

3 SEKTOR PODNIKŮ A DOMÁCNOSTÍ

V souladu s pozitivním vývojem makroekonomických indikátorů docházelo ke zlepšování celkové kreditní situace soukromého nefinančního sektoru. Významným impulsem pro toto zlepšování byly uvolněné měnové podmínky související s historicky nejnižší úrovní úrokových sazeb a v porovnání s rokem 2002 také více depreciováním devizovým kurzem české koruny vůči euru. Zlepšování celosvětového růstového výhledu znamenalo významné zlepšení exportních možností domácích podniků. Pozitivní roli sehrály rovněž faktory spíše systémového charakteru, které souvisely mimo jiné s předchozím pozitivním vlivem přímých zahraničních investic a z nich vyplývajícím zlepšením managementu podniků, či s novými systémy řízení rizika, které s sebou přinesli zahraniční vlastníci domácích bank. Tyto umožnily spolu s jinými faktory rozvoj úvěrování v oblastech, které byly v minulosti stranou zájmu bank (úvěrování domácností).

I když ke zlepšování finančního zdraví domácího nefinančního sektoru docházelo již od počátku roku 2003, jeho dopady do úvěrové aktivity byly omezené a zpožděné a ve většině sektorů se projeví až v roce 2004. Výjimkou zde bylo úvěrování obyvatelstva, které si po celé sledované období udržovalo silnou meziroční dynamiku, především z titulu již zmíněných systémových faktorů. Vztah úvěrování domácností vůči jejich spotřebě byl však až do poloviny roku 2002 dosti slabý, od této doby se nicméně začíná prosazovat.

Oproti tomu úvěrování nefinančních podniků dosahovalo až do roku 2003 meziročních poklesů či stagnace. U nefinančních podniků pod veřejnou kontrolou to bylo zapříčiněno jejich všeobecně horšími hospodářskými výsledky, u podniků pod zahraniční kontrolou pak docházelo k substituci domácích zdrojů zahraničními přímo od jejich vlastníků. Úvěrování sektoru živnostníků je pak omezeno informační asymetrií a nejvyšším podílem špatných úvěrů. Soukromé národní podniky přispívají v rámci podnikového sektoru k růstu úvěrů nejvíce, i ony jsou nicméně omezeny přetrvávající informační asymetrií a stále ještě krátkou úvěrovou historií. Masivní poklesy z let 2001-2002 jsou pak ovlivněny také převáděním špatných úvěrů z bank do Konsolidační agentury. Přesto lze vysledovat procyklické, mírně zpožděné chování úvěrování podniků. Faktorem, který se rovněž podepsal na zpomalování úvěrové emise, bylo využívání alternativních zdrojů financování podniků (podrobněji viz box Alternativy financování podniků).

Box

Alternativy financování podniků

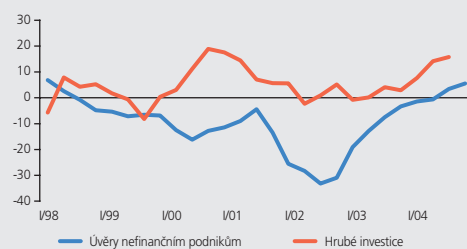
Bankovní úvěry jsou jednou z možností financování aktivit podnikového sektoru. Na financování podniků se dále podílejí:

- *vlastní finanční zdroje*, jejichž úroveň je dána vlastní výkonností podniků;
- *úvěry podnikům ze zahraničí*, v roce 2003 vzrostly o 28 mld. Kč na celkem 519 mld. Kč. V rámci přímých zahraničních investic objem poskytnutých úvěrů rostl pomaleji než ostatní zahraniční úvěry poskytnuté podnikům;
- *mezipodnikové dluhy* v celkovém objemu 720 mld. Kč významně převyšují (o 68 %) objemy bankovních úvěrů poskytnutých podnikům. Tyto mezipodnikové dluhy v podnicích se 100 a více zaměstnanci zahrnují dlouhodobé a krátkodobé závazky podniků včetně závazků po lhůtě splatnosti, zpravidla představují vynucený obchodní úvěr a obsahují též finanční zdroje získané ze zahraničí;
- *finanční leasing* je v rozhodující míře orientován na podnikatelský sektor (pouze cca 10 % objemu je určeno fyzickým osobám). Pronajatý majetek na leasing v roce 2003 dosáhl 173 mld. Kč, což představovalo v poměru k bankovním úvěrům poskytnutým podnikům 40 %;

GRAF III.1

Vývoj úvěrů nefinančním podnikům a investice

(meziroční změna v %, v nominálním vyjádření)

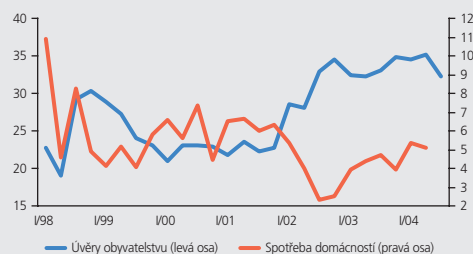


Pramen: ČNB, ČSÚ

GRAF III.2

Vývoj úvěrů obyvatelstvu a spotřeba domácností

(meziroční změna v %, v nominálním vyjádření)



Pramen: ČNB, ČSÚ

TAB. III.1

Růst úvěrů soukromému nefinančnímu sektoru; příspěvky jednotlivých sektorů

(p. b., celkové úvěry meziročně)

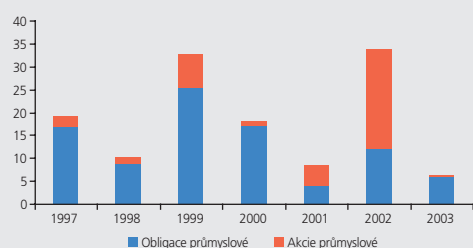
	I/01	II/02	IV/02	I/03	II/03	III/03	IV/03	I/04	II/04	8/04
Veřejné	-5,2	-5,0	-0,7	-0,3	-1,3	-0,7	-1,1	-1,1	0,1	-1,1
Soukromé										
národní	-18,7	-20,6	-11,7	-9,0	-6,5	-2,4	0,8	1,7	4,2	4,2
Pod zahr.										
kontrolou	0,7	-2,3	-2,0	-0,4	1,8	-0,1	-0,6	-0,8	-1,7	0,5
živnosti	-0,5	-1,1	-0,2	0,2	0,4	0,0	0,5	0,2	0,4	0,3
Obyvatelstvo	2,5	3,5	6,1	6,4	6,9	7,8	8,8	8,9	10,2	9,9
Úvěry celkem	-21,2	-25,5	-8,5	-3,1	1,2	4,6	8,5	9,0	13,2	13,7

Pramen: ČNB

GRAF III.1.BOX

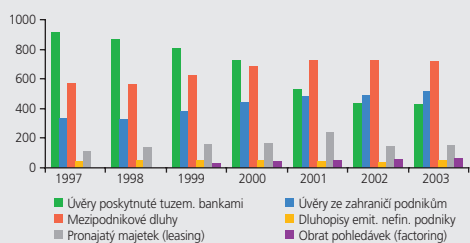
Nové emise podnikových obligací a akcií v daném roce

(mld. Kč)



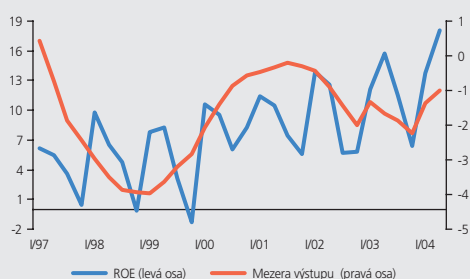
Pramen: KCP

GRAF III.2.BOX
Alternativní financování podniků (ilustrativní přehled)
(mld. Kč)



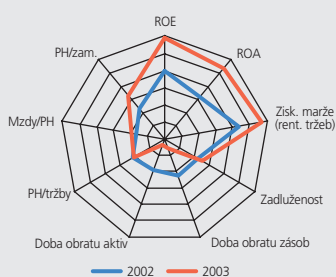
Poznámka: Mezupodnikové dluhy (nelze vyloučit obchod. úvěr ze zahraničí) a dluhopisy jsou za podniky se 100 a více zaměstnanci. Pronajatý majetek od r. 2001 v čisté hodnotě po zdanění.
Pramen: ČNB, ČSÚ, MPO, ALS, AFS

GRAF III.3
Cykličnost rentability vlastního jmění
(%)



Pramen: ČNB, ČSÚ

GRAF III.4
Vývoj základních finančních ukazatelů nefinančních podniků
(2001=100, index nad 100- zlepšení ukazatele, pod 100 zhoršení)



Pozn: Osa od 80 do 140 v rozpětí po 10. U ukazatelů likvidity nebyly dostupné údaje o krátkodobých závazcích, proto byly použity údaje o celkových závazcích.
Pramen: ČSÚ, výpočet ČNB

- *emise podnikových dluhopisů* a akcií není příliš využívána vzhledem k nerozvinutosti kapitálového trhu i vzhledem k nižší poptávce. Celkový objem nových emisí cenných papírů v roce 2003 dosáhl 6 mld. Kč, v roce 2004 nedošlo k novým emisím. Podniky využívaly 49 mld. Kč zdrojů z emisí z minulých let;

- *factoring a forfaiting*, tyto alternativy doplňují trh a zpravidla bankovnímu úvěru nekonkurují. Obrat odkoupených pohledávek činil 64 mld. Kč v roce 2003 s meziročním růstem 40 %.

Banky prostřednictvím svých dceřiných společností se účastní financování podniků i jinými formami, než je bankovní úvěr. V rámci bankovních finančních skupin pokrývají 39,8 % leasingových a 63,5 % factoringových obchodů.

3.1 NEFINANČNÍ PODNIKY

Zrychlení hospodářského růstu se projevilo ve zlepšení prakticky všech ukazatelů nefinančních podniků. Rentabilita vlastního jmění (ROE¹) vykazuje v souladu s teoretickými předpoklady především v poslední době procyklický vývoj. Ukazatel rentability je zároveň více volatilní než vývoj samotného HDP (resp. jeho mezery). Dále je zřejmý trend ve zvyšování rentability vlastního jmění v průběhu času, který je vyšší než „trend“ ve vývoji mezery výstupu.

Ke zlepšování finančních ukazatelů docházelo jak v roce 2003, tak v první polovině roku 2004. Zlepšovaly se především u ukazatele rentability², kde se rentabilita vlastního jmění zvýšila z 9,7 % v roce 2002 na 11,2 % v roce 2003 a 15,9 % v první polovině roku 2004, rentabilita aktiv³ z 10,5 % (2002) na 12,5 % (2003) a 14,6 % (1. pol. 2004) a rovněž u rentability tržeb⁴, u které došlo k nárůstu z 5 % (2002) na 5,5 % (2003) a na 7,3 % (1. pol. 2004). Zlepšenou ziskovost využívaly podniky v roce 2003 k restrukturalizaci svých bilancí, a to jak na straně aktiv (zlepšování ukazatelů likvidity⁵), tak na straně pasiv, kde se jednalo především o snížení zadluženosti⁶ z 49,1 % z konce roku 2002 na 48 % na konci roku 2003 a o prodloužení průměrné splatnosti úvěrů⁷, a tím i snížení citlivosti finančních nákladů podniků na změny v krátkodobých úrokových sazbách. Snížení zadluženosti společně s poklesem úrokových sazeb na historické minimum se projevilo ve snížení nákladů na obsluhu dluhu. V roce 2003 na druhou stranu došlo k určitému zhoršení v ukazatelích obratu aktiv.⁸ Toto ale mohlo být vlivem předzásobení podniků v očekávání akcelerace růstu v roce 2004. I přes relativně vysoký růst mezd zaměstnanců byl růst jejich produktivity vyšší než mzdové nárůsty. Na růstu produktivity se přitom projevil růst výkonnosti na zaměstnance z cca 70 % a pokles počtu zaměstnanců z cca 30 %.

- 1 Rentabilita vlastního jmění (kapitálu, ROE) = Hospodářský výsledek před zdaněním / Vlastní jmění.
- 2 Ukazatele rentability jsou přepočítávány na roční bázi, aby se umožnila porovnatelnost čtvrtletních pololetních a celoročních údajů. Údaje o zisku za čtvrtletí jsou vynásobeny čtyřmi, údaje za pololetí dvěma.
- 3 Rentabilita aktiv (ROA) = (Hospodářský výsledek před zdaněním + Odpisy + Nákladové úroky) / Celková aktiva.
- 4 Rentabilita tržeb = Hospodářský výsledek před zdaněním / (Tržby zboží + Tržby z prodeje vlastních výrobků).
- 5 Běžná likvidita = (Finanční majetek + Zásoby + Pohledávky) / Závazky; Pohotovostní likvidita = (Finanční majetek + Pohledávky) / Závazky; Okamžitá likvidita = Finanční majetek / Závazky.
- 6 Zadluženost = Cizí zdroje / Pasiva celkem.
- 7 Podíl krátkodobých (splatnost do 1 roku) úvěrů nefinančním podnikům se snížil z 44,1 % na konci roku 2002 na 39,8 % k 31. 8. 2004, podíl střednědobých (splatnost 2-5 let) se zvýšil z 23,3 % na 25,4 % a podíl dlouhodobých úvěrů se zvýšil z 32,7 % na 34,8 %.
- 8 Doba obratu zásob (ve dnech) = Zásoby / Tržby*360, Doba obratu pohledávek = Pohledávky / Tržby*360, Doba obratu aktiv = Aktiva / Tržby*360.

Ukazatele v první polovině roku 2004 pokračovaly ve zlepšování s tím, že byly opět taženy zlepšenou rentabilitou. Oproti vývoji v roce 2003 docházelo ke zlepšování ukazatelů obratu aktiv (snížení doby obratu zásob o 1,9 dne na 42,9 dní), na druhou stranu se poněkud zvýšila zadluženost podniků (z 48 % na konci roku 2003 na 48,5 % k 30.6. 2004). Zvýšení zadluženosti je však zatím nepříliš významné a reflektuje oživení na straně investic i oživení úvěrové aktivity.

Podrobnější náhled na dopady finančních ukazatelů podniků do kreditního rizika může dát informace o distribuci těchto výsledků mezi jednotlivými podniky, resp. mezi jednotlivými skupinami podniků. Z hlediska finanční stability domácího finančního sektoru by totiž zlepšené průměrné výsledky mohly zastříhat problémy jedné části podnikového sektoru. Přitom expozice domácího finančního sektoru vůči podnikům pod zahraniční kontrolou, u kterých se dají předpokládat nejlepší finanční výsledky, se spíše snižovala. Porovnání situace středních (20 - 99 zaměstnanců) a velkých (více jak 100 zaměstnanců) podniků komplikuje užší šíře reportovaných ukazatelů u první skupiny (např. chybějící ukazatel ziskovosti). Z distribuce ukazatelů, u kterých porovnání možné je (např. podíl přidané hodnoty ke mzdám), je zřejmá lepší situace velkých podniků (vyšší střední hodnota), na druhou stranu však vyšší rozptyl rozdělení jejich hospodářských výsledků.

Z distribuce výsledků ziskovosti pro velké podniky dle hlavních kategorií OKEČ vyplývá její posun směrem doprava, zároveň je zde však zřejmý dvourcholový (nebo dokonce třívrcholový) charakter tohoto rozdělení. Tento jev by bylo možné interpretovat jako pozůstatek nedořešených strukturálních problémů v českém průmyslu, který přetrvává souběžně s výrazně pozitivním vývojem především zahraničních podniků v reakci na zvýšené PZI v minulosti. PZI přitom nesměřovaly do sektorů, ve kterých existovaly zmíněné strukturální problémy. Zásadní otázkou pro tento „dvourychlostní“ podnikový sektor je pak to, zda budou strukturální změny domácího podnikového sektoru směřovat spíše k uzavírání mezery ve výkonnosti mezi sektory s dominancí zahraničních vlastníků a sektory s převažujícími domácími vlastníky, nebo zda bude tato mezera přetrvávat. Distribuce hospodářských výsledků naznačuje, že i mezi domácími podniky dochází k určité diferenciaci, když u části dochází ke zlepšování ziskovosti, která nicméně zůstává pod ziskovostí zahraničních podniků. U sektorů s nejnižší ziskovostí (ROE pod 5 % - např. kožedělný průmysl, zemědělství, veřejný sektor) dochází nicméně pouze k marginálnímu zlepšení jejich situace.

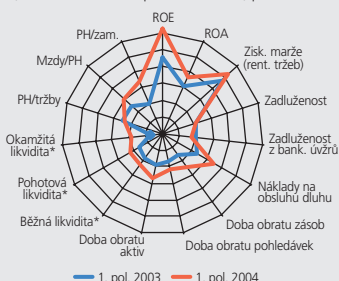
Určitým potvrzením výše uvedených úvah může být pohled na vývoj ziskovosti dle hlavních ekonomických sektorů. Pozitivním jevem v prvním pololetí roku 2004 bylo to, že ke zlepšování ziskovosti docházelo nejen v sektoru zahraničních soukromých podniků, ale že se k nim přidaly i domácí soukromé podniky, a to i po propadu jejich ziskovosti ve 4. čtvrtletí roku 2003. Ziskovost veřejných podniků zůstává velice nízká, jejich vliv na ekonomiku se nicméně postupně snižuje.

Otázkou zůstává, zda se skutečně zlepšené finanční ukazatele podnikového sektoru projevují ve zlepšení ukazatelů kreditního rizika v rámci finančního systému (především pro bankovní sektor). Dostupné údaje potvrzují vazbu mezi vývojem ROE a vývojem podílu klasifikovaných úvěrů na celkovém objemu úvěrů napříč kategoriemi OKEČ⁹. Tato vazba se prokázala jak pro podíl

GRAF III.5

Vývoj základních finančních ukazatelů nefinančních podniků

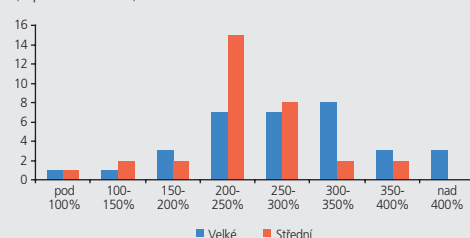
(2001=100, index nad 100- zlepšení ukazatele, pod 100 zhoršení)

Pozn.: Osa od 80 do 140 v rozpětí po 10.
Pramen: ČSÚ, výpočet ČNB

GRAF III.6

Distribuce podílu přidané hodnoty a mezd pro velké a střední podniky

(2. polovina 2004)

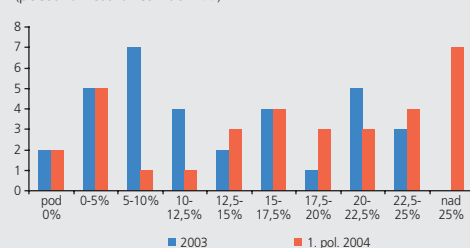


Pramen: ČSÚ

GRAF III.7

Změna distribuce rentability vlastního jmění pro velké podniky

(počet zaměstnanců nad 100)

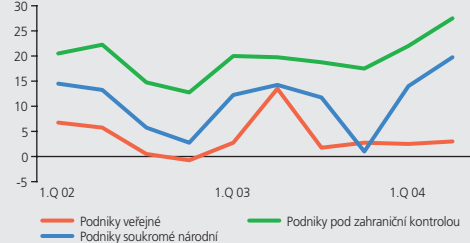


Pramen: ČSÚ

GRAF III.8

Vývoj ziskovosti (ROE) dle hlavních sektorů

(%)

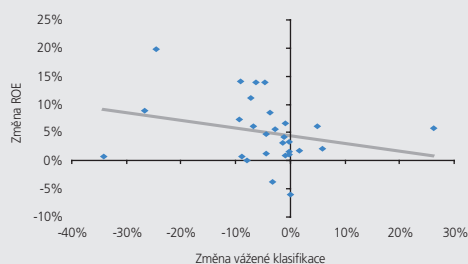


Pramen: ČSÚ

9 Zlepšení kvality úvěrového portfolia je do značné míry dáno také stagnací úvěrové aktivity vůči podnikové sféře v posledních letech.

GRAF III.9
Porovnání změn ziskovosti oproti změnám v klasifikaci úvěrů

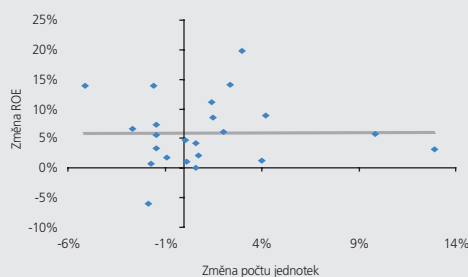
(dle kategorií OKEČ, v p.b. k 30. 6. 2004)



Pramen: ČSÚ

GRAF III.10
Porovnání změn ziskovosti oproti změnám počtu jednotek

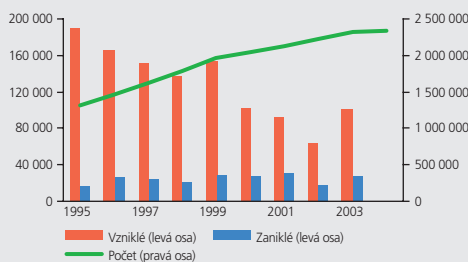
(dle kategorií OKEČ, změny v p.b.)



Pramen: ČSÚ

GRAF III.11
Počty ekonomických subjektů (vzniklé, zaniklé a celkový počet jednotek v registru)

(dle registru ekonomických subjektů)



Pramen: ČSÚ

klasifikovaných úvěrů na celkových úvěrech, tak u podílu ohrožených úvěrů na celkových úvěrech, i podílu vážené klasifikace. Na druhou stranu vazba mezi změnou ziskovosti a změnou počtu jednotek mezi kategoriemi OKEČ není statisticky významná. Tento závěr je v souladu se závěry předchozích studií¹⁰, které byly provedeny na individuálních datech o finančních ukazatelích z ČSÚ, dle kterých je vazba mezi pravděpodobností zániku podniku a jeho finančními výsledky rovněž statisticky málo významná.

Slabá vazba mezi změnou ziskovosti a změnou počtu aktivních ekonomických subjektů naznačuje, že v ekonomice doposud plně nefungují eliminační mechanismy, které by neprosperující podniky odstranily. Obecný nedostatek kvalitních dat z této oblasti¹¹, stejně tak jako nepřilíš silná vazba mezi finančními ukazateli podniků a jejich kreditním rizikem tak výrazným způsobem zvyšují nejistotu v interpretaci tohoto kreditního rizika. Pokud existuje slabá vazba mezi standardními indikátory a schopností podniku splácet své úvěry, pak mají i pokročilé modely kreditního rizika převzaté ze zahraničí omezenou účinnost.

Jedním z důvodů výše uvedené slabé vazby mezi zánikem ekonomických subjektů a jejich finančními výsledky je také trendový vývoj celkového počtu subjektů dle registru ekonomických subjektů ČSÚ (RES). Tento počet stále roste, přičemž od poloviny devadesátých let došlo téměř k jeho zdvojnásobení. Pokles počtu podnikatelů, který se očekával v souvislosti se zpřísněním podmínek jejich podnikání (registrační pokladny, minimální daň...) v první polovině roku 2004, zatím z dostupných dat není zřejmý. Došlo pouze ke zpomalení dynamiky vývoje počtu subjektů v registru. Výrazný nárůst počtu podnikatelských subjektů, jakkoliv může být projevem zlepšování podnikatelského prostředí, má nepříjemné dopady do finanční stability, resp. možnosti úvěrování malých a středních podniků. Souvisí to s krátkou finanční historií těchto subjektů a z toho vyplývajících komplikací pro ohodnocení kreditního rizika. Zpomalení růstu počtu nových ekonomických subjektů v RES nicméně vedl k určitému zlepšení. Zatímco na konci první poloviny 90. let měla zhruba jedna čtvrtina firem historii kratší než dva roky, v současné době se tento podíl pohybuje pod 10 %.

I když se celková situace v podnikové sféře z hlediska finanční stability zlepšila, přesto i nadále přetrvávají některá rizika. Již byla zmíněna rizika spojená s problémy interpretace vazby mezi zlepšenými výsledky podniků a pravděpodobností jejich přežití, která přetrvávají po celou dobu ekonomické transformace. Tato rizika souvisejí rovněž s institucionálními nedostatky české ekonomiky, které jsou dány obecně nízkou vymahatelností dluhů, neúměrnou délkou konkurzního řízení, pomalou prací soudů, snižující se mírou kopuce apod.

Rizikem podnikového sektoru jako celku je rovněž rostoucí mezipodniková zadluženost (viz box Alternativy financování podniků).

¹⁰ Studie pro střední podniky za rok 1999 viz například Hlaváček J., Hlaváček M.: „Porovnání přežívajících a zanikajících podniků v české ekonomice na konci 90. let“, Finance a úvěr, 9/2002, 502, studie pro velké podniky za roky 1999-2001 viz Hlaváček M.: „Nestandardní modely pro rozhodování a vyjednávání ekonomických týkajících se ekonomických informací“ (5. kapitola); Disertační práce na IES FSV UK.

¹¹ Komerční banky disponují většinou dosti kvalitními údaji o podnicích, které u nich mají úvěr. Problémem však zůstává, že tyto údaje mohou obtížně porovnávat s podniky, které buď o úvěr nežádaly, nebo u kterých se banka (z nejrůznějších důvodů) rozhodla úvěr nepřidělit. Zpětné ohodnocení úspěšnosti modelů kreditního rizika tak odráží pouze chybu prvního řádu, tedy zda banka poskytla úvěr podniku, který se nakonec ukázal jako špatný. Chyba druhého řádu, kdy banka neposkytla úvěr podniku, který nyní prosperuje a byl by schopen splácet bez problémů, není pro banku zjistitelná.

Další riziko souvisí s vysokou otevřeností české ekonomiky. Podnikové statistiky ukazují na podíl vývozu na tržbách podniků ve výši 30,6 % a na podíl dovozu na nákladech na mezispotřebu ve výši 32,7 % (údaje za 2.Q 2004). Vysoká otevřenost českého podnikového sektoru (včetně vlastnické) znamená vyšší citlivost finančních ukazatelů podniků na vývoj devizového kurzu. Negativní dopady by zde přitom potenciálně mohlo mít jak zhodnocení kurzu (dopady do konkurenceschopnosti), tak i výrazné znehodnocení (resp. očekávání znehodnocení, kdy by zahraniční vlastníci ve zvýšené míře přesouvali vysoké zisky zpět). I když některé studie poukázaly na překvapivě nízkou citlivost zahraničního obchodu na apreciační šok v roce 2002 a i když i v tomto roce dosahovala ziskovost podniků solidní úroveň a došlo k jejímu meziročnímu zlepšení, není jisté, zda se nejednalo pouze o zmíněné jednorázové pozitivní posuny spíše institucionální povahy (zlepšený management z důvodu účasti zahraničních vlastníků). Otázkou zůstává, zda se tyto faktory již nevyčerpaly a zda se tedy citlivost podnikové sféry na vývoj devizového kurzu neobnovila. Na druhou stranu je třeba říci, že dopady přes vývozy a dopady související se změnou chování zahraničních vlastníků se mohou do určité míry kompenzovat.

Vysoká otevřenost české ekonomiky znamená rovněž vysokou závislost na vývoji zahraničního hospodářského růstu. V této souvislosti se v poslední době stalo výrazným především riziko vyplývající z vysokých cen ropy i ostatních základních surovin (železo, neželezné kovy). Tyto by se mohly negativně projevit především jednak přímo ve finančních výsledcích některých odvětví (doprava, výroba dopravních prostředků...), navíc by však prostřednictvím zpomalení celosvětového hospodářského růstu mohlo dojít k negativnímu dopadu na podnikovou sféru jako celek.

Případný negativní nabídkový šok vyplývající z dalšího nárůstu cen ropy by vedle zpomalení hospodářského růstu vedl rovněž k nárůstu inflace. To by mohlo vést ke zpřísnění domácích měnových podmínek. Jakkoliv zátěžové testy ukázaly poměrně silnou rezistenci bankovního sektoru vůči šoku vyplývajícímu z nárůstu úrokových sazeb (viz příloha č. 1), přesto zde existuje určité riziko.

V souvislosti s možným zvyšováním úrokových sazeb je nutné uvést zmíněné negativní dopady deficitů veřejných financí. Jejich vysoká úroveň se negativně projevuje do kreditního hodnocení ČR a zprostředkovaně také do úrovně úrokových sazeb z úvěrů soukromým podnikům. Vysoké vládní výdaje znamenají rovněž nutnost vysokého zdanění podniků, přičemž toto může vést k přesunům zahraničního kapitálu do zemí s nižší úrovní zdanění a následně pak k omezení zdrojů financování podniků a také k volatilitě devizového kurzu. Negativní dopady vysokých deficitů veřejných rozpočtů jsou posíleny rovněž strukturou výdajů, když je podstatná část z výdajů mandatorní povahy (sociální dávky, starobní důchody...) a na výdaje pozitivně ovlivňující situaci podnikové sféry (výdaje na infrastrukturu, výzkum a vývoj, školství...) nezbývá dostatek prostředků.

3.2 DOMÁCNOSTI¹²

Úvěry obyvatelstvu byly v uplynulém období v rámci úvěrování ze strany domácího bankovního sektoru nejvíce dynamickou položkou. Jejich meziroční růst přesahuje již více než dva roky 30 % (blíže viz kap. 4). Úvěry obyvatelstvu

¹² V rámci statistické kategorie „Domácnosti“ se sledují jednak kategorie „Domácnosti - živnosti“ a „Domácnosti - obyvatelstvo“. Obě tyto kategorie jsou výrazně heterogenní (např. rozdily v podílu klasifikovaných úvěrů - viz kap. 4). Charakter úvěrů živnostníkům se tak blíží spíše úvěrům nefinančním podnikům. V následující kapitole se tak budeme věnovat spíše užší kategorii úvěrů obyvatelstvu.

tak nejvýraznějším způsobem přispívaly k celkovému meziročnímu růstu úvěrů soukromému nefinančnímu sektoru. Samotná vysoká dynamika úvěrů obyvatelstvu by mohla znamenat určité zvýšení rizika finančního sektoru, neboť se v rámci českého finančního sektoru jedná o nový produkt. Odhady pravděpodobnosti defaultu pro jednotlivé domácnosti jsou tak velice komplikované relativně krátkou dobou trvání úvěrového registru a absentující úvěrovou historií dlužníků.

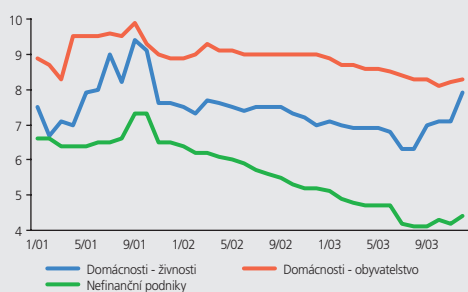
Z čistě statistického hlediska může v období rychlého růstu úvěrů obyvatelstvu docházet k určitému podhodnocení podílu klasifikovaných úvěrů na celkových úvěrech obyvatelstvu. Toto může nastat vzhledem k poměrně dlouhé splatnosti těchto úvěrů a vzhledem k tomu, že nové úvěry jsou většinou klasifikovány jako standardní. Nové úvěry zde tedy „nařadí“ klasifikované úvěry z minulosti, při stabilizaci úrovně úvěrů obyvatelstvu pak může dojít k autonomnímu nárůstu podílu klasifikovaných úvěrů.

Mezi hlavní důvody silného nárůstu úvěrů obyvatelstvu patří:

- nízká výchozí základna v kombinaci s transferem technologií a nových bankovních produktů od nových zahraničních vlastníků;
- pokles zájmu nově privatizovaných podniků o zdroje od domácích bank, který donutil banky hledat nové umístění zdrojů z vkladů;
- snižování úrokových sazeb, které se projevilo rovněž ve zvýšení poptávky po úvěrech ze strany obyvatelstva;
- relativní výhodnost poskytování úvěrů domácnostem pro samotné banky, když úrokové sazby obyvatelstvu reagovaly na pokles sazeb na peněžním trhu pouze omezeně, čímž docházelo ke zvyšování marží;
- reakce na vývoj poskytování konkurenčních nebankovních úvěrů domácnostem (k nejrychlejšímu nárůstu nebankovních úvěrů obyvatelstvu došlo již v roce 2000, zatímco bankovní úvěry obyvatelstvu rostly nejrychleji v roce 2002- viz box Alternativy investování a úvěrů pro domácnosti);
- změna životního stylu, demografické vlivy (financování bydlení generací 70. let), změny v politice podpory bydlení ze strany státu (podpora úvěrování a stavebního spoření místo státní výstavby bytů), růst reálných mezd, stabilita či pokles cenové hladiny, daňové zvýhodnění stavebního spoření a hypotečních úvěrů, reakce na předpokládané daňové změny (předpokládaný přesun DPH ze stavebních prací z 5 % do 19 % v roce 2007);
- nižší rizikovost těchto úvěrů - navzdory určitému zhoršení podílu klasifikovaných úvěrů zůstávají v tomto ohledu úvěry obyvatelstvu nejméně rizikové v rámci soukromého nefinančního sektoru;
- založení registru úvěrů fyzických osob, lepší možnosti vymáhání úvěru od fyzické osoby.

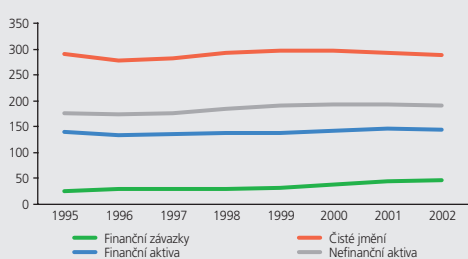
I přes často diskutovaný dramatický nárůst dynamiky úvěrů obyvatelstvu jsou prozatím tyto úvěry v rámci celkových bilancí domácností vůči aktivním položkám relativně nízké. V rámci finančních účtů domácností sice došlo k nárůstu objemu finančních závazků, přičemž oproti situaci v roce 1995 je jejich objem téměř trojnásobný¹³ a jejich dynamika překračuje dynamiku ostatních položek finančních účtů domácností. V porovnání s finančními i nefinančními aktivy je však jejich objem zanedbatelný. Podíl celkových aktiv domácností (finančních i nefinančních) k jejich finančním závazkům je nadále více než sedminásobný.

GRAF III.12
Úrokové sazby dle sektorů
(% p.a.)



Pramen: ČNB

GRAF III.13
Podíl aktiv a pasiv domácností na jejich čistém
disponibilním důchodu
(mln. Kč)



Pramen: ČSU, výpočet ČNB

13 Mezi roky 1995 a 2002 narostl objem finančních závazků domácností o 187,8 %, přičemž v roce 2003 se dal předpokládat další výrazný nárůst. V grafu III.13 je tento nárůst tlumen nárůstem disponibilního důchodu o 60,8 %.

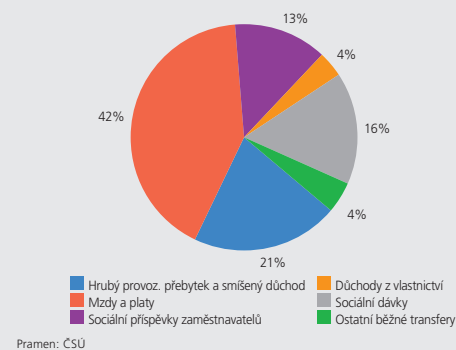
Jak je naznačeno v kapitole 4, domácnosti využívají úvěry především na financování nákupu nemovitostí, přičemž podíl těchto úvěrů na celkovém úvěrování domácností se pohybuje nad 70 % celkových úvěrů obyvatelstvu. Citlivost spotřeby obyvatelstva na dynamiku jejich úvěrů byla až do roku 2002 dosti slabá. V rámci celkových bilancí tak nedochází (za předpokladu stability cen na aktivní i pasivní straně bilancí) ke změně celkového čistého jmění, pouze se zvyšují celková aktiva i pasiva. Tento vývoj se projevuje ve zvýšené citlivosti čistého jmění na vývoj cen nemovitostí. Diskusi vývoje cen nemovitostí se věnuje subkapitola 4.3.

Hlavním faktorem, který ovlivňuje schopnost domácností splácet úvěry, je výše jejich disponibilního důchodu¹⁴. Výše disponibilního důchodu je závislá na vývoji celkového výstupu, zároveň však také na bilanci výnosů a na aktivitách vlády (především zdanění domácností, rozdělování transferů, ale i podpora úvěrů na bydlení a podobně). Současné ekonomické oživení tak přispívá k omezení kreditního rizika v sektoru domácností. Ze závislosti schopnosti domácností splácet své závazky na disponibilním důchodu vyplývají také hlavní rizika. Hlavními složkami disponibilního důchodu na straně zdrojů jsou mzdy a sociální příspěvky zaměstnavatelů, výrazný je rovněž podíl sociálních dávek (cca 20 %) a také důchodů z vlastnictví (úroky, dividendy, ... - podíl 5 %). Hlavním rizikem pro vývoj disponibilního důchodu je nízký růst mezd a pokles zaměstnanosti (resp. nárůst nezaměstnanosti, či pokles míry ekonomické aktivity). Růst celkových mezd musí odpovídat vývoji produktivity práce, jinak by došlo k pouhému přesunu rizika od domácností k podnikové sféře. Poslední vývoj v podnikové sféře však naznačuje, že produktivita práce roste uspokojivým tempem (viz část 3.1). Určitým rizikem zde tak je možnost redistribuce v rámci přidané hodnoty od mezd k ziskům, a to především v situaci, kdy by zahraniční zaměstnavatelé ve zvýšené míře přesouvali své zisky do zahraničí.

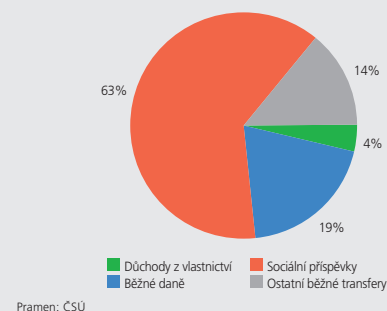
Rizikem v rámci vývoje disponibilního důchodu zůstávají také nejistoty ohledně reformy veřejných financí. I když je tato reforma nevyhnutelná z důvodu celkové makroekonomické stability, krátkodobé dopady do bilancí domácností mohou znamenat určitá rizika pro finanční stabilitu. K tomu by mohlo dojít především u domácností s nižšími a středními příjmy, u kterých není jisté, zda si uvědomují, jaká část jejich příjmů je dána přerozdělováním. Na druhou stranu vysoké deficity veřejných financí působí negativně na disponibilní příjmy domácností obdobně jako na podniky, především prostřednictvím vysokého zdanění.

Specifickou položkou v rámci tvorby disponibilního důchodu jsou zaplacené a přijaté úroky. I když jsou finanční závazky domácností stále výrazně nižší než finanční aktiva¹⁵, celková výše splátek úroků z úvěrů již převyšuje výši získaných úroků z vkladů zhruba dvojnásobně. Vztahy domácností k finančnímu sektoru jako celku tak implikují negativní dopady do disponibilního důchodu. Podíl úrokových nákladů na hrubém disponibilním důchodu v r. 2003 a v první polovině 2004 mírně narostl. Zásadní rozdíl oproti situaci z let 2000 – 2001, kdy byly naopak příjmy domácností z úroků vyšší než zaplacené úroky, leží vedle celkového zvýšení zadluženosti především ve zvýšení spreadu mezi úrokovou sazbou z vkladů a z úvěrů (viz kapitola 4). Úrokové sazby z úvěrů domácnostem

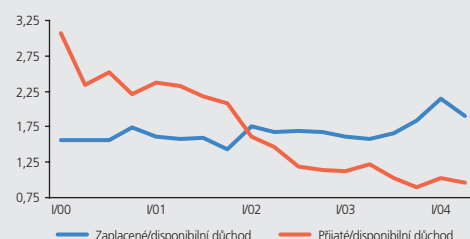
GRAF III.14
Struktura běžných příjmů domácností
(rok 2003)



GRAF III.15
Struktura běžných výdajů domácností
(rok 2003)



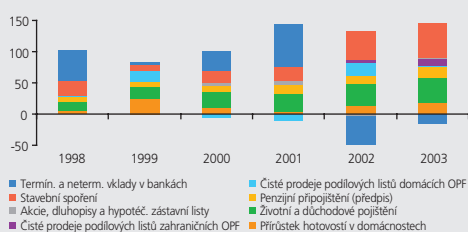
GRAF III.16
Podíl přijatých a zaplacených úroků na disponibilním důchodu
(%)



14 Disponibilní důchod udává množství zdrojů, které mají domácnosti k dispozici pro svoji spotřebu a pro úspory, tedy důchod, který mají domácnosti k dispozici pro splacení svých závazků (splacení závazku je zde chápáno jako součást úspor). Disponibilní důchod je dán rozdílem běžných příjmů domácností a běžných výdajů domácností. Do běžných výdajů domácností se tak nezapočítává jejich spotřeba.

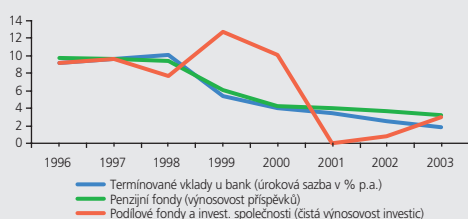
15 Podíl 32,1 %, podíl půjček k oběživu a vkladům je 22,5 % - údaje ke konci roku 2002.

GRAF III.3.BOX
Rozmístění vkladů a úspor domácností
 (přírůstek v daném roce v mld. Kč)



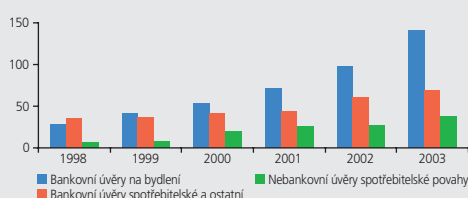
Pramen: ČNB, ČSÚ, UNIS, AKAT

GRAF III.4.BOX
Porovnání alternativ zhodnocení investovaných prostředků obyvatelstvem
 (%)



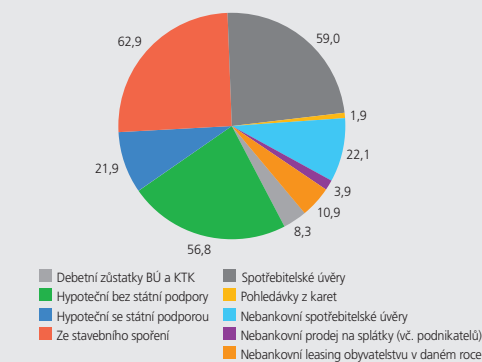
Pramen: ČNB, ČSÚ

GRAF III.5.BOX
Bankovní a nebankovní úvěry obyvatelstvu
 (mld. Kč)



Pramen: ČNB, ALS

GRAF III.6.BOX
Bankovní a nebankovní úvěry obyvatelstvu v roce 2003
 (mld. Kč)



Pramen: ČNB, ALS

zůstávají oproti ostatním sektorům (nefinanční podniky, finanční instituce, vláda, živnostníci...) relativně vysoké¹⁶. Toto může být projevem relativně vysoké koncentrace v tomto segmentu trhu (v polovině roku činil Herfindahlův index pro úvěry domácnostem 0,16, index pro celkové úvěry činil 0,11, pro celkové vklady 0,14).

Box

Alternativy investování a úvěrů pro domácnosti

Ve škále alternativ investování jsou klienty zvažovány vedle rozdílného úrokového výnosu výhody státního příspěvku k penzijnímu připojištění a stavebnímu spoření, příspěvku od zaměstnavatele k penzijnímu připojištění a důchodovému pojištění.

S poklesem úrokových sazeb z termínovaných vkladů v bankách je patrný jejich úbytek v letech 2002 a 2003. K odlivu docházelo ve prospěch zejména stavebního spoření, životního a důchodového pojištění i penzijního připojištění.

Na straně úvěrů domácnostem rostly v minulém období zejména úvěry na bydlení, tj. hypoteční úvěry (se státní podporou i bez státní podpory) a úvěry ze stavebního spoření. Poněkud zpomaluje v poslední době růst bankovních spotřebitelských úvěrů, kterým konkurují nebankovní spotřebitelské úvěry, splátkový prodej a leasing pro obyvatele.

¹⁶ V polovině roku 2004 činily úrokové sazby ze stavu úvěrů 8,1 % pro domácnosti a 4,5 % pro nefinanční podniky. V rámci sektoru domácností nicméně existoval rozdíl mezi úrokovými sazbami úvěrů na spotřebu (15 %) a úrokovými sazbami z úvěrů na financování bydlení (6,1 %).

3.3 CENY NEMOVITOSTÍ

V rámci hodnocení kreditního rizika u sektoru obyvatelstva hrají významnou roli ceny nemovitostí. Úvěry obyvatelstvu, které jsou vztaženy k financování nákupu či výstavby nemovitosti, nebo které jsou nemovitostí zastaveny, představují téměř tři čtvrtiny všech úvěrů obyvatelstvu (71,6 %), přičemž tento podíl za poslední tři roky vzrostl o 16,2 p.b. Objem úvěrů na bydlení má přitom rovněž úzkou vazbu na vývoj bytové výstavby.

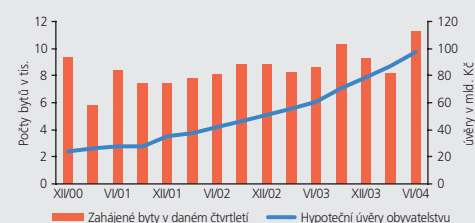
V souvislosti s úvěry na nemovitosti existuje riziko vyplývající z vývoje jejich ceny.¹⁷ Pokles tržního ocenění nemovitosti negativně ovlivňuje výši nově poskytovaného úvěru, pro který je nemovitost použita jako zástava, a může být také příčinou realizace ztráty při vynuceném prodeji za nižší cenu, než činila nákupní cena. V ČR je navíc toto riziko posíleno ještě nedokonalým a pomalým fungováním relevantních institucí (katastr nemovitostí, soudy...), které mohou znamenat dodatečná rizika či náklady při případném prodeji zástavy/nemovitosti.

Někteří dlužníci bank mohli zvolit nákup nemovitosti na hypoteční úvěr jako investici. Hodnota investice je ovlivněna vlastním vývojem cen a úrokových sazeb a také úrovní nájmu, které lze požadovat. Při celkovém zdražení peněz promítnutém do růstu úrokové sazby hypotečního úvěru nemusí nájem plně pokrýt splátky, majitelé mohou začít prodávat byty a vytvářet tak tlak na pokles cen nemovitostí. Jak naznačuje box Determinanty růstu cen nemovitostí, nárůst cen nemovitostí v letech 2000 až 2003 z velké části nejspíše nebyl spekulativního charakteru.

Údaje cen převodů nemovitostí získaných z daňových přiznání pro daň z převodu nemovitosti naznačují, že v období 1998 až 2002 došlo k nárůstu cen u všech typů nemovitostí. Nejnižších nárůstů bylo dosaženo u stavebních pozemků (nárůst celkem o cca 30 %), následovaly ceny rodinných domů (nárůst o cca 50 %), ceny bytů (nárůst o více než 70 %) a ceny bytových domů (nárůst téměř na dvojnásobek). Meziroční dynamika cen se obecně zrychlovala s tím, že v roce 2000 a ke konci roku 2002 došlo k jejímu zpomalení.

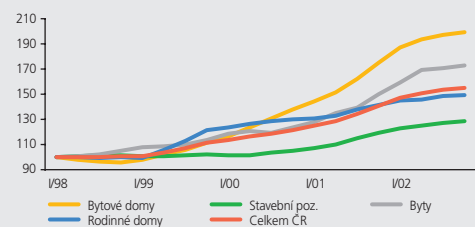
Jak naznačují aktuálnější čísla nabídkových cen realitních kanceláří, poměrně rychlý růst cen nemovitostí pokračoval i v roce 2003, kdy vzrostly ceny bytů zhruba o 27 %. Možné spekulace na další raketový růst cen nemovitostí po vstupu České republiky do EU se nepotvrdily, když na jaře ceny nemovitostí částečně korigovaly růst z roku 2003 a prvního čtvrtletí 2004 a poklesly zhruba o 5 %. Ceny posléze mírně rostly a pohybují se zhruba na úrovni z konce roku 2003. Současná stagnace a možný další pokles cen některých nemovitostí může souviset rovněž s růstem úrokových sazeb.¹⁸ Některé další faktory naopak hovoří ve prospěch obnovení mírného růstu cen rezidenčních i nerezidenčních nemovitostí. Jde především o trvalou poptávku po kvalitním bydlení, o připravované zavedení novomanželských půjček a o vstup zahraničních i domácích nemovitostních fondů na trh.

GRAF III.17
Hypoteční úvěry a výstavba nových bytů



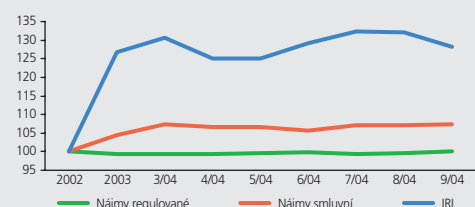
Pramen: ČNB, ČSÚ

GRAF III.18
Ceny nemovitostí - ceny převodů dle daňových přiznání (absolutní index, 1.Q1998=100)



Pramen: ČSÚ, výpočet ČNB

GRAF III.19
Index nabídkových cen bytů oproti nájům (Institut regionálních informací - údaje od realitních kanceláří, 2002=100)

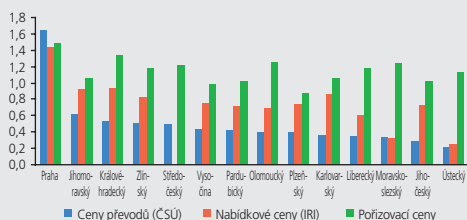


Pramen: IRI

17 V následujícím textu budeme odlišovat následující typy cen nemovitostí: **ceny převodů nemovitostí**, které pocházejí ze statistik daňových přiznání pro daň z převodu nemovitosti ministerstva financí a které jsou publikovány ČSÚ. Tyto ceny mají metodicky nejbližší ke skutečným **tržním cenám**. Dále se jedná o **nabídkové ceny nemovitostí**, které udávají ceny nabídek prodeje nemovitostí v realitních kancelářích a které jsou uveřejňovány Institutem regionálních informací. Nabídkové ceny by měly být vyšší než ceny převodů. Další kategorií jsou **pořizovací ceny nemovitostí** (zjišťované ČSÚ), které v podstatě udávají, za kolik je možné postavit novou nemovitost. Poslední kategorií cen jsou **hypotetické ceny nemovitostí**, které jsou dopočítány z tržního nájemného (ze statistik spotřebitelských cen ČSÚ) a z dlouhodobých úrokových sazeb. Hypotetické ceny nemovitostí implicitně uvažují nemovitost jako typ aktiva coby substitutu k finančním aktivům (blíže viz box Determinanty cen nemovitostí).

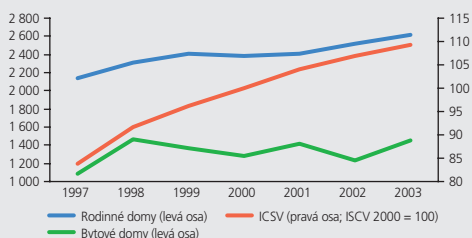
18 Popis vazby mezi cenami nemovitostí a úrokovými sazbami je naznačen v boxu Determinanty růstu cen nemovitostí.

GRAF III.20
Rozložení cen nemovitostí dle krajů
(rok 2002; byt 68 m², v mil. Kč)



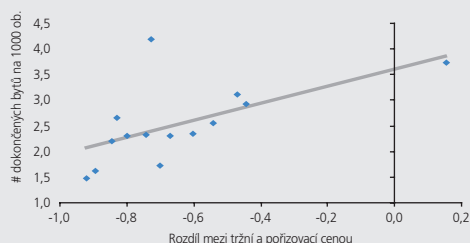
Pramen: ČSÚ, IRI

GRAF III.21
Vývoj pořizovacích cen bytů vzhledem k indexu cen stavební výroby



Pramen: ČSÚ

GRAF III.22
Intenzita bytové výstavby ve vztahu k rozdílu mezi tržní a pořizovací cenou bytů
(dle krajů, cena v mil. Kč - rok 2002, byty 2003)



Pramen: ČSÚ

Z hlediska hodnocení kreditního rizika je důležité posoudit také rozložení cen nemovitostí podle krajů a vztahení těchto cen k pořizovacím cenám nemovitostí. V případě, že by pořizovací ceny nemovitostí výrazně převyšovaly ceny tržní, mohlo by to znamenat riziko nesprávného počátečního ohodnocení kreditního rizika především pro tu část úvěrů na bydlení, kdy úvěr nefinancuje nákup nemovitosti, ale je použit pro její novou výstavbu. V České republice je rozptýlení cen nemovitostí mezi jednotlivými regiony poměrně výrazný, přičemž nejvyšších úrovní dosahují ceny v Praze (s odstupem pak následuje Jihomoravský kraj - Brno, a kraj Královéhradecký), nejnižší ceny jsou pak realizovány v Ústeckém kraji. Ve většině oblastí jsou nabídkové ceny nemovitostí dle předpokladů vyšší než ceny skutečných převodů, přičemž tyto rozdíly se pohybují od 30 do 60 % nabídkových cen. Výjimkou jsou ceny v Praze a v Moravskoslezském kraji.¹⁹

Vzhledem k tomu, že úvěry ručené nemovitostmi jsou používány na výstavbu nemovitostí, je důležité sledovat také vztah rozložení cen nemovitostí (ať již cen převodů, tak cen nabídkových) k rozložení pořizovacích cen nemovitostí (tedy cen výstavby). I když jsou zde opět ceny v Praze nejvyšší (především z titulu vyšších cen pozemků), rozdíly mezi regiony jsou u pořizovacích cen daleko menší, přičemž ve všech regionech kromě Prahy jsou pořizovací ceny vyšší než ceny tržní (tržní ceny tvoří ve většině krajů ani ne polovinu cen pořizovacích). Tento rozdíl je vysvětlitelný tím, že cena výstavby je oproti tržním cenám dána spíše nákladovými faktory (tj. např. cenami stavebních prací²⁰).

Pokud by se bytová výstavba koncentrovala do regionů s vyšším rozdílem nabídkových a tržních cen, mohlo by to znamenat určité kreditní riziko (banky by půjčovaly na pořízení nemovitosti, v případě špatné platební morálky klienta by ale inkasovaly zástavu v mnohem nižší tržní ceně). Údaje o bytové výstavbě, které je možné použít jako aproximaci struktury úvěrování na bydlení dle krajů, nicméně naznačují, že se bytová výstavba koncentruje spíše do regionů, kde je tento rozdíl nejnižší²¹. Tím se toto riziko poněkud snižuje.

Box

Determinanty růstu cen nemovitostí

I když jsou nemovitosti zahrnuté ve výše sledovaných indexech primárně používány přímo pro bydlení jejich vlastníků, v souvislosti se vstupem ČR do EU a s předpokládaným uvolněním možnosti nákupu nemovitostí zahraničními fyzickými osobami se objevily úvahy o spekulativním charakteru nárůstu cen nemovitostí ke konci roku 2003.

Obě tyto hypotetické podskupiny²² úvěrů určených na financování nákupu nemovitostí, tedy úvěrů na financování vlastního bydlení a úvěrů na financování spekulativního nákupu nemovitostí, mají přitom zřejmě poměrně výrazně

19 Může se zde jednat o statistickou nedokonalost, možné rozdíly v opotřebením bytů v jednotlivých regionech, disproporcii ve vývoji cen v Praze (ceny v nejdražších částech Prahy jsou oproti nejlépejiším obvodům zhruba dvojnásobné).

20 Transmise těchto nákladů do pořizovacích cen byla přece jenom poněkud tlumena; vzhledem k omezenému podílu bytové výstavby na celkovém počtu bytů či domů jsou tržní ceny nemovitostí dány více vztahem poptávky vůči stávající zásobě bytů/domů.

21 Výjimkou je zde Středočeský kraj, který je velmi specifický vzhledem k jeho vazbě na Prahu. Bytová výstavba zde probíhá ve vyšší intenzitě (především vzhledem k nižšímu počtu obyvatel), má však spíše charakter výstavby rodinných domů. Vazba cen stávajících nemovitostí na ceny nově vystavěných nemovitostí je zde tak poměrně slabá.

22 Obě podskupiny jsou pouze hypotetické, neboť při poskytování úvěru nelze ve většině případů zjistit, zda je individuální nákup nemovitostí určen pro vlastní bydlení, či pro spekulativní účely. Navíc existují nákupy nemovitostí, které se pohybují mezi oběma hypotetickými skupinami, kdy mohou například rodiče kupovat byt pro bydlení svého nezletilého dítěte s tím, že do jeho dospělosti má tento nákup spíše spekulativní charakter.

odlišný charakter z hlediska kreditního rizika a citlivosti na externí faktory. Zatímco u úvěrů na financování vlastního bydlení lze vzhledem k charakteru bydlení coby nezbytné komodity předpokládat, že se domácnosti budou snažit udržet toto bydlení „za každou cenu“ a že se tedy budou snažit splácet úvěr i přes nepříznivý vývoj ostatních veličin (cena nemovitostí, výnosy alternativních aktiv, tržní nájemné, tržní úrokové sazby...), u spekulativních nákupů lze v případě negativního vývoje očekávat nárůst kreditního rizika.

Pokud je tedy nemovitost chápána jako aktivum, je nutné jeho výnos porovnat s výnosy ostatních aktiv. Za výnos nemovitosti lze přitom vedle kapitálového výnosu (nárůst ceny nemovitosti) chápat také tržní nájemné, které je sledováno v rámci indexu spotřebitelských cen (reprezentant 04.111.06, BYT NÁJEMNÍ I. KATEGORIE - 2 OBYTNÉ MÍSTNOSTI - SE SMLUVNÍM NÁJMEM). Za předpokladu nulového kapitálového výnosu, konstantního nájemného v budoucnosti a při vztážení investice do bytu vůči alternativní investici do dlouhodobých státních dluhopisů lze cenu nemovitosti (opět předpoklad konstantních úrokových měr) odhadnout podle jednoduchého vzorce pro cenu perpetuity, kdy je současné i budoucí nájemné diskontováno nominální úrokovou mírou z dlouhodobých státních dluhopisů. Cena nemovitosti by se pak měla rovnat:

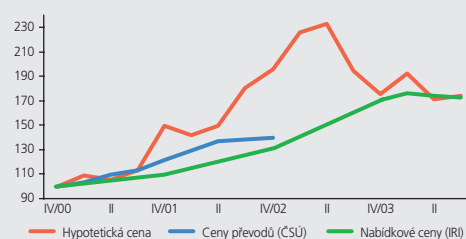
$$P_H = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{R}{(1+i)^{k-1}} = \frac{R \cdot (1+i)}{i}, \text{ kde } P_H \text{ označuje cenu bytu, } R \text{ tržní nájemné,}$$

i dlouhodobou úrokovou mírou státních dluhopisů.

Vzorec naznačuje pozitivní závislost ceny nemovitosti na výši tržního nájemného a negativní závislost na výši úrokových měr. Údaje o skutečném vývoji cen nemovitostí vztahen k vývoji „hypotetické“ ceny nemovitosti spočítané dle tohoto vzorce ukazují, že nárůst cen nemovitostí v posledních letech lze do značné míry vysvětlit nárůstem indexu tržního nájemného a poklesem dlouhodobých úrokových sazeb. Stejně tak by bylo možné spojit určitou drobnou korekci v cenách nemovitostí v roce 2004 s nárůstem úrokových sazeb. Skutečné ceny nemovitostí přitom zřejmě reagovaly spíše na nárůst tržního nájemného (nárůst v druhé polovině roku 2001), reakce na pokles úrokových sazeb (od poloviny roku 2001 do poloviny roku 2003 pokles o 3,3 p.b., tedy celkem o téměř 50 %) byla o poznání slabší, obdobně jako reakce na jejich následný nárůst (od poloviny roku 2003 do konce 3.Q 2004 nárůst o 1,5 p.b.).

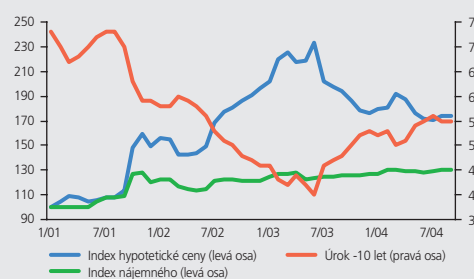
Zdá se tedy, že současné ceny nemovitostí jsou relativně rovnovážné s tím, že v nich jednak zřejmě nejsou zahrnuta očekávání ohledně budoucího výrazného růstu nemovitostí, jednak nejsou oproti předpokladům příliš citlivé na úrokové míry. „Hypotetické“ ceny nemovitostí již dostaly na úroveň „skutečných tržních“ cen, nicméně určité riziko poklesu cen nemovitostí v reakci na případný další nárůst úrokových sazeb přece jenom existuje. Zároveň zde z hlediska cen nemovitostí existuje určité riziko související s vývojem smluvního nájemného ve vztahu k nájemnému regulovanému. Od počátku roku 2001 v souvislosti se zpomalením deregulací nájemného vzrostl tento rozdíl zhruba o třetinu, což bylo rovněž jedním z faktorů, který ovlivnil růst ceny bytů. Jakkoliv je deregulace cen tržního nájemného z hlediska ekonomiky jako celku nevyhnutelná a žádoucí (negativní dopady regulace nájemného do mobility pracovní síly, redistribuce bohatství, údržby „regulovaného“ bytového fondu...), mohla by znamenat dočasné snížení smluvního nájemného, a tím i snížení atraktivity investic do nových nemovitostí a pokles jejich cen.

GRAF III.7.BOX
Porovnání cen (ČSÚ oproti IRI a hypotetické ceně)
(index, 4.Q 2000=100)



Pramen: ČSÚ, IRI, výpočet ČNB

GRAF III.8.BOX
Determinanty vývoje hypotetické ceny nemovitostí
(indexy leden 2001=100, úrok v % p.a.)



Pramen: ČSÚ, ČNB