⁴⁶ Nicméně se zavedením eura se předpokládá její růst, stejně jako tomu bylo v případě jiných zemí eurozóny (např. Řecko).

nevyhnuly ani akcie domácích bank a mateřských bank českých bankovních institucí, jejichž bilance byly globální finanční krizí zasaženy spíše omezeně a nepřímo (Graf III.10, viz část 4.1).

Výrazný pokles cen akcií některých bank může odrážet další rizika ve smyslu poklesu důvěry v bankovní sektor a jeho stabilitu. Vzniká také obava, že vysoce zadlužené nebo průmyslově jednostranně orientované ekonomiky střední Evropy mohou zaznamenat výraznější pokles hospodářského růstu oproti západním ekonomikám, což může ohrozit stabilitu evropských bank orientovaných na tento region (viz část 4.1.1). Toto riziko se odráží v prudkém nárůstu credit default swapů (jakožto jednoho z možných nástrojů pojištění proti úvěrovému selhání protistrany) některých evropských bank působících v regionu střední Evropy (Graf III.11⁴⁷).

Dopady probíhající globální finanční krize se projevily také na měnových trzích. Episoda posílení víceméně všech měn střední Evropy oproti euru v 1. polovině roku 2008 se přes léto otočila a zahraniční investoři se začali těchto měn zbavovat (Graf III.12). Rychlé výprodeje měn zahraničními investory souvisely zejména s prodejem aktiv držených v těchto zemích. Výprodeje postihly rovněž další evropské země (Graf III.12). Ve srovnání s jinými evropskými zeměmi (PL, UK, ale i SE) však česká koruna oslabila v tomto období relativně nejméně. Tlak na oslabování české koruny šel ruku v ruce s prudkým nárůstem volatility na měnových trzích, který souvisel s vyschnutím tržní likvidity na těchto trzích (Graf III.3). Objemy obchodů se zmenšily a trhy se staly mělkými. Po poklesu volatility kurzu české koruny vůči euru začala koruna v roce 2009 vůči euru opětovně mírně posilovat.

Také trh komodit byl ovlivněn postupující finanční krizí zesilující zejména v 2. polovině loňského roku. Zatímco ceny energetických a průmyslových komodit v reakci na celosvětový pokles ekonomické aktivity reagovaly propadem, ceny drahých kovů vystupující jako substitut rizikových finančních aktiv spíše rostly (Graf III.13).

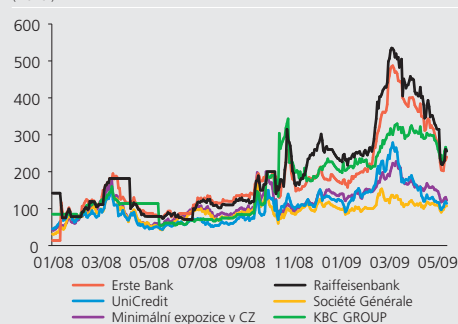
Pro zachycení rizika zvýšené averze k riziku vůči středoevropskému regionu a nedostatečnému rozlišování mezi jednotlivými zeměmi, který by se materializoval zejména depreciačními tlaky, byl zkonstruován alternativní nepříznivý scénář „nervozita trhu“.

Alternativní scénář B: „nervozita trhu“

Scénář B simuluje situaci výraznějšího poklesu domácí i zahraniční ekonomické aktivity ve spojení se silnějšími depreciačními tlaky na českou korunu z důvodu zvýšení rizikové averze vůči regionu střední a východní Evropy. Reálný HDP by v roce 2009 poklesl o téměř 4% a měnový kurz by přechodně dosáhl hodnot nad 30 Kč/euro. Výrazně znehodnocená koruna by vytvářela silnější inflační tlaky, na což by centrální banka reagovala razantním zvýšením úrokových sazeb. To by pak přispělo k částečné

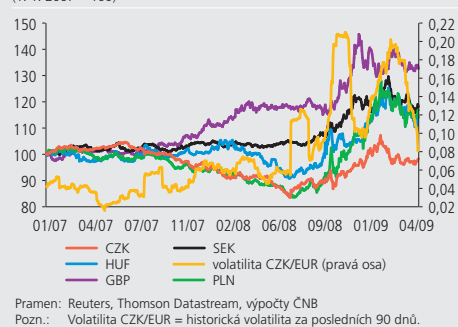
GRAF III.11
Credit default swapy vybraných evropských bank

(v b. b.)



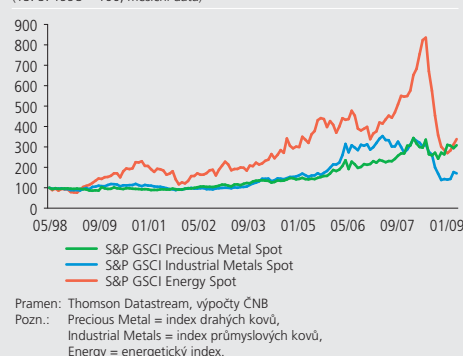
GRAF III.12
Vývoj měn vybraných zemí k euru

(1. 1. 2007 = 100)



GRAF III.13
Vývoj hlavních komoditních indexů

(15. 5. 1998 = 100, měsíční data)



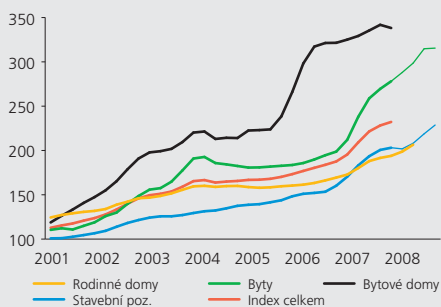
⁴⁷ Bankovní skupina Societe Generale drží v CEE nižší podíl aktiv na svých celkových aktivech než např. Erste Group nebo Raiffeisenbank.

korekci předcházejícího oslabení měnového kurzu. Absolutní pokles domácí ekonomiky a vysoké úrokové sazby by vedly k nárůstu defaultu v sektoru nefinančních podniků i domácností, který by byl v případě podniků jen částečně tlumen proexportním efektem depreciovaného kurzu. Celkový růst úvěrů by zpomalil k hodnotám blízkým nule a došlo by k hlubšímu poklesu cen akcií a nemovitostí. Předpokládáme též, že finanční sektor by z důvodu nízké ekonomické aktivity generoval o 20 % nižší čisté výnosy, než je průměr posledních dvou let.

3.2 VÝVOJ NA TRHU NEMOVITOSTÍ

Na českém trhu rezidenčních nemovitostí pokračoval i v roce 2008 růst cen, a to navzdory propadům cen nemovitostí v některých rozvinutých ekonomikách. Došlo ke zvýšení poměru cen bytů a mezd. Výnos z pronájmu bytu se stále pohyboval na úrovni nižší než úrokové sazby z úvěrů na bydlení. V souvislosti se zhoršením ekonomické situace domácností nelze vyloučit pokles cen bytů v dalším období. Nadále roste rozestavenost bytového fondu, což může znamenat akumulaci rizik pro sektor developerů. Ten je dále postižen zhoršením situace v oblasti komerčních nemovitostí, kde prakticky ve všech segmentech trhu došlo ke kombinaci rekordní zamýšlené nabídky s poklesem realizované poptávky. To se projevilo nárůstem požadovaného výnosu u jednotlivých typů investic a nárůstem míry neobsazenosti.

GRAF III.14
Ceny nemovitostí – ceny převodů dle daňových příznání
(absolutní index, 1.Q 1999 = 100)



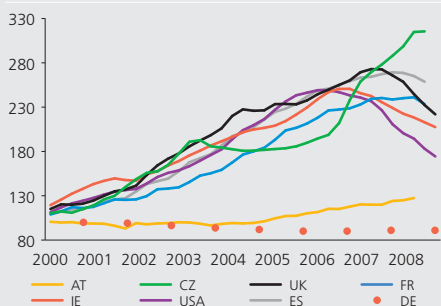
Pramen: ČSÚ, výpočet ČNB

Pozn.: Data za 2008 předběžné údaje, resp. dopočet z nabídkových cen (pro ceny bytů a stavebních pozemků).

3.2.1. Vývoj cen rezidenčních nemovitostí

V roce 2008 pokračoval v ČR rychlý růst cen nemovitostí z předchozího roku prakticky pro všechny typy rezidenčních nemovitostí (Graf III.14). Přitom údaje ČSÚ o cenách převodů nemovitostí za rok 2007 a částečně také za rok 2006 byly zpětně revidovány směrem vzhůru. Vysokou dynamiku vykazovaly především ceny bytů (meziroční nárůst ve 2. polovině roku 2007 až o 35 %), ceny pozemků (meziroční růst až o 25 %), pomaleji rostly ceny rodinných domů (meziročně cca o 13 %) a ceny bytových domů (o 4 %), které však podle revidovaných údajů rostly velmi rychle v předchozích letech. V roce 2008 růst cen svoji meziroční dynamiku zmírnil, celkově však zůstal relativně vysoký (byty i pozemky růst kolem 13 % ke konci roku, rodinné a bytové domy cca 10 % ke konci prvního pololetí). Tento růst cen napříč různými typy nemovitostí dále posiloval úvahy z minulého ZFS 2007 o přehřívání trhu s nemovitostmi a o možnosti jeho poklesu v budoucnu.

GRAF III.15
Ceny nemovitostí v mezinárodním srovnání
(absolutní index, 1.Q 1999 = 100)



Pramen: BIS, ČSÚ, Case-Shiller (US), Nation Wide (UK)

Růst cen nemovitostí v ČR se v roce 2008 jevil jako rychlý v porovnání se zeměmi, u nichž ještě v nedávné minulosti docházelo k výraznému růstu cen (Graf III.15) a u kterých se světová finanční krize v uplynulém roce projevila mimo jiné také poměrně rychlým poklesem cen nemovitostí. Například ceny nemovitostí v USA poklesly v roce 2008 o cca 20 %, ve Velké Británii o 15 %, v Irsku o 10 % či ve Španělsku o 3 %. Přitom rychlost růstu cen nemovitostí v těchto zemích byla až do roku 2007 zhruba podobná růstu cen v ČR, v roce 2008 se však vývoj cen značně rozcházel. V rozvinutých ekonomikách, které jsou ČR geograficky blízké a které jsou našimi významnými obchodními partnery (Německo a Rakousko), přitom ceny nemovitostí v tomto tisíciletí spíše stagnovaly.

Náš odhad srovnatelných ukazatelů *price-to-income* a *price-to-rent* pro ČR⁴⁸ a pro zahraniční ekonomiky naznačuje (Graf III.16), že v roce 2007 byly v ČR tyto ukazatele nižší než ve většině zemí s rychlým růstem cen. Růst cen bytů v ČR v letech 2007–2008 sice znamenal zvýšení obou ukazatelů a posun „doprava a nahoru“, z části se však jednalo o dohánění úrovní běžných v zahraničí. I po poklesu obou ukazatelů v reakci na pokles zahraničních cen nemovitostí v roce 2008 by tyto ukazatele měly být v ČR mírně nižší. Na druhou stranu jsou však tyto ukazatele vyšší, než pro výše zmíněné hlavní obchodní partnery ČR.

Dostupné nabídkové ceny indikují zvolnění meziroční dynamiky růstu cen bytů v roce 2008 a na počátku roku 2009 (Graf III.17). To by mohlo souviset s dopady hospodářského zpomalení a souvisejícím zpřísněním podmínek poskytování úvěrů na bydlení. Dle některých zdrojů již dochází dokonce k meziroční stagnaci cen (údaje IRI). Pokles meziročních růstů nabídkových cen ve 2. polovině roku 2008 souvisí především s efektem vysoké základny a jeví se jako relativně málo významný. V 1. čtvrtletí 2009 se však již objevily i signály poklesu absolutních nabídkových cen. Z Grafu III.17 je také zřejmá určitá konvergence cen mezi Prahou a zbytkem ČR, když jak podle nabídkových cen, tak podle cen převodů rostly ceny mimo Prahu rychleji.

Jak je naznačeno v tematickém článku „Determinanty cen nemovitostí pro jednotlivé regiony ČR“ této zprávy, rychlý růst cen bytů v posledních dvou letech souvisel především s poptávkovými impulsy, jako byl například poměrně rychlý růst mezd (za celý rok 2008 nárůst 8,5 % v nominálním, resp. 2,1 % v reálném vyjádření), pokles nezaměstnanosti (v 1. pololetí roku 2008 nezaměstnanost dle MPSV poklesla meziročně o 1,3 p.b. na 5 %⁴⁹), rekordní demografické charakteristiky⁵⁰ a pokračující růst úvěrů na bydlení. Proto lze očekávat, že zhoršení makroekonomického prostředí může vést k poklesu cen nemovitostí. V Tab. III. 1 je naznačen hrubý propoččet, který ukazuje, že v extrémním scénáři „ekonomická deprese“ (viz část 4.1.1) by mohlo dojít k poklesu cen o zhruba 30 %.⁵¹ Vzhledem ke konzervativnímu chování bank v minulosti a vzhledem k relativně nízkým podílům *loan-to-value* u hypotečních úvěrů poskytnutých v minulosti je však dopad do bilancí bank i u takovéto relativně málo pravděpodobné události poměrně nízký.

48 Ukazatele *price-to-income* a *price-to-rent* v grafu III.16 jsou pro rozvinuté ekonomiky vztaheny vůči svým dlouhodobým průměrům za roky 1990–2006, pro ČR jsou ukazatele porovnávány s jejich průměry za roky 2000–2006. Kratší časové období pro výpočet průměrů pro ČR znamená určité omezení jejich srovnatelnosti.

49 V 2. polovině roku 2008 a především na počátku roku 2009 však nezaměstnanost vzrostla, což se však v cenách nemovitostí zatím nedařilo projevit.

50 Nárůst obyvatelstva obvykle vede k potřebě nového bydlení. Dle ČSÚ byl celkový přírůstek obyvatelstva za rok 2008 ve výši 86,4 tis. obyvatel druhý nejvyšší od 50. let minulého století, hned po roce 2007. Toto je dáno jednak kombinací nárůstu přirozeného přírůstu obyvatelstva (meziroční nárůst o 46 %), který je nejvyšší od roku 1980, a přírůstu migrací, který byl hned po roce 2007 nejvyšší za celou sledovanou historii. Růst cen nemovitostí přitom souvisel především právě s přírůstkem migrací.

51 Použité koeficienty odpovídají Odhadu B z tabulky 3 tematického článku. Vedle předpokladů scénáře „ekonomická deprese“ se zde předpokládá úplné zastavení migrace do ČR.

GRAF III.16

Vztah indexů *price-to-income* a *price-to-rent* pro různé země

(údaje za rok 2007, dlouhodobý průměr = 100)

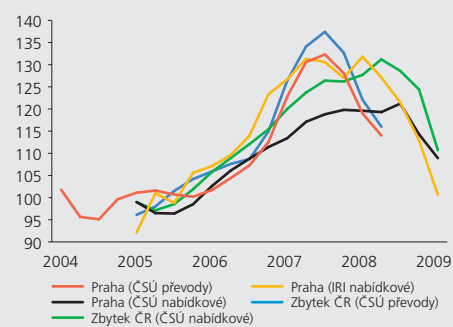


Pramen: ČNB, výpočty ČNB

GRAF III.17

Ceny bytů – ceny převodů a nabídkové ceny

(meziroční indexy)



Pramen: ČSÚ, IRI

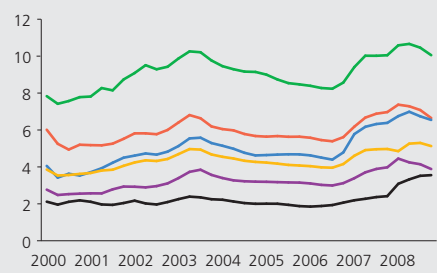
TAB. III.1

Propoččet dopadů scénáře „ekonomická deprese“ na ceny bytů

Veličina	Změna	Koeficient	Celkový dopad v Kč na m ²
Přírůstek stěhováním	-0,69	1 729	-1 190
Míra nezaměstnanosti	1,4	-350	-496
Průměrná měsíční mzda	-1 502	3,4	-5 110
Úvěry	-2 179	0,093	-203
Celkem v Kč za m ²			-6 998
Celkem v % stávající ceny			-31,8 %

Pramen: Výpočet ČNB, koeficienty z Odhadu B tabulky 3 tematického článku „Determinanty cen nemovitostí...“ této Zprávy.

GRAF III.18

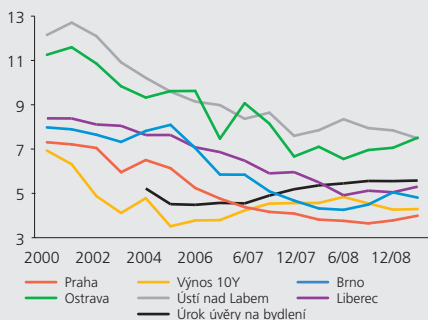
Ukazatel *price/income*(podíl ceny bytu 68 m² a mzdy za poslední 4 čtvrtletí)

Pramen: ČSÚ, výpočet ČNB

Pozn.: Data za 2007 a 2008 předběžné údaje, resp. dopočten z nab. cen.

GRAF III.19
Výnosy z nájemného

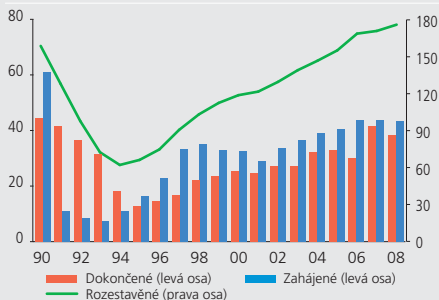
(průměry za období v %; porovnání s výnosy desetiletého vládního dluhopisu a sazeb úvěrů na bydlení)



Pramen: IRI, ČNB

GRAF III.20
Bytová výstavba

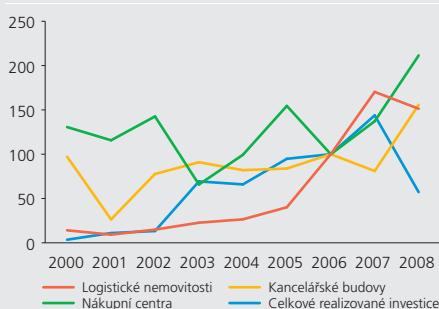
(počty dokončených, zahájených a rozestavěných bytů v daném roce v tis.)



Pramen: ČSÚ

GRAF III.21
Plánovaná nabídka a realizovaná poptávka na trhu komerčních nemovitostí

(2006 = 100)



Pramen: King Sturge

Pozn.: Nabídka logistických nemovitostí, nákupních center a kancelářských budov počítána z nové nabídky v m², realizované investice z údajů v EUR.

Rizikovitost stávající úrovně cen bytů lze ilustrovat také nárůstem podílu cen bytů a průměrných mezd (ukazatel *price-to-income*; Graf III.18) za poslední dva roky. Ten se i přes mírné snížení ke konci roku 2008 pro většinu regionů pohybuje blízko svých historických maxim, což indikuje rovněž možnost nadhodnocení cen bytů relativně ke schopnosti domácností splácet úvěry na bydlení z jejich mezd. Z hlediska tohoto dílčího ukazatele se jako nejrizikovější region jeví Praha, která však oproti ostatním regionům vykazuje výrazně lepší hodnoty u jiných relevantních ukazatelů (např. vyšší přírůstek stěhováním, nižší nezaměstnanost aj.) a která bude ekonomickou recesí postížena relativně méně než jiné regiony s velkým podílem průmyslu.

U vývoje výnosu z pronájmu bytu⁵² došlo v průběhu roku 2008 k dílčímu zlepšení, když pro většinu regionů tento ukazatel narostl opět nad úroveň výnosů dlouhodobých vládních obligací (Graf III.19). Tento posun zřejmě reflektuje především posun v substituci vlastního a nájemního bydlení, kdy se zhoršené možnosti přístupu domácností k úvěrům na bydlení projeví ve zvýšené poptávce po bydlení nájemním. Nárůst výnosu z pronájmu bytu by také mohl znamenat, že by se hypotetické spekulativní investování do nemovitostí stalo relativně výhodnějším. Vzhledem k tomu, že se ale pro většinu regionů výnos z pronájmu bytu pohybuje i nadále pod úrovní úrokových sazeb z úvěrů na bydlení, však rozšíření spekulativních nákupů bytů nelze očekávat.⁵³

V souvislosti s růstem cen pokračovala i na začátku roku 2008 dynamická výstavba bytů (Graf III.20). Ještě za první tři čtvrtletí roku rostl počet dokončených bytů meziročně o 9,1 % a počet zahájených bytů o 6,4 %, což naznačovalo další zvýšení rekordních hodnot z roku 2007. Ve 4. čtvrtletí se však bytová výstavba výrazně propadla (meziroční pokles počtu dokončených bytů o 30,4 %, zahájených o 19,1 % méně). Zároveň došlo k nárůstu počtu rozestavěných bytů o 3 %. Nejvyšší podíl na rozestavěnosti byl u rodinných domů (50,6 %) a u bytových domů (19 %), což může indikovat problémy developerských firem, kterým se prodlužuje doba prodeje, což pro ně znamená dodatečné náklady. Poměrně vysoké riziko spojené s tímto segmentem realitního trhu, na které upozorňovala již minulá ZFS 2007, lze ilustrovat také propadem hodnoty akcií developerů obchodovaných na BCPP.⁵⁴

3.2.2 Vývoj cen komerčních nemovitostí

Výše uvedená rizika sektoru developerů spojená s rezidenčním bydlením jsou dále posilována nepříliš dobrou situací na trhu komerčních nemovitostí. Dle informací získaných od společnosti King Sturge došlo v roce 2008 téměř ve všech segmentech trhu ke kombinaci rekordní plánované nabídky (nárůst celkového objemu

52 Výnos z pronájmu bytu udává podíl dvanáctiměsíčního nájemného a ceny bytu. Je tak převrácenou hodnotou ukazatele *price-to-rent*. Na rozdíl od něj je však výnos z pronájmu bytu možné přímo porovnávat s vývojem úrokových sazeb.

53 Případné spekulativní investice do nemovitostí financované hypotečními úvěry implicitně předpokládají další růst cen nemovitostí.

54 Zatímco ještě v červnu 2007 cena akcií ORCO činila více než 3 500 Kč/akcii, v březnu poklesla až pod 100 Kč/akcii (propad o cca 97 %). Podobně akcie ECM spadly z úrovní 2 000–2 050 Kč/akcii z dubna 2007 až pod 220 Kč/akcii. Na druhou stranu se problémy developerů zatím neprojevují na jejich schopnosti splácet bankovní úvěry (bližší viz část 4).

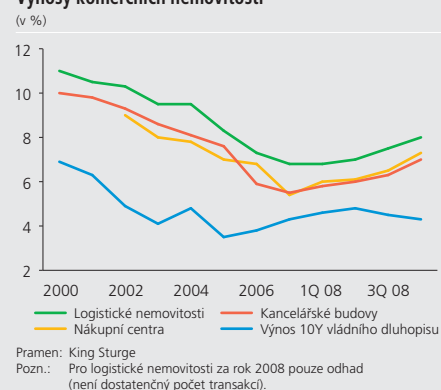
plánovaných projektů především pro nákupní centra a kancelářské budovy) tažené nadměrně optimistickými očekáváními developerů⁵⁵ a rychlého poklesu poptávky ze strany investorů (pokles celkových realizovaných investic v Grafu III.21).⁵⁶ Pokles poptávky souvisí s meziročním poklesem objemu realizovaných transakcí v roce 2008 o cca 60 % na 1 059 mil. EUR, což představuje nejnižší hodnotu od roku 2002. V ČR proběhly v roce 2008 především transakce na kancelářském a retailovém trhu.

Tak výrazný pokles poptávky se musel projevit v poklesu cen. Ten je možné ilustrovat nárůstem požadovaných výnosů komerčních nemovitostí zhruba na úroveň z roku 2005 (Graf III.22; vyšší výnos znamená, že při daném objemu nájemného požaduje investor nižší cenu). Zatímco v roce 2007 a v 1. polovině roku 2008 byl tento růst výnosů v souladu s růstem výnosů dlouhodobých finančních instrumentů, přičemž související rozpětí klesalo, ve 2. polovině roku výnosy komerčních nemovitostí rostly navzdory poklesu výnosu státních dluhopisů.

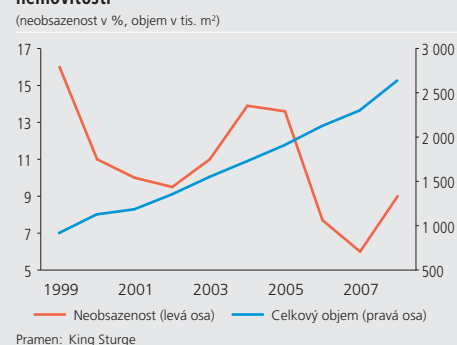
Pokles hospodářského růstu a nadměrná nabídka vedly také k nárůstu „míry neobsazenosti“ (vacancy rate) jak pro kancelářský trh (nárůst z cca 6 % ze začátku roku na 9 % ke konci roku; Graf III.23), tak pro trh logistických a průmyslových nemovitostí (nárůst z lednových 10 % na 17,2 % ve 3. čtvrtletí 2008; v prosinci 2008 se pak míra neobsazenosti snížila k úrovni 15,6 %). Realizovaná nabídka nových kancelářských prostor v Praze pro rok 2009 v reakci na to meziročně poklesla o 55 %. Na trhu logistických a průmyslových nemovitostí pak došlo zhruba v polovině roku 2008 k faktickému zastavení nové výstavby. „Zamrznutí“ tohoto segmentu trhu lze ilustrovat také tím, že v něm v minulém roce neproběhla v ČR žádná významnější transakce. Relativně stabilním segmentem trhu byl trh maloobchodních prostor, u kterého zůstala poptávka v průběhu roku 2008 stabilní, v zásadě schopná akceptovat nové projekty.

Developeři prozatím většinou reagovali na pokles poptávky dočasným přerušením realizace projektu či jeho úplným zastavením. Vzhledem ke specifiku českého realitního trhu, kdy developeři v minulosti často prováděli „spekulační“ nákupy pozemků dopředu, a kdy své projekty často neprodávali investorům, ale vytvářeli si sami nemovitostní portfolio, však takovéto oddálení realizace projektů znamená výrazné vnošené náklady a dodatečná rizika splácení úvěrů. Tato rizika jsou dále zesilována zpřísněním podmínek poskytování bankovních úvěrů, například nárůstem požadovaného podílu vlastního kapitálu z cca 10 % na 30 % až 50 %, či nárůstem požadovaného procenta předpronájmu (dříve cca 10–15 %, dnes cca 30 %; pro průmyslové projekty 50 %).

GRAF III.22
Výnosy komerčních nemovitostí



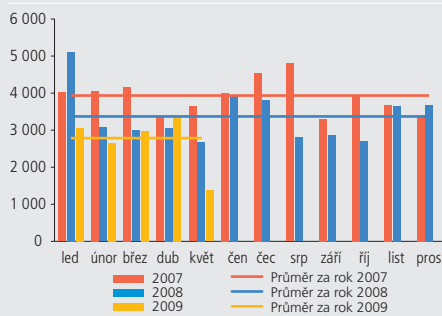
GRAF III.23
Míra neobsazenosti a celkový objem kancelářských nemovitostí



⁵⁵ Například na trhu logistických a průmyslových nemovitostí ještě v lednu 2008 developeři plánovali cca 22 projektů po celé ČR, k prosinci 2008 jich bylo dokončeno 13.

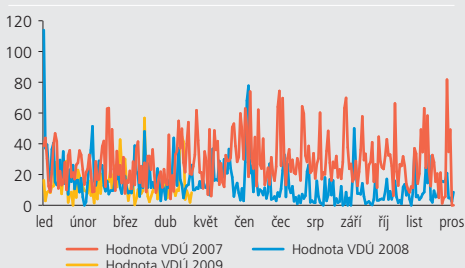
⁵⁶ Většina amerických, britských a irských investičních fondů se z českého trhu stáhla v 1. polovině roku 2008, přičemž poptávku udržovaly německé a rakouské nemovitostní fondy. Na začátku roku 2009 se však výrazně snížila akviziční činnost i u těchto fondů.

GRAF III.24
Celková hodnota transakcí zpracovaných SKD
v jednotlivých měsících r. 2007, 2008 a 2009 (do 14.5.)
(v mld. Kč)



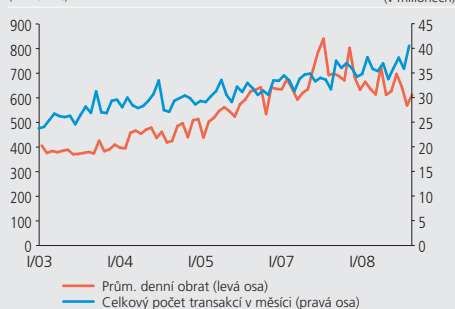
Pramen: ČNB

GRAF III.25
Porovnání hodnot vnitrodenního úvěru v letech 2007,
2008 a 2009 (do 14.5.)
(v mld. Kč)



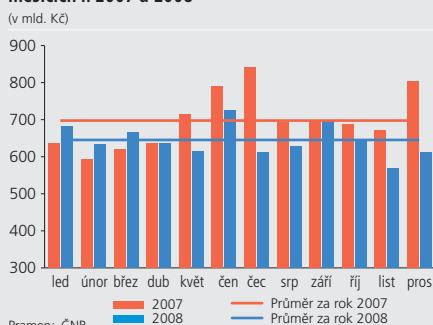
Pramen: ČNB

GRAF III.26
Systém mezibankovního platebního styku CERTIS – počet
transakcí zpracovaných systémem v letech 2003 až 2008
(v mld. Kč) (v milionech)



Pramen: ČNB

GRAF III.27
Průměrné denní obraty systému CERTIS v jednotlivých
měsících r. 2007 a 2008
(v mld. Kč)



Pramen: ČNB

3.3 FINANČNÍ INFRASTRUKTURA ⁵⁷

Plynulé fungování mezibankovního platebního systému CERTIS a systému vypořádání krátkodobých dluhopisů SKD, které jsou provozovány Českou národní bankou, přispívalo i v roce 2008 ke stabilitě finančního sektoru. Vysoká úroveň řízení rizik těchto dvou systémů do značné míry limituje nebezpečí, že by se mohly stát kanálem, jehož prostřednictvím dojde k přenosu finančních potíží mezi institucemi nebo trhy a k vyvolání finanční nestability. Toto riziko se nenaplnilo ani v době finanční krize. Mírné snížení obrátů těchto systémů a pokles vnitrodenního úvěru korespondují s vývojem na finančních trzích. V souvislosti se světovou finanční krizí došlo v průběhu října 2008 k jednorázovému skokovému nárůstu výše oběhiva. Nicméně jeho objem se poměrně rychle vrátil na hodnoty odpovídající dlouhodobému trendu.

V roce 2008 došlo k mírnému poklesu hodnoty transakcí zpracovaných systémem SKD⁵⁸ a vlivem vývoje na mezibankovním trhu a trhu krátkodobých dluhopisů k výraznému poklesu hodnoty vnitrodenního úvěru, což znamenalo změnu dosavadního trendu.

Hodnota transakcí zpracovaných SKD rostla plynule od roku 2000 do roku 2006. V roce 2007 mírně poklesla a k dalšímu poklesu zhruba na 40 bil. Kč došlo v roce 2008, což znamená pokles oproti předcházejícímu roku asi o 6 % (Graf III.24). Denně byly zpracovány transakce v průměru za 159 mld. Kč. Zhruba za každých 23 dní bylo dosaženo obrátu ve výši ročního nominálního HDP. Hodnoty transakcí v jednotlivých měsících roku 2008 byly v porovnání s minulým rokem nižší, přičemž pokles, který byl patrný již od února, kulminoval v říjnu, naopak k dorovnání loňských hodnot došlo v listopadu a k mírnému překročení v prosinci (Graf III.24). Tyto údaje dokumentují vývoj na českém finančním trhu, kdy následkem globální finanční krize došlo zhruba v polovině října ke zhoršení situace na mezibankovním trhu, vyschnutí likvidity na trhu se státními dluhopisy a k snížení objemu stahovacích repo operací ČNB (viz část 3.1).

K plynulosti a stabilitě mezibankovního zúčtování přispívá využívání vnitrodenního úvěru (Graf III.25). ČNB poskytuje bezúročný vnitrodenní úvěr účastníkům CERTISu⁵⁹ prostřednictvím SKD za účelem zvýšení jejich peněžní likvidity v průběhu dne a tím hladkého fungování platebního styku. Všechny vnitrodenní úvěry poskytované komerčním bankám ze strany ČNB jsou kolateralizovány. Zatímco v předcházejících letech byl zřejmý trend plynulého nárůstu objemu vnitrodenního úvěru, v roce 2008 došlo k jeho poklesu o 50 % na hodnotu 3 590 mld. Kč. Snížení využívání vnitrodenního úvěru může odrážet mírně nižší obraty v mezibankovních platbách a útlum na trhu krátkodobých dluhopisů. Zároveň může

⁵⁷ V této kapitole je pozornost věnována pouze systémům finanční infrastruktury, které jsou spravované Českou národní bankou. Dalším prvkům finanční infrastruktury se podrobněji věnovala příloha v ZFS 2004.

⁵⁸ Systém krátkodobých dluhopisů (SKD) je využíván pro emise a registraci zaknihovaných cenných papírů se splatností do jednoho roku a pro vypořádání obchodů s těmito cennými papíry. V SKD jsou v současné době registrovány státní pokladniční poukázky a poukázky ČNB. Systém umožňuje provádět úplatné prodeje cenných papírů, repo operace a sell and buy operace, zástavy a výměny cenných papírů.

⁵⁹ Systém mezibankovního platebního styku CERTIS je systém zpracovávající v reálném čase veškeré tuzemské mezibankovní převody v českých korunách.

indikovat, že banky vzhledem k obezřetnějšímu přístupu k řízení likvidity (viz Box 5) nemají problémy s vnitrodenní likviditou a nemají tak potřebu tento nástroj využívat. Každopádně význam tohoto indikátoru nelze přeceňovat, protože z minulosti je zřejmé, že banky často překvapivě málo využívaly bezúročný vnitrodenní úvěr, a to i přes dostatek kolaterálu.

Systém CERTIS fungoval bez problémů a pokračoval v trendu zúčtování zvyšujícího se počtu plateb při mírném snížení průměrného denního obratu (asi o 7 %). V roce 2008 zpracovalo zúčtovací centrum ČNB celkem 435,6 mil. položek v celkové hodnotě 162 993 mld. Kč. Průměr činil 1,72 mil. položek denně. Průměrná denní hodnota položek činila 644 mld. Kč (Tab. III.2). Maximální – dosud rekordní – počet všech zpracovaných položek v jednom dni byl 5,485 mil. Tyto údaje vypovídají o rozměru zúčtování plateb v CERTISu a jeho významu pro finanční stabilitu. Za zhruba 6 dnů bylo dosaženo peněžního obratu přibližně ve výši ročního nominálního HDP. V porovnání s rokem 2007 došlo od dubna k poklesu průměrných denních obrátů v jednotlivých měsících, což znamená změnu dosavadního trendu odpovídající nižší platební aktivitě bank (Grafy III.26 a III.27).

V průběhu října, po pádu Lehman Brothers, došlo v souvislosti se zvýšenou poptávkou podniků a obyvatelstva po hotovosti k jednorázovému skokovému nárůstu objemu oběživa. Celkový objem se tím sice zvýšil za rok 2008 o 45,5 mld. Kč (cca o 16 %) na 399 mld. Kč ke konci roku (zhruba 10,8 % HDP, Graf III.28), nicméně skokově naběhlé oběživo se z oběhu postupně vrací a současné hodnoty se nevymykají dlouhodobému trendu. Tento vývoj koresponduje s vývojem oběživa v eurozóně, kde v říjnu 2008 došlo ke skokovému nárůstu objemu oběživa zhruba o 13 %, což je míra nárůstu srovnatelná s Českou republikou. Ukazatel podílu oběživa na HDP je v případě eurozóny mírně nižší (objem 783 mld. EUR oběživa ke konci roku 2008 představuje 8,5 % HDP).

TAB. III.2

Systém mezibankovního platebního styku CERTIS – statistické údaje

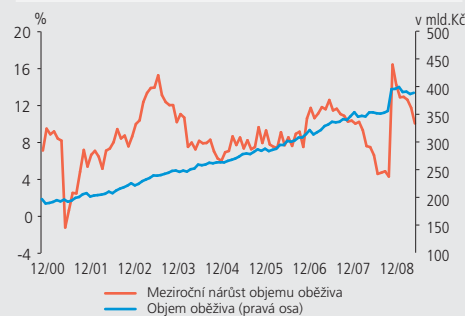
Období	Obrat (mld. Kč)	Průměr. denní obrat (mld. Kč)	Počet transakcí (mil.)	Průměr. denní počet transakcí (mil.)	HDP/ průměr. denní obrat
2002	100 343	431	262	1,12	5,6
2003	96 938	385	317	1,26	6,6
2004	110 127	434	333	1,32	6,4
2005	123 354	488	356	1,40	6,0
2006	151 537	604	382	1,52	5,3
2007	174 854	697	411	1,64	5,1
2008	162 993	644	436	1,72	5,7

Pramen: ČNB

GRAF III.28

Vývoj výše oběživa a meziroční nárůst v letech 2000–2009

(do 30. 4. 2009)



Pramen: ČNB