

2 MAKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ A FINANČNÍ TRHY

2.1 ZAHRANIČNÍ MAKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ

Zahraniční makroekonomické prostředí je pro českou ekonomiku významným faktorem ovlivňujícím finanční stabilitu. Česká ekonomika je z pohledu mezinárodního obchodu velmi otevřená. To zvyšuje závislost domácí ekonomické aktivity na ekonomickém výkonu partnerských zemí a vystavuje ekonomiku působení případných externích šoků. Další významný kanál vlivu zahraničního prostředí představuje vysoká finanční otevřenost české ekonomiky, která je důsledkem silného přílivu přímých zahraničních investic do finančního i nefinančního sektoru. Významné události v zahraničním ekonomickém vývoji ovlivňují přes vývoj globálních finančních trhů finanční podmínky v české ekonomice. Určitý vliv na domácí finanční podmínky má vývoj ve středoevropském regionu jako celku, který globální investoři zohledňují při investování na českých trzích.

Rok 2005 přinesl v oblasti globálního makroekonomického vývoje tři hlavní tendence: růst cen ropy, prohloubení globálních nerovnováh daných vysokým deficitem běžného účtu platební bilance USA a další zpřísňování měnové politiky v USA a částečně též v eurozóně. V porovnání s rokem 2004 jde o velmi podobné tendence, míra jejich relevance jako zdroje možných rizik pro finanční stabilitu se však částečně liší.

Růst cen ropy vyvolal obavu ohledně dopadu tohoto vývoje na ekonomický růst hlavních světových ekonomik. Vysoké ceny ropy představují klasický nabídkový šok vedoucí k vyšší inflaci a nižšímu růstu HDP. Dosavadní analýzy však naznačují, že globální ekonomický růst nebyl zatím příliš zasažen. Stejně tak nebyl zaznamenán významnější nárůst inflace. Ceny ropy dosáhly svého absolutního maxima v nominálním vyjádření v dubnu 2006. V reálném vyjádření se ceny ropy přiblížily cenám z období druhého ropného šoku 1980 – 81.

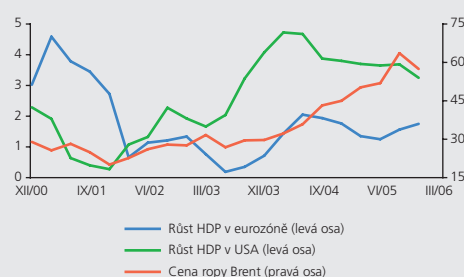
Schodek běžného účtu platební bilance USA vzrostl v roce 2005 až na 6,4 % HDP. Schodek byl tažen zejména růstem zadlužení domácností a vládního sektoru, naopak nefinanční podniky podobně jako v předchozích letech dosáhly finančního přebytku. Schodek je prozatím bezproblémově financován přílivem kapitálu, zejména v podobě nákupů amerických cenných papírů asijskými centrálními bankami, institucionálními investory a zeměmi exportujícími ropu.¹

V roce 2005 pokračovala americká centrální banka ve zpřísňování měnové politiky. V postupných krocích zvyšovala svou základní sazbu z 2,25 % v lednu 2005 až na 4,75 % na konci března 2006. Hlavním důvodem pro zpřísnění měnové politiky byla snaha o návrat úrokových sazeb z extrémně nízkých hodnot, které pomáhaly oživení ekonomické aktivity po ochlazení v období 2001 – 2002, k neutrální úrovni. Důvodem k obavám byl též možný vliv růstu cen energií způsobený nárůstem cen ropy na inflační očekávání ve střednědobém horizontu. Postupné zpřísňování bylo finančními trhy plně očekáváno a nebylo tak zdrojem velkých šoků pro finanční trhy či reálnou ekonomiku.

K určitému zpřísnění měnové politiky v eurozóně došlo až koncem roku 2005, kdy ECB po více než dvouletém období stability sazeb zvýšila svou hlavní úrokovou sazbu o 25 bazických bodů (b.b.) na 2,25 %. Další mírné zpřísnění o 25 b.b. proběhlo v březnu 2006. Zvýšení sazeb bylo v obou případech motivováno zejména možnými sekundárními dopady nárůstu cen ropy na celkovou inflaci.

GRAF II. 1

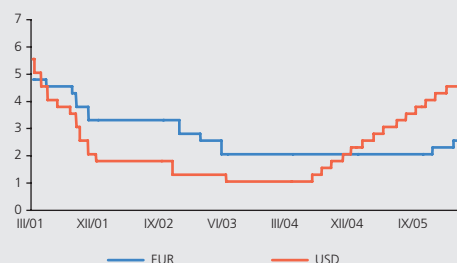
Cena ropy a růst HDP v eurozóně a USA (%)



Pramen: Bloomberg, IMF International Financial Statistics

GRAF II. 2

Vývoj měnověpolitických sazeb vybraných měn (%)



Pramen: Federal Reserve Board, ECB

¹ Strukturu financování schodku běžného účtu platební bilance USA diskutuje např. ECB Financial Stability Review December 2005.

TAB. II. 1

Makroekonomické indikátory zemí středoevropského regionu
(2006 a 2007 odhady)

		2004	2005	2006	2007
Maďarsko	růst HDP (v %)	4,6	4,1	4,3	3,9
	inflace (v %)	6,8	3,6	1,9	2,9
	fiskální deficit/HDP (v %)	-5,4	-6,8	-7,2	-6,0
	schodek běžného účtu (mld. USD)	-8,9	-8,7	-9,2	-8,9
Polsko	růst HDP (v %)	5,3	3,5	4,5	4,6
	inflace (v %)	3,5	2,1	1,3	2,2
	fiskální deficit/HDP (v %)	-4,7	-3	-3,2	-3,0
	schodek běžného účtu (mld. USD)	-10,4	-4,8	-5,3	-7,5
Slovensko	růst HDP (v %)	5,5	6	6,1	6,3
	inflace (v %)	7,5	2,7	3,7	2,3
	fiskální deficit/HDP (v %)	-3,1	-4,1	-3	-2,5
	schodek běžného účtu (mld. USD)	-1,4	-3,3	-2,5	-1,8

Pramen: Eastern Europe Consensus Forecast March 2006, Evropská komise

V zemích středoevropského regionu pokračoval heterogenní makroekonomický vývoj. Zatímco v Maďarsku i Polsku došlo v roce 2005 k určitému zpomalení hospodářského růstu ve srovnání s rokem 2004, na Slovensku se tempo růstu reálného HDP dále zvýšilo. Ve všech zemích však poklesla míra inflace. Problémem těchto tří ekonomik v roce 2005 zůstával vývoj veřejných financí, i když v odlišné míře. Zatímco v Polsku se podařilo fiskální deficit v roce 2005 snížit a nadále se očekává jeho udržení kolem 3 % HDP, na Slovensku se fiskální deficit v roce 2005 zvýšil na 4,1 % HDP a konsolidace je očekávána až v letech 2006 a 2007. Největší deficit veřejných financí ve výši téměř 7 % HDP vykazuje maďarská ekonomika, přičemž v roce 2006 se čeká další prohloubení. V oblasti vnější nerovnováhy došlo ke zlepšení schodku běžného účtu v Polsku a mírně též v Maďarsku, kde je však úroveň tohoto schodku velmi vysoká kolem 9 % HDP.

Vývoj zahraničního makroekonomického prostředí implikuje možná rizika pro nejbližší období, která by mohla nepříznivě ovlivnit vývoj české ekonomiky a jejího finančního sektoru.

Na rozdíl od předchozích let je možnost náhlé korekce globálních nerovnováh spojené s prudkým oslabením dolaru vůči euru a možnou turbulencí na trhu dluhopisů vnímána jako málo pravděpodobná. Dostupné indikátory nenaznačují pokles poptávky po dolarových instrumentech, a tedy potíže s financováním schodku běžného účtu USA. Navíc zpřísnění měnové politiky americké centrální banky a posun směrem k neutrálním sazbám, jakož i postupné oslabování dolaru, může přispět k postupnému snížení tohoto schodku.

Dosavadní odolnost hlavních ekonomik vůči zvýšeným cenám ropy mohla být do jisté míry založena na snížení ziskových marží podnikového sektoru, který v situaci konkurenčních trhů nepřistoupil k promítnutí zvýšených nákladů do cen. Důležitou otázkou zůstává dopad případného dalšího zvýšení cen ropy do inflace a ekonomického výkonu, které by bylo taženo zvýšenou poptávkou z Číny, popřípadě nestabilní nabídkou v důsledku přírodních katastrof a nepříznivých geopolitických vlivů.

Dostupné indikátory naznačují, že investiční a průmyslová aktivita v USA zůstane silná i přes zpřísnění měnové politiky. Investiční aktivita a exportní výkonnost eurozóny je také hodnocena jako solidní a očekává se předstih tempa jejich růstu před domácí spotřebou, která zůstane poměrně slabá. Rizikem by mohlo být oslabení dolaru vůči euru, které by ovlivnilo exportní výkonnost, a tedy i růst v Evropě.

Exportní orientace české ekonomiky je dále posilována přílivem zahraničních investic v rámci procesu relokační produkčních kapacit z vyspělých zemí do zemí s nižšími náklady. Nově postavené či zakoupené produkční kapacity exportují většinu své produkce buď zpět do země mateřské společnosti, kde jsou využity pro finální spotřebu nebo mezispotřebu v rámci tamější produkce, nebo do třetích zemí. Přímé zahraniční investice na jedné straně přinášejí potřebný know-how a posilují efektivitu podnikové sféry, na druhou stranu však vytváří další možný kanál přenosu případných zahraničních šoků do české ekonomiky.

Mezi hlavní odběratele českých exportů patří Německo s výrazným náskokem před dalšími sousedy (Slovensko, Polsko, Rakousko). Naopak v existujících přímých zahraničních investicích je hlavním investorem Nizozemsko, následováno Německem, Rakouskem a Francií. V obou oblastech otevřenosti české ekonomiky tedy hrají klíčovou roli země EU, přičemž v oblasti exportu jsou významné i některé nové členské země. Proto je analýza vývoje a vyhlídek růstu evropských ekonomik velmi důležitá při identifikaci rizikových faktorů pro makroekonomický vývoj a následně pro finanční stabilitu.

TAB. II. 2

Skutečnost a očekávání hlavních makroekonomických indikátorů
(meziroční změny v %, pro 2006 a 2007 odhady)

		2004	2005	2006	2007
USA	HDP	4,2	3,5	3,3	3,0
	spotřeba domácností	3,9	3,6	3,2	2,8
	investice	9,4	8,7	8,3	6,8
	průmyslová výroba	4,1	3,2	3,9	3,6
Německo	HDP	1,6	0,9	1,7	1,0
	domácí spotřeba	0,6	0	0,6	0,1
	investice	2,6	4	5,5	4
	průmyslová výroba	2,4	2,9	3,4	2,2
Eurozóna	HDP	1,8	1,4	2,1	1,8
	domácí spotřeba	1,4	1,4	1,5	1,5
	investice	1,8	2,2	3,5	2,9
	průmyslová výroba	1,9	1,2	2,4	2
	exporty	5,9	3,9	6,1	4,5
	importy	6,2	4,7	6	4,6

Pramen: Consensus Forecast (March 2006)

TAB. II. 3

Deset nejvýznamnějších zemí v exportu a finanční otevřenosti ČR
(stav přímých zahraničních investic ke konci roku 2004;
exporty za rok 2005)

Podíl na exportu (v %)	Podíl na stavu přímých zahraničních investic (v %)
Německo	33,2
Slovensko	8,7
Polsko	5,5
Rakousko	5,5
Francie	5,4
Velká Británie	4,6
Itálie	4,2
Nizozemsko	4,0
Belgie	2,7
Maďarsko	2,7
Top-10 celkem	76,5
EU-15	66,3
EU-25 kromě ČR	84,2
Nizozemsko	32,6
Německo	20,6
Rakousko	11,2
Francie	6,6
Spojené státy americké	5,2
Belgie	3,8
Velká Británie	3,7
Švýcarsko	2,6
Lucembursko	2,5
Japonsko	1,5
Top-10 celkem	90,3
EU-15	84,9
EU-25 kromě ČR	87,5

Pramen: ČNB, ČSÚ

Ekonomická aktivita ve významných mimoevropských regionech jako je USA či Čína může ovlivňovat domácí makroekonomické prostředí nepřímo. Předběžné údaje indikují, že pouze cca 20 % objemu exportu z ČR je určeno pro finální spotřebu v zemích příjemce, zatímco dalších 55 % je určeno pro investice a 25 % pro mezispotřebu. To znamená, že větší část vývozu bude záviset na výkonnosti podnikového sektoru v zemi příjemce, která – pokud se bude jednat o exportně zaměřenou ekonomiku typu Německa – bude zčásti též závislá na ekonomické aktivitě třetích zemí.² Tuto vazbu je možno ilustrovat poměrně významným souběhem exportní aktivity Německa a České republiky.

Rizikem zůstává vývoj některých ekonomik středoevropského regionu, zejména Maďarska. Nárůst vnitřních i vnějších nerovnováh v Maďarsku může ovlivnit rizikovou prémii požadovanou investory pro investování do všech středoevropských zemí, neboť makroekonomické nerovnováhy v jedné zemi si investoři mohou vyložit jako negativní signál o celém regionu. To by mohlo přispět k odlivu zahraničních investic a ke zvýšené nejistotě pro domácí ekonomické aktéry. Efekt by mohl být navíc zesílen v situaci růstu globálních výnosů a odlivu kapitálu z rozvíjejících se ekonomik.³

2.2 DOMÁCÍ MAKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ

Pro stabilitu finančního systému je důležitý udržitelný hospodářský výkon na úrovni blízké potenciálnímu produktu, který nevytváří inflační tlaky a nezpůsobuje nerovnováhy v ekonomice. Stejně tak důležitá je měnová politika přispívající k udržení cenové stability.

Domácí makroekonomický vývoj v roce 2005 a v prvním čtvrtletí roku 2006 nepředstavoval pro finanční stabilitu žádná bezprostřední rizika. Výrazně se zvýšilo tempo růstu reálného HDP, čímž se dle odhadu ČNB výkon ekonomiky dostal v závěru roku 2005 na úroveň potenciálního, inflaci nezrychlujícího produktu. Inflace však zůstala nízká a pohybovala se pod 3% inflačním cílem. Vyšší ceny ropy přispěly pouze k mírnému nárůstu inflace ke konci roku 2005.

V oblasti měnové politiky ČNB došlo na počátku roku 2005 k trojímu snížení úrokových sazeb, zejména z důvodů silnějšího měnového kurzu a velmi nízkých inflačních tlaků. Ve druhém a třetím čtvrtletí roku 2005 zůstávala hlavní měnověpolitická sazba na úrovni 1,75 %, neboť rizika inflačního vývoje byla hodnocena jako vyrovnaná. V říjnu 2005 došlo ke zvýšení měnověpolitických sazeb o 25 bazických bodů, zejména kvůli nákladovým inflačním tlakům způsobeným zvýšením cen ropy. Proti efektu vyšších cen energií na inflaci však v závěru roku 2005 a v počátku roku 2006 působilo rychlejší zhodnocení měnového kurzu, takže k dalšímu zpřísnění měnové politiky již nedošlo. Celkové reálné měnové podmínky byly v roce 2005 v kumulativním vyjádření hodnoceny jako uvolněné v obou svých složkách (v úrokové i v kurzové) a budou nadále pozitivně působit na ekonomickou aktivitu i v nejbližším období.⁴

GRAF II. 3

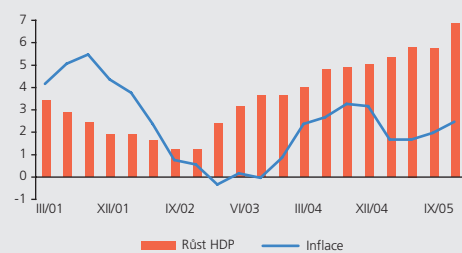
Souběh exportní aktivity České republiky a Německa
(%, meziroční růst exportů, čtvrtletní data)



Pramen: IMF International Financial Statistics

GRAF II. 4

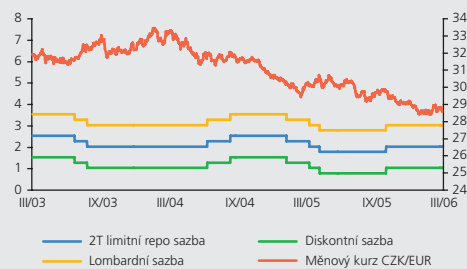
Vývoj růstu reálného HDP a inflace v ČR
(%, meziroční změny, čtvrtletní data)



Pramen: ČNB

GRAF II. 5

Vývoj měnověpolitických sazeb ČNB a měnového kurzu CZK/EUR
(sazby v %, měnový kurz v Kč za euro)



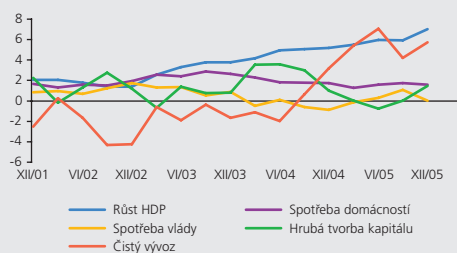
Pramen: ČNB, Bloomberg

2 V případě Německa jsou USA druhou největší cílovou zemí exportů (po Francii). V roce 2005 do USA směřovalo téměř 10 % německých exportů.

3 Závislost přílivu či odlivu kapitálu z české ekonomiky na regionálním sentimentu by se projevila v souběhu vývoje cen finančních aktiv středoevropských ekonomik, zejména měnových kurzů vůči euru či dolaru. Analýza tohoto vlivu je provedena v části 2.3 Vývoj na finančních trzích.

4 Podrobnější diskuzi měnové politiky a vlivu měnových podmínek na reálnou aktivitu obsahuje Zpráva o inflaci leden a duben 2006, ČNB. (www.cnb.cz)

GRAF II. 6

Příspěvky k růstu HDP
(%)

Pramen: ČSÚ

Pozitivní ekonomický vývoj v roce 2005 byl tažen především čistými exporty. V běžných cenách byly poprvé od roku 1993 čisté exporty za celý rok kladné, ve stálých cenách se negativní čisté exporty dále snížily. Vzrůst exportní aktivity v roce 2005 souvisel nejen s určitým oživením investiční a exportní aktivity v eurozóně, ale i s náběhem produkčních kapacit vzniklých na základě přímých zahraničních investic. K růstu HDP mírně přispěla i spotřeba domácností a v závěru roku 2005 i hrubá tvorba kapitálu, příspěvek spotřeby vlády byl neutrální.

Hospodaření veřejných rozpočtů v roce 2005 vykázalo opět lepší výsledek, než byl očekáván. Meziročně se deficit veřejných financí snížil na 2,6 % HDP. Celková úroveň veřejného dluhu se pohybuje kolem 30 % HDP, což je v evropském srovnání poměrně nízká hodnota. Indikátory z finančních trhů nenaznačují, že by přetrvávající deficitní financování veřejných rozpočtů mělo vliv na rizikovou prémii požadovanou investory do českých vládních dluhopisů.

TAB. II. 4

Vybrané makroekonomické indikátory ČR
(v % HDP)

	2002	2003	2004	2005
Hospodaření veřejných rozpočtů				
Deficit veřejných rozpočtů	-6,8	-6,6	-2,8	-2,6
Veřejný dluh	28,8	30,0	30,6	30,5
Platební bilance				
Saldo běžného účtu platební bilance	-5,6	-6,3	-6,0	-2,1
Saldo obchodní bilance a bilance služeb	-2,0	-2,2	-0,5	2,0
Saldo bilance výnosů	-4,8	-4,7	-5,7	-4,9
Saldo bilance běžných převodů	1,2	0,6	0,2	0,7
Přímé zahraniční investice (PZI) do ČR	11,5	2,3	4,6	9,0
Výnosy z PZI do ČR	-4,3	-4,6	-5,7	-5,1
- reinvestovaný zisk	-2,7	-2,4	-2,7	-2,7
- vyplacené dividendy	-1,4	-2,0	-2,7	-2,2

Pramen: ČNB, ČSÚ

Schodek běžného účtu platební bilance se v roce 2005 výrazně snížil na 2,1 % HDP. Důvodem byl zejména přebytek obchodní bilance a bilance služeb ve výši 2 % HDP. V záporných hodnotách zůstává saldo bilance výnosů, které je taženo zejména výnosy z přímých zahraničních investic v ČR. Zhruba polovina výnosů z přímých zahraničních investic je však stabilně reinvestována v tuzemsku. V roce 2005 pokračoval příliv přímých zahraničních investic do ČR, který dosáhl poměrně vysoké hodnoty 9 % HDP (263,2 mld. Kč) a byl důsledkem prodejů velkých společností nerezidentům. Privatizace činila cca 40 % přílivu, zbývající část plynula z navyšování majetkových účastí, z reinvestic zisků a ze vzniku nových podniků pod zahraniční kontrolou.

Domácí makroekonomické prostředí v roce 2005 lze jako celek hodnotit velmi příznivě, bez existence výraznějších nerovnováh. Pro finanční stabilitu v nejbližším období však bude rozhodující očekávaný makroekonomický vývoj.

Dubnová prognóza ČNB předpokládá pokračování vysoké dynamiky růstu reálného HDP z roku 2005 i v následujících dvou letech. Současný ekonomický výkon je hodnocen zhruba na úrovni potenciálního, tedy inflaci nezrychlujícího produktu. Reálné měnové podmínky, které ovlivňují budoucí ekonomickou aktivitu, lze v prvním čtvrtletí roku 2006 souhrnně hodnotit jako mírně přísné. Úroková složka působí neutrálně až slabě uvolněně, zatímco kurzová složka spíše přísně. Proti vyššímu růstu bude působit i nadále slabá zahraniční poptávka. Inflace se bude v obou následujících letech pohybovat kolem inflačního cíle. S prognózou je konzistentní nejprve stabilita, a poté postupný mírný růst úrokových sazeb, který ovšem bude do velké míry záviset na vývoji měnového kurzu.

Charakteristickým rysem české ekonomiky je specializace na oblast zpracovatelského průmyslu, zejména na výrobu dopravních prostředků včetně jejich komponent, která ve struktuře ekonomiky zaujímá velmi významné místo. Závislost ekonomické aktivity na vnějším prostředí díky exportní orientaci české ekonomiky tak může být posilována závislostí na globální poptávce po určitém typu produktu, v tomto případě automobilů a dalších výrobků ve skupině SITC 7.⁵ Pro malou ekonomiku však určitá míra specializace v rámci mezinárodní dělby práce může být nezbytným předpokladem pro úspěšný ekonomický vývoj.

5 Export výrobků v SITC (Standard International Trade Classification) 7 Stroje a dopravní prostředky činil na konci roku 2005 kolem 54 % všech exportů. Odvětví „Výroba dvoustupňových motorových vozidel“ je čtvrtým nejvýznamnějším odvětvím co se týče stavu přímých zahraničních investic v ČR (podíl kolem 8 % na všech existujících přímých zahraničních investicích). Další podniky jsou na průmysl v tomto odvětví navázány nepřímo pomocí subdodavatelských vztahů a služeb výrobním podnikům.

Potenciálním rizikem může být struktura české ekonomiky. V té dominují velké firmy, které většinou mají zahraničního vlastníka a patří do globálně působících skupin. Řada dalších domácích subjektů působí v pozici dodavatelů. Ekonomika se tak stává více závislá na strategických rozhodnutích několika velkých hráčů. Případný odliv investic z důvodu optimalizace nákladů by přinesl významné dopady do reálného i finančního sektoru.

Pro velmi otevřenou ekonomiku může být rizikem pro budoucí ekonomický růst a tedy i finanční stabilitu vývoj měnového kurzu. Dosavadní evidence naznačuje, že pro měnový kurz je typický vývoj v určitých vlnách. Případné nadměrné zhodnocení měnového kurzu by v rámci takového vývoje mohlo mít nepříznivý dopad na exportéry.⁶

2.3 VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH⁷

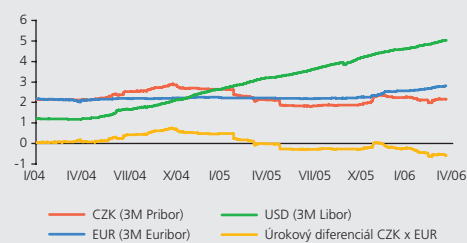
Vývoj na domácích i zahraničních finančních trzích je klíčovým faktorem pro finanční stabilitu. Ceny finančních aktiv ovlivňují stabilitu finančního sektoru jednak přímo, neboť finanční aktiva z principu tvoří velkou část aktiv finančních institucí, a jednak nepřímo, prostřednictvím dopadu na reálný sektor. Přeshraniční toky finančních aktiv určují míru závislosti české ekonomiky na zahraničních finančních podmínkách a indikují možné kanály přeshraničního přenosu šoků.

2.3.1 PENĚŽNÍ TRH

Mezibankovní trh s penězi a trh krátkodobého kapitálu se splatností do jednoho roku je jedním z nejdůležitějších segmentů finančních trhů z hlediska finanční stability. Za prvé, výnosy na peněžním trhu spoluurčují finanční podmínky, za nichž se financuje reálný sektor. Množství úvěrů nefinančním firmám, vládě, ale i některým domácnostem má úrokovou sazbu fixovanou pouze na krátké období (např. 3 měsíce) a ta je pak pravidelně měněna dle existujících výnosů na peněžním trhu.⁸ Případná náhlá a velká změna krátkodobých úrokových sazeb tak může mít výrazný vliv na schopnost dlužníků splácet závazky. Za druhé, zvýšená volatilita krátkodobých výnosů může mít negativní vliv na střední a delší konec výnosové křivky, neboť může změnit očekávání ohledně budoucích výnosů a zvýšit investory požadovanou rizikovou prémii. Šok do celé výnosové křivky může nepříznivě ovlivnit jak reálný, tak finanční sektor. Za třetí, peněžní trh je využíván bankami k redistribuci volné likvidity a jeho efektivní fungování tedy přímo přispívá ke stabilitě celého bankovního systému. A konečně, peněžní trh je tou oblastí finančního trhu, kde může centrální banka pomocí svých operací zasáhnout v případě turbulencí či krize likvidity a kde působí v roli věřitele poslední instance.

GRAF II. 7

Vývoj tříměsíčních úrokových sazeb (%)



Pramen: Bloomberg

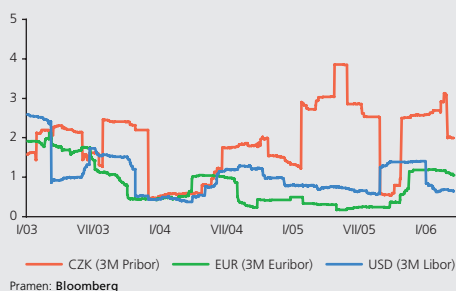
6 Článek Shrnutí výsledků zátěžových testů bank v tematické části této zprávy testuje dopad několika alternativních makroekonomických scénářů, které vycházejí ze zde uvedených rizik, na český bankovní sektor.

7 V této části, v souladu s jinými zprávami o finanční stabilitě centrálních bank, rozumíme pod pojmem finanční trhy domácí i mezinárodní peněžní, dluhopisový, akciový a devizový (popř. derivátový) trh, na kterém účastníci obchodují finanční aktiva za dohodnuté ceny. Pozornost je tedy věnována jak cenovým indikátorům (úroky, výnosy), tak množstevním indikátorům jako jsou toky kapitálu, zejména přeshraniční. Jde tedy o finanční trhy v užším slova smyslu. V širším slova smyslu se pod finančními trhy často – zejména v legislativní terminologii – rozumí celý finanční sektor.

8 Dostupné údaje ukazují, že v roce 2005 bylo až 90 % nových úvěrů nefinančním podnikům poskytnuto s fixací do 1 roku či s plovoucí sazbou (včetně kontokorentů), viz část 4.4.2 Vývoj úvěrů a kreditního rizika.

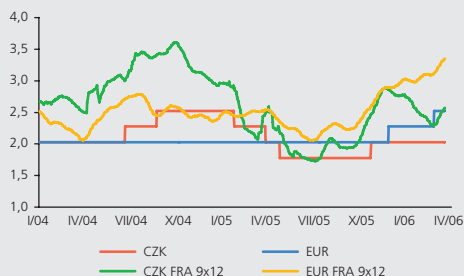
GRAF II. 8

Historická volatilita krátkodobých úrokových sazeb
(standardní odchylka mezidenních změn v uplynulých 90 dnech, v bazických bodech)



GRAF II. 9

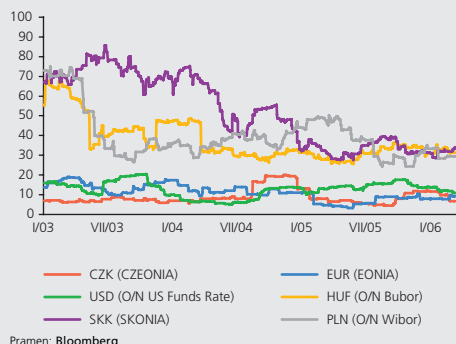
Očekávání vývoje měnověpolitických sazeb dle kontraktů Forward Rate Agreement
(%; sazby Forward Rate Agreement (FRA) jako 15denní klouzavý průměr)



GRAF II. 10

Historická volatilita O/N úrokových sazeb vybraných měn

(standardní odchylka mezidenních změn v uplynulých 90 dnech, v bazických bodech)



Vývoj na peněžním trhu odráží nastavení a styl provádění měnové politiky. Z hlediska finančních podmínek jsou pro český reálný a finanční sektor relevantní zejména výnosy na peněžním trhu české koruny, eura a dolaru. V roce 2005 pokračovaly krátkodobé úrokové sazby koruny, eura a dolaru v rozdílném vývoji. Tříměsíční sazby dolaru se dále zvyšovaly z cca 2,5 % na začátku roku 2005 až na 5 % v březnu 2006 v souladu s postupným zpřísněním americké měnové politiky. Naopak tříměsíční sazby eura zůstávaly během prvních tří čtvrtletí roku 2005 stabilní na úrovni kolem 2 %. K jejich mírnému zvýšení došlo teprve v říjnu 2005, což odráželo spekulace na zvýšení měnověpolitických sazeb ECB v prostředí zvyšujících se cen ropy. Po skutečně provedeném zpřísnění měnové politiky v eurozóně v prosinci 2005 a pak též v březnu 2006 tříměsíční krátkodobé sazby pokračovaly v růstu a dosáhly v březnu 2006 hodnoty 2,7 %.

Tříměsíční úrokové sazby koruny (PRIBOR) v první polovině roku 2005 klesaly v souladu s uvolňováním měnové politiky a stabilizovaly se na hodnotách kolem 1,8 %. K růstu došlo až v říjnu, kdy ČNB zvýšila své měnověpolitické sazby. I když trh očekával další zvyšování sazeb, následná aprece měnového kurzu tlumila inflační tlaky a k dalšímu zvyšování již tak nedošlo, na což PRIBOR reagoval mírným poklesem a v březnu 2006 dosahoval hodnot kolem 2 %. Rozdílný vývoj krátkodobých sazeb eura a koruny se odrazil ve snížení úrokového diferenciálu, který se od druhého čtvrtletí roku 2005 pohybuje v záporných hodnotách.

Zatímco volatilita krátkodobých dolarových a eurových sazeb se v roce 2005 držela na nízké úrovni, volatilita korunových sazeb se mírně zvýšila, zejména v období snižování sazeb v první polovině roku 2005 a také v období zvýšení sazeb v závěru roku. To mohlo odrážet určitou nejistotu spojenou s dalším vývojem měnověpolitických sazeb ČNB. Z hlediska středoevropského regionu jsou ovšem korunové úrokové sazby peněžního trhu velmi málo volatilní a odpovídají volatilně vyspělých dolarových a eurových trhů.

V nadcházejícím období by vývoj na peněžním trhu neměl být zdrojem šoků pro reálný i finanční sektor. Finanční trhy očekávají určité další zvyšování sazeb v eurozóně, nepředpokládá se však náhlé a šokové zpřísnění měnové politiky, které by zvýšilo volatilitu. Případný další nárůst eurových sazeb by mohl mít určitý dopad na české sazby prostřednictvím měnového kurzu. Kontrakty Forward Rate Agreement (FRA) ovšem predikují rozdílný vývoj korunových a eurových sazeb.⁹

Rizika vyplývající z fungování peněžního trhu lze hodnotit jako omezená, zejména díky přebytku likvidity v bankovním sektoru. ČNB jej stahuje pomocí svých repo operací, což přispívá ke stabilitě peněžního trhu a velmi nízké volatilitě O/N sazeb.¹⁰ Denní objem stažené likvidity se ve čtyřech posledních měsících roku 2005 pohyboval kolem 45 mld. Kč (celkový objem likvidity bankovního sektoru stažené centrální bankou v rámci repo operací byl zhruba 450 mld. Kč). V porovnání s obraty na peněžním trhu (viz box Struktura a likvidita peněžního a devizového trhu) představuje volná likvidita významný polštář, který by bankovní sektor do velké míry chránil v případě potíží individuálních bank s likviditou.¹¹ Kromě toho mají banky možnost využít automatické marginální zápůjční facility ČNB a získat tak

9 Kontrakt FRA je dohoda mezi dvěma účastníky trhu o budoucí výměně rozdílu mezi dohodnutou a v době splatnosti existující krátkodobou úrokovou sazbou. Kotace sazeb FRA na trhu tak představuje nejlepší odhad budoucích sazeb peněžního trhu, zanedbá-li se vliv rizikové prémie.

10 Sazby peněžního trhu O/N (over-night) jsou sazby, za které si jednotlivé banky půjčují mezi sebou přes noc. Některé centrální banky počítají vážený průměr těchto sazeb jako referenční hodnotu (v ČR je to např. CZEONIA – Czech OverNight Index Average, v eurozóně EONIA apod.).

11 Riziko případné mezibankovní náklady, i když obecně hodnoceno jako malé, je dále podrobně analyzováno a testováno ve článku Shrnutí výsledků zátěžových testů bank v tématické části této zprávy.

kolateralizovanou půjčku na překlenutí případného nedostatku likvidity.¹² Jako kolaterál mohou banky využít především státní pokladniční poukázky (SPP), dlouhodobé vládní dluhopisy a poukázky ČNB, které ČNB poskytuje bankám jako kolaterál v rámci repo operací. Data o aktivech bank naznačují, že banky tyto cenné papíry drží v poměrně velkém množství. ČNB zatím nebyla nucena sáhnout k aktivnímu využití role věřitele poslední instance nad rámec automatické marginální záplující facility.

Box 1: Struktura a likvidita peněžního a devizového trhu

Funkční mezibankovní peněžní trh s odpovídající strukturou a dostupností celého spektra finančních instrumentů snižuje pravděpodobnost krize likvidity a přispívá ke stabilitě finančního zprostředkování. Stejně tak je z hlediska finanční stability důležité efektivní fungování devizového trhu, zejména v případě obchodně i finančně otevřené ekonomiky. Datovou základnu k analýze obou relevantních trhů poskytuje pravidelné šetření o denních obzratech na peněžním a devizovém trhu, které ČNB provádí dvakrát ročně.¹³ Analýza dat vede k následujícím závěrům.

Na peněžním trhu je průměrný denní obrat v posledních čtyřech letech stabilní a pohybuje se kolem 50 mld. Kč, přičemž zhruba 50 % obratu představují obchody s nerezidentskými bankami. Naproti tomu průměrný denní obrat na devizovém trhu vzrostl za poslední čtyři roky z cca 65 mld. Kč až na současných cca 90 mld. Kč, tj. o více než 30 %.¹⁴ Důvodem byl zejména růst obchodů s nerezidentskými finančními institucemi, které představují dominantní část obratu (cca 75 % obratu). Tato čísla ilustrují poměrně vysoké propojení českého bankovního sektoru se zahraničím i v jiných než vlastnických dimenzích, což z hlediska finanční stability může představovat další možný kanál transmise šoků.

Drtivou většinu (vždy více než 95 %) obchodů zaujímají depozitní operace se splatností do tří měsíců. Repo operace se mezi obchodními bankami téměř nevyužívají, přičemž v obchodech s nerezidenty se nevyužívají vůbec. To z hlediska finanční stability zvyšuje riziko případné mezibankovní nákazy, neboť depozitní operace jsou nezajištěnými instrumenty.¹⁵ Většímu rozšíření zajištěných instrumentů pravděpodobně brání zatím nedostatečná právní úprava repo obchodů, která by se však měla s implementací European Master Agreement zlepšit. Roli hrál i celkový přebytek likvidity v bankovním sektoru a denní přítomnost ČNB na trhu, která – i když na jednu stranu může přispívat ke stabilitě peněžního trhu – může na straně druhé bránit většímu rozvoji mezibankovního obchodování s likviditou.

Doplňující informace o struktuře peněžního trhu poskytují též desagregovaná data o nezajištěných O/N depozitech reportovaných pro účely výpočtu indexu CZEONIA. Z dat za poslední čtyři měsíce roku 2005 vyplývá, že průměrné množství nezajištěných O/N depozit uložených referenčními bankami na domácím mezibankovním trhu se pohybovalo kolem 17 mld. Kč, tj. téměř 80 % všech nezajištěných depozit na mezibankovním trhu.

12 Tuto možnost banky využívají jen minimálně, většinou v závěru udržovacího období povinných minimálních rezerv. Průměrný objem se pohybuje pouze v řádech desítek až stovek milionů korun, tedy ve zlomcích volné likvidity na trhu.

13 Šetření probíhá vždy jeden týden v dubnu a jeden týden v říjnu. Banky reportují průměrné denní obraty na korunovém peněžním trhu a devizovém trhu podle protistrany a instrumentu. Obchody s ČNB nejsou zahrnuty. Agregované výsledky jsou dostupné na webové stránce ČNB (www.cnb.cz).

14 Údaje o denním obratu na devizovém trhu zachycují pouze obchody, kde jednou stranou je banka v ČR nebo pobočka zahraniční banky v ČR. Obchody s českou korunou uskutečněné mezi nerezidenty nejsou zahrnuty.

15 Nezajištěná depozita představují dominantní instrument peněžního trhu i v jiných ekonomikách; např. v Maďarsku zaujímají podíl kolem 75 % na celkovém obratu (viz článek Developments in the structure of financial markets in Report on Financial Stability, Magyar Nemzeti Bank, October 2005).

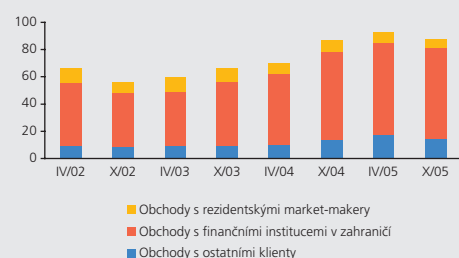
GRAF II. 1 BOX

Obraty na korunovém peněžním trhu podle protistrany (mld. Kč)



GRAF II. 2 BOX

Obraty na korunovém peněžním trhu podle protistrany (mld. Kč)



TAB. II. 1 BOX

Koncentrace a likvidita korunového peněžního trhu (množství v mil. Kč; koncentrace v %)

	Denní obraty na peněžním trhu			repo	Czeonia
	depozitní operace				
	celkem	rezidenti	nerezidenti		
Množství	45 914	22 059	23 855	281	17 517
Top-5	55,9%	56,6%	70,3%	100,0%	69,6%

Pozn.: Denní průměry za říjen 2005, u CZEONIA za září-prosinec 2005.

Pramen: ČNB

TAB. II. 2 BOX

Koncentrace a likvidita devizového trhu
(množství v mil. Kč; koncentrace v %)

	Celkem	CZK/EUR		CZK/USD	
		spot	outright forward + FX swap	spot	outright forward + FX swap
Množství	87 875	11 037	10 643	1 119	34 355
Top-5	67,5%	69,3%	75,5%	83,6%	79,0%

Pozn.: Denní průměry za říjen 2005.

Pramen: ČNB

Na devizovém trhu jsou hlavními využívanými instrumenty outright forward a FX swap, které představují cca 73 % všech obchodů. Spotové obchody zaujímají zhruba 26% podíl na celkovém obratu, opce jsou využívány pouze v malé míře. Obchody v měnovém páru¹⁶ CZK/EUR představují jen asi 25 % celkového denního obratu, zatímco obchody v segmentu CZK/USD mají podíl vyšší (kolem 40 %). Na spotovém trhu je však segment CZK/EUR nejvýznamnější, s podílem kolem 50 %.

Analýza desagregovaných dat za druhou polovinu roku 2005 ukazuje míru koncentrace obou finančních trhů. Na celkovém obratu s depozitními instrumenty peněžního trhu se pět nejaktivnějších bank (tedy bank s největšími podíly na obratu) podílelo zhruba 55 % a trh s repo instrumenty využívají v podstatě jen čtyři banky. Zajímavé též je, že na obratu všech obchodů na peněžním trhu s nerezidenty se pět nejaktivnějších bank podílelo 70 %, zatímco na obratu všech obchodů s rezidenty se pět nejaktivnějších bank podílelo zhruba 56 %. Koncentrace v segmentu O/N depozit se pohybuje kolem 70 %. Devizový trh je mírně koncentrovanější: na celkovém denním obratu se pět nejaktivnějších bank podílelo zhruba 70 %, podobná míra koncentrace je i v segmentu CZK/EUR. V případě obchodů v měnovém páru CZK/USD je míra koncentrace ještě vyšší a dosahuje hodnot kolem 80 %.

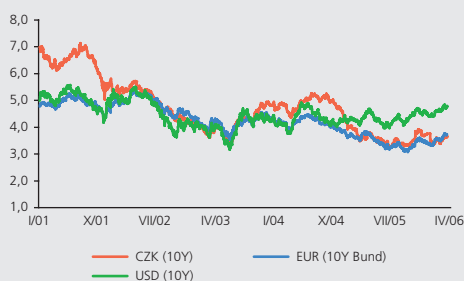
Z hlediska finanční stability je důležité, do jaké míry se nejaktivnější banky překrývají v jednotlivých segmentech. Analýza desagregovaných dat ukazuje, že pět nejaktivnějších bank v jednotlivých segmentech obou trhů se navzájem překrývá jen částečně. To omezuje riziko možné transmise šoků ze zahraničí (obchody s nerezidenty) do domácího sektoru a také mezi jednotlivými trhy či jejich segmenty.

2.3.2 Vývoj na trhu dluhopisů

Výnosy na trhu dluhopisů určují nejen podmínky financování reálného sektoru, ale přímo ovlivňují ziskovost finančního sektoru, neboť dluhopisy představují jeden z hlavních investičních instrumentů bank a dalších finančních institucí. Prudké zvýšení dlouhodobých výnosů může vést nejen k potížím reálného či vládního sektoru se splácením dluhů, ale také k poklesu cen cenných papírů v portfoliích bank. Kombinovaný efekt obou kanálů by mohl mít velmi nepříznivý dopad na stabilitu finančního systému.

Dlouhodobé finanční podmínky české ekonomiky jsou do určité míry ovlivňovány dlouhodobými výnosy na mezinárodních trzích, tedy zejména výnosy benchmarkových vládních dluhopisů USA a eurozóny. Na rozdíl od roku 2004, kdy se dlouhodobé sazby obou hlavních světových měn pohybovaly v zásadě společně, byl rok 2005 ve znamení poněkud odlišného vývoje sazeb obou měn. Dolarové dluhopisové výnosy pokračovaly v mírném růstu a zvýšily se z úrovně kolem cca 4 % na počátku roku 2005 až na cca 5 % v březnu 2006, což odráželo změnu v nastavení měnové politiky směrem od velmi uvolněné k více neutrální. Nicméně i přes zpřísnění měnové politiky zůstávají dolarové výnosy z historického hlediska velmi nízké.¹⁷ Naopak eurové výnosy pokračovaly v poklesu a dosáhly v polovině roku 2005 nízkých hodnot kolem 3 %.¹⁸ Poté jen velmi nepatrně vzrostly a na konci března 2006 se držely na stále poměrně nízkých hodnotách kolem 3,7 %.

GRAF II. 11

Vývoj výnosů dlouhodobých vládních dluhopisů
(%, výnos desetiletých vládních dluhopisů)

Pramen: ČNB, Bloomberg

¹⁶ Obchody zahrnující dvě příslušné měny.¹⁷ V nominální i reálné hodnotě jde o velmi nízké hodnoty v perspektivě posledních několika desítek let.¹⁸ Od zavedení eura v r. 1999 jde o nejnižší hodnoty v nominálním i reálném vyjádření.

Výnosy dlouhodobých vládních dluhopisů ČR pokračovaly v roce 2005 v poklesu a pohybovaly se spolu s eurovými výnosy. Dlouhodobý úrokový diferenciál koruny vůči euru klesnul počátkem roku 2005 k nule a od té doby se pohybuje průměrně v rozmezí +/- 10 bazických bodů. Výnosové diferenciály české koruny jsou spolu se slovenskou korunou nejnižší ve středoevropském regionu. Výnosy ostatních měn (HUF, PLN) a jejich diferenciály vůči eurovým výnosům taktéž během roku 2005 klesaly, pravděpodobně v reakci na nižší než očekávanou inflaci.

Zpřísnění měnové politiky v USA a v eurozóně prozatím nemělo na dolarové a eurové dlouhodobé výnosy příliš velký efekt a vedlo pouze ke zploštění (a v případě dolaru i k mírné inverzi) výnosové křivky. Za tímto vývojem mohou stát některé strukturální faktory, které souvisejí s vysokou poptávkou po dlouhodobých instrumentech pocházející zejména od institucionálních investorů (penzijní a konzervativní investiční fondy, životní pojišťovny), od asijských centrálních bank a též ze zemí exportujících ropu.¹⁹ Sklon české výnosové křivky během roku 2005 mírně klesal.

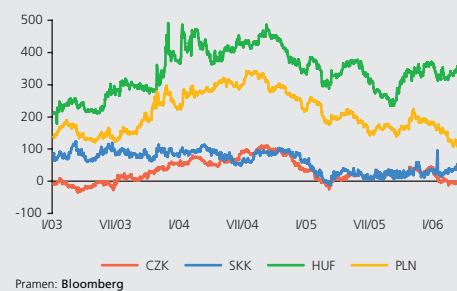
Nízké výnosy vládních dluhopisů USA a zemí eurozóny vedly v posledních letech k „honbě za výnosem“ a snižovaly averzi tržních aktérů k riziku. To přispělo k silné poptávce po rizikovějších instrumentech, kam se řadí nejen dluhopisy rozvíjejících se ekonomik, ale též podnikové dluhopisy spekulativního ratingového stupně a akcie. Na zvýšené poptávce se podílí nejen tradiční institucionální investoři, ale i některé neregulované finanční instituce typu hedgeových fondů. Výsledkem „honby za výnosem“ bylo snížení diferenciálů výnosů rizikových instrumentů vůči bezrizikovým vládním dluhopisům na historická minima, jak ilustrují indexy tržního sentimentu EMBI Global a Euro EMBI Global.²⁰ Část poklesu českých dlouhodobých výnosů v průběhu roku 2005 může souviset právě se zvýšenou globální poptávkou po instrumentech rozvíjejících se ekonomik.

Dosavadní vývoj na dluhopisových trzích může indikovat následující oblasti rizik pro finanční stabilitu české ekonomiky.

Za prvé, velmi nízké úrokové sazby (zejména v reálném vyjádření) sice usnadňují na jedné straně financování reálného sektoru a podporují ekonomický růst, na druhou stranu však mohou vést k akumulaci rizik ve finančním i reálném sektoru. Nízké výnosy usnadňují růst zadlužení domácností i firem a mohou vést k poskytování půjček rizikovějším dlužníkům a na rizikovější projekty ve snaze udržet ziskovost. To se může stát problémem, až se sazby vrátí na neutrální úroveň. Nízké úroky též mohou výrazně stimulovat spotřebu i finanční a reálné investice a teoreticky vést k inflačním tlakům a bublinám na trzích aktiv, včetně trhu nemovitostí (analýza trhu nemovitostí je provedena v části 3.3 Ceny nemovitostí). Na druhé straně však nízký úrokový diferenciál koruny vůči euru omezuje motivaci domácností i podniků zadlužit se v cizí měně. To snižuje měnové riziko a jeho případný průsak do rizika kreditního. Problémem rychlého růstu zadlužení reálného sektoru denominovaného v cizích měnách trpí nejvíce ty středoevropské ekonomiky, kde je výnosový diferenciál poměrně vysoký a nevykazuje zřejmou klesající tendenci (např. Maďarsko).

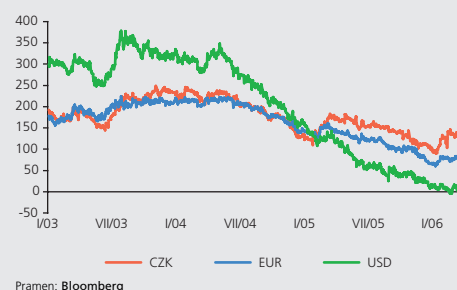
GRAF II. 12

Vývoj dlouhodobých úrokových diferenciálů vybraných měn vůči EUR (10Y Bund)
(bazické body)



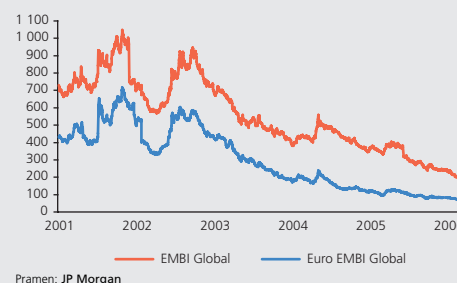
GRAF II. 13

Sklon výnosové křivky vybraných měn
(10Y swapová sazba minus 1Y peněžní sazba, v bazických bodech)



GRAF II. 14

Vývoj výnosových diferenciálů rizikových vládních dluhopisů
(EMBI Global Index – vážený spread výnosů dluhopisů rozvíjejících se zemí denominovaných v dolarech, Euro EMBI Global Index vážený spread výnosů dluhopisů rozvíjejících se zemí denominovaných v eurech, v bazických bodech)



19 V případě asijských centrálních bank jde o „vynucenou“ poptávku danou nutnou sterilizací přílivu dolarů intervencemi na devizovém trhu. Pro diskuzi faktorů, které v roce 2005 přispěly k vysoké poptávce po dolarových dlouhodobých investičních instrumentech, viz např. ECB Financial Stability Review December 2005.

20 Jedná se o historická minima přinejmenším od roku 1993, pro který byl index EMBI poprvé spočítán.

Za druhé, významným faktorem ovlivňujícím finanční stabilitu by mohl být náhlý zvrat tržního sentimentu na globálních trzích. Tržní sentiment je ovlivňován výhledem výnosů bezpečných, popř. málo rizikových vládních dluhopisů s vysokým ratingem. V minulosti byl pro něj typický určitý cyklický vývoj. Zhruba od roku 2003 jsou však fluktuace diferenciálů výnosů rizikovějších instrumentů omezené, což vyvolává obavu, zda investoři správně oceňují rizika. Případná změna tržního sentimentu by mohla vést k významné korekci a určitému přestřelení výnosových diferenciálů směrem nahoru s negativním dopadem na finanční podmínky dlužníků.²¹

Postupné zpřísňování měnové politiky v USA a v eurozóně může přispět ke změně tržního sentimentu vůči emerging markets. Index výnosových spreadů EMBI Global však na zpřísnění reagoval pouze minimálně a krátkodobě zhruba v polovině roku 2004 a pak pokračoval v klesajícím trendu. Za touto perzistencí pozitivního tržního sentimentu lze najít i některé strukturální faktory zahrnující snahu institucionálních investorů držet vyšší podíl rizikovějších aktiv než dříve či růst objemu prostředků spravovaných hedgeovými fondy, které do rizikovějších instrumentů investují.

Za třetí, možným rizikem pro domácí finanční i reálný sektor může být silnější závislost domácích výnosů na globálním sentimentu, zvláště pokud by došlo ke zvratu globální averze k riziku. Analýza korelace indexu tržního sentimentu Euro EMBI Global a spreadů středoevropských vládních dluhopisů denominovaných v domácí měně ukazuje dva zajímavé aspekty vývoje v průběhu posledních cca 3 let.²² Korelace diferenciálů výnosů s Euro EMBI indexem je pro všechny čtyři středoevropské ekonomiky podobná. To naznačuje, že investoři hodnotí tyto země velmi podobně a jejich výnosy jsou obdobně citlivé na změny tržního sentimentu. Zvýšení pozorované korelace v roce 2005 lze interpretovat jako převahu vlivu globálního vývoje za nedostatku signálů z domácího prostředí. Pozorovaný pokles korelace koncem roku 2005 a začátkem roku 2006 by pak nasvědčoval oslabení závislosti na vývoji globálního sentimentu. Fluktuace závislosti na globálním sentimentu však není zárukou, že se případný globální šok neprojeví v českých výnosech. Míra závislosti může právě v situaci globálních turbulencí vzrůst.

Za čtvrté, ovlivňujícím faktorem vývoje českých dluhopisových výnosů může být silný souběh změn výnosů zemí středoevropského regionu. Investoři nemusí dostatečně diferencovat mezi jednotlivými zeměmi regionu. Případná lokální turbulence vyvolaná některou z ostatních zemí by mohla mít dopad na české výnosy prostřednictvím zvýšení rizikové prémie. Poměrně vysoká korelace diferenciálů výnosů českých eurobondů vůči německým výnosům s diferenciály výnosů eurobondů Slovenska, Maďarska a Polska vůči německým výnosům v určitých obdobích naznačuje, že investoři opravdu pohlíží na země středoevropského regionu podobným způsobem. Jejich zájem tak může být tažen lokálním tržním sentimentem.²³ Proti této tezi však hovoří fakt, že disperze diferenciálů jednotlivých zemí měřená standardní odchylkou se v čase v zásadě neměnila. Změny spreadů se mohou pohybovat společně, jejich úroveň však zůstávají rozdílné a reflektují odlišný vývoj fundamentů v jednotlivých zemích.²⁴

21 De Alessi Gracio et al. (2005) odhadují, že pouze cca 20 % poklesu indexu EMBI Global lze zdůvodnit zlepšenými fundamenty rozvíjejících se zemí. Zbytek poklesu reflektuje současný přebytek likvidity na mezinárodních trzích a vysokou toleranci k riziku (viz Cristiana De Alessi Gracio et al., Capital flows to emerging markets: recent trends and potential financial stability implications, Bank of England, Financial Stability Review, December 2005).

22 Použití indexu EMBI Global, který zachycuje vývoj spreadů dluhopisů denominovaných v dolarech, vede k velmi podobným závěrům.

23 Výnosové diferenciály středoevropských vládních dluhopisů denominovaných v euru oproti německým výnosům ukazují – kromě rozdílů v likviditě – pouze riziko země, neboť do těchto výnosů přímo nevchází investory vnímané riziko budoucí inflace, ekonomického růstu a vývoje měnového kurzu.

24 Za rok 2005 byl průměrný spread českých eurobondů vůči německým Bundům 7 bazických bodů (b.b.), zatímco spread slovenských eurobondů 13 b.b., maďarských 20 b.b. a polských 27 b.b. (v případech SK, HU a PL jde o vážené průměry všech vydaných eurobondů).

GRAF II. 15

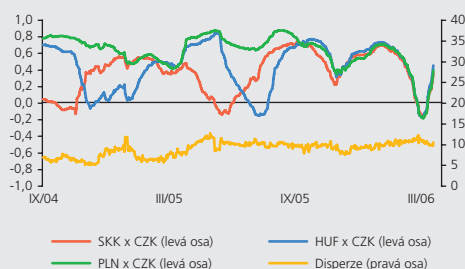
Korelace středoevropských dlouhodobých spreadů s indexem Euro EMBI
(klouzává korelace týdenních změn diferenciálů ve 180denním okně)



Pramen: JP Morgan, Bloomberg

GRAF II. 16

Korelace spreadů dluhopisů denominovaných v euru a jejich disperze
(klouzává korelace denních změn spreadů v 90 denním okně; disperze jako směrodatná odchylka spreadů)



Pramen: JP Morgan, Bloomberg

Silné závislosti českých dlouhodobých výnosů na tržním sentimentu na globálních trzích brání nejen kredibilita ČNB, která provádí měnovou politiku v režimu inflačního cílování a stabilizuje inflační očekávání, ale též investory očekávané přijetí eura, které stabilizuje delší konec české výnosové křivky. Volatilita dlouhodobých sazeb se v posledních letech drží na poměrně nízké úrovni, nejnižší ze všech zemí středoevropského regionu. Vykazuje navíc známky poklesu až k úrovním volatility eurových výnosů.

2.3.3 Akciový trh

Relevance akciového trhu pro finanční stabilitu je v prostředí české ekonomiky omezená.²⁵ Turbulence na domácím či zahraničním akciovém trhu by neměly významný přímý dopad do portfolií domácích bank a jiných finančních institucí, popř. do aktiv domácností. Přesto by případný turbulentní vývoj na akciovém trhu mohl mít určitý nepřímý dopad na stabilitu českého finančního systému. Za prvé, problémy na zahraničních akciových trzích by se mohly odrazit ve změně tržního sentimentu, na což by mohl reagovat celý domácí finanční trh. Za druhé, turbulence na domácím akciovém trhu by díky vysoké angažovanosti zahraničních investorů mohla mít významné dopady na stabilitu měny a díky tomu zprostředkovaně i na stabilitu krátkodobých, popř. dlouhodobých úrokových sazeb. Za třetí, určitý dopad na český finanční sektor by mohl mít i případný pokles akcií evropských bank, které podnikají i na bankovním trhu v ČR.

V porovnání s rokem 2004 se evropské akciové trhy během roku 2005 vyvíjely velmi pozitivně. Ke zvýšení očekávané ziskovosti přispěly dobré výsledky v exportní aktivitě zejména německých firem. Firmy působící v segmentu produkce a zpracování ropy těžily ze zvýšených cen ropy. Celkově byl ale dopad zvýšených cen energií na vývoj akciových trhů spíše negativní. Významným impulzem byly kromě firemních výsledků také údaje o ekonomickém oživení v Evropě. Index DJ Stoxx 50, který zachycuje vývoj cen padesáti nejvýznamnějších evropských akcií, se za rok 2005 zvýšil o cca 20 %. Naopak v USA byl růst akciových trhů během roku 2005 poněkud omezený, zejména kvůli zvyšování měnověpolitických sazeb Fed a přechodně též díky efektu přírodních katastrof a obavám z dopadu vyšších cen ropy na ziskovost amerických podniků. To se odrazilo na zvýšení indexu S&P 500 o pouhých 4 % za rok 2005.

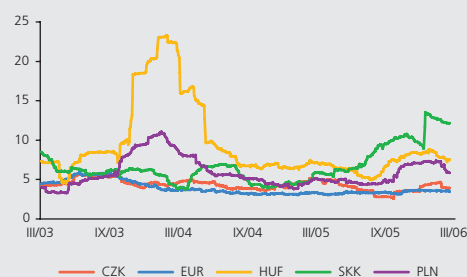
Podobně jako ostatní akciové trhy ve středoevropském regionu těžil český akciový trh v roce 2005 ze zvýšené poptávky zahraničních investorů. Index PX 50 se meziročně zvýšil o cca 40 %. K tomu přispěly jak nízké úrokové sazby a přebytky likvidity na mezinárodních trzích, tak i poměrně pozitivní výhled ziskovosti podniků kótovaných na českém trhu.

Primární emisní aktivita na pražské burze cenných papírů (BCPP) byla v roce 2005 opět poměrně omezená. Na veřejném trhu byly uvedeny jen dvě emise (v roce 2004 pouze jedna). V obou případech se navíc opět jednalo o dvojistou kotaci, neboť akcie se již obchodovaly na některých zahraničních trzích.

Potenciální rizika vyplývající z vývoje na akciových trzích se mohou koncentrovat ve třech oblastech: v možném vzniku bubliny na trhu, v závislosti vývoje domácího trhu na zahraničním vývoji a v možné vzájemné závislosti vývoje více segmentů finančních trhů.

GRAF II. 17

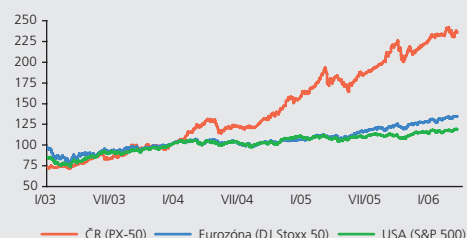
Historická volatilita dlouhodobých výnosů
(standardní odchylka mezidenních změn v uplynulých 90 dnech, v bazických bodech)



Pramen: ČNB, Bloomberg

GRAF II. 18

Vývoj na akciových trzích v ČR, eurozóně a v USA
(index; 1.1.2004=100)



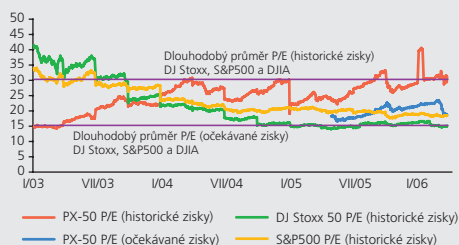
Pramen: Bloomberg

²⁵ Český akciový trh je v mezinárodním srovnání poměrně malý (tržní kapitalizace ke konci roku 2005 činila 45 % HDP, zatímco hodnoty pro vyspělé evropské země se pohybují kolem 80-100 % HDP) a jeho relevance jako zdroje financí pro rozvoj reálné ekonomiky zůstává omezená. Na Burze cenných papírů Praha (BCPP) je registrováno pouze 39 emisí akcií, další emise jsou registrovány v nebursovním RM-systému, který však slouží spíše retailovým investorům.

GRAF II. 19

Vývoj poměru P/E

(poměr P/E = price-to-earnings ratio; historické a očekávané zisky)



Pramen: Bloomberg

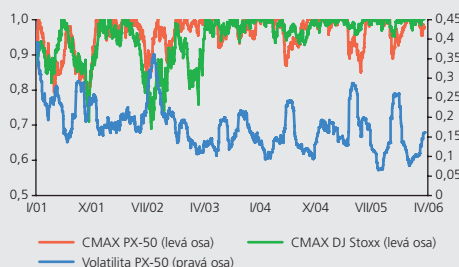
Za prvé, jedním z předpokladů zdravého vývoje na akciovém trhu je, aby ceny realisticky odrážely budoucí výnosy a nebyly taženy nadměrným očekáváním. Pokud by na trhu vznikla bublina v cenách, její pozdější splasknutí by mohlo mít nepříznivý dopad na volatilitu trhu a důvěru investorů a na finanční stabilitu. Poměr P/E²⁶ je v případě českých akcií mírně vyšší než u průměru evropských burz (DJ Stoxx) či burz v USA (S&P 500, DJ Industrial Average). Hodnoty kolem 30 u poměru P/E založeného na historických ziscích a kolem 20 při očekávaných ziscích ovšem neindikují vznik bubliny. To potvrzuje i fakt, že zatímco PX50 od počátku roku 2004 více než zdvojnásobil svou hodnotu, poměr P/E zůstal téměř konstantní.

Za druhé, vzhledem k významné participaci zahraničních investorů může být český akciový trh citlivý na změny jiných akciových trhů. Volatilní vývoj v zahraničí se může přelít do turbulencí na domácím trhu. Volatilita má většinou asymetrický průběh: při poklesech akciového indexu je volatilita větší než při jeho růstu.

GRAF II. 20

Vývoj CMAX indexu a volatilita na akciovém trhu

(CMAX: podíl současné hodnoty indexu k maximální hodnotě v posledních 60 dnech; historická volatilita: anualizovaná měsíční standardní odchylka logaritmu denních výnosů)



Pramen: Bloomberg

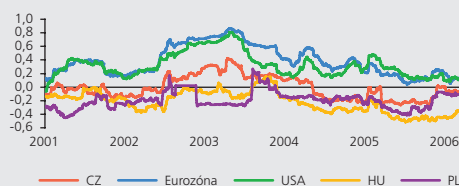
Podobný průběh CMAX indexu, který měří míru asymetričnosti vývoje akcií, pro evropský a český trh ilustruje závislost domácího vývoje na vývoji zahraničním. Výkyvy ve volatilitě jsou spojeny s poklesem tržního indexu, což je v souladu s dostupnými poznatky o vývoji na akciových trzích. Zajímavý je vývoj citlivosti domácího akciového indexu na pohyby indexu v zahraničí. Zatímco do roku 2003 český akciový trh reagoval na změny indexu DJ Stoxx s menší elasticitou, od roku 2004 český index reaguje na výkyvy na evropských trzích s vyšší elasticitou. To může souviset s růstem obchodní aktivity na českém akciovém trhu po vstupu ČR do EU a po přílivu portfoliových investic ze zahraničí.²⁷

Za třetí, efekt transmise turbulencí z vývoje v zahraničí do domácího akciového trhu by mohl být dále zesílen, pokud by se turbulence dále rozšířily do ostatních segmentů domácího finančního trhu, např. na dluhopisový trh. Analýza korelace změn dluhopisových výnosů a změn výnosů na akciových trzích ukazuje, že pro země středoevropského regionu je zejména pro období po roce 2004 typická negativní korelace výnosů, tedy ceny akcií i ceny dluhopisů společně rostou či klesají. To může být způsobeno právě účastí zahraničních investorů, kteří oba instrumenty mohou považovat za podobně riziková aktiva a nakupují či prodávají je společně. Na trzích eurozóny a USA je naproti tomu korelace výnosů pozitivní, neboť investoři přesunují svá aktiva od rizikových cenných papírů do bezpečných cenných papírů a opačně. Případné turbulence na domácím akciovém trhu by tedy opravdu mohly přispět k odlivu zahraničních investorů s negativním dopadem na další segmenty finančního trhu.

GRAF II. 21

Korelace výnosů dluhopisů a akcií vybraných zemí

(pohyblivá korelace týdenních změn výnosů a indexu ve 180denním okně)



Pramen: Bloomberg

2.3.4 Devizový trh

Pro otevřenou a se zahraničím silně integrovanou ekonomiku je měnový kurz jednou z nejdůležitějších veličin, které ovlivňují reálný i finanční sektor. Rizikem pro finanční stabilitu může být nadměrný výkyv ve vývoji kurzu. Vysoké a náhlé zhodnocení domácí měny může zvyšovat kreditní riziko exportérů. Naopak silné znehodnocení měny nepříznivě působí na dlužníky, kteří jsou zadluženi v cizí měně, neboť zvyšuje náklady splácení úvěru. Kromě toho může silná fluktuace kurzu či delší období nadměrného výkyvu mít nepříznivý vliv na očekávání ekonomických agentů a přispět tak k prohloubení ekonomického cyklu.

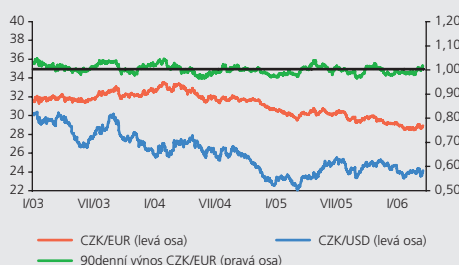
V první polovině roku 2005 byl vývoj měnového kurzu CZK/EUR charakterizován mírným zhodnocením koruny, v letních měsících relativní stabilitou a v závěru roku 2005 dalším zhodnocením. Kurz koruny k euru meziročně posílil z hodnot kolem 30,30 CZK/EUR v lednu 2005 na cca 28,70 CZK/EUR v lednu 2006. Převahu období se zhodnocením koruny v posledních dvou letech ilustruje i křivka 90denních výnosů.

GRAF II. 22

Vývoj nominálního měnového kurzu CZK/EUR

a CZK/USD

(v Kč za jednotku cizí měny; výnos jako podíl současné hodnoty a hodnoty před 90 dny)



Pramen: Bloomberg

26 P/E je poměr ceny akcie vůči minulému či očekávanému vyplacenému zisku na akcii.

27 Objem obchodů s akciemi uskutečněný nerezidenty meziročně vzrostl o 30 % v roce 2004 a o dalších 50 % v roce 2005.

Většina výkyvů se nachází pod osou stability kurzu. Průběžně také docházelo i ke zhodnocení k dolaru, i když zde byl kurz nepřímo determinován kurzem koruny k euru přes křížový kurz eura k dolaru. K posílení koruny v posledních letech docházelo na základě zlepšení ekonomické výkonnosti ČR, díky zvýšenému zájmu o investice v ČR a na základě pozitivních očekávání o české ekonomice.

V oblasti devizového trhu a měnového kurzu lze identifikovat tři oblasti možných rizik pro finanční stabilitu: silná fluktuace kurzu nebo takový vývoj měnového kurzu, který by nebyl podpořen fundamenty; možná závislost pohybu měnového kurzu koruny na tržním sentimentu vůči středoevropským ekonomikám; provázanost s ostatními segmenty domácího finančního trhu.

Indikátory historické volatility výnosů na devizovém trhu a implikované volatility odvozené z cen měnových opcí ukazují, že volatilita měnového kurzu koruny vůči euru (jak historická, tak implikovaná) je nižší než na vyspělých trzích (EUR/USD) nebo na jiných středoevropských trzích (HUF/EUR).²⁸ Implikovaná volatilita odráží názor tržních aktérů na vývoj budoucí volatility a je tak užitečným indikátorem pro očekávaný vývoj na trhu. Souběh implikované a historické volatility měnového kurzu, zejména od druhé poloviny roku 2004, ukazuje, že tržní aktéři se v předpovědích budoucího vývoje volatility v zásadě trefují, nicméně jsou spíše konzervativní a očekávají vyšší hodnoty, než pak skutečně nastanou.

Vliv mírného nárůstu nebo poklesu volatility měnového kurzu na finanční stabilitu není úplně zřejmý. Vyšší volatilita může přinutit ekonomické subjekty k využívání zajišťovacích operací proti změnám měnového kurzu, a zvýšit tak odolnost ekonomiky vůči šokům přicházejícím z devizového trhu.²⁹ Na druhou stranu je pravděpodobnost extrémního šoku na vysoce volatilním trhu vyšší.

Data o implikované volatilitě z opčních kontraktů na vývoj měnového kurzu dovolují též odhadnout, jakou pravděpodobnost trh přikládá velkým a náhlým změnám v měnovém kurzu. Zatímco v prvních měsících roku 2005 trh přikládal větší pravděpodobnost extrémnímu znehodnocení (depreciaci vyšší než 3 %) v porovnání s extrémním zhodnocením (apreciací vyšší než 3 %) na horizontu jednoho měsíce, na počátku roku 2006 se situace obrátila a trh spíše přikládal větší pravděpodobnost extrémnímu posílení koruny než extrémnímu oslabení. V obou případech je však pravděpodobnost extrémního pohybu hodnocena jako velmi malá (menší než 5 %).³⁰

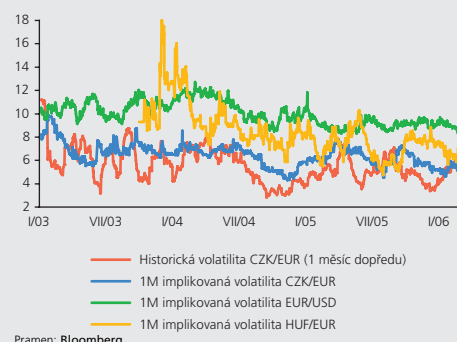
Za druhé, určitým rizikem v oblasti devizového trhu může být závislost kurzu koruny k euru na tržním sentimentu vůči všem středoevropským trhům. Případné problémy u sousedních zemí regionu, pokud by způsobily změnu tržního sentimentu, by mohly mít nepříznivý vliv na měnový kurz české koruny. Analýza korelace kurzu koruny k euru s kurzy ostatních středoevropských měn vůči euru skutečně naznačuje, že rok 2005 přinesl poměrně vysoké zvýšení míry souběhu vývoje středoevropských kurzů.

Počátkem roku 2006 však korelace kurzu koruny k euru s kurzy ostatních středoevropských zemí opět klesla. Rozdílný vývoj kurzů může být vysvětlen vývojem fundamentů v jednotlivých ekonomikách, vlivem politických událostí i úrokovým diferenciálem vůči euru. Prohlubující se záporný úrokový diferenciál koruny vůči euru stimuluje k využití české koruny jako levné financující měny pro investice do ostatních měn, což by mohlo působit proti efektu středoevropského tržního sentimentu.

GRAF II. 23

Vývoj historické a implikované volatility měnového kurzu

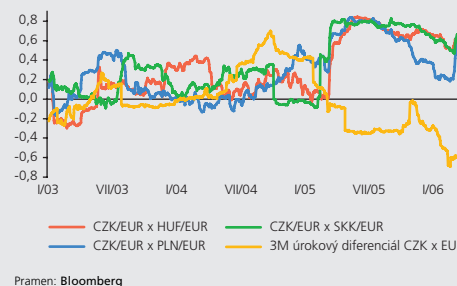
(anualizovaná měsíční standardní odchylka logaritmu denních výnosů, v %)



GRAF II. 24

Souběžný vývoj měnových kurzů středoevropského regionu

(klouzavá korelace týdenních změn v 90denním okně)



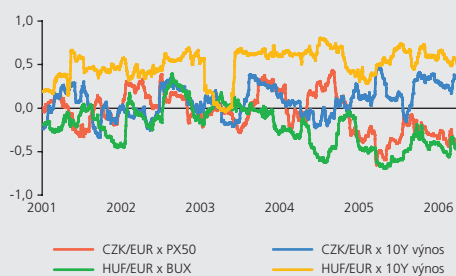
28 Obdobně nízká je i volatilita CZK/USD.

29 Neexistuje žádná oficiální statistika, která by informovala o rozsahu zajištění nefinančních podniků proti kurzovému riziku. Anekdotická evidence naznačuje, že exportující podniky nyní využívají zajišťovacích obchodů ve vyšší míře než v letech 2001-2002, kdy byly postiženy apreciačním šokem.

30 Metodologie odvození pravděpodobnosti, se kterou trh očekává změny v měnovém kurzu, je popsána například v Cincibuch, Martin – Bouc, Pavel (2004): An Interpretation of Czech FX Options. Finance a úvěr – Czech Journal of Economics and Finance 7-8/2004, str. 286-304.

GRAF II. 25

Korelace změn měnového kurzu a ostatních finančních aktiv
(klouzavá korelace týdenních změn v 90denním okně)



Pramen: Bloomberg

Za třetí, dalším faktorem ovlivňujícím finanční stabilitu by mohl být zvýšený souběh vývoje na devizovém trhu a ostatních finančních trzích. Zahraniční investoři vstupují na české finanční trhy prostřednictvím devizového trhu a pro nákup českých cenných papírů nejprve nakupují (popř. si oproti cizí měně půjčují) české koruny. Zvýšená volatilita na jednom trhu tak bude mít vliv i na trhy ostatní, což by mohlo prohloubit případné turbulence na trzích.

Analýza korelace změn měnového kurzu CZK/EUR a výnosů ostatních aktiv v ČR a v Maďarsku naznačuje, že do roku 2004 korelace změny měnového kurzu a výnosů akcií a dluhopisů v ČR fluktovala. V roce 2005 došlo k prohloubení této korelace: zhodnocení měny je stále více korelováno s růstem akciového indexu a poklesem výnosů dluhopisů. V Maďarsku tento vzorec korelace přetrvává již delší dobu. Zatímco část souběhu vývoje výnosů dluhopisů a kurzu měny může být vysvětlena i očekávaným pohybem úrokových sazeb centrální banky v reakci na zhodnocení měny, souběh změn kurzu měny a akcií jde pravděpodobně na vrub aktivity zahraničních investorů.

Nepříznivě by na finanční stabilitu mohl působit nelikvidní devizový trh, neboť ten by mohl přispět k vyšší volatilitě měnového kurzu. Dostupná data umožňují porovnat denní obraty na devizovém trhu s Maďarskem.³¹

Likvidita v měnových párech zahrnujících maďarský forint je vyšší než v párech s českou korunou, pouze v celkovém pohledu zahrnujícím jak spotové transakce, tak deriváty (forwardové kontrakty, swapy, opce) je likvidita v páru s eurem srovnatelná. Většina kontraktů jak v ČR, tak v Maďarsku je uzavírána s nerezidentskými institucemi (70 – 80 % všech kontraktů). Další aspekty likvidity a struktury českého devizového trhu obsahuje box Struktura a likvidita peněžního a devizového trhu v části 2.3.1 Peněžní trh. Celkově lze rizika spojená s likviditou na devizovém trhu hodnotit jako malá.

Box 2: Důsledky přílivu kapitálu a riziko přeshraniční nákazy

Silný příliv kapitálu v posledních letech zvýšil integraci české ekonomiky do mezinárodních finančních trhů. Nerezidenti mají významný podíl na akcích finančního i nefinančního sektoru díky minulým přímým zahraničním investicím. Navíc drží množství ostatních cenných papírů v rámci portfoliových investic, např. české vládní či podnikové dluhopisy a akcie obchodované na burze. Ceny aktiv na českých finančních trzích se často mění podle globálního tržního sentimentu.

Dominance zahraničních hráčů na domácím teritoriu může vyvolat obavu, zda-li se tím nestává český finanční i reálný sektor příliš závislý na zahraničních faktorech. Jedním z tradičních problémů, který je v případě silně finančně integrovaných trhů diskutován v rámci analýz finanční stability, je riziko možné přeshraniční nákazy (cross-border contagion). Šok, který postihne jednu zemi, může vyvolat turbulence na finančních trzích a prostřednictvím existujících vazeb a finančních expozic se přelít do zemí ostatních. Problém přeshraniční nákazy byl často zmiňován jako jeden z katalyzátorů finanční krize v Asii v druhé polovině 90. let a svou zkušenost s tímto fenoménem měla i Česká republika v měnové krizi v roce 1997.³²

31 Poslední globální šetření BIS o obrotech na devizovém trhu, kam svá data zasílají téměř všechny centrální banky, proběhlo v dubnu 2004. Další je plánováno až na rok 2007. ČNB zjišťuje obraty na devizovém trhu dvakrát ročně, zatímco MNB ve čtvrtletní frekvenci.

32 Popis měnové krize roku 1997 a role přeshraniční nákazy je možno najít v publikaci Šmídková, Kateřina a kol. (1998): Koruna Exchange Rate Turbulence in May 1997. Monetary Policy Division Working Paper 2-98, ČNB.

TAB. II. 5

Průměrné denní obraty na devizovém trhu
(v mil. USD; CZK za říjen 2005, HUF za poslední čtvrtletí 2005)

	Celkem všechny sledované měny	EUR	USD	Spot všechny sledované měny	EUR	USD
CZK	2 388	899	1 438	505	447	45
HUF	3 371	876	2 350	855	657	118

Pozn.: Zahrnuje transakce, kde alespoň jedna strana je bankou v ČR/Maďarsku.

Pramen: ČNB, MNB

Riziko přeshraniční nákazy se zvyšuje zejména v případě, kdy přeshraniční expozice globálních hráčů mají velmi krátkodobou splatnost a investoři je tak mohou likvidovat v podstatě okamžitě.

Tabulka naznačuje, že ČR měla na konci roku 2005 největší podíl dlouhodobých přeshraničních pohledávek od zahraničních bank.³³ Nicméně podíl krátkodobých pohledávek se udržuje na poměrně vysoké úrovni 30 %. ČR má také poměrně malý podíl přeshraničních pohledávek bez splatnosti, tj. akcií, které by zahraniční investoři mohli likvidovat, ať už by se jednalo o přímé či portfoliové zahraniční investice.

Druhým aspektem, který má vliv na míru rizika přeshraniční nákazy, je koncentrace zahraničních pohledávek. Pokud jsou např. zahraniční pohledávky koncentrovány u jednoho velkého věřitele a toho zasáhne šok, kvůli kterému by byl nucen likvidovat své zahraniční investice, dopad na dlužnickou zemi bude určitě větší než v případě, kdy domácí ekonomika využívá zahraniční kapitál z více zemí. Následující tabulka ukazuje, že zahraniční pohledávky jsou v případě ČR poměrně koncentrovány (3 nejvýznamnější věřitelské země drží cca 80 % všech zahraničních reportovaných pohledávek) v porovnání s ostatními zeměmi regionu.

Třetím faktorem, který spoluurčuje míru rizika přeshraniční nákazy, je míra podobnosti struktury věřitelů jednotlivých dlužnických zemí. Pokud by např. jednu dlužnickou zemi zasáhl velký šok a byli by postiženi všichni věřitelé této země, je možné, že by stáhli své expozice i z ostatních zemí, kde mají své pohledávky. Pokud by struktura věřitelů další země byla úplně shodná se strukturou věřitelů země postižené prvotním šokem, byla by pravděpodobně postižena odlivem investic do stejné míry i tato další země.

Pro zachycení míry podobnosti struktury věřitelů je použit tzv. index společných věřitelů (common creditor index), který se pohybuje od 0 (žádný společný věřitel) do 1 (úplně stejná struktura věřitelů).³⁴ Poslední tabulka ukazuje, že ČR má do jisté míry podobnou strukturu věřitelů se Slovinskem, Slovenskem a Maďarskem, méně však s Polskem či jinými zeměmi střední a východní Evropy. Obrázek však může být zkreslen započtením pohledávek dceřiných společností reportujících bank, včetně poskytovaných úvěrů s delší splatností, které by pravděpodobně v případě nákazy nemohly být ihned likvidovány.

Provedená analýza naznačuje, že zapojení české ekonomiky do mezinárodních finančních trhů a vysoký podíl zahraničního vlastnictví a toků kapitálu do české ekonomiky může vytvářet kanály přenosu zahraničních šoků a přispět k větší náchylnosti k riziku přeshraniční nákazy. Případná nákaza přes kanál přeshraničních pohledávek by ovšem musela být způsobena velkým šokem ve zdrojové zemi s významným dopadem na věřitelské země. Vzhledem k silné participaci vyspělých ekonomik jako věřitelů české ekonomiky a relativně malému podílu pohledávek za ČR na celkových portfoliích věřitelů lze riziko přeshraniční nákazy hodnotit jako omezené.

TAB. II. 3 BOX

Struktura splatnosti přeshraničních pohledávek
(% ze všech přeshraničních pohledávek)

	Do a včetně 1 roku	Více než 1 a méně než 2 roky	Více než 2 roky	Bez splatnosti
ČR	30,7	3,0	53,8	12,5
Maďarsko	28,5	5,8	44,8	20,9
Polsko	24,6	6,0	51,1	18,4
Slovensko	33,8	2,8	32,1	31,2
Slovinsko	30,6	5,5	51,2	12,8
Průměr NMS-8	30,6	6,5	46,8	16,1

Pramen: BIS International Banking Statistics

TAB. II. 4 BOX

Zahraniční pohledávky podle země původu
(3Q2005; v % všech zahraničních pohledávek včetně expozic
lokálních dceřiných společností reportujících bank)

	AT	BE	DE	FR	GR	JP	NL	SE	USA	Top 3
ČR	38,3	22,0	10,5	18,7	0,0	0,4	2,7	0,0	2,5	78,9
Maďarsko	27,4	11,2	30,3	3,7	0,0	1,3	3,6	0,1	2,4	68,9
Polsko	8,6	6,7	28,2	2,8	0,0	2,5	10,4	2,0	5,3	47,3
Slovensko	54,8	7,5	9,0	1,3	0,0	0,2	5,2	0,1	2,1	71,3
Slovinsko	40,4	6,7	29,1	9,5	0,2	1,3	0,9	0,1	0,4	79,0
NMS-8	26,3	11,2	20,8	7,1	0,0	1,2	5,1	6,4	3,0	58,2

Pramen: BIS International Banking Statistics

TAB. II. 5 BOX

Index společného věřitele
(3Q2005; 0 žádný společný věřitel, 1 shodná struktura věřitelů)

	EE	HU	LV	LT	PL	SK	SI	BG	RO	CR	TR
ČR	0,2	0,6	0,2	0,2	0,4	0,6	0,7	0,5	0,6	0,5	0,4

Pramen: BIS International Banking Statistics, výpočty ČNB

33 Data z BIS rozlišují mezi *přeshraničními pohledávkami (international claims)*, které zahrnují (i) pohledávky nerezidentských bank za domácími entitami mimo bank vlastněných reportujícími nerezidentskými bankami (*cross-border claims*) a (ii) úvěry poskytnuté dceřinými bankami přímo na území dané jurisdikce v cizí měně (*foreign currency local claims*), a *lokálními pohledávkami (local claims)*, které zahrnují pohledávky dceřiných bank za rezidenty pouze v lokální měně. *Zahraniční pohledávky (foreign claims)* jsou pak součtem přeshraničních a lokálních pohledávek. Přeshraniční pohledávky ve statistice BIS tedy nadhodnocují míru opravdových přeshraničních pohledávek.

34 Pro popis metodologie viz Van Rijckeghem, Caroline and Weder, Beatrice (2001): Sources of Contagion: Is it Finance or Trade? Journal of International Economics 54 (2), str. 293-308.