

ZPRÁVA O FINANČNÍ STABILITĚ

6
200

ZPRÁVA O FINANČNÍ STABILITĚ

Péče o finanční stabilitu je definována v zákoně o České národní bance č. 6/1993 Sb., ve znění pozdějších předpisů jako jeden z jejích klíčových cílů:

§ 2

(2) V souladu se svým hlavním cílem Česká národní banka

.....

d) vykonává dohled nad osobami působícími na finančním trhu, provádí analýzy vývoje finančního systému, pečuje o bezpečné fungování a rozvoj finančního trhu v České republice a přispívá ke stabilitě jejího finančního systému jako celku.

Česká národní banka (ČNB) definuje finanční stabilitu jako situaci, kdy finanční systém plní své funkce bez závažných poruch a nežádoucích důsledků pro současný i budoucí vývoj ekonomiky jako celku a zároveň vykazuje vysokou míru odolnosti vůči šokům.

Definice ČNB vychází z toho, že k narušení finanční stability dochází v důsledku procesů uvnitř finančního sektoru vedoucích ke vzniku zranitelných míst, jakož i vlivem silných šoků, jejichž zdrojem mohou být vnější okolí, domácí makroekonomický vývoj, velcí dlužníci a věřitelé, hospodářské politiky nebo změny v institucionálním prostředí.

Cílem ČNB z hlediska finanční stability je především přispívat k dosažení takové míry odolnosti finančního systému, která významně snižuje riziko vzniku finanční nestability. Klíčovými předpoklady pro úspěšné plnění tohoto cíle jsou cenová stabilita a zdravý vývoj finančních institucí, které jsou dosahovány prostřednictvím nástrojů měnové politiky a dohledu nad finančním sektorem. Velký význam má v oblasti finanční stability i spolupráce s ostatními národními, zahraničními i mezinárodními autoritami a institucemi. ČNB se při plnění cíle finanční stability snaží působit především preventivně a široce komunikovat s veřejností o potenciálních rizicích a faktorech vedoucích k ohrožení finanční stability. Nedílnou součástí komunikace je i tato Zpráva o finanční stabilitě.

Součástí veřejné komunikace je i předkládání Zprávy o finanční stabilitě Poslanecké sněmovně parlamentu ČR v souladu s ustanovením zákona o České národní bance č. 6/1993 Sb., ve znění pozdějších předpisů:

§ 3a

Česká národní banka je povinna podávat Poslanecké sněmovně nejméně jedenkrát ročně k informaci zprávu o finanční stabilitě.

SHRNUTÍ	7
ČÁST I	11
1 ÚVOD	12
2 REÁLNÁ EKONOMIKA	13
2.1 MAKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ	13
2.2 NEFINANČNÍ PODNIKY	18
2.2.1 Podniky s více než 100 zaměstnanci	18
2.2.2 Malé a střední podniky	19
2.2.3 Analýza rizik nefinančních podniků	20
2.3 DOMÁCNOSTI	23
3 TRHY AKTIV A FINANČNÍ INFRASTRUKTURA	27
3.1 VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	27
3.2 VÝVOJ NA TRHU NEMOVITOSTÍ	32
3.3 FINANČNÍ INFRASTRUKTURA	35
3.3.1 SKD a CERTIS – objemy transakcí a aktuální vývoj	35
3.3.2 Sledování evropských trendů	36
4 FINANČNÍ SEKTOR	38
4.1 STRUKTURA FINANČNÍHO SEKTORU	38
4.2 BANKOVNÍ SEKTOR	41
4.2.1 Vývoj úvěrů a kreditního rizika	41
4.2.2 Úvěry nefinančním podnikům	42
4.2.3 Úvěry obyvatelstvu	43
4.2.4 Tržní riziko	44
4.2.5 Operační riziko	45
4.2.6 Zisk a kapitál	46
4.3 POJIŠŤOVNY A PENZIJNÍ FONDY	49
4.3.1 Pojišťovny	49
4.3.2 Penzijní fondy	53
4.4 OSTATNÍ FINANČNÍ ZPROSTŘEDKOVATELÉ	54
4.4.1 Investiční společnosti a podílové fondy	54
4.4.2 Obchodníci s cennými papíry	54
4.4.3 Leasingové společnosti a společnosti ostatního úvěrování	55
ČÁST II	56
TÉMATICKÉ ČLÁNKY	56
VÝVOJ KREDITNÍHO RIZIKA A ZÁTĚŽOVÉ TESTOVÁNÍ BANKOVNÍHO SEKTORU V ČR	57
INDIKÁTORY FINANČNÍ STABILITY: VÝHODY A NEVÝHODY JEJICH VYUŽITÍ V HODNOCENÍ STABILITY FINANČNÍHO SYSTÉMU	69
PŘÍMÉ ZAHRANIČNÍ INVESTICE A ČESKÝ PODNIKOVÝ SEKTOR: MOŽNÁ RIZIKA PRO FINANČNÍ STABILITU	80
NABÍDKY PŘEVZETÍ A EFEKTIVNOST KAPITÁLOVÝCH TRHŮ	89
SLOVNÍČEK POJMŮ	99
SEZNAM ZKRATEK POUŽITÝCH V TEXTU	101

Box 1: Finanční propojení české ekonomiky se zahraničím: evidence z finančních účtů	16
Box 2: Soukromý kapitál (private equity) jako alternativní zdroj financování podniků	21
Box 3: Osobní bankrot	24
Box 4: Zatížení domácností spotřebitelskými úvěry	26
Box 5: Dopady změn frekvence měnověpolitických operací ČNB na peněžní trh	28
Box 6: Měření finanční integrace na devizových, akciových a dluhopisových trzích	29
Box 7: Zahraniční investice do bankovního sektoru a repatriace zisku	47
Box 8: Vývoj metodologie zátěžových testů v pojišťovnictví a v penzijních fondech	50

Vývoj světové ekonomiky byl v roce 2006 z hlediska finanční stability příznivý. Došlo k dalšímu urychlení celosvětového hospodářského růstu, přičemž pro českou ekonomiku byl důležitý vyšší než očekávaný růst v eurozóně. Na pozadí silné ekonomické aktivity rostly ceny komodit a ceny ropy zůstaly rizikovým faktorem. Je očekáváno určité ochlazení výkonu americké ekonomiky v průběhu roku 2007, což by mohlo vyvolat změnu tržního sentimentu na finančních trzích, které jsou v současnosti značně citlivé na nepříznivé zprávy.

Rozsah globálních nerovnováh charakterizovaných externím schodkem USA a přebytky asijských zemí byl i v roce 2006 značný. Nadále přetrvává riziko dalšího významného oslabení dolaru, které by se mohlo projevit výkyvy na finančních trzích. Podpora obchodních přebytků prostřednictvím udržování relativně slabých kurzů měn byla i v roce 2006 prosazována ze strany asijských ekonomik rozsáhlými intervenčními nákupy zejména dolarových aktiv do devizových rezerv.

Dalším významným faktorem je globální přebytek úspor, který pomáhá udržovat dlouhodobé úrokové sazby klíčových měn na nízkých úrovních. To přispívá k pokračující „honbě za výnosem“, v jejímž rámci přetrvává vysoká poptávka investorů po rizikovějších aktivech z rozvíjejících se ekonomik. Vzhledem k tomu nelze vyloučit další tlaky na nadměrně rychlé zhodnocování koruny, což představuje rizikový faktor z hlediska vývoje domácí ekonomické aktivity a externí bilance. Příliš rychlé zhodnocování koruny by mohlo také vést ke zhoršení finančních výsledků podnikové sféry, což by se mohlo projevit ve zvýšené míře jejich defaultu a následně v negativním dopadu na finanční systém.

Domácí makroekonomické prostředí se v roce 2006 vyvíjelo rovněž velmi příznivě. Na růst reálného HDP, který v roce 2006 dosáhl hodnoty 6,1 %, pozitivně působila především zvýšená investiční aktivita a spotřeba domácností, zatímco příspěvek čisté zahraniční poptávky se meziročně snížil. Makroekonomická prognóza ČNB z dubna 2007 očekává dílčí zpomalení hospodářského růstu v dalších dvou letech doprovázené mírným nárůstem inflačních tlaků. I přes silnou ekonomickou aktivitu setrvává deficit veřejných financí na hodnotách kolem 3 % HDP. Indikátory z finančních trhů však naznačují, že investoři tato čísla nepovažují v kontextu vývoje v ostatních zemích středoevropského regionu za výrazně nepříznivá.

Příliv přímých zahraničních investic v uplynulých letech ovlivnil strukturu české ekonomiky a odrazil se ve vysoké míře zahraničního vlastnictví podniků. Řadě odvětví dominují velké firmy, většinou pod zahraniční kontrolou, které exportují významnou část své produkce do zahraničí. Specifickým rysem struktury české ekonomiky je silná role zpracovatelského průmyslu, která může zvyšovat závislost ekonomiky na globální poptávce po určitých průmyslových produktech. Mezinárodní srovnání tyto obavy poněkud tlumí. I když je podíl zpracovatelského průmyslu na HDP v ČR nejvyšší ze všech zemí EU, míra koncentrace produkce do jednotlivých odvětví je naopak nejnížší. Stejně tak není nijak výjimečná silná pozice velkých podniků. Relativně slabá rizika jsou shledána i v tématickém článku zaměřeném na analýzu vlivu přímých zahraničních investic na českou ekonomiku.

Nefinanční podniky vykázaly v roce 2006 velmi dobré výsledky. Mimořádně úspěšný byl sektor velkých podniků. Rovněž data o malých a středních podnicích naznačují pozitivní trendy, zejména ve vývoji přidané hodnoty na zaměstnance. Ve srovnání s EU-12 je zadlužení podniků stále na nízké úrovni a nepředstavuje riziko pro finanční stabilitu. Došlo ke značnému oživení úvěrování malých podniků, což je vedle úvěrů obyvatelstvu segment, který bankám generuje nejvyšší výnosy. V souhrnu vede příznivý vývoj v podnikovém sektoru k nízkým hodnotám míry defaultu. Rizikovým prvkem z hlediska úvěrování podniků je převaha úvěrů poskytnutých s plovoucí sazbou nebo fixní sazbou do jednoho roku. Tento způsob nastavení úrokových sazeb bankám umožňuje pružně reagovat na vývoj na trhu. Z hlediska podniků však

Vývoj světové ekonomiky byl velmi příznivý, pozitivně překvapila eurozóna, za riziko je považováno ochlazení americké ekonomiky

Globální nerovnováhy zůstávají nadále rozsáhlé a ...

... globální přebytek úspor se projevuje nízkými dlouhodobými sazbami a „honbou za výnosem“

Makroekonomický vývoj české ekonomiky byl velmi příznivý a aktuální prognóza nenaznačuje rizika

Pozice zpracovatelského průmyslu je silná, koncentrace do odvětví naopak nízká

Dobré výsledky vykázaly velké, střední i malé podniky, míra jejich defaultu je nízká

u dlouhodobějších úvěrů může dojít v období růstu sazeb k podstatnému zvýšení úrokových plateb, což se může promítnout do růstu defaultů.

Příznivý vývoj domácí ekonomiky vytváří riziko vzniku nadměrně optimistických očekávání

Česká ekonomika je v současnosti vystavena riziku vzniku nadměrně optimistických očekávání ohledně jejího budoucího vývoje. Jejich základem jsou poměrně vysoká tempa růstu reálného HDP v posledních letech a očekávání podobného vývoje v dalších letech. Vysoká tempa růstu HDP však nevypovídají dostatečně přesně o růstu příjmů. Dalšími faktory jsou neadekvátně uvolněná fiskální politika a zlepšený přístup k úvěrům v prostředí nízkých nominálních úrokových sazeb. Optimismus je dále posilován růstem cen aktiv. Kombinace těchto faktorů by se mohla v dalších letech projevit požadavky na příliš rychlý růst mezd a nadměrným tempem růstu spotřeby domácností doprovázeným zrychleným růstem zadluženosti.

Úvěry obyvatelstvu vzrostly o téměř jednu třetinu, banky soutěžily o růst tržních podílů v tomto segmentu

V roce 2006 pokračoval rychlý růst úvěrů obyvatelstvu. Jejich roční tempo růstu dosáhlo více než 30 %. Tempo růstu tak meziročně mírně zpomalilo, nicméně celkový roční přírůstek byl o 20 % vyšší než v roce 2005. Banky se snažily zvyšovat v roce 2006 své tržní podíly na trhu úvěrů domácnostem nejen prostřednictvím nových úvěrů, ale rovněž převzetím již existujících úvěrů poskytnutých dříve jinou bankou. Při konsolidaci úvěrů jsou klientovi obvykle nabídnuty výhodnější úrokové sazby či možnost navýšení konsolidovaného úvěru na částku převyšující součet stávajících úvěrů.

Růst zadlužení obyvatelstva nelze prozatím hodnotit jako riziko pro finanční stabilitu ...

Růst zadlužení obyvatelstva není z pohledu finančního sektoru významným rizikem a české domácnosti jako celek nelze považovat za předlužené. Půjčky domácností jako procento HDP dosahovaly na konci roku 2006 téměř 20 %, zatímco průměr zemí EU-15 se pohybuje nad 60 %. Navzdory rychlé dynamice bankovních úvěrů domácnostem převyšuje jejich agregovaný příjem z přijatých úroků stále jimi zaplacené úroky. Růst úrokových sazeb by měl při symetrickém dopadu do přijatých i placených úroků domácnostmi pozitivní efekt na čisté úrokové příjmy domácností jako celku. Nicméně by negativně dopadl na část domácností s deficitním financováním a následně na celý finanční sektor prostřednictvím vyšší míry defaultu v sektoru domácností.

... ale roste počet domácností, které mají problém se splácením závazků

Jedním z projevů růstu zadlužení je zvýšení počtu domácností, které nejsou schopné splácet své závazky. To se týká zejména nízkopříjmových skupin domácností či domácností pouze s jedním živitelem. To dokládá například stále se zvyšující počet nařízených exekucí. Ze statistik exekucí je nicméně zřejmé, že dochází k určité stabilizaci a zpomalení prudkého nárůstu exekucí z roku 2005. Ze zvýšené dynamiky skončených exekucí v roce 2006 lze usuzovat na určité zrychlení exekučního řízení. Nově přijatý insolvenční zákon řeší i situaci, kdy existuje více věřitelů daného dlužníka neschopného dostát svým závazkům. Za této situace bude možno použít institut osobního bankrotu.

Světové finanční trhy zažily několik drobných otřesů, dopad na české trhy byl omezený

Během roku 2006 a na počátku roku 2007 došlo k několika epizodám, které testovaly úroveň averze k riziku hlavních hráčů na světových finančních trzích. Tyto epizody byly odstartovány zdánlivě marginálními událostmi. Ve všech případech došlo k pouze přechodnému zvýšení volatility finančních trhů a ceny aktiv se postupně dostaly brzy zpět na své původní hodnoty. Proběhlé epizody měly vliv i na výnosy na středoevropských finančních trzích, zejména na akciové i dluhopisové trhy a devizové kurzy. Dopad na české finanční trhy byl však poměrně omezený. Zatímco měny Polska a Maďarska většinou ve vyznačených epizodách oslabovaly, česká koruna zůstávala stabilní. To by mohlo naznačovat silnější sklon investorů diferencovat mezi jednotlivými zeměmi regionu podle jejich ekonomických fundamentů. Dopad korekcí na české finanční trhy byl v roce 2006 tlumen také záporným úrokovým diferenciálem české koruny oproti euru i dolaru, který omezuje rozsah toků „horkých peněz“.

Výnosy desetiletých českých dluhopisů se pohybují spolu s eurovými výnosy. Jejich spread vůči eurovým dluhopisům se v prvním pololetí roku 2006 a v počátku roku 2007 pohyboval v negativních hodnotách. Souběh českých a eurových dlouhodobých výnosů naznačuje silnou integraci českého a eurového trhu dluhopisů a může být projevem trhu očekávaného přijetí eura i vysoké kredibility ČNB. Na druhé straně by trh očekávaný nárůst krátkodobých sazeb spolu se stabilitou sazeb dlouhodobých mohl vést v budoucnu k plošší české výnosové křivce. Vzhledem k tomu, že pro bankovní sektor je typická transformace krátkodobých pasiv do dlouhodobých aktiv, může plochá či inverzní výnosová křivka vytvářet tlak na ziskovost a zvyšovat úrokové riziko.

Po období cenové stagnace v letech 2003 – 2005 došlo v roce 2006 k obnovení růstu cen nemovitostí. Zejména v Praze rostly nabídkové ceny bytů ke konci roku 2006 téměř 25% meziročním tempem. Porovnání vývoje cen bytů a příjmů indikuje možnost začínající „bubliny“ na trzích nemovitostí. Podíl cen bytu v Praze k ročním mzdám se ke konci roku 2006 přiblížil úrovni z konce roku 2003, kdy vrcholily spekulace o růstu cen bytů v souvislosti se vstupem ČR do EU. Rovněž ze srovnání relace cen bytů a příjmů v Praze s německými či rakouskými městy vyplývá, že část cenového růstu nemusí mít fundamentální povahu. Také srovnání výnosů z nájemného a jiných aktiv indikuje, že ceny nemovitostí jsou poměrně vysoké.

Určitá rizika v sobě skrývá i kombinace rostoucí rozestavenosti bytů, prodlužování doby jejich prodeje a zvyšující se míry financování jejich výstavby na úvěr. Úvěry poskytované společností podnikajícím s nemovitostmi rostou vysokým tempem již čtvrtým rokem a od konce roku 2002 vzrostl jejich objem třikrát. V průběhu celého roku 2006 vykazovaly průběžně dynamiku 35–40 %. V případě poklesu cen bytů stavěných developery by se splácení některých úvěrů mohlo stát problematickým.

Rozhodující systémy finanční infrastruktury nadále fungují bezchybně. V roce 2006 nedošlo k žádným systémově závažným výpadkům systému vypořádání krátkodobých dluhopisů SKD. ČNB jako jeho provozovatel opakovaně testuje plán zajištění plynulosti provozu za účasti jeho účastníků. Rovněž systém mezibankovního platebního styku CERTIS fungoval i v roce 2006 hladce. V listopadu byla úspěšně spuštěna do rutinního provozu jeho nová generace. Ta disponuje vyšší kapacitou, což snižuje riziko zahlcení systému. Nový systém navíc funguje s nižšími provozními náklady, což umožnilo snížit ceny pro uživatele.

Finanční zprostředkování v ČR měřené objemem aktiv finančních institucí v roce 2006 meziročně vzrostlo o 7 %. Vzhledem k obdobnému růstu nominálního HDP se tak hloubka finančního zprostředkování měřená podílem aktiv finančního sektoru na HDP v zásadě nezměnila a nadále se pohybuje kolem 130 %. Aktiva celého finančního sektoru v relativním vyjádření k HDP jsou ve srovnání se zeměmi eurozóny zhruba třetinová, stejně je tomu u aktiv bank a celkové finanční investice pojištěny jsou zhruba pětina.

Koncentrace v bankovním sektoru a tržní podíly velkých bank jsou srovnatelné s průměrem v EU. Významnou roli ve finančním sektoru ČR hraje zahraniční vlastnictví. V bankovním sektoru bylo ke konci roku 2006 kontrolováno zahraničním kapitálem 97 % celkových aktiv a v sektoru pojišťoven 75 % aktiv. Podíl zahraničních vlastníků u nebankovních obchodníků s cennými papíry a v penzijních fondech je nižší. Navzdory tomu, že dosud převažují pozitivní vlivy propojení českého finančního sektoru se zahraničím, do budoucna nelze vyloučit ani negativní dopad některých rizik plynoucích z takto těsných vazeb.

V celkovém hodnocení bankovního sektoru nedošlo v roce 2006 z pohledu finanční stability k významnějším změnám. Nefinanční podniky stále zůstávají nejvýznamnějšími klienty bank, přestože úvěry sektoru domácností v posledních letech výrazně rostou. Zatímco ještě na konci devadesátých let se podíl úvěrů podnikům na

Výnosy dlouhodobých obligací jsou ukotveny na nízkých hodnotách, plošší výnosová křivka by zvýšila úrokové riziko

Ceny nemovitostí v některých regionech obnovily růst, který nemusí mít vždy zcela fundamentální povahu ...

...a úvěry developerům mohou být relativně rizikové

Finanční infrastruktura fungovala bezchybně, začala fungovat nová generace CERTIS

Hloubka finančního zprostředkování zůstala stabilní

Českému finančnímu sektoru dominují zahraniční vlastníci

Domácnosti se svým podílem na úvěrech bank přibližují sektoru nefinančních podniků

celkovém bankovním úvěrovém portfoliu pohyboval okolo 80 %, nyní je tato hodnota již zhruba 45 %. Podíl domácností naopak postupně vzrostl až na současných 40 %.

Bankovní úvěry vzrostly o téměř jednu pětinu

Příznivé ekonomické prostředí zvyšovalo v roce 2006 poptávku po úvěrech. Meziroční tempo růstu klientských úvěrů se ke konci roku 2006 zrychlilo až k téměř 20 %, což je nejvyšší hodnota od předkrizového roku 1996. V souhrnu je úvěrová dynamika spojena s dynamickým vývojem ekonomické aktivity a s růstem poptávky domácností po financování vlastnického bydlení. Obyvatelstvo přispělo k celkovému ročnímu růstu bankovních úvěrů téměř 50 % podílem.

Podíl ohrožených úvěrů na úvěrech dále klesl, nicméně tento ukazatel kvalitu úvěrů mírně nadhodnocuje

Podíl ohrožených úvěrů na celkových úvěrech činil na konci roku 2006 3,6 % a meziročně tak poklesl o 0,5 p.b. Kvalita úvěrů vyjádřená podílem ohrožených úvěrů není v období rychlého růstu úvěrů ideálním ukazatelem. Vývoj alternativního tokového indikátoru míry defaultu naznačuje, že při používání podílu ohrožených úvěrů patrně dochází k mírnému nadhodnocení kvality úvěrů v důsledku vysoké dynamiky růstu úvěrů. Vliv makroekonomického vývoje na kreditní, úrokové a měnové riziko bank byl testován v rámci zátěžových testů. Rozšíření těchto testů popisuje jeden z tématických článků, který potvrzuje odolnost bank vůči nepříznivým makroekonomickým šokům ke konci roku 2006. Podobné závěry lze nalézt v tématickém článku, který se zaměřuje na výpočet indikátorů finančního zdraví.

Hypoteční úvěry mají banky adekvátně zajištěny

Dynamicky rostoucí úvěry na bydlení uzavřely rok 2006 s 1,6 % podílem ohrožených úvěrů, což je hodnota, která odpovídá konci předchozího roku. Zhruba 64 % je tvořeno úvěry, které jsou plně zajištěny nemovitostí. Banky poskytovaly ke konci roku 2006 hypoteční úvěry s hodnotou ukazatele LTV (loan-to-value) necelých 53 %, což je o 2 p.b. méně než před rokem. Hypoteční úvěry jsou tak z pohledu bank v průměru dobře zajištěny.

I při vysokém čistém zisku kapitálová přiměřenost bank mírně klesla

Bankovní sektor v ČR uzavřel rok 2006 s čistým ziskem necelých 38 mld. Kč, což je o zhruba 3 % méně než v roce předchozím. Vyplacené dividendy převyšující 27 mld. Kč dosáhly v roce 2006 svého historického maxima. Mírně nižší tvorba čistého zisku, vysoký objem vyplacených dividend a růst kapitálových požadavků z titulu růstu úvěrové emise jsou hlavními důvody, které vedly v roce 2006 k mírnému poklesu kapitálové přiměřenosti na necelých 11,5 %. Všechny jednotlivé banky však překročily 8 % hladinu regulatorního minima. Pokles kapitálové přiměřenosti signalizuje pokles úrovně krytí rizik disponibilním kapitálem, současně však může znamenat i efektivnější využití kapitálu.

Pojišťovny vykázaly vysokou rentabilitu i při zpomalování růstu předepsaného pojistného

Růst předepsaného pojistného v posledních letech zpomalil a poměry finančních investic z životního i neživotního pojištění k HDP zůstávají v relaci k vyspělým zemím EU poměrně nízké. Pojišťovny splňovaly kritéria solventnosti, tj. měly vlastní zdroje vyšší nebo na úrovni požadované míry solventnosti. Agregovaná disponibilní solventnost podle metodiky dohledu nad pojišťovnami dosahovala 3,4násobku požadované solventnosti na trhu životního pojištění a 3,8násobku na trhu neživotního pojištění. Ke stabilitě pojišťoven přispěla vysoká rentabilita kapitálu, která v roce 2006 překročila 25 %, rentabilita aktiv dosáhla 4,5 %.

Jsou vytvořeny předpoklady pro udržení finanční stability v dalších letech ... příznivá fáze hospodářského cyklu však není permanentním jevem

V souhrnu lze z pohledu finanční stability hodnotit vývoj v roce 2006 jako velmi úspěšný. Existující tendence ve finančním sektoru i v ekonomice jako celku vytvářejí dobré předpoklady pro udržení finanční stability i v příštích letech. Určitým rizikem je vznik nadměrně optimistických očekávání ohledně dlouhodobého vývoje ekonomiky na základě vnímání aktuální příznivé fáze hospodářského cyklu. Ekonomické subjekty by měly nicméně přistupovat k přijímání úvěrů a realizaci investic s vědomím, že ekonomická dynamika s sebou přináší i méně příznivé fáze hospodářského cyklu.

ČÁST I



1 ÚVOD

Česká národní banka předkládá veřejnosti Zprávu o finanční stabilitě za rok 2006. Naplňuje tím úkol, který je jí od loňského roku nově stanovený zákonem o České národní bance. Tímto úkolem je provádět analýzy finančního systému, pečovat o bezpečné fungování a rozvoj finančního trhu v České republice a přispívat ke stabilitě jejího finančního systému jako celku.

Struktura zprávy je do určité míry podobná předchozím dvěma zprávám za roky 2004 a 2005, její základní část však obsahuje o jednu kapitolu méně. Po úvodu následuje kapitola s názvem „Reálná ekonomika“. Její skladba vychází z úvahy, že finanční sektor působí v prostředí, které je ovlivňováno zahraničním a domácím makroekonomickým vývojem. Tento vývoj ovlivňuje situaci domácí podnikové sféry a domácností, což jsou hlavní dlužníci a věřitelé finančních institucí a představují pro ně největší zdroj kreditního rizika. Další kapitola nazvaná „Trhy aktiv a finanční infrastruktura“ obsahuje analýzu vývoje finančních trhů a věnuje pozornost stále významnější části trhu aktiv – trhu nemovitostí. Dále upozorňuje na trendy v oblasti finanční infrastruktury, v níž Česká národní banka aktivně působí. Poslední kapitola s názvem „Finanční sektor“ je zaměřena na samotné finanční instituce z bankovního i nebankovního sektoru. Pozornost je věnována struktuře finančního sektoru, rentabilitě a efektivnosti jeho institucí, kvalitě úvěrového portfolia i plnění obezřetnostních kritérií. To vše ovlivňuje schopnost finančních institucí vyrovnat se s přírodními šoky a riziky.

Zpráva přináší podobně jako v loňském roce čtyři tematické články týkající se problematiky finanční stability. První z nich se již tradičně věnuje zátěžovému testování bankovního sektoru. Vedle aktualizace zátěžových testů, které již byly provedeny v minulých zprávách, byl aparát zátěžového testování rozšířen o prognostický model úvěrové dynamiky a model kreditního rizika. Testy se nově zaměřují nejen na agregátní úvěrové portfolio, ale i na portfolia sektorů nefinančních podniků a domácností. Druhý článek popisuje a diskutuje metodologii vybraných indikátorů finančního zdraví a finanční stability a snaží se také o konstrukci agregátního indikátoru finanční stability. Třetí článek diskutuje dva fenomény spojené s přímými zahraničními investicemi, které mohou přímo či nepřímo ovlivnit finanční stabilitu. Těmito faktory jsou způsob financování firem vzniklých v rámci přímých zahraničních investic a životní cyklus těchto investic. Poslední článek je nově z oblasti kapitálového trhu. Zabývá se jeho efektivností prostřednictvím analýzy reakce cen na českých organizovaných trzích na informace o zveřejnění oznámení s konkrétní nabídkou odkupu akcií minoritních akcionářů. V příloze zprávy je uveden seznam všech zkratek, které byly ve zprávě použity, a slovníček vybraných pojmů.

Zpráva analyzuje vývoj relevantních ukazatelů za rok 2006. V případech, kdy data za rok 2006 nebyla k dispozici, byly použity dostupné údaje za předchozí období. Pokud byla naopak dostupná data za první měsíce roku 2007, byla v příslušných pasážích využita.

Předkládaná Zpráva o finanční stabilitě byla schválena bankovní radou České národní banky dne 17. května 2007. V elektronické podobě je k dispozici na internetové adrese <http://www.cnb.cz/>.

2 REÁLNÁ EKONOMIKA

2.1 MAKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ

Zahraniční i domácí makroekonomický vývoj byl v roce 2006 příznivý. Silnou ekonomickou aktivitu neomezilo ani pokračující zpřísňování měnové politiky v USA i eurozóně, ani růst cen komodit. Globálním rizikem pro budoucí období zůstává možné rychlejší než očekávané zpomalení výkonu americké ekonomiky, které by mohlo nepříznivě ovlivnit nejen ekonomickou aktivitu v eurozóně, ale i současný pozitivní tržní sentiment vůči rozvíjejícím se ekonomikám včetně ČR. Česká ekonomika je v současnosti vystavena riziku nadměrně optimistických očekávání ohledně jejího budoucího vývoje tažených také vysokými tempy růstu HDP, které však nemusí dobře vypovídat o zlepšování příjmové situace domácností. Finanční propojení a ekonomická integrace ČR s globální ekonomikou se již blíží evropským hodnotám. Role velkých podniků ve struktuře ekonomiky a specializace v rámci zpracovatelského průmyslu nevytváří významná rizika pro budoucí ekonomický vývoj, ani pro finanční stabilitu.

V roce 2006 došlo k dalšímu urychlení celosvětového hospodářského růstu, zároveň však rostly i ceny komodit.¹ Pro českou ekonomiku byl důležitý vyšší než očekávaný růst v eurozóně (Graf II.1). Na pozadí rychlého růstu světové ekonomiky pokračoval v první polovině roku růst světových cen ropy. V průběhu roku 2006 jejich růst s dílčími výkyvy zpomaloval, a napomáhal tak utlumování inflačních tlaků. V prvních měsících roku 2007 se potvrdila pověst ropy jako cenově vysoce volatilní komodity, když se světové ceny ropy začaly opět rychle zvyšovat. Ceny ropy proto zůstávají významným rizikovým faktorem. V roce 2006 zrychlil růst cen jiných komodit, zejména kovů (Graf II.2). Hlavním důvodem byla zvýšená poptávka ze zemí se silným ekonomickým růstem včetně řady rozvíjejících se ekonomik. Svou roli však hrála i určitá spekulativní poptávka od hedgeových fondů a dalších investorů. Vyšší ceny kovů a dalších komodit zvyšují náklady reálného sektoru, a tlačí tak na snížení jeho aktuální vysoké ziskovosti. Na druhé straně z tohoto vývoje profituje část ekonomiky zabývající se těžbou a zpracováním kovů, která má na českém průmyslu stále poměrně velkou váhu (viz část 2.2).

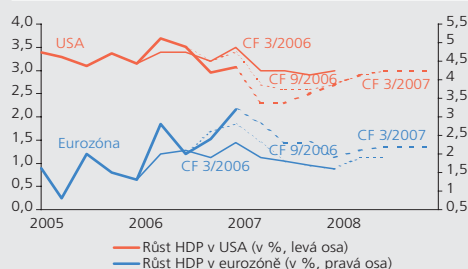
Rozsah globálních nerovnováh zůstal i v roce 2006 značný. Deficit běžného účtu platební bilance USA v roce 2006 vzrostl už jen mírně na 6,5 % HDP (oproti 6,4 % v roce 2005). Tento deficit byl „financován“ zejména asijskými ekonomikami a zeměmi exportujícími ropu, které dosahovaly značných přebytků běžného účtu. V roce 2006 se částečně změnila struktura financování amerického schodku, vzrostl podíl rizikovějších podnikových dluhopisů na úkor vládních dluhopisů.² Nadále přetrvává riziko dalšího významného oslabení dolaru, obavy z možného přesunu alokace devizových rezerv směrem od dolaru k dalším měnám se však nepotvrdily.

Dalším významným faktorem je přetrvávající globální přebytek úspor³, který pomáhá udržovat dlouhodobé úrokové sazby klíčových měn na nízkých úrovních, a přispívá tím ke globálnímu „převisu likvidity“. Za přebytkem úspor zejména v asijských ekonomikách a jeho investováním v zahraničí je nutno hledat nejen strukturální faktory, jakými jsou absence stabilního finančního sektoru, praktická neexistence sociální politiky a demografický vývoj, ale i cyklické faktory související s nízkými výnosy na domácích trzích (např. v Japonsku).

GRAF II.1

Očekávání a skutečnost hospodářského růstu v USA a eurozóně

(čtvrtletní data, meziroční růst, skutečnost versus očekávání Consensus Forecast, CF)

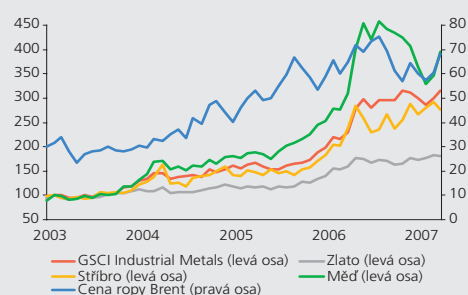


Pramen: Eurostat, US Bureau of Economic Statistics, Consensus Forecast

GRAF II.2

Ceny vybraných komodit

(index, 31.1. 2003 = 100, cena ropy v USD)



Pramen: Bloomberg

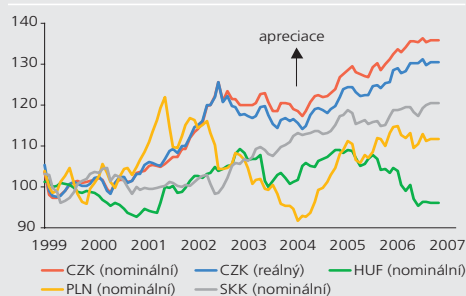
1 MMF ve World Economic Outlook (Apríl 2007) uvádí, že výstup světové ekonomiky vzrostl v roce 2006 o 5,3 %, což je spolu s rokem 2004 rekord dekády. V dalších dvou letech se očekává mírně slabší růst ve výši 4,9 %.

2 Viz ECB Financial Stability Review, June 2007.

3 Termín „globální přebytek úspor“ i dále použité termíny „globální převis likvidity“ a „honba za výnosem“ jsou podrobněji vysvětleny ve slovníčku pojmů.

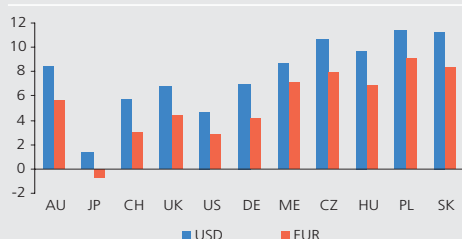
GRAF II.3

Vývoj reálných a nominálních efektivních měnových kurzů
(index, 1999=100, váhy = podíl na zahraničním obchodu 41 partnerů, reálný kurz s využitím CPI)



GRAF II.4

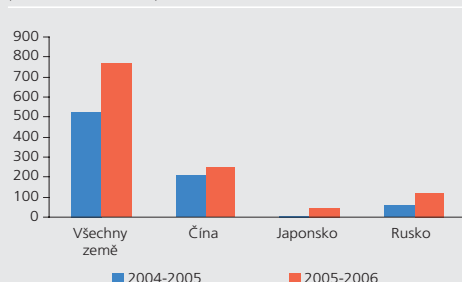
Nominální výnosy měn pro zahraničního investora
(v %, průměr 2000-2006)



Pozn.: Aproximace výnosu zahraničního investora do vládních obligací v příslušné měně. Průměrný výnos je dán součtem průměrné úrokové sazby z vládních obligací a průměrného ročního zhodnocení nominálního kurzu domácí měny vůči EUR, respektive USD.

GRAF II.5

Dynamika světových devizových rezerv
(změna rezerv v mld. USD)



Celkově přebytek úspor a převis likvidity na finančních trzích přispívaly k nízkým dlouhodobým výnosům, a tím i k pokračující „honbě investorů za výnosem“ (viz část 3.1). Tento faktor se podílí na tlacích na zhodnocování některých měn rozvíjejících se ekonomik, které aplikují režim plovoucího kurzu (Graf II.3). Mezi ně patří i ČR, jejíž měna nabízela v posledních letech pro zahraniční investory relativně vysoké výnosy (Graf II.4). Na počátku roku 2007 vznikla očekávání snížení měnově-politických sazeb v USA a ukončení růstu těchto sazeb v eurozóně (viz část 3.1). To by se mohlo projevit dalším tlakem na neadekvátně rychlé zhodnocování koruny, což představuje rizikový faktor z hlediska vývoje domácí ekonomické aktivity a externí bilance. Dosavadní evidence sice naznačuje slušnou odolnost české ekonomiky i exportní výkonnosti vůči mírnému posilování české koruny, určité nepříznivé dopady však nelze při výraznějším posílení vyloučit.

Růst měnověpolitických sazeb v USA z 4,25 % z konce roku 2005 až na 5,25 % od června 2006 se neprojevil významnějším zpomalením tempa růstu HDP. V návaznosti na rostoucí negativní signály z trhu hypoték a nemovitostí je však očekáváno určité ochlazení výkonu americké ekonomiky v průběhu roku 2007 (Graf II.1). Pokud by toto ochlazení bylo nečekaně silné, důsledkem by mohlo být nejen zpomalení současného ekonomického oživení v eurozóně, ale i změna tržního sentimentu na finančních trzích, které se ukazují v současné době jako velmi citlivé na nepříznivé zprávy (viz část 3.1). Pro české makroekonomické prostředí by v takovém případě byly relevantní zejména dopady na ekonomiku eurozóny, která je naším největším obchodním partnerem.

Navzdory růstu měnověpolitických sazeb ECB (z 2,25 % v prosinci 2005 na 3,75 % v březnu 2007) došlo v průběhu roku k vítanému oživení v eurozóně a navzdory výše uvedenému riziku trhy očekávají další mírné zvýšení růstu HDP v následujících letech. To je v souladu s předpokládaným přesunem globálního ekonomického výkonu směrem od USA k Evropě a Asii. Tento přesun, který tlumí riziko přílišné závislosti světového růstu na americké ekonomice, může přispět k postupnému snížení globálních nerovnováh.

Asijské země nadále úspěšně aplikovaly strategii podpory obchodních přebytků prostřednictvím udržování relativně slabých kurzů svých měn oproti dolaru. Tato strategie byla i v roce 2006 prosazována intervenčními nákupy zejména dolarových aktiv do devizových rezerv. Celkové devizové rezervy (bez zlata) dosáhly ke konci roku více než 4 800 mld. USD. Při stagnaci japonských rezerv na úrovni kolem 875 mld. USD se jejich největším držitelem se stala Čína, která překonala hranici 1 000 mld. USD. Celkově se dynamika růstu rezerv v roce 2006 dále zvýšila (Graf II.5).

Intervenční nákupy dolarů do devizových rezerv ze strany asijských zemí tlačí na poklesy výnosů amerických dluhopisů (viz část 3.1). To ve svém důsledku omezuje účinnost měnové politiky amerického Federálního rezervního systému (Fed).⁴ Jedním z negativních dopadů dlouhodobě nízkých úrokových sazeb může být prohlubování intertemporální nerovnováhy v americké ekonomice v důsledku přesunování poptávky z budoucnosti do současnosti. Za určitých okolností, tj. zejména při výrazném poklesu cen aktiv, by se tyto nerovnováhy mohly projevit prudkým propadem spotřeby. Neméně významným problémem by bylo i snížení hodnoty zástav, což by mělo nepříznivé dopady i do firemního sektoru. Vzhledem k předcházející

⁴ Empirické práce, které se snaží kvantifikovat tento dopad, dochází k dosti odlišným výsledkům od prakticky nulového vlivu až do 2 procentních bodů. Autoři těchto prací jsou značně omezeni dostupností dat ohledně asijských investic. Dřívější odhady vlivu japonských intervenčních nákupů dolarů, které pracovaly s mnohem kvalitnějšími daty, nacházely v době největších intervenčních dopadů až v rozsahu 65 b.b. u tříletých dluhopisů. Podrobněji viz ECB (2006): The Accumulation of Foreign Exchange Reserves. Occasional Paper No. 43, Február 2006.

uvolnění měnové politiky a značné zadluženosti domácností by hrozící recesi nebylo jednoduché čelit nástroji měnové politiky.⁵ Přízpůsobení by vyžadovalo další oslabení dolaru, které by se mohlo projevit výkyvy na finančních trzích. Rizika spojená s možným poklesem cen aktiv a značnou zadlužeností domácností a firem jsou přítomna i v některých ekonomikách EU.

Rizika pro ČR vyplývající z hospodářského vývoje ve středoevropském regionu závisí do určité míry na ochotě investorů na finančních trzích rozlišovat mezi jednotlivými zeměmi podle ekonomických fundamentů.⁶ Makroekonomický vývoj byl v roce 2006 v ostatních zemích regionu do značné míry heterogenní (Tab. II.1). Na Slovensku a v Polsku byla makroekonomická situace příznivá, obě země by si i nadále měly zachovat poměrně vysokou dynamiku hospodářského růstu při nízké inflaci a stabilizované nebo zlepšující se fiskální a vnější pozici. Naopak v Maďarsku došlo ke zhoršení makroekonomického vývoje, které by se mělo v nejbližším období ještě prohloubit. Rozdíly mezi jednotlivými zeměmi jsou taktéž zohledněny v přiděleném ratingu.

Domácí makroekonomické prostředí lze hodnotit jako velmi příznivé (Graf II.6). Na ekonomický růst, který v roce 2006 dosáhl hodnoty 6,1 %, pozitivně působila především domácí poptávka (zvýšená investiční aktivita a spotřeba domácností), příspěvek čisté zahraniční poptávky byl v roce 2006 výrazně nižší než v předchozím roce. Inflace v průběhu roku vzrostla k úrovní kolem 3 %, v jeho závěru pak klesla opět k nízkým hodnotám.

Makroekonomická prognóza ČNB z dubna 2007 očekává mírné zpomalení růstu reálného HDP na 5,7 % v roce 2007 a 5,3 % v roce 2008. Z hlediska jednotlivých složek ekonomického růstu budou v obou letech hrát důležitou roli spotřeba domácností spolu se zahraniční a investiční poptávkou a s tím spojený růst exportní výkonnosti. Na celém období prognózy budou reálné měnové podmínky mírně uvolněné.

Negativním signálem pro zahraniční investory či ratingové agentury mohla být v roce 2006 fiskální politika v ČR. Ve srovnání s předchozím rokem sice došlo ke zlepšení, neboť deficit veřejných rozpočtů v metodice ESA95 dosáhl v roce 2006 hodnoty 2,9 % HDP (snížení z 3,5 % HDP v roce 2005) a veřejný dluh zůstal na předloňské úrovni 30,4 % HDP. Poměrně vysoký deficit v situaci robustního ekonomického růstu však může signalizovat nutnost reformy s nejasným dopadem na ekonomickou aktivitu. Indikátory z finančních trhů naznačují, že investoři tato čísla nepovažují v kontextu vývoje v ostatních zemích středoevropského regionu za výrazně nepříznivá, a české vládní dluhopisy denominované v eurech si tak udržují nízký spread vůči obdobným dluhopisům eurozóny ve srovnání s ostatními středoevropskými ekonomikami (Graf II.7). K nízkým spreadům přispívá i ve středoevropském kontextu nízké veřejné zadlužení ČR.

TAB. II.1

Makroekonomické indikátory zemí středoevropského regionu

(2007 a 2008 odhady)

		2005	2006	2007	2008
Maďarsko	růst HDP (v %)	4,2	3,9	2,4	3,0
	inflace (v %)	3,5	3,9	6,9	3,7
	fiskální deficit/HDP (v %)	-6,5	-9,8	-6,8	-4,7
	schodek běžného účtu/HDP (v %)	-7,4	-6,0	-5,0	-4,6
Polsko	růst HDP (v %)	3,5	5,8	5,7	5,2
	inflace (v %)	2,1	1,0	2,1	2,5
	fiskální deficit/HDP (v %)	-2,9	-2,4	-2,9	-2,8
	schodek běžného účtu/HDP (v %)	-1,8	-2,3	-3,0	-3,5
Slovensko	růst HDP (v %)	6,0	8,3	8,6	6,7
	inflace (v %)	2,7	4,5	2,8	2,6
	fiskální deficit/HDP (v %)	-3,1	-3,7	-2,9	-2,4
	schodek běžného účtu/HDP (v %)	-8,6	-6,3	-4,7	-3,1

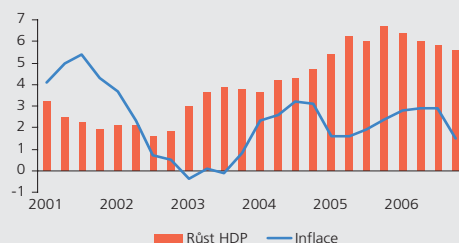
Pramen: Eastern Europe Consensus Forecast 3/2007, Evropská komise

Pozn.: Data za fiskální deficit SK z Convergence Programme 11/2006.

GRAF II.6

Vývoj růstu reálného HDP a inflace v ČR

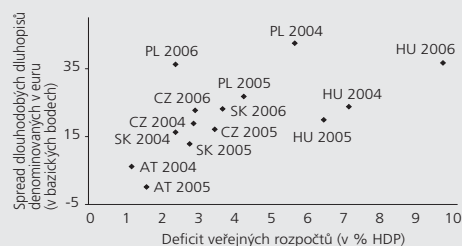
(čtvrtletní data; meziroční změny v %)



Pramen: ČSÚ.

GRAF II.7

Deficity veřejných rozpočtů versus finanční trhy



Pramen: Eurostat, JP Morgan, Bloomberg, Consensus Forecast

⁵ U odborné veřejnosti vzbudil v roce 2006 značný zájem netechnický článek hlavního ekonoma Banky pro mezinárodní platby Williama Whitea (viz White, W.: Is price stability enough? BIS Working Paper No. 205, April 2006). Vysvětluje, jak se mohou v období nízké inflace akumulovat finanční nerovnováhy a bubliny na trzích aktiv, které se v delším horizontu promítnou do makroekonomické nestability. Centrální banky by se proto měly zaměřit na dlouhodobější důsledky své měnové politiky a zohledňovat při jejím nastavení její vliv na finanční rovnováhu.

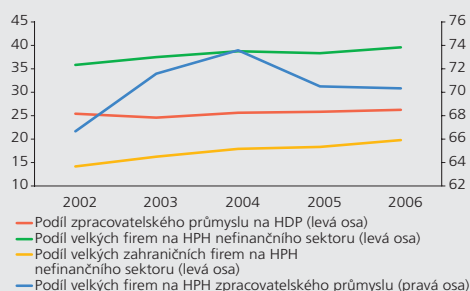
⁶ Zdá se, že investoři do určité míry rozlišují mezi jednotlivými zeměmi regionu podle ekonomických fundamentů, nicméně v časech korekcí na finančních trzích regionální sentiment stále působí (viz část 3.1).

TAB. II.2
Platební bilance ČR: vybrané indikátory
(v % HDP)

	2003	2004	2005	2006
Saldo běžného účtu platební bilance	-6,2	-6,0	-2,6	-4,2
Saldo obchodní bilance a bilance služeb	-2,2	-0,5	2,0	1,8
Saldo bilance výnosů	-4,7	-5,7	-5,2	-5,7
Saldo bilance běžných převodů	0,6	0,2	0,7	-0,2
Přímé zahraniční investice (PZI) do ČR	2,3	4,6	9,4	4,2
Výnosy z PZI do ČR	-4,6	-5,6	-5,4	-5,6
- reinvestovaný zisk	-2,4	-2,7	-2,6	-2,6
- vyplacené dividendy	-2,0	-2,6	-2,5	-2,8
Saldo přímých zahraničních investic	2,1	3,7	9,4	3,3
Saldo portfoliových investic	-1,4	2,1	-2,7	-0,8
Saldo ostatních investic	5,3	0,9	-1,4	1,3

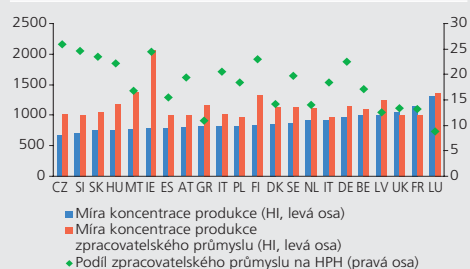
Pramen: ČNB, ČSÚ

GRAF II.8
Význam velkých a zahraničních firem v české ekonomice
(v %, HPH = hrubá přidaná hodnota; velké firmy = firmy se 100 a více zaměstnanci)



Pramen: ČSÚ, výpočty ČNB

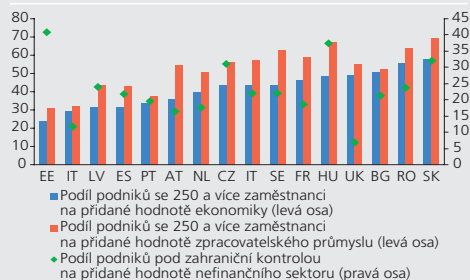
GRAF II.9
Význam zpracovatelského průmyslu a koncentrace produkce
(rok 2005, podíl v %, HPH = hrubá přidaná hodnota, HI = Herfindalův index)



Pramen: Eurostat, výpočty ČNB

Pozn.: DE, GR, LT, HU, SE za 2004. Míra koncentrace vypočítána s využitím dat za 31 odvětví.

GRAF II.10
Role velkých a zahraničně vlastněných podniků v EU
(podíl velkých podniků za rok 2004, podíl zahraničních podniků za rok 2003, v %)



Pramen: Eurostat, výpočty ČNB

Pozn.: Údaj o podílu zahraničních podniků u UK 1999, SE 2000, NL, FR a ES 2001 a IT 2002.

Rizika pro ekonomickou aktivitu a devizový kurz vyplývající z externí bilance zůstala i v roce 2006 omezená. Obchodní bilance a bilance služeb zůstaly v přebytku, i když v mírně nižším než loni (Tab. II.2). Saldo běžného účtu se tak mírně prohloubilo na 4,2 % HDP, a to i z důvodu vyššího záporného salda bilance výnosů a též záporného salda bilance běžných převodů. Schodek je financován přílivem zahraničních investic a částečně též přílivem ostatních investic, neboť v oblasti portfoliových investic došlo k čistému odlivu v důsledku vyššího nárůstu investic rezidentů v zahraničí ve srovnání s nárůstem investic nerezidentů v ČR. V roce 2006 poprvé převýšily vyplacené dividendy do zahraničí reinvestovaný zisk, celkově se však výnosy z přímých zahraničních investic v ČR zvýšily. Odliv kapitálu může krátkodobě ovlivnit měnový kurz, který se může chovat sezonně a oslabovat s převodem dividend do zahraničí.⁷

Příliv přímých zahraničních investic v uplynulých letech ovlivnil strukturu české ekonomiky a odrazil se ve vysoké míře zahraničního vlastnictví podniků (viz Box 1).⁸ Řadě odvětví dominují velké firmy, většinou pod zahraniční kontrolou, které exportují významnou část své produkce do zahraničí. Specifickým rysem struktury české ekonomiky je významná role zpracovatelského průmyslu (a některých jeho subsektorů, jako je např. automobilový průmysl), který se významným způsobem podílí na tvorbě HDP i exportní výkonnosti. To může zvyšovat závislost ekonomiky na globální poptávce po určitých průmyslových produktech. Dostupná evidence naznačuje, že role velkých (se 100 a více zaměstnanci) a zahraničních podniků v české ekonomice se v čase spíše zvyšuje, s výjimkou zpracovatelského průmyslu, kde role velkých podniků mírně klesá z důvodu nárůstu významu menších producentů (Graf II.8).

Mezinárodní srovnání ukazuje, že i když je podíl zpracovatelského průmyslu na HDP v ČR nejvyšší ze všech zemí EU, míra koncentrace produkce do jednotlivých odvětví je naopak nejnižší (Graf II.9). Stejně tak není nijak výjimečná významnější role velkých podniků. ČR se umísťuje někde uprostřed vzorku evropských zemí, za které je tento údaj dostupný (Graf II.10). Jedinou oblastí, kde se česká ekonomika umísťuje na předních místech, je pouze podíl firem pod zahraniční kontrolou na celkovém výkonu ekonomiky.

Box 1: Finanční propojení české ekonomiky se zahraničím: evidence z finančních účtů

Pokračující obchodní i finanční integrace české ekonomiky do globální, případně evropské ekonomiky vede k významnému propojení domácí ekonomiky se zahraničím prostřednictvím vzájemných finančních vztahů. Z hlediska finanční stability zvyšují přeshraniční finanční vztahy citlivost lokální ekonomiky na zahraniční vlivy, a představují tak potenciální kanál přeshraniční nákazy.⁹

Jedním ze způsobů, jak zachytit míru finančního propojení lokální ekonomiky se zahraničím, je využít tzv. finančních účtů. Ty popisují strukturu finančních

- Evidence z finančního účtu platební bilance a z investiční pozice vůči zahraničí naznačuje, že česká ekonomika není postižena fenoménem „hot money“, tj. množstvím krátkodobých úložek nerezidentů v lokální měně, které lze v případě finančních turbulencí rychle likvidovat, a přispět tak k oslabení měny. Důvodem jsou především nízké úrokové sazby koruny, které motivují tržní aktéry využívat českou korunu spíše jako finanční měnu pro spekulativní obchody typu *carry trades* (viz část 3.1).
- Vybrané dopady přímých zahraničních investic na českou ekonomiku diskutuje článek Přímé zahraniční investice a český podnikový sektor: možná rizika pro finanční stabilitu v tematické části této zprávy.
- Propojení domácí ekonomiky se zahraničím s využitím dat o pohledávkách mezinárodně aktivních bank bylo analyzováno ve Zprávě o finanční stabilitě 2005, Box 2 Příliv kapitálu a riziko přeshraniční nákazy, str. 24–25. Viz též Geršl, A. (2007): Foreign banks, foreign lending and cross-border contagion: evidence from BIS data. Finance a úvěr – Czech Journal of Economics and Finance 1–2/2007, str. 27–40.

aktiv a závazků jednotlivých sektorů ekonomiky (domácnosti, nefinanční podniky, vládní instituce, finanční instituce) a též nerezidentů vůči rezidentům. Pro jednotlivý sektor, ani pro všechny rezidenty jako celek se finanční aktiva nemusí rovnat finančním závazkům, a to ani ve stavu těchto pohledávek a závazků, ani v transakcích. Čistá finanční pozice lokální ekonomiky jako celku (tj. rozdíl finančních aktiv a závazků rezidentů) se však musí rovnat opačné hodnotě čistých finančních aktiv nerezidentů vůči rezidentům, neboť jedinou zbývající protistranou po konsolidaci všech finančních vztahů v rámci lokální ekonomiky jsou nerezidentské instituce.¹⁰

Sektor domácností je jak ve středoevropských ekonomikách, tak i ve vyspělých ekonomikách EU přebytkovou jednotkou, která má jako celek více finančních aktiv než závazků (Tab. II.1 Box). Úspory domácností tak slouží k financování deficitních sektorů, jako jsou tradičně nefinanční podniky a částečně též vláda. Čistá finanční pozice finančních institucí je v zásadě vyrovnaná, neboť tyto instituce slouží jako finanční zprostředkovatelé. Vyšší úroveň finančních aktiv i závazků finančních institucí ve vyspělých ekonomikách odráží větší hloubku finančního zprostředkování. Jako celek jsou jednotlivé středoevropské ekonomiky čistými dlužníky, a vykazují tak negativní čistou finanční pozici vůči zbytku světa v rozsahu 30 % až 100 % HDP. Vyspělé členské země EU (a též eurozóna jako celek) jsou taktéž v průměru čistými dlužníky, i když některé země jsou naopak čistými věřiteli (např. Německo, Francie, Belgie či Nizozemsko).

Relevantní otázkou je, zda-li je pozorované finanční propojení zemí středoevropského regionu se zahraničím relativně větší a případně i odlišné od ostatních zemí EU. Údaje z finančních účtů indikují, že rozdíly nejsou ani tak v míře relevance financování domácí ekonomiky nerezidenty, ale spíše v jeho struktuře. Veškeré pohledávky nerezidentů vůči rezidentům se jak ve středoevropských ekonomikách, tak ve vyspělých zemích EU pohybují mezi 20 až 30 % všech závazků rezidentů (Tab. II.2 Box). Nerezidenti však hrají relativně větší roli ve financování středoevropských zemí pomocí přeshraničních půjček (cca 24 % všech půjček rezidentů v ČR versus 15 % ve vyspělých zemích EU) a ve vlastnictví podniků (zhruba 40% podíl účastí držených nerezidenty). Vzhledem k tomu, že jak půjčky, tak účasti reprezentují spíše strategické než spekulativní zájmy nerezidentů (na rozdíl od držení např. dluhopisů), je vyšší míra financování nerezidenty spíše stabilizujícím faktorem.

Rostoucí význam začínají mít i finanční investice rezidentů v zahraničí (Tab. II.3 Box). Relevance tohoto kanálu přeshraničních finančních vztahů je ale stále nižší pro země středoevropského regionu ve srovnání s vyspělými zeměmi EU. Výjimku tvoří cenné papíry jiné než účasti, tj. dluhopisy, které např. v ČR obnášejí více než 50 % všech dluhopisů držených rezidenty, což je podíl obdobný jako ve vyspělých zemích EU.

Česká ekonomika je v současnosti vystavena riziku vzniku nadměrně optimistických očekávání ohledně jejího budoucího vývoje. Jejich základem jsou poměrně vysoká tempa růstu reálného HDP v posledních letech a očekávání podobného vývoje v dalších letech. Dalšími faktory jsou neadekvátně uvolněná fiskální politika a zlepšený přístup k úvěrům v prostředí nízkých nominálních úrokových sazeb. Optimismus je dále posilován růstem cen aktiv (nemovitostí a akcií). Kombinace těchto faktorů by

TAB. II.1 (Box)

Finanční pozice jednotlivých sektorů
(nekonsolidované stavy ke konci období, v % HDP)

	CZ	HU	PL	E-12
Domácnosti				
Finanční aktiva	80,0	81,7	57,0	198,4
Závazky	38,5	26,0	18,4	70,6
Čistá finanční aktiva	41,5	55,6	38,5	127,8
Nefinanční podniky				
Finanční aktiva	117,4	105,7	80,7	167,4
Závazky	196,3	213,6	145,6	266,8
Čistá finanční aktiva	-79,0	-107,9	-64,9	-99,4
Vládní instituce				
Finanční aktiva	47,5	31,9	45,1	43,4
Závazky	36,1	71,8	57,8	81,9
Čistá finanční aktiva	11,4	-39,8	-12,7	-38,5
Finanční instituce				
Finanční aktiva	151,3	141,7	100,7	428,6
Závazky	154,2	147,2	103,5	431,6
Čistá finanční aktiva	-2,9	-5,5	-2,8	-3,0
Rezidenti celkem				
Finanční aktiva	396,2	360,9	283,6	837,8
Závazky	425,1	458,5	325,4	850,9
Čistá finanční aktiva	-28,9	-97,6	-41,9	-13,1
Nerezidenti				
Finanční aktiva	92,0	156,0	73,1	246,7
Závazky	62,9	58,1	30,6	232,0
Čistá finanční aktiva	29,1	97,9	42,5	14,7

Pramen: ČNB, Eurostat

Pozn.: CZ za 2006 (předběžná data), ostatní za 2005. E-12 = průměr zemí eurozóny a DK, SE bez LU a IE.

TAB. II.2 (Box)

Role nerezidentů ve financování domácí ekonomiky

(pohledávky nerezidentů vůči rezidentům, nekonsolidované stavy ke konci období, v % HDP)

	CZ	HU	PL	E-12
Oběživo a vklady: – v % HDP	9,5	10,6	1,4	60,3
– v % oběživa a vkladů u lokálních bank	9,4	14,1	2,5	31,1
Půjčky: – v % HDP	16,7	35,0	19,2	29,3
– v % všech půjček rezidentům	23,7	33,6	34,2	15,1
Cenné papíry mimo účasti: – v % HDP	8,9	34,2	18,3	78,9
– v % všech cenných papírů mimo účasti vydaných rezidenty	22,8	48,0	37,5	55,2
Účasti: – v % HDP	49,4	71,4	29,8	70,9
– v % veškerých účastí v pasivě rezidentů	40,7	49,3	29,9	28,1
Ostatní pohledávky: – v % HDP	7,5	4,7	4,7	6,7
– v % všech ostatních závazků rezidentů	9,2	8,9	7,9	16,5
Veškeré pohledávky nerezidentů vůči rezidentům: – v % HDP	92,0	156,0	73,1	246,7
– v % veškerých závazků rezidentů	21,6	34,0	22,5	28,3

Pramen: ČNB, Eurostat

Pozn.: CZ za 2006 (předběžná data), ostatní za 2005. E-12 = průměr zemí eurozóny a DK, SE bez LU a IE.

TAB. II.3 (Box)

Role nerezidentů v investicích rezidentů

(pohledávky rezidentů vůči nerezidentům, nekonsolidované stavy ke konci období, v % HDP)

	CZ	HU	PL	E-12
Oběživo a vklady: – v % HDP	11,5	7,9	11,0	44,2
– v % oběživa a vkladů držených rezidenty	11,2	10,8	17,2	25,9
Půjčky: – v % HDP	4,0	16,4	0,9	39,0
– v % všech půjček poskytnutých rezidenty	6,9	19,2	2,4	17,5
Cenné papíry mimo účasti: – v % HDP	31,0	18,2	12,7	62,9
– v % všech cenných papírů mimo účasti držených rezidenty	50,7	32,9	29,5	49,6
Účasti: – v % HDP	9,7	8,7	2,2	78,4
– v % veškerých účastí držených rezidenty	11,9	10,5	3,0	28,9
Ostatní pohledávky: – v % HDP	6,8	6,7	3,8	6,5
– v % všech ostatních pohledávek rezidentů	8,4	12,1	6,5	16,0
Veškeré pohledávky rezidentů vůči nerezidentům: – v % HDP	62,9	58,1	30,6	232,0
– v % veškerých pohledávek rezidentů	15,9	16,1	10,8	26,1

Pramen: ČNB, Eurostat

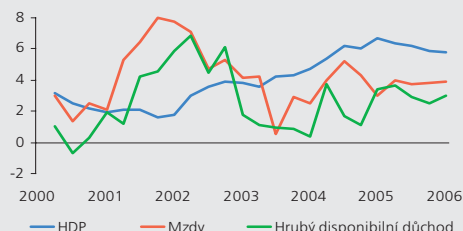
Pozn.: CZ za 2006 (předběžná data), ostatní za 2005. E-12 = průměr zemí eurozóny a DK, SE bez LU a IE.

¹⁰ Jedinou výjimkou z této rovnosti je držení zlata a ostatních drahých kovů rezidenty, neboť ty jsou finančními aktivy, nicméně nepředstavují ničí závazek.

GRAF II.11

Reálný meziroční růst HDP, mezd a hrubého disponibilního důchodu domácností

(v %)



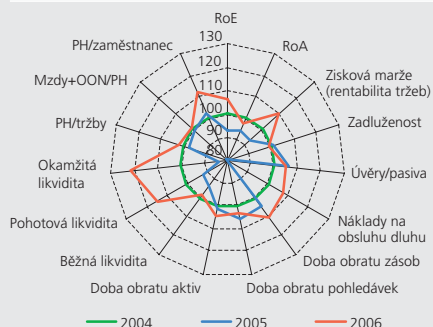
Pramen: ČSÚ

Pozn: Mzdy a hrubý disponibilní důchod byly deflovány indexem spotřebitelských cen.

GRAF II.12

Vývoj základních finančních ukazatelů nefinančních podniků

(2004 = 100, index nad 100 zlepšení, index pod 100 zhoršení)



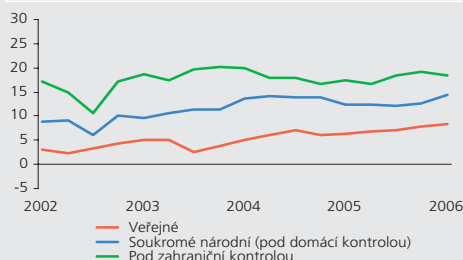
Pramen: ČSÚ, výpočty ČNB

Pozn: U ukazatelů likvidity nebyly dostupné údaje o krátkodobých závazcích, proto byly použity údaje o celkových závazcích.

GRAF II.13

Vývoj ziskovosti (RoE)

(čtvrtletní data; součet hospodářského výsledku za čtyři po sobě jdoucí čtvrtletí; roční rentabilita v %)

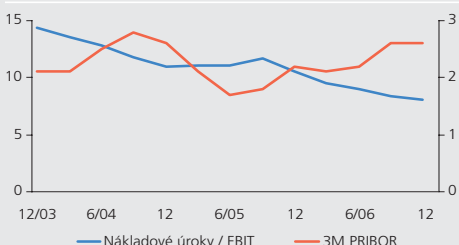


Pramen: ČSÚ

GRAF II.14

Vývoj podílu nákladových úroků na zisku (EBIT) nefinančních podniků a úrokových sazeb

(v %)



Pramen: ČNB, ČSÚ

se mohla projevit požadavky na příliš rychlý růst mezd a nadměrným tempem růstu spotřeby domácností doprovázeným zrychleným růstem zadluženosti.

Základ současného optimismu – vysoká tempa růstu HDP – však nevypovídají dostatečně přesně o růstu příjmů. V roce 2006 se podobně jako v roce předchozím zhoršily směnné relace zejména v důsledku růstu cen energetických surovin a některých dalších komodit při současném poklesu exportních cen v některých částech zpracovatelského průmyslu. Stále významnějším faktorem je pak odliv výnosů do zahraničí (Tab. II.2), který vytváří značný rozdíl mezi ukazateli domácího a národního důchodu. Lze předpokládat, že za poslední dva roky jsou tempa růstu ukazatelů typu reálný hrubý domácí důchod, reálný hrubý národní důchod či reálný hrubý disponibilní důchod nezanedbatelně nižší oproti tempům růstu reálného HDP (Graf II.11).¹¹

2.2 NEFINANČNÍ PODNIKY

Nefinanční podniky zaznamenaly v roce 2006 velmi příznivé výsledky. Jejich finanční ukazatele dosáhly nejlepších hodnot za poslední tři roky. Současně na rozdíl od vyspělých zemí EU nedochází k jejich výraznému zadlužování. Podnikům se dařilo vyrovnat s růstem cen komodit. Na podnikový sektor by nepříznivě dopadlo neočekávaně prudké zvýšení úrokových sazeb či výrazné zhodnocení měnového kurzu.

Nefinanční podniky stále zůstávají nejvýznamnějšími klienty bank, přestože úvěry sektoru domácností v posledních letech výrazně rostou. Zatímco ještě na konci devadesátých let se podíl úvěrů podnikům na celkovém bankovním úvěrovém portfoliu pohyboval okolo 80 %, nyní je tato hodnota již necelých 45 %.¹² Nejen z tohoto důvodu, ale hlavně kvůli tomu, že se rozhodující měrou podílí na tvorbě hrubého domácího produktu, je finanční zdraví podniků klíčovým indikátorem stability celé ekonomiky.

2.2.1 Podniky s více než 100 zaměstnanci

Rok 2006 byl pro sektor velkých podniků mimořádně úspěšný. Většina finančních ukazatelů dosáhla svých historicky nejlepších hodnot za poslední tři roky (Graf II.12). Rentabilita vlastního jmění se zvýšila (Graf II.13), doba obrátu zásob i pohledávek se zkrátila, osobní náklady jako podíl na přidané hodnotě klesaly a přidaná hodnota na zaměstnance se zvýšila. Rostoucí produktivita a ziskovost podniků je důsledkem minulých investic, restrukturalizace, přílivu přímých zahraničních investic a s tím souvisejícího zvyšování know-how.¹³ S rostoucí investiční aktivitou podniků dochází k mírnému nárůstu jejich zadluženosti měřené podílem na celkových pasivech ze 46,5 % v roce 2005 na 47,5 % v roce 2006. Podíl nákladových úroků na zisku (EBIT¹⁴) se v posledních letech snižuje, a to i přes růst zadlužení a mírný nárůst úro-

¹¹ V současnosti jsou k dispozici data za rok 2004. V tomto roce dosáhl růst HDP 4,2 % a reálný hrubý domácí důchod díky zlepšení směnných relací dokonce 4,5 %. Hrubý národní důchod však rostl jen o necelá 3 % a hrubý disponibilní důchod o 2,9 %. Čistý disponibilní důchod pak pouze o 2,6 %.

¹² Bankovní úvěry nejsou jediným zdrojem externího financování podniků, mezi další důležité zdroje financování patří úvěry od nebankovních institucí či mateřských společností a závazky z obchodního styku. Bankovní úvěry představují cca 55 % veškerých půjček přijatých nefinančními podniky. Pokud jde o podíl ostatních sektorů na úvěrech bank, domácnosti dosahují 38 %, finanční instituce 7 %, vládní instituce 4 % a zbytek připadá na nerezidenty.

¹³ Vlivem přímých zahraničních investic na podnikový sektor se zabývá článek Přímé zahraniční investice a český podnikový sektor: možná rizika pro finanční stabilitu v tematické části této zprávy. O zahraničních investicích do bankovního sektoru pojednává Box 8 v části 4.2.

¹⁴ EBIT = Earnings Before Interest and Taxes = zisk před zdaněním a zaplacením nákladových úroků.

kových sazeb v posledním roce (Graf II.14). Ve srovnání s EU-12 je zadlužení podniků stále na nízké úrovni a nepředstavuje riziko pro finanční stabilitu (Graf II.15).¹⁵

Z pohledu ziskovosti jednotlivých odvětví se nejlépe dařilo podnikům ve stavebnictví. Jeho růst byl podporován větší dostupností hypotečních úvěrů, nízkými úrokovými sazbami a vyššími příjmy domácností. S vysokou ziskovostí stavebnictví koresponduje také současný intenzivní růst bankovních úvěrů do odvětví podnikání s nemovitostmi (viz část 4.2). Nadprůměrných ziskovostí bylo dosaženo ve zpracovatelském průmyslu. Jednalo se zejména o odvětví výroby základních kovů, hutních a kovodělných výrobků a výroby dopravních prostředků a zařízení. Ačkoli růst cen na komoditních trzích (viz část 2.1) obecně působí na podniky spíše negativně, určitá odvětví z něj mohou spíše profitovat. To byla situace odvětví výroby základních kovů, hutních a kovodělných výrobků. Vysoká ziskovost odvětví výroby dopravních prostředků a zařízení je spojena s růstem automobilového průmyslu podporovaného náběhem nových výrob (Graf II.16). Stabilně nadprůměrné zisky si udržuje odvětví výroby potravin a tabákových výrobků. Dýchodová elasticita poptávky po těchto produktech je velmi nízká. Ziskovost v dopravě, energetice¹⁶ nebo obchodě a službách, ubytování a stravování je naopak spíše podprůměrná. Nejhorších výsledků bylo dosaženo v zemědělství (RoE pouze 3,6 %), které však z pohledu celé ekonomiky není příliš významné.

2.2.2 Malé a střední podniky

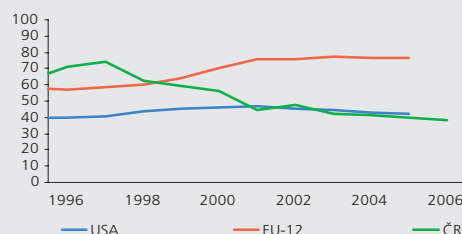
Finanční zdraví velkých podniků ovlivňuje prostřednictvím dodavatelsko-odběratelských vztahů také vývoj malých a středních podniků. Ty se významně podílejí na přidané hodnotě (cca 46 % celkové přidané hodnoty), na zaměstnanosti (cca 48 %), na investicích (cca 43 %) i na celkových výkonech (cca 42 %).¹⁷

Z dostupných agregátních dat ČSÚ o malých a středních podnicích je zřejmý pozitivní trend ve vývoji přidané hodnoty na zaměstnance. Tato veličina reálně roste pro všechny velikosti podniků od roku 2002 (Graf II.17). Zatímco reálný růst přidané hodnoty pro malé podniky s 1–9 zaměstnanci je dosti volatilní, u podniků s 50 až 100 zaměstnanci je tato hodnota v čase poměrně stabilní.¹⁸ Data dále naznačují pozitivní vazbu mezi velikostí podniku a přidanou hodnotou na zaměstnance (Graf II.18). S rostoucí velikostí jsou podniky schopny generovat vyšší přidanou hodnotu na zaměstnance, současně však mají vyšší osobní náklady na zaměstnance.¹⁹

Pozitivní trendy ve vývoji finančních ukazatelů podniků se promítají i v růstu jejich úvěrové dynamiky (Graf II.19). K jejímu oživení došlo již v roce 2003 a k jejímu dalšímu růstu v následujících letech nejvíce přispěl právě sektor malých a středních podniků.²⁰ Dochází tak postupně ke zvýšení podílu bankovních úvěrů segmentu malých a středních podniků na celkových úvěrech nefinančním podnikům (44% podíl na konci roku 2006). V sektoru středních a zejména velkých podniků se dynamika bankovních úvěrů obnovovala pomaleji. Úvěrová dynamika sektoru velkých podniků výrazně zrychlila teprve v posledním čtvrtletí roku 2006 a dotahuje se s 15 % na podniky s 10–99 zaměstnanci (17,5 %). Nejvyšší úvěrovou dynamiku za-

GRAF II.15

Zadluženost nefinančních podniků v % HDP



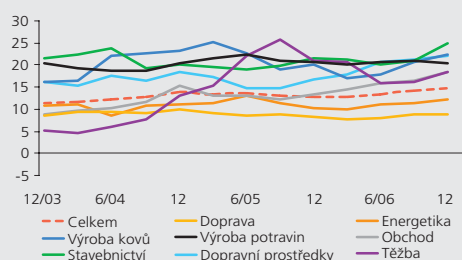
Pramen: Eurostat, ČNB, US Bureau of Economic Statistics

Pozn.: Zadluženost je počítána jako podíl přijatých půjček a vydaných dluhopisů z finančních účtů na HDP.

GRAF II.16

Vývoj ziskovosti (ROE) odvětví nefinančních podniků

(čtvrtletní data, součet hospodářského výsledku za čtyři po sobě jdoucí čtvrtletí; roční rentabilita v %)

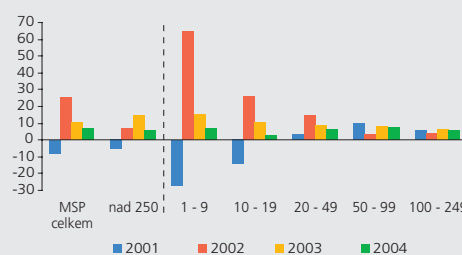


Pramen: ČSÚ, vlastní výpočty

GRAF II.17

Reálný růst přidané hodnoty na zaměstnance

(v %, deflováno CPI, podniky dle počtu zaměstnanců)

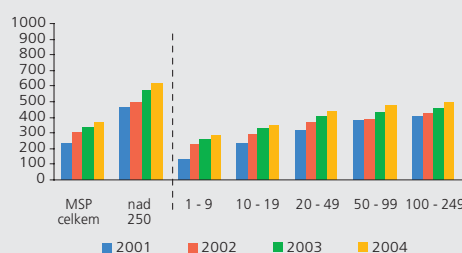


Pramen: ČSÚ

GRAF II.18

Přidaná hodnota na zaměstnance

(v tisících, podniky dle počtu zaměstnanců)



Pramen: ČSÚ

¹⁵ V Evropě je otázka zadlužování nefinančních podniků široce diskutována, viz např. ECB Financial Stability Review June 2007.

¹⁶ Ačkoli ziskovost podniků v odvětví energetiky byla podprůměrná, společnost ČEZ generovala nadprůměrné zisky.

¹⁷ Data za malé a střední podniky zveřejňuje ČSÚ s dvouletým zpožděním. Uvedené podíly vycházejí z čísel za rok 2004, tyto podíly jsou v čase poměrně stabilní.

¹⁸ Volatilita reálného růstu přidané hodnoty na zaměstnance se opět zvyšuje u podniků nad 250 zaměstnanců.

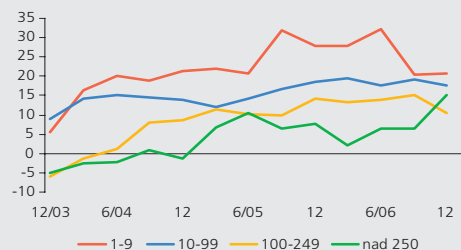
¹⁹ Tento vztah byl analyzován v minulé Zprávě o finanční stabilitě 2005.

²⁰ Růst úvěrů pro malé a střední podniky byl vyšší jak relativně, tak absolutně.

GRAF II.19

Dynamika úvěrového vývoje

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

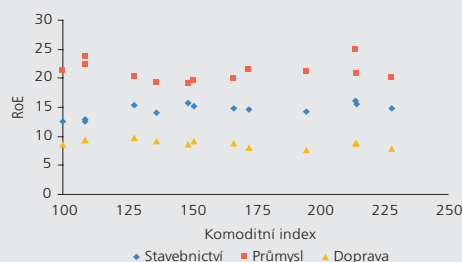


Pramen: ČNB (CRÚ)

GRAF II.20

Vývoj ziskovosti v závislosti na cenách komodit

(čtvrtletní data od 4Q2003 do 4Q2006, RoE v %, komoditní index 4Q2003 = 100)

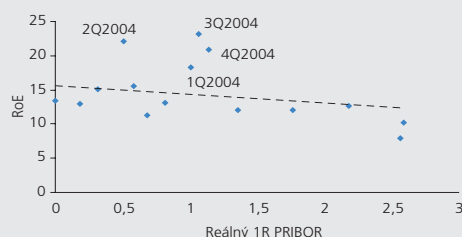


Pramen: ČSÚ, Bloomberg

GRAF II.21

Vývoj ziskovosti v závislosti na reálných ročních mezibankovních úrokových sazbách

(data od 4Q2002 do 4Q2006, v %)

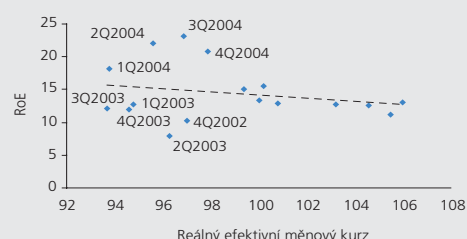


Pramen: ČNB, ČSÚ

GRAF II.22

Vývoj ziskovosti v závislosti na reálném efektivním měnovém kurzu

(data od 4Q2002 do 4Q2006, RoE v %, reálný měnový kurz jako index, 3Q2005 = 100, růst reálného efektivního měnového kurzu odpovídá apreciaci)



Pramen: ČNB, ČSÚ

znamenávají stále malé podniky s 1–9 zaměstnanci. Řada bank se na tento segment cíleně zaměřuje pomocí speciálních balíčků. Vedle úvěrů obyvatelstvu se jedná o segment, který bankám generuje nejvyšší výnosy.²¹

2.2.3 Analýza rizik nefinančních podniků

Finanční výsledky nefinančních podniků jsou ovlivňovány celkovým stavem domácí ekonomiky a mohou reagovat i na situaci v zahraničí. Rozvoj podniků nejvíce ovlivňují úrokové sazby, měnový kurz, ceny komodit, růst domácí ekonomiky a růst ekonomik nejvýznamnějších obchodních partnerů.

Na komoditním trhu docházelo od roku 2004 k růstu cen ropy a kovů (viz část 2.1). Cenová dynamika kovů v roce 2006 výrazně zrychlila. Současně došlo ke zvýšení cen jiných významných vstupů, jako dovážených meziproduktů. Data přesto naznačují, že ziskovost velkých českých podniků (100 a více zaměstnanců) nebyla prozatím růstem těchto cen zásadně ovlivněna. Pokud se podíváme na vývoj ziskovosti od roku 2004 v nejdůležitějších odvětvích závislých na komoditách, tedy v průmyslu, stavebnictví a dopravě, ukazuje se, že podnikům se podařilo s rostoucími náklady vstupů vyrovnat snižováním mzdové náročnosti výroby, případně jinými cestami (Graf II.20). Pozvolné ožívování růstu cen ve většině odvětví průmyslu v průběhu roku 2006 i v prvním čtvrtletí 2007 naznačovalo, že podniky v období příznivého vývoje poptávky zřejmě pozvolna promítaly do svých cen kumulovaný nárůst nákladů na výrobní vstupy.

Vztah mezi ziskovostí nefinančních podniků a reálnými úrokovými sazbami je zřejmý. Klesající reálné úrokové sazby činí investice levnějšími a působí pozitivně i na jejich rozsah. To by se mělo následně promítnout do vyšší ziskovosti podniků. Odsud plyne, že vztah mezi ziskovostí a reálnými úrokovými sazbami by měl být negativní.²² Empirická analýza pro sektor velkých nefinančních podniků potvrdila negativní korelaci zisku a reálných úrokových sazeb (Graf II.21).²³

Měnový kurz české koruny od roku 2001 do konce roku 2006 významně nominálně i reálně zhodnotil. Empiricky se potvrzuje negativní korelace mezi zhodnocením kurzu koruny a ziskovostí nefinančních podniků v letech 2002 až 2006 (Graf II.22). To odpovídá proexportní orientaci české produkce. Silné zhodnocování koruny (viz část 2.1), rychlejší než rovnovážné, by mohlo vést ke snížení konkurenceschopnosti a následnému zhoršení finančních výsledků podnikové sféry. To by se mohlo projevit ve zvýšené míře jejich defaultu a následně dopadu na finanční systém.

Agregátní kreditní riziko pro sektor podniků měřené 12měsíční mírou defaultu se v roce 2006 pohybovalo okolo 3 %, což je jeho historické minimum od roku 1997. V následujícím roce by mělo podle interních predikčních modelů ČNB dojít k jeho mírnému zvýšení.²⁴ I přes tuto predikci se stále jedná o velmi příznivé hodnoty nevytvářející tlak na stabilitu finančního sektoru.

- 21 Velké podniky si obvykle vyjednají nízkou úrokovou marži vzhledem k možným alternativním kanálům financování. Naopak malé podniky nemají přístup na kapitálový trh, a proto jsou pro ně bankovní úvěry významnějším zdrojem externího financování. Dostupná evidence naznačuje, že vyšší míra kreditního rizika malých podniků je zohledněna ve vyšších úrokových maržích u poskytovaných bankovních úvěrů.
- 22 Ziskovost podniků mohou ovlivňovat i nominální úrokové sazby prostřednictvím tzv. cash flow efektu. Viz například Mills K., Morling S. a Tease W. (1994): The Influence of Financial Factors on Corporate Investment, RBA Research Discussion Papers n. 9402, Reserve Bank of Australia.
- 23 Určitým problémem těchto analýz může být skutečnost, že vztah byl sledován od roku 2002, tedy v době relativní úrokové stability s nízkými nominálními úrokovými sazbami. Dalším problémem může být zpoždění dopadu úrokových sazeb přes investice do ziskovosti. Pro sledované období byl empiricky napozorovaný negativní vztah poměrně robustní.
- 24 Modelování kreditního rizika popisuje článek Vývoj kreditního rizika a zátěžové testování bankovního sektoru v ČR v tematické části této zprávy.

Empiricky se ukazuje, že jednou z determinant kreditního rizika je velikost podniků. Čím větší podnik, tím nižší riziko platební neschopnosti vůči věřitelům.²⁵ Míra 12měsíčního defaultu velkých podniků nad 250 zaměstnanců na počátku roku 2006 činila 0,37 %. U podniků se 100–249 zaměstnanci byla tato hodnota 2,13 % a u podniků s 10–99 zaměstnanci 2,41 %. Nejvíce rizikové jsou mikropodniky s 1–9 zaměstnanci, jejichž míra defaultu na počátku roku 2006 dosahovala 7,93 %.²⁶ I přes zvýšenou úvěrovou dynamiku se kreditní riziko všech skupin podniků jeví jako stabilní (Graf II.23).

Dostupné analýzy potvrzují vazbu míry defaultu na reálný růst hrubého domácího produktu a reálné úrokové sazby na úrovni celé agregátní ekonomiky.²⁷ Současný příznivý vývoj těchto makroekonomických determinant vede k nízkým hodnotám míry defaultu jak pro sektor podniků, tak domácností.²⁸ Celková situace v podnikovém sektoru se dlouhodobě zlepšuje a aktuálně nejsou identifikována žádná významná rizika pro jeho další vývoj.

Box 2: Soukromý kapitál (private equity) jako alternativní zdroj financování podniků

Nízké úrokové sazby a převis likvidity na finančních trzích motivovaly tržní aktéry k hledání alternativních forem investic s vyšším výnosem. To vedlo v posledních letech ke zvýšenému zájmu investorů o trh soukromého kapitálu (private equity). Specializované fondy soukromého kapitálu (private equity funds) nabízejí investorům nejen poměrně vysoké výnosy kolem 10 % ročně, ale hlavně nízkou korelaci těchto výnosů s výnosy na veřejných akciových trzích. To přispívá ke snížení celkového rizika portfolia. Investice do fondů soukromého kapitálu se ve vyspělých evropských ekonomikách staly součástí investičního portfolia řady významných institucionálních investorů, jako jsou penzijní fondy, životní pojišťovny nebo fondy fondů (Graf II.1 Box).

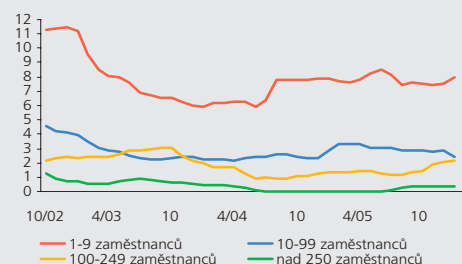
Fondy soukromého kapitálu využívají nejvíce strategii typu LBO (leveraged buyout), tj. investují upsané prostředky od svých investorů do nákupu podniků, které pak restrukturalizují a opět po čase – samozřejmě se ziskem – prodávají. Na typické LBO transakci participují kromě investorů fondu i banky, které poskytují akviziční financování. Často využívanou strategií ukončení investice jsou primární emise na veřejných akciových trzích, nicméně v poslední době oblíbenou formou je též sekundární prodej jinému fondu soukromého kapitálu.

Podle statistiky European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) zaznamenal v roce 2006 trh soukromého kapitálu v Evropě další nárůst upsaných prostředků a investic (Graf II.2 Box). Dochází též ke zvýšenému zájmu

GRAF II.23

Míra 12měsíčního defaultu podniků podle počtů zaměstnanců

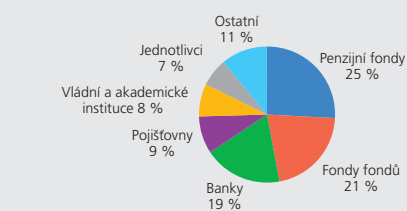
(v %)



Pramen: ČNB (CRÚ)

GRAF II.1 (Box)

Investorská báze evropských fondů soukromého kapitálu (podílí investorů na prostředcích upsaných v roce 2006).

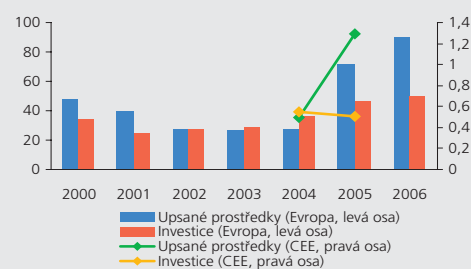


Pramen: EVCA

GRAF II.2 (Box)

Růst upsaných prostředků a investice evropských fondů soukromého kapitálu

(v mld. EUR)



Pramen: EVCA

²⁵ 12měsíční míra defaultu byla počítána jako podíl objemů bankovních úvěrů 30–89 dní po splatnosti a průměrného celkového zůstatku na úvěrových účtech v období následujících 12 měsíců od doby sledování. Tuto veličinu lze tedy pozorovat pouze do ledna 2007.

²⁶ Nové data z CRÚ zahrnují i tzv. podlimitní pohledávky, tedy pohledávky nepřesahující určitý limit, které dříve nebylo možné z agregovaných dat CRÚ zjistit. Tento fakt zpřesňuje výpočet ukazatele.

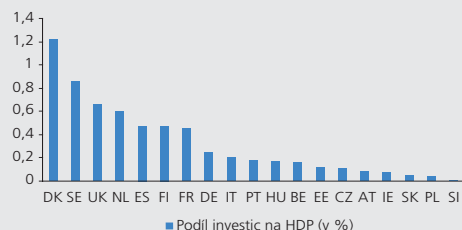
²⁷ K tomuto tématu viz též Jakubík, P. (2007): Credit Risk in the Czech Economy, IES Working Paper, 11/2007. Tento vztah potvrzují i studie pro jiné ekonomiky viz například Jakubík, P. (2006): Does Credit Risk Vary with Economic Cycles? The Case of Finland, IES Working Paper, 11/2007.

²⁸ Makroekonomický model kreditního rizika odhadnutý pro českou agregátní ekonomiku je podrobně diskutován v Jakubík, P. (2007): Macroeconomic Environment and Credit Risk, Finance a úvěr – Czech Journal of Economics and Finance, 57(1–2), 2007, pp. 60–78.

GRAF II.3 (Box)

Relevance financování od fondů soukromého kapitálu ve vybraných evropských zemích

(v % HDP, 2005)

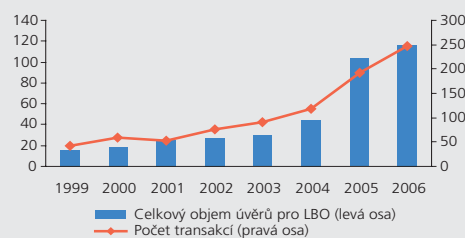


Pramen: EVCA

GRAF II.4 (Box)

Dynamika bankovního financování pro transakce typu LBO v Evropě

(v mld. EUR)

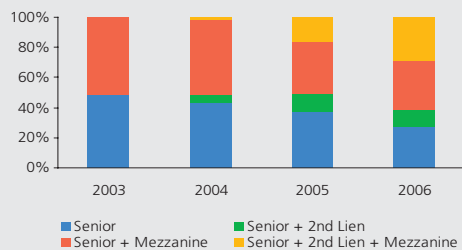


Pramen: Standard & Poor's LCD

GRAF II.5 (Box)

Evropské transakce LBO dle typu strukturování dluhu

(v % celkového počtu transakcí)



Pramen: Standard & Poor's LCD

investorů o fondy soukromého kapitálu investující výhradně ve střední a východní Evropě. Tyto fondy získaly od primárních investorů v roce 2005 prostředky ve výši 1,3 mld. EUR, což je částka o 161 % vyšší než v roce 2004, přičemž pro rok 2006 se čeká další nárůst.²⁹ Většina upsaných prostředků (cca 80 %) je investována do transakcí typu LBO. Česká republika je vedle Maďarska a Polska jedním z největších příjemců investic od fondů soukromého kapitálu zaměřených na střední a východní Evropu. V roce 2005 bylo více než 20 % investiční aktivity těchto fondů provedeno v ČR, což odpovídá zhruba 109 mil. EUR. Stále však jde o spíše okrajový zdroj financování podnikové sféry, celkově se jedná o maximálně desítky provedených investic ročně. To se odráží i na nízkém podílu investic fondů soukromého kapitálu na HDP (Graf II.3 Box). Na druhou stranu však tyto fondy v posledních dvou letech stály za novými primárními emisemi akcií na veřejném akciovém trhu, což přispívá k rozvoji finančního trhu v ČR. Nadále se očekává růst významu této formy investic a konvergence k vyspělejším zemím EU.

Z hlediska finanční stability se nejčastěji diskutuje vliv růstu trhu soukromého kapitálu na bankovní sektor a na trhy úvěrových derivátů a strukturovaných dluhových produktů. V případě akvizic totiž banky poskytují dluhové financování, které několikanásobně převyšuje prostředky investované do cílové firmy samotným fondem. Dostupná evidence naznačuje, že objem dluhového financování se za poslední roky významně zvýšil (Graf II.4 Box). Podle informací CVCA (Czech Venture Capital Association), člena EVCA, investují v ČR, potažmo v celé střední a východní Evropě, fondy zahraničního původu získávající své prostředky opět od zahraničních, většinou západoevropských institucionálních investorů. Akviziční dluhové financování však ve zvýšené míře poskytují i lokální banky v ČR, i když vzhledem k počtu transakcí v ČR nejde o významné objemy.

Dluh poskytovaný bankou pro transakce LBO je v řadě případů přizpůsoben a strukturován tak, aby v co největší míře odsunul splátky jistiny na pozdější dobu (tzv. bullet-type debt). Banky se tak podílejí na relativně rizikových investicích, kde návratnost půjčené částky je posunuta do budoucnosti, a tím i zvýšeno riziko nesplacení. Bankovní dluh však vždy nezůstává v bilanci banky. Na vyspělých finančních trzích banky často tento dluh strukturují do několika vrstev podle seniority (a tedy i míry rizika) a prodávají dalším zájemcům na sekundárních trzích.³⁰ Dostupná evidence naznačuje, že v evropském kontextu dochází ke stále sofistikovanějšímu strukturování dluhu do mnoha vrstev, čímž se evropský trh přibližuje trhu americkému (Graf II.5 Box). V roce 2006 tak cca 30 % všech transakcí obsahovalo poměrně komplikovanou čtyřvrstvou strukturu dluhu, zatímco v roce 2002 takovou strukturu neměla ani jedna transakce.

²⁹ Central and Eastern Europe Statistics 2005. EVCA, November 2006. Šetření o očekáváních fondů soukromého kapitálu zaměřených na střední a východní Evropu prováděné společností Deloitte naznačuje další zvýšení prostředků pro rok 2006, očekávání nárůstu nových investic i velikosti transakcí, jakož i zvýšení dostupnosti akvizičního dluhového financování od bank (Central European – Private Equity Confidence Survey. Deloitte, June 2006).

³⁰ V rámci aktivit ECB v oblasti finanční stability proběhlo v roce 2006 šetření mezi bankami, které jsou aktivní ve financování LBO transakcí v EU (viz ECB (2007): Large banks and private equity sponsored leveraged buyouts in the EU. ECB Occasional Paper, April 2007). Výsledky naznačují, že řada evropských bank preferuje tzv. *portfolio model*, tj. zachování poskytnutého akvizičního financování v bilanci banky jako investice. Mimoevropské (hlavně americké) banky aktivní na evropském trhu LBO naopak preferují spíše tzv. *capital turnover model*, kde banky dluhové financování strukturují a téměř celé prodávají na sekundárním trhu.

2.3 DOMÁCNOSTI

Domácnosti dále pokračovaly ve zvyšování svého zadlužení, i když s klesající dynamikou. Ve srovnání s vyspělými zeměmi EU zůstává nicméně míra jejich zadlužení měřená poměrem dluhu k HDP zhruba třetinová. Rizikem je zadlužování nízkopříjmových skupin domácností či domácností pouze s jedním živitelem. Řada z nich by v případě ztráty zaměstnání či nemoci hlavního živitele nebyla schopna dostát svým závazkům.

Domácnosti vytvářejí úspory a společně se zahraničím poskytují zdroje nefinančním podnikům prostřednictvím bank a ostatních finančních zprostředkovatelů. Současně jsou ve vztahu k finančnímu sektoru jeho druhým největším dlužníkem. Zadlužují se jak vůči bankám (viz část 4.2), tak i nebankovním finančním zprostředkovatelům (viz část 4.4).

Ačkoli dynamika bankovních úvěrů domácnostem dosahuje meziročního tempa okolo 30 %, domácnosti stále zůstávají přebytkovou jednotkou (viz Box 1) a jejich agregovaný příjem z přijatých úroků převyšuje jimi zaplacené úroky (Graf II.24). Aktiva a pasiva nejsou přirozeně rozdělena mezi domácnosti rovnoměrně. Typicky se jedná o model několika generací, kdy mladší generace jsou spíše deficitními jednotkami (jejich závazky jsou větší než jejich finanční aktiva), zatímco starší přebytkovými.

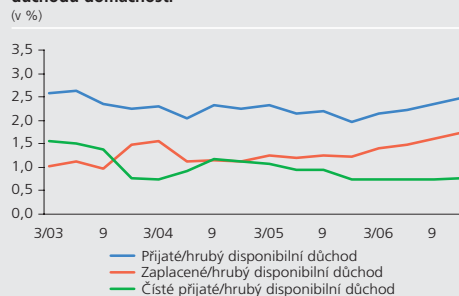
Růst úrokových sazeb by měl při symetrickém dopadu do přijatých i placených úroků domácnostmi pozitivní efekt na čisté úrokové příjmy domácností jako celku. Nicméně by došlo k negativnímu dopadu na část domácností s deficitním financováním a následně na celý finanční sektor prostřednictvím vyšší míry defaultu domácností.³¹ Ta by snížila spotřebitelskou poptávku, což by se negativně odrazilo v růstu hrubého domácího produktu a nárůstu kreditního rizika u nefinančních podniků. Obdobný efekt pro podnikový sektor by mohlo mít neadekvátní zvýšení reálných mezd z titulu nižší než očekávané inflace způsobené například silným zhodnocením měnového kurzu. Vyšší reálné mzdy působí pozitivně na disponibilní příjmy domácností, současně však znamenají růst nákladů podnikové sféry a zvýšené riziko jejich úpadku.³²

I přes zvyšující se zadlužování domácností můžeme sledovat mírný pokles dynamiky v roce 2006 oproti roku 2005 (Graf II.25).³³ Současně stav zadlužení domácností stále zůstává výrazně pod úrovní průměru zemí EU-15. Půjčky domácností jako procento HDP dosahovaly na konci roku 2006 téměř 20 %, zatímco průměr zemí EU-15 se pohybuje nad 60 %. Poměr dluhu k příjmům dosahuje téměř 41 %, poměr dluhu k aktivům 26 %. Zpomalování růstu těchto ukazatelů odráží snížení rozdílu mezi tempem růstu dluhu a tempem růstu příjmů a finančních aktiv. Úroky placené domácnostmi tvořily v roce 2006 téměř 1,6 % disponibilních příjmů.

S rostoucím bohatstvím domácností a snahou po dosažení vyššího výnosu se dále zvyšoval podíl jejich investic do stavebního spoření, penzijního připojištění a podílových listů domácích a zahraničních fondů na úkor bankovních vkladů (Graf II.26). Na straně úvěrů a půjček vedla silná poptávka po vlastním bydlení k růstu hypotečních úvěrů a úvěrů ze stavebního spoření (Graf II.27).

GRAF II.24

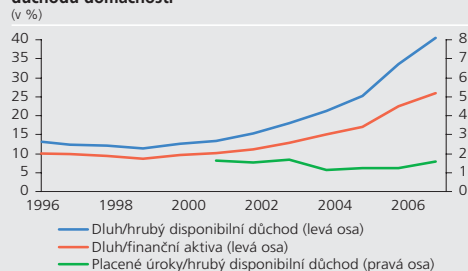
Podíl přijatých a zaplacených úroků na disponibilním důchodu domácností



Pramen: ČSÚ

GRAF II.25

Poměr dluhu k hrubým disponibilním příjmům a finančním aktivům; podíl placených úroků na hrubém disponibilním důchodu domácností

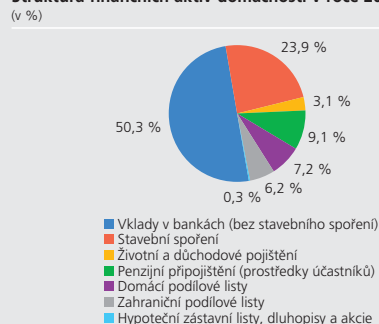


Pramen: ČNB, ČSÚ

Pozn.: Data za rok 2005 a 2006 jsou pouze odhady.

GRAF II.26

Struktura finančních aktiv domácností v roce 2006



Pramen: ČNB, AKAT

GRAF II.27

Bankovní a nebankovní úvěry domácnostem



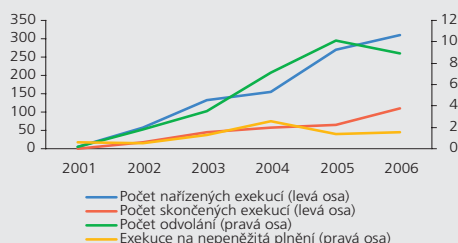
Pramen: ČNB, ČLFA

31 Kvantifikaci tohoto vztahu lze demonstrovat pomocí odhadnutého modelu míry defaultu bankovního portfolia pro sektor domácností. Podle tohoto modelu míra defaultu závisí na míře nezaměstnanosti a reálných úrokových sazbách. Úplný popis modelu lze nalézt ve článku Vývoj kreditního rizika a zátěžové testování v ČR v tématické části této zprávy.

32 Scénář silného zhodnocení měnového kurzu byl testován v článku Vývoj kreditního rizika a zátěžové testování bankovního sektoru v ČR v tématické části této zprávy.

33 Zatímco objem půjček domácností v roce 2001 byl necelých 200 mld. Kč, v roce 2006 to bylo již více než 600 mld. Kč. To představuje více než trojnásobení nominálního dluhu během pěti let.

GRAF II.28
Exekuční řízení
(v tisících)



Pramen: Exekutorská komora ČR

Jedním z projevů růstu zadlužení je zvýšení počtu domácností, které nejsou schopné splácet své závazky. To dokladuje například stále se zvyšující počet nařízených exekucí. Zatímco v roce 2004 to bylo 155 tisíc, v roce 2005 dokonce 270 tisíc a v roce 2006 již 309 tisíc. Z těchto čísel je nicméně zřejmé, že dochází k určité stabilizaci a zpomalení prudkého nárůstu exekucí z roku 2005 (Graf II.28).³⁴ Ze zvýšené dynamiky skončených exekucí v roce 2006 lze usuzovat na určité zrychlení exekučního řízení. Dalším pozitivním jevem je snížení počtu odvolání proti exekučnímu řízení, což svědčí o vyšší transparentnosti a efektivnosti těchto řízení. V případě exekucí se jedná o způsob, jak vymáhat individuální pohledávky věřitelů. Pokud ovšem existuje více věřitelů daného dlužníka neschopného dostát svým závazkům, potom není možno exekuční proces použít. Docházelo by tím ke zvýhodnění jednoho věřitele na úkor ostatních. Za této situace je třeba aplikovat úpadkové právo. V případě zadlužených domácností potom nově insolvenční zákon nabízí institut oddlužení, někdy též nazývaný „osobní bankrot“ (viz Box 3).

Box 3: Osobní bankrot

Zákon č. 182/2006 Sb., o úpadku a způsobech jeho řešení (insolvenční zákon), jehož účinnost byla posunuta na 1. leden 2008, nově umožní domácnostem zbavit se dluhů, pokud své závazky nejsou schopny nadále splácet. K tomuto účelu jsou definovány dva základní mechanismy. První možností je jednorázové zpeněžení majetkové podstaty, druhou je pak plnění podle pětiletého splátkového kalendáře. Společnými podmínkami jsou splacení alespoň 30 % dlužné částky a tzv. poctivé záměry dlužníka zbavit se svých závazků. Návrh na oddlužení může podat pouze dlužník, není možné, aby byl podán věřiteli. O způsobu oddlužení rozhodují věřitelé prostou většinou hlasů podle výše jejich pohledávek. Soud následně rozhodne, zda dlužníkovi osobní bankrot umožní a schválí plán oddlužení. Ten musí být následně věřiteli respektován. Pokud by osobní bankrot nebyl nejlepším způsobem, jak věřitelům zajistit maximální návratnost pohledávek, například pokud by z pohledu věřitelů bylo lepší provést konkurz na majetek dlužníka, měl by soud návrh na oddlužení zamítnout. Dochází-li k procesu oddlužení formou splátkového kalendáře, je dlužník povinen pracovat a z výdělku mu zůstává pouze životní minimum a částka nezbytná k zajištění jeho další výdělečné činnosti.³⁵ Získá-li během tohoto pětiletého období mimořádný příjem díky daru či dědictví, je povinen tento majetek zpeněžit a použít na umoření dluhu nad rámec pravidelných splátek. Pokud dlužník neplní řádně své závazky, může soud proces oddlužení zrušit. Po uplynutí příslušných lhůt daných zákonem může dlužník projít procesem osobního bankrotu i několikrát za život, vždy však musí být splněna podmínka tzv. poctivého úpadce (tj. osobní bankrot nesmí být dlužníkem zneužíván). Zákon současně zavádí instituci insolvenčního rejstříku, který bude veřejně dostupný a společně s databází úpadků spravovaný Ministerstvem spravedlnosti. Po ukončení insolvenčního řízení soud dlužníka ze seznamu vyškrtne a údaje budou znepřístupněny.

Osobní bankrot je standardní nástroj používaný ve většině západoevropských zemí i USA. Srovnáme-li úpravu osobního bankrotu v ČR a v Německu, největší rozdíl najdeme ve výši měsíční splátky, která dlužníkovi zůstane. V ČR se

³⁴ Problematice exekucí se podrobně věnuje Zpráva o finanční stabilitě 2005.

³⁵ Například v případě, že dlužník potřebuje k zajištění svých příjmů počítač a osobní automobil, je mu tento majetek ponechán. Naopak spotřební elektronika a motorka v jeho vlastnictví je prodána a výnos jde na umoření dluhu věřitelům.

jedná o životní minimum, zatímco v Německu závisí na výši vydělané částky, což je pro dlužníka více motivující. Bankrot v USA může probíhat dvěma způsoby. První způsob je vyhlášení tzv. úplné likvidace majetku úpadce, druhý pak odpovídá spíše určité restrukturalizaci dluhů. Pokud dojde k bankrotu podle prvního typu, je rozprodán majetek dlužníka a věřitelé jsou následně uspokojeni dle seniority. Zajištěné dluhy jsou vypořádány realizací zástav, zatímco nezajištěné rozprodáním zbývajících majetku. Tento mechanismus umožňuje dlužníkovi zbavení se velké části nezajištěných dluhů, protože poměrně v krátké době, v řádu tří až šesti měsíců, dochází k vypořádání a zbylé dluhy jsou soudem smazány. O tento typ oddlužení může dlužník požádat na rozdíl od ČR maximálně jednou za šest let. Druhý případ odpovídá plnění podle splátkového kalendáře v ČR. Plán plnění je schválen soudem a na konci tříletého či pětiletého období jsou dlužníkovi zbylé dluhy odpuštěny. Způsob, jakým dlužník zbankrotuje, závisí na rozdíl od ČR zcela na jeho rozhodnutí. V řadě případů volí spíše druhý způsob, který obecně zajišťuje lepší hodnocení finančními institucemi v případě žádosti o úvěr v budoucnosti. Informaci o bankrotu a jeho způsobu mohou finanční instituce získat z úvěrového registru. Proces oddlužení se netýká některých specifických pohledávek jako alimenty, pohledávky za státem či studentské půjčky.

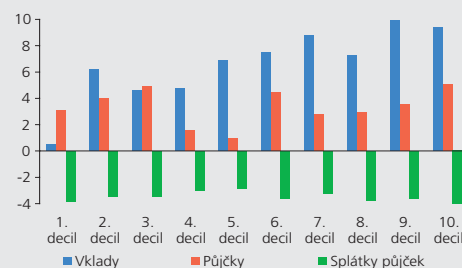
Osobní bankrot je určitým východiskem pro lidi, kteří mají dluhy již tak vysoké, že je nejsou schopni splatit ani do konce svého života. Zákon dává těmto lidem možnost začít znovu a současně se snaží o zajištění maximální výtěžnosti věřitelům. Na vyhodnocení fungování zákona v praxi je třeba ještě počkat, ale již nyní se očekává zájem o oddlužení s účinností zákona.

Z pohledu finanční stability je v souvislosti se zadlužováním domácností důležitá informace o distribuci dluhu mezi jednotlivé příjmové kategorie (Graf II.29). V zásadě v této distribuci nedošlo k výraznějším změnám oproti roku 2004. I nadále pokračuje nastolený trend zadlužování zejména vysokopříjmových skupin (Graf II.30). Současně dlouhodobě roste i zadlužení nízkopříjmových skupin. V porovnání s rokem 2004 dochází k růstu nově poskytnutých půjček 1.–2. a 6.–10. příjmového decilu. U 3.–5. decilu došlo naopak k poklesu či stagnaci. Zadlužování znamená určité riziko především pro nízkopříjmové skupiny, které mají relativně méně úspor a jsou více závislé na sociálních dávkách. Na druhou stranu analogicky s rokem 2005 se i v roce 2006 potvrzuje, že na sociálních dávkách jsou nejvíce závislé domácnosti s podprůměrnými, ale ne nejnižšími příjmy, které se zadlužují relativně málo (především domácnosti důchodců).

GRAF II.29

Nově přijaté vklady a půjčky domácnostem dle příjmových kategorií z rodinných účtů

(podíl ke hrubým peněžním příjmům v %, za rok 2005)

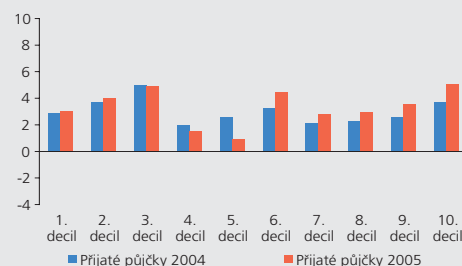


Pramen: ČSÚ, výpočty ČNB

GRAF II.30

Nově přijaté půjčky domácností dle příjmových kategorií z rodinných účtů

(podíl ke hrubým peněžním příjmům v %)

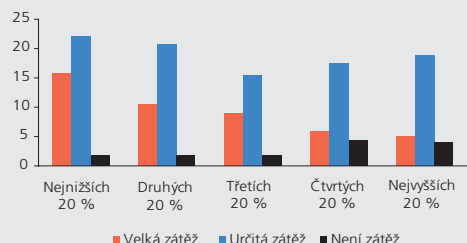


Pramen: ČSÚ, výpočty ČNB

GRAF II.6 (Box)

Zatížení domácností spotřebitelskými úvěry

(domácnosti, které úvěry čerpaly, podílly na celkovém počtu domácností v %)



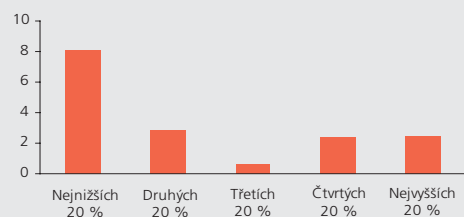
Pramen: ČSÚ

Pozn.: Osa x zachycuje skupiny domácností podle velikosti čistého peněžního příjmu. Domácnosti celkem zahrnují všechny dotázané domácnosti, tj. i ty, které úvěry nečerpaly.

GRAF II.7 (Box)

Problémy s úhradou splátek spotřebitelských úvěrů

(podílly na celku v %)

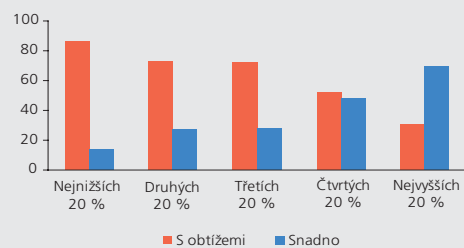


Pramen: ČSÚ

GRAF II.8 (Box)

Domácnosti vycházejí s peněžními příjmy

(podílly domácností na celku v %)

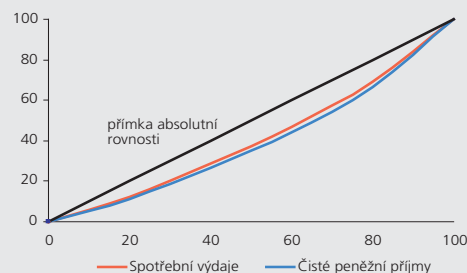


Pramen: ČSÚ

GRAF II.9 (Box)

Lorenzova křivka

(osa x je procentní kumulace domácností a osa y je procentní kumulace příjmů a spotřeby)



Pramen: ČSÚ

Box 4: Zatížení domácností spotřebitelskými úvěry

Celková zadluženost domácností dosahuje vysokého tempa růstu. Její poměr k hrubému disponibilnímu důchodu se v roce 2006 dále zvýšil na téměř 41 %. Vzrostl i podíl spotřebitelských úvěrů na hrubém disponibilním důchodu na 12 %. ČSÚ provedl nové výběrové šetření „Životní podmínky 2005“.³⁶ Přestože zhruba dvě třetiny zadluženosti tvoří úvěry na bydlení, v uvedeném šetření se ČSÚ zaměřil zejména na spotřebitelské úvěry.³⁷ Ty jsou rizikovější než úvěry na bydlení a případné problémy s jejich splácením by mohly mít dopady do spotřeby.

Výběrové šetření zachycuje, jak domácnosti subjektivně vnímají svou vlastní situaci, a nemusí se tedy shodovat s reálným stavem. Z provedeného šetření vyplývá, že spotřebitelské úvěry čerpalo 23 % dotázaných domácností. Více byly využívány nízkopříjmovými než vysokopříjmovými domácnostmi (40 % v nejnižší a 28 % v nejvyšší příjmové skupině).³⁸ Splátky spotřebitelských úvěrů byly pro domácnosti zátěží (pro 7,3 % velkou a pro 13,3 % určitou). V rámci příjmových skupin domácností byl vývoj diferencovaný. Splátky spotřebitelských úvěrů byly velkou zátěží především pro nízkopříjmové domácnosti (Graf II.6 Box). Potíže s úhradou těchto splátek mělo více nízkopříjmových než vysokopříjmových domácností (Graf II.7 Box). To indikuje zejména u nízkopříjmových domácností možné riziko případného nesplacení úvěrů a vyšší citlivost jejich bilancí na šoky s následnými dopady do spotřeby.

Se splácením úvěrů dále souvisí, do jaké míry domácnosti vycházely se svými čistými peněžními příjmy. Téměř 67 % domácností uvedlo, že vycházelo se svými příjmy s obtížemi (z toho 37 % s menšími). V prvních třech nejnižších příjmových skupinách to bylo 70–90 %, zatímco v nejvyšší příjmové skupině pouze 30 % (Graf II.8 Box). Uvedený vývoj rovněž potvrzuje rozdíly mezi příjmovými skupinami domácností a skutečnost, že nízkopříjmové domácnosti využívají v důsledku svého důchodového omezení k financování spotřeby spotřebitelské úvěry častěji. Schopnost domácností splácet neočekávaný výdaj klesá se vzrůstajícím zadlužením a příslušností k nízkopříjmové skupině. Zaplatit neočekávaný výdaj ve výši 6 tis. Kč by si nemohlo dovolit 44 % domácností. Ve dvou nejnižších příjmových skupinách to bylo až 50–70 % domácností (oproti cca 16 % v nejvyšší příjmové skupině). Nízkopříjmové domácnosti jsou navíc závislé na sociálních transferech a jsou více zatíženy stálými náklady na bydlení. Rozdíly v zatížení domácností spotřebitelskými úvěry jsou též u spotřebních výdajů. Lorenzova křivka (Graf II.9 Box) naznačuje, že nerovnost příjmových skupin domácností ve spotřebě téměř přirozeně odpovídá nerovnosti domácností v čistých peněžních příjmech.

Z výběrového šetření celkově vyplývá, že splácení úvěrů představuje určitou zátěž pro všechny domácnosti. Obtíže se splácením měly nejvíce domácnosti s nejnižšími příjmy. Ty byly poměrně značně citlivé na zaplacení neočekávaného výdaje. Podíl spotřebních výdajů nejnižší příjmové skupiny domácností na celkové spotřebě byl však relativně nízký, i když s dalšími dvěma příjmovými skupinami představoval téměř polovinu spotřebních výdajů.

36 Provádění ročního výběrového šetření v ČR vyplývá z novelizace Nařízení (EC) 1177/2003 a navazujících prováděcích nařízení Evropské komise.

37 Ke konci roku 2006 činil objem spotřebitelských úvěrů 213 mld. Kč (z toho bankovních 110 mld. Kč).

38 Box vychází z kvintilového rozdělení čistých peněžních příjmů na osobu.

3 TRHY AKTIV A FINANČNÍ INFRASTRUKTURA

3.1 VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

Zpřísnění měnové politiky v USA a eurozóně v roce 2006 nemělo díky převisu globální likvidity významný vliv na dlouhodobé výnosy hlavních světových měn. Na globálních finančních trzích přetrvávala i nadále nízká averze k riziku. Nízké úrokové sazby podporovaly „honbu za výnosem“ a investice do rizikovějších aktiv. Silná integrace českých dlouhodobých výnosů s výnosy v eurozóně by v situaci očekávání přísnější měnové politiky ČNB mohla vést ke zploštění výnosové křivky, což by zvýšilo tlak na ziskovost bankovního sektoru. Proběhlé korekce na finančních trzích naznačují zvýšenou nervozitu investorů spojenou s nejistotou ohledně přetrvání současné příznivé situace. Dopad korekcí na české finanční trhy byl však v roce 2006 tlumen záporným úrokovým diferencíálem české koruny oproti euru i dolaru a zdravými fundamenty české ekonomiky.

Vývoj na domácích i zahraničních finančních trzích ovlivňuje finanční instituce přímo prostřednictvím změny hodnoty portfolií držených aktiv, ale i nepřímo prostřednictvím dopadu na reálnou ekonomiku.

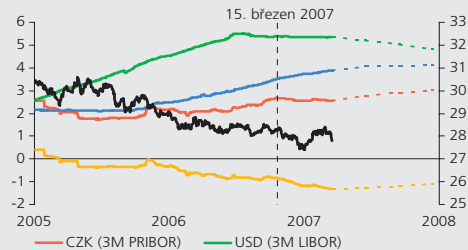
Krátkodobé úrokové sazby odrážejí aktuální nastavení měnové politiky a jejich očekávané změny. V roce 2006 došlo k pozvolnému růstu sazeb peněžního trhu hlavních světových měn v reakci na zvýšení jejich měnověpolitických sazeb (Graf III.1). Americký Federální rezervní systém pokračoval ve zpříšňování měnové politiky pouze do prvního pololetí roku 2006 (viz část 2.1). V polovině března 2007 indikovaly sazby peněžního trhu očekávání mírného snížení dolarových sazeb během roku 2007 s ohledem na očekávaný nižší ekonomický růst a ochlazení na trhu nemovitostí. Evropská centrální banka naproti tomu v průběhu celého roku zvyšovala svou základní úrokovou sazbu v situaci ekonomického oživení a růstu peněžní zásoby i mezd. Trh v polovině března 2007 očekával mírné zpřísnění měnové politiky ECB v nejbližším období. Globální posun směrem k vyšším měnověpolitickým sazbám v uplynulých dvou letech lze interpretovat jako snahu měnových autorit navrátit úrokové sazby k více neutrálním úrovním, a zabránit tak možnému přehřátí ekonomik a nárůstu globálních nerovnováh.

Tříměsíční úroková sazba koruny (PRIBOR) mírně vzrostla až v druhé polovině roku 2006 v reakci na dvojnásobné zvýšení měnověpolitických sazeb ČNB v červenci a září 2006. Od té doby se repo sazba ČNB drží na úrovni 2,5 %. V závěru roku tržní sazby opět poněkud poklesly kvůli posílení měnového kurzu koruny a spekulaci o možném snížení měnověpolitických sazeb či jejich dehtující stabilitě. Tento vývoj vedl k prohloubení záporného úrokového diferencíálu oproti eurovým sazbám na více než 1 procentní bod ke konci roku 2006. Zvyšování záporného úrokového diferencíálu by mohlo vést k tlakům na oslabování koruny, proti tomu však působí pozitivní tržní sentiment a trend rovnovážné reálné apreciacie koruny. Trh v polovině března 2007 očekával další zvyšování sazeb ČNB v průběhu roku 2007 s ohledem na možný nárůst inflačních tlaků v prostředí silného ekonomického růstu a oživené spotřeby domácností.

Volatilita sazeb peněžního trhu v ČR zůstává v porovnání s vyspělými zeměmi poměrně nízká (Graf III.2), a to i přes změny v implementaci měnové politiky ČNB v roce 2006 (viz Box 5).³⁹

GRAF III.1

Vývoj tříměsíčních úrokových sazeb a měnového kurzu CZK/EUR
(sazby a spread v %, levá osa; kurz v Kč za euro, pravá osa)



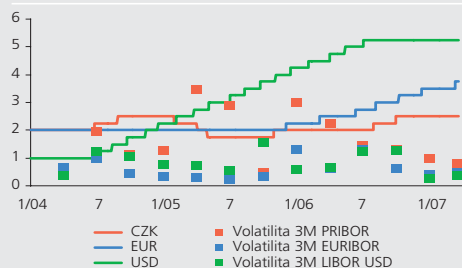
Pramen: Bloomberg

Pozn.: Tečkované čáry značí tržní očekávání tříměsíčních sazeb odvozené z kontraktů FRA k 15.3.2007 (v případě USD ze sazeb LIBOR).

GRAF III.2

Měnověpolitické sazby a historická volatilita tříměsíčních úrokových sazeb

(sazby v %, volatilita jako standardní odchylka mezidenních změn v uplynulém čtvrtletí, v bazických bodech)

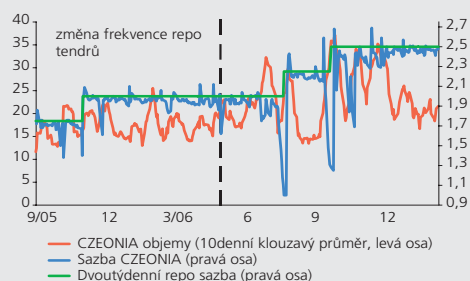


Pramen: Bloomberg

³⁹ V březnu 2007 nereagovaly sazby peněžního trhu ani na ohlášené změny v měnové politice, především snížení inflačního cíle od roku 2010 na 2 % a na změny ve frekvenci rozhodování o sazbách a v komunikaci.

GRAF III.1 (Box)

Vývoj objemu indexu CZEONIA a sazby CZEONIA
(objem v mld Kč, sazba v %)



Pramen: ČNB

Box 5: Dopady změn frekvence měnověpolitických operací ČNB na peněžní trh

Jedním z významných faktorů ovlivňujících mezibankovní peněžní trh a volatilitu krátkodobých úrokových sazeb je způsob realizace měnové politiky. Hlavní nástroj ČNB má podobu repo operací se splatností 14 dnů prováděných formou pravidelných tendrů. V loňském roce došlo s účinností od 4. května ke snížení frekvence provádění repo tendrů z denní frekvence na tři operace týdně.

V situaci, kdy banky nemohou denně vyrovnávat svoji likviditní pozici prostřednictvím repo operací s ČNB, je možno očekávat nárůst zájmu o využívání mezibankovního peněžního trhu, zejména O/N depozit. Aktivitu na O/N depozitním trhu lze sledovat prostřednictvím objemu indexu CZEONIA. Ve tříměsíčním období po snížení frekvence skutečně došlo ke zvýšení využívání mezibankovního trhu měřeno v objemech uzavřených O/N obchodů na průměrných cca 23 mld. Kč denně z cca 17 mld. Kč denně ve stejně dlouhém období před účinností změny (Graf III.1 Box). Toto navýšení však nemuselo být primárně způsobeno efektem snížené frekvence repo tendrů, ale opakovanými spekulacemi bank na růst úrokových sazeb v tomto období. Pozorovaná zvýšená volatilita O/N sazby a její radikální poklesy v obdobích bezprostředně předcházejících zvýšení repo sazby tuto hypotézu též podporují.⁴⁰

Ve sledovaném období po snížení frekvence byl rovněž pozorován zvýšený zájem o využívání automatických facilit, avšak i ten lze jednoznačně dát do souvislosti se spekulacemi na zvýšení základní repo sazby.

Vzhledem k tomu, že období snížené frekvence repo tendrů je pro analytické účely poměrně krátké a významně zatížené spekulativním chováním bank na zvýšení sazeb, je zatím obtížné hodnotit dopad snížení frekvence operací na chování účastníků mezibankovního trhu.

Dostupná evidence naznačuje, že úrokové sazby u bankovních úvěrů nefinančním podnikům v ČR jsou přímo navázány na výnosy na peněžním trhu. Případné zvýšení výnosů by se tak okamžitě promítlo do finančních podmínek podniků s dopady do jejich ziskovosti a případně i míry defaultu (viz část 2.2).⁴¹ Dopad očekávaného zvýšení krátkodobých úrokových sazeb v roce 2007 na schopnost nefinančních podniků splácet dluhy lze však hodnotit jako velmi omezený.⁴²

Zpříšňování měnové politiky nemělo ani v roce 2006 příliš velký vliv na dlouhodobé úrokové sazby hlavních světových měn. V situaci rostoucích krátkodobých sazeb tak

⁴⁰ V situaci očekávaného růstu repo sazby mají banky motivaci nevstupovat do repo kontraktů s ČNB, ale uložit svou likviditu na mezibankovním trhu formou O/N depozit, a do repo tendru pak vstoupit až v době platnosti nové, vyšší repo sazby. Výsledný vysoký objem dostupných prostředků pro mezibankovní O/N kontrakty pak snižuje O/N sazbu až k hranici diskontní sazby, za kterou si banky mohou uložit volnou likviditu u ČNB formou automatické depozitní facility.

⁴¹ Podíl nových úvěrů s fixací do jednoho roku či s plovoucí sazbou na veškerých nových úvěrech nefinančním podnikům se zvýšil z průměrných 93 % v roce 2005 na 96 % v roce 2006. Na krátkodobé sazby jsou citlivé i domácnosti, kde podíl nových úvěrů s fixací do jednoho roku či s pohyblivou sazbou (včetně kontokorentů) na celkových nových úvěrech domácnostem činil v roce 2006 průměrně 60 %.

⁴² Viz článek Vývoj kreditního rizika a zátěžové testování bankovního sektoru v ČR v tematické části této zprávy.

došlo v roce 2006 ke zvýšení negativního sklonu dolarové výnosové křivky a ke zploštění eurové výnosové křivky (Graf III.4). Výnosy desetiletých eurových a dolarových vládních dluhopisů se v první polovině roku 2006 sice nejprve mírně zvyšovaly, poté však došlo k určitému poklesu (Graf III.3). V obou případech však stále zůstávají na poměrně nízkých úrovních, i když mírně výše než v roce 2005. Přetrvávající nízká úroveň dlouhodobých sazeb v posledních třech letech je důsledkem kombinace několika faktorů. Dlouhé období nízké inflace snížilo dlouhodobá inflační očekávání i termínovou prémii požadovanou investory u dlouhodobých aktiv. Dále se mohla snížit i dlouhodobá reálná úroková sazba díky globálnímu přebytku úspor, a tím i likvidity na finančních trzích (viz část 2.1).

Výnosy desetiletých českých dluhopisů se pohybují spolu s eurovými výnosy. Jejich spread vůči eurovým dluhopisům se v prvním pololetí roku 2006 a v počátku roku 2007 pohyboval v negativních hodnotách. Souběh českých a eurových dlouhodobých výnosů naznačuje silnou integraci českého a eurového trhu dluhopisů a může být projevem trhu očekávaného přijetí eura i vysoké kredibility ČNB (viz Box 6).

Box 6: Měření finanční integrace na devizových, akciových a dluhopisových trzích

Integrace finančních trhů nastává tehdy, pokud jsou aktiva (měny, akcie nebo dluhopisy) se stejným rizikovým faktorem a výnosem oceněny trhy stejně bez ohledu na to, kde jsou obchodována, což vyplývá z tzv. zákona jedné ceny.⁴³ Čím více budou jednotlivé segmenty českého finančního trhu integrovány s trhem evropským, tím budou ceny jejich aktiv ovlivňovány spíše globálními (evropskými) faktory nežli faktory lokálními. Vysoká integrace cen aktiv s vyspělými zeměmi eurozóny může mít stabilizující účinek, zároveň však může vytvářet kanál přenosu šoků ze zahraničí do domácího finančního systému.⁴⁴

Pro kvantifikaci míry finanční integrace lze využít koncept *beta-konvergence* umožňující určit rychlost finanční integrace a koncept *sigma-konvergence* umožňující určit stupeň finanční integrace v každém časovém okamžiku. Oba koncepty svým původem spadají do literatury zabývající se problematikou ekonomického růstu a jeho dynamiky.⁴⁵ Pro kvantifikaci beta-konvergence lze s výhodou využít běžné regresní analýzy nebo metody panelových odhadů ve formě rovnice:

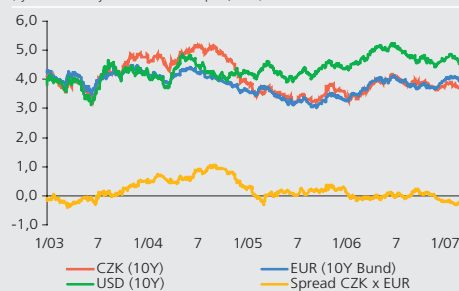
$$\Delta R_{i,t} = \alpha_i + \beta R_{i,t-1} + \sum_{l=1}^L \gamma_l \Delta R_{i,t-l} + \varepsilon_{i,t},$$

kde $R_{i,t}$ představuje rozdíl mezi výnosy aktiv (národní index) země i a zvoleného referenčního teritoria (benchmarku, evropského indexu) v čase t , Δ představuje operátor difference, α_i je dummy proměnná pro jednotlivou zemi a L je operátor zpoždění.⁴⁶ Velikost koeficientu β lze interpretovat jako přímé měření rychlosti konvergence. Negativní koeficient β signalizuje výskyt

GRAF III.3

Vývoj výnosů dlouhodobých vládních dluhopisů a výnosového spreadu

(výnos desetiletých vládních dluhopisů, v %)



Pramen: ČNB, Bloomberg

TAB. III.1 (Box)

Beta-konvergence devizových trhů (1995–2006)

	1995-2006	1995-2000	2001-2006
ČR	-0,86	-0,88	-0,96
Maďarsko	-0,84	-0,89	-0,84
Polsko	-0,85	-0,87	-0,84
Slovensko	-1,01	-1,05	-0,91

Pramen: Bloomberg, výpočet ČNB

Pozn.: Všechny odhady byly statisticky významné na 1% hladině významnosti.

TAB. III.2 (Box)

Beta-konvergence akciových trhů (1995–2006)

	1995-2006	1995-2000	2001-2006
ČR	-0,76	-0,71	-0,90
Maďarsko	-0,80	-0,76	-0,89
Polsko	-0,90	-0,90	-0,93
Slovensko	-0,71	-0,76	-0,72

Pramen: Bloomberg, výpočet ČNB

Pozn.: Všechny odhady byly statisticky významné na 1% hladině významnosti.

TAB. III.3 (Box)

Beta-konvergence dluhopisových trhů (1997–2006, Polsko 1999–2006, Slovensko 2002–2006)

	1995-2006	1995-2000	2001-2006
ČR	-0,66	-0,86	-0,86
Maďarsko	-0,76	-0,79	-0,84
Polsko	-0,81	-0,77	-0,76
Slovensko	-0,80	-0,80	-0,73

Pramen: Bloomberg, výpočet ČNB

Pozn.: Všechny odhady byly statisticky významné na 1% hladině významnosti.

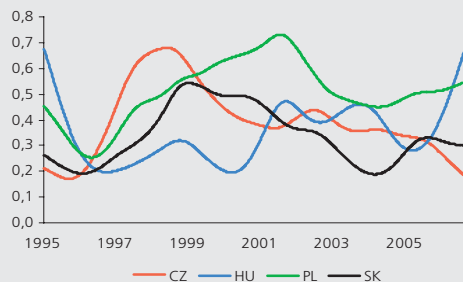
⁴³ Pokud by zákon jedné ceny neplatil, pak by vznikl prostor pro arbitráž. Předpokládáme-li plně integrovaný trh bez existence jakýchkoli překážek (ekonomických, právních, kulturních, atd.), pak bude moci jakýkoli investor využít této arbitrážní příležitosti, což následně povede k obnovení platnosti zákona jedné ceny.

⁴⁴ Analýza se opírá o výsledky výzkumné studie Babetskii, I., Komárek, L., Komárková, Z. (2007): Financial Integration of Stock Markets among Selected New Member States and the Euro Area. CNB Working Paper, v publikaci.

⁴⁵ Viz např. Barro, R. J., Sala-i-Martin, X. (1992): Convergence, Journal of Political Economy 100, str. 223–51.

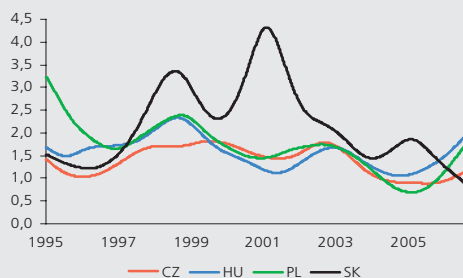
⁴⁶ Počet zpoždění je determinován na základě informačních kritérií.

GRAF III.2 (Box)

Sigma-konvergence devizových trhů
(1995-2006)

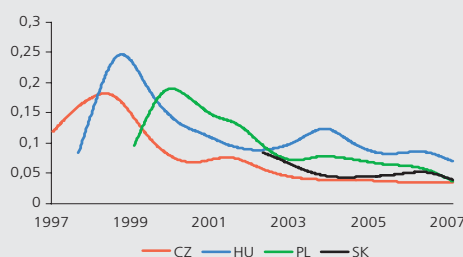
Pramen: Bloomberg, výpočet ČNB

GRAF III.3 (Box)

Sigma-konvergence akciových trhů
(1995-2006)

Pramen: Bloomberg, výpočet ČNB

GRAF III.4 (Box)

Sigma-konvergence dluhopisových trhů
(1997-2006)

Pramen: Bloomberg, výpočet ČNB

konvergence, samotná absolutní hodnota koeficientu beta pak výši rychlosti konvergence. Čím je absolutní hodnota koeficientu β vyšší, tím je rychlost konvergence vyšší, pokud $\beta=0$, pak konvergence není pozorována.

Pro kvantifikaci sigma-konvergence je aplikován výpočet (průřezové) směrodatné odchylky (σ) dle vzorce:

$$\sigma_t = \sqrt{\left(\frac{1}{N-1}\right) \sum_{i=1}^N [\log(y_{it}) - \mu_t]^2},$$

kde symbol y představuje výnos aktiva, μ střední hodnotu datového souboru v čase t a i jednotlivé země ($i = 1, 2, \dots, N$). Pro účely této analýzy používáme $N=2$, tedy zkoumáme vývoj sigma-konvergence v čase mezi eurozónou a jednou ze sledovaných zemí.⁴⁷ Koeficient σ teoreticky nabývá pouze kladných hodnot. Čím je σ nižší, tím vyššího stupně konvergence bylo dosaženo. Plného stupně integrace je z teoretického pohledu dosaženo, když směrodatná odchylka nabývá nulové hodnoty, naopak vysoké (několikamístné) hodnoty σ odrážejí velmi nízký stupeň integrace. Pro grafické znázornění byly výsledky filtrovány Hodrick-Prešcottovým filtrem s doporučeným koeficientem pro týdenní časové řady $\lambda=270400$.

Výsledky analýzy beta-konvergence pro akciové, devizové a dluhopisové trhy indikují, že dochází ke konvergenci výnosů na trzích středoevropských zemí k výnosům v eurozóně (v případě dluhopisových trhů k Německu, Tab. III.1-III.3 Box). Absolutní hodnoty koeficientu beta dosahují pro všechny země velikosti blízké jedné, což znamená, že stírání nově vzniklých rozdílů výnosových diferenciálů mezi příslušnou národní ekonomikou a eurozónou lze označit za rychlé. Při srovnání období 1995 – 2000 a 2001 – 2006 se rychlost beta-konvergence na všech sledovaných trzích v případě České republiky zvýšila, naopak v případě Slovenska došlo k jejímu snížení.⁴⁸ Lze shrnout, že největšího pokroku při integraci finančních trhů s eurozónou ve sledovaném období dosáhla Česká republika následovaná Maďarskem, Polskem a Slovenskem.

Výsledky analýzy sigma-konvergence pro jednotlivé země ve vztahu k eurozóně (Německu) ukazují, že nejnižšího stupně integrace na jednotlivých finančních trzích dosáhlo ke konci sledovaného období Maďarsko následované Polskem (Graf III.2-III.4 Box). Výraznějšího stupně integrace bylo dosaženo v případě České republiky a Slovenska, přičemž nejvyššího stupně konvergence dosáhl český devizový a dluhopisový trh. Souhrnně lze pozorovat, že od roku 2000 dochází k postupné trendové sigma-konvergenci akciových a dluhopisových trhů u všech sledovaných zemí. Vývoj na devizovém trhu je více volatitlní, nicméně v případě České republiky a Slovenska lze pozorovat trend ke konvergenci na rozdíl od Maďarska a Polska, kde spíše dochází k divergentnímu vývoji.⁴⁹

⁴⁷ Pro dvojice zemí odpovídají vypočítané hodnoty v každém období v podstatě polovině druhé mocniny diferenciálu výnosů.

⁴⁸ S výjimkou slovenského dluhopisového trhu, kde vlivem nedostupnosti dat do roku 2002 nejsme schopni určit tendenci vývoje.

⁴⁹ Provedené analýzy pro vybrané země eurozóny (Rakousko, Portugalsko) ukazují, že míra finanční integrace ČR s eurozónou je v případě akciových a dluhopisových trhů obdobná např. Rakousku (viz Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou 2006, ČNB 2006, dostupné na webových stránkách ČNB <http://www.cnb.cz/>).

I když sklon české výnosové křivky zůstává pozitivní, trhy očekávaný nárůst krátkodobých sazeb spolu se stabilitou sazeb dlouhodobých, které se pohybují velmi blízko eurovým sazbám, by mohl vést v budoucnu k plošší české výnosové křivce. Vzhledem k tomu, že pro bankovní sektor je typická transformace krátkodobých pasiv do dlouhodobých aktiv, může plochá či inverzní výnosová křivka vytvářet tlak na ziskovost a zvyšovat úrokové riziko. Dostupná evidence naznačuje, že české banky do jisté míry diverzifikují své výnosy mezi úrokové a neúrokové příjmy, úrokový zisk však představuje podstatnou část celkového zisku z finanční činnosti (viz část 4.2).⁵⁰

Vlivem nízkých dlouhodobých výnosů hlavních světových měn i převisu globální likvidity tak v roce 2006 a v prvních měsících roku 2007 přetrvávala nízká averze k riziku a „honba za výnosem“, která podporovala poptávku investorů po rizikovějších aktivech.⁵¹ Nízkou averzi k riziku podporoval i pokračující pozitivní ekonomický vývoj, ziskovost podnikového sektoru, absence významnějších defaultů i nízká volatilita na finančních trzích (Graf III.5). Výsledkem jsou poměrně vysoké ceny rizikovějších aktiv, nízké spready dluhopisů rozvíjejících se ekonomik i pokračující růst zadlužení nefinančního sektoru zejména v eurozóně.

Během roku 2006 a na počátku roku 2007 však došlo k několika epizodám, které testovaly úroveň averze k riziku hlavních hráčů na finančních trzích. Tyto epizody byly odstartovány zdánlivě marginálními událostmi a mohly by naznačovat určitou zvýšenou nervozitu investorů spojenou s nejistotou ohledně přetrvání současného stavu vysoké likvidity a nízké averze k riziku. V únoru 2006 došlo ke snížení ratingu Islandu a islandská koruna vzápětí oslabila o zhruba 15 %, na což reagovaly měny zemí s podobným makroekonomickým profilem (Nový Zéland, Maďarsko) a došlo též k poklesu akciových indexů některých rozvíjejících se ekonomik. V květnu a červnu 2006 došlo k významnější korekci na finančních trzích, která vedla k výprodejům rizikovějších aktiv včetně akcií, komodit, dluhopisů rozvíjejících se zemí i některých úvěrových derivátů. K další korekci, která byla vyvolána zprávami o chystaném omezení nelegálních aktivit a omezení investování na úvěr na čínském akciovém trhu a problémy na americkém trhu hypoték, pak došlo v únoru a březnu 2007 (Graf III.6).

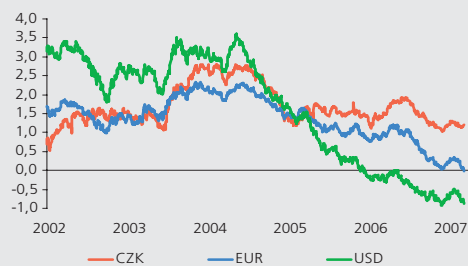
Ve všech případech došlo k pouze přechodnému zvýšení volatility finančních trhů a ceny aktiv se postupně dostaly brzy zpět na své původní hodnoty. To lze hodnotit jako důkaz robustnosti současných finančních trhů vůči šokům. Zvýšenou odolnost je možné dát do souvislosti s lepší redistribucí rizika prostřednictvím sofistikovaných (zejména derivátových) finančních nástrojů.

Proběhlé epizody měly vliv i na výnosy na středoevropských finančních trzích, zejména na akciové i dluhopisové trhy a devizové kurzy (Graf III.7). Dopad na české finanční trhy byl však poměrně omezený. Zatímco měny Polska a Maďarska většinou ve vyznačených epizodách oslabovaly, česká koruna zůstávala stabilní. To by mohlo naznačovat silnější sklon investorů diferencovat mezi jednotlivými zeměmi regionu podle jejich ekonomických fundamentů jako je růst HDP, deficit běžného účtu či míra inflace (viz část 2.1). Dalším faktorem pro slabou reakci měnového kurzu české koruny by mohly být nízké úroky, které motivují investory využívat českou korunu

GRAF III.4

Sklon výnosové křivky

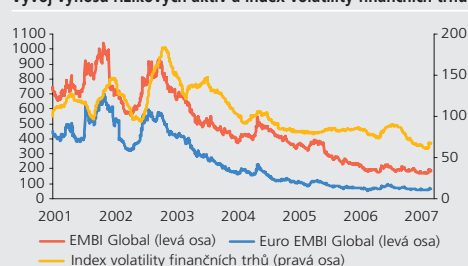
(10Y výnos - 3M sazba, v procentních bodech)



Pramen: ČNB, Bloomberg

GRAF III.5

Vývoj výnosů rizikových aktiv a index volatility finančních trhů



Pramen: ČNB, Bloomberg

Pozn.: EMBI Global Index/Euro EMBI Global Index – vážený spread výnosů dluhopisů rozvíjejících se zemí denominovaných v dolarech/eurech, v bazických bodech; index volatility finančních trhů – součet historické volatility S&P500, DJ Eurostoxx, 10Y dluhopisů USA a Německa, kurzu EUR/USD a kurzu YPNUSD za posledních 90 dnů, 1.1.2001=100.

GRAF III.6

Epizody na finančních trzích v období 2006-2007

(indexy 1.1.2006 = 100, levá osa; EMBI Global v bazických bodech, pravá osa)

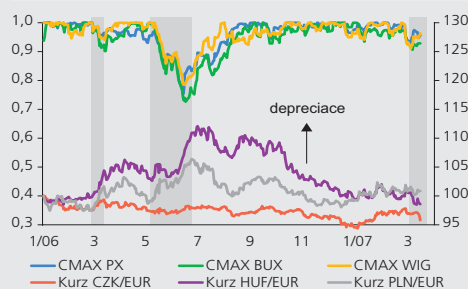


Pramen: Bloomberg, JP Morgan

GRAF III.7

Korekce na finančních trzích 2006-2007 a středoevropský region

(CMAX index = podíl současné hodnoty akciového indexu k maximu posledních 60 dnů, levá osa; kurzy jako indexy, 1.1.2006 = 100, pravá osa)



Pramen: Bloomberg, JP Morgan

⁵⁰ Podíl zisku z úroků se stabilně pohybuje kolem 60 %. Podíl zisku z poplatků a provizí na celkovém zisku z finanční činnosti bank v ČR se zvýšil z hodnot kolem 15 % v letech 1995 – 1999 na téměř 30 % v letech 2003 – 2006 na úkor zisku z ostatních finančních operací, jako jsou operace s cennými papíry apod. Viz též článek Indikátory finanční stability: výhody a nevýhody jejich využití v hodnocení stability finančního systému v tematické části této zprávy, který naznačuje dostatečnou míru diverzifikace výnosů bank v ČR i ve středoevropském srovnání.

⁵¹ Termín „honba za výnosem“ je vysvětlen ve slovníčku pojmů.

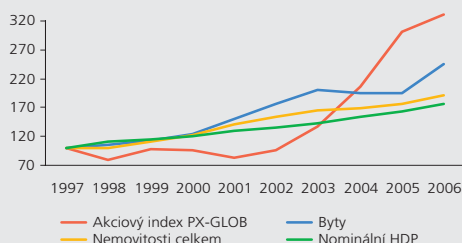
jako financující měnu pro *carry trades*.⁵² Korekce na globálních trzích tak na jedné straně vedou ke „flight to quality“, tj. výprodeji aktiv rizikovějších zemí a depreciazi jejich měn, na druhou stranu však vedou k likvidaci pozic v *carry trades*, a tedy apreciaci měn sloužících k jejich financování.

Méně rozvinuté trhy rychle rostoucích zemí přinášejí zahraničním investorům nadprůměrné výnosy (Graf II.4 v části 2.1). V případě náznaku jakékoli nestability však zahraniční investoři stahují své prostředky z těchto rizikověji vnímaných oblastí. Volatilita finančních trhů ve středoevropském regionu je tak daleko vyšší než na západoevropských trzích nebo v USA. Po uklidnění situace se zahraniční investoři poměrně rychle vracejí, což má za následek brzké dosažení původních hodnot.

3.2 VÝVOJ NA TRHU NEMOVITOSTÍ

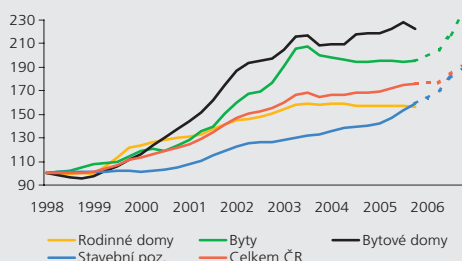
Ceny nemovitostí zaznamenaly v roce 2006 po zhruba třech letech cenové stability poměrně rychlý růst, který převýšil růst mezd v ekonomice. V rámci regionálního srovnání byl tento růst cen tažen především vývojem v Praze, přičemž variabilita cen napříč regiony vzrostla. Rychlejší růst cen nemovitostí v ČR v posledním roce může být vysvětlitelný jejich zaostáváním v předchozích letech v porovnání s ostatními zeměmi EU. Na druhou stranu však dochází k poklesu výnosu z nájemného, kdy nájemné roste pomaleji než ceny bytů. Nelze tedy vyloučit, že část cenového růstu nemá fundamentální povahu. Rizikem pro finanční stabilitu se může jevit také rostoucí rozestavenost bytového fondu, a to především v souvislosti s růstem úvěrů developerským společenstvem.

GRAF III.8
Ceny aktiv
(absolutní index, 1.Q1998=100)



Pramen: ČSÚ, výpočet ČNB, data za 2006 dopočten z nabídkových cen dle IRI

GRAF III.9
Ceny nemovitostí - ceny převodů dle daňových příznání
(absolutní index, 1.Q1998=100)



Pramen: ČSÚ, výpočet ČNB, data za 2006 dopočten z nabídkových cen dle IRI

Vývoj cen nemovitostí ovlivňuje finanční stabilitu, neboť investice do nemovitostí jsou vnímány jako substitut investic do finančních aktiv, ale i spotřeby domácností. Ceny nemovitostí tak vykazují obdobný vývoj v rámci hospodářského cyklu jako ceny finančních aktiv (např. akcií), i když je jejich vývoj méně volatilní (Graf III.8). Změny cen nemovitostí mohou ovlivnit bilanci finančních institucí několika kanály. Případný pokles cen nemovitostí může vést k poklesu aktiv finančních institucí prostřednictvím jejich vlastních investic do nemovitostí či do nemovitostních investičních fondů. Vzhledem k vysokému růstu úvěrů na bydlení a výsledné zvýšené citlivosti bilancí domácností na vývoj cen nemovitostí může pokles cen nemovitostí také negativně ovlivnit schopnost domácností tyto úvěry splácet.⁵³ Zároveň by došlo ke snížení hodnoty kolaterálu těchto půjček, takže by případný negativní vývoj v sektoru domácností vedl k vyšším dopadům do bankovního sektoru. Obdobným způsobem působí expozice finančních institucí vůči společnostem podnikajícím ve stavebnictví a v oblasti nemovitostí (tzv. developerské společnosti), u nichž v minulosti došlo k nárůstu úvěrů (viz část 4.2).

Při pohledu na vývoj cen nemovitostí je zřejmé, že v roce 2006 došlo k určitému obnovení jejich růstu (Graf III.9). Po období cenové stability v letech 2003 – 2005 rostly v roce 2006 především ceny bytů a ceny stavebních pozemků.⁵⁴ V některých regionech je přitom růst cen v meziročním srovnání velmi výrazný – nabídkové ceny

⁵² Míru skutečného využívání české koruny jako financující měny pro *carry trades* nelze bohužel přímo doložit datovými zdroji. Určitou nepřímou indikaci však nabízejí údaje ze statistiky mezinárodní investiční pozice ČR a z bankovní statistiky, které ukazují nárůst korunových pohledávek českých bank za neřezidenty v průběhu posledních dvou let i převís krátkodobých pohledávek obchodních bank za neřezidenty nad krátkodobými závazky vůči neřezidentům.

⁵³ Pokles cen nemovitostí by například vedl k poklesu čistých aktiv domácností.

⁵⁴ Je však třeba upozornit, že údaje za rok 2006 jsou pouze předběžné a ne zcela srovnatelné s údaji za předchozí roky. Zatímco údaje do roku 2005 odrážejí ceny převodů nemovitostí, které jsou publikovány ČSÚ, údaje z roku 2006 jsou odhadnuty na základě tzv. nabídkových cen realitních kanceláří. Ty přitom nejsou dostupné pro všechny regiony a pro všechny typy nemovitostí.

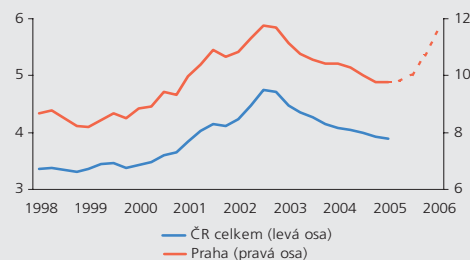
bytů v Praze rostly ke konci roku 2006 meziročním tempem 24,3 %, přičemž akcelerovaly především v druhé polovině roku. Tento růst cen souvisí nejspíše s nárůstem poptávky po bydlení, kterou lze dát do souvislosti s uvedenou vysokou dynamikou úvěrů na bydlení, s demografickými vlivy⁵⁵ a se stabilním makroekonomickým prostředím (růst reálných příjmů, nízká inflace a úrokové sazby). Vedle těchto relativně přirozených vlivů na růst cen působily také spekulace na růst DPH ze stavebních prací z 5 % na 19 % k 1. 1. 2008. Vzhledem k nejistotám ohledně definice tzv. sociálního bydlení, které by mělo být z nárůstu daně vyjmuta,⁵⁶ a vzhledem k nejistotám ohledně daňových změn obecně (návrh vlády na zvýšení základní sazby DPH z 5 % na 9 %) je však otázkou, zda je tento nárůst cen přirozený a zda nemůže podpořit vytvoření „bubliny“ na trzích nemovitostí. Indikací počátku cenové bubliny může naznačovat porovnání vývoje cen bytů a příjmů. Podíl cen bytu v Praze k ročním mzdám se ke konci roku 2006 přiblížil úrovni z konce roku 2003 (Graf III.10), kdy vrcholily spekulace o růstu cen bytů v souvislosti se vstupem ČR do EU, které se nakonec nepotvrdily.

Na druhou stranu je však současný rychlý růst cen nemovitostí poměrně dobře vysvětlitelný doháněním cenové úrovně v ČR v porovnání s ostatními zeměmi EU. Podle výroční zprávy European Council of Real Estate Professions činila cena bytů v Praze ke konci roku 2005 87,3 % ceny v Berlíně, 70,8 % ceny v Hamburku, 81,9 % ceny ve Vídni, 45,5 % ceny v Římě, 26,2 % v Madridu a 23,5 % v Paříži.⁵⁷ V letech 1997 – 2005 přitom nebyl růst cen v ČR v porovnání se zeměmi EMU příliš vysoký (Graf III.11). Oproti eurozóně sice ceny nemovitostí v ČR rostly mírně rychleji (v absolutním indexu za 8 let celkem o 13 p. b.), toto však bylo do velké míry dáno tím, že byl index cen nemovitostí v eurozóně ovlivněn stagnací, resp. poklesem cen v Německu. Růst cen nemovitostí v ČR do roku 2005 poměrně výrazně zaostával za růstem v zemích s vyššími růsty HDP (Irsko, Řecko, Španělsko). V rámci mezinárodního srovnání může být zajímavé to, že v rámci eurozóny rostou ceny nemovitostí nejpomaleji u sousedů a významných obchodních partnerů ČR, tj. Německa a Rakouska (pokles cen za období 1997 – 2005 celkem o 2,7 %, resp. 2,8 %). Absolutní ceny nemovitostí v Německu a Rakousku jsou sice stále mírně vyšší než v ČR, podíl cen bytů a mezd je však pro Prahu již 2,5–3krát vyšší než pro Berlín, Vídeň či Hamburk.⁵⁸

V rámci regionálního vývoje cen v ČR se potvrzuje hypotéza Prahy jako cenového vůdce. Ceny v ostatních regionech reagují se zpožděním. V předchozích letech relativně stabilního růstu cen byl zřejmý trend ke konvergenci těchto cen napříč regiony, kdy rostly ceny v regionech s nižšími absolutními cenami rychleji než v regionech s vysokými cenami. V roce 2006 však růst cen v ostatních regionech za cenami v Praze poněkud zaostával. To se projevilo nejen v růstu podílu cen bytů v Praze a celkového indexu cen bytů, ale také v nárůstu směrodatné odchylky cen napříč regiony (Graf III.12). Ten lze interpretovat jako nárůst nejistoty ohledně vývoje cen nemovitostí. Na druhou stranu však ukazuje na to, že aktuální růst cen v Praze nelze prozatím hodnotit jako obecný trend a že je potřeba vyčkat, zda se potvrdí růstem cen i v jiných regionech.

GRAF III.10

Podíl cen bytu a roční mzdy

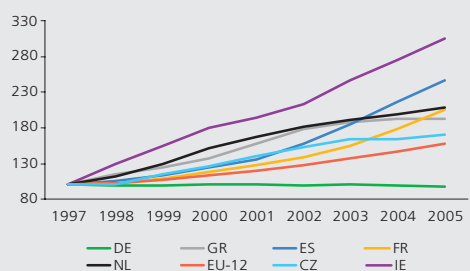
(podíl ceny bytu 68 m² a mzdy za poslední 4 čtvrtletí)

Pramen: ČSÚ, IRI, výpočet ČNB

GRAF III.11

Mezinárodní srovnání vývoje cen nemovitostí

(absolutní index, 1997=100)

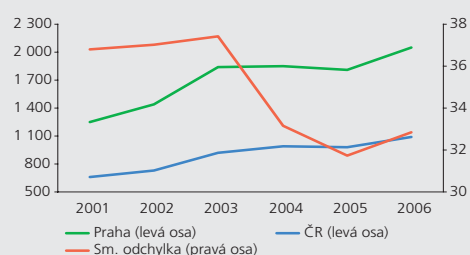


Pramen: ECB, ČSÚ

GRAF III.12

Růst cen a jejich variabilita mezi regiony

(průměr nabídkových cen za rok v tis. Kč, směrodatná odchylka v % průměru)



Pramen: IRI, výpočet ČNB

⁵⁵ V roce 2006 byl v ČR poprvé od roku 1992 zaznamenán kladný přirozený přírůstek obyvatelstva. Spolu s vysokými přírůstky stěhování byl celkový přírůstek obyvatelstva ve výši 36 110 osob nejvyšší od roku 1979.

⁵⁶ Původně měly být z nárůstu daně vyjmuty všechny byty do obytné plochy 90 m², rodinné domy do obytné plochy 150 m². Podle nových návrhů vlády by tyto limity měly být zvýšeny na 120 m² pro byty a 350 m² pro rodinné domy. Tato definice pokrývá většinu současné bytové výstavby.

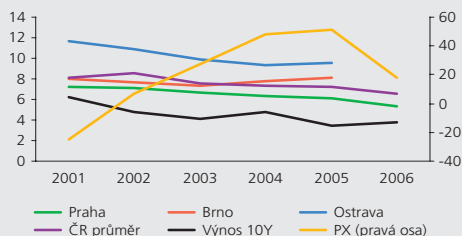
⁵⁷ Pro Brno činily ceny bytů 73,3 % cen v Berlíně, 59,5 % cen v Hamburku, 67,8 % ve Vídni, 38,2 % cen v Římě, 22,0 % v Madridu a 19,8 % v Paříži.

⁵⁸ Tento podíl je však stále na 68 % úrovni Madridu či 88,5 % úrovni Paříže. Údaje z výroční zprávy European Council of Real Estate Professions.

GRAF III.13

Výnosy z nájemného

(průměry za rok v %, porovnání s výnosy desetiletého vládního dluhopisu a akciového indexu PX)

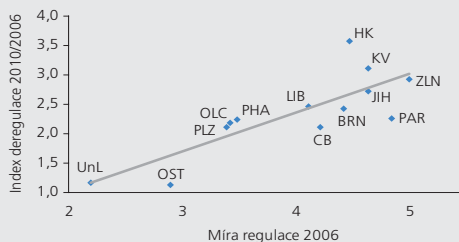


Pramen: IRI, výpočet ČNB

GRAF III.14

Deregulace nájemného

(nabídkové nájemné, propočtené deregulace podle zákona; členění dle krajských měst)



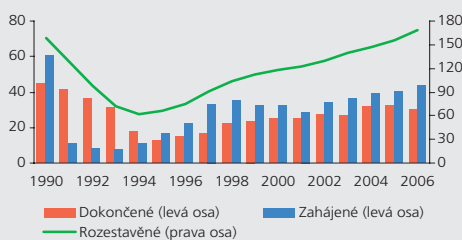
Pramen: IRI, MF ČR (zákon 107/2006), výpočet ČNB

Pozn.: Zkratky měst uvedeny v Seznamu zkratk. Míra regulace je podíl neregulovaného a regulovaného nájemného, index deregulace je podíl propočteného regulovaného nájemného v roce 2010 a současného regulovaného nájemného.

GRAF III.15

Bytová výstavba

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



Pramen: ČSÚ

Vzhledem k možnosti častějšího nákupu nemovitostí pro spekulativní účely a související potenciální bublině v cenách nemovitostí je třeba také analyzovat vztah mezi vývojem cen nemovitostí, tržním nájemným a vývojem výnosů alternativních aktiv (např. dlouhodobých dluhopisů nebo akcií).⁵⁹ V posledních letech dochází k systematicky nižšímu růstu tržního nájemného oproti růstu cen, což se projevuje v poklesu „výnosu z nájemného“ (Graf III.13).⁶⁰ Například v Praze mezi koncem roku 2004 a 2006 narostly nabídkové ceny nemovitostí o 24 %, zatímco nájem poklesl o 1,5 %, „výnos z nájemného“ pak poklesl o 1,2 p.b. K tomuto „rozevření nůžek“ mezi vývojem nájmů a nabídkových cen nemovitostí přitom došlo v situaci, kdy výnosy dlouhodobých dluhopisů rostly o 0,3 p.b. K poklesu „výnosu z nájemného“ dochází i v dalších regionech, ve kterých je však výnos v absolutní úrovni vyšší, především z důvodu nižších nabídkových cen. Závislost výnosu z nájemného na absolutní úrovni cen naznačuje, že spekulativní motiv není při investicích domácností do nemovitostí prozatím dominantní. Vzhledem ke koncentraci bytové výstavby do Prahy a okolí (viz níže) je tak zřejmé, že investoři pro tyto regiony očekávají další růst cen nemovitostí.

V souvislosti s uvedenou vazbou ceny a nájemného je novou informací postup deregulace nájemného podle zákona 107/2006 Sb. Pozitivem tohoto zákona je, že se v porovnání s předchozími úpravami snaží provázat rychlost deregulace nájemného s tržními faktory. Míra deregulace tak bude relativně vyšší v regionech s nejvyšší mírou distorze nájemného (Graf III.14). Cílem zákona je, aby regulované nájemné ke konci roku 2010 činilo 5 % tzv. cílové ceny vyhlášené MF ČR.⁶¹ To, že je těchto 5 % stále pod výnosem nájemného vypočteného v Grafu III.13, a to, že se „cílové ceny“ pohybují zhruba na úrovni 70–80 % současných tržních, resp. nabídkových cen, znamená, že i po plánovaných deregulacích budou distorze na trhu nemovitostí přetrvávat.⁶² Přesto je však možné očekávat, že v některých regionech může deregulace ovlivnit i výši neregulovaného nájemného, a tím i výši cen (především v regionech nad regresní křivkou v Grafu III.14, u kterých je deregulace nájemného v porovnání se současnou mírou regulace nejrychlejší).

Rostoucí ceny nemovitostí se spolu s rostoucí dostupností úvěrů na bydlení projevily rovněž v oživení bytové výstavby.⁶³ Počty zahájených bytů jsou v současnosti nejvyšší od první poloviny devadesátých let, kdy dobíhala předchozí tzv. sociální výstavba převážně panelových domů započatá v rámci centrálního plánování (Graf III.15). Oproti rokům 2004 a 2005 nicméně došlo k poklesu počtu dokončených bytů zhruba o 8 %. Nárůst počtu zahájených a pokles počtu dokončených bytů se logicky projevil v nárůstu počtu rozestavěných bytů. Ten je dokonce na nejvyšší úrovni od roku 1989. Stále větší část bytové výstavby je orientována na prodej,⁶⁴ přičemž velká

⁵⁹ Bližší metodologická diskuse byla předmětem Boxu Determinanty cen nemovitostí uvedeného ve Zprávě o finanční stabilitě 2004, str. 28–29.

⁶⁰ Výnos z nájemného = $12 \cdot \text{tržní měsíční nájemné} / \text{nabídková cena bytu}$.

Tento výnos nebere v úvahu opotřebení bytu ani jiné náklady spojené s vlastnictvím bytu (opravy, poplatky za některé služby apod.), ani „kreditní riziko“ spojené s možností neplacení ze strany nájemníka. Z tohoto důvodu by vždy měl být tento výnos vyšší než výnos likvidnějších alternativních aktiv, které těmito náklady či riziky nejsou zatíženy (tedy např. obligace).

⁶¹ Výjimkou je Praha 1 s 2,9 % cílové ceny, Praha 2 s 3,65 %, Praha 6 s 4,6 % a byty se sníženou kvalitou.

⁶² Tzv. cílové nájemné, tedy nájemné po deregulacích v roce 2010, se pohybuje v průměru na 58 % současného nabídkového nájemného s minimem 41 % pro Ústí nad Labem a maximem 74 % pro Hradec Králové.

⁶³ Zpětné ovlivnění cen prostřednictvím zvýšené nabídky bytů zatím není příliš významné, neboť podíl počtu všech dokončených bytů od konce roku 2001 k celkovému bytovému fondu v tomto roce je stále poměrně nízký (4,0 %).

⁶⁴ Zatímco v roce 2002 tvořily byty pro prodej po dokončení výstavby 19,3 % všech dokončených, 20,4 % všech zahájených a 14,5 % rozestavěných bytů, v roce 2005 tyto podíly narostly na 34,4 %, 37,9 %, resp. 19,8 %.

část této výstavby je financována dluhově. Rostoucí rozestavenost bytů (při zachování současného počtu dokončených bytů by dostavění rozestavěných bytů trvalo 5,6 roku) tak znamená riziko, které je potvrzováno i mikroekonomickými studiemi jednotlivých developerských projektů v Praze.⁶⁵ Tyto studie potvrzují prodlužování doby prodeje bytů, což znamená dodatečné náklady developerů. Tyto náklady jsou relativně málo významné v případě obecného růstu cen bytů. V případě poklesu těchto cen by se ale mohly stát rizikovým faktorem splácení úvěrů těchto subjektů.

3.3 FINANČNÍ INFRASTRUKTURA

Bezporuchové fungování mezibankovního platebního systému CERTIS a systému vypořádání krátkodobých dluhopisů SKD,⁶⁶ které jsou provozovány Českou národní bankou, přispívalo i v roce 2006 ke stabilitě finančního sektoru. Ke konci roku byla uvedena do provozu modernizovaná verze CERTIS, která disponuje větší kapacitou a jejíž provoz zároveň generuje nižší provozní náklady. V roce 2006 došlo rovněž k pokroku v projektu jednotného eurového platebního prostoru (SEPA).

3.3.1 SKD a CERTIS – objemy transakcí a aktuální vývoj

Systém vypořádání krátkodobých dluhopisů (SKD) je využíván pro emisi a registraci zaknihovaných cenných papírů se splatností do jednoho roku a pro vypořádání obchodů s těmito cennými papíry. V SKD jsou registrovány státní pokladniční poukázky a poukázky ČNB. Systém umožňuje provádět úplatné prodeje cenných papírů, repo operace a sell and buy operace, zástavy a výměny cenných papírů. Systém mezibankovního platebního styku CERTIS (Czech Express Real Time Interbank Gross Settlement System) je systém zpracovávající v reálném čase veškeré tuzemské mezibankovní převody v českých korunách.

SKD zpracoval v roce 2006 cca 13,8 tis. transakcí v celkové hodnotě 47 534 mld. Kč. Navzdory poklesu transakcí se jejich celková hodnota zvýšila oproti roku 2005 o 22 % (Tab. III.1). Denně byly zpracovány transakce v průměru za 188 mld. Kč. Zhruba za každých 17 dní bylo dosaženo obrátu ve výši ročního nominálního HDP.

K plynulosti a stabilitě mezibankovního zúčtování přispívá využívání vnitrodenního úvěru (Tab. III.1). Jeho prostřednictvím poskytuje ČNB oprávněným subjektům (zejména komerčním bankám) dodatečnou likviditu s cílem zajistit plynulé vypořádání příkazů v systému CERTIS. V roce 2006 došlo oproti předcházejícímu roku k výraznému nárůstu objemu vnitrodenního úvěru zhruba o 90 % na hodnotu 6 884 mld. Kč, což souvisí především s tlakem na používání tohoto nástroje v zájmu zajištění hladkého průběhu mezibankovních plateb. V předcházejících letech objem vnitrodenního úvěru plynule narůstal z důvodu rostoucí informovanosti bank o možnostech jeho využívání. Vnitrodenní úvěry jsou účastníkům CERTIS poskytovány bezúročně prostřednictvím SKD a zároveň jsou kolateralizovány, čímž je sníženo kreditní riziko na minimální možnou úroveň.

V roce 2006 nedošlo k žádným systémově závažným výpadkům SKD, index provozuschopnosti (tzv. *percentage uptime*) byl 99,8 %. Tato skutečnost dokladuje dostatečnou pozornost, kterou věnuje ČNB i řízení operačního rizika SKD. Pravidelně dvakrát do roka je testován plán zajištění plynulosti provozu (tzv. *business continuity plan*) za účasti účastníků SKD.

TAB. III.1
SKD – statistické údaje

Období	Celková hodnota transakcí (mld. Kč)	Celkový počet transakcí	Celkový objem vnitrodenního úvěru (mld. Kč)
2000	23 258	27 350	n.a.
2001	22 865	22 334	n.a.
2002	32 418	16 615	n.a.
2003	39 040	17 029	2 493
2004	40 713	16 214	3 055
2005	38 742	14 552	3 557
2006	47 534	13 810	6 884

Pramen: ČNB, ČSÚ

TAB. III.2
Systém mezibankovního platebního styku CERTIS – statistické údaje

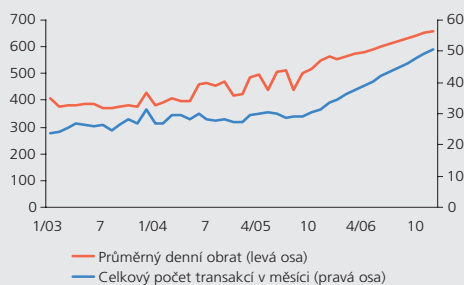
Období	Obrát (mld. Kč)	Průměr. denní obrát (mld. Kč)	Počet transakcí (mil.)	Průměr. denní počet transakcí (mil.)	HDP/ průměr. denní obrát
2002	100 343	431	262	1,12	5,6
2003	96 938	385	317	1,26	6,6
2004	110 127	434	333	1,32	6,4
2005	123 354	488	356	1,40	6,0
2006	151 537	604	382	1,52	5,3

Pramen: ČNB

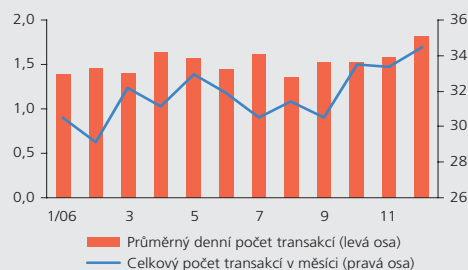
⁶⁵ Bytová výstavba se koncentruje převážně do Prahy a Středočeského kraje (podíl 36,9 % na dokončených a 37,3 % na zahájených bytech v roce 2006). Viz Čápová, D.: Vývoj cen bytů a nemovitostí určených pro bydlení – realitní bublina v Praze. (In: Proměny bydlení. Ostrava: VŠB-TUO, 2006, díl 1).

⁶⁶ Detailnější popis systémů je uveden ve Zprávě o finanční stabilitě 2004. Řízení rizik a ohodnocení těchto systémů vůči mezinárodním standardům je věnována pozornost ve Zprávě o finanční stabilitě 2005.

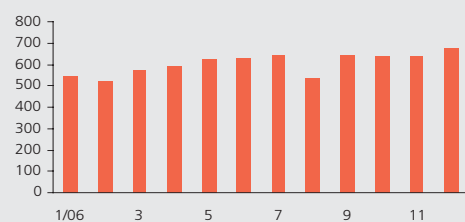
GRAF III.16
Počet transakcí zpracovaných systémem CERTIS v letech 2003 až 2006



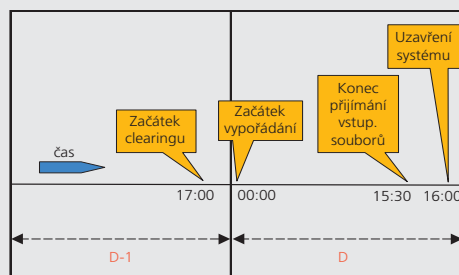
GRAF III.17
Počet transakcí zpracovaných systémem CERTIS v r. 2006 (mil.)



GRAF III.18
Průměrný denní obrát systému CERTIS v r. 2006 (mld. Kč)



GRAF III.19
Systém mezibankovního platebního styku CERTIS – operační cyklus



Systém CERTIS fungoval stejně jako v předcházejících letech i v roce 2006 hladce a pokračoval v trendu zúčtování zvyšujícího se počtu plateb (Tab. III.2). Zúčtovací centrum ČNB zpracovalo celkem 381,7 mil. položek v celkové hodnotě 151 537 mld. Kč, což představuje zvýšení oproti roku 2005 o 23 %. Průměr počtu denně zpracovaných položek činil 1,52 mil. a průměrná denní hodnota položek činila 603,7 mld. Kč (Grafy III.16–18). Tyto údaje vypovídají o rozměru zúčtování plateb v CERTIS a jeho významu pro finanční stabilitu. Za zhruba 5 a půl pracovního dne bylo dosaženo peněžního obrátu přibližně ve výši ročního nominálního HDP.

Ani rekordní počet položek zpracovaných v jednom dni v září roku 2006 – 4,949 mil. – nezpůsobil problémy a neohrozil plynulost zúčtování, přestože tato hodnota se již blíží kapacitním možnostem původní technické platformy CERTIS. Maximum počtu zpracovaných položek z roku 2005 bylo překonáno zhruba o 10 %.

V listopadu 2006 byl úspěšně spuštěn do rutinního provozu nový systém CERTIS (Graf III.19). Důvodem pro modernizaci CERTIS byly nejen zvyšující se nároky na kapacitu systému, ale i snaha o snížení provozních nákladů, což umožnilo snížit ceny pro jeho uživatele. Modernizace spočívající v převedení jádra starého systému na novou platformu umožnila zachovat stejné funkce a prověřené standardy a zároveň výrazně snížit riziko zahlcení systému a ohrožení plynulosti a bezpečnosti zúčtování. Zatímco původní systém zpracovával zhruba 400 tis. položek za hodinu, testy nového systému prokázaly schopnost zpracovat až cca 1 mil. položek za hodinu. Již od 1. 8. 2006 probíhal paralelní provoz nového a starého systému, který prokázal, že oba systémy poskytují stejné výsledky zpracování dat. Protože formát předávaných dat se nemění, pro banky změna znamenala pouze přesměrování komunikace.

Poplatková politika ČNB je vedena tak, aby podpořila plynulost zúčtování, zvýšila efektivnost platebního systému a počet bezhotovostně realizovaných plateb v ČR. Poplatky jsou odvozeny od počtu transakcí, které účastníci do systému předávají, a od času předání. Výše poplatku za položku v průběhu dne roste – použité poplatkové pásmo závisí na okamžiku, kdy jsou soubory s položkami do ČNB bankou plátce zaslány. Z dostupných statistik je zřejmé, že naprostá většina klientských položek je zasílána v nejlevnějších pásmech v nočních či ranních hodinách (dříve 0,25 Kč, resp. 0,65 Kč za položku, od 1. 1. 2007 pak 0,22 Kč, resp. 0,40 Kč). Ostatní pásma, ve kterých poplatky rostly dříve až na 200 Kč (od 1. 1. 2007 do 100 Kč), jsou využívána především pro položky zajišťující převody kryjící obchody s cennými papíry či obchody uzavírané mezi bankami, případně pro urgentní mezibankovní platby. Bankám, které předávají velké množství položek, poskytuje centrální banka množstevní slevy, a to podle toho, jaký celkový počet transakcí banka k zúčtování zaslala v průběhu měsíce (při počtu transakcí od 250 tisíc do 2,5 milionu za měsíc činí sleva čtyři haléře za transakci v tomto pásmu, v dalším pásmu do pěti milionů je sleva osm haléřů a nad tuto hranici 13 haléřů za položku).

3.3.2 Sledování evropských trendů

ČNB aktivně sleduje vývoj v oblasti evropské infrastruktury a problematiku vytváření nového platebního rámce pro EU. Zástupci ČNB pracují v příslušných výborech a skupinách Evropské centrální banky, účastní se procesu přípravy Direktivy pro platební styk a sledují ve spolupráci s Českou bankovní asociací vývoj přípravy jednotného eurového platebního prostoru SEPA (Single Euro Payment Area).⁶⁷

⁶⁷ Viz též Opravilová, R. (2006): Aktuální výzvy v oblasti finanční infrastruktury. Bankovníctví, 20. 10. 2006.

Budování SEPA je považováno za nejvýznamnější projekt v oblasti platebního styku v Evropě. Existence SEPA umožní, aby klient mohl realizovat jakýkoli platební převod v eurech z bankovního účtu nebo prostřednictvím karty za stejných podmínek jako v rámci stávajících národních platebních systémů. Všechny platby by zároveň měly být minimálně tak bezpečné a efektivní jako stávající nejlépe fungující národní systémy a měly by mít charakter tuzemských služeb. Postup zavádění SEPA je rozfázován na období let 2008 – 2010. SEPA je dobrovolná iniciativa komerčních bank. Hlavním koordinačním a rozhodovacím orgánem pro banky v záležitostech SEPA je Evropská platební rada EPC (European Payments Council). Členem EPC je od roku 2004 také Česká bankovní asociace. Dokladem toho, jak úspěšně se zástupci českých bank prosazují v EPC, konkrétně v pracovní skupině pro inkasu, je prosazení českého inkasního systému do Pravidel pro provádění přímých inkas a jeho schválení jako plně SEPA-kompatibilního.⁶⁸

Členství v EPC přináší českým bankám pravidelné informace o postupu přípravy na SEPA a možnost včas se připravovat na nákladné změny. Zavedení produktů SEPA však pro banky bude znamenat velké investice do úprav systémů,⁶⁹ zvýšené náklady, zvýšenou konkurenci a v konečném důsledku se dotkne všech klientů bank, tedy celého finančního sektoru. ČNB spolupracuje s ČBA při přípravě dokumentů, které budou platit pro implementaci základních platebních nástrojů po 1. lednu 2008.

ČR se bude muset standardům SEPA přizpůsobit pouze pro eurové platby (domácí i přeshraniční). I vzhledem k tomu, že většina plateb v ČR je denominována v korunách,⁷⁰ nehrozí, že by komerční banky působící v ČR nebyly schopny zabezpečit úkoly, které na ně projekt bude v letech 2008 – 2010 klást. V okamžiku, kdy bude v ČR zavedeno euro, bude nutné promítnout všechny dohodnuté standardy pro přeshraniční platby do domácích podmínek. Proto byla problematika SEPA zahrnuta do mandátu Pracovní skupiny NKS⁷¹ pro finanční sektor. Ta je zodpovědná za vypracování plánu konverze platebních a zúčtovacích systémů, napojení na evropský platební systém a provádění změn v tuzemském mezibankovním platebním styku.

⁶⁸ Na rozdíl od způsobu obvyklého v ČR jsou přímá inkasa hojně používána v Německu, Itálii a Francii založena na velké důvěře mezi plátcem a příjemcem, která je podporována striktní legislativní úpravou v dané oblasti. Český způsob je plně automatizován a bez rizik pro klienty i banky: souhlas k inkasu kontroluje banka plátce a banka příjemce přepisuje peníze ve prospěch účtu příjemce až po obdržení plateb od banky plátce.

⁶⁹ Např. platební příkazy a swiftové zprávy budou muset být rozšířeny o řadu polí, např. o identifikační kód plátce a identifikační kód příjemce.

⁷⁰ SEPA platí pouze pro eurové platby. Paralelně s projektem SEPA byla připravena nová směrnice o platebních službách, která upravuje podmínky plateb v celé EU bez ohledu na to, v jaké měně jsou.

⁷¹ Národní koordinační skupina pro zavedení eura.

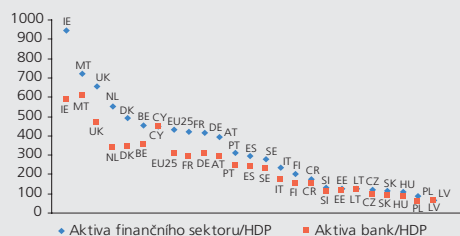
4 FINANČNÍ SEKTOR

V roce 2006 vykázal finanční sektor velmi dobrou výkonnost a rentabilitu. Výsledky bankovního sektoru lze hodnotit v mezinárodním srovnání jako nadprůměrné, a to i přes určitý pokles ziskovosti ve srovnání s předchozím rokem. V pojišťovnictví meziroční růst výběru pojistného poněkud zpomalil. V životním pojištění došlo k obnovení růstu pojistného, které postačilo krýt nižší růst pojistného v neživotním pojištění. Pojišťovny zvýšily rentabilitu kapitálu na úroveň bank. V penzijních fondech došlo ke zvýšení počtu účastníků a růstu příspěvků účastníků penzijního připojištění. Investiční společnosti a zprostředkovatelé v čele s bankami rozšířily nabídku investic jak do domácích podílových fondů, tak do zahraničních aktiv a zahraničních fondů. Uvedené tendence vytvářejí předpoklady pro zachování finanční stability i v následujících letech.

Pozitivní tendence v rozvoji finančního sektoru v sobě současně obsahují některá potenciální rizika. Určitým problémem by se mohl stát růst nesplácených půjček v případě ekonomického oslabení či při nečekaně vysokém zvýšení úrokových sazeb. To by zvýšilo úrokové náklady dluhů vzniklých v předchozích obdobích a u některých typů subjektů by mohlo zkomplikovat jejich řádné splacení. Týká se to zejména některých skupin domácností, u nichž existují signály o značném zatížení úvěry. To může být důsledkem přecenění jejich příjmových možností.

Volný vstup na finanční trh, resp. uznání licence udělené v jednom členském státě v dalších zemích EU a volný pohyb služeb vedly ke zvýšení počtu poboček a notifikací bank, pojišťoven a obchodníků s cennými papíry na domácím trhu. Vlastnické a funkční propojení finančního sektoru se zahraničním vede k jeho posílení, ale může znamenat i potenciální možnost přenosu prvků nestability. Současný ekonomický růst a stabilita v zemích, ve kterých mají sídlo mateřské společnosti finančních institucí v ČR, působí pozitivně na celkovou finanční stabilitu sektoru.

GRAF IV.1
Aktiva finančního sektoru a bank na HDP (%)



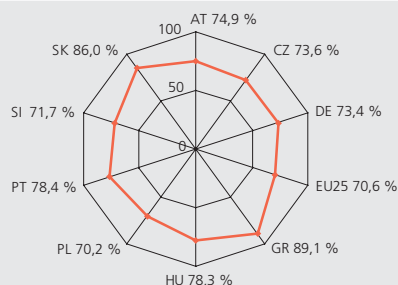
Pramen: ČNB, ČSÚ, ECB
Pozn.: Data za rok 2005. Vysoké hodnoty za LU nezahrnuty.

4.1 STRUKTURA FINANČNÍHO SEKTORU

V mezinárodním srovnání se relativní velikost finančního sektoru ČR udržuje na stejné úrovni. Srovnání se zeměmi eurozóny ukazuje na relativně velký bankovní sektor i na růstový potenciál jednotlivých segmentů trhu. Objem úvěrů domácnostem i podnikům v relaci k HDP stále zaostává za úrovní eurozóny. Ve struktuře finančního sektoru mají významný vliv regulované bankovní skupiny (holdingy), které vykazují vysokou ziskovost. Koncentrace v bankovním sektoru a tržní podíly velkých bank jsou srovnatelné s průměrem v EU. Charakteristickým rysem ČR je vlastnická kontrola podstatné části finančního sektoru zahraničními subjekty. Navzdory tomu, že dosud převažují pozitivní vlivy propojení českého finančního sektoru se zahraničím, do budoucna nelze vyloučit ani negativní dopad některých rizik plynoucích z takto těsných vazeb.

Finanční zprostředkování v ČR měřené objemem aktiv finančních institucí v roce 2006 meziročně vzrostlo o 7 %. Vzhledem k obdobnému růstu nominálního HDP se tak hloubka finančního zprostředkování měřená podílem aktiv finančního sektoru na HDP v zásadě nezměnila a nadále se pohybuje kolem 130 %. Tato hodnota je ve srovnání se zeměmi eurozóny zhruba třetinová (Graf IV.1). Pokud jde o samotný bankovní sektor, který představuje jádro českého finančního sektoru, hodnota bilanční sumy na HDP ve výši 98 % ke konci roku 2006 jej řadí na přední příčky ve srovnání s dalšími novými členskými zeměmi EU. Vyšší poměr vyazuje pouze Slovensko a pobaltské země. Zhruba tříčtvrtinový podíl bank na finančním sektoru ČR je vyšší, než činí průměr EU, je však srovnatelný např. s podílem Německa a Rakouska (Graf IV.2).

GRAF IV.2
Podíl bankovního sektoru na aktivech finančního sektoru (%)



Pramen: ČNB, ČSÚ, ECB, centrální banky
Pozn.: Data za rok 2005. SK bez penzijních fondů. Data za CZ, HU, PL, SK, SI na nekonsolidované bázi.

Finanční struktura ČR je tvořena bankami, družstevními záložnami, pojišťovnami, penzijními fondy a ostatními finančními zprostředkovateli jako jsou investiční společnosti, které spravují otevřené podílové fondy, leasingové společnosti, společnosti ostatního úvěrování (splátkové společnosti, faktoringové společnosti) či nebankovní obchodníci s cennými papíry (Graf IV.3). Změny ve strukturálním vývoji v průběhu posledních deseti let se nejvíce projevily expanzí společností v pojišťovnictví, v penzijním připojištění a společnostmi, které poskytují nebankovní finanční služby a zprostředkování půjček. Bankovní aktiva sice absolutně rostla, klesal však jejich podíl na finančním sektoru s ohledem na rostoucí nebankovní konkurenci (Graf IV.4). Dlouhodobě pozvolně klesá podíl bankovních aktiv na aktivech finančního sektoru. K poklesu váhy došlo i v případě investičních společností a fondů s jejich restrukturalizací v minulosti (Graf IV.5).

Srovnání s vyspělými ekonomikami EU implikuje růstový potenciál pro téměř veškeré segmenty českého finančního trhu. ČR nedosahuje úrovní zemí eurozóny v úvěrové emisi, v pojištění ani v investování klientů. V meziročním porovnání se poměry vůči eurozóně v roce 2006 nezvýšily. Objem úvěrů je v relativním vyjádření k HDP ve srovnání s eurozónou stabilně třetinový (Graf IV.6) a celkové finanční investice pojišťoven zhruba pětinové. Pokud jde o aktiva účastníků penzijního připojištění na HDP, dosahují stále 30 % relativní velikosti eurozóny, v případě domácích investičních a podílových fondů jde o necelých 10 %. Poměr výše aktiv finančního sektoru na obyvatele je u zemí středoevropského regionu včetně ČR v absolutním vyjádření několiknásobně nižší, než činí evropský průměr (Graf IV.7).

Pokud jde o míru koncentrace v jednotlivých sektorech, u bank a pojišťoven mělo 5 největších společností tržní podíl řádově 74 % na relevantním trhu vkladů domácích a předepsaného pojistného v životním pojištění. Relativně silné postavení na relevantním trhu mají větší penzijní fondy a investiční společnosti s nabídkou domácích podílových fondů. Vyšší koncentrace je podle dostupných údajů také v nabídce zahraničních fondů. Na leasingovém trhu je koncentrace nižší (Graf IV.8).

Koncentrace českého bankovního sektoru a podíly největších bank na celkových aktivech jsou srovnatelné s evropským průměrem. V roce 2006 se koncentrace bankovního sektoru v ČR meziročně mírně snížila (Graf IV.9).⁷² Podíl aktiv pěti největších bank na celkových aktivech sektoru v roce 2006 dosáhl v ČR 64 % (průměr EU činil 60 % v roce 2005). Vyšší koncentrací se vyznačují některé země s menšími bankovními sektory. Stupeň koncentrace v jednotlivých zemích může být ovlivněn rozhodnutím o změně strategie na úrovni banky i pokračujícím procesem konsolidace trhu formou fúzí a akvizic. Vstup poboček s jednotnou evropskou licencí se na trhu výrazně neprojevil a vstup společností z EU dočasně poskytujících služby na hostitelském trhu je specifikován pouze jejich registrací.

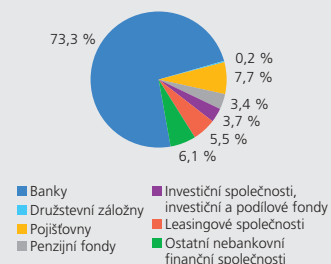
Významnou roli ve finančním sektoru ČR hraje zahraniční vlastnictví.⁷³ V bankovním sektoru bylo ke konci roku 2006 kontrolováno zahraničním kapitálem 97 % celkových aktiv a v sektoru pojišťoven 75 % aktiv. Minoritní zůstává vliv zahraničních investorů u nebankovních obchodníků s cennými papíry (40 %) a u penzijních fondů (36 %). Převážná část majitelů má sídlo v některé ze zemí EU. Vlastnické struktury jsou v některých případech komplikované a ne vždy je přímý vlastník subjektu působícího v ČR také jeho finálním vlastníkem, tedy tím, kdo rozhoduje. Zastoupení zahraničních vlastníků mezi akcionáři bank je poměrně vysoké i u dalších nových středoevropských členů EU (Tab. IV.1).

⁷² Na konci roku 2006 dosáhl Herfindahlův index (HI) koncentrace bankovního sektoru ČR 1038 oproti 1155 v roce 2005, zatímco průměr HI v roce 2005 dosáhl v EU hodnoty 1153. O koncentraci vedle hodnoty Herfindahlůva indexu určitým způsobem vypovídají i tržní podíly.

⁷³ O pozitivěch a rizicích plynoucích ze zahraničního vlastnictví finančních institucí pojednává blíže také Davidová, P., Heřmánek J., Opravilová, R.: Různé aspekty zahraničního vlastnictví ve finančním sektoru, Bankovníctví 9/2006.

GRAF IV.3

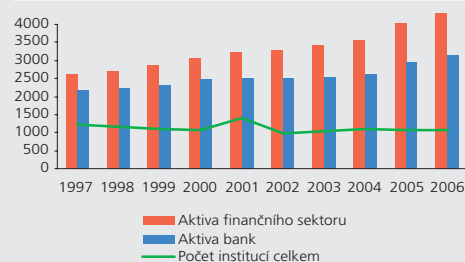
Podíly na aktivech finančního sektoru k 31. 12. 2006



Pramen: ČNB, ČSÚ

GRAF IV.4

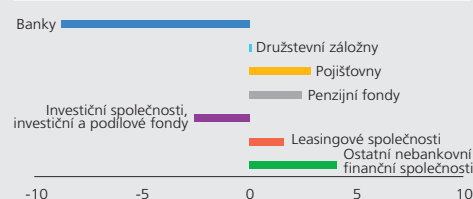
Počet institucí a objem aktiv ve finančním a bankovním sektoru ČR (mln. Kč, počet)



Pramen: ČNB, ČSÚ

GRAF IV.5

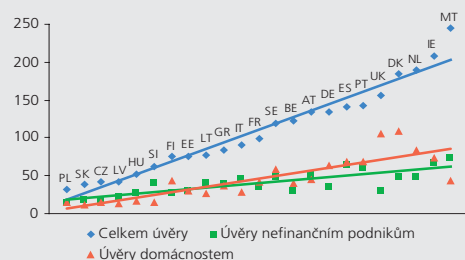
Nárůst (pokles) podílů na aktivech finančního sektoru v období let 1997–2006 (p.b.)



Pramen: ČNB, ČSÚ

GRAF IV.6

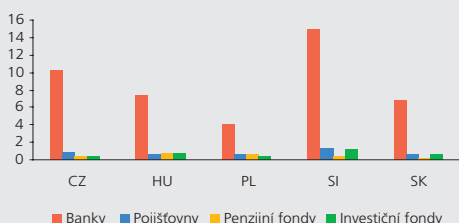
Porovnání úvěrů (% HDP)



Pramen: ČNB, ČSÚ, ECB

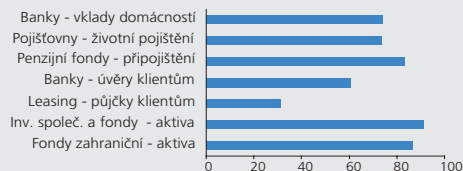
Pozn.: Data za rok 2005. Data za CY nebyla k dispozici. LU nezahrnuto. Přímky zachycují lineární proložení.

GRAF IV.7
Aktiva finančních institucí na 1 obyvatele
(tis. EUR)



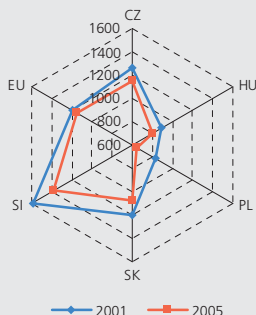
Pramen: ČNB, ECB
Pozn.: Data za rok 2005. Za pojišťovny jsou uvedeny finanční investice.

GRAF IV.8
Podíl 5 největších společností na dílčím trhu
(%, 2006)



Pramen: ČNB, AKAT.

GRAF IV.9
Herfindahlův index pro aktiva bankovních sektorů



Pramen: ČNB, ECB

TAB. IV.1
Zahraníční vlastnictví v bankovních sektorech
(% aktiv pod kontrolou zahraničních subjektů)

	2001	2002	2003	2004	2005
Zahraníční					
ČR	95	93	96	96	96
Maďarsko	64	57	57	59	59
Polsko	69	67	68	67	69
Slovensko	89	95	95	97	97
Slovinsko	15	16	18	19	21
EU	23	22	23	24	26
EU					
ČR	90	88	90	91	91
Maďarsko	56	57	54	56	56
Polsko	60	59	59	59	59
Slovensko	86	92	93	94	95
Slovinsko	15	16	18	19	21
EU	16	15	15	17	18

Pramen: centrální banky, ECB

Některé zahraniční instituce preferují poskytování finančních služeb na území ČR formou poboček.⁷⁴ Pobočky zahraničních bank na konci roku 2006 spravovaly 9,3 % a pobočky zahraničních pojišťoven 10,2 % celkových aktiv daného sektoru. Pobočky provozují v případě všech bank své činnosti na základě jednotné evropské licence. Pokud jde o pojišťovny, z celkového počtu 16 poboček disponuje evropskou licenci 15 společností. U poboček dochází k dělbě pravomocí a odpovědností mezi hostitelským a domovským (ze země původu) regulátorem a dohlížitelem. Většina pravomocí je přitom na straně domovských autorit, významný podíl zodpovědnosti nicméně zůstává na straně hostitele.

Zahraníční finanční instituce z Evropského hospodářského prostoru (EHP) působí na území ČR také formou notifikací. Počet notifikací v průběhu roku 2006 dále vzrostl, a to u bank na 137, u pojišťoven na 401 a u nebankovních OCP na 293 (Graf IV.10). Notifikované instituce nepodléhají regulaci platné v ČR, ani dohledu ČNB.

Z hlediska stability finančního systému jako celku hraje významnou roli vlastnické propojení finančních institucí působících v různých segmentech finančního sektoru. Postavení významných bank v čele finančních celků a jejich kapitálová účast v dceřiných společnostech jim umožňují vykonávat vliv v pojišťovnictví a v penzijním připojištění, v podnikání na kapitálovém trhu, ve finančním leasingu a faktoringu či prostřednictvím specializovaných společností též ovlivňovat trh s nemovitostmi. Domácí velké banky v roce 2006 kontrolovaly 39 % trhu penzijního připojištění a necelých 24 % trhu životního pojištění (Graf IV.11). Na kapitálovém trhu banky sehrávají roli obchodníků s cennými papíry a pomocí dceřiných investičních společností spravují domácí podílové fondy.

Vlastnické a funkční propojení bank s dceřinými a dalšími společnostmi je v ČR soustředěno do 9 finančních bankovních skupin (holdingů zpravidla v čele s bankou) a v jednom finančním konglomerátu v čele s pojišťovnou. Objem aktiv těchto skupin po konsolidaci, tj. po započtení i nebankovních složek regulovaných konsolidačních celků, dosáhl na konci roku 2006 cca 74 % aktiv finančního sektoru (Graf IV.12). V regulovaných konsolidačních celcích bylo zahrnuto 133 subjektů a v účetně konsolidovaných celcích 217 subjektů. Po započtení vzájemných závazků a pohledávek v rámci holdingu činila kapitálová přiměřenost v průměru za regulovaný celek 10,9 % a splňovala požadované regulační minimum 8 %. Byla zpravidla nižší oproti kapitálové přiměřenosti na sólo bázi za jednotlivou banku i nižší v poměru za celý sektor. Bankovní holdingy (v čele s bankou vlastněnou a ovládanou zahraničními bankami) dosahovaly mimořádné zisky a vysokou rentabilitu aktiv a kapitálu (Graf IV.13).

Regulace a dohled na konsolidovaném základě doplňuje a rozšiřuje běžnou povinnost dohlížených subjektů předkládat informace o obezřetném podnikání na individuálním základě. Tím je zajištěno, že regulované subjekty samostatně i finanční subjekty, v případě ČR zpravidla banky v čele skupiny, plní obezřetnostní kritéria k udržení stability.⁷⁵ Dohled nad regulovanými konsolidačními celky sleduje limity úvěrové angažovanosti a jejich dodržování i mezi členy regulovaného konsolidač-

⁷⁴ Důvody vedoucí k rozhodnutí o právní formě podnikání v zahraničí jsou diskutovány podrobněji ve Zprávě o finanční stabilitě 2005 v kapitole 4.8 Mezinárodní aspekty.

⁷⁵ Směrnice EU o finančních konglomerátech, která byla transponována do české legislativy zákonem 377/2005 Sb., o finančních konglomerátech, zpřísňuje obezřetnostní, především kapitálové, požadavky kladené regulátorem na finanční skupiny naplňující definici finančního konglomerátu, a tím přispívá k podpoře stability finančních skupin a finančního zdraví celého systému. Na konci roku 2006 bylo na úrovni EHP identifikováno 81 finančních konglomerátů. Ačkoli v současnosti podléhá v ČR ustanovením týkajícím se finančních konglomerátů pouze 1 finanční skupina, součástí dalších 15 finančních konglomerátů se sídlem v jiných zemích EHP jsou banky (8 bank a všech 6 stavebních spořitelén), pobočky zahraničních bank (6) a pojišťovny (11) působící v ČR. Jedná se přitom o větší hráče na domácím trhu. Rovněž některé neregulované úvěrové instituce působící v ČR jsou součástí větších regulovaných celků podléhajících doplňkovému doзору nad finančními konglomeráty v EU.

ního celku, dohlíží na nezbytnou výši kapitálu započteného pro pokrytí rizik a případných ztrát ve finanční skupině, monitoruje vlastnickou strukturu, vzájemné vztahy ve skupině a povinnost výkaznictví. Současný dohled je koncipovaný tak, aby včas zamezil možnému šíření nákazy uvnitř i vně skupiny. Ovládající banka v čele skupiny by měla být díky dodržování limitů úvěrové angažovanosti a kapitálovému vybavení schopna krýt vlastní rizika i rizika společností ovládaných.

Velké finanční instituce (skupiny) mohou v důsledku koncentrace kapitálu a vlivu vlastníka představovat zdroj systémového rizika. V tomto směru probíhá na úrovni EU rozsáhlá diskuze ohledně dohledu nad těmito subjekty a jednotného postupu pro případ jejich selhání. Z obchodního zákoníku, zákona o finančních konglomerátech, zákona o bankách a dalších sektorových zákonů vyplývají finanční a regulační povinnosti ovládající osoby, případně i jí ovládaných osob, ve vztahu k rizikům a řešení nepříznivé finanční situace v rámci skupiny.

4.2 BANKOVNÍ SEKTOR

V celkovém hodnocení bankovního sektoru nedošlo v roce 2006 z pohledu finanční stability k významnějším změnám. Tempo růstu klientských úvěrů dosáhlo nejvyšší hodnoty od roku 1996 a ke konci roku se přiblížilo 20% hranici. V souhrnu je úvěrová dynamika spojena s příznivým vývojem ekonomické aktivity a s růstem poptávky domácností po financování vlastnického bydlení. Rizikovými prvky je vysoký podíl úvěrů poskytnutých podnikům s plovoucí úrokovou sazbou nebo s fixní sazbou do jednoho roku a vysoký nárůst úvěrů developerským společnostem. Předpoklady pro zachování stability sektoru v dalších letech vytváří jeho vysoká ziskovost. V souvislosti s vysokým poměrem vyplácených dividend došlo k mírnému poklesu kapitálové přiměřenosti sektoru, to však může indikovat efektivnější využívání kapitálu bank. Zátěžové testy potvrzují aktuální schopnost bank odolat významným makroekonomickým šokům.

4.2.1 Vývoj úvěrů a kreditního rizika

Meziroční tempo růstu klientských úvěrů se v průběhu roku 2006 zrychlilo z lednových 16,6 % na 19,9 % na konci roku, kdy byla zaznamenána nejvyšší hodnota dynamiky růstu od roku 1996. Celkově úvěry poskytnuté bankovním sektorem ke konci roku 2006 dosáhly 1 413 mld. Kč. Nejrychleji rostoucím sektorem v oblasti úvěrů se v roce 2006 stalo obyvatelstvo následované nefinančními podniky. Obyvatelstvo přispělo k celkovému ročnímu růstu bankovních úvěrů 49,2% podílem, podniková sféra pak 46,9 % (Graf IV.14). Ve struktuře úvěrů však podniky zůstávají s 45% podílem na celkových úvěrech stále hlavním dlužníkem bank. Tento podíl se od konce roku 2003 prakticky nezměnil. Podíl úvěrů obyvatelstvu průběžně roste, od konce roku 2000 téměř na čtyřnásobek, tj. na současných 35 %. Úvěry jsou i nadále hlavní hybnou silou růstu celkových bankovních aktiv, růst jejich podílu v bilancích bank pokračoval i v roce 2006.

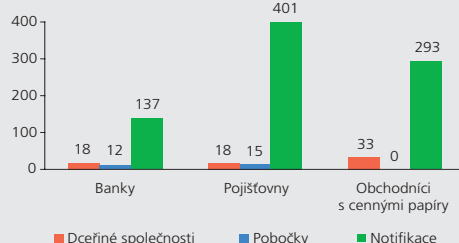
S růstem úvěrové emise roste i expozice vůči úvěrovému riziku. To představuje ve své rozhodující podobě riziko nesplacení úvěru nebo jeho části či nedodržení smluvně stanovených podmínek vedoucí k opoždění plateb. Jedná se o největší riziko, kterému jsou banky v ČR vystaveny. Současné vysoké tempo růstu bankovních úvěrů a růst české ekonomiky se vzájemně podmiňují (Graf IV.15). Růst ekonomiky je současně jedním z faktorů snižujících úvěrové riziko, neboť obvykle usnadňuje jednotlivým subjektům plnit včas a v plné výši své závazky. Vliv makroekonomického vývoje na kreditní riziko bank bylo testováno v rámci zátěžových testů. Ty potvrzují odolnost bank vůči nepříznivým makroekonomickým šokům ke konci roku 2006.⁷⁶

⁷⁶ Viz článek Vývoj kreditního rizika a zátěžové testování bankovního sektoru v ČR v tematické části této zprávy.

GRAF IV.10

Přítomnost zahraničních finančních institucí v ČR

(počty k 31.12.2006, se sídlem v EU včetně nepřímého vlastnictví, OCP bez bank)

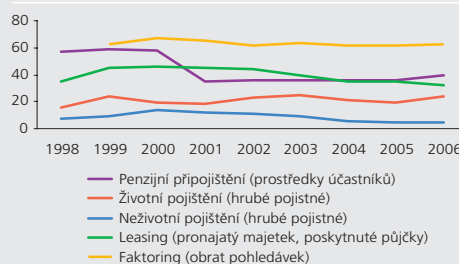


Pramen: ČNB

GRAF IV.11

Podíl bankovních finančních skupin na trhu

(%)

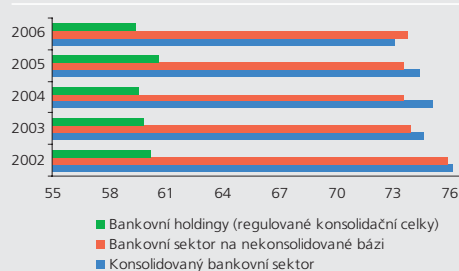


Pramen: ČNB, APF ČR, ČAP, ČLFA

GRAF IV.12

Podíl skupiny a bankovního sektoru na finančním sektoru

(%)

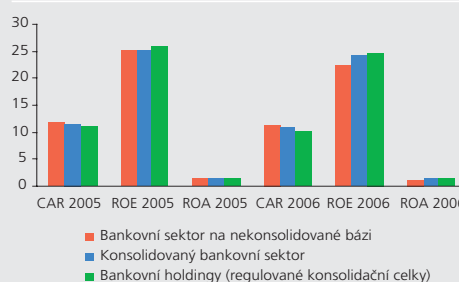


Pramen: ČNB

GRAF IV.13

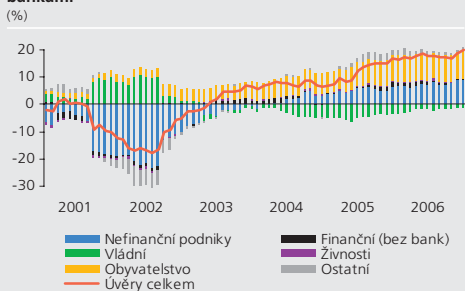
Kapitálová přiměřenost a rentabilita

(%)



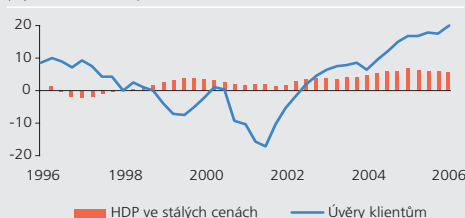
Pramen: ČNB

GRAF IV.14
Příspěvek sektorů k roční míře růstu úvěrů pokrytých bankami (%)



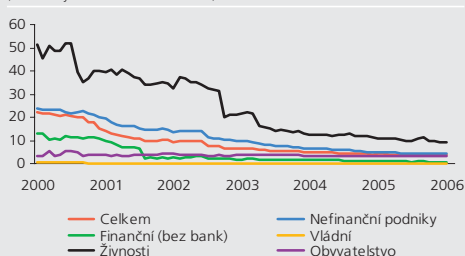
Pramen: ČNB

GRAF IV.15
Úvěry klientů a HDP (% meziroční srovnání)



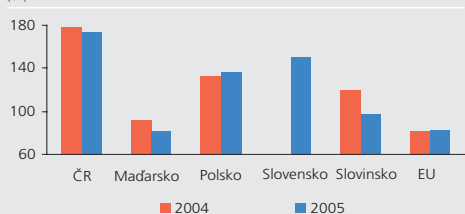
Pramen: ČNB, ČSÚ

GRAF IV.16
Ohrožené úvěry podle ekonomických sektorů (% celkových úvěrů daného sektoru)



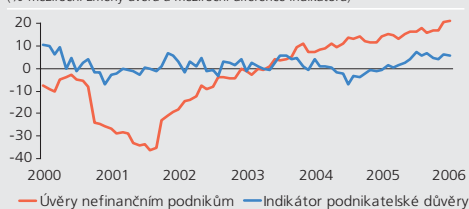
Pramen: ČNB

GRAF IV.17
Financování klientských úvěrů primárními depozity (%)



Pramen: ČNB, ECB

GRAF IV.18
Úvěry nefinančním podnikům a indikátor podnikatelské důvěry (% meziroční změny úvěrů a meziroční difference indikátoru)



Pramen: ČNB, ČSÚ

Příznivé ekonomické prostředí zvyšuje poptávku po úvěrech a současně zlepšuje finanční situaci dlužníků. To vede k poklesu podílu ohrožených úvěrů na celkových úvěrech. Ten na konci roku 2006 činil 3,6 % a meziročně poklesl o 0,5 p.b. (Graf IV.16). Nové úvěry jsou zpravidla poskytovány v nejvyšší kvalitě, tedy jako standardní. K problémům s jejich splácením vedoucím k přeřazení z kategorie standardních mezi ohrožené dochází s určitou časovou prodlevou. Kvalita úvěrů vyjádřená podílem ohrožených úvěrů není v období rychlého růstu úvěrů tím nejlepším ukazatelem. Spolehlivějším se stává tokový indikátor míry defaultu (viz část 2.2). Jeho vývoj naznačuje, že v současné době patrně dochází k mírnému nadhodnocení kvality úvěrů hodnocené stavovými veličinami právě v důsledku vysoké dynamiky jejich růstu. Mezi jednotlivými ekonomickými sektory dosáhl na konci roku 2006 nejnižšího podílu ohrožených úvěrů na celku vládní sektor s 0,14 %. Nejhorší kvalitu vykazují úvěry živnostníkům, kde nebyla na konci prosince 2006 splácena v souladu se smluvními podmínkami téměř desetina celkového objemu.

Nejvýznamnějším zdrojem financování úvěrů jsou depozita klientů, která se dlouhodobě udržují na úrovni zhruba 1,5–1,8násobku úvěrů klientům (Graf IV.17). S postupným růstem úvěrové emise podíl depozita/úvěry klesá. Tento vývoj může být do budoucna podpořen poklesem vkladů v důsledku snahy klientů dosáhnout vyšších výnosů a v případě obyvatelstva i potřeby zabezpečení na stáří. Financování klientských úvěrů primárními depozity v ČR dosahuje v mezinárodním srovnání poměrně vysokého stupně. Je více než dvojnásobné oproti průměru v EU, kde banky získávají další potřebné externí zdroje především na mezibankovním a kapitálovém trhu.

4.2.2 Úvěry nefinančním podnikům

Bankovní úvěry nefinančním podnikům jsou velmi významným zdrojem jejich externího financování. Dynamika růstu se průběžně zrychluje (Graf IV.18). Současné příznivé ekonomické prostředí zvyšuje potřebu externího financování podniků, tedy i bankovních úvěrů. Mezi hlavní rizika vyplývající z pokračujícího růstu úvěrů podnikům patří kromě možného nepříznivého vývoje v bilancích významných dlužníků také potenciální změkčování úvěrových standardů ze strany bank v důsledku konkurenčního tlaku a silné pozice významných klientů. Dalším rizikovým prvkem je převaha úvěrů poskytnutých s plovoucí sazbou nebo fixní sazbou do jednoho roku, které mohou u dlouhodobých úvěrů v období růstu sazeb podstatně zatížit podniky úrokovými platbami a vést k růstu defaultů.

Meziroční tempo růstu úvěrů podnikové sféře na konci roku 2006 dosáhlo 20,9 %, což je ve srovnání s rokem 2005 o 6,6 p.b. více. Tyto úvěry na konci roku 2006 dosáhly 635 mld. Kč a jejich největší část směřovala do zpracovatelského průmyslu, do odvětví obchodu a do odvětví podnikání s nemovitostmi (Graf IV.19). Na růstu úvěrů podnikové sféře se v roce 2006 nicméně nejvíce podílelo odvětví podnikání s nemovitostmi s 33% podílem. Úvěry poskytované společností podnikajícím v této oblasti rostou vysokým tempem již od 2. pololetí 2003, v průběhu celého roku 2006 průběžně s dynamikou 35–40 %. Od konce roku 2002 vzrostl objem těchto úvěrů třikrát a koresponduje s obdobně vysokým růstem úvěrů na bydlení v sektoru obyvatelstva a s vývojem na trhu rezidenčních nemovitostí (viz část 3.2). Návratnost úvěrů poskytnutých developerům může být potenciálně problematická (podrobněji v části 3.2).

Podíl ohrožených úvěrů na celkových klesl u nefinančních podniků za poslední rok o 0,6 p.b. na prosincových 4,5 %. Poměr standardních úvěrů a ohrožených úvěrů se během roku 2006 měnil ve prospěch standardních úvěrů nejvýrazněji ve stavebnictví (Graf IV.20).

4.2.3 Úvěry obyvatelstvu

V roce 2006 pokračoval rychlý růst úvěrů obyvatelstvu, které k 31. 12. 2006 dosáhly 495 mld. Kč. Jejich roční tempo růstu dosáhlo 30,4 %, což je ve srovnání s rokem 2005 o 3,6 p.b. méně (Graf IV.21). Tempo růstu se sice mírně zpomalilo, nicméně celkový roční přírůstek byl o 20 % vyšší než v roce 2005. Postupně se tak začíná vytrácet efekt velké dynamiky růstu v důsledku nízké počáteční základny.⁷⁷ Úvěry na bydlení na konci roku 2006 tvořily 75 %, spotřebitelské úvěry 20 %. Ve struktuře podle účelu tak nedošlo během roku 2006 téměř k žádné změně. Podíl ohrožených úvěrů na celkových úvěrech obyvatelstvu poprvé od konce roku 2000 klesl pod 3 %. Kvalita je ovlivněna velkým objemem nově poskytnutých úvěrů a dominantním zastoupením méně rizikových úvěrů na bydlení. Bankovní úvěry jsou podstatnou složkou celkového zadlužení domácností a v některých případech mohou znamenat pro domácnost i velmi významné břemeno. Růst zadlužení ovlivňuje zpětně celou finanční situaci domácností i jejich spotřebu (viz část 2.3).

Růst zadlužení obyvatelstva v ČR byl v roce 2006 důsledkem aktuálního i očekávaného růstu příjmů, konkurenčního boje mezi bankami a přetrvávajících nízkých úrokových sazeb. Významnou roli sehrála v poptávce po úvěrech pravděpodobně i nejistota týkající se budoucích cen nemovitostí (viz část 3.2). Ta je do značné míry spojena s nejistotou ohledně sazby DPH na stavební práce od roku 2008. Dalším faktorem společným pro všechny nové členy EU je dosud nízká úroveň zadlužení obyvatelstva. Tempo růstu je tak u nových členů podstatně vyšší (Graf IV.22). Ve všech zemích EU se poskytují vyšší objemy úvěrů na bydlení než spotřebitelských úvěrů.

Banky se snažily zvyšovat v roce 2006 své tržní podíly nejen prostřednictvím nových úvěrů, ale rovněž převzetím již existujících úvěrů poskytnutých dříve jinou bankou. Při konsolidaci úvěrů jsou klientovi obvykle nabídnuty výhodnější úrokové sazby či možnost navýšení konsolidovaného úvěru na částku převyšující součet stávajících úvěrů. Konkurence v oblasti úvěrů roste a je viditelná z velkého rozsahu cen srovnatelných úvěrů i z akčních slev na poplatcích. Rozpětí úrokových sazeb je značné (Graf IV.23).

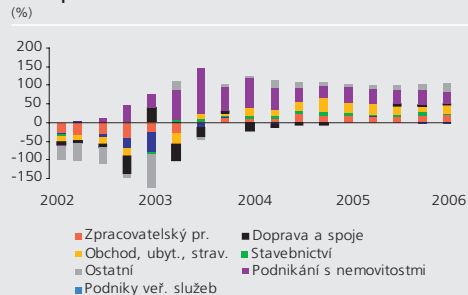
Z pohledu banky jsou nejrizikovější spotřebitelské úvěry, u kterých není úvěr většinou zajištěn zástavou (Graf IV.24). Na oblast spotřebitelských úvěrů se proto zaměřil ČSÚ ve svém výběrovém šetření „Životní podmínky 2005“ (viz Box 4). Podíl ohrožených úvěrů na celkových spotřebitelských úvěrech klesl na konci roku 2006 na 7,3 %.

Úvěry na bydlení uzavřely rok 2006 s 1,6% podílem ohrožených úvěrů, což je hodnota, která odpovídá konci předchozího roku. Tyto úvěry však nepředstavují homogenní skupinu. Zhruba 64 % je tvořeno úvěry, které jsou plně zajištěny nemovitostí. Úvěry menších objemů klienti obvykle čerpají formou úvěrů ze stavebního spoření bez zajištění nemovitostí a prostřednictvím účelových spotřebitelských úvěrů. Kvalita úvěrů zajištěných nemovitostí je vyšší než u úvěrů nezajištěných (Graf IV.25). Podíl ohrožených úvěrů je přibližně o 1 p.b. nižší a na konci roku 2006 činil 1,3 %.

Hypoteční úvěry jsou z pohledu banky mnohem bezpečnější nejen díky vlastní existenci zastavené nemovitosti, ale rovněž díky relativně nízkým hodnotám podílu úvěru a zastavené nemovitosti. Většina bank poskytovala v průběhu roku 2006 hypoteční úvěry obyvatelstvu na bydlení s hodnotou ukazatele LTV (loan-to-value) mezi 45 % a 65 %, průměr za sektor dosáhl ke konci roku 2006 necelých 53 %

GRAF IV.19

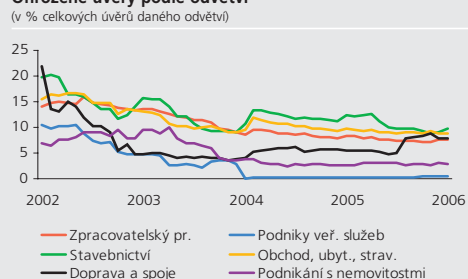
Podíly odvětví na celkovém meziročním růstu/poklesu úvěrů podnikům



Pramen: ČNB

GRAF IV.20

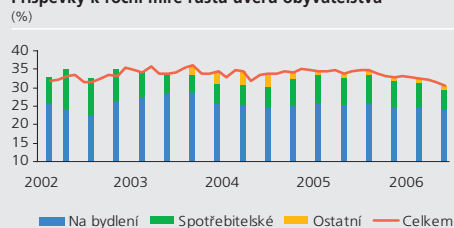
Ohrožené úvěry podle odvětví



Pramen: ČNB

GRAF IV.21

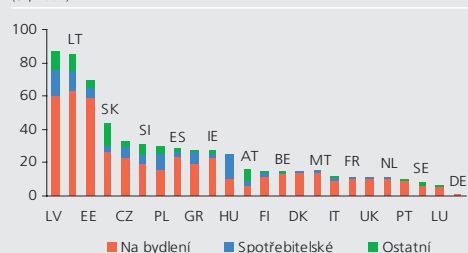
Příspěvky k roční míře růstu úvěrů obyvatelstva



Pramen: ČNB

GRAF IV.22

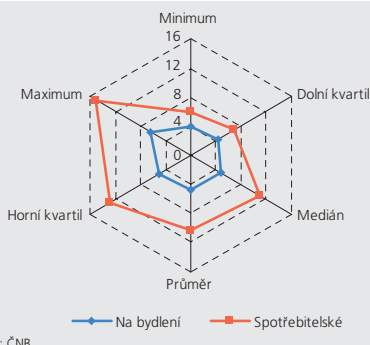
Příspěvky k roční míře růstu úvěrů domácností v zemích EU



Pramen: ČNB, ECB

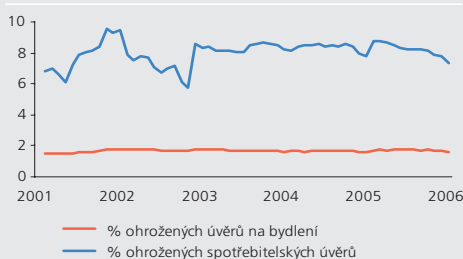
⁷⁷ Pro srovnání lze uvést, že nárůst o 10 % v roce 2004 představoval 21 mld. Kč, v roce 2006 pak již 38 mld. Kč.

GRAF IV.23
Sazby z korunových úvěrů obyvatelstvu
(%, stav k 31.12.2006)



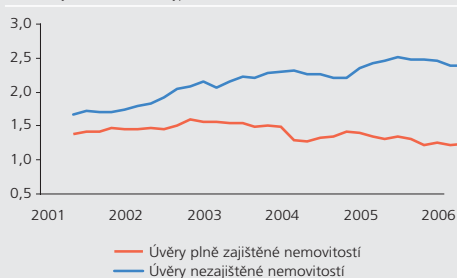
Pramen: ČNB

GRAF IV.24
Ohrožené úvěry na bydlení a na spotřebu
(% celkových úvěrů daného účelu)



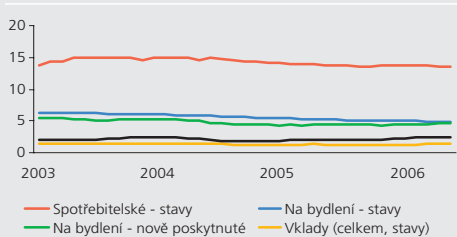
Pramen: ČNB

GRAF IV.25
Ohrožené úvěry obyvatelstvu na bydlení
(% celkových úvěrů daného typu)



Pramen: ČNB

GRAF IV.26
Sazby z úvěrů a vkladů obyvatelstva a referenční sazba
(%)



Pramen: ČNB

(55 % ke konci roku 2005). Zajištění prostřednictvím nemovitosti je jednou z možností snižujících rizikovou váhu úvěru pro stanovení kapitálových požadavků k úvěrovému riziku. Banka může dosáhnout značné úspory kapitálu, a to jak při postupech podle původního konceptu Basel I, tak i podle nového konceptu Basel II.

Růst zadlužení obyvatelstva nelze hodnotit z pohledu finančního sektoru jako významněji rizikový. Problémy, které se mohou objevit především v segmentu nízkopříjmových dlužníků, může věřitel kromě realizace zástavy řešit také exekucí majetku.⁷⁸ Ta je již několik let součástí českého právního řádu. Určitou formou ochrany předlužených domácností by se naopak mohl stát připravovaný institut osobního bankrotu (viz Box 3).

4.2.4 Tržní riziko

Tržní riziko spočívá v možnosti vzniku ztráty v důsledku vývoje tržních cen jednotlivých aktivních a pasivních položek v bilancích bank. S ohledem na převažující typy bankovních operací v ČR představuje ve srovnání s úvěrovým rizikem podstatně menší potenciální hrozbu. Kapitálové požadavky k tržnímu riziku dosahují necelé desetiny kapitálových požadavků k úvěrovému riziku. Banky musí držet potřebný objem kapitálu vůči úrokovému, měnovému, akciovému a komoditnímu riziku. Nedávné výkyvy na světových finančních trzích naznačují riziko nárůstu volatility cen aktiv v době korekce následující po relativně dlouhém období nízkých úrokových sazeb a nízké volatility (viz část 3.1). Pro český bankovní sektor je však potenciální ztráta plynoucí z poklesu cen komodit či na akciovém trhu limitována malým objemem těchto aktiv v bilancích bank. V rámci zátěžových testů byly banky vystaveny šokům simulujícím významné negativní změny úrokových sazeb a měnových kurzů. Testy potvrzují odolnost bank vůči těmto šokům na konci roku 2006.

Úrokové riziko, tedy riziko realizace ztráty v důsledku změny úrokových sazeb, je nejvýznamnějším tržním rizikem českého bankovního sektoru.⁷⁹ Z pohledu regulačních požadavků na tvorbu dostatečného kapitálového polštáře absorbujícího případné ztráty se jedná o největší, zhruba 86 % položku kapitálových požadavků na krytí tržních rizik (3,4 % celkových kapitálových požadavků). Pro chování trhu je rozhodující klíčová sazba centrální banky, kterou je v ČR dvoutýdenní repo sazba (Graf IV.26). Pro oblast komerčního bankovníctví je však typické, že dochází k jistému zpoždění v promítnutí změny měnověpolitických sazeb ČNB, a to zejména vlivem míry konkurence na daném trhu. Dlouhodobé sazby jsou ovlivněny rovněž očekávaným vývojem sazeb.

Banky řídí své úrokové riziko prostřednictvím různě pokročilých metod – od objemových limitů, gapových analýz, durací, změn úrokových výnosů, PVBP (present value of basis point) až po analýzy scénářů či value at risk. V rámci klientských obchodů usnadňuje bankám řízení úrokového rizika fixování sazeb na předem stanovené období. Více než 90 % úvěrů podnikové sféry je např. poskytnuto za podmínek plovoucí sazby či pevně stanovené sazby na období do 1 roku (Tab. IV.2). U úvěrů obyvatelstvu na bydlení dosahuje tento podíl pouze 38,7 %. Tento způsob nastavení úrokových sazeb bankám umožňuje pružně reagovat na vývoj na trhu. Z pohledu finanční stability však může mít plovoucí sazba či krátká doba fixace i negativní dopad, neboť zejména u dlouhodobých úvěrů se v období růstu sazeb dá očekávat více defaultů.

⁷⁸ Tomuto tématu je věnován Box 3: Realizace pohledávek za podniky a domácnostmi – konkurzy a exekuce ve Zprávě o finanční stabilitě 2005.

⁷⁹ Úrokové riziko hraje významnou roli při hodnocení vývoje bankovních sektorů prostřednictvím indikátorů finanční stability, jak je uvedeno v článku Indikátory finanční stability: výhody a nevýhody jejich využití v hodnocení stability finančního systému v tématické části této zprávy.

Měnové riziko je rizikem ztráty v důsledku negativního vývoje měnových kurzů. Expozice vůči měnovému riziku banky závisí na četnosti, objemu a typu prováděných transakcí. Průměrné zastoupení cizích měn v bilancích bank dosáhlo v roce 2006 na straně aktiv necelých 20 %, na straně pasiv mírně překročilo 16 %. Měnové riziko patří u českých bank k významnějšímu typu tržních rizik, z kvantitativního hlediska je však v současnosti nízké. Celková devizová pozice je dlouhodobě téměř vyrovnaná, čisté pozice jednotlivých měn vztahované k celkovým cizoměnovým aktivům dosahují velmi nízkých hodnot (Graf IV. 27). Limity stanovené na otevřené měnové pozice, jejichž účelem je minimalizace případných negativních dopadů souvisejících s měnovým rizikem, jsou v současnosti podstatně vyšší než skutečné čerpání.

Za účelem zajištění otevřených rizikových pozic banky využívají derivátové operace. V těchto případech jsou banky vůči rizikům plynoucím z podkladových nástrojů imunní či toto riziko podstupují pouze v míře neefektivního zajištění, tj. zbytkového rizika. Banky mohou rovněž obchodovat za účelem spekulace na příznivý pohyb ceny podkladových aktiv, nicméně instituce v ČR zpravidla vstupují do derivátových kontraktů za účelem zajištění pozic, a proto lze rizika pro stabilitu bankovního sektoru plynoucí z derivátových obchodů hodnotit jako nízká. Určitá rizika jsou však spojena i s těmito obchody. Pokud pomineme samotný fakt možnosti neefektivního zajištění, zejména u OTC operací jsou banky při vypořádání obchodů vystaveny riziku selhání protistrany. Může také dojít ke ztrátám z titulu operačního rizika spojeného s nedostatkem v procesu zpracování a vypořádání obchodu přímo v bance. Dalším rizikovým prvkem pro stabilitu finančního systému může být přenesení rizik na nebankovní protistrany, které nemají s problematikou řízení rizik plynoucích z derivátů potřebné zkušenosti.

4.2.5 Operační riziko

Operační riziko lze definovat jako riziko ztráty plynoucí z nedostatků či selhání vnitřních procesů, lidského faktoru, systémů a rovněž riziko ztráty vlivem vnějších skutečností.⁸⁰ Součástí operačního rizika je riziko právní, kdy ztráta může vzniknout jako důsledek porušení či nenaplnění právního předpisu. Operační riziko je přítomno ve všech činnostech, které banky provozují. Na rozdíl od úvěrového či tržního rizika tak není spojeno s konkrétním typem obchodů či nástrojů. Operační riziko bylo v bankovním sektoru přítomno vždy a neřídka přinášelo i významnější ztráty. Příkladem může být téměř miliardová ztráta v dolarech britské banky Barings v roce 1995 nebo více než dvoumiliardová ztráta v korunách v ČSOB v roce 2003. Obě ztráty vznikly v důsledku selhání vnitřních kontrolních mechanismů, což umožnilo neautorizované spekulace dealerů.

Potřeba systematického řízení operačního rizika včetně kvantifikace ztrát, které s ním jsou potenciálně spojeny, našla své vyjádření v novém konceptu kapitálové přiměřenosti Basel II. Nově stanovované kapitálové požadavky vůči operačnímu riziku přispějí ke stabilitě bank vytvořením polštáře na rizika, která dosud nebyla kapitálem explicitně kryta. U bank, které by nedokázaly kompenzovat nárůst kapitálového požadavku z titulu operačního rizika poklesem požadavků vztahovaných k jiným typům rizik, by však mohlo dojít ke snížení objemu prostředků na další rozvoj či ke snížení části zisku určené k distribuci mimo banku.

Na základě vlastního vyjádření tuzemských bank, které se v průběhu roku 2006 připravovaly na nová pravidla výpočtu kapitálových požadavků, lze očekávat, že necelá polovina subjektů bude operační riziko zahrnovat do výpočtu celkového

TAB. IV.2

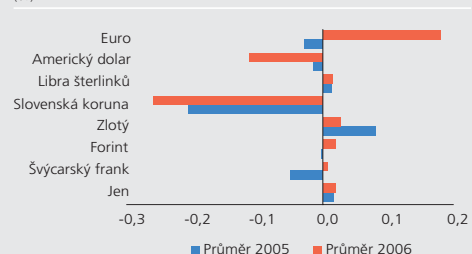
Struktura nově poskytnutých korunových úvěrů podnikům
(%, bez kontokorentů)

Doba fixace	2004	2005	2006
Floating a fixace do 1 roku	87,6	87,8	92,3
Fixace 1-5 let	8,7	6,3	3,9
Fixace nad 5 let	3,7	5,9	3,8

Pramen: ČNB

GRAF IV.27

Čisté pozice vybraných měn jako podíl na aktivech v cizích měnách
(%)



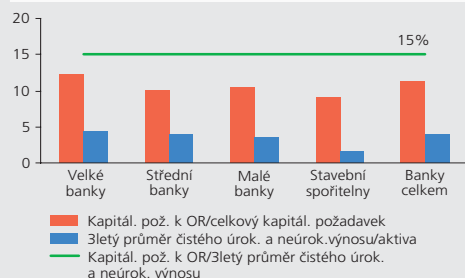
Pramen: ČNB

⁸⁰ Příkladem operačního rizika může být interní zpronevěra finančních prostředků, kybernetická kriminalita sílící s nárůstem elektronického bankovníctví, nesplnění závazků dodavatelem, (ne)úmyslná chyba zaměstnance, výpadek platebních, vypořádacích a jiných systémů či živelní pohroma.

GRAF IV.28

Kapitálový požadavek k operačnímu riziku, zpětná projekce Basel II

(% k 31.12.2006, přístup základního ukazatele)

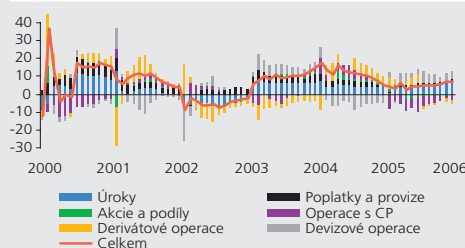


Pramen: ČNB

GRAF IV.29

Příspěvky k roční míře růstu zisku z finanční činnosti

(%)

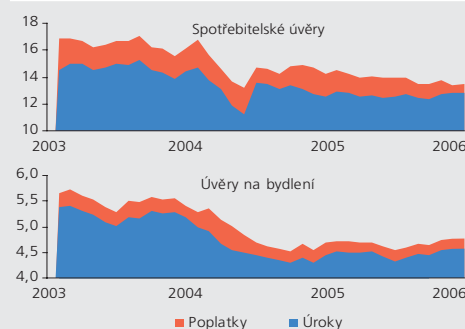


Pramen: ČNB

GRAF IV.30

Rozklad roční průměrné sazby nákladů u úvěrů obyvatelstvu

(% , sazby nových korunových úvěrů)

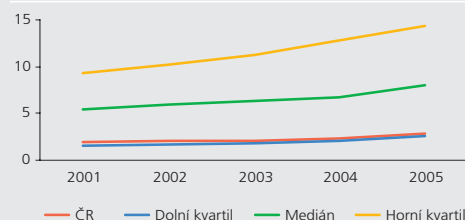


Pramen: ČNB

GRAF IV.31

Aktiva spravovaná 1 zaměstnancem v bankovních sektorech EU

(mil. EUR)



Pramen: ČNB, ECB

kapitálového požadavku již v roce 2007. Tím bude zřejmě pokryto zhruba 50 % celkové bilanční sumy bankovního sektoru. Většina bank uvažuje v roce 2007 o některém z jednodušších přístupů.⁸¹

Přístup základního ukazatele⁸² umožňuje poměrně přesně odhadnout nárůst kapitálových požadavků v důsledku započtení operačního rizika. Při paušální aplikaci této základní metody na hodnoty z konce roku 2006 dosahuje nejvyšší relativní hodnoty (ve vztahu ke skutečnému celkovému kapitálovému požadavku) kapitálový požadavek k operačnímu riziku u velkých bank, nejnižší hodnotu zaznamenaly stavební spořitelny. Nárůst celkového kapitálového požadavku oproti výpočtu provedenému dle pravidel stávajících, tj. Basel I, se v jednotlivých bankách pohyboval kolem 10 % (Graf IV.28). Toto navýšení však budou banky podle Basel II ve větší či menší míře kompenzovat poklesem kapitálových požadavků k úvěrovému riziku. Velké banky dosáhly rovněž nejvyššího podílu kapitálového požadavku k operačnímu riziku na aktivech, stavební spořitelny naopak hodnoty téměř třikrát nižší. Tyto výsledky jsou v souladu s předpokladem, že většímu operačnímu riziku jsou vystaveny banky provádějící širší škálu složitějších operací.

4.2.6 Zisk a kapitál

Bankovní sektor v ČR uzavřel rok 2006 s čistým ziskem 37,9 mld. Kč a pokračoval tak, byť s poklesem o 3,1 % proti roku 2005, v několikaleté sérii vysokých čistých zisků. Hodnota čistého zisku dosažená v roce 2006 je historicky druhou nejvyšší. Hlavním zdrojem zisku byly u většiny bank rostoucí výnosy z finanční činnosti. Současně však došlo k růstu správních nákladů a nákladů plynoucích z poklesu účetní hodnoty aktiv. Adekvátní tvorba zisku je jedním z nejvýznamnějších faktorů posilujících finanční stabilitu dané instituce i sektoru jako celku. Nutnou podmínkou však zůstávají vyvážené proporce při jeho rozdělování.

Zisk z finanční činnosti zvýšil v roce 2006 meziroční tempo svého růstu o 2 p.b. na 7,3 %. Jeho růst byl tažen především úrokovým ziskem s meziroční dynamikou růstu 13 % a s téměř 62% podílem na celkové tvorbě zisku z finanční činnosti. K růstu přispěl také zisk z poplatků a provizí s ročním nárůstem 3,5 % a podílem 28 % (Graf IV.29).

Ve struktuře úrokových výnosů hrály v roce 2006 rozhodující roli úroky z úvěrů podnikům a domácnostem. Úvěry podnikům jsou objemově dosud významnější, jejich cena je však nižší. Zatímco průměrná úroková sazba z nových korunových úvěrů obyvatelstvu na konci roku 2006 dosáhla 10,8 %, podniky získaly v průměru úvěr již za 5,9 %. To ovlivňuje výsledný celoroční poměr úroků přijatých od domácností k úrokům od podniků na zhruba 3:2. Úvěry nebankovním klientům byly zdrojem více než poloviny celkových úrokových výnosů. Bankovní úvěry jsou kromě úrokových výnosů také významným zdrojem výnosů z poplatků (Graf IV.30). Pro tvorbu výsledného zisku z poplatků a provizí však zůstává rozhodujícím i nadále platební styl s 54% podílem.

Z pohledu tvorby čistého zisku je významné řízení provozních nákladů. Jejich podstatnou složkou jsou náklady na zaměstnance. Ty v roce 2006 vzrostly stejně jako některé další provozní náklady. Banky působící v ČR dosud potřebují na správu svých aktiv více zaměstnanců, než je tomu ve většině ostatních zemí EU (Graf IV.31).

⁸¹ Jednotlivé přístupy jsou definovány v návrhu vyhlášky ČNB o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry implementující Basel II. Vyhláška je zveřejněna na webových stránkách ČNB <http://www.cnb.cz/>.

⁸² Přístup základního ukazatele stanovuje kapitálový požadavek na hodnotu odpovídající 15 % třiletého průměru součtu upraveného čistého úrokového a neúrokového výnosu.

Ve srovnání s novými členy EU je však produktivita českých bankovních zaměstnanců hodnocená průměrným objemem spravovaných aktiv po Maltě a Kypru třetí nejvyšší.

Rentabilita aktiv v roce 2006 dosáhla 1,2 %, rentabilita kapitálu 22,4 %. V obou případech došlo ve srovnání s rokem 2005 k poklesu. V rámci evropského srovnání bankovních sektorů se rentabilita aktiv bank v ČR nalézala v letech 2004 a 2005 nad úrovní horního kvartilu (Graf IV.32). Současná rentabilita bank je srovnatelná s hodnotami dosaženými v dalších finančních sektorech a vyšší než v podnikové sféře (viz části 2.2, 4.3 a 4.4).

Mírně nižší tvorba čistého zisku, vysoký objem vyplacených dividend a růst kapitálových požadavků z titulu růstu úvěrové emise jsou hlavními důvody, které vedly k poklesu kapitálové přiměřenosti z 11,86 % v roce 2005 na 11,41 % v roce 2006. Paralelně došlo i k poklesu kapitálové přiměřenosti Tier1 na výsledných 8,17 %. Všechny jednotlivé banky však překročily 8% hladinu regulačního minima celkové kapitálové přiměřenosti. Pokles kapitálové přiměřenosti, ke kterému došlo v roce 2006, signalizuje další pokles úrovně krytí rizik disponibilním kapitálem, současně však může znamenat i efektivnější využití kapitálu. Mezi evropskými bankovními sektory se ČR v celkovém ukazateli kapitálové přiměřenosti (KP) nacházela v roce 2005 v polovině, u KP Tier1 byla mezi čtvrtinou kapitálem nejlépe vybavených sektorů (Graf IV.33).

Vyplacené dividendy 27,4 mld. Kč dosáhly v roce 2006 svého historického maxima. Poměr dividend k tvorbě čistého zisku předcházejícího roku dosáhl 70 %, tj. druhé nejvyšší hodnoty po roce 2004 (79 %). Většina dividend byla repatriována do zemí vlastníků bank působících v ČR (viz Box 7). Výplata dividend do zahraničí má dopad do běžného účtu platební bilance, a tudíž i implikace z pohledu vnější nerovnováhy české ekonomiky (viz část 2.1). Ačkoli byl kapitál výrazně meziročně posílen především nerozděleným ziskem a podřízeným dluhem, nestačil jeho 17% růst tempu růstu kapitálových požadavků blížícímu se 22 % (Graf IV.34).

Box 7: Zahraniční investice do bankovního sektoru a repatriace zisku

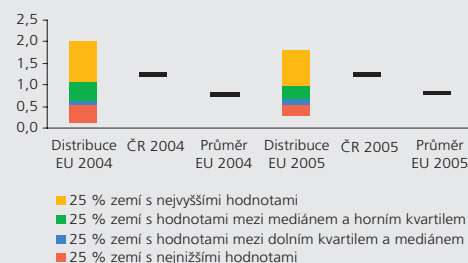
Repatriace zisků má dvě významné konsekvence, obě potenciálně ovlivňující finanční stabilitu celého systému. Z pohledu obezřetného podnikání finančních institucí jde o otázku zachování dostatečného kapitálového polštáře potřebného na krytí rizik. Neméně významným hlediskem výplaty dividend je dopad, který má odliv kapitálu do zahraničí formou dividend na běžný účet platební bilance.

Zahraniční investoři získali největší podíl na českém bankovním sektoru nákupem státních podílů při privatizaci velkých bank. Další podíly na trhu přešly do rukou vlastníků z jiných zemí formou koupě již existujících soukromých bank s českým kapitálem. Dalším společností pak byly uděleny zcela nové bankovní licence. Účast zahraničních subjektů na základním kapitálu českých bank od konce roku 2000 trvale rostla s výjimkou roku 2005 (Tab. IV.1 Box). V roce 2006 pokračoval proces změn ve vlastnické struktuře bank, kdy kromě několika přesunů mezi zahraničními vlastníky došlo také k prodeji banky s českým akcionářem zahraničnímu zájemci. Změny ve vlastnické struktuře bank i nebankovních finančních institucí do jisté míry odrážejí dění v zahraničí, pro které je proces konsolidace významným rysem již po mnoho let.

Nejvýznamnější evropské akcionáře českých bank sídlí v Belgii, Francii a v Rakousku (Graf IV.1 Box), což odpovídá vlastnické struktuře největších tu-

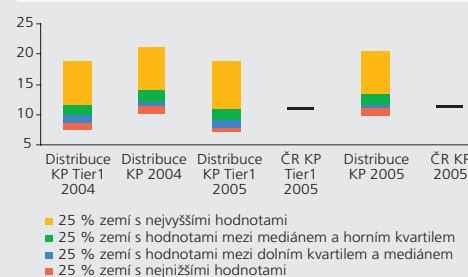
GRAF IV.32

Distribuce rentability aktiv bankovních sektorů EU (%)



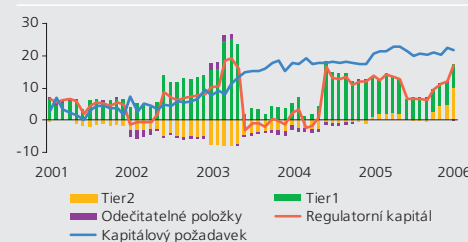
GRAF IV.33

Distribuce kapitálové přiměřenosti a KP Tier1 bankovních sektorů EU (%)



GRAF IV.34

Příspěvky k roční míře růstu regulačního kapitálu a dynamika růstu kapitálového požadavku (%)



TAB. IV.1 (Box)

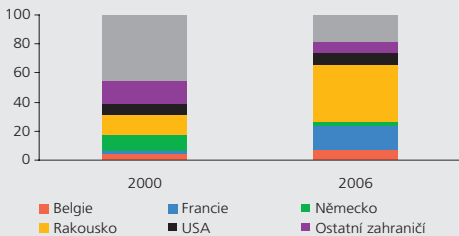
Změny v zahraničních investicích do základního kapitálu bank v ČR (mil. Kč, přímé vlastnictví)

Rok	Celkem zahraničí	EU	USA	Ostatní zahraničí
2001	8 845	9 028	-1 679	1 496
2002	350	-598	460	488
2003	350	2 097	-156	-1 591
2004	38	247	-107	-102
2005	-1 148	-1 641	364	129
2006	353	497	-221	77

Pramen: ČNB

GRAF IV.1 (Box)

Teritoriální struktura akcionářů bank působících v ČR
(%, přímé vlastnictví)



Pramen: ČNB

TAB. IV.2 (Box)

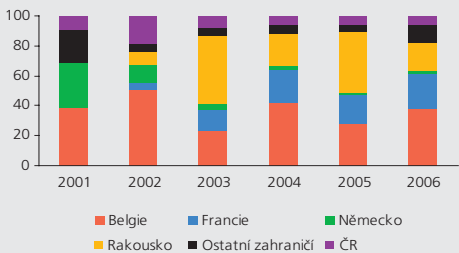
Dividendy vyplacené v bankovním sektoru v daném roce
(všichni akcionáři, přímé vlastnictví)

Rok	Počet bank/ % z celku bez poboček	Objem (mil. Kč)	Do zahraničí (%)	Do zemí EU (%)
2001	9/32	5 109	91	73
2002	12/43	6 018	82	81
2003	12/46	7 483	92	90
2004	13/50	23 902	94	92
2005	13/54	13 635	94	91
2006	13/54	27 390	94	86

Pramen: ČNB

GRAF IV.2 (Box)

Teritoriální struktura toku dividend
(%, akcionáři nad 5 % základního kapitálu, přímé vlastnictví)



Pramen: ČNB

zemských bank. Mezi vlastníky mimo hranice EU jsou nejvýznamnější USA. Podíl EU na celkových investicích do českého bankovního sektoru vzrostl za posledních 6 let z necelé poloviny na více než 70 %, podíl USA zůstává na zhruba stejné hladině pohybující se kolem 8 %. Bankovní sektor ČR je tak z pohledu vlastnictví významně závislý především na vývoji v EU. Mezinárodní finanční skupiny, jichž jsou domácí banky součástí, však operují v mnoha dalších regionech.

Pro výplatu dividend z investic do českého bankovního sektoru se dosud rozhodli zahraniční akcionáři 17 bank, mezi nimi i všech 6 stavebních spořitelů. Počet bank vyplácících dividendy v uplynulých letech pozvolna rostl, v posledních třech letech se jedná o 13 bank, jejich složení se však liší. Průběžně roste také objem vyplacených dividend, od konce roku 2000 do roku 2006 zhruba na pětinašobek (Tab. IV.2 Box). Dividendy vyplacené v roce 2006 ve výši 27,4 mld. Kč dosáhly zatím své maximální úrovně. Dividendy do zahraničí vyplacené na základě PZI jsou v důsledku definice PZI jako investice dosahující minimálně 10% podílu na základním kapitálu o něco nižší, než činí celkový objem dividend vyplacených do jiných zemí. Do zahraničí tak bylo v roce 2006 vyplaceno celkem 25,8 mld. Kč, z toho návratnost PZI dosáhla 20,2 mld. Kč. Ve srovnání s celkovými dividendami vyplacenými z PZI do ČR představovaly v roce 2006 dividendy od bank 22,5 %.⁸³

Teritoriální struktura toku dividend odráží do značné míry akcionářskou strukturu, neboť banky, jejichž státní podíly byly v minulosti prodány zahraničním zájemcům, dosahují již několik let vysokých hodnot čistého zisku. Dividendy tak míří především do zemí EU (Graf IV.2 Box). Struktura je v některých letech ovlivněna i strategickým rozhodnutím některého z významných akcionářů, zda vůbec a v jaké výši dividendy rozdělit. Při privatizaci státních podílů tří velkých bank zaplatili investoři ve všech případech částku převyšující celkovou hodnotu dosud vyplacených dividend.⁸⁴ Při hodnocení návratnosti těchto PZI však nelze opomenout další finanční toky, které v některých případech hodnotu počáteční investice snižovaly.

Zahraniční akcionáři disponující více než 5 % základního kapitálu bank vyplácících dividendy pocházeli v období posledních 6 let celkem z 9 zemí. Pouze 3 z těchto zemí jsou mimoevropské. Při hodnocení sídla akcionáře, a tedy i země, kam v konečném důsledku plynou repatriované zisky, je však třeba vzít v úvahu následující dva faktory. Především dosud existující možnosti právní a daňové arbitráže vedou k tomu, že jsou některé země více atraktivní pro zaregistrování sídla společnosti. Druhým faktorem je někdy i delší řetězec postupných majitelů společností vedoucí k finálnímu vlastníkovi.

⁸³ S analýzou dopadů německých PZI do sektoru nefinančních podniků se lze seznámit v článku Vliv přímých zahraničních investic na český podnikový sektor v tematické části této zprávy.

⁸⁴ Doposud vyplacené dividendy činily ke konci roku 2006 u těchto tří bank v průměru cca 50 % počáteční investice.

4.3 POJIŠŤOVNY A PENZIJNÍ FONDY

Pojišťovny mají v životním a neživotním pojištění z dlouhodobého hlediska značný potenciál pro další rozvoj. Propojištěnost je ve srovnání se zeměmi eurozóny nízká. Pojišťovny splňují kriteria požadované solventnosti. Rovněž penzijní fondy mají potenciál dalšího růstu, což dokládá zvyšující se zájem o penzijní připojištění. Příspěvky jeho účastníků vzrostly v roce 2006 meziročně o necelých 18 %.

4.3.1 Pojišťovny

V roce 2006 působilo na trhu celkem 49 pojišťoven,⁸⁵ z toho 6 specializovaných na životní pojištění a 26 na neživotní pojištění, a 17 univerzálních pojišťoven s oddělenými účty k životnímu a neživotnímu pojištění (2 pojišťovny vykonávají souběžně i funkci zajišťovny). Zvýšila se přítomnost subjektů na základě volného poskytování služeb a na základě práva zřizovat své pobočky (viz část 4.1).⁸⁶

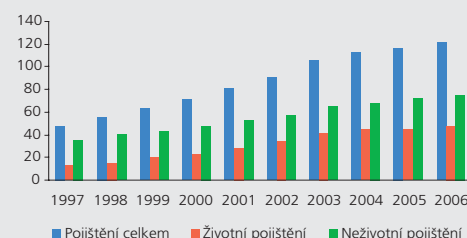
Rozhodujícími kategoriemi na pojistném trhu jsou tradiční odvětví. Jde o pojištění pro případ dožití a pro případ smrti nebo dožití (54 % předepsaného pojistného k životnímu pojištění). V odvětvích neživotního pojištění jde zejména o pojištění odpovědnosti z provozu vozidla (30 % předepsaného pojistného k neživotnímu pojištění), pojištění majetku podnikatelů i občanů (24 %), havarijní pojištění vozidel podnikatelů i občanů (21 %) a pojištění podnikatelské činnosti (19 %).

Růst předepsaného pojistného v posledních letech zpomalil. Cenová konkurence v neživotním pojištění spojená s volným pohybem služeb a vstupem nových aktérů na trh (např. se snižovaly ceny v pojištění motorových vozidel) byla významným faktorem pro zpomalení celkového růstu pojistného. Na trhu životního pojištění došlo k ukončení původních střednědobých pojistných smluv pro případ dožití s jednorázovým placením pojistným a výplatou smluvní částky. Nové smlouvy reflektují podmínky a úrokové sazby na trhu a zpravidla jsou stanoveny pro delší horizont. V roce 2006 se předepsané pojistné navyšovalo, avšak pomalejším tempem v porovnání s minulostí před rokem 2005 (Graf IV.35).

Z porovnání se zahraničím lze odvodit, že český pojistný trh má z dlouhodobého hlediska prostor pro další růst. Pokud jde o výši předepsaného pojistného a o výši finančního umístění (investic) v poměru k HDP, zaujímá pojistný trh v ČR pro oba ukazatele 17. místo mezi zeměmi EU. Podíl pro český pojistný trh činil 3,8 % předepsaného pojistného na HDP v roce 2006 a byl zhruba poloviční k průměru zemí EU (Graf IV.36).

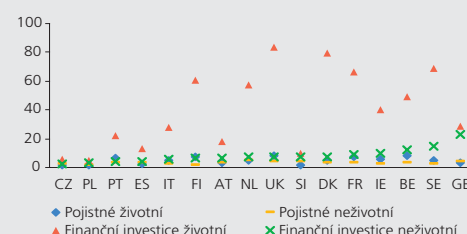
Poměr finančních investic ze životního pojištění k investicím z neživotního pojištění činil v roce 2005 za vyspělé země s tradicí rozvinutého životního pojištění 445 % (za Českou republiku vzrostl z 202 % na 215 % ke konci roku 2006) a poměr předepsaného pojistného ze životního pojištění k neživotnímu pojištění činil 160 % (resp. za ČR vzrostl z 62 % na 63 %). Podle uvedených relací mají domácí pojišťovny potenciál k rozvoji služeb a produktů životního pojištění.

GRAF IV.35
Životní a neživotní pojištění (předepsané pojistné)
(mld. Kč)



Pramen: ČNB

GRAF IV.36
Pojistné a finanční investice ve vybraných zemích EU
(% HDP)



Pramen: ČNB, CEA, ČSÚ

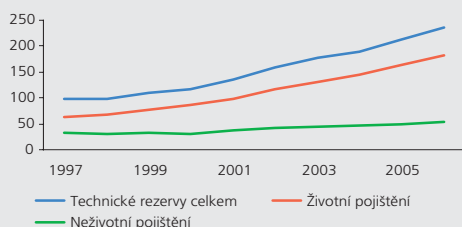
Pozn.: Pojistné odpovídá výši ročního předepsaného pojistného. Data za rok 2005.

⁸⁵ V tom 33 tuzemských pojišťoven a 16 poboček pojišťoven z EU a třetích států.

⁸⁶ Vývoj na českém pojistném trhu diskutují Heřmánek, J., Davidová, P. (2005): Finanční stabilita bank a pojišťoven je pro finanční sektor rozhodující, Pojistný obzor, 11/2005.

GRAF IV.37

Technické rezervy celkem
(mld. Kč, %)

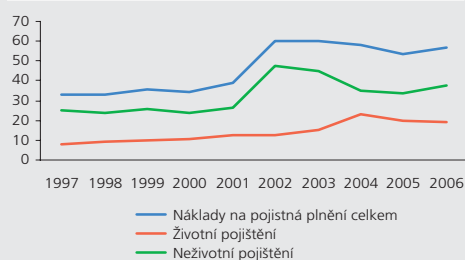


Pramen: ČNB

Pozn.: Uvedené údaje se týkají čistě výše techn. rezerv, tj. po odečtení podílu zajišťovatelů na tvorbě rezerv, a nezahrnují Českou kancelář pojistitelů.

GRAF IV.38

Náklady na pojistná plnění
(mld. Kč)



Pramen: ČNB

GRAF IV.39

Finanční umístění zdrojů do aktiv
(% finančních investic, 2006)



Pramen: ČNB

Poměr finančních investic v neživotním pojištění k HDP ve výši 2,1 % je v sektoru domácích pojišťoven v relaci k vybraným zemím EU nízký (Graf IV. 36). Vzhledem k faktoru rostoucí volatility klimatických změn⁸⁷ lze v budoucnosti očekávat přehodnocování smluv neživotního pojištění a pojistných schémat.⁸⁸

Pojišťovny vytvářejí větší technické rezervy, aby mohly pokrýt své závazky (Graf IV.37). Ve vývoji nákladů na pojistná plnění došlo ke zvýšení v roce 2002 v souvislosti s povodní a úhradou škod na pojištěném majetku (Graf IV.38). Na celkových nákladech pojistného plnění se podílejí zajišťovatelé 17 %, z toho v životním pojištění 2 % a v neživotním pojištění 25 %. K největším titulům z hlediska nákladů na pojistná plnění patří životní pojištění (33 % celkových nákladů na pojistná plnění), odpovědnost za škody z provozu vozidla (19 %), havárie motorových vozidel (17,8 %) a živelní události včetně škod na majetku (16,6 %).

Technické rezervy jsou zdrojem pro investování do finančních aktiv. Pojišťovny umístily 50 % zdrojů do bezrizikových dluhopisů a 6 % do zajišťoven. Další investice směřují do hypotečních zástavních listů a podílových listů, nemovitostí, veřejně obchodovatelných akcií a dluhopisů (Graf IV.39).

Pojišťovny splňovaly kritéria solventnosti (podle auditovaných výsledků roku 2005), tj. měly vlastní zdroje vyšší nebo na úrovni požadované míry solventnosti. Agregovaná disponibilní solventnost podle stávající právní úpravy dosahovala 3,4násobku požadované solventnosti na trhu životního pojištění a 3,8násobku na trhu neživotního pojištění. Ke stabilitě pojišťoven přispěla vysoká rentabilita kapitálu, která v roce 2006 činila 25,1 %, rentabilita aktiv dosáhla 4,5 %.

Box 8: Vývoj metodologie zátěžových testů v pojišťovníctví a v penzijních fondech

Tento box shrnuje návrh metodologie a výsledky prvních zátěžových testů provedených ČNB pro pojišťovny a penzijní fondy. Obdobné testy jsou součástí analýz stability finančního systému prováděných centrálními bankami a institucemi dohledu v řadě evropských zemí a také ve zprávách Mezinárodního měnového fondu a Světové banky v programu Financial Sector Assessment Program (FSAP).⁸⁹

Zátěžové testy prezentované v tomto boxu využívají platného propočtu solventnosti v pojišťovnách (podle konceptu Solventnost I) a poměru požadované minimální a disponibilní míry solventnosti. Využívají údaje o bilančních

⁸⁷ Ve výroční zprávě Federace evropských pojišťoven a zajišťoven (CEA) 2005 – 2006 se věnuje pozornost dosud nejvyšším dosaženým pojistným nákladům a škodám spojeným s přírodními katastrofami a jsou uvedeny rozdíly ve stupni smluvního pokrytí přírodních událostí v produktech pojištění podle zemí EU včetně. Pokud jde o pojistná schémata v dané oblasti, evropský trh je značně heterogenní. U některých rizik přírodních katastrof je pokrytí pojištěním nízké, u jiných je pojištění pouze volitelné a smluvně nepovinné.

⁸⁸ Pojišťovny obezřetněji přistupují k pojištění rizik, vycházejí z povětrnostních a povodňových map, zajišťují se a využívají služeb zajišťoven s mezinárodní působností. Na základě pojistně-matematických metod kalkulují pojistné, které je v případě častějšího výskytu škod zvyšováno.

⁸⁹ Aktuálně se zátěžovými testy pojišťoven zabývají centrální banky nebo dohledové orgány nad pojišťovnami v řadě zemí EU. Některé publikují výsledky testů ve zprávách o finanční stabilitě. Výsledky zátěžových testů pro pojišťovny a penzijní fondy provedené v rámci programu FSAP pro Nizozemsko jsou uvedeny v příslušné zprávě (IMF Country Report No. 04/312, 2004). Zpráva z programu FSAP pro Francii pak popisuje výsledky testů, které byly pro pojišťovny strukturovány podobně jako pro banky (IMF Country Report No. 05/185, 2005). Základní postupy zátěžových testů pro individuální pojišťovny obsahuje např. materiál International Association of Insurance Supervisors (2003): *Stress Testing by Insurers*.

i mimobilančních pozicích k vyhodnocení odolnosti pojišťoven a penzijních fondů vůči nepříznivým šokům. Dále byla za účelem porovnání odolnosti jednotlivých skupin finančních institucí vůči šokům metodika výpočtu kapitálové přiměřenosti platná pro banky v roce 2006 aplikována i na pojišťovny a penzijní fondy. Účinky šoků a jejich kombinací byly posuzovány porovnáním kapitálové přiměřenosti (CAR) před šoky a po působení šoků. Takto pojaté testy mají významná omezení a jejich výsledky je nutno posuzovat s ohledem na ně.

Scénáře uplatněné v testech zohledňují mezinárodní praxi pro české podmínky. Skládají se z kombinace nepříznivých změn úrokových sazeb, měnového kurzu, kvality pohledávek a cen akcií. Velikost znehodnocení akcií je odvozena od volatility jejich cen a týká se i portfolií akciových podílových fondů. Rozlišeny jsou i investice do dluhopisových fondů. V testech je tím pokryto akciové a úrokové riziko⁹⁰ plynoucí z umístění části zdrojů do obchodovaných akcií a do podílových listů ve fondech. Výpočet účinku měnového šoku v testu lze chápat pouze jako přibližný, neboť se zakládá pouze na dílčí informaci o aktivech v cizí měně, odvozené z dostupných informací o portfoliích cenných papírů. Vzhledem k neúplnosti informačních zdrojů není testováno likviditní riziko. Tato první verze testů nezahrnuje dopad rizika dlouhověkosti. Do testů bylo zahrnuto 33 tuzemských pojišťoven. Testy penzijních fondů zahrnují 11 subjektů.

Scénáře I a II se odvíjejí od podobných scénářů používaných ČNB pro zátěžové testy v bankovníctví (viz Zprávy o finanční stabilitě 2004 a 2005) a doplňují je o další předpoklady. Přehled o zvolených scénářích, velikosti šoků a rozdílech v zátěži portfolií pro banky, pojišťovny a penzijní fondy v ČR obsahuje tabulka (Tab. IV.3 Box).

Relativně novou úlohou v zátěžovém testování pojišťoven je zachycení výše uvedených tržních rizik a úvěrového rizika v kombinaci se šoky specifickými v pojišťovnictví.⁹¹ Jedná se o rizika v životním a neživotním pojištění (riziko přírodních katastrof a jejich následků, riziko vzniku a následků epidemií). Testy pracují se šoky, které by negativně mohly ovlivnit portfolia aktiv pojišťoven, vyvolat dodatečné náklady, a kalkulují kapitálové požadavky ke zvýšení solventnosti a kapitálové přiměřenosti pojišťoven. Účinky specifických šoků se počítají odděleně pro životní a neživotní pojištění. Pro neživotní pojištění jde o šok klimatických změn a následků živelních událostí na majetek (riziko katastrofických událostí). V životním pojištění je hypotetický šok spojován s rizikem vzniku a následků epidemií.

Univerzální pojišťovny by měly odolat šokům v životním i v neživotním pojištění. Šok v životním pojištění byl definován jako zvýšení rezerv pojistného, předepsaného pojistného nebo hrubé výše technických rezerv v závislosti na druhu odvětví životního pojištění. Ve všech případech byly tyto položky navý-

TAB. IV.3 (Box)

Typ scénáře a velikost šoku v zátěžovém testu

Typ scénáře	Scénář I			Scénář II		
	Banky	Pojišťovny	Penzijní f.	Banky	Pojišťovny	Penzijní f.
Zvýšení úrokových sazeb	1 p.b.	1 p.b.	1 p.b.	2 p.b.	2 p.b.	2 p.b.
Znehodnocení kurzu měny	15 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %
Zvýšení ohrožených úvěrů	30 %	30 %	30 %			
Zvýšení ohrožených k celkovým úvěrům				3 p.b.	3 p.b.	3 p.b.
Riziko mezibankovní náklady	x			x		
Snížení hodnoty akcií		10 %	10 %		15 %	15 %
Zvýšení rizika v ŽP (riziko epidemií)		3 %			5 %	
Zvýšení rizika v NP (riziko klimatických změn)		50 %			50 %	
v tom změna struktury odvětví:						
...poji. motorových vozidel ^{1/}		5 %			12,5 %	
...živel a škody na majetku ^{2/}		200 %			200 %	

Pozn.: 1/ Iniciální možné změny ve struktuře odvětví vyplývající 1/ ze zvýšení nákladů v pojištění motorových vozidel, 2/ ze zvýšení nákladů v důsledku klimatických změn a škod na majetku.

TAB. IV.4 (Box)

Shrnutí výsledků zátěžových testů, červen 2006:

Pojištění – solventnost, scénář I

(% , procentní body)

Typ scénáře Typ pojištění	Scénář I		
	Celkem	Životní	Neživotní
SOLVE 1/ (%)	333	325	339
Souhrnný účinek šoků z expozic (p.b.)	-67	-36	-91
Úrokový šok	-33	-9	-52
Měnový šok	16	0	29
Úvěrový šok	-23	-26	-21
... nepřímý účinek měnového šoku	-2	-2	-2
Akciový šok	-27	-1	-47
Souhrnný účinek šoků v pojištění (p.b.)	-20	-7	-30
Životní pojištění	-3	-7	0
Neživotní pojištění	-17	0	-30
...Pojištění motorových vozidel	-8	0	-14
...Klimatické změny, živeli, majetek	-7	0	-13
Alokace zisku a vyrovnávací rezervy (p.b.)	79	29	119
SOLVE po testu (%)	325	311	337
Kapitálová injekce (procento HDP)	0,1	0,0	0,1

Pozn.: 1/ SOLVE je poměr disponibilní míry solventnosti a požadované míry solventnosti (%).

TAB. IV.5 (Box)

Shrnutí výsledků zátěžových testů, červen 2006:

Pojišťovny – kapitálová přiměřenost, scénář I

(% , procentní body)

Typ scénáře Pojišťovny (institute)	Scénář I			Univerzální
	Celkem	Životní	Neživotní	
CAR 1/ (%)	14,2	38,9	46,0	11,1
Souhrnný účinek šoků				
z expozic (p.b.)	-4,2	-5,4	-2,1	-4,4
Úrokový šok	-2,1	-2,7	-1,5	-2,1
Měnový šok	1,0	0,6	0,2	1,1
Úvěrový šok	-1,4	-0,4	-0,1	-1,6
... nepřímý účinek měnového šoku	-0,1	0,0	0,0	-0,1
Akciový šok	-1,7	-2,8	-0,7	-1,7
Souhrnný účinek šoků				
v pojištění (p.b.)	-0,4	0,0	0,0	-0,4
Životní pojištění	-0,1	0,0	0,0	-0,1
Neživotní pojištění	-0,3	0,0	0,0	-0,3
...Pojištění motorových vozidel	-0,1	0,0	0,0	-0,1
...Klimatické změny, živeli, majetek	-0,1	0,0	0,0	-0,1
Alokace zisku a vyrovnávací rezervy (p.b.)	3,7	-3,2	1,4	3,9
CAR po testu (%)	13,3	30,3	45,3	10,2
Kapitálová injekce (procento HDP)	0,1	x	x	x

Pozn.: 1/ CAR je kapitálová přiměřenost, definovaná v souladu s příslušnými předpisy ČNB a o kapitálové přiměřenosti bank v roce 2006.

⁹⁰ Pro první verzi zátěžového testování byl přijat určitý zjednodušující předpoklad o působení úrokového šoku pouze na aktivní stranu bilance pojišťoven. Zejména v životním pojištění by v praxi docházelo k dopadu změny úrokových sazeb také na straně pasiv. V souvislosti s růstem tržních úrokových sazeb by fixace pojistné-technické úrokové míry vedla k omezení úrokového šoku do bilance pojišťoven.

⁹¹ Nový regulační koncept Solventnost II v pojišťovnictví bude postihovat nejen pojistně-technické riziko pro životní, neživotní a zdravotní pojištění, ale také tržní rizika, úvěrové a operační riziko. První návrh rámcové směrnice by měl být Evropskou komisí přijatý v červenci 2007 a v postupu organizovaném CEIOPS (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors) budou připraveny prováděcí předpisy. Účinnost směrnice včetně jejich prováděcích předpisů lze očekávat v roce 2011.

TAB. IV.6 (Box)

Shrnutí výsledků zátěžových testů, červen 2006:
Pojištění – solventnost, scénář II
(%, procentní body)

Typ scénáře Typ pojištění	Scénář II Celkem	Životní	Neživotní
SOLVE^{1/} (%)	333	325	339
Souhrnný účinek šoků z expozic (p.b.)	-92	-28	-143
Úrokový šok	-65	-18	-103
Měnový šok	21	0	38
Úvěrový šok	-8	-9	-8
... nepřímý účinek měnového šoku	-3	-3	-2
Akciový šok	-40	-2	-70
Souhrnný účinek šoků v pojištění (p.b.)	-22	-12	-30
Životní pojištění	-6	-12	0
Neživotní pojištění	-17	0	-30
...Pojištění motorových vozidel	-8	0	-15
...Klimatické změny, živel, majetek	-7	0	-13
Alokace zisku a vyrovnávací rezervy (p.b.)	88	18	143
SOLVE po testu (%)	307	303	310
Kapitálová injekce (procento HDP)	0,2	0,0	0,1

Pozn.: ^{1/} SOLVE je poměr disponibilní míry solventnosti a požadované míry solventnosti (%).

TAB. IV.7 (Box)

Shrnutí výsledků zátěžových testů, červen 2006:
Pojišťovny – kapitálová přiměřenost, scénář II
(%, procentní body)

Typ scénáře Pojišťovny (instituce)	Scénář II Celkem	Životní	Neživotní	Univerzální
CAR^{1/} (%)	14,2	38,9	46,0	11,1
Souhrnný účinek šoků z expozic (p.b.)	-5,9	-9,2	-4,7	-6,0
Úrokový šok	-4,2	-5,5	-3,1	-4,3
Měnový šok	1,4	0,8	0,3	1,5
Úvěrový šok	-0,6	-0,2	-0,8	-0,5
... nepřímý účinek měnového šoku	-0,2	0,0	0,0	-0,2
Akciový šok	-2,5	-4,3	-1,1	-2,6
Souhrnný účinek šoků v pojištění (p.b.)	-0,4	0,0	0,0	-0,4
Životní pojištění	-0,1	0,0	0,0	-0,1
Neživotní pojištění	-0,3	0,0	0,0	-0,3
...Pojištění motorových vozidel	-0,1	0,0	0,0	-0,2
...Klimatické změny, živel, majetek	-0,1	0,0	0,0	-0,1
Alokace zisku a vyrovnávací rezervy (p.b.)	4,7	-2,3	2,8	4,9
CAR po testu (%)	12,6	27,3	44,1	9,5
Kapitálová injekce (procento HDP)	0,2	x	x	x

Pozn.: ^{1/} CAR je kapitálová přiměřenost, definovaná v souladu s příslušnými předpisy ČNB a o kapitálové přiměřenosti bank v roce 2006.

šeny o 3 % (scénář I), resp. 5 % (scénář II). V neživotním pojištění byl šok pro oba scénáře nastaven jako 50% růst hrubých nákladů pojistného plnění v referenčním (zpravidla tříletém) období a byl odvozen z historických zkušeností (škody na pojištěném majetku při povodních v ČR v roce 2002).

Výpočet zahrnuje plnění ze strany zajišťoven, přičemž poměr plnění po šoku zůstává na stejné úrovni jako před šokem. V případě, že pojišťovna nepostačují dosavadní rezervy či plnění ze strany zajišťoven a požadovaná míra solventnosti by klesla, představuje nepokrytá část účinku šoku požadavek na kapitál. Výpočet je nicméně dosti konzervativní, protože poměr plnění pojišťoven na vlastní vrub by byl ve skutečnosti s vysokou pravděpodobností nižší. Při výpočtu požadované míry solventnosti podle konceptu Solventnost I je však požadováno minimální krytí na vlastní vrub pojišťovny ve výši 50 % pro neživotní a 85 % pro životní pojištění. Kvůli takto nastaveným parametrům by regulátor požadoval navýšení rezerv pojišťoven i v případě, že by byly proti nepříznivým událostem plně zajištěny.

Účinky šoků se mohou negativně dotknout solventnosti pojišťoven. Proto do tzv. disponibilní míry solventnosti vstupují kapitálové požadavky vyvolané kombinací úvěrového šoku a tržních šoků. Současně do požadované míry solventnosti pojišťoven vstupují specifické šoky. Celkovou solventnost (SOLVE) danou poměrem disponibilní míry solventnosti a požadované míry solventnosti vyjadřujeme pro životní a neživotní pojištění. Účinky šoků a jejich kombinací byly posuzovány porovnáním pozorovaných hodnot SOLVE před šoky a po působení šoků.

Pro případné dorovnání ztrát by pojišťovny použily zisk (o němž se předpokládá, že by při absenci šoků dosáhl průměrné výše posledních dvou let) a vyrovnávací rezervy (v neživotním pojištění), pokud jimi disponují, aby zamezily poklesu solventnosti v životním a neživotním pojištění pod stanovené minimum 100 %, resp. proti poklesu kapitálové přiměřenosti (Tab. IV.4–IV.7 Box).

Výsledky zátěžových testů naznačují, že sektor pojišťoven jako celek by byl schopen obstát i při poměrně silných šocích s přihlédnutím ke stávajícímu kapitálovému vybavení a úloze zajištění. Pro neživotní pojištění v univerzálních pojišťovnách by ovšem dopad scénáře II byl značný.

Pojišťovny by byly schopny odolat extrémní zátěži plynoucí ze specifických šoků (klimatické změny, epidemie) s dopadem na úrovni 60 mld. Kč (přestože zhruba o třetinu převyšují náklady na likvidaci škod způsobených záplavami v roce 2002). Je to dáno objemem technických rezerv, rozložením pojistného plnění do více let, participací a plněním ze strany zajišťoven a úhradou škod se spoluúčastí pojistníka. Na růst četnosti projevů změn klimatu, možných rostoucích škod a nákladů na pojistná plnění jsou pojišťovny schopny při řízení rizik reagovat úpravami postupů zejména v neživotním pojištění.

Zátěžový test kalkuluje také s negativními účinky makroekonomických šoků v aktivech. Přesto se jedná o určité zjednodušení, protože dopad na stranu pasiv se zanedbává.⁹² Účinek měnového šoku v testu při uvažované depreciaci kurzu měny je opačný k uvažovanému znehodnocení akcií. Účinek souhrnného šoku proto není tak výrazný.

⁹² Zatímco účinek makroekonomického šoku se v aktivech promítne okamžitě, na straně pasiv se šok projeví v delším časovém horizontu.

V případě penzijních fondů se uvažuje pouze s účinky šoků, které by se mohly dotknout změny cen a kvality aktiv fondů a vyvolat negativní účinek v průměrnosti kapitálu. Úvěrový šok byl rozšířen i na pohledávky vůči ostatním úvěrovým institucím. Obdobně jako v zátěžových testech pro banky se uvažuje s alokací zisku k případnému pokrytí negativních účinků šoků.

Zátěžové testy penzijních fondů naznačují, že fondy jsou schopny odolat nepříznivým šokům. Agregovaný vliv šoků by byl pro ně velmi silný, pokud by posílení měny provázelo znehodnocení investic, tj. pokles cen držaných akcií a dluhopisů (Tab. IV.8 Box).

4.3.2 Penzijní fondy

Na účtech účastníků penzijního připojištění bylo ke konci roku 2006 evidováno 136,4 mld. Kč příspěvků. V tom státní příspěvek činil 18,9 mld. Kč. Zdroje od zaměstnavatele ve výši 13,7 mld. Kč, na které se příspěvek státu nevztahuje, jsou zvýhodněny daňově i z hlediska vyměřovacího základu pro sociálního pojištění. Celkově bylo od roku 1994 v rámci systému vyplaceno cca 58,2 mld. Kč dávek, z toho bylo vyplaceno 39,8 mld. Kč na jednorázové vyrovnání a 6,6 mld. Kč jako odbytné. Další vyplácené položky jsou starobní, výsluhová, pozůstalostní a invalidní penze a jiné platby.

Příspěvky od účastníků v posledním období vzrostly, meziročně o 17,5 % ke konci roku 2006. Tento růst zdrojů je motivován příspěvkem státu a daňovými odpočty a silnější motivací obyvatel zajistit se zdroji na stáří (podrobněji Graf IV.40).

Potenciál růstu penzijního připojištění v relativním porovnání s dostupnými daty za země eurozóny (cca 17 % HDP v roce 2005) je značný. Podíl aktiv penzijního připojištění v ČR činil v roce 2006 téměř 5 % HDP. Přestože je dosud relativně nízký, podává signál o měnících se preferencích domácností. Vzhledem k demografickému vývoji se předpokládá další růst penzijního připojištění jako doplňkového pilíře ke státnímu průběžnému penzijnímu systému (Graf IV.41).

Penzijní fondy na bázi legislativně vymezených limitů umísťují prostředky získané od účastníků do relativně bezpečných aktiv. Ke konci roku 2006 směřovalo 86 % investic do méně rizikových dluhopisů vydaných vládními institucemi, do vkladů u domácích bank a do ostatních dluhopisů. Do akcií, ale i podílových listů, které mohou být více volatilní, bylo umístěno 9,9 % prostředků (Graf IV.42).

Penzijní fondy průběžně dosahovaly vysoké rentability aktiv z čistého zisku, která činila 2,8 %. Dosažené hospodářské výsledky přispěly ke zhodnocení vložených příspěvků účastníků.

Existující penzijní fondy jsou koncipované na nezáporném každoročním výnosu, který by po pokrytí nákladů na správu fondů měl zaručit zhodnocení příspěvku klienta (a také příspěvku státu na účet klienta). V případě fondů vlastněných bankami se dostatečnost kapitálového krytí a odpovědnost za rizika vztahuje na banky jako akcionáře.

V posledních letech je diskutována možnost investičních plánů s rizikovým profilem bez zaručeného zhodnocení vložených prostředků jako alternativa k současnému penzijnímu plánu s garantovaným nezáporným meziročním výnosem. Takový typ penzijního plánu by umožnil rizikovější a pravděpodobně i výnosnější umístění investic.

TAB. IV.8 (Box)

Shrnutí výsledků zátěžových testů, červen 2006:

Penzijní fondy

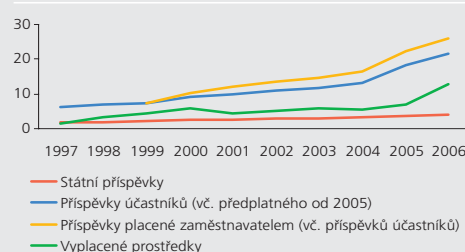
(%, procentní body)

Typ scénáře	scénář I	scénář II
CAR^{1/} (%)	8,3	8,3
Celkový účinek šoků (procentní body)	-0,9	-3,1
Úrokový šok	-1,9	-3,7
Měnový šok	3,9	5,3
Úvěrový šok	0,0	-0,1
... nepřímý účinek měnového šoku	0,0	0,0
Akciový šok	-3,0	-4,5
Alokace zisku (procentní body)	0,4	1,7
CAR po testu	7,7	6,9
Kapitálová injekce (procento HDP)	0,02	0,03

Pozn.: ^{1/} CAR je kapitálová příměrnost, definovaná v souladu s příslušnými předpisy ČNB a o kapitálové příměrnosti bank v roce 2006.

GRAF IV.40

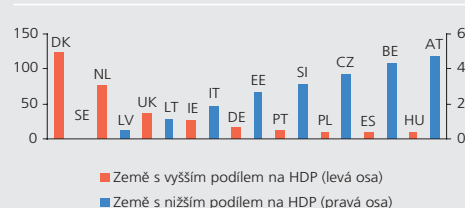
Zdroje penzijních fondů a vyplacené prostředky v daném roce
(mld. Kč)



Pramen: ČNB

GRAF IV.41

Prostředky účastníků penzijního připojištění
(% HDP)

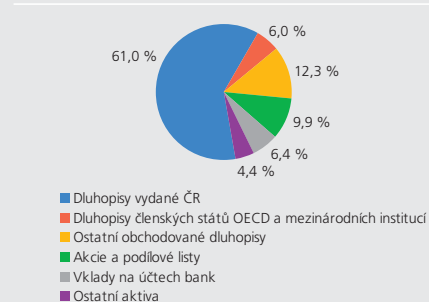


Pramen: ČNB, ECB

Pozn.: Data za rok 2005. Vybrané země EU.

GRAF IV.42

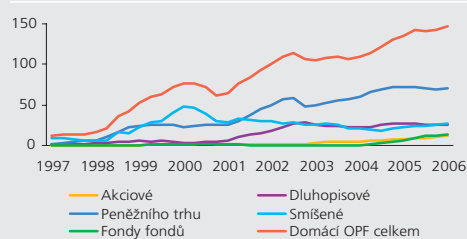
Struktura umístění investic penzijními fondy v roce 2006
(%)



Pramen: ČNB

GRAF IV.43

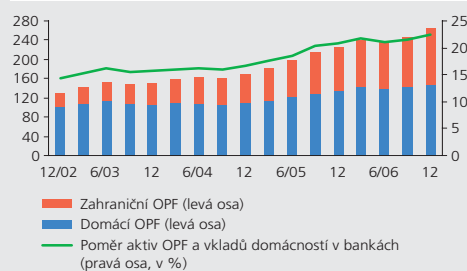
Aktiva domácích otevřených podílových fondů
(mld. Kč)



Pramen: AFAM ČR

GRAF IV.44

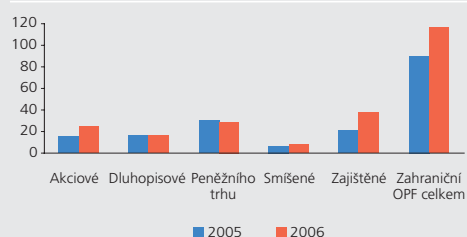
Aktiva otevřených podílových fondů
(mld. Kč, %)



Pramen: ČNB, AFAM ČR, AKAT

GRAF IV.45

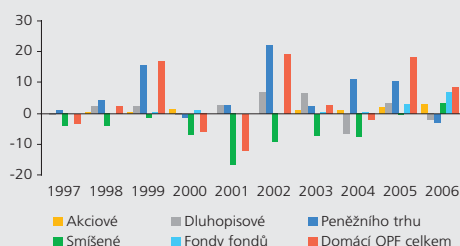
Aktiva zahraničních otevřených podílových fondů
(mld. Kč)



Pramen: AKAT

GRAF IV.46

Čisté prodeje podílových listů domácích otevřených podílových fondů
(mld. Kč)



Pramen: AFAM ČR

4.4 OSTATNÍ FINANČNÍ ZPROSTŘEDKOVATELÉ

Podílové fondy zůstávají atraktivní formou investování domácností, v roce 2006 rostl zájem především o fondy s vyšším výnosem a o zahraniční zajištěné fondy. Rostoucí objemy obchodů, dosahovaná výkonnost a ziskovost nebankovních obchodníků s cennými papíry podávají signál o stabilním finančním zprostředkování na kapitálovém trhu. Leasingové společnosti a společnosti ostatního úvěrování, tj. zejména splátkové společnosti poskytující nebankovní úvěry domácnostem, pokračovaly v úvěrování nefinančního sektoru.

4.4.1 Investiční společnosti a podílové fondy

V roce 2006 působilo na kapitálovém trhu 13 investičních společností, z toho tři společnosti byly pod kontrolou rezidentských bank. Společnosti si udržovaly vysokou rentabilitu vlastního kapitálu 29 % a rentabilitu aktiv 19,8 %. Investiční společnosti obhospodařují domácí otevřené podílové fondy s účetnictvím a hospodařením odděleným od obchodů na vlastní účet.

Domácí otevřené podílové fondy představují formu kolektivního investování určenou především pro individuální investory. Ke konci roku 2006 bylo činných 77 fondů s objemem aktiv 158 mld. Kč, v tom 8 fondů peněžního trhu s objemem aktiv 78 mld. Kč (Graf IV.43). Prostřednictvím domácích dceřiných bankovních společností bylo spravováno 47 fondů s objemem aktiv 132 mld. Kč. Otevřené podílové fondy investovaly do dluhopisů vládních (28 %) a ostatních dluhopisů (41 %), a také do podílových listů (13 %) a akcií (17 %). Fondy umístily investice do tuzemských cenných papírů v menším rozsahu (40 %), ostatní prostředky investovaly do zahraničních cenných papírů. Motivem mohou být perspektivy vyšších výnosů, ale i diverzifikace rizika, omezené investiční příležitosti v tuzemsku.

Na domácím trhu nabízejí své produkty zahraniční podílové fondy prostřednictvím registrovaných investičních zprostředkovatelů a obchodníků s cennými papíry (Graf IV.44). Vlastní investování realizují investiční společnosti (fondy) se sídlem v zahraničí. Celková hodnota investic do zahraničních fondů na území ČR v roce 2006 činila 117 mld. Kč, z toho banky zprostředkovaly 90 % (Graf IV.45).

Čisté prodeje podílových listů ve výši 9 mld. Kč u domácích fondů byly v roce 2006 nižší, protože docházelo k přesunu zájmu domácností k výnosnějším fondům a fondům s většími garancemi (Graf IV.46). Ve struktuře finančních investic ztrácely dluhopisové fondy a fondy peněžního trhu a zájem se zvyšoval o akciové fondy a fondy fondů. Růst zaznamenaly zajištěné fondy nabízené ze zahraničí.⁹³

Podílové listy v nabídce fondů představují významnou alternativu k bankovním vkladům. Růst aktiv fondů není spojen pouze s krátkodobě motivovanými investicemi, v nabídce jsou střednědobé i dlouhodobé investice, které mají spořicí charakter a vyžadují i vyšší minimální částky vkladu. Banky se prostřednictvím dceřiných investičních společností významně podílejí na zprostředkování obchodů v tomto segmentu trhu.

4.4.2 Obchodníci s cennými papíry

Na kapitálovém trhu ke konci roku 2006 působilo 13 bankovních obchodníků s cennými papíry a 38 nebankovních obchodníků, přičemž někteří nebankovní

⁹³ Zajištěné fondy smluvně zaručují navrácení jistiny a minimální výnos.

obchodníci jsou součástí bankovních skupin. Nebankovní obchodníci v bilanci vykazovali obdobně jako v roce 2005 cca 21 mld. Kč svých celkových aktiv. Bankovní i nebankovní obchodníci zrealizovali pro zákazníky až dvojnásobné objemy obchodů oproti předchozímu roku, denně průměrně cca 1 890 mld. Kč, přičemž drtivou většinu zrealizovali nebankovní obchodníci.⁹⁴ Většina obchodů se týkala úrokových termínovaných smluv (tj. kontraktů FRA, až 93 %) a obchodů s dluhopisy a pokladničními poukázkami (2,6 %).

Nebankovní obchodníci podnikali zpravidla s vyšší rentabilitou (rentabilita kapitálu 22,2 % a rentabilita aktiv 4,2 %). Kapitálová přiměřenost obchodníků byla vysoká (průměr 99 %, medián 54 %), avšak nabývala hodnot s velkým rozptylem (od požadovaných 8 % do 405 %). Je to dáno zejména tím, že pouze část obchodníků aktivně obchoduje na vlastní účet a má pozice v obchodním portfoliu, ke kterým jsou počítány kapitálové požadavky (Graf IV.47). Volatilita výsledků je dána charakterem jejich činnosti, při které dochází k častým změnám v držení pozicích obchodního portfolia (Graf IV.48).

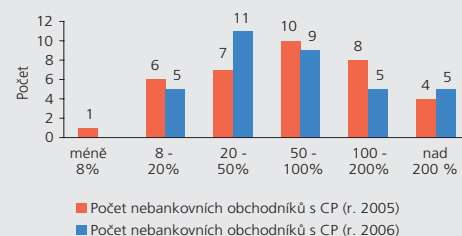
4.4.3 Leasingové společnosti a společnosti ostatního úvěrování

Ke konci roku 2006 působilo na nebankovním úvěrovém trhu 230 leasingových společností s objemem aktiv 238 mld. Kč a 57 společností ostatního úvěrování s 90 mld. Kč aktiv. Na leasing bylo půjčeno 193 mld. Kč, z toho podnikům 131 mld. Kč a domácnostem 58 mld. Kč (Tab. IV.3). Celkový nízký meziroční růst (5,3 %) půjček (ve srovnání s růstem bankovních úvěrů nefinančním podnikům ve výši 21 %) byl důsledkem omezení daňových výhod ve financování na leasing. Spotřebitelské úvěry, půjčky formou splátkového prodeje a půjčky z kreditních karet od společností ostatního úvěrování činily celkem 66 mld. Kč, z toho převážná většina byla poskytnuta domácnostem (resp. obyvatelstvu). Jejich meziroční růst 17 % nedosáhl tempa růstu bankovních spotřebitelských úvěrů domácnostem (22 %).

Rizikem vyplývajícím z aktivity nebankovních úvěrových institucí by mohl být fakt, že tyto instituce nepodléhají přímému dohledu. V řadě případů leasingových společností se však jedná o instituce kontrolované bankami či jinými velkými finančními institucemi, tzn. patří do bankovních skupin (viz část 4.1).

GRAF IV.47

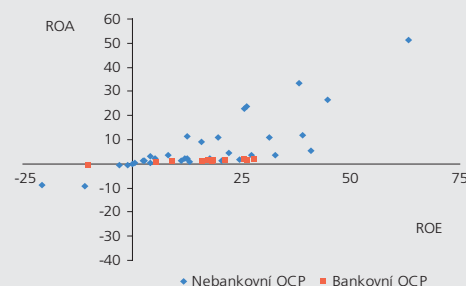
Rozdělení obchodníků s cennými papíry podle dosažené kapitálové přiměřenosti



Pramen: ČNB

GRAF IV.48

Rentabilita obchodníků s cennými papíry (% , 2006)



Pramen: ČNB

TAB. IV.3

Aktivita leasingových společností a společností ostatního úvěrování (mld. Kč, %)

	2005	2006	změna v %
Leasingové společnosti			
Půjčky celkem	183,0	192,8	5,3
Půjčky domácnostem	53,9	57,5	6,7
Půjčky nefinančním podnikům	126,9	131,7	3,7
Společnosti ostatního úvěrování			
Půjčky celkem	54,1	66,5	23,0
Půjčky domácnostem	51,1	59,6	16,7
Půjčky nefinančním podnikům	2,2	3,6	63,6

Pramen: ČNB

⁹⁴ V případě obchodů s deriváty je použita hodnota podkladového aktiva (*notional value*), která objem obchodů ve srovnání s obchody s cennými papíry významně nadhodnocuje.

ČÁST II – TÉMATICKÉ ČLÁNKY

VÝVOJ KREDITNÍHO RIZIKA A ZÁTĚŽOVÉ TESTOVÁNÍ BANKOVNÍHO SEKTORU V ČR

Petr Jakubík a Jaroslav Heřmánek, ČNB

Článek prezentuje výsledky zátěžových testů českého bankovního sektoru, při jejichž zpracování byly využity modely kreditního rizika a růstu úvěrů v sektorovém členění. Využití těchto modelů umožňuje navázání zátěžových testů na oficiální čtvrtletní makroekonomickou prognózu ČNB. Vedle toho článek provádí aktualizaci zátěžových scénářů, včetně jednoduchých citlivostních analýz úvěrového rizika pro jednotlivé sektory. Na základě analýzy je hledána odpověď na otázku, zda pozorovaný růst úvěrů podnikům a domácnostem nepředstavuje hrozbu pro stabilitu bankovního sektoru. Výsledkem analýz je závěr, že se bankovní sektor jako celek jeví odolný vůči účinkům uvažovaných makroekonomických šoků.

1. ÚVOD

Tvorba modelových scénářů a metodologie zátěžových testů v tomto článku navazuje na předchozí postup aplikovaný ve Zprávách o finanční stabilitě 2004 a 2005.⁹⁵ V těchto zprávách byly základní zátěžové testy s historickými scénáři⁹⁶ doplněny testem mezibankovní nákazy. Na tyto testy navázaly modelové scénáře se zabudovaným odhadovaným vývojem makroekonomických faktorů ze čtvrtletní prognózy ČNB a odhadovaným vývojem růstu ohrožených úvěrů z makroekonomického modelu kreditního rizika.⁹⁷

Dynamický vývoj na trhu půjček a úvěrů pro domácnosti a obnovený růst úvěrů nefinančním podnikům vyžaduje, aby dosavadní testy agregovaných úvěrových portfolií byly doplněny o modely růstu úvěrů. Různá dynamika úvěrů v těchto sektorech vede také ke změně struktury úvěrového portfolia bank. Odlišná citlivost na vývoj makroekonomického prostředí pro podniky a domácnosti spolu s měnící se strukturou úvěrového portfolia si vynucuje rozšíření modelu kreditního rizika o jeho odhad pro každý sektor zvlášť. Odhadnuté modely sektorového kreditního rizika a růstu úvěrů slouží ke zpřesnění zátěžových testů jak pro agregátní úvěrové portfolio, tak odděleně pro portfolio sektoru domácností a sektoru nefinančních podniků. Získané predikce z odhadnutých modelů jsou využívány v jednoduchých testech úvěrových portfolií i v zátěžovém testu navázaném na čtvrtletní makroekonomickou prognózu ČNB. Začlenění nově vyvinutých modelů růstu úvěrů a kreditního rizika do metodologie zátěžového testování je popsáno v Grafu 1.⁹⁸

Graf 1 – Architektura začlenění zátěžových testů s konzistentními modelovými scénáři



Pozn.: Červeně označené části schématu jsou začleněny nově, resp. byly aktualizovány.
QPM (Quarterly Prediction Model) označuje oficiální makroekonomickou prognózu ČNB.

Článek se nejprve věnuje modelování růstu úvěrů (část 2) a rozšíření modelu kreditního rizika (část 3). V části 4 jsou pak tyto modely využity pro propočty dopadů šoků v rámci zátěžového testování. Nejprve jsou v částech 4.1 a 4.2 aktualizovány základní historické scénáře z minulých let, včetně provedení jednoduchých citlivostních testů

⁹⁵ Metodologie zátěžového testování je vysvětlena v ČNB (2006).

⁹⁶ Historické scénáře (označené jako Scénář I a II) jsou založeny na extrémních hodnotách z minulosti. Tyto testy odrážejí specifický vývoj české ekonomiky z let 1997 – 1999.

⁹⁷ Makroekonomický model kreditního rizika je popsán v Jakubík (2006).

⁹⁸ O postupech v zátěžovém testování podrobněji hovoří Čihák, Heřmánek a Hlaváček (2007).

úvěrového rizika v sektorovém členění. V části 4.3 jsou pak využity modely růstu úvěrů a kreditního rizika při abstrahování od ostatních typů rizik (úrokové, měnové, mezibankovní nákaza). Část 4.4 pak předkládá kompletní sadu zátěžových testů při zachování vazby na čtvrtletní makroekonomickou prognózu ČNB. Kreditní riziko je v této části uvažováno ve vztahu k ostatním standardně analyzovaným rizikům. V poslední kapitole jsou shrnuty dosažené výsledky a zhodnoceny potenciální rizika pro bankovní sektor.

2. MODELOVÁNÍ RŮSTU ÚVĚRŮ

Dynamický růst úvěrů v posledních letech vyžaduje vzhledem k ročnímu horizontu zátěžových testů začlenění prediktivního modelu růstu úvěrů. Toto rozšíření zátěžových testů umožňuje realističtější pohled na úvěrová portfolia bank.

Nejčastěji používané modely pro vývoj dynamiky úvěrového portfolia, které jsou založeny na panelových regresích, byly aplikovány i na země střední a východní Evropy.⁹⁹ K odhadům pro individuální země se obvykle používá tzv. model korekce chyb (Vector Error Correction Model – VEC).¹⁰⁰ Ten zachycuje dlouhodobý a krátkodobý vztah mezi sledovanými veličinami. Model explicitně neřeší kauzalitu pozorovaných veličin. Odhaduje se jako systém rovnic, přičemž každá z veličin vystupuje v modelu jako vysvětlující i vysvětlovaná. Pokud je motivací přímý odhad jedné z veličin, pak se používá jednorovnicová verze modelu.

Objem úvěrů v ekonomice je v řadě studií vyjadřován jako podíl objemu poskytnutých úvěrů soukromému sektoru na hrubém domácím produktu a je často odhadován na základě skupiny makroekonomických veličin. Jiné studie se snaží modelovat přímo ukazatel tempa růstu absolutního objemu úvěrů v ekonomice, který je považován za důležitý indikátor pro posuzování finanční stability.¹⁰¹

V dlouhodobém modelu růstu úvěrů jsou v literatuře nejčastěji používanými veličinami růst hrubého domácího produktu, úrokové sazby a míra inflace. Dále se často uvažují veličiny typu index cen nemovitostí, obchodní bilance či řada kvalitativních proměnných jako vyspělost bankovního sektoru, charakteristiky právního prostředí, kvalita účetních standardů atd. Odhad dlouhodobého vztahu slouží k nalezení rovnovážné úrovně úvěrového růstu. Podle standardní metodologie je tento dlouhodobý vztah odhadován pomocí kointegrační analýzy.¹⁰² Pokud je aktuální hodnota vyšší, nastává „korekce chyby“, tj. mělo by dojít v budoucím období k jejímu snížení a naopak. V rámci tohoto článku se zabýváme hledáním rovnovážné úrovně reálného růstu úvěrů v ekonomice, přičemž v úvahu bereme jak poptávkovou, tak nabídkovou stranu úvěrového trhu. Na straně poptávky se jedná například o indikátory typu růst hrubého domácího produktu, aktuální výše úrokových sazeb a jejich očekávaný vývoj. Úvěrová nabídka bank závisí na veličinách jako kvalita úvěrového portfolia měřená mírou defaultu či vzdáleností od defaultu,¹⁰³ úroková marže nebo poměr nákladů k příjmům.

2.1 Odhadnutý model růstu úvěrů

K odhadu reálného růstu bankovních úvěrů poskytnutých rezidentům¹⁰⁴ byl použit model korekce chyby (VEC). Při odhadu VEC modelu jsme použili čtvrtletní časové řady úvěrů a dalších makroekonomických veličin od prvního čtvrtletí 1997 do třetího čtvrtletí 2006.

Při odhadu pro ČR jsme brali v úvahu řadu makroekonomických veličin.¹⁰⁵ Pro některé z nich se nepodařilo dlouhodobý vztah prokázat. V některých případech nebyla znaménka odhadovaných veličin v souladu s ekonomickou

⁹⁹ Růstem úvěrů pro střední a východní Evropu využívající panelovou regresi se zabývají například Cottarelli, Dell'Ariccia, Vladkova-Hollar (2003) nebo Duenwald, Gueorguiev, Schaechter (2005).

¹⁰⁰ VEC se používají jak pro odhad pro individuální země, tak pro agregovaná data za několik zemí – například Hofmann (2001), Schadler, Murgasova, Elkan (2005).

¹⁰¹ Růst absolutního objemu úvěrů pro země střední a východní Evropy modelují například Fabrizio, Igan, Mody, Tamirisa (2006).

¹⁰² K testování kointegračního vztahu v modelu VEC je možné použít například Johansenův kointegrační test.

¹⁰³ Vzdálenost od defaultu vyjadřuje pravděpodobnost, že hodnota aktiv bude nižší než hodnota dluhu.

¹⁰⁴ Při výpočtu reálného růstu úvěrů byl nominální růst úvěrů deflován indexem spotřebitelských cen (CPI).

¹⁰⁵ Pro hledání dlouhodobého vztahu byly uvažovány veličiny jako mezera výstupu, mezera úrokových sazeb, míra nezaměstnanosti, podíl ohrožených úvěrů na celkovém úvěrovém portfoliu, reálné úrokové sazby, tempo růstu reálného produktu, míra inflace, růst reálných investic a spotřebu, měnový kurz, rozdíl mezi dlouhodobými a krátkodobými úrokovými sazbami, úroveň privatizace bankovního sektoru atd.

teorií, což je zřejmě dáno transformačními změnami, které v české ekonomice probíhaly, či zcela specifickými událostmi na úvěrovém trhu. Nakonec bylo pro vysvětlení dlouhodobého tempa reálného růstu úvěrů použito tempo růstu reálného hrubého domácího produktu a míra defaultu agregátního úvěrového portfolia bank.¹⁰⁶ Vzhledem k tomu, že aktuální míra defaultu ovlivňuje budoucí rozhodnutí banky, pracovali jsme s časovou řadou míry defaultu zpožděnou o dvě čtvrtletí. Kointegrační vztah mezi tempem růstu úvěrů, reálného produktu a mírou defaultu byl signifikantní na 1% hladině významnosti.¹⁰⁷ Na základě dosažených výsledků jsme uvažovali tempo růstu úvěrů jako pozitivní funkci reálného hrubého domácího produktu a negativní funkci míry defaultu v ekonomice.

Při výběru vysvětlujících proměnných bylo dále zohledněno hledisko jejich možného využití pro prognózu, a tedy i vazba na čtvrtletní makroekonomickou prognózu ČNB. Z důvodů začlenění modelu do zátěžového testování bankovního sektoru byla také velmi žádoucí odpovídající reakce modelu na nepříznivý ekonomický vývoj. Z hlediska těchto cílů a ekonometrických vlastností byl nakonec vybrán následující model.¹⁰⁸

$$\Delta loanstr_t = \delta(\alpha + loanstr_{t-1} + \beta_1 rgdpr_{t-1} + \beta_2 df_{t-3}) + \gamma_1 \Delta rnewgap_{t-3} + \gamma_2 \Delta rgdpr_{t-1} + \gamma_3 dum, \quad (1)$$

kde *loanstr* vyjadřuje reálný růst úvěrů, *rgdpr* meziroční tempo hrubého reálného produktu, *df* agregátní míru defaultu v ekonomice, *rnewgap* mezeru úrokových sazeb na nově poskytnuté úvěry¹⁰⁹ a *dum* dummy proměnnou nabývající hodnoty 1 pro období masivního očištění úvěrových portfolií bank. U časové řady mezery úrokových sazeb bylo použito zpoždění dvou čtvrtletí, protože obvykle nějakou dobu trvá, než se změna sazeb v ekonomice promítne do poptávkové i nabídkové strany úvěrů. Prognózy všech použitých proměnných kromě míry defaultu lze získat ze čtvrtletní makroekonomické prognózy ČNB. Pro míru defaultu je možno použít makroekonomický model kreditního rizika pro agregátní ekonomiku vyjádřený rovnicí (2).¹¹⁰

$$df_t = \psi(-2.0731 - 4.9947 gdp_t + 2.7839 R_{t-4} - 2.4364 \pi_{t-2}) \quad (2)$$

Míra defaultu je vyjádřena jako distribuční funkce lineární kombinace hrubého domácího produktu, nominálních úrokových sazeb a inflace. Odsud plyne negativní závislost míry defaultu na hrubém domácím produktu a pozitivní na reálných úrokových sazbách.

Pomocí rovnic (1) a (2) je možno získat predikci vývoje dynamiky úvěrového portfolia. Jejím začleněním do zátěžového testování lze snížit jeho staticčnost. Výsledky odhadnutého modelu (1) shrnují Tabulky 1 a 2. Koeficient determinace modelu korekce chyby (1) byl 78 % a upravený koeficient determinace pak 76 %.¹¹¹

Tab. 1 – Model korekce chyby pro růst úvěrů

Proměnná	Koeficient	Směrodatná chyba	t-statistika	Pr< t
Kointegrační dlouhodobý vztah (δ)	-0,268	0,053	-5,047	<0,0001
Diference úrokového gapu nově poskytnutých úvěrů (γ_1) - $\Delta rnewgap_{t-3}$	-1,381	0,317	-4,353	0,0001
Diference reálného růstu hrubého domácího produktu (γ_2) - $\Delta rgdpr_{t-1}$	2,618	0,817	3,205	0,0031
Dummy (γ_3) - <i>dum</i>	0,029	0,009	-3,381	0,0020

Tab. 2 – Odhad kointegračního vztahu

Proměnná	Normovaný koeficient	Směrodatná chyba
Reálný růst úvěrů - <i>loanstr_t</i>	1,000	
Reálný růst hrubého domácího produktu (β_1) - <i>rgdpr_t</i>	-3,639	0,609
Agregátní míra defaultu (β_2) - <i>df_{t-2}</i>	3,647	1,327
Konstanta	0,047	

¹⁰⁶ V literatuře se jako jedna z determinantů růstu úvěrů používá také vzdálenost od defaultu (distance to default). Viz například Fabrizio, Igan, Mody, Tamirisa (2006).

¹⁰⁷ Byla testována také stacionarita časových řad. Všechny uvažované řady byly I (1). Ačkoli byl kointegrační vztah vysoce signifikantní, se změnou délky časových řad se signifikance měnila. Nestabilita tohoto vztahu v čase odpovídá řadě specifických jevů české transformující se ekonomiky.

¹⁰⁸ V rovnici (1) jsou uvedeny pouze proměnné, jejichž koeficienty byly při odhadu statisticky významné.

¹⁰⁹ Mezera úrokových sazeb je definována jako rozdíl skutečných sazeb od rovnovážných. Mezera úrokových sazeb je součástí čtvrtletní makroekonomické prognózy ČNB – viz ČNB (2003).

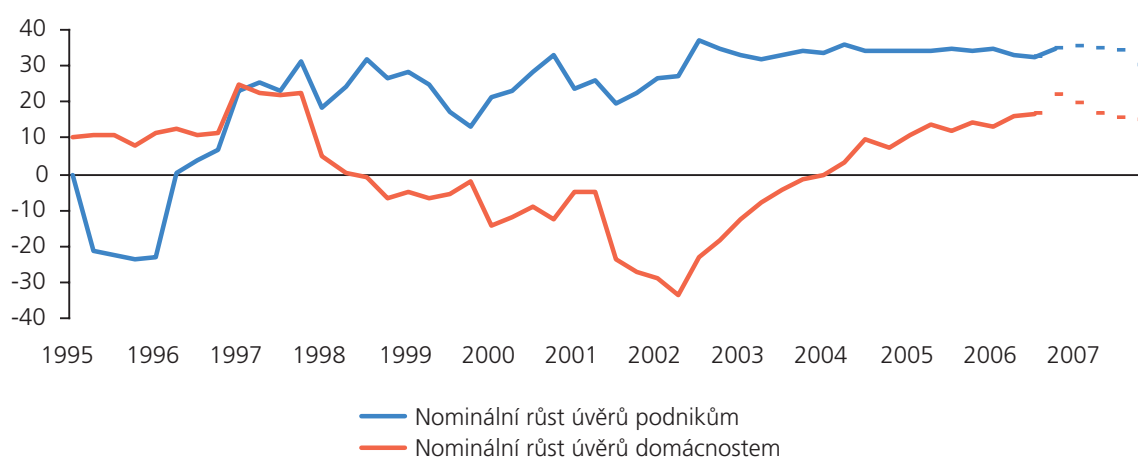
¹¹⁰ Úplný popis makroekonomického modelu kreditního rizika pro potřeby zátěžového testování v ČNB odhadnutého v loňském roce je možno najít v Jakubík (2006) nebo Jakubík (2007).

¹¹¹ Dobré statistické vlastnosti modelu potvrzuje i hodnota Durbinovy-Watsonovy statistiky, která byla 1,98.

2.2 Použití modelu růstu úvěrů pro predikci

Z rovnice (2) plyne, že k odhadu modelu musíme mít k dispozici také předpovědi vývoje nominální úrokové míry a vývoje inflace. Predikce vývoje úvěrů podnikům a domácnostem byly odvozeny z predikce agregátního růstu úvěrů bankovního sektoru. Podíl úvěrů domácnostem na celkovém portfoliu byl modelován pomocí jednoduché lineární regresní rovnice odhadnuté pro časovou řadu v letech 2003 – 2006. Odtud byla získána predikce nominálního objemu úvěrů domácnostem.¹¹² Objem úvěrů podnikům byl poté odhadnut jako reziduum. Graf 7 ukazuje vývoj nominálního meziročního růstu úvěrů včetně predikce na rok 2007 získané na základě rovnice (1).

Graf 2 – Vývoj nominálního meziročního růstu úvěrů (%)



Pramen: ČNB

Poznámka: Data za rok 2007 označují predikci.

Na základě odhadu budoucího vývoje makroekonomických veličin a rovnic (1) a (2) by mělo ve druhé polovině roku 2007 docházet k určitému zpomalení reálného růstu úvěrů s ohledem na klesající dynamiku hrubého domácího produktu a zvětšující se kladnou mezeru úrokových sazeb. Při interpretaci výsledků je nutné mít na zřeteli, že existuje určitá míra nejistoty nejen ohledně odhadu modelu (1), ale i ohledně predikcí klíčových makroekonomických determinant. Obecným problémem modelování růstu úvěrů v České republice je velká nestabilita dlouhodobých vztahů v čase a řada specifických jevů transformujících se ekonomiky.

3. MODELY KREDITNÍHO RIZIKA

V rámci zátěžového testování je třeba ohodnotit změnu kreditního rizika úvěrového portfolia v závislosti na změně makroekonomického prostředí. K tomuto účelu byl v roce 2006 v ČNB vyvinut makroekonomický model kreditního rizika pro agregátní úvěrové portfolio (viz rovnice (2)).

Nevýhodou modelu (2) je, že nedokáže postihnout odlišnou citlivost podniků a domácností na změnu makroekonomického prostředí. Struktura úvěrového portfolia se za posledních pět let výrazně změnila. Z přibližně 10% podílu úvěrů domácnostem na celkovém úvěrovém portfoliu bank v roce 2001 došlo ke zvýšení na téměř 40 % na konci roku 2006. Je tudíž patrné, že postupně dochází k růstu významu sektoru domácností v celkovém úvěrovém portfoliu. Z tohoto důvodu by bylo adekvátní odhadnout makroekonomický model kreditního rizika pro sektor podniků i domácností odděleně. Hlavní překážkou odhadu těchto modelů je nedostupnost údajů o vysvětlované proměnné.

¹¹² Domácnosti jsou v celém článku chápány jako domácnosti – obyvatelstvo, nezahrnující živnostníky.

Model agregátního rizika byl odhadnut na čtvrtletních datech přírůstků ohrožených úvěrů.¹¹³ Tato data jsou ovšem k dispozici pouze agregátně a nelze je získat pro sektor podniků a domácností odděleně. V sektorovém členění jsou k dispozici stavy ohrožených úvěrů, nikoli toky. K získání tokové veličiny je třeba odhadnout hodnotu úbytku ohrožených úvěrů v důsledku odpisů, prodejů či vymození takto klasifikovaných pohledávek bank. Pro stav ohrožených úvěrů, míru defaultu a míru úbytku platí následující vztah.

$$NPL_2 = NPL_1 - u NPL_1 + df (Loans_1 - NPL_1), \quad (3)$$

kde NPL vyjadřuje stav ohrožených úvěrů v příslušném období, u míru úbytku, df míru defaultu a $Loans_1$ úvěry na počátku sledovaného období. Odsud lze odvodit následující vztah (4) pro míru defaultu.

$$df = \frac{\Delta NPL + u NPL_1}{Loans_1 - NPL_1} \quad (4)$$

V závislosti na sledovaných frekvencích lze rovnici (4) použít k výpočtu čtvrtletní či roční míry defaultu. Všechny veličiny ve vztahu (4) jsou obvykle známy s výjimkou míry úbytků. Pro českou ekonomiku jsou v sektorovém členění k dispozici jak objemy celkových, tak ohrožených úvěrů. Hodnotu úbytků jsme měli k dispozici pouze pro agregátní úvěry. Zejména vlivem jednorázových masivních odpisů na konci 90. let a na počátku nového tisíciletí v důsledku očišťování bilancí velkých bank je tato hodnota značně volatilní. Lze předpokládat, že většina problémových úvěrů se týkala spíše podniků než domácností a že míra úbytku pro sektor domácností je relativně stabilní v čase. Doba odpisu, prodeje či vymození ohrožených úvěrů pro domácnosti byla expertně zvolena jako dva roky. Pokud pracujeme s roční mírou defaultu, je odpovídající míra úbytku rovna 0,5.¹¹⁴ Na základě tohoto předpokladu jsme podle vztahu (4) odvodili míru defaultu domácností v ekonomice. Předpokládáme-li, že míra agregátního defaultu je váženým průměrem měr defaultu pro podniky a domácnosti, je možno následně odvodit míru defaultu pro podniky.

3.1 Makroekonomický model kreditního rizika pro sektor domácností

K modelování kreditního rizika pro sektor domácností byla použita stejná metodologie jako pro odhad agregátního modelu vyjádřeného rovnicí (2).¹¹⁵ Výsledný model byl odhadnut pro časovou řadu roční míry defaultu od 3. čtvrtletí 1996 až do 3. čtvrtletí 2006.¹¹⁶

Pro odhad byla uvažována celá řada makroekonomických indikátorů. Jako statisticky nejlepší model, který byl v souladu s ekonomickou teorií, byl vybrán model obsahující míru nezaměstnanosti a reálnou úrokovou sazbu.¹¹⁷ Míra nezaměstnanosti byla zpožděná o čtyři období, což odpovídá zpožděnému dopadu na platební morálku v případě ztráty zaměstnání.¹¹⁸ Statisticky nejlepších výsledků bylo dosaženo při zpoždění reálné úrokové míry v délce tří čtvrtletí. Tento výsledek postihuje zpožděný dopad změny úrokových sazeb na dlužníky v důsledku fixace úrokové sazby. Výsledný odhadnutý model odpovídá rovnici (5). Odhad koeficientů je uveden v Tabulce 3.

$$df_t = \psi(c + \beta_1 u_{t-4} + \beta_2 r_{t-3}) \quad (5)$$

¹¹³ Ohrožené úvěry tzv. non-performing loans jsou úvěry s klasifikací tři a vyšší, tedy nestandardní, ztrátové a pochybné.

¹¹⁴ Parametr u v rovnici (4) nemusí být ve skutečnosti konstantní v čase. Přesto se domníváme, že hodnota 0,5 je poměrně realistická a odpovídá anekdotické evidenci.

¹¹⁵ Odhad vychází z jednofaktorového latentního modelu. Tuto metodologii je možno nalézt například v Jakubík (2006) nebo Jakubík (2007).

¹¹⁶ Čtvrtletní časovou řadu roční míry defaultu jsme získali z měsíční časové řady ročního defaultu počítaného podle vztahu (4) průměrováním tří měsíčních hodnot odpovídajících příslušnému čtvrtletí. Ačkoli byla k dispozici míra defaultu získaná rovnicí (4) od roku 1994, bylo nakonec nutno časovou řadu, na které byl model odhadnut, zkrátit v důsledku některých zpoždění v modelu a kvůli kratším řadám ostatních makroekonomických indikátorů začleněných do modelu.

¹¹⁷ Reálná úroková míra byla počítána deflováním ročního PRIBORu indexem spotřebitelských cen. Při odhadu modelu byly dále uvažovány nominální úrokové sazby, inflace, mezera úrokových sazeb, tempo růstu reálného hrubého domácího produktu, mezera výstupu, podíl splácených úroků na výši příjmů či disponibilních příjmů atd. Disponibilní příjmy byly modelovány pomocí průměrných mezd a spotřeby domácností, splácené úroky jako součin objemu úvěrů a ročního PRIBORu zvýšeného o určitý úrokový spread.

¹¹⁸ Nejprve je úvěr splácen z úspor, případně z odstupného, teprve poté se zhorší platební morálka.

Tab. 3 – Model míry defaultu pro sektor domácností

Popis proměnné odpovídající odhadnutému koeficientu	Označení	Odhad	Směrodatná chyba	Pr> t
Konstanta	c	-2,142	0,048	<0,0001
Nezaměstnanost (β_1)	u_{t-4}	2,956	0,563	<0,0001
Reálná úroková sazba (β_2)	r_{t-3}	1,204	0,522	0,0262

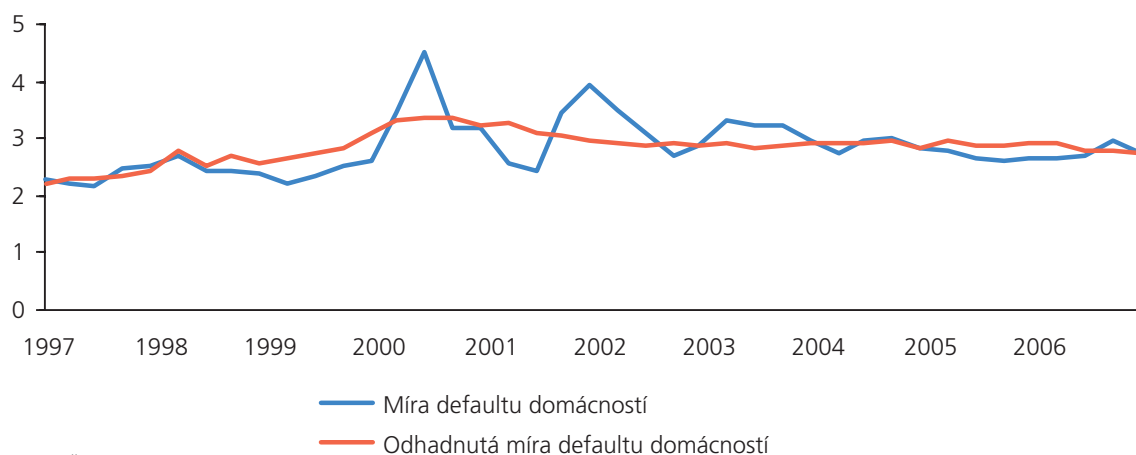
3.2 Model pro sektor podniků

Odhad makroekonomického modelu pro sektor podniků není zatím k dispozici. Na rozdíl od sektoru domácností není pro sektor podniků jednoduché odhadnout odliv ohrožených úvěrů z bilancí bank. Pro odhad modelu chybí historická časová řada míry defaultů. Tuto situaci by mohl v budoucnu vyřešit Centrální registr úvěrů, jehož provozovatelem je Česká národní banka a je v provozu od října 2002. V registru jsou obsažena data právnických osob a fyzických osob podnikatelů a je z něj možno získat informaci o platební morálce klientů bank. Tato data jsou ale vzhledem ke krátkým časovým řadám zatím pro kreditní modelování nepoužitelná. Míra defaultu pro sektor podniků byla proto odhadnuta jako vážený rozdíl míry defaultu pro agregátní ekonomiku a sektor domácností.¹¹⁹

3.3. Predikce kreditního rizika domácností

Pro predikci kreditního rizika v sektoru domácností je možno využít čtvrtletní makroekonomickou prognózu ČNB pro míru nezaměstnanosti, 12měsíční PRIBOR a index spotřebitelských cen.

Graf 3 – Míra defaultu pro sektor domácností (%)



Pramen: ČNB

¹¹⁹ Agregátní míra defaultu byla uvažována jako vážený průměr měr defaultu pro podniky a domácnosti. Váhy byly odvozeny z podílu objemu úvěrů pro jednotlivé sektory na celkovém úvěrovém portfoliu.

4. VYUŽITÍ MODELŮ A VÝSLEDKY V ZÁTĚŽOVÉM TESTOVÁNÍ

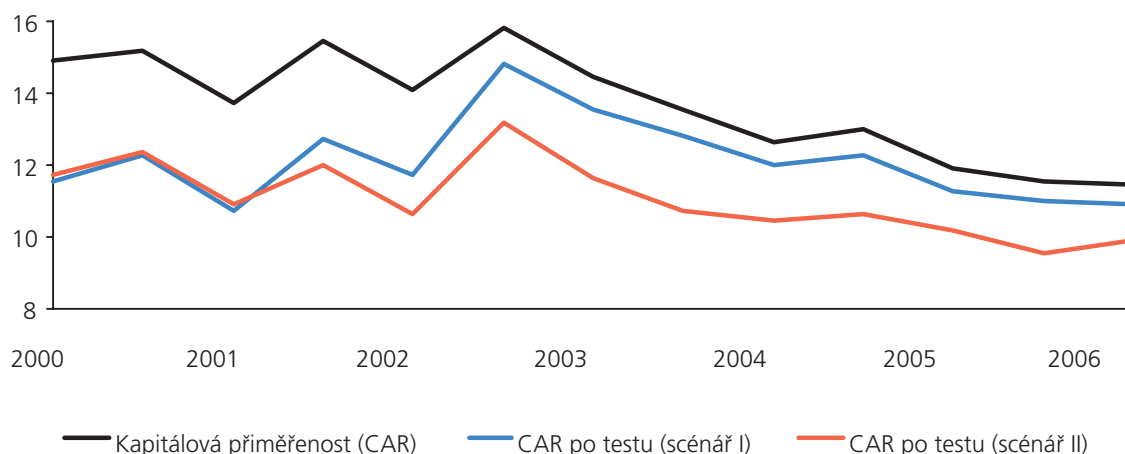
4.1. Základní zátěžové testy s historickými scénáři

V rámci zátěžového testování uvažujeme nejprve základní testy založené na metodologii dvou scénářů (scénář I a II), které reprezentují dva různé typy zátěže v portfoliích bank. Hodnoty parametrů každého scénáře jsou shodné s parametry použitými v předchozích Zprávách o finanční stabilitě.¹²⁰ Tyto scénáře zohledňují převažující mezinárodní praxi i specifické podmínky české ekonomiky. Zvolené parametry odrážejí historické zkušenosti z měnové krize a následné recese z let 1997 – 1999.

Testy demonstrují vývoj kapitálové přiměřenosti a odolnost bankovních portfolií vůči extrémním šokům pro delší období. Výsledky testů jsou srovnatelné v horizontu let 2000 až 2006. Zátěžové testy jsou založeny na „bottom-up“ metodologii – používají finanční data za jednotlivé banky a následně je agregují za bankovní sektor jako celek.

Dopady dvou scénářů jsou hodnoceny srovnáním kapitálové přiměřenosti bank (CAR)¹²¹ před hypotetickými šoky a po účinku těchto šoků na bankovní portfolia (CAR po testu, viz Graf 4).

Graf 4 – Výsledky scénářů zátěžových testů pro bankovní sektor ČR
(kapitálová přiměřenost, %)



Pramen: ČNB

Pozn.: Scénáře se liší rozdílnou metodikou růstu ohrožených úvěrů, proto se výsledný poměr CAR v čase pro každý scénář vyvíjí odlišně. Výsledky bez vlivu mezibankovní náklady.

Kapitálová přiměřenost se mezi lety 2000 a 2006 snížila o 3,5 procentního bodu. Toto snížení odráží skutečnost, že některé banky použily dosažené zisky k výplatě dividend. Vedle toho došlo také k nárůstu rizikově vážených aktiv. Ve stejném období se CAR po testu snížila pouze o 0,6 procentního bodu (pro scénář I) a o 1,8 procentního bodu (pro scénář II). Dopady obou šokových scénářů se tedy v čase snižují, což naznačuje snížení expozic bankovního sektoru vůči základním typům rizik. Kapitálová přiměřenost po účinku šoků pro oba scénáře splňovala požadované 8% regulační minimum. Některé banky by však mohly být pod požadovaným minimem a k opětovnému dosažení této hranice by potřebovaly kapitálovou injekci. Účinky nepříznivých změn by se u těchto bank negativně dotkly vyplácení dividend a tantiém. Celkově bankovní sektor prokázal odolnost vůči extrémní zátěži šoků podle historických scénářů.

¹²⁰ Scénář I zahrnuje kombinaci hypotetického zvýšení úrokových sazeb o 1 procentní bod, znehodnocení kurzu měny o 15 % a růst podílu ohrožených úvěrů o 30 % překlasifikací úvěrů. Scénář II pracuje s kombinací zvýšení úrokových sazeb o 2 procentní body, se znehodnocením kurzu měny o 20 % a se zvýšením poměru ohrožených úvěrů vůči celkovým úvěrům o 3 procentní body - podrobnější popis těchto scénářů lze najít v ČNB (2006).

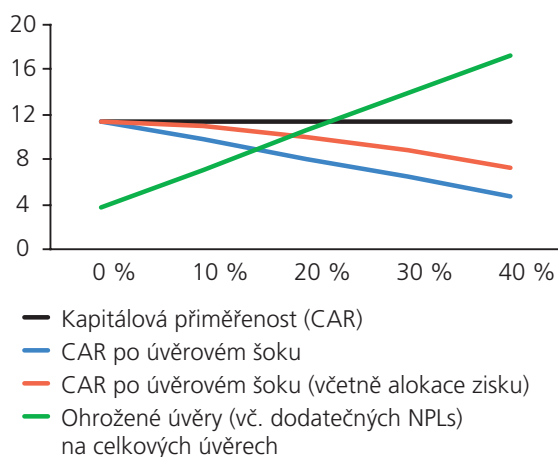
¹²¹ Tj. aktuální CAR jako poměr kapitálu k rizikově váženým aktivům bankovního sektoru.

4.2 Jednoduché citlivostní testy úvěrového rizika

Modelování růstu úvěrů a kreditního rizika pro sektor domácností a sektor nefinančních podniků (část 4.3) předcházely jednoduché citlivostní testy na portfoliích úvěrů poskytnutých bankami. V těchto testech byly použity úvěrové šoky založené na hypotéze přeměny určitého objemu spotřebitelských úvěrů a úvěrů na bydlení v ohrožené úvěry, což odpovídá zvýšení úvěrového rizika vůči domácnostem (obyvatelstvu). Obdobně byla testována hypotéza přeměny určitého objemu úvěrů na úvěry ohrožené v sektoru nefinančních podniků (viz Graf 5 a Graf 6).

Jednoduché citlivostní testy zachycují účinky jednorázové přeměny 10 % až 40 % celkových úvěrů v daném sektoru na úvěry ohrožené. V testech se analyzuje únosnost těchto šoků v portfoliích bank a v agregované podobě pro bankovní sektor jako celek. Šoky znamenají dodatečný růst ohrožených úvěrů, které vyvolávají dodatečnou potřebu kapitálu na krytí úvěrového rizika. V testech se předpokládá, že banky budou tvořit opravné položky rovnoměrně jak ke stávajícím, tak k dodatečným ohroženým úvěrům. Dále se neuvažuje odděleně vliv typu a výše zajištění úvěrů.

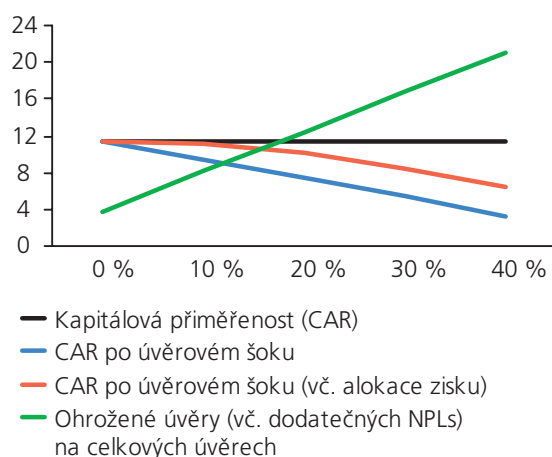
Graf 5 – Výsledky testů se scénáři úvěrového rizika pro domácnosti, 2006
(kapitálová přiměřenost, %)



Pramen: ČNB

Pozn.: Scénáře s dodatečnými ohroženými úvěry (NPLs) jako 0 – 40 % úvěrů domácnostem, které se staly ohroženými úvěry.

Graf 6 – Výsledky testů se scénáři úvěrového rizika pro nefinanční podniky, 2006
(kapitálová přiměřenost, %)



Pramen: ČNB

Pozn.: Scénáře s dodatečnými ohroženými úvěry (NPLs) jako 0 – 40 % úvěrů podnikům, které se staly ohroženými úvěry.

Banky jsou schopné odolat jednoduchému úvěrovému šoku, který byl testován pro jednotlivé sektory. Pro případ izolovaného šoku pouze pro sektor domácností byl bankovní sektor schopen odolat¹²² až přeměně 35 % stávajících úvěrů domácnostem v úvěry ohrožené. Analogická hodnota pro podnikový sektor činila 30 %. Výsledky odpovídají většímu objemu úvěrů i riziku podstupovanému v podnikovém sektoru. Na celkovém portfoliu úvěrů by banky byly schopné odolat riziku cca 16 % přeměny úvěrů v ohrožené. Očekávaný další růst úvěrů domácnostem a podnikům představuje potenciální kumulované riziko pozdějšího nesplácení úvěrů v obou sektorech.

4.3 Testy úvěrového rizika s využitím modelů růstu úvěrů

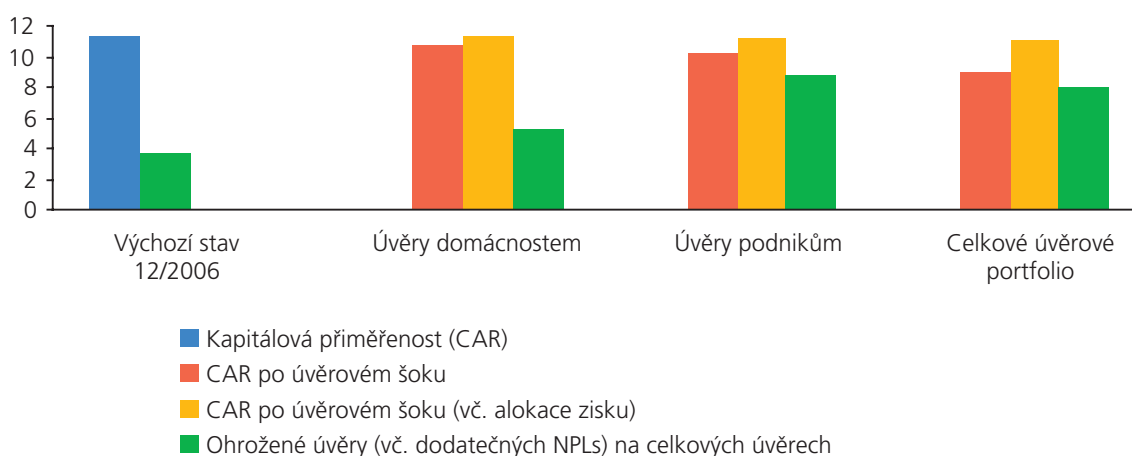
V následujících testech jsou zkoumány účinky úvěrového šoku odděleně pro sektor domácností a sektor nefinančních podniků. Současně nepřehlídíme k ostatním typům šoků (úrokovému, měnovému, mezibankovní náklady). K tomuto účelu využíváme modely růstu úvěrů a modely kreditního rizika, které byly popsány v částech 2 a 3. Úvěrový šok vychází z předpokladu, že banky budou na jednorozhodném horizontu držet množství ohrožených úvěrů z předchozího období a současně dojde k převedení části úvěrů v ohrožené. Nový přírůstek ohrožených úvěrů byl

¹²² Ve smyslu udržení CAR po testu nad 8 %.

odhadnut z modelu kreditního rizika a čtvrtletní makroekonomické prognózy ČNB pro následující rok. Pro daný výpočet uvažujeme rovněž odhadnutý růst úvěrů. V testech se předpokládá, že banky budou tvořit opravné položky rovnoměrně ke stávajícím i dodatečným ohroženým úvěrům, neuvažuje se zajištění úvěrů.

Testy vycházely z predikce meziročního tempa růstu úvěrů pro rok 2007 ve výši 30 % pro domácnosti, 15,5 % pro podniky a 16 % pro celkové úvěry za bankovní sektor. Ve scénářích (za úvěry poskytnuté domácnostem, podnikům a úvěry celkem) byly testovány predikce kreditního rizika formou šoků pro horizont 2007.

Graf 7 – Výsledky zátěžových testů se začleněním modelů růstu úvěrů a kreditního rizika (%)



Pramen: ČNB

Pozn.: Graf zobrazuje výsledky pouze úvěrového šoku nejprve v úvěrech domácnostem, poté pouze v úvěrech podnikům a nakonec v celkovém úvěrovém portfoliu. Neuvažují se ostatní typy šoků. Scénáře s růstem úvěrů a s šoky dodatečných ohrožených úvěrů pro rok 2007.

Účinek úvěrového šoku na kapitál pro sektor domácností by byl relativně nízký (viz Graf 7). Dopad do sektoru podniků byl by vyšší, ale stále únosný (10,3 % CAR). Uvažovaný úvěrový šok pro všechna úvěrová portfolia bankovního sektoru by vedl k podílu ohrožených úvěrů 8 % na celkových úvěrech v bankovním sektoru a hodnota CAR by pravděpodobně činila 11 %.

4.4 Makrozátěžový test s konzistentními modelovými scénáři

V této části navazujeme na metodologii scénářů odvozených z makroekonomických modelů, které prezentovala Zpráva o finanční stabilitě 2005. Makrozátěžové testy jsou založeny na prediccích makroekonomických proměnných ze čtvrtletní prognózy ČNB, které jsou pak využity v makroekonomických modelech růstu úvěrů a kreditního rizika (viz kapitoly 2 a 3 tohoto článku). Oproti Zprávě o finanční stabilitě 2005 je tedy úvěrové riziko nově testováno na oddělených portfoliích pro domácnosti a nefinanční podniky, pro oba sektory jsou také nově přidány predikce růstu úvěrů.

Základní modelový scénář (baseline) využívá čtvrtletní makroekonomickou prognózu ČNB z dubna 2007, která odhaduje vývoj české ekonomiky v letech 2007 a 2008. Kromě základního modelového scénáře byly použity tři alternativní scénáře (A, B a C), které odrážejí málo pravděpodobné šoky. Šoky v těchto scénářích přihlížejí k historii reálného hospodářského růstu a jeho vazbám na další makroekonomické proměnné. Tyto scénáře se v parametrech shodují se scénáři uvedenými ve Zprávě o finanční stabilitě 2005, aby byla zachována srovnatelnost testů v čase. Rozdíly alternativních scénářů od základního scénáře vyjadřují odlišnost hypotéz a šoků pro jednotlivé scénáře, uvedené období je rozhodné pro výběr testovaných parametrů (Tab. 4).

Tab. 4 – Rozdíly alternativních scénářů od základního (baseline) scénáře

Typ scénáře	Období	Scenář A	Scenář B	Scenář C
Reálný růst HDP (y-o-y, p.b.)	4Q 2007	-1,0	-1,0	-3,1
Míra inflace - CPI (y-o-y, p.b.)	4Q 2007	0,4	-0,3	-0,7
Nominální růst úvěrů (p.b.)	4Q 2007	-2,0	-3,3	-10,3
Úroková sazba 1R (procentní body)	2Q 2007	0,8	-0,6	-0,7
Změna měnového kurzu (% , + depreciace)	2Q 2007	3,2	-5,4	1,8

Základní scénář (baseline)

Základní scénář se odvíjí od prognózy ČNB z dubna 2007,¹²³ která očekává růst reálného HDP v roce 2007 o 5,7 % a v roce 2008 o 5,3 %. Základní scénář neobsahuje žádná rizika, která by představovala bezprostřední hrozbu pro vývoj stability bankovního sektoru. Inflace se bude ke konci roku 2007 pohybovat kolem 3,6 % a v roce 2008 se mírně sníží na 3,3 %. S prognózou je konzistentní postupný nárůst úrokových sazeb. V současnosti relativně nízké úrokové sazby, pozitivní výhled ekonomické aktivity a růst HDP budou podporovat růst úvěrů domácnostem i podnikům, nízký úrokový diferenciál bude bránit nárůstu zadlužení v cizích měnách.

Alternativní scénář A

Alternativní scénář A analyzuje případnou reakci domácí ekonomiky na výrazný globální negativní poptávkový šok. Ten je sice málo pravděpodobný, ale mohl by nastat v situaci náhlého narovnání globálních nerovnováh spojených se ztrátou důvěry v hlavní ekonomické zóny a se zvýšením úroků hlavních světových měn, tedy dolaru i eura. Tempa růstu HDP by byla v letech 2007 a 2008 asi o 1 procentní bod nižší než v případě základního scénáře a úrokové sazby vyšší.

Alternativní scénář B

Alternativní scénář B kombinuje efekt vývoje nominálního kurzu a vývoje inflace. Scénář předpokládá náhlé zhodnocení měnového kurzu a negativní nabídkový šok, který by za jinak stejných podmínek vedl k nárůstu inflace. Zhodnocení kurzů by však ve srovnání se základním scénářem v souhrnu způsobil pokles tempa růstu HDP a mírný pokles inflace. Měnová politika by reagovala snížením úrokových sazeb.

Alternativní scénář C

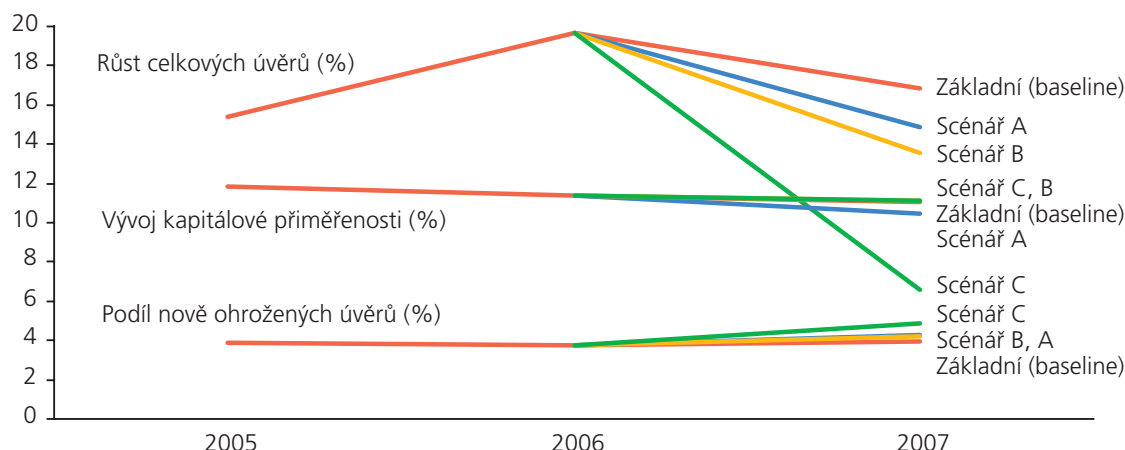
Alternativní scénář C odráží rizika spojená s možným poklesem domácí poptávky a předpokládá postupné snížení tempa růstu HDP v období od druhého čtvrtletí 2007 do prvního čtvrtletí 2008. Negativní šok do růstu HDP by způsobil otevření mezery výstupu a nižší inflaci oproti základnímu scénáři. Současně by došlo k omezení úvěrové emise. Na to by reagovala měnová politika uvolněním, které by pomohlo obnovit ekonomickou aktivitu, zejména v roce 2008. Nižší úrokové sazby ve srovnání se zahraničím by též přispěly k mírné depreciaci kurzu, která by dále uvolnila měnové podmínky.

Výsledky testů pro modelové scénáře

Kapitálová přiměřenost v základním scénáři by činila 11,1 % v roce 2007 (na datech za bankovní sektor za prosinec 2006 a modelovaném objemu úvěrů). Nově ohrožené úvěry na modelovaném objemu pohledávek by činily 4 %. Ve scénáři A by kapitálová přiměřenost byla nižší o 0,6 procentního bodu, ve scénáři B a C na stejné úrovni v porovnání se základním scénářem pro rok 2007. Nově ohrožené úvěry bankovního sektoru by ve scénářích A, B a C činily 4,3; 4,2 resp. 4,9 % v ročním horizontu (Graf 8).

¹²³ Podrobný popis makroekonomické prognózy ČNB je uveden ve Zprávě o inflaci ČNB (duben 2007) dostupné na www.cnb.cz.

Graf 8 – Výsledky scénářů makro zátěžového testu (%)



Pramen: ČNB

Pozn: Růst celkových úvěrů byl definován jako průměrné meziroční tempo růstu domácích úvěrů. Podíl nově ohrožených úvěrů (na roční bázi) se vztahuje k odhadu objemu úvěrů ke konci roku 2007.

Výsledky pro modelové scénáře jsou obsaženy ve společném přehledu výsledků zátěžových testů za bankovní sektor společně s historickými scénáři (Tab. 5). Bankovní sektor jako celek se jeví odolný vůči účinkům uvažovaných makroekonomických šoků, včetně variantních testů úvěrového rizika. Bankovní sektor vykazuje schopnost odolat šokům odpovídajícím jak oběma scénářům založeným na historických zkušenostech, tak scénářům založeným na makroekonomickém modelu.

Tab. 5 – Shrnutí výsledků zátěžových testů: Bankovní sektor
(data jsou v procentech, pokud není uvedeno jinak)

Typ scénáře	Základní (baseline)		Scénář A		Scénář B		Scénář C		Scénář I		Scénář II	
	6/2006	2006	6/2006	2006	6/2006	2006	6/2006	2006	6/2006	2006	6/2006	2006
Kapitálová přiměřenost (CAR) ^{1/}	11,5	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,5	11,4	11,5	11,4	11,5	11,4
Výsledky pro zvolený typ scénáře												
Celkový účinek šoků (procentní body CAR)	-2,3	-2,4	-3,7	-1,9	-1,5	-2,3	-2,0	-5,2	-4,9	-2,3	-2,0	-5,2
Úrokový šok	0,0	0,0	-1,2	0,9	1,0	-1,6	-1,5	-3,3	-3,0	0,0	0,0	-1,2
Měnový šok	0,0	0,0	0,3	-0,4	0,1	1,1	1,2	1,5	1,7	0,0	0,0	0,3
Úvěrový šok	-2,2	-2,1	-2,5	-2,2	-2,5	-1,6	-1,5	-3,0	-2,7	-2,2	-2,1	-2,5
... domácnosti	-	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-	-	-	-	-	-	-
... nefinanční podniky	-	-1,5	-1,6	-1,6	-1,8	-	-	-	-	-	-	-
... nepřímý účinek měnového šoku	0,0	0,0	-0,2	0,0	-0,1	-1,1	-1,0	-1,4	-1,3	0,0	0,0	-0,2
Mezibankovní nákaza ^{2/}	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,4	-0,8	-0,1	-0,2	-0,3
Alokace zisku (procentní body CAR) ^{3/}	2,0	2,0	2,7	1,7	1,2	1,7	1,5	2,9	2,9	2,0	2,0	2,7
CAR po testu	11,2	11,1	10,5	11,1	11,1	10,9	10,9	9,2	9,4	11,2	11,1	10,5
Kapitálová injekce (procento HDP) ^{4/}	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,6	0,6	0,0	0,1	0,2
Podíl bank s negativním kapitálem po šocích ^{5/}	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	1,2	1,3	5,1	11,3	0,0	0,0	0,2
Účinek na dividendy a tantiémy ^{6/}	-62,9	-74,3	-100,0	-60,8	-42,6	-68,6	-65,5	-100,0	-100,0	-62,9	-74,3	-100,0

Poznámky:

^{1/} CAR je kapitálová přiměřenost, definovaná v souladu s příslušnými předpisy ČNB (zejména o kapitálové přiměřenosti bank a dalších pravidlech obezřetného podnikání).

^{2/} Test integrovaný s mezibankovní nákazou pro metodu 1 (viz Zpráva o finanční stabilitě 2005), očekávanou míru ztráty nesplacení expozic 100% LGD a zvolenou pravděpodobnost selhání bank podle CAR.

^{3/} Scénáře předpokládají, že při absenci šoků by každá banka vytvořila zisk (či ztrátu) na úrovni průměru předchozích 5 let a že případný zisk by použila jako první linii obrany před snížením CAR.

^{4/} Kapitál potřebný k tomu, aby každá banka v systému měla po testu CAR alespoň 8 %.

^{5/} Tržní podíl bank se záporným kapitálem po působení předpokládaných šoků (v procentech celkových aktiv).

^{6/} V procentech dividend a tantiém předchozího kalendářního roku.

Scénáře: baseline, A, B a C vycházejí z makroekonomického predikčního modelu ČNB a modelu kreditního rizika.

Scénář I a scénář II vycházejí ze zvolených hypotetických a historických šoků (viz metodologie ve Zprávě o finanční stabilitě 2004) a liší se od výsledků v Grafu 4, protože zahrnují vliv mezibankovní nákazy.

5. ZÁVĚR

Zátěžové testy potvrdily, že ani současný rychlý růst zadlužování domácností nevytváří významná rizika nestability bankovního sektoru. Přesto je nutné dynamický růst úvěrů domácnostem vnímat v kontextu se zvýšeným tempem úvěrování podniků, převahou úvěrů pro dlouhodobý horizont a převládající nízkou úrovní úrokových sazeb. Kombinace pokračujícího růstu úvěrů s neočekávaným nárůstem úrokových sazeb by mohla vést ke zvýšeným kapitálovým požadavkům a k nutnosti krytí nárůstu úvěrového rizika. Vysoké zadlužení domácností může v bankovním sektoru vyvolat vyšší tvorbu opravných položek, jestliže banky nesprávně ohodnotí schopnost splácet dluhy a vývoj dalších rizik. Očekávaný rozvoj bankovního sektoru i zátěžové testy založené na modelech signalizují pro budoucnost delší jednoho roku další nutné posílení regulačního kapitálu bank.

LITERATURA

- Coricelli, F., Masten, I. (2004): *Growth and Volatility in Transition Countries: The role of Credit*, IMF
- Cottarelli, C., Dell'Ariccia, G., Vladkova-Hollar, I. (2003): *Early Birds, Late Risers, and Sleeping Beauties: Bank Credit Growth to the Private Sector in Central and Eastern Europe and the Balkans*, IMF Working Paper No. 03/213
- Čihák, M., Heřmánek, J., Hlaváček, M. (2007): *New Approaches to the Stress Testing of The Czech Banking Sector*, Finance a úvěr – Czech Journal of Economic and Finance 1–2/2007, str. 41–59
- ČNB (2003): *The Czech National Bank's Forecasting and Policy Analysis System*, Czech National Bank
- ČNB (2006): *Zpráva o finanční stabilitě 2005*, Česká národní banka
- ČNB(2007): *Zpráva o inflaci, duben 2007*, Česká národní banka
- Duenwald, C., Gueorguiev, N., Schaechter, A. (2005): *Too Much of a Good Thing? Credit Booms in Transition Economies: The Cases of Bulgaria, Romania, and Ukraine*, IMF Working Paper 05/128
- Fabrizio, S., Igan, D., Mody, A., Tamirisa, N. (2006): *Export Structure and Credit Growth*, IMF
- Hofmann, B. (2001): *The Determinants of Private Sector Credit in Industrialised Countries: Do Property Prices Matter?* BIS Working Paper No. 108
- Jakubík, P. (2006): *Makroekonomický model kreditního rizika*, Zpráva o finanční stabilitě 2005, ČNB, str. 84–92
- Jakubík, P. (2007): *Macroeconomic Environment and Credit Risk*, Finance a úvěr – Czech Journal of Economic and Finance 1–2/2007, str. 60–78
- Schadler, S., Murgasova, Z., Elkan, R. (2005): *Credit Booms, Demand Booms, and Euro Adoption, Challenges for Central Banks in an Enlarged EMU*, Volume 9, Springer Vienna

INDIKÁTORY FINANČNÍ STABILITY: VÝHODY A NEVÝHODY JEJICH VYUŽITÍ V HODNOCENÍ STABILITY FINANČNÍHO SYSTÉMU

Adam Geršl a Jaroslav Heřmánek, ČNB

Cílem tohoto článku je popis a diskuze metodologie vybraných indikátorů finančního zdraví a finanční stability, včetně snah o konstrukci agregátního indikátoru finanční stability. Článek též poprvé prezentuje veřejnosti hodnoty základních indikátorů finančního zdraví IMF (Financial Soundness Indicators) za ČR a další vybrané země a pokouší se o experimentální konstrukci agregátního indikátoru finanční stability pro bankovní sektor v ČR.

1. ÚVOD

V reakci na finanční krizi ve světě v 80. a zejména 90. letech dvacátého století přistoupily národní i mezinárodní instituce k intenzivnějšímu monitorování zdraví finančního systému. Pro hodnocení stability finančního systému se v analytické praxi využívá široká škála nástrojů. Patří mezi ně především analýza kvantitativních ukazatelů zdraví a stability finančního systému včetně provádění zátěžových testů. Tyto ukazatele se snaží pokrýt problematiku finanční stability jako systémového jevu a týkají se tak nejen finančních institucí a trhů, ale i reálného a vládního sektoru jako hlavních dlužníků finančních institucí a též finanční infrastruktury (IMF a WB 2005).

Na rozdíl od cenové stability nemá finanční stabilita ani ustálenou definici, ani agregátní indikátor, který by mohl centrální bance sloužit jako měřítko finanční nestability. Zatímco však na poli definice finanční stability k alespoň dílčímu konsenzu dochází, konstrukce agregátního indikátoru finanční stability je zatím ve fázi výzkumných a experimentálních snah.

Tento článek diskutuje používané indikátory finančního zdraví (část 2 a 3 článku) a některé existující snahy o konstrukci agregátního ukazatele finanční stability (část 4). Na základě mezinárodní zkušenosti je pak experimentálně sestaven agregátní indikátor finanční stability pro ČR se zaměřením na stabilitu bankovního sektoru (část 5). Vzhledem k tomu, že většina indikátorů se týká primárně bank jako klíčových institucí ve finančním systému, je důraz při kvantitativním vyhodnocování finanční stability kladen na indikátory zdraví bankovního sektoru.

2. INDIKÁTORY FINANČNÍHO ZDRAVÍ IMF A MAKROOBEZŘETNOSTNÍ INDIKÁTORY ECB

Cílem sady indikátorů finanční stability je poskytnout uživateli hrubý obrázek o zdraví finančního sektoru jako celku. Ideální samozřejmě je, pokud jsou tyto ukazatele mezinárodně srovnatelné. Pro dosažení této vize odstartoval Mezinárodní měnový fond (International Monetary Fund, IMF) ve spolupráci s národními autoritami v roce 1999 (souběžně se spuštěním programu FSAP) iniciativu zaměřenou na definici a jednotnou metodologii kompilace indikátorů finančního zdraví (Financial Soundness Indicators, FSI).¹²⁴ Tato iniciativa vedla k vytvoření průvodce pro kompilaci indikátorů finančního zdraví, který byl detailně diskutován v letech 2002 a 2003 a jehož finální verze byla zveřejněna v březnu 2006 (IMF 2006).

Souhrn 39 indikátorů finančního zdraví je rozdělen do dvou skupin (viz Tab. 1). První skupinu tvoří základní indikátory (core set) vztahující se k bankovnímu sektoru (12 indikátorů), zatímco do druhé skupiny patří zbývajících 27 doporučených indikátorů (encouraged set) obsahující některé další indikátory z bankovního sektoru, ale i ukazatele z oblasti nebankovních finančních institucí, nefinančních podniků, domácností, finančních trhů a trhů nemovitostí. Zahrnutí indikátorů z nebankovního sektoru do FSI odráží propojení finančního a reálného sektoru, kdy se např. nepříznivý vývoj v podnikovém sektoru projeví na úvěrovém portfoliu bank, a může tak negativně ovlivnit finanční stabilitu.¹²⁵

¹²⁴ Program FSAP – Financial Sector Assessment Program – je společným programem Mezinárodního měnového fondu (IMF) a Světové banky (World Bank, WB) zaměřeným na vyhodnocování zdraví a rozvoje finančního sektoru.

¹²⁵ V rámci programu FSAP využívá IMF a Světová banka daleko většího počtu indikátorů finančního zdraví, stability a struktury, viz IMF a WB (2005). FSI tak představují pouze výběr nejdůležitějších ukazatelů s cílem pokrýt co největší počet zemí (proto např. chybí některé tržní indikátory, neboť ty nejsou v řadě zemí dostupné).

Tab. 1 – Základní a doporučené indikátory finančního zdraví podle IMF

Kategorie	Indikátor
Základní indikátory	
<i>Banky</i>	
Kapitálová přiměřenost	Regulační kapitál k rizikově váženým aktivům
	Regulační Tier I kapitál k rizikově váženým aktivům
	Ohrožené úvěry (po odpočtu opravných položek) ke kapitálu
Kvalita aktiv	Ohrožené úvěry na celkových hrubých úvěrech
	Sektorové rozložení úvěrů na úvěrech celkem
	Rentabilita aktiv
Výnosy a ziskovost	Rentabilita kapitálu
	Úroková marže na hrubých výnosech
	Neúrokové výdaje na hrubých výnosech
Likvidita	Likvidní aktiva na celkových aktivech
	Likvidní aktiva vůči krátkodobým závazkům
	Čistá otevřená pozice v cizí měně ke kapitálu
Doporučené indikátory	
<i>Banky</i>	
	Kapitál na aktivech
	Velké expozice
	(i) celkový počet velkých expozic
	(ii) celková expozice 5 největších bank 5 největším rezidentům ke kapitálu
	(iii) celková expozice bank vůči spřízněným entitám ke kapitálu
	Geografické členění úvěrů na celkových úvěrech
	Hrubá aktivní pozice ve finančních derivátech ke kapitálu
	Hrubá pasivní pozice ve finančních derivátech ke kapitálu
	Příjmy z obchodování na celkových výnosech
	Personální náklady na neúrokových výdajích
	Úrokový rozdíl mezi vyhlášenými sazbami z úvěrů a vkladů (v bazických bodech)
	Úrokový rozdíl mezi nejvyšší a nejnižší mezibankovní sazbou (v bazických bodech)
	Klientské vklady na celkových úvěrech nebankovním klientům
	Úvěry v cizí měně na celkových úvěrech
	Pasiva v cizí měně na celkových pasivech
	Čistá otevřená pozice v akcích na kapitálu
<i>Ostatní finanční instituce (OFI)</i>	
	Aktiva OFI na celkových aktivech finančního systému
	Aktiva OFI na HDP
	Celkové zadlužení na vlastním kapitálu
<i>Nefinanční podniky</i>	Rentabilita vlastního kapitálu
	Zisk k výdajům na splátky jistiny a úroků
	Čistá otevřená pozice v cizí měně k vlastnímu kapitálu
	Počet podání na ochranu před věřiteli
<i>Domácnosti</i>	
	Zadlužení domácností na HDP
	Obsluha dluhu a platby jistiny na příjmech domácností
	Průměrný bid-ask spread na trhu cenných papírů ¹⁾
<i>Likvidita trhu</i>	
	Průměrný denní obrát k tržní kapitalizaci na trhu cenných papírů ¹⁾
	Ceny rezidenčních a komerčních nemovitostí (roční růst v %)
	Úvěry na rezidenční nemovitosti k celkovým úvěrům
<i>Trhy nemovitostí</i>	
	Úvěry na komerční nemovitosti k celkovým úvěrům

Pozn.: Detailní definice indikátorů obsahuje Compilation Guide for Financial Soundness Indicators (IMF 2006).

¹⁾ Nebo na jiných trzích, které jsou relevantní pro likviditu bank jako např. trhy v cizí měně.

Základní indikátory FSI se vztahují k pěti základním oblastem relevantních z hlediska rizik bankovního podnikání a jsou kompatibilní s tzv. CAMELS metodologií pro hodnocení zdraví jednotlivých finančních institucí (Capital

adequacy, Asset quality, Management soundness, Earnings, Liquidity, Sensitivity to market risk).¹²⁶ Indikátory z oblasti kapitálové přiměřenosti měří schopnost bankovního sektoru absorbovat náhlé ztráty, a jsou tak nejbližší konceptu „odolnost vůči šokům“, zatímco ukazatele z oblasti kvality aktiv jsou přímo spojeny s potenciálními riziky pro solventnost bank. Indikátory ziskovosti měří schopnost absorbovat ztráty bez dopadu na kapitál, zatímco ukazatele likvidity měří odolnost bank vůči šokům v cash flow. Expozice v cizích měnách je indikátorem měřícím riziko banky vůči pohybům cen aktiv na finančních trzích. Indikátory z oblasti kvality managementu nakonec nebyly do FSI zahrnuty kvůli potížím kvantitativně zachytit ukazatele spíše kvalitativní povahy (Sundararajan et al. 2002).

Hlavním cílem FSI je mezinárodní srovnatelnost, která by měla být zaručena shodnou metodologií pro všechny země, které budou FSI publikovat. Mezinárodní srovnatelnost je však stále limitována určitými rozdíly na národních úrovních, zejména v účetních standardech, ale i v formátech sběru dat nutných pro výpočet FSI.¹²⁷

Paralelně s pracemi na FSI vznikl v roce 1999 v rámci Evropského systému centrální bank (ESCB) projekt ke zpracování zprávy o stabilitě bankovního sektoru EU (ECB 2006a). Za tímto účelem začala Evropská centrální banka (ECB) ve spolupráci s národními centrálními bankami a institucemi bankovního dohledu pracovat na metodologii a sběru tzv. makrobezpečnostních indikátorů (macro-prudential indicators, MPI) pro monitoring finančního zdraví bankovního sektoru.¹²⁸ V porovnání s indikátory finančního zdraví IMF je zřejmá obdobná motivace, tj. zachytit vývoj rizik ve finančním a především v bankovním sektoru. Existují však dva významné rozdíly. Za prvé, soubor MPI má mnohem větší počet ukazatelů. Z přehledu monitorovaných oblastí a kategorií je zřejmá snaha identifikovat a změřit značné množství faktorů, které ovlivňují finanční zdraví evropského bankovního sektoru (Tab. 2).

Tab. 2 – Kategorie makrobezpečnostních indikátorů sledovaných v ECB

Kategorie	Oblasti a počet indikátorů
I. INTERNÍ FAKTORY	
1. Ziskovost, kvalita bilance a kapitálová přiměřenost	38 indikátorů (vývoj výnosů a nákladů, skladba výnosů a nákladů, efektivnost, ziskovost, výnosy a náklady jako procento aktiv)
	18 indikátorů (bilance - pokrytí jako podíl na bankovním sektoru, skladba aktiv a pasiv, podrozvahové položky)
	18 indikátorů (kapitálová přiměřenost, kvalita aktiv, opravné položky)
2. Podmínky poptávky a nabídky (konkurence)	7 indikátorů (úroky přijaté a úroky placené, průměrná marže a celková marže)
3. Riziko koncentrace	25 indikátorů (růst úvěrů a sektorová koncentrace - celkové úvěry, celkové nové úvěry, úvěry nefinančním soukromým sektorům, odvětvové expozice)
	18 indikátorů (skladba ostatních aktiv - držené dluhopisy a akcie, celková bilanční suma, struktura měn a splatností domácích úvěrů, úhrnné úvěrové expozice)
	14 indikátorů (likviditní riziko, expozice EU-15 vůči novým EU členským zemím, expozice vůči rozvíjejícím se a rozvinutým zemím, expozice tržního rizika)
4. Tržní ohodnocení rizik	8 indikátorů (akciový index bank, úrokové spready, rating bank, indikátory možnosti defaultu hlavních EU bank)
II. EXTERNÍ FAKTORY	
5. Finanční zranitelnost	15 indikátorů (zadlužení podniků a domácností, median četností očekávaného selhání pro klíčová odvětví)
6. Vývoj cen aktiv	5 indikátorů (akciové indexy, ceny nemovitostí)
7. Cyklické a měnové podmínky	10 indikátorů (růst HDP a jeho složek, vývoj nezaměstnanosti, úrokových sazeb, kurzů měn, indexu spotřebitelských cen)
III. FAKTORY NÁKAZY	
8. Mezibankovní trhy	3 indikátory (mezibankovní pasiva, podíl 3 a 5 bank s největšími mezibankovními expozicemi)

Pozn.: Pro detailní popis ukazatelů viz Mörttinen et al. (2005).

¹²⁶ Pro diskuzi FSI v rámci CAMELS metodologie viz např. Evans et al. (2000), Sundararajan et al. (2002) nebo IMF a WB (2005).

¹²⁷ Odchytky od doporučené metodologie IMF existují i na úrovni rozvinutých zemí, viz Deutsche Bundesbank (2006).

¹²⁸ Pro podrobnou diskuzi MPI viz Mörttinen et al. (2005). Kromě MPI, které slouží pro sledování zdraví a stability finančního systému, se v rámci ESCB kompilují i strukturální indikátory pro monitoring vývoje v bankovním sektoru EU, viz ECB (2006b).

Za druhé, většina MPI týkajících se bank je v rámci ESCB kompilována a zveřejňována na konsolidované bázi, tj. indikátory za banky v jedné zemi zahrnují i jejich pobočky a dceřiné společnosti v ostatních zemích EU a taktéž další ovládané finanční instituce. Tento koncept dovoluje konstrukci agregátních údajů za celou EU, a umožňuje tak pohled na bankovní systém v evropském kontextu. Důsledkem je však určitá ztráta vazby mezi ekonomickým vývojem na teritoriálním principu a vývojem zveřejňovaných MPI pro „čisté domácí“ bankovní sektor v zemích se silnou participací zahraničních bank z EU (např. nové členské země včetně ČR).¹²⁹

Z porovnání struktury sledovaných ukazatelů IMF a ECB je zřejmé, že dochází k jejich překrývání. Ukazatele obou institucí mají však některé metodické rozdíly (např. v otázce konsolidace), překrývají se částečně nebo se odlišují v záběru sledovaných dat. I když soubor MPI obsahuje mnohem více indikátorů než soubor FSI, Mörttinen et al. (2005, str. 54–57) ukazují, že pro některé FSI (zejména ve skupině doporučených indikátorů) neexistuje ekvivalentní MPI v rámci ESCB. Pro monitoring finanční stability tak je vhodné kombinovat obě sady relevantních indikátorů.

Samostatnou otázkou zůstává způsob vyhodnocování indikátorů finanční či bankovní stability. Zatímco pro některé z nich existují určité „optimální“ hodnoty, které jsou i zakotveny v národních regulačních pravidlech (např. pro kapitálovou přiměřenost bank minimální hodnota 8 %, u čisté otevřené pozice v cizích měnách hodnota blízká nule), u řady indikátorů takovéto absolutní „benchmarky“ neexistují. Jejich vyhodnocení je tak třeba orientovat na vývoj indikátorů v čase a na srovnání s jinými zeměmi.

Ukazatele finančního zdraví je však možné využít v zátěžovém testování.¹³⁰ Podstatnou výhodou zátěžových testů je, že poskytují vazbu mezi jednotlivými ukazateli finančního zdraví a na rozdíl od poměrně statické povahy ukazatelů dovolují též zohlednit případné ztráty, které by finanční sektor utrpěl při nějakém šoku (Craig a Sundararajan 2003). Výsledky pravidelných zátěžových testů zejména bankovního sektoru tak mohou též sloužit jako další indikátor finančního zdraví. Další oblastí, kde zátěžové testování nabízí v porovnání s monitoringem jednoduchých ukazatelů výraznou přidanou hodnotu, je analýza systémového rizika spojená s mezibankovní nákazou.

3. INDIKÁTORY FINANČNÍHO ZDRAVÍ IMF PRO ČR A VYBRANÉ ZEMĚ

Projekt přípravy jednotné metodologie indikátorů finančního zdraví IMF byl v roce 2004 doplněn pilotním projektem kompilace FSI ve zhruba 60 zemích (Coordinated Compilation Exercise). Výsledky tohoto pilotního projektu obsahující jak hodnoty jednotlivých indikátorů ke konci roku 2005, tak i metadata, tj. statistickou metodologii, byly zveřejněny IMF v lednu 2007. Pilotní studie se zúčastnila i Česká republika.

Soubor zveřejněných FSI dovoluje poměrně spolehlivé srovnání indikátorů finančního zdraví bankovního sektoru mezi zeměmi, a to i přes určité metodologické rozdíly a mírné odlišnosti dané národními omezeními při sběru využívaných dat. Tabulka 3 prezentuje základní sadu FSI, tj. indikátorů pro bankovní sektor, pro ČR ve srovnání s ostatními středoevropskými zeměmi za rok 2005.¹³¹

I když srovnání údajů za jednotlivé středoevropské země je komplikováno poněkud odlišnou konsolidací dat pro výpočet indikátorů (pro ČR je většina dat na konsolidované bázi, zatímco pro ostatní země podkladová data přeshraničně či přes různé finanční sektory konsolidována nejsou), přesto je určité vyhodnocení indikátorů možné. To potvrzují i relativně podobné hodnoty pro některé indikátory dostupné pro ČR jak na konsolidované, tak na nekonsolidované (solo) bázi (Tab. 3).¹³² Zatímco v některých ukazatelích se ČR umístila v roce 2005 přibližně uprostřed (kapitálová přiměřenost, ohrožené úvěry na celkových hrubých úvěrech, rentabilita aktiv, likvidní aktiva na celkových aktivech), v jiných zastávalo extrémní pozici (vyšší podíl čistých ohrožených úvěrů na regulačním kapitálu versus vysoká rentabilita kapitálu).

¹²⁹ Indikátory finančního zdraví IMF jsou též kompilovány na konsolidované bázi, viz IMF (2006). Nicméně *Compilation Guide* nabízí několik možných typů konsolidací při kompilaci FSI, včetně nekonsolidované báze na teritoriálním principu (tedy včetně bank pod zahraniční kontrolou působících na domácím trhu).

¹³⁰ Pro metodologii zátěžového testování viz Čihák (2004a, 2004b). ČNB zátěžové testování pravidelně používá, dále rozvíjí a výsledky zveřejňuje, viz ČNB (2004, 2006a), popř. článek Vývoj kreditního rizika a zátěžové testování bankovního sektoru v ČR v tématické části této zprávy.

¹³¹ Pro jednoduchost zde prezentujeme pouze výsledky základních FSI, na webové stránce IMF však byla zveřejněna data i za některé doporučené indikátory, viz <http://www.imf.org>. Zveřejněny byly i rozsáhlé soubory popisující metadata, tj. metodologii konstrukce jednotlivých ukazatelů.

¹³² Pro další srovnání však byla použita oficiální čísla za FSI publikovaná na webové stránce IMF.

Tab. 3 – Základní indikátory finančního zdraví IMF pro středoevropské země
(v %, 2005)

		CZ	HU	PL	SK	SI
Kapitálová přiměřenost	Regulační kapitál k rizikově váženým aktivům	11,6 (11,9)	11,9	14,6	12,3	10,5
	Regulační Tier I kapitál k rizikově váženým aktivům	11,1 (9,4)	11,8	14,4	13,1	8,9
Kvalita aktiv	Ohrožené úvěry (po odpočtu opravných položek) ke kapitálu	12,5	5,6	11,8	6,4	5,4
	Ohrožené úvěry na celkových hrubých úvěrech	2,8	2,2	4,8	5,0	3,0
	Sektorové rozložení podílu úvěrů na úvěrech celkem	...	...	...	...	...
Výnosy a ziskovost	Rentabilita aktiv	1,7 (1,4)	2,1	1,6	1,1	1,0
	Rentabilita kapitálu	32,1 (25,2)	27,0	20,6	13,7	13,5
	Úroková marže na hrubých výnosech	51,8	61,6	57,7	65,4	52,9
	Neúrokové výdaje na hrubých výnosech	50,1	58,7	72,3	69,1	62,4
Likvidita	Likvidní aktiva na celkových aktivech	32,1	19,7	19,9	33,5	4,8
	Likvidní aktiva vůči krátkodobým závazkům	87,7	33,7	27,5	40,3	8,8
Expozice v cizích měnách	Čistá otevřená pozice v cizí měně ke kapitálu	-0,1	-22,8	2,5	-49,1	21,8

Pramen: IMF, ČNB

Pozn.: Údaje za jednotlivé země nejsou zcela srovnatelné kvůli odlišné bázi. Pro ČR je většina dat na konsolidované bázi (včetně spřízněných domácích finančních společností a zahraničních poboček a dceřiných společností), kromě kvality aktiv a expozice v cizích měnách, které jsou na solo bázi. U ostatních zemí jde o data na solo bázi (bez domácích i zahraničních dceřiných společností). Údaje za CZ v závorce jsou údaje ČNB za banky v ČR na solo bázi.

Vysokých hodnot dosáhla ČR v roce 2005 v ukazateli krytí krátkodobých závazků likvidními aktivy, což je důsledkem stále vysokého přebytku likvidity v českém bankovním sektoru. Banky v ČR vykazovaly ve stejném roce i velmi malou čistou otevřenou měnovou pozici, což pravděpodobně odráží nižší zapojení do devizových obchodních aktivit v porovnání s bankami v Maďarsku či na Slovensku.¹³³ Nejmenší hodnoty mezi pěti středoevropskými zeměmi zaujímala ČR též v ukazatelích podílu úrokové marže a neúrokových výdajů na hrubých výnosech.¹³⁴ To indikuje, že se banky v ČR v roce 2005 při tvorbě zisku více spoléhaly na neúrokové příjmy při srovnání s ostatními zeměmi, zároveň se jim však dařilo držet na uzdě administrativní náklady. Interpretace všech rozdílů mezi zeměmi je však kromě odlišné konsolidace dat poněkud ztížena i odlišnou metodologií kompilace některých ukazatelů (např. u ČR nejsou v ukazatelích likvidity brány v úvahu některé krátkodobé vklady na straně aktiv i pasív).

Vzhledem k odlišným výsledkům jednotlivých zemí v různých ukazatelích není jednoduché celkově zhodnotit úroveň finančního zdraví bankovního sektoru. Jednou z metod, která dovoluje zjednodušeným způsobem porovnat finanční zdraví bankovního sektoru na základě několika ukazatelů, je stanovení pořadí (ranking) jednotlivých zemí v jednotlivých indikátorech a pak toto pořadí nějakým způsobem agregovat pro jednotlivé země. V rámci této metody je tedy u každého ukazatele přiděleno každé zemi pořadí na základě srovnání (tzn. např. u ukazatele rentability aktiv by na příkladu Tabulky 3 bylo ČR přiděleno pořadí 2, zatímco Maďarsku pořadí 1) a jednotlivá pořadí v různých ukazatelích jsou pak pro každou zemi sečtena. Země s nejnižším součtem je pak hodnocena jako nejlepší a je jí přiděleno celkové pořadí 1. Nevýhodou této neparametrické metody je, že i minimální rozdíly mezi hodnotami mají stejnou váhu jako velké rozdíly.¹³⁵ Navíc je tato jednoduchá metoda poněkud mechanická, přičemž vyhodnocení jednotlivých zemí je velmi závislé na celkovém vzorku zemí.

Tabulka 4 ukazuje výsledky této metody s určením pořadí pro ČR, ostatní středoevropské a některé další země EU. Pro konstrukci celkového pořadí byl využit vzorek všech dostupných zemí EU (bez Dánska a Finska, které se pilotního projektu nezúčastnily, tj. 25 zemí včetně Bulharska a Rumunska) a základní ukazatele FSI bez indikátorů úroková marže na hrubých výnosech a sektorové rozložení úvěrů, jejichž vliv na finanční stabilitu nelze jednoduše hodnotit. U ostatních ukazatelů byl aplikován lineární princip (tj. čím více – u některých ukazatelů méně – tím lépe), s výjimkou čisté otevřené pozice v cizí měně, kde byla brána absolutní vzdálenost od vyrovnané měnové pozice (tj. od nuly).

¹³³ Zatímco v ČR byl dle FSI v roce 2005 podíl úvěrů v cizích měnách na celkových úvěrech zhruba 25 %, na Slovensku je to téměř 30 % a v Maďarsku přes 45 %. Obdobné proporce vycházejí i při srovnání podílu závazků v cizích měnách k celkovým závazkům bank. Vysoký podíl úvěrů v cizí měně je v Maďarsku do značné míry důsledkem vysokého úrokového diferenciálu mezi domácí měnou a eurem, případně švýcarským frankem, ve kterém je poměrně velké množství úvěrů v Maďarsku denominováno.

¹³⁴ Hrubé výnosy jsou definovány jako úroková marže plus neúrokové příjmy.

¹³⁵ Alternativním, možná poněkud robustnějším způsobem by bylo stanovení pořadí na základě kvantilů jednotlivých indikátorů.

Z výsledků vyplývá, že ČR si v roce 2005 stála poměrně dobře v celkovém hodnocení finančního zdraví bankovního sektoru ve srovnání s ostatními zeměmi EU. Výsledky je však nutno interpretovat opatrně, zejména kvůli odlišné konsolidaci podkladových dat při výpočtu indikátorů za jednotlivé země.¹³⁶

Tab. 4 – Pořadí zemí EU dle základních indikátorů finančního zdraví IMF
(2005, pořadí mezi 25 zeměmi, min 1, max 25)

		CZ	HU	PL	SK	SI	AT	DE
Kapitálová přiměřenost	Regulační kapitál k rizikově váženým aktivům	17	15	5	13	21	16	14
	Regulační Tier I kapitál k rizikově váženým aktivům	9	8	3	4	15	19	22
Kvalita aktiv	Ohrožené úvěry (po odpočtu opravných položek) ke kapitálu	17	10	16	12	9	19	23
	Ohrožené úvěry na celkových hrubých úvěrech	15	11	20	21	16	13	19
Výnosy a ziskovost	Rentabilita aktiv	6	1	7	11	12	21	25
	Rentabilita kapitálu	1	2	7	22	23	18	21
	Neúrokové výdaje na hrubých výnosech	3	14	24	21	17	23	16
Likvidita	Likvidní aktiva na celkových aktivech	10	21	20	9	24	14	3
	Likvidní aktiva vůči krátkodobým závazkům	6	21	23	17	25	8	4
Expozice v cizích měnách	Čistá otevřená pozice v cizí měně ke kapitálu	1	21	7	22	20	10	17
Celkové pořadí	pořadí součtu pořadí v jednotlivých ukazatelích	4	12	13	19	24	21	23

Pramen: IMF, vlastní výpočty

Pozn.: Číslo vyjadřuje pořadí mezi 25 zeměmi EU, tj. nižší číslo znamená lepší výsledek.

Rozdíl v pořadí mezi novými a původními členskými zeměmi EU může odrážet rozdílnou úroveň ve finančním zprostředkování a ilustrovat tak určitý trade-off mezi stabilitou finančního sektoru a jeho rozvojem (Hlaváček 2007). V nových členských zemích bankovnímu sektoru dominují zahraničně vlastněné banky vybavené dostatečným kapitálem, minimem špatných aktiv, která byla z bilancí bank vyvedena před jejich privatizací, vysokou likviditou a omezitelným přístupem k financování post-tranzitivní ekonomiky. Proti tomu stojí obrázek bank původních členských zemí EU s vysokou angažovaností vůči reálné ekonomice a hloubkou finančního zprostředkování ve všech sektorech, na úkor kapitálové přiměřenosti a likvidity. Rozdíl mezi výsledky těchto dvou skupin zemí může být též důsledkem odlišné úrovně rizika. To motivuje banky působící v post-tranzitivních zemích nechávat si určitý kapitálový a likviditní polštář, což přispívá k lepším výsledkům v hodnocení finančního zdraví.

4. SNAHY O KONSTRUKCI AGREGÁTNÍHO INDIKÁTORU FINANČNÍ STABILITY

V poslední době se v publikacích některých centrálních bank objevily snahy o konstrukci pouze jednoho indikátoru, který by měl vypovídat o dosažené úrovni stability finančního systému v dané zemi. Vzhledem ke komplexní povaze finančního systému a existenci mnoha vazeb mezi účastníky finančních trhů, nefinančními sektory a finančními institucemi jde o velmi náročný úkol. Dosavadní pokusy lze tedy chápat jako předběžné testování alternativních směrů při konstrukci takového indikátoru, nikoli jako konsenzuálně přijaté standardy na mezinárodní úrovni, jako je tomu u FSI či MPL.¹³⁷ Většina pokusů se soustřeďuje na konstrukci agregátního indikátoru pro bankovní sektor, který představuje z hlediska finanční stability nejdůležitější část finančního systému.

Poměrně jednoduchý agregátní indikátor pro stabilitu bankovního sektoru lze konstruovat jako vážený průměr dílčích indikátorů finančního zdraví bank. Takový index využívá například centrální banka Turecka (CBRT 2006). Její index finanční odolnosti (*financial strength index*) se skládá z šesti dílčích indexů zachycujících postupně kvalitu aktiv, likviditu, měnové riziko, úrokové riziko, ziskovost a kapitálovou přiměřenost. Před agregací jsou jednotlivé dílčí indexy normalizovány za účelem dosažení stejné variability (*variance-equal weighting scheme*).

¹³⁶ ČR vyniká zejména v ukazatelích čistá otevřená pozice v cizích měnách a rentabilita kapitálu. Pro podrobnější diskuzi hodnot těchto dvou ukazatelů v roce 2005 viz ČNB (2006a, 2006b).

¹³⁷ Využití agregátního indikátoru pro hodnocení finanční stability kritizuje např. Schinasi (2006, str. 89, 125-126).

Alternativním způsobem je konstrukce agregátního ukazatele finančního zdraví s využitím denních dat z finančních trhů (jako jsou ceny bankovních akcií a jiných finančních aktiv), neboť ty mohou signalizovat potíže ve finančním sektoru s určitým předstihem, tak jak jejich pravděpodobnost vnímá trh. Příkladem tohoto přístupu je např. indikátor finanční zranitelnosti (*financial fragility indicator*), který představili experti z centrální banky USA (Nelson a Perli 2005), nebo index finančního stresu (*financial stress index*) počítaný experty centrální banky v Kanadě (Illing a Liu 2003).

Rozumným přístupem je kombinace informací z finančních trhů s informacemi z finančních výkazů finančních institucí. Ten zvolila při konstrukci tzv. *stress indexu* pro bankovní sektor např. centrální banka Švýcarska (SNB 2006). Vedle indikátorů odvozených z bilancí a výkonu bank (změna ziskovosti, kapitálu, kvality aktiv a počtu bankovních poboček) jsou tak využívány i tržní ukazatele (změna cen bankovních akcií a dluhopisů) a další ukazatele jako jsou mezibankovní expozice či doplňkové informace dohledu (podíl aktiv bank na „watch listu“ regulátora).

Poměrně originální přístup pro konstrukci indexu zvolili experti centrální banky Nizozemska (van den End 2006). Index podmínek finanční stability (*financial stability conditions index*) je konstruován na základě rozšíření indexu měnových podmínek, a obsahuje tak úrokové sazby, efektivní měnový kurz, ceny nemovitostí a akcií, solventnost finančních institucí a volatilitu akciového indexu finančních institucí. Novinkou ve využití tohoto indexu je však zavedení horních i dolních kritických hranic pro zohlednění možných nelineárních efektů. Příliš nízká hodnota indexu znamená zvýšenou nestabilitu, příliš vysoká hodnota však může vést k akumulaci finančních nerovnováh, neboť velmi pozitivní vývoj a minimální volatilita na trzích může vést k distorzi relativních cen, neefektivní alokaci zdrojů a určitému snížení obezřetnosti a rizikových limitů. Ideálním vývojem indexu je tedy vývoj v rámci určitého koridoru finanční stability.

Novým přístupem ke konstrukci agregátního indikátoru finanční stability je kalkulace rizika defaultu (selhání) na úrovni celého finančního systému, respektive jeho hlavních sektorů, např. s využitím Mertonova modelu (Van den End a Tabbae 2005).¹³⁸ Obdobný indikátor systémového rizika založený na pravděpodobnostní distribuci rizika defaultu jednotlivých institucí navrhuje jako operační ukazatel finanční stability např. Čihák (2007). Výhodou těchto indikátorů je jejich úzký vztah k problémům ve finančním sektoru (default významných finančních institucí či sektoru) a k ekonomickému cyklu, nevýhodou je však jejich analytická náročnost a též v některých případech existence likvidního akciového trhu se slušným reprezentativním vzorkem jednotlivých sektorů.

5. VOLBA INDEXU BANKOVNÍ STABILITY PRO ČR

Na základě diskuze v předchozí části se pokoušíme o experimentální konstrukci jednoduchého agregátního indexu pro stabilitu bankovního sektoru a diskuzi jeho výhod i nevýhod. Využití tržních indikátorů v případě ČR naráží na omezený počet bank kótovaných na burzách, minimální množství kótovaných bankovních dluhopisů a obecně poměrně mělký kapitálový trh. Pro konstrukci indexu, který pracovním nazýváme index bankovní stability, tak zbývají tradiční poměrové ukazatele.

Tabulka 5 ukazuje dílčí ukazatele, které byly vybrány pro konstrukci agregátního indexu, včetně jejich vah. Výběr jednotlivých dílčích ukazatelů se řídil současnou mezinárodní praxí. Zatímco kapitálová přiměřenost a ziskovost indikují polštář, který má banka k dispozici vůči případným rizikům, kvalita aktiv hodnotí míru úvěrového rizika. Likvidita měří rezervu banky proti případným likviditním problémům. Úrokové riziko měří časový nesoulad mezi aktivy a pasivy, a nepřímo tak měří potenciální ztráty způsobené případným nárůstem úrokových sazeb.¹³⁹ Měnové riziko zachycuje expozici bank vůči pohybům měnového kurzu oběma směry. Všechny dílčí indikátory byly před agregací normalizovány, aby měly stejnou variabilitu.

¹³⁸ Pro vysvětlení Mertonova modelu a jeho využití v analýzách finanční stability v rámci ČNB viz např. Jakubík (2006).

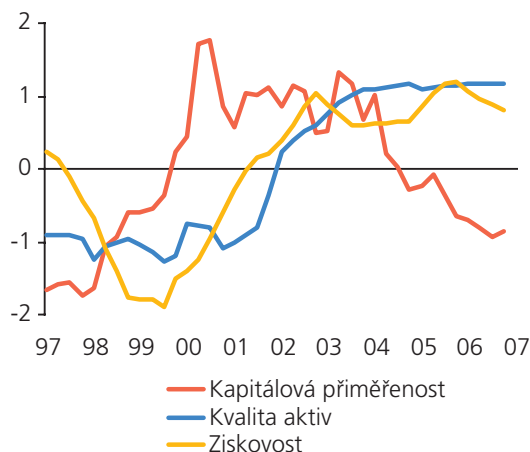
¹³⁹ Toto riziko je v terminologii konceptu kapitálové přiměřenosti (Basel II) nazýváno jako úrokové riziko v bankovní knize a někdy se též označuje jako časový nesoulad aktiv a pasiv (ČNB 2006b). Vzniká, když nárůst úrokových sazeb nutí banku vyplácet vyšší úroky na straně pasiv (např. úročené vklady na viděnou nebo s krátkou fixací úrokové sazby), aniž by mohla vyšší sazby účtovat na straně aktiv (např. úvěry s dlouhodobější fixací). Tento časový nesoulad v možné refixaci pak přímo vede ke ztrátám. Kromě toho existuje ještě úrokové riziko v obchodní knize, které zachycuje možné ztráty v obchodním portfoliu (např. dluhopisů a jiných aktiv držených k obchodování a citlivých na změnu úrokových sazeb) způsobené pohybem tržních úrokových sazeb.

Tab. 5 – Dílčí ukazatele tvořící index bankovní stability

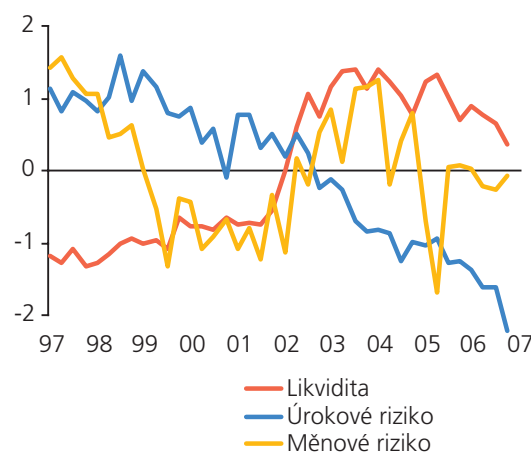
Dílčí ukazatel	Váha v indexu	Úpravy	Proměnné	Dopad
Kapitálová přiměřenost	0,05	normalizace	kapitálová přiměřenost (v %)	+
Kvalita aktiv	0,25	normalizace	ohrožené úvěry/celkové úvěry (v %)	-
Ziskovost	0,25	průměr normalizovaných hodnot	rentabilita aktiv (v %) rentabilita kapitálu (v %)	+
Likvidita	0,25	průměr normalizovaných hodnot	rychle likvidní aktiva/aktiva (v %) rychle likvidní aktiva/vklady klientů (v %)	+
Úrokové riziko	0,1	normalizace	kumulovaná netto pozice aktiv a pasiv do 3 měsíců/aktiva (v %)	+
Měnové riziko	0,1	průměr normalizovaných hodnot	absolutní hodnota otevřené celkové měnové pozice/tier 1 kapitál (v %) absolutní hodnota otevřené bilanční měnové pozice/tier 1 kapitál (v %)	-

Váhy dílčích indikátorů byly stanoveny expertně a neberou v úvahu možnou korelaci mezi jednotlivými dílčími indikátory. Výchozím bodem bylo přidělení stejných vah všem dílčím indikátorům, nicméně oslabení dílčích ukazatelů kapitálové přiměřenosti, úrokového a měnového rizika odráží motivaci zohlednit určitá specifika českého bankovního sektoru. Nejmenší váha u kapitálové přiměřenosti oslabuje její vliv na celkový index kvůli neúměrně vysokým hodnotám v letech 2000 – 2003, které byly způsobeny přechodnými faktory (vyvedení špatných aktiv mimo bankovní sektor, privatizace, nutné navýšení kapitálu zahraničními vlastníky apod.). Tyto vysoké hodnoty uměle zvyšují průměr a současný pokles kapitálové přiměřenosti k rozumnějším hodnotám by tak byl z hlediska růstu rizika přeceňován. Slabší váha byla přidělena úrokovému riziku ze dvou důvodů: za prvé, časový nesoulad mezi aktivy a pasivy ve smyslu krátkodobých pasiv a dlouhodobých aktiv je typickým projevem bankovního podnikání a zvyšování tohoto nesouladu reflektuje prohlubování finančního zprostředkování v post-tranzitivní ekonomice. Za druhé, část tohoto rizika banky úspěšně řídí pomocí úrokových derivátů, které nejsou v ukazateli zahrnuty. Nízká váha u měnového rizika je odrazem jednak poměrně nízké expozice bank vůči tomuto riziku, ale též nedostatkem spolehlivých dat, neboť data za celkovou měnovou pozici se sbírají až od roku 2001.

Grafy 1 a 2 ukazují průběh dílčích ukazatelů v letech 1997 – 2006. Všechny ukazatele byly převedeny tak, že jejich růst znamená zlepšení a pokles zhoršení. Hodnota ukazatele v kladných oblastech znamená, že ukazatel je nad historickým průměrem (spočteným z let 1997 – 2006), v záporných oblastech pak pod historickým průměrem. Grafy indikují, že ke zlepšení došlo v průběhu posledních cca 4–5 let v oblasti kvality aktiv, ziskovosti a likvidity, naopak určité zhoršení ve smyslu poklesu dílčího ukazatele zaznamenává kapitálová přiměřenost a úrokové riziko. Vývoj měnového rizika je poměrně volatilní, s přestávkami se však pohybuje kolem historického průměru v zásadě vyrovnané měnové pozice.

Graf 1 – Dílčí ukazatele stability bankovního sektoru


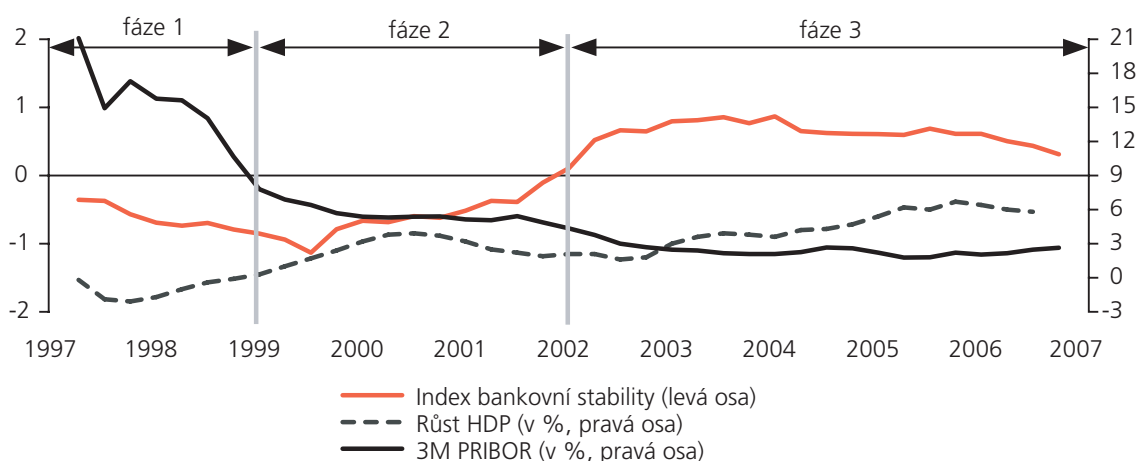
Pramen: ČNB

Graf 2 – Dílčí ukazatele stability bankovního sektoru


Pramen: ČNB

Graf 3 ukazuje průběh výsledného indexu bankovní stability spolu s vývojem ekonomického prostředí v ČR, který samozřejmě na bankovní sektor působil (růst HDP a úrokové sazby). Ve vývoji indexu lze identifikovat tři základní fáze. Nízké hodnoty indexu a jeho pokles v letech 1997 – 1999 jsou důsledkem ekonomických problémů a bankovní krize v ČR v druhé polovině 90. let. Toto období bylo charakterizováno špatnou kvalitou aktiv, nízkou ziskovostí a likviditou bank a poměrně slabou vybaveností kapitálem. Ekonomika se v této době nacházela v recesi a na banky i dlužníky nepříznivě působily vysoké úrokové sazby.

Graf 3 – Index bankovní stability



Pramen: ČNB

V letech 1999 – 2001 došlo k mírnému oživení ekonomického výkonu a postupnému snižování úrokových sazeb, což příznivě působilo na ekonomiku i bankovní sektor. Zlepšení indexu v tomto období však bylo spíše taženo strukturálními a institucionálními změnami, neboť došlo k pročištění a konsolidaci bankovního sektoru, vyvedení špatných aktiv a významným vlastnickým změnám (privatizace do rukou zahraničních strategických vlastníků, viz Bárta, Geršl a Singer 2007). Od roku 2002 se index pohybuje v kladných hodnotách a jako důvod zlepšení stability se přidává i příznivá fáze ekonomického cyklu spojená s růstem ekonomiky a nízkými úrokovými sazbami. Teprve v této fázi je pravděpodobně smysluplné interpretovat vývoj na základě standardních ukazatelů finančního zdraví a stability.

Určitý pokles indexu bankovní stability v posledním období lze vysvětlit kombinací poklesu kapitálové přiměřenosti, likvidity a nárůstu úrokového rizika při nezměněné kvalitě aktiv a ziskovosti. Tento vývoj celkového i dílčích ukazatelů je do značné míry důsledkem úvěrové expanze v situaci nízkých úrokových sazeb v posledních letech. Nárůst úvěrů váže více kapitálu k rizikově váženým aktivům a snižuje tak kapitálovou přiměřenost. K jejímu snížení významně přispívá i repatriace zisků bank ve formě vyplacených dividend zahraničním vlastníkům. Nízké reálné úrokové sazby podporují nárůst dlouhodobých úvěrů, ale zároveň snižují náklady příležitosti držení peněz formou vkladů na viděnou, což přispívá ke krátké časové pozici pasiv, ke zhoršování časového nesouladu aktiv a pasiv a nárůstu úrokového rizika.

Pokles indexu bankovní stability lze interpretovat i jako návrat k průměrným hodnotám a optimalizaci kapitálové přiměřenosti v situaci úvěrového růstu. Pokles indexu též může odrážet nižší potřebu „polštářů“ proti možným rizikům v prostředí zvýšené finanční i ekonomické stability. Vývoj indexu není v rozporu ani se zátěžovými testy, které indikují dobrou odolnost bankovního sektoru vůči možným šokům.¹⁴⁰

Přesto může současný vývoj indexu bankovní stability signalizovat určitá rizika pro budoucí vývoj. Pokud by měla úvěrová expanze pokračovat obdobným tempem jako v předchozích třech letech, budou banky nuceny posílit

140 Viz článek Vývoj kreditního rizika a zátěžové testování bankovního sektoru v ČR v tematické části této zprávy.

kapitálovou přiměřenost a snížit časovou nerovnováhu aktiv a pasiv s předpokládaným využitím úrokových derivátů a dalších nástrojů. V případě ochlazení ekonomické aktivity či zvýšení úrokových sazeb je pak může více ohrozit i nárůst nesplácených úvěrů. Některé banky na tento vývoj již začaly v předstihu reagovat zvýšením kapitálu či změnou strategie rozdělení zisku.

6. ZÁVĚR

Pro hodnocení stability finančního systému a její nejdůležitější části, tj. bankovního sektoru, je vhodné využívat řady kvantitativních ukazatelů a kombinovat přístupy zahrnující kalkulaci indikátorů finančního zdraví, zátěžové testování i určitý agregátní pohled na vývoj finančního, případně bankovního sektoru na základě jednoduchého agregátního indikátoru.

Indikátory finanční stability kompilované na úrovni mezinárodních institucí typu IMF a ECB usnadňují díky jednotné metodologii hodnocení finančního zdraví a stability v mezinárodním srovnání. Nedávno zveřejněná data z pilotního projektu kompilace indikátorů finančního zdraví IMF ukázala, že český bankovní sektor si ve srovnání s ostatními zeměmi EU stojí poměrně dobře.

Agregátní indikátor finanční stability může posloužit jako první krok k lepší operacionalizaci pojmu finanční stabilita a k budování vhodnější struktury, v rámci níž hodnocení finanční stability probíhá. Experimentálně sestavený index bankovní stability pro ČR představuje jeden z alternativních způsobů konstrukce agregátního indikátoru finanční stability. Diskuze jeho výhod a nevýhod však naznačuje, že jej nelze jednoduše využívat pro hodnocení finanční stability bez znalostí a využití dalších podpůrných nástrojů a ukazatelů. Může však sloužit jako základ dalších snah o konstrukci kvantitativních indikátorů, které by lépe reflektovaly povahu finančního systému i jeho propojení s reálným sektorem a zahraničím.

LITERATURA

Bárta, V., Geršl, A., Singer, M. (2007): *The Czech banking sector after 16 years of restructuring: Fundamental changes and costly lessons*, Institutional Foundations for Sound Finance, Washington, IMF/WB 2007

CBRT (2006): *Financial Stability Report*, Central Bank of the Republic of Turkey, June 2006, Volume 2

Craig, R. S., Sundararajan, V. (2003): *Using Financial Soundness Indicators to Assess Risks to Financial Stability*, in: Ugolini, P. C., Schaechter, A., Stone, M. R. (eds): *Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems* (Papers presented at the ninth conference on central banking), IMF Washington, 2003

ČNB (2004): *Zpráva o finanční stabilitě 2004*, Česká národní banka, prosinec 2004

ČNB (2006a): *Zpráva o finanční stabilitě 2005*, Česká národní banka, květen 2006

ČNB (2006b): *Bankovní dohled 2005*, Česká národní banka, červen 2006

Čihák, M. (2004a): *Stress Testing: A Review of Key Concepts*, CNB Internal Research and Policy Note 2/2004

Čihák, M. (2004b): *Designing Stress Tests for the Czech Banking System*, CNB Internal Research and Policy Note 3/2004

Čihák, M. (2007): *Systemic Loss: A Measure of Financial Stability*, Finance a úvěr – Czech Journal of Economics and Finance 1–2/2007, str. 5–26

Deutsche Bundesbank (2006): *Financial Soundness Indicators: a contribution to improving the worldwide availability of data for financial stability analysis*, Financial Stability Review, November 2006

Evans, O., Leone, A., Gill, M., Hilbers, P. (2000): *Macprudential Indicators of Financial System Soundness*, IMF Occasional Paper No. 192

ECB (2006a): *EU Banking Sector Stability*, European Central Bank, November 2006

ECB (2006b): *EU Banking Structures*, European Central Bank, October 2006

Hlaváček, M. (2007): *Financial Stability Analysis in A Developing Economy*. Finance a úvěr – Czech Journal of Economics and Finance 1–2/2007, str. 2–4

Illing, M., Liu, Y. (2003): *An Index of Financial Stress for Canada*, Bank of Canada Working Paper No. 2003–14

IMF a WB (2005): *Financial Sector Assessment: A Handbook*, International Monetary Fund and World Bank September 2005

IMF (2006): *Financial Soundness Indicators: Compilation Guide*, International Monetary Fund, March 2006

Jakubík, P. (2006): *Makroekonomický model kreditního rizika*, Zpráva o finanční stabilitě 2005, Česká národní banka, květen 2006, str. 84–92

Mörttinen L., Poloni P., Sandras P., Vesala J. (2005): *Analysing Banking Sector Conditions: How to use macro-prudential indicators*, ECB Occasional Paper no. 26, April 2005

Nelson, W. R., Perli, R. (2005): *Selected Indicators of financial stability*. 4th Joint Central Bank Research Conference on „Risk Measurement and Systemic Risk“, ECB Frankfurt am Main, November 2005

Schinasi, G. J. (2006): *Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice*, Washington, D.C., International Monetary Fund

Sundararajan V., Enoch Ch., San José A., Hilbers, P., Krueger R., Moretti M., Slack G. (2002): *Financial Soundness Indicators: Analytical Aspects and Country Practices*, IMF Occasional Paper No. 212

SNB (2006): *Financial Stability Report*, Schweizerische Nationalbank, June 2006

Van den End, J. W. (2006): *Indicator and boundaries of financial stability*, DNB Working Paper No. 97/March 2006

Van den End, J. W. – Tabbae, M. (2005): *Measuring financial stability: applying the MfRisk model to the Netherlands*, DNB Working Paper No. 30/March 2005

PŘÍMÉ ZAHRANIČNÍ INVESTICE A ČESKÝ PODNIKOVÝ SEKTOR: MOŽNÁ RIZIKA PRO FINANČNÍ STABILITU

Adam Geršl a Michal Hlaváček, ČNB

Článek diskutuje možná rizika pro finanční stabilitu vyplývající z vlivu přímých zahraničních investic na ekonomiku. Pro analýzu byla využita podniková data z unikátní databáze Deutsche Bundesbank, která obsahuje téměř úplný vzorek německých firem investujících v ČR v letech 1996 - 2004. Pozornost byla věnována dvěma problémům: roli vnitroskupinového financování u podniků pod zahraniční kontrolou, včetně jeho možného vlivu na finanční zprostředkování v celé ekonomice, a životnímu cyklu investice jako indikátoru možného odlivu investic v budoucnosti.

1. ÚVOD

Přílív přímých zahraničních investic (PZI) do České republiky dosahoval v posledních letech pravidelně vysokých hodnot. V letech 1995 – 2006 se přílív PZI pohyboval v průměru kolem 6,5 % HDP. I když část přílivu PZI byla zejména v devadesátých letech způsobena privatizací státních firem, poměrně velká část těchto investic, zejména v posledních letech, přichází ve formě akvizic soukromých podniků nebo ve formě nových projektů „na zelené louce“.

Tento článek diskutuje dva fenomény spojené s přímými zahraničními investicemi, které mohou přímo či nepřímo ovlivnit finanční stabilitu, a to způsob financování firem vzniklých v rámci PZI a tzv. životní cyklus investice. Pro analýzu byla využita podniková data o jednotlivých přímých zahraničních investicích do nefinančních podniků z Německa do ČR v letech 1996 – 2004 z databáze MiDi, kterou spravuje pro účely výpočtu finančního účtu platební bilance a mezinárodní investiční pozice Německa Deutsche Bundesbank.

Zaměření na rizika spojená s přílivem přímých zahraničních investic není v současné literatuře zcela obvyklé. Dosavadní teoretický i empirický výzkum se primárně zabývá diskuzí a kvantifikací pozitivních efektů PZI na výkon lokální ekonomiky včetně efektů nepřímých, tj. dopadů na domácí firmy zejména v rámci dodavatelsko-odběratelských vztahů (tzv. spillovers). Dostupná evidence naznačuje silné přímé pozitivní efekty na investiční aktivitu, zaměstnanost, exportní výkonnost a růst domácího produktu (Jones a Wren 2006). Existenci nepřímých efektů z PZI v nových členských zemích EU včetně ČR potvrzují některé studie i dostupná anekdotická evidence (Javorčík 2004; Torlak 2004; Geršl et al. 2007).

Přímé zahraniční investice však mohou přinášet do ekonomiky i určitá rizika. Posílená orientace na export díky PZI zvyšuje závislost lokální ekonomiky na vnějším prostředí, případně též na globálním vývoji v sektorech, ve kterých investoři působí, což může zvýšit volatilitu výkonu celé ekonomiky (Bergin et al. 2006). Vedle dalších makroekonomických rizik, jako je deficit běžného účtu daný transfery zisků zahraničně vlastněných firem a s tím související vliv na měnový kurz, mohou PZI i nepřímo ovlivnit finanční stabilitu, a to především ve dvou oblastech.

Za prvé, sklon zahraničních firem získávat finance na svůj provoz v rámci skupiny, nikoli od lokálních bank, může snižovat poptávku po úvěrech na lokálním trhu od velkých zahraničně vlastněných firem. To zpomaluje rozvoj domácího finančního sektoru. Na takový vývoj mohou navíc banky reagovat přesunem k více rizikovým malým a středním domácím podnikům, které často slouží jako dodavatelé zahraničních firem. To může zvyšovat kreditní riziko v úvěrových portfoliích lokálních bank.¹⁴¹

Za druhé, silná závislost ekonomiky na výkonu zahraničních firem, které vznikly v rámci relokační výroby do zemí s nižšími mzdovými náklady, vzbuzuje obavu ohledně dopadu možného odlivu těchto investic do zemí, kde jsou mzdové a další náklady ještě nižší. Dostupná evidence naznačuje, že zahraniční investice může procházet určitým životním cyklem, v jehož závěru se může stát pro investora optimálním řešením investici zlikvidovat či přesunout. To by mohlo mít nepříznivý dopad na výkon domácí ekonomiky a zprostředkovaně tak i na finanční sektor. Možné negativní přímé efekty odlivu PZI mohou být prohloubeny i existujícími vazbami na domácí dodavatele, kteří další relokační zahraniční firmy mohou ztratit svého významného odběratele. V takovém případě by pak mohlo dojít i ke

¹⁴¹ Lokálními bankami rozumíme domácí banky, které samozřejmě mohou být ve velké míře vlastněny zahraničními institucemi, jako tomu je např. v ČR. I v tomto případě nás dopad na domácí banky zajímá, a to nejen kvůli jejich roli ve finančním zprostředkování v domácí ekonomice, ale i z důvodu dohledu nad domácím bankovním sektorem.

zvýšení počtu bankrotů u domácích firem a problémům v bankovních úvěrových portfoliích, multiplikovaných zvýšeným zaměřením bank na malé a střední domácí firmy.

Struktura článku je následující: v části 2 článek popisuje charakteristiky německých přímých zahraničních investic. Část 3 se pak zabývá rolí vnitroskupinového financování podniků pod zahraniční kontrolou a shrnuje nejdůležitější poznatky z empirické analýzy. Část 4 analyzuje životní cyklus přímých zahraničních investic. Část 5 uzavírá článek shrnutím výsledků.

2. PŘÍMÉ ZAHRANIČNÍ INVESTICE Z NĚMECKA: EVIDENCE Z PODNIKOVÝCH DAT

Německo patří mezi největší investory v ČR. Ke konci roku 2005 byl podíl Německa na stavu přímých zahraničních investic cca 20 % (druhý největší investor za Nizozemskem s 29 %), nicméně řada německých společností investovala v ČR nepřímo přes třetí společnosti registrované např. v Nizozemsku. V tomto článku se zaměřujeme pouze na podniky nefinanční (tj. nejsou zahrnuty investice do bank, pojišťoven a ostatních finančních zprostředkovatelů, kde německé společnosti jsou taktéž aktivní). V nefinančním sektoru byl ke konci roku 2005 podíl Německa na stavu PZI zhruba 24 %, opět za Nizozemskem s cca 32 %.¹⁴²

Databáze Deutsche Bundesbank MiDi obsahuje veškeré přímé zahraniční investice německých společností do ČR podle standardní definice (podíl na kapitálu společnosti 10 % a více), včetně těch držených nepřímo.¹⁴³ Evidovány jsou však jen ty PZI, kde bilanční suma společnosti v ČR je vyšší než 3 mil. EUR.¹⁴⁴ Jedná se o unikátní databázi, která obsahuje na podnikové úrovni informace o výkonu, aktivech i pasivech dceřiných společností německých podniků v zahraničí, včetně informací o vzájemných finančních vztazích mezi majetkově propojenými společnostmi.¹⁴⁵ I když se využitím pouze dílčího vzorku přímých zahraničních investic (tedy s německým investorem) omezuje vypovídací schopnost výsledků analýzy pro celý sektor zahraničních firem působících v ČR, relevance Německa ve stavu přímých zahraničních investic dovoluje do jisté míry zobecnit dosažené výsledky pro celou ekonomiku.

Koncem roku 2004 bylo v databázi MiDi evidováno 718 českých nefinančních firem s německým přímým zahraničním investorem, z nichž zhruba 50 % bylo činných ve zpracovatelském průmyslu, 25 % v obchodnictví a cca 20 % v dopravě, spojičích a službách.¹⁴⁶ Tabulka 1 ukazuje relevanci firem s přímým zahraničním investorem z Německa v porovnání s agregátními ukazateli za podnikový sektor v ČR.¹⁴⁷ Podniky s německým investorem na konci roku 2004 obhospodařovaly zhruba 25 % aktiv celého nefinančního sektoru v ČR, přičemž jejich podíl na celkovém obrátu byl zhruba 20 % a na zaměstnanosti méně než 15 %. Relevance německých investic je různá pro různá odvětví hospodářské činnosti, vysoký podíl mají německé firmy zejména ve zpracovatelském průmyslu, výrobě a rozvodu elektřiny, plynu a vody, obchodu a některých službách. Odvětvová struktura zahraničních investic může do jisté míry předurčit, jak vysoké může být případné riziko odlivu investic. V odvětvích, kde pro příchod investora převažovala motivace získat podíl na trhu (služby, energetika, obchod), je riziko odlivu menší než v odvětvích, kde hlavní motivací bylo využít nízké mzdové náklady v ČR (zpracovatelský průmysl).

¹⁴² Data za rok 2006 ještě nebyla v době přípravy tohoto článku k dispozici.

¹⁴³ Pro popis databáze Deutsche Bundesbank MiDi (Microdatabase Direct Investment) viz Lipponer (2006). Výhodou databáze MiDi je, že zahrnuje podniky vlastněné německým podnikem nepřímo, např. přes holdingy či jiné společnosti založené např. z daňových důvodů ve třetích zemích jako je Nizozemsko apod. Nutnou podmínkou pro evidenci nepřímo držených přímých zahraničních investic je, aby německý vlastník majoritně ovládal prostřednickou společnost. Pokud by se jednalo o zprostředkované držení investice přes dva prostředníky, bude investice evidována v databázi pouze pokud první (majoritně ovládaný) prostředník 100% vlastní druhého prostředníka. Databáze obsahuje i data o přímých zahraničních investicích do Německa.

¹⁴⁴ Tato hranice platí od roku 2002, v předchozích letech se často měnila. Např. v letech 1999 až 2001 bylo nutno hlásit veškeré investice, kde bilanční suma podniku v zahraničí byla vyšší než jeden milion DEM (v případě majoritně ovládaných společností), případně 10 milionů DEM (v případě investic s podílem na kapitálu od 10 % do méně než 50 %). Z tohoto důvodu nelze jednoduše sledovat vývoj agregovaných dat za veškeré investice v čase.

¹⁴⁵ Individuální data jsou chráněna a nesmí být zveřejňována. Výzkumníkům a expertům pracujícím v Deutsche Bundesbank s touto databází je dovoleno – po předchozím souhlasu Deutsche Bundesbank – publikovat pouze agregovaná data a výsledky analýz takovým způsobem, aby nebylo možné individuální údaje dopočítat.

¹⁴⁶ Rok 2004 je zatím posledním rokem dostupných dat, data za rok 2005 budou v databázi MiDi k dispozici až v druhé polovině roku 2007.

¹⁴⁷ Data za podnikový sektor ČR jsou publikována ČSÚ a zahrnují pouze podniky se 100 a více zaměstnanci, takže Tabulka 1 relevanci německých firem mírně nadhodnocuje. To je vidět např. u odvětví Služby, kde pravděpodobně působí řada menších podniků. Na druhou stranu hranice pro evidenci investice v MiDi (celková aktiva nejméně 3 mil. EUR) toto zkreslení mírně napravuje, neboť v databázi MiDi tak budou taktéž spíše velké podniky.

Tab. 1 – Relevance firem s německým přímým zahraničním investorem v českém podnikovém sektoru
(podniky z MiDi v % podniků se 100 a více zaměstnanci z ČSÚ)

	Aktiva	Obrat	Zaměstnanost
Těžba nerostných surovin	4,5	3,3	2,2
Zpracovatelský průmysl	24,4	24,5	18,4
Výroba a rozvod elektřiny, plynu a vody	29,1	24,9	22,0
Stavebnictví	6,6	6,6	5,5
Obchod a opravy	29,6	28,9	24,8
Doprava a spoje	7,9	5,2	4,0
Služby*	92,6	32,0	4,8
Nefinanční podnikový sektor celkem	23,4	21,9	13,8

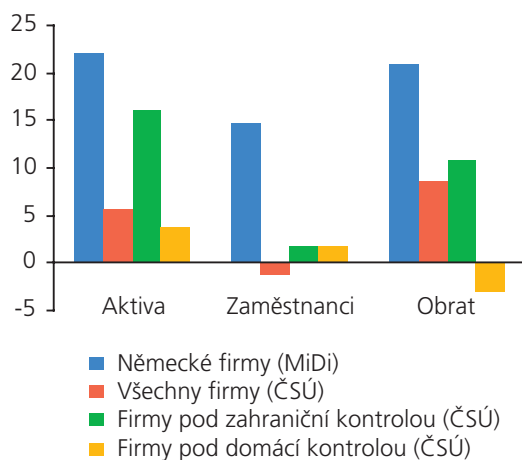
Pramen: ČSÚ, Deutsche Bundesbank

* vysoké číslo u podílů německých firem na aktivech v sektoru služeb je dáno zahrnutím pouze velkých podniků (100 a více zaměstnanců) z databáze ČSÚ, přičemž v tomto odvětví působí pravděpodobně velké množství menších firem.

Graf 1 ukazuje průměrný roční růst ukazatelů velikosti firem s německým investorem mezi roky 2000 a 2004 ve srovnání s vývojem podniků v ČR se 100 a více zaměstnanci ve členění na všechny podniky, podniky pod zahraniční kontrolou a podniky pod domácí kontrolou (včetně veřejných). Obecně docházelo v období po roce 2000 ke zvýšení průměrných ukazatelů velikosti i výkonu firem s německým vlastníkem, a to ve vyšším tempu než u ostatních skupin podniků. To mohlo být způsobeno jak organickým růstem a zlepšující se finanční a ekonomickou situací existujících podniků s německým investorem, tak i odchodem špatných a příchodem nových, větších a výkonnějších firem. Část vývoje lze vysvětlit i privatizací některých velkých českých společností německým firmám (např. Transgas) v tomto období.¹⁴⁸ Graf 2 pak ukazuje, že firmy s německým vlastníkem zvýšily svou ziskovost v podobném rozsahu jako celkový vzorek větších firem v ČR, stále však nedosahují průměrných hodnot ziskovosti firem pod zahraniční kontrolou. Růst firem s německým investorem a zlepšování jejich ziskovosti naznačuje, že se tyto firmy zatím nacházejí v rostoucí fázi životního cyklu a jejich případná likvidace je tak hodnocena jako málo pravděpodobná (viz též část 4 tohoto článku).

Graf 1 – Roční růst výkonových ukazatelů firem v období 2000–2004

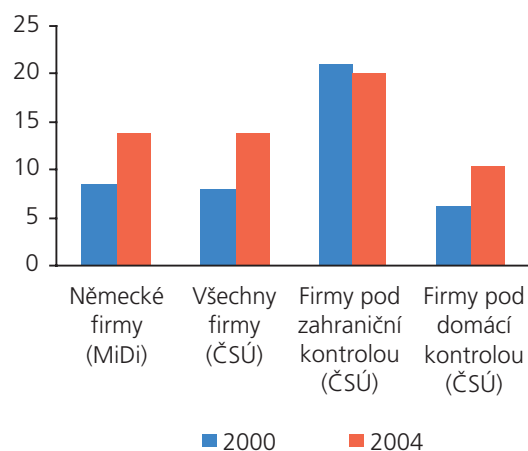
(průměrný roční růst ukazatelů, v %)



Pramen: ČSÚ, Deutsche Bundesbank

Graf 2 – Vývoj ziskovosti (RoE) v letech 2000 a 2004

(RoE = rentabilita vlastního jmění, v %)



Pramen: ČSÚ, Deutsche Bundesbank

¹⁴⁸ Zvýšení průměrné velikosti firem mohlo být též způsobeno změnou hraniční hodnoty aktiv pro evidenci PZI v databázi MiDi, která se v roce 2002 zvýšila více než dvakrát.

3. VNITROSKUPINOVÉ FINANCOVÁNÍ A JEHO DETERMINANTY

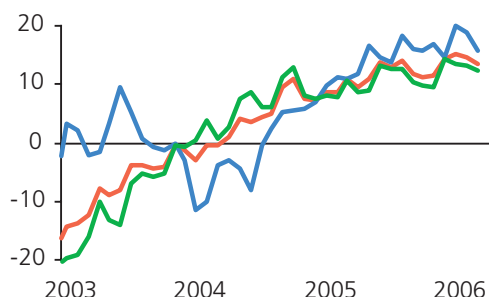
Jednou z obav, které silný příliv přímých zahraničních investic vzbuzuje, je nepřímý dopad na finanční sektor příjemce investic. Pokud má zahraničně vlastněná firma jednodušší přístup k financím na svůj provoz i investice od své mateřské společnosti v zahraničí, bude efektivně snižovat poptávku po úvěrech od lokálních bank a pro svůj rozvoj a financování investic bude používat zdroje poskytnuté zahraničním vlastníkem ve formě kapitálu nebo úvěru. Efekt snížené poptávky po bankovních úvěrech bude pravděpodobně vyšší v případech privatizace či převzetí domácí firmy zahraniční institucí než v případě nových investic, v obou případech však může docházet k určitému oslabení závislosti poptávky po úvěrech na růstu ekonomické aktivity. Banky mohou na oslabenou poptávku reagovat přesunem nabídky směrem k menším domácím podnikům, což však může zvyšovat kreditní riziko jejich úvěrových portfolií.

Vyšší efektivita, ziskovost i zázemí stabilního zahraničního vlastníka však dávají podnikům pod zahraniční kontrolou určitou výhodu při získávání externího financování od bank, neboť tyto typy společností patří mezi nejméně rizikové dlužníky. Zejména v pozdější fázi investice, kdy podnik již má určitou historii, dosahuje zisku a má k dispozici dostatečný majetek pro zástavu, tedy může dojít ke zvýšení poptávky po úvěrech a i celkového zadlužení společnosti, případně k substituci vnitroskupinových financí bankovním úvěrem (viz též část 4 tohoto článku).

Motivací k podrobnější analýze financování podniků pod zahraniční kontrolou bylo určité snížení dynamiky růstu úvěrů v porovnání s podniky pod domácí kontrolou ve fázi oživení ekonomiky kolem let 2003 – 2004 (viz Graf 3). Graf 4 ukazuje, že zadlužení firem s německým investorem bylo v průměru vyšší než zadlužení všech firem v ČR se 100 a více zaměstnanci. Podstatnou část zadlužení pak tvořil vnitroskupinový úvěr (kolem 40 % celkového zadlužení v roce 2004), přičemž jak zadlužení, tak podíl vnitroskupinových závazků na zadlužení se v čase snižoval.

Graf 3 – Růst úvěrů nefinančním podnikům

(meziroční růst v %)

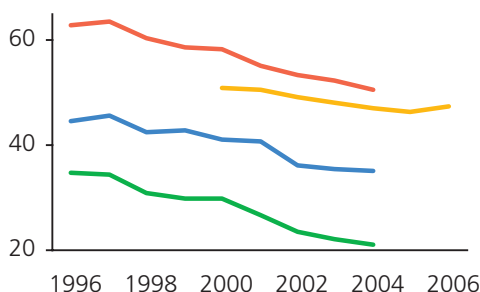


- Nefinanční podniky celkem
- Nefinanční podniky pod zahraniční kontrolou
- Nefinanční podniky pod domácí kontrolou

Pramen: ČNB

Graf 4 – Vývoj celkového zadlužení a vnitroskupinového financování

(zadlužení jako podíl závazků na celkových pasívech, v %)



- Zadlužení německých firem v ČR (MiDi)
- Vnitroskupinový úvěr (podíl na závazcích, MiDi)
- Vnitroskupinový úvěr (podíl na investici, MiDi)
- Zadlužení (podniky 100 a více zaměstnanců, ČSÚ)

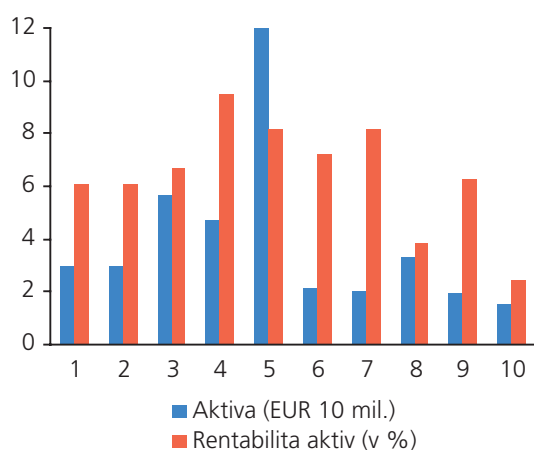
Pramen: ČSÚ, Deutsche Bundesbank

Míra vnitroskupinového financování může záviset na mnoha faktorech. Některé z determinantů mohou být spojené s charakteristikami podniku a nemusí se během trvání investice měnit (strategie financování, vliv mateřské společnosti), zatímco jiné jsou spojené s životním cyklem investice, takže optimální míra využití financí od mateřské společnosti se může v čase měnit. Svůj vliv jistě hrají i faktory na straně nabídky externího financování, např. klientské úrokové sazby nebo konkurence na bankovním trhu.

Graf 5 ukazuje, že podniky s vyšším podílem vnitroskupinového financování jsou v průměru menší (nižší aktiva) a mají i v průměru nižší ziskovost (měřenou rentabilitou aktiv), i když vliv ziskovosti není zcela lineární. Menší podniky se mohou více spoléhat na financování od mateřské společnosti, neboť jejich menší velikost je může znevýhodňovat na úvěrovém trhu (chybějící fixní aktiva jako možná zástava). Na druhou stranu však může Graf 5 zachycovat podniky v různé fázi životního cyklu investice. Podniky v počáteční fázi, tj. menší a s nižší ziskovostí, využívají úvěrových zdrojů od mateřské společnosti, zatímco podniky v pozdější fázi jsou již větší a generují zisky,

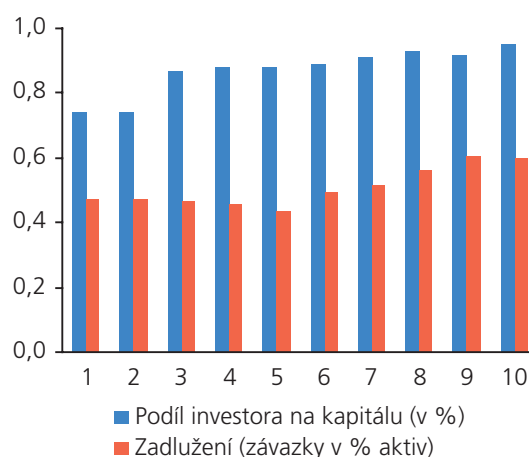
přičemž finance na svůj další provoz získávají spíše od lokálních bank. Graf 6 ukazuje dvě další možné determinanty míry vnitroskupinového financování, a to podíl investora na kapitálu podniku a celkové zadlužení podniku. Podniky s vyšší mírou podílu investora na kapitálu mají v průměru vyšší využití vnitroskupinových financí. To potvrzuje hypotézu, že finance od mateřské společnosti jako nástroj financování je využíván především v případě, kdy mateřská společnost má vysoký stupeň kontroly nad svou investicí. Další důležitou determinantou je celkové zadlužení společnosti: podniky s vyšším zadlužením ve větší míře využívají financí od mateřské společnosti. To může opět souviset s životním cyklem investice, kdy podnik v počáteční fázi svého rozvoje je více zadlužen, ale zdroje na rozvoj získává spíše od přímého zahraničního investora než od lokálních bank. Problematické životního cyklu investice se podrobně věnuje následující část článku.

Graf 5 – Determinanty míry vnitroskupinového financování
(průměrné hodnoty v decilech rozdělení míry vnitroskupinového financování, 2004)



Pramen: Deutsche Bundesbank

Graf 6 – Determinanty míry vnitroskupinového financování II
(průměrné hodnoty v decilech rozdělení míry vnitroskupinového financování, 2004)



Pramen: Deutsche Bundesbank

4. ŽIVOTNÍ CYKLUS PŘÍMÉ ZAHRANIČNÍ INVESTICE

Vývoj finančních ukazatelů podniků pod zahraniční kontrolou v rámci přímých zahraničních investic popsany v částech 1 a 2 byl analyzován pomocí srovnání průměrů podniků existujících v daných letech. Změny v ziskovosti či financování tak mohly být způsobeny vstupem či odchodem některých investorů, a nepostihují tak typický vývoj průměrné přímé zahraniční investice. Ani porovnání míry ziskovosti a jiných finančních ukazatelů německých investic s ukazateli za podniky pod domácí kontrolou není zcela průkazné, neboť vyšší ziskovost zahraničních podniků může být zapříčiněna tím, že v případě akvizic vstupovali zahraniční investoři do ziskovějších společností (tzv. cherry picking).

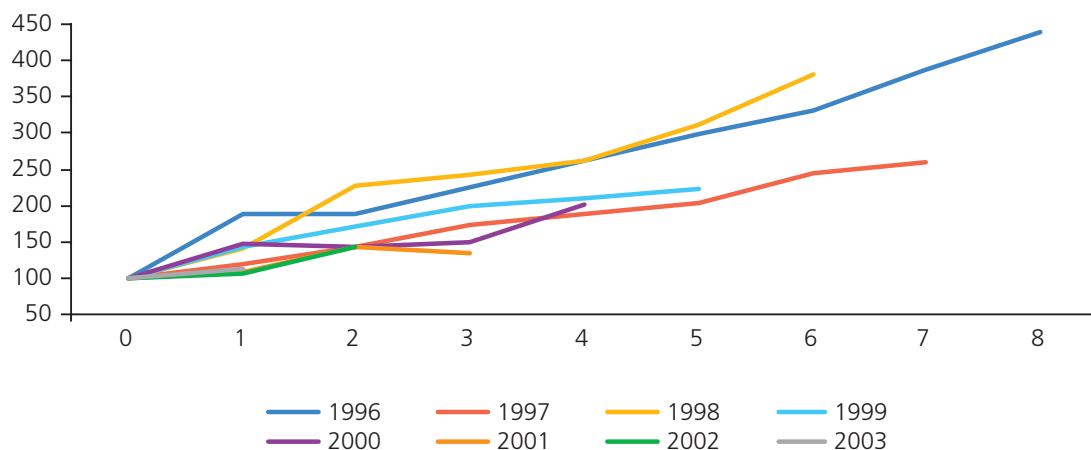
V této části článku jsou průměrné hodnoty finančních ukazatelů podniků konstruovány vždy pro stejný vzorek firem v průběhu několika let. Z databáze MiDi byly vybrány ty společnosti, u kterých existuje záznam po celou dobu trvání investice. Vyřazeny byly také společnosti s komplikovanou strukturou vlastnických vztahů (tedy ty, u kterých má buď dceřiná společnost více vlastníků, nebo ty, u kterých jedna zahraniční společnost vlastní více společností českých).¹⁴⁹ Firmy pak byly členěny podle roku zahájení investice německého vlastníka v ČR.¹⁵⁰ Toto členění nám umožňuje zhodnotit vývoj vlastností investice v rámci tzv. životního cyklu investice.

¹⁴⁹ Především pro společnosti, kde jedna mateřská společnost vlastní více dceřiných společností, mohou být individuální data ovlivněna možným přesunem výroby a zisku mezi dcerami.

¹⁵⁰ Za rok zahájení investice zahraničního vlastníka je považován první rok existence firmy v databázi. Výjimkou jsou údaje pro firmy vstupující v roce 1996; tyto odrážejí všechny německé firmy, které provedly investici před rokem 1996 včetně (rok 1996 je prvním rokem databáze).

Graf 7 – Vývoj aktiv po investici

(nultý rok investice = 100, v %)



Pramen: Deutsche Bundesbank, vlastní výpočty

Po zahájení investice typicky dochází u podniků s německým vlastníkem k dalšímu růstu aktiv (Graf 7). Po 6 až 9 letech od zahájení zahraniční investice vzrostla aktiva zhruba dvakrát až čtyřikrát. Ke zvýšení aktiv dochází s různou intenzitou pro investice prakticky ze všech let, přičemž dodatečná investice do aktiv probíhá většinou v průběhu času relativně rovnoměrně. Z hlediska struktury růstu aktiv ve většině případů dominuje vliv růstu oběžných aktiv, následovaný nadprůměrným růstem hmotného a nehmotného investičního majetku. Finanční aktiva rostou relativně nepomaleji.

Údaje o růstu aktiv tedy zatím nenaznačují, že by ve zkoumaném období docházelo k obratu v rámci investičního cyklu přímých zahraničních investic, když k růstu aktiv dochází i pro relativně staré investice (8 let a starší). Zatím tedy zřejmě nelze v krátkém až střednědobém horizontu očekávat nějaký výrazný odliv aktiv zahraničně kontrolovaných podniků a odliv PZI obecně.¹⁵¹

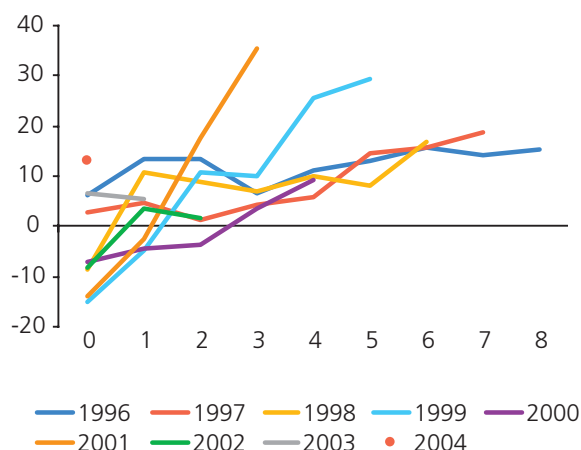
Vývoj rentability vlastního jmění (RoE, return on equity) v rámci jednotlivých skupin podniků dle roku zahájení investice (viz Graf 8) naznačuje, že ziskovost u zahraniční investice typicky prochází určitým cyklem. V případě akvizic domácích společností německým investorem by tento vývoj potvrzoval hypotézu, že vstup zahraničního vlastníka vedl v ČR ke zvýšení ziskovosti dceřiných společností.¹⁵² Mnohé investice tohoto typu byly koncipovány spíše jako restrukturalizační, kdy si investoři vybírali ztrátové společnosti s potenciálem dalšího růstu. U investic typu „green-field“ tento vývoj odráží vysoké počáteční náklady na rozjezd investice, spojený s vyššími odpisy investičního majetku a stále ještě nízkým obratem spojeným s postupným náběhem produkce. Graf 8 též ukazuje, že zvýšení ziskovosti bylo razantnější pro podniky, které na počátku investice vykazovaly poměrně vysoké ztráty (podniky z let 1999 a 2001).¹⁵³

¹⁵¹ Tento závěr je podmíněn poměrně dlouhou dobou od konce zkoumaného období a odvětvovou strukturou PZI. Dá se předpokládat, že investice motivované primárně nízkými mzdami zaměstnanců s nízkou úrovní lidského kapitálu se mohou přelévat poměrně rychle (viz též diskuze v části 2 a Tabulka 1). Podrobnější evidence o odvětvové struktuře investic do zpracovatelského průmyslu naznačuje, že německé PZI směřovaly v ČR spíše do výroby s vyšším podílem přidané hodnoty.

¹⁵² Databáze MiDi bohužel neobsahuje informaci, zda-li investice byla provedena formou akvizice již existující české společnosti nebo formou „greenfield investment“, tj. nově „na zelené louce“. Anekdotická evidence naznačuje, že v minulosti docházelo k oběma typům PZI.

¹⁵³ Vysoký nárůst rentability vlastního jmění u těchto společností je do určité míry dán také jejich nízkou počáteční úrovní vlastního jmění, která ve výpočtu rentability vystupuje ve jmenovateli. Při daném zlepšení absolutní úrovně zisku se toto projeví do rentability vlastního jmění mnohem razantněji prostřednictvím vysoké finanční páky.

Graf 8 – Vývoj ziskovosti (RoE) po zahraniční investici
(členěno podle prvního roku investice, v %)



Pramen: Deutsche Bundesbank, vlastní výpočty

Tab. 2 – Rozložení změny RoE do tří let po investici

	Celková změna RoE	Příspěvek v procentních bodech			
		rentability tržeb	finanční páky	doby obratu aktiv	reziduum-kombin. vliv
1996	0,1	1,1	1,3	-1,5	-0,7
1997	1,6	2,6	-0,6	0,1	-0,4
1998	15,6	16,3	-0,1	-1,9	1,3
1999	25,0	41,5	-11,3	67,6	-72,8
2000	10,9	8,4	0,6	3,7	-1,8
2001	49,1	22,5	3,5	0,9	22,4

Pramen: Deutsche Bundesbank, vlastní výpočty

Z porovnání je také zřejmé, že u některých společností dochází ve druhém až třetím roce po původní investici k určitému poklesu ziskovosti, který může reflektovat dodatečný rozvoj společnosti a z něj vyplývající vyšší investiční náklady. K tomuto poklesu dochází spíše u podniků s relativně vyšší počáteční ziskovostí. Z Grafu 8 je rovněž zřejmé, že v delším časovém horizontu po zahájení investice (6–8 let) se potenciál dalšího zvyšování ziskovosti poněkud vyčerpává, i když tato zůstává na relativně vysokých úrovních. Celkově lze tedy očekávat, že impuls ze strany existujících zahraničních investic do ziskovosti podniků bude pokračovat i v budoucnu, bude však v porovnání s minulostí poněkud slabší.

V případě investic, které proběhly formou akvizice české společnosti německým investorem, lze změny v ziskovosti vyplývající ze vstupu zahraničního partnera analyzovat pomocí rozložení rentability vlastního jmění do tří základních složek.¹⁵⁴ První složkou je změna rentability tržeb, která udává schopnost podniku generovat z daného objemu tržeb zisk. Role zahraničního investora zde tak spočívá v zavedení nových technologií, v racionalizaci výroby a ve zlepšení celkové produktivity práce. Další složkou je vliv zadluženosti. Pokud dojde ke zvýšení zadluženosti, posílí se tímto tzv. finanční páka, čímž se při dané rentabilitě aktiv zvýší RoE. Zahraniční vlastník zde tedy může přispět ke zvýšení RoE poskytnutím fondů, implicitní či explicitní zárukou za půjčky dceřiné společnosti či obecným zvýšením důvěryhodnosti dceřiné společnosti v očích věřitelů. Třetím kanálem zvyšování ziskovosti je snížení doby obratu aktiv, které vede k efektivnějšímu využívání aktiv společnosti pro generování tržeb. Zahraniční vlastník zde může přispět ke zvýšení ziskovosti buď získáním nových trhů a tím zvýšením tržeb, nebo efektivnějším využíváním stávajících aktiv (např. moderní metody řízení zásob, prodej nevyužitelného majetku apod.).

Jak je zřejmé z Tabulky 2, většinou bylo zvyšování RoE taženo zvyšováním rentability tržeb. Vliv zadluženosti byl (snad s výjimkou investic provedených v roce 1996) relativně nízký. V některých letech byl však poměrně významný pozitivní vliv snížení doby obratu aktiv (investice z let 1999 a 2000), který zřejmě souvisel především s růstem tržeb těchto podniků. Nárůst doby obratu aktiv pro investice z let 1996 a 1998, který přispíval k celkové ziskovosti negativně, je možné vysvětlit dodatečnými investicemi těchto společností, které ještě nestačily dostatečně generovat tržby.

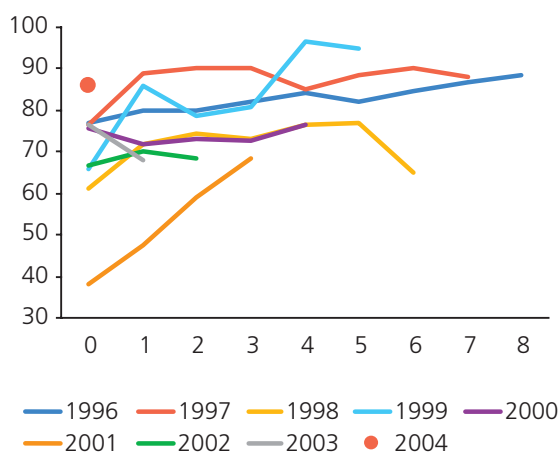
Kromě růstu aktiv a ziskovosti v rámci životního cyklu investice byla analyzována také struktura pasivní strany bilancí dceřiných společností německých investorů v ČR. Podíl zahraniční společnosti na vlastním jmění ovládané

¹⁵⁴ Platí vztah
$$RoE = \frac{zisk}{VJM} = \frac{zisk}{tržby} \cdot \frac{tržby}{aktiva} = \frac{aktiva}{VJM} = (rentabilita\ tržeb) \cdot \frac{360}{DOA} \cdot \frac{1}{1 - zadlužení}$$

Změnu RoE lze tedy aproximovat změnou rentability tržeb, změnou převrácené hodnoty doby obratu aktiv a procentní změnou převrácené hodnoty podílu vlastního jmění na aktivech. Tato aproximace není zcela přesná, přičemž „reziduum“ v Tabulce 2 odráží chybu tohoto odhadu.

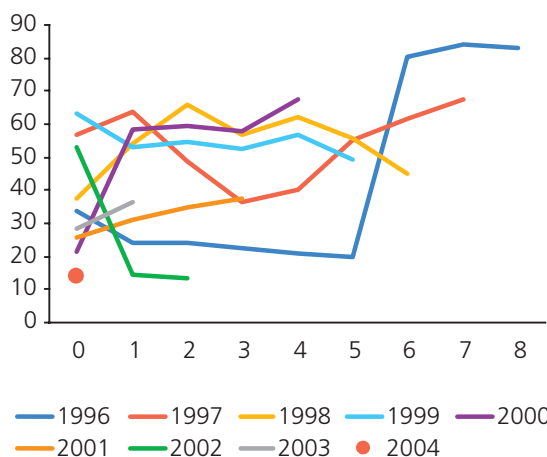
společnosti¹⁵⁵ ve většině případů do tří let po zahájení investice spíše rostl s tím, jak zahraniční společnosti zvyšovaly svůj vliv na své dceřiné společnosti (viz Graf 9).¹⁵⁶ V horizontu 5 až 7 let po zahájení investice dochází u některých společností k dílčímu poklesu podílu německého vlastníka na vlastním jmění, což by mohlo odrážet počátek odlivu zisku do Německa.

Graf 9 – Podíl mateřské společnosti na vlastním jmění ovládané firmy
(v %)



Pramen: Deutsche Bundesbank, vlastní výpočty

Graf 10 – Podíl dluhu vůči mateřské společnosti k dluhu celkem
(v %)



Pramen: Deutsche Bundesbank, vlastní výpočty

Ve většině případů docházelo v průběhu trvání jednotlivých investic německých investorů k poklesu zadluženosti dceřiné společnosti. I v rámci cizích zdrojů dceřiné společnosti se nicméně vyskytují půjčky od matky (které jsou rovněž součástí statistiky PZI). Jak je vidět z Grafu 10, pro mnohé společnosti se podíl půjček od mateřské společnosti na celkových cizích zdrojích zvyšoval. Pro případ investice formou akvizice tak mohlo docházet k určitému vytlačování bankovních úvěrů půjčkami od mateřské zahraniční společnosti (viz též část 3 tohoto článku).¹⁵⁷

Tento vývoj mohl být zapříčiněn například tím, že mateřská společnost hledala umístění svých volných zdrojů, či tím, že si mateřská společnost půjčila ve své domácí ekonomice a část úvěru převedla do ČR. Zde se mohl projevit nižší úrok z úvěru mateřské společnosti s vyšší kredibilitou a delší úvěrovou historií či úspory z rozsahu pro relativně vysoký úvěr. V některých případech však v poslední době dochází k poklesu tohoto podílu při nezměněné úrovni zadlužení, což by mohlo naznačovat zvýšení efektivnosti českého úvěrového trhu či zlepšení situace dceřiných společností, které již přímou finanční výpomoc od mateřské společnosti nepotřebují. Pozitivně se zde projevuje i makroekonomická stabilita v České republice a velmi nízké úrokové sazby, které se v současné době pohybují dokonce pod úrovní sazeb v Eurozóně a které motivují dceřiné společnosti zahraničních firem využívat ve větší míře financování od lokálních bank.

¹⁵⁵ Tedy podíl mateřské společnosti na kapitálu plus podíl na nerozděleném zisku minulých let, na zisku běžného účetního období a na kapitálových fondech.

¹⁵⁶ Toto zvyšování podílu bylo zčásti dobrovolné, částečně se zde mohl projevit vliv povinných nabídek na odkup společnosti pro společnosti obchodované na burze. Analýze efektivnosti kapitálového trhu při nabídkách převzetí se věnuje článek Nabídky převzetí a efektivnost kapitálového trhu v tematické části této zprávy.

¹⁵⁷ Je zde však obtížné odlišit mezi tím, zda je zvýšený podíl půjček od mateřské společnosti spíše důsledkem komplikovaného přístupu dceřiných společností k úvěrům (tzv. blokáce úvěrů), nebo zda dochází k „vytlačování“ bankovních úvěrů od domácích bank půjčkami od mateřské společnosti i v situaci, kdy by banky úvěr ochotně poskytly. Dá se předpokládat, že první důvod dominoval v prvních fázích zahraničních investic, kdy přímé zahraniční investice výrazně přispěly k odstranění nedokonalostí trhu a vytvářely cennou alternativu bankovního financování. V současnosti bude již tato motivace poněkud slabší.

5. ZÁVĚR

Výsledky analýzy potvrzují hypotézu, že v případě PZI formou akvizice české společnosti vedl vstup zahraničního vlastníka ke zlepšení ziskovosti domácí společnosti, především prostřednictvím zvýšení schopnosti dceřiné firmy generovat zisk z daného objemu tržeb. U některých společností se pozitivně projevil i pokles doby obratu aktiv, který zřejmě odráží růst zakázek, které přinesl zahraniční investor.

Společnosti pod zahraniční kontrolou obecně nečelí problému nedostatku finančních zdrojů pro financování rozvoje společnosti a růstu aktiv. V rámci financování růstu firem hrálo významnou roli vnitropodnikové financování, tj. úvěr poskytnutý mateřskou společností dceřiné společnosti v ČR. Do určité míry se tak potvrdila hypotéza, že v minulosti docházelo k částečnému vytlačování půjček od domácích bank půjčkami od zahraničních vlastníků. Směr kauzality však nemusí být zřejmý, neboť financování od zahraničního vlastníka formou úvěru mohlo být ovládanou firmou poptáváno v reakci na nedostatečnou nabídku financování od lokálních bank.

I když existují určité náznaky toho, že by životní cyklus německých zahraničních investic do ČR mohl dospět do pozdějších stádií, prozatím nejsou tyto vlivy dostatečně průkazné. Riziko likvidace přímých zahraničních investic se tak jeví jako poměrně malé.

LITERATURA

Bergin, Paul R. – Feenstra, Robert C. – Hanson, Gordon H. (2006): *Outsourcing and volatility*, University of California at Davis, mimeo

Geršl, A., Rubene, I., Zumer, T. (2007): *Foreign direct investment and productivity spillovers in the CEE countries*, 5th Emerging Market Workshop 2007, Conference Volume, Oesterreichische Nationalbank, Vienna (v publikaci)

Javorcik, B. S. (2004): *Does Foreign Direct Investment Increase Productivity of Domestic Firms? In Search of Spillovers Through Backward Linkages*, American Economic Review 94 (3), str. 605–627

Jones, J., Wren, C. (2006): *Foreign Direct Investment and the Regional Economy*, Ashgate Publishing, Aldershot

Lipponer, A. (2006): *Microdatabase Direct Investment – MiDi: A Brief Guide*, Deutsche Bundesbank

Torlak, E. (2004): *Foreign Direct Investment, Technology Transfer, and Productivity Growth in Transition Countries: Empirical Evidence from Panel Data*, Georg-August-Universität Göttingen Discussion Paper No. 26

NABÍDKY PŘEVZETÍ A EFEKTIVNOST KAPITÁLOVÝCH TRHŮ

Jan Hájek, Dexia Kommunalkredit CR a Miroslava Jindrová, ČNB

Článek se zabývá strukturou a vývojem nabídek odkupů akcií realizovaných v letech 2001 až 2005, vývojem odkupních cen a vlivem jejich zveřejnění na tržní cenu akcií. Pomocí reakce cen na zveřejněnou informaci o odkupní ceně je zkoumána středně silná forma efektivnosti. Na základě výsledků není možné prokázat informační efektivnost českého akciového trhu, ale ani obchodování na základě neveřejných informací.

1. ÚVOD

Efektivnost trhu lze chápat jako důležitý implicitní předpoklad při analýze finanční stability. Pokud jsou akciové trhy informačně efektivní a nové informace se v cenách akcií bezprostředně odrážejí, mohou poskytnout včasný varovný signál při posuzování finanční stability. Efektivnost kapitálového trhu je rovněž nutným předpokladem pro to, aby ceny akcií poskytovaly ekonomickým agentům správné informace. Ačkoliv není v současné době problematika stability cen akcií vzhledem k malé rozvinutosti kapitálového trhu hlavní otázkou při posuzování finanční stability, lze očekávat rostoucí vliv tohoto segmentu, ať už v souvislosti s postupným rozvojem kapitálového trhu v budoucnu, či jako důsledek integrace dohledu nad kapitálovým trhem do ČNB.

Hypotéza efektivních trhů (ve smyslu informační efektivnosti) říká, že na středně efektivním trhu by tržní ceny měly správně odrážet všechny veřejně dostupné informace.¹⁵⁸ Informace by se měly odrazit v cenách v den jejich zveřejnění či nejpozději následující den. Pokud je ale možné na základě nových veřejných informací dosahovat abnormálních výnosů (tj. nestandardně vysokých z ekonomického hlediska), nelze trh považovat za středně silně efektivní. Obvykle se středně silná forma efektivnosti testuje pomocí analýzy reakcí trhu na novou informaci ve srovnání s jejich předpokládaným vývojem na základě zvoleného modelu (přístup „event study“). V tomto článku testujeme středně silnou formu efektivnosti na českém akciovém trhu s využitím modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM), jednoduchého indexního modelu a kontrolního tržního portfolia. Zkoumáme reakce cen na Burze cenných papírů Praha a RM-Systému na informace o zveřejnění oznámení s konkrétní nabídkou odkupu akcií minoritních akcionářů.

Článek je strukturován následovně. Druhá část stručně popisuje základní statistiku nabídek převzetí, jejich strukturu a vývoj v čase. Ve třetí části se věnujeme vztahu průměrných a odkupních cen a jejich vývoji v čase. Ve čtvrté části testujeme středně silnou efektivnost na českém kapitálovém trhu pomocí metodologie event study.

2. STRUKTURA A VÝVOJ NABÍDEK ODKUPU AKCIÍ

Bez ohledu na odlišné důvody, které stojí za realizací nabídek převzetí, je jejich společným znakem snaha regulátora zajistit minoritním akcionářům právo na spravedlivou cenu za jimi držенý podíl na aktivech společnosti.¹⁵⁹ Podle podstaty sledované charakteristiky dále sledujeme buď (a) veškeré typy nabídek odkupu, (b) jednotlivé typy odděleně nebo (c) pouze povinné nabídky převzetí.

V letech 2001 – 2005 bylo zaznamenáno celkem 443 návrhů nabídek odkupu akcií minoritních akcionářů. Tři čtvrtiny z nich představují povinné nabídky převzetí spojené s ovládnutím společnosti či se získáním limitního podílu, který zakládá povinnost nabídky.¹⁶⁰ Nabídky při zrušení kotace představují 20 %, dobrovolné nabídky 3 % případů. Zbytek představují ostatní nabídky, tj. dobrovolné s charakterem povinných či nabídky na odkoupení.¹⁶¹ Vývoj

¹⁵⁸ Pro tradiční klasifikaci efektivnosti dle různých sad informací, které mají ceny odrážet (slabá, středně silná a silná forma), viz Roberts (1967).

¹⁵⁹ Důvodem pro realizaci nabídky může být ovládnutí společnosti novým majoritním akcionářem (resp. ovládajícím akcionářem) nebo navýšení jeho podílu nad určitý významný práh, rozhodnutí valné hromady (de facto ovládajícího akcionáře) o zrušení veřejné obchodovatelnosti akcií, obvykle s významným dopadem na jejich likviditu, nebo snaha ovládajícího akcionáře dobrovolnou nabídkou a vykoupením akcií minorit dále posílit svůj podíl (vliv) na společnosti. Pojmy nabídka odkupu a nabídka převzetí jsou v textu považovány za synonyma.

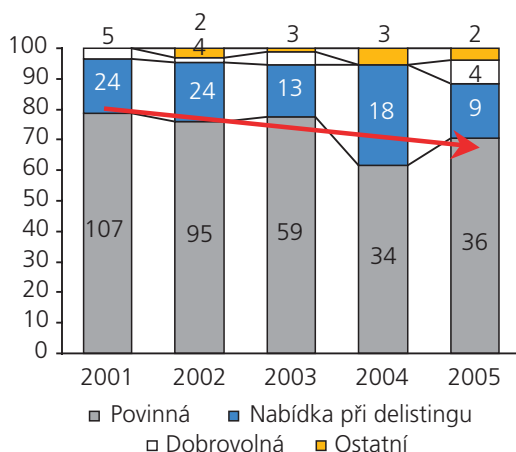
¹⁶⁰ Dvě třetiny, resp. tři čtvrtiny hlasovacích práv (§183b obchodního zákoníku).

¹⁶¹ Nabídkou na odkoupení se rozumí právo menšinového akcionáře navrhnout dohledu (ČNB), aby uložil akcionáři společnosti nebo akcionářům, jednajícím ve shodě, kteří disponují 95 % hlasovacích práv, povinnost odkoupit zbylé cenné papíry (§183f obchodního zákoníku).

struktury nabídek převzetí v čase popisuje Graf 1. Z grafu je zřejmé, že podíl povinných nabídek převzetí v čase mírně klesá.¹⁶²

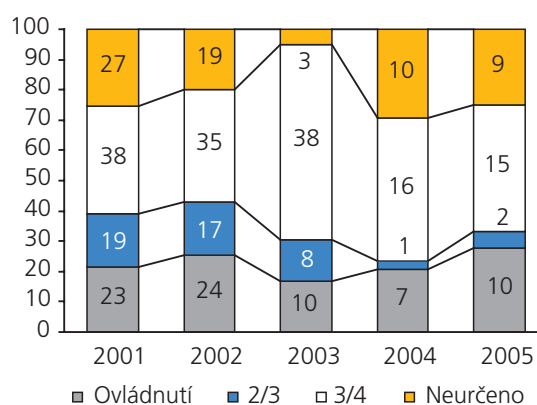
Graf 2 ukazuje vývoj struktury povinných nabídek členěných z hlediska příčiny jejich vzniku (celkem 331 případů). Převažujícím důvodem bylo překročení hranice tříčtvrtinového podílu, významnou část zaujímá i ovládnutí společnosti.¹⁶³ Z Grafu 2 také vyplývá, že zatímco v prvních dvou letech sledovaného období se častěji vyskytovaly případy nabytí nižších majetkových podílů, v poslední době převažuje překročení hranice tří čtvrtin jako hlavní důvod vzniku povinnosti učinit nabídku převzetí. Může jít o důsledek rostoucí koncentrace vlastnictví u veřejně obchodovaných společností.

Graf 1 – Vývoj typu nabídek převzetí v čase
(%, počty)



Pramen: ČNB

Graf 2 – Vývoj důvodů vzniku povinné nabídky převzetí
(%, počty)



Pramen: ČNB

Pozn.: Jednotlivé kategorie označují dosažení či překročení podílu na hlasovacích právech firmy, tj. ovládnutí (40% a více), dvoutřetinový a tříčtvrtinový podíl. Nabídky, u kterých údaj nebyl dostupný, jsou zařazeny do kategorie neurčeno. Bližší viz Obchodní zákoník (§183b).

3. CENY V NABÍDKÁCH PŘEVZETÍ - VZTAH ODKUPNÍ A PRŮMĚRNÉ CENY¹⁶⁴

V této části se budeme zabývat analýzou vztahu odkupní a průměrné ceny.¹⁶⁵ Na efektivním trhu vyjadřuje poměr ceny nabízené v odkupu minoritním akcionářům a průměrné ceny, za které se daný titul v poslední době obchodoval, ochotu či neochotu přebírající společnosti zaplatit za získání dodatečných akcií premii, resp. rozdělit se s minoritními akcionáři o prémii za majoritu. Může také napovědět o míře efektivnosti trhu; pokud je trh neefektivní, může rozdíl kromě výše uvedeného naznačovat i nesprávné ocenění akcií na kapitálovém trhu.¹⁶⁶

¹⁶² Tento fakt je možné přičíst mj. rostoucí stabilizaci vlastnických vztahů ve společnostech kotovaných na regulovaných trzích v ČR po turbulentním období strukturálních a vlastnických změn v 90. letech. V kapitole 2 jsou případy nabídek přiřazovány k danému roku dle data vzniku povinnosti nebo okamžiku oznámení záměru učinit nabídku, případně dle data obdržení návrhu nabídky regulátorem.

¹⁶³ Za ovládnutí společnosti je považováno překročení 40% hranice podílu na hlasovacích právech, pokud společnost nemá jiného akcionáře s vyšším podílem.

¹⁶⁴ Odkupní cenou se rozumí cena, kterou navrhovatel nabídnul minoritním akcionářům ve zveřejněné nabídce za jednu akcii. Průměrná cena vyjadřuje u povinných nabídek převzetí vážený průměr cen, za něž byly uskutečněny obchody v době šesti měsíců před vznikem povinnosti učinit nabídku převzetí, které byly evidovány Střediskem cenných papírů (tj. obvykle včetně transakce iniciující nabídku převzetí). Údaje o průměrných cenách vycházejí z hodnot uváděných v nabídkách navrhovatelem. Správnost výpočtu průměrných cen uváděných SCP, a především použití vstupních dat při průměrování, nelze ověřit.

¹⁶⁵ Absolutní extrémy jsou ze zkoumaného vzorku vyloučeny, aby výrazně nezkrášlovaly výsledky analýzy. Některé poměry se vztahují pouze k povinným nabídkám převzetí. Na rozdíl od kapitoly 2 jsou nabídky odkupu řazeny na časové ose podle okamžiku zveřejnění nabídky, počty nabídek v jednotlivých letech se tedy mohou lišit.

¹⁶⁶ Je ale nutné brát v úvahu také obvyklý časový rozdíl mezi středem období, ze kterého se průměr počítá, a platností nabídky převzetí akcií, který dosahuje 5–6 měsíců, což při běžném požadovaném výnosu akciového investora představuje zhruba 5% rozdíl v hodnotě.

Vztah mezi odkupní a průměrnou cenou je obsahem Tabulky 1. Vyplývá z ní, že průměrná prémie nabízená v povinném odkupu minoritním akcionářům dosahovala 25 % vzhledem k váženému šestiměsíčnímu průměru cen před vznikem povinnosti, a byla obdobná jak pro navrhovatele domácí, tak i zahraniční.¹⁶⁷ Ve zhruba 80 % převýšila odkupní cenu průměrnou, extrémní hodnoty se častěji vyskytují s kladným znaménkem. Navrhovatelé jsou tedy buď ochotni (či donuceni) se podělit s minoritními akcionáři o (část) prémie za majoritu, nebo je český trh neefektivní a tržní cena akcií neodráží fundamentální hodnotu. Hodnota mediánu v případě dobrovolných nabídek převzetí je vyšší než v případě povinných a veřejných nabídek, vzhledem k nízkému počtu pozorování nelze ale tento rozdíl přeceňovat.

Tab. 1 – Podíl odkupní a průměrné ceny z hlediska subjektu a charakteru nabídky

	Celkem	Domácí	Zahraniční	Povinná	Dobrovolná	Veřejný návrh
Počet nabídek	219	169	50	153	16	50
Průměr	1,25	1,26	1,22	1,24	1,29	1,27
Medián	1,07	1,07	1,07	1,06	1,22	1,06
Max	5,56	5,56	5,17	5,56	2,80	5,08
Min	0,22	0,22	0,49	0,22	0,64	0,45
Sm. odchylka	0,65	0,64	0,66	0,63	0,47	0,75

Pramen: ČNB

První část Tabulky 2 ukazuje rozdíly ve výši poměru odkupní a průměrné ceny, resp. prémie, u povinných nabídek převzetí v závislosti na důvodu vzniku povinnosti.¹⁶⁸ Prémii nabízenou v odkupu po ovládnutí společnosti lze zdůvodnit například snahou akcionářů, kteří zatím drží významný balík akcií, získat ve společnosti majoritu. Z porovnání s průměrnými premiiemi při překročení vyšších limitních podílů není možné konstatovat, že prémie za majoritu závisí na rostoucím podílu na společnosti a že navrhovatelé jsou více motivováni na úspěšné realizaci nabídky.¹⁶⁹

V druhé části Tabulky 2 je zachycen vývoj průměrné výše podílu odkupní a průměrné ceny během pětiletého období. Jak je vidět, po dvou letech relativně nižších premii se jejich průměrná a především mediánová hodnota v roce 2005 výrazně zvýšila, což není v souladu s předpokladem standardizace českého kapitálového trhu a růstu informačního obsahu cen.

Tab. 2 – Podíl odkupní a průměrné ceny z hlediska důvodu vzniku povinnosti a jeho vývoj v čase

	Ovládnutí	2/3	3/4	Nerozlišeno	2001	2002	2003	2004	2005
Počet nabídek	29	20	73	97	61	57	35	34	32
Průměr	1,20	1,23	1,19	-	1,18	1,32	1,24	1,20	1,31
Medián	1,06	1,16	1,02	-	1,09	1,06	1,03	1,05	1,16
Max	2,50	2,29	5,17	-	2,50	5,56	5,17	4,00	3,21
Min	0,49	0,57	0,31	-	0,80	0,22	0,57	0,45	0,39
Sm. odchylka	0,38	0,34	0,58	-	0,29	0,87	0,75	0,58	0,59

Pramen: ČNB

¹⁶⁷ Kritériem rozdělení na domácí a zahraniční subjekty je právní forma společnosti, tj. zda je zřízena podle českého nebo zahraničního práva.

¹⁶⁸ Kategorie „nerozlišeno“ zahrnuje povinné nabídky převzetí, u kterých není známa jedna z cen, a ostatní typy nabídek odkupu.

¹⁶⁹ Motivem jednání by mohla být snaha minimalizovat podíl minoritních akcionářů a překročit hranici umožňující učinit nabídku odkoupení s následným zrušením registrace akcií nebo zrušením společnosti s převzetím jmění majoritním akcionářem (případně uskutečnit vytěsnění minoritních akcionářů). Obchodní zákoník vyžaduje 75 % přítomných hlasů ke schválení změny druhu či formy akcií nebo vyřazení akcií obchodování na veřejném trhu. K převodu jmění na akcionáře i vytěsnění minoritních akcionářů je potřeba 90% podíl na základním kapitálu společnosti.

Vývoj průměrné premie je názorně ukázán v Grafu 3 pomocí klouzavého průměru premii (či diskontů) odkupních cen (jsou-li hodnoty dostupné) u posledních šedesáti případů nabídek před daným datem vůči šestiměsíční průměrné ceně. I přes značnou volatilitu hodnot je možné odhalit klesající trend v posledních letech, s výjimkou roku 2005.¹⁷⁰

Graf 3 – Klouzavý průměr premii (diskontů) odkupní ceny vůči průměrné ceně
(v %)



Pramen: ČNB

4. NABÍDKY PŘEVZETÍ A TESTOVÁNÍ STŘEDNĚ SILNÉ FORMY EFEKTIVNOSTI NA AKCIOVÉM TRHU

Pro testování tržní efektivity existuje řada metod, přičemž její volba zpravidla závisí na charakteru analyzovaných informací. Jak bylo uvedeno v úvodu, na středně efektivním trhu tržní ceny správně odrážejí všechny veřejně dostupné informace, které se vstřebávají v den jejich zveřejnění či nejpozději následující den (v závislosti na okamžiku zveřejnění během dne). Středně silnou formu tudíž testujeme na základě nově zveřejňovaných fundamentálních informací o obchodovaných instrumentech (např. oznámení o štěpení akcií, o hospodářských výsledcích, o akvizicích apod.), a to zpravidla pomocí event study přístupu, kdy zkoumáme chování případných nadměrných výnosů ve dnech kolem zmíněné události. V tomto článku testujeme rychlost reakce tržních cen akcií na zveřejnění oznámení s konkrétní nabídkou převzetí ve formě inzerátu v tisku, a to u individuálních akciových titulů obchodovaných na českém burzovním i mimoburzovním trhu.

Zveřejnění podmínek nabídky odkupu přináší minoritnímu akcionáři dvě zásadní informace. Nahlížíme-li na nabídku jako na jím drženou prodejní opci získanou s nulovými náklady, přináší oznámení informaci o realizační ceně opce a určuje tak její hodnotu. Jde-li o novou neočekávanou informaci, cena by měla tuto informaci zohlednit. Tržní cena by se měla podle hypotézy efektivních trhů přizpůsobit velmi rychle, skokově, pravděpodobně ještě během dne zveřejnění.¹⁷¹ Druhá zásadní informace vyplývající z nabídky a především výše odkupní ceny se týká budoucí likvidity titulu. Čím vyšší je cena, tím vyšší je pravděpodobnost poklesu části emise, která se volně obchoduje (free float), a tím také poklesu likvidity titulu.¹⁷²

¹⁷⁰ Od roku 2002 se průměrná premie postupně snižovala k minimu 15 % na přelomu let 2004/2005. Nárůst průměrné premie v dubnu 2005 je způsoben několika málo případy odkupů v těžebním a energetickém sektoru, po očistění řady by byl patrný pokračující mírně klesající trend až na 9 % ke konci roku 2005.

¹⁷¹ Nabídky jsou oznamovány prostřednictvím celostátních tiskovin, účastníci mají tedy celý obchodní den na vyhodnocení informace a reakci na ní.

¹⁷² Lze také očekávat, a to specificky na českém akciovém trhu, že nový vlastník usilující o zrušení veřejné obchodovatelnosti titulu či o vytěsnění minoritních akcionářů se bude snažit vyšší cenou v nabídce získat takový podíl, který mu umožní získat potřebnou kvalifikovanou většinu na valné hromadě.

Na odkupní cenu je možné nahlížet jako na odhad hodnoty akcií navrhovatelem. Protože přejímající společnost má obvykle detailnější informace o přebírané firmě než běžný minoritní akcionář, vztah odkupní a tržní ceny určuje reakci tržní ceny na oznámení nabídky. Proto jsou realizované nabídky děleny na dvě části, a to na případy, kdy je tržní cena vyšší než cena odkupní a na případy opačné.

Data

Při testování hypotézy vycházíme z údajů ČNB o nabídkách odkupu veřejně obchodovaných společností na Burze cenných papírů Praha (také jako „BCPP“ nebo „burza“) v období 12/2000 – 11/2005 a na trhu RM-Systém (také jako „RM-S“) v období 6/2000 – 9/2005. Denní výnosy byly počítány z časových řad tržních cen akcií z pražské burzy, které počínají lednem 1998 a končí prosincem 2005, v případě RM-S jde o období 12/1998 – 12/2005. Zkoumaný soubor obsahuje 145 případů nabídek převzetí u titulů obchodovaných na BCPP a 351 na RM-S. Po úpravě o neobchodované tituly zůstalo pro potřeby analýzy reakce na oznámení o nabídce odkupu 92 případů u BCPP a 249 u RM-S.¹⁷³

Metodologie

Pro testování reakce na novou neočekávanou informaci jsme použili standardní metodu testování reakcí trhů na oznámení nové informace (event study).¹⁷⁴

Po vypočtení skutečných výnosů daného titulu v období kolem zveřejnění nabídky odkupu jsme stanovili tzv. rovnovážný výnos, který jsme porovnávali se skutečnými výnosy daného titulu.¹⁷⁵ Pro stanovení výše rovnovážného (denního) výnosu jsme použili tři možné způsoby výpočtu:

$$1) \text{ model CAPM: } \tilde{r}_{it} = r_{ft} + \hat{\beta}_i (r_{mt} - r_{ft}),$$

$$2) \text{ jednoduchý indexní model (IM): } \tilde{r}_{it} = \hat{\alpha}_i + \beta_i r_{mt},$$

$$3) \text{ kontrolní portfolio (KP): }^{176} \tilde{r}_{it} = r_{PX-Glob}.$$

Výnos trhu r_{mt} je v případě CAPM a indexního modelu představován indexem PX-Glob. Za bezrizikovou úrokovou míru dosazujeme tříměsíční PRIBID. Parametry modelu CAPM a IM odhadujeme pomocí regrese pro každý titul zvlášť metodou nejmenších čtverců, ovšem pouze v případech, kdy je časová řada dostatečně dlouhá. Rozdíl mezi skutečným a rovnovážným výnosem představuje abnormální výnos dosahovaný pro daný titul.¹⁷⁷ Postupným načítáním abnormálních výnosů ode dne oznámení dostáváme kumulativní výnosy individuálních titulů, jejichž zprůměrováním pro všechny dostupné tituly stanovíme průměrný kumulativní abnormální výnos CAR. Závěrečnými kroky jsou ověření statistické významnosti a ekonomická interpretace výsledků.

¹⁷³ Soubor byl očištěn o případy, u nichž nebyla k dispozici data z obchodování za období dostatečně dlouhé před zveřejněním nabídky převzetí (obvykle byla požadována data alespoň 50 obchodních dní před zveřejněním oznámení).

¹⁷⁴ Ze zahraničních studií na obdobné téma lze zmínit např. Ball, Brown (1968); Ball (1978); Fama, Fisher, Jensen, Roll (1969); Scholes (1972); V ČR se podobnou problematikou zabývali např. Filip (1999); Filip (2000) či Jindřichovská, Rhys (2000).

¹⁷⁵ Skutečné výnosy r_{it} daného titulu i v čase t byly počítány podle vzorce $r_{it} = (P_{it} - P_{it-L}) / P_{it-L}$, kde P_{it} představuje tržní cenu. L představuje tzv. událostní okénko, jehož délka by měla být dostatečně dlouhá, obvykle až čtyři případně šest týdnů.

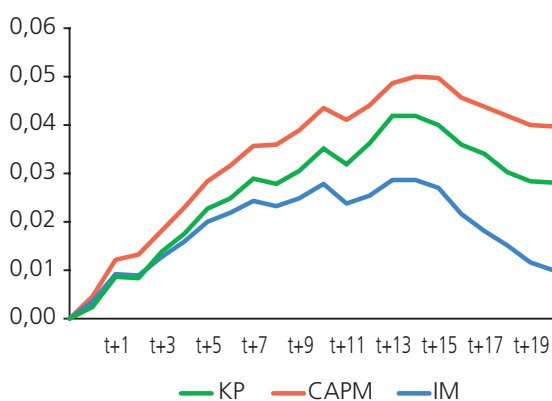
¹⁷⁶ K modelu CAPM blíže viz Sharpe (1964), k indexnímu modelu blíže viz Sharpe (1963). V případě využití kontrolního portfolia předpokládáme, že očekávaný odhadovaný výnos je roven výnosu kontrolního tržního portfolia, v našem případě se jedná o výnos indexu PX-Glob. Pokud je výběr dostatečně reprezentativní, výsledky tohoto modelu a modelu CAPM jsou velmi podobné (odchyly jsou mimo jiné tvořeny různými vahami jednotlivých titulů v indexu a dalšími faktory).

¹⁷⁷ Formálně lze tedy pro nadměrný výnos akcie i v čase t napsat: $\tilde{u}_{it} = r_{it} - \tilde{r}_{it}$

Výsledky testování reakce na zveřejnění nabídky odkupu

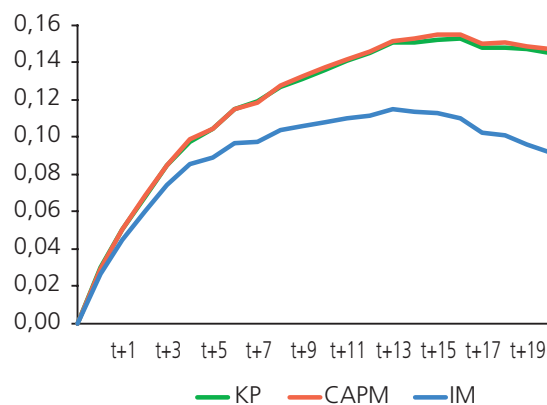
V následující části postupně prezentujeme závěry provedené analýzy. V Grafu 4 je ukázána průměrná výše kumulativních abnormálních výnosů po dobu dvaceti dní po oznámení celkem 92 případů nabídek, které byly realizovány u společností kotovaných na pražské burze. Pokud používáme pro výpočet očekávaného výnosu model CAPM, je tržní reakce nejzřetelnější.¹⁷⁸ Použijeme-li pro výpočet očekávaného výnosu ostatní dva modely, je tvar křivek kumulativních abnormálních výnosů obdobný, jejich absolutní hodnota je však nižší. Cena akcií na pražské burze se tedy přizpůsobuje postupně nové informaci o nabídce odkupu akcií minoritních akcionářů. V Grafu 5 je ukázána analogická reakce pro celkem 249 případů nabídek realizovaných u společností kotovaných na trhu RM-S. I zde je zřejmá pomalá a postupná reakce na zveřejnění odkupní ceny.

Graf 4 – Reakce cen akcií na zveřejnění nabídky (BCPP)



Pramen: ČNB

Graf 5 – Reakce cen akcií na zveřejnění nabídky (RM-Systém)



Pramen: ČNB

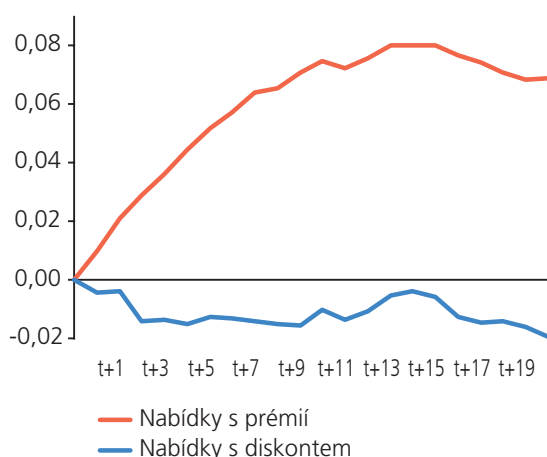
Pro přesnější představu o charakteru reakcí byl následně soubor společností, jež realizovaly nabídku, rozdělen na tři části podle toho, zda: (1) odkupní cena převyšovala v den oznámení cenu tržní (nabídka s premií), (2) tržní cena naopak v den oznámení převyšovala odkupní cenu (nabídka s diskontem) a (3) neplatilo ani jedno.¹⁷⁹ V případě BCPP byla v 59 případech odkupní cena vyšší než cena tržní, ve 33 případech tomu bylo naopak. Podobně u RM-S pak ve 170 případech cena odkupní převyšovala tržní, obráceně tomu bylo v 76 případech. Další dva grafy zachycují výsledky po takto provedených úpravách. Červená křivka zachycuje chování akcií poptávaných s premií (odkupní cena převyšovala v den oznámení cenu tržní), modrá křivka naopak popisuje vývoj cen akcií, které jsou v odkupu poptávány s diskontem vůči tržní ceně.

¹⁷⁸ Hodnoty jsou statisticky významné již ode dne zveřejnění a rostou kontinuálně deset obchodních dní až na 4,3 % (na roční bázi ve výši 99 %). Absolutní maximum 5,0 % dosahuje kumulativní abnormální výnos čtrnáctý obchodní den po datu zveřejnění (84 % p.a.).

¹⁷⁹ Tržní cena je shodná s nabízenou, či nabízená cena není známa, šlo o minimum případů. Tyto případy jsou poté z analýzy vyloučeny.

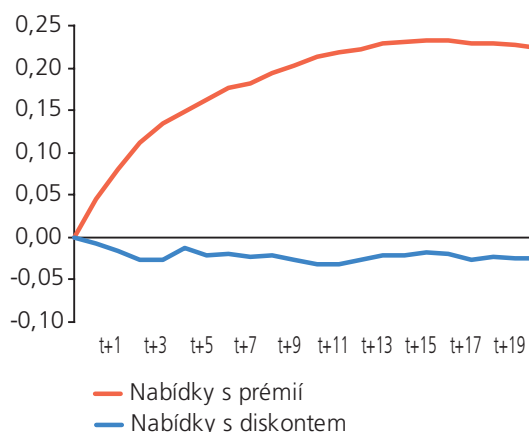
Graf 6 zobrazuje výši průměrného kumulativního abnormálního výnosu po zveřejnění nabídek převzetí akcií obchodovaných na burze. Zřetelně se projevuje pomalá reakce na novou informaci u skupiny společností, jejichž akcie jsou odkupovány s prémie.¹⁸⁰ U akcií odkupovaných s diskontem je patrné asymetrické chování, kdy nedochází k nijak výrazné reakci na oznámení.¹⁸¹ Reakci na mimoburzovním trhu zachycuje Graf 7. Obdobně jako na burze je zřetelná pomalá postupná reakce na nové informace v případech nabídek s prémie.¹⁸²

Graf 6 – Reakce na zveřejnění nabídky s prémie a diskontem, CAPM (BCPP)



Pramen: ČNB

Graf 7 – Reakce na zveřejnění nabídky s prémie a diskontem, CAPM (RM-Systém)



Pramen: ČNB

Až doposud jsme analyzovali abnormální výnosy pouze od okamžiku zveřejnění oznámení. O efektivnosti trhu je ale možné diskutovat i na základě sledování chování cen před zveřejněním nabídky, v tomto případě ve smyslu silné formy efektivnosti. Po rozšíření událostního okénka zpětně o deset obchodních dnů lze na základě výše abnormálních výnosů analyzovat obchodování na základě neveřejných informací. Pro lepší přehlednost reakcí je zobrazen samostatný graf pouze pro CAPM model, použití dalších dvou modelů však nemá vliv na interpretaci výsledků. Červené křivky představují reakci akcií, u nichž odkupní cena převýšila tržní cenu, modré křivky naopak případy nabídek s diskontem.

Jak je vidět z Grafu 8, abnormální výnosy společností z obou skupin obchodovaných na BCPP se před zveřejněním oznámení chovají v zásadě obdobně, teprve po zveřejnění dochází k jejich výše zmíněné diferenciaci. Tato reakce cen indikuje, že míra insider obchodování v souvislosti s nabídkami je velmi nízká či nulová. Poněkud komplikovanější je situace u akcií obchodovaných na RM-Systému, což nám ilustruje Graf 9. Vidíme v něm průběh kumulativních abnormálních výnosů odhadnutých opět na základě modelu CAPM. Před zveřejněním nabídky se bez ohledu na vztah odkupní a tržní ceny vyvíjejí víceméně shodně, na rozdíl od burzy však mírně rostou. Stejně jako

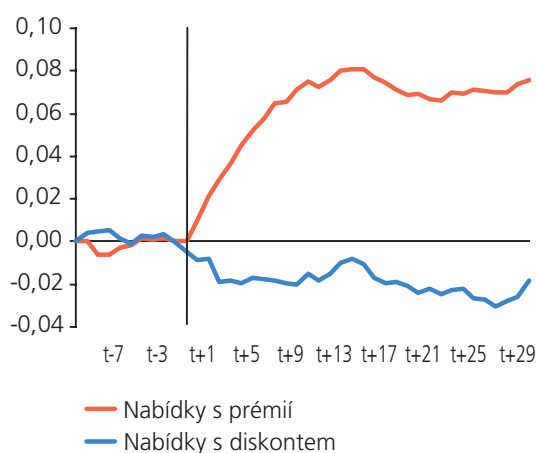
¹⁸⁰ Abnormální výnosy jsou statisticky různé od nuly během sedmi dnů po zveřejnění. Kumulovaný abnormální výnos roste až na více než 8,0 % patnáctý obchodní den po oznámení (126 % p.a.), poté mírně klesá k 7 % dvacátý obchodní den po oznámení, kde se stabilizuje.

¹⁸¹ Kumulativní abnormální ztráta dvacátý den od uveřejnění dosahuje 1,6 % v porovnání s chováním očekávaným na základě modelu CAPM, abnormální ztráta není statisticky významná.

¹⁸² V případě existence premie se kumulovaný abnormální výnos měřený na základě CAPM i kontrolního portfolia vyšplhal patnáctý obchodní den po oznámení nabízené ceny až na cca 23 % (385 % p.a.), resp. 19 % u indexního modelu (318 % p.a.). Kumulativní abnormální výnosy jsou po zveřejnění nabídky statisticky významné po celé sledované období bez ohledu na volbu modelu. U skupiny nabídek s diskontem se kumulovaná abnormální ztráta dvacátý obchodní den po oznámení události blíží k 8,3 % při využití indexního modelu (-104 % p.a.), což představuje statisticky významnou hodnotu, zatímco u modelu CAPM a u kontrolního portfolia činí 2,5 % (-31,4 % p.a.) a je statisticky nevýznamná.

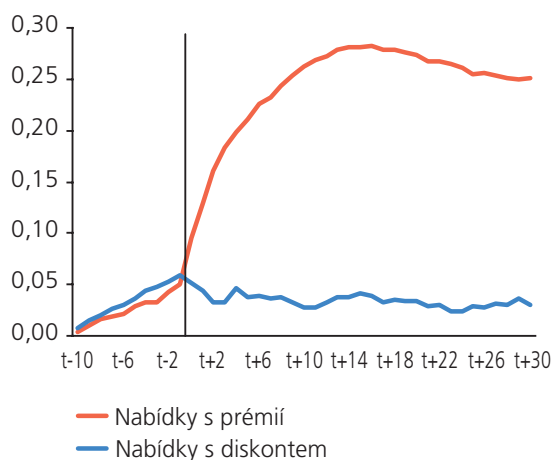
v předchozím případě nicméně nelze z výše zmíněných výsledků dovodit existenci obchodování na základě neveřejných informací na českém mimoburzovním trhu. Nedochází totiž k vzájemnému významnému odchýlení chování výnosů u nabídek s premií a diskontem a abnormální kumulativní výnos je dokonce vyšší u akcií obchodovaných s diskontem. Navíc již první den po oznámení přesahuje abnormální kumulativní výnos u nabídek s premií výnos u nabídek s diskontem o cca 9 procentních bodů, a patnáctý den dokonce o více než 24 procentních bodů.

Graf 8 – Chování před i po zveřejnění nabídky, CAPM (BCPP)



Pramen: ČNB

Graf 9 – Chování před i po zveřejnění nabídky, CAPM (RM-Systém)



Pramen: ČNB

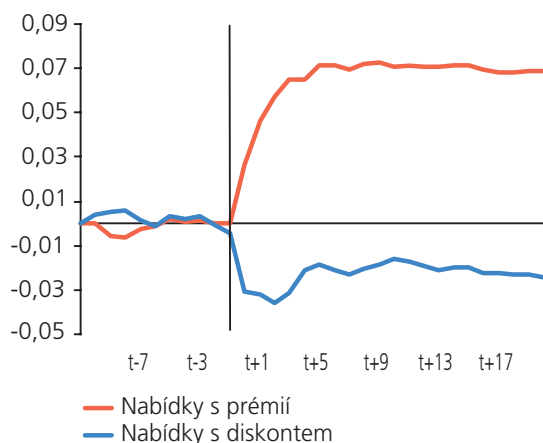
Problematickým bodem při interpretaci výsledků je nízká likvidita řady analyzovaných titulů a působení faktoru neobchodování. Pokud přijmeme zjednodušující předpoklad, že informace, které se promítají do cen se zpožděním kvůli nelikviditě, by se do nich jinak promítaly první možný obchodní den, lze faktor neobchodování zohlednit vynecháním těch dnů, kdy se s daným titulem během prvních dvaceti dní po zveřejnění nabídky neobchodovalo a informace se nemohla promítnout do cen.¹⁸³ Takto upravené reakce pak můžeme pozorovat v Grafu 10 pro BCPP a Grafu 11 pro RM-S.

I po této úpravě však tržní ceny reagují na oznámení nabídky pomalu a postupně a trh lze označit za neefektivní ve smyslu středně silné formy efektivnosti. Ukazuje se, že na burze tržní ceny reagují na informaci o nabídce s premií během čtyř dnů. V případě nabídek s diskontem reagují ceny během tří dnů, abnormální výnosy ovšem nejsou kromě dne zveřejnění statisticky významné. Z grafů je také zřejmé, že na rozdíl od BCPP nedochází v případě

¹⁸³ Tento přístup implicitně a velmi optimisticky předpokládá, že informace, které se promítají do cen se zpožděním kvůli nelikviditě, by se za normálních okolností do nich promítly první možný obchodní den. V podstatě říkáme, že informace se vstřebávají do cen s maximální možnou rychlostí.

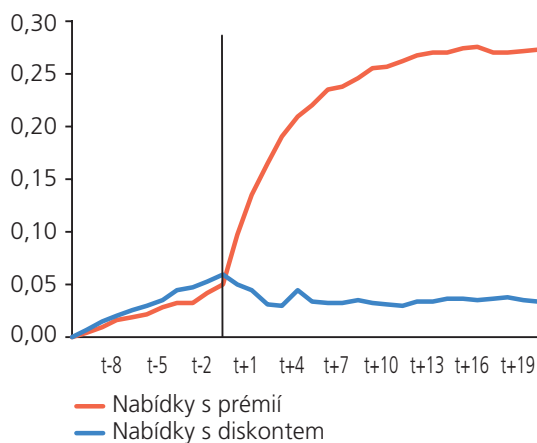
RM-S k výrazné změně v průběhu reakcí (srovnání Grafu 9 a 11). Lze z toho vyvodit, že obecně nižší likvidita na RM-Systému způsobuje pomalejší promítání informací do cen a relativně nižší efektivnost trhu vůči BCPP.

Graf 10 – Reakce na zveřejnění nabídky, úprava o faktor nesynchronního obchodování, CAPM (BCPP)



Pramen: ČNB

Graf 11 – Reakce na zveřejnění nabídky, úprava o faktor nesynchronního obchodování, CAPM (RM-Systém)



Pramen: ČNB

5. ZÁVĚR

Cílem článku bylo otestovat platnost středně silné formy efektivnosti českého akciového trhu – Burzy cenných papírů Praha a RM-Systému. Po úvodním obecném charakterizování nabídek odkupu včetně vztahu mezi odkupními a průměrnými cenami jsme analyzovali rychlost a sílu reakce na zveřejnění informace o odkupní ceně.

Lze shrnout, že na českém akciovém trhu není možné potvrdit středně silnou formu efektivnosti. Protože ceny reagují na zveřejnění nabídek odkupu postupně, významné reakce se objevují zejména u těch nabídek, kde odkupní cena přesahuje tržní cenu. Ceny reagují postupně i po očištění o faktor nepravidelného obchodování v důsledku nízké likvidity. Ceny v odkupech navíc v letech 2004 a 2005 přesahovaly průměrné ceny výrazněji než v předchozích letech, což není v souladu s předpokladem standardizace českého kapitálového trhu a růstu informačního obsahu cen. Vysvětlení lze hledat zejména v nedostatečném (či pouze částečném) naplnění axiomů, na kterých hypotéza efektivních trhů spočívá. Zejména faktory jako krátká historie trhu, charakter a průběh privatizace, používaný obchodní systém nebo míra participace zahraničních investorů ovlivňují transparentnost trhu a jeho likviditu, podíl nelikvidních titulů, přímé i nepřímé náklady obchodování a potažmo i jeho efektivnost. Tyto závěry jsou v souladu s dosavadními studiemi testujícími středně silnou formu efektivnosti jak na českém akciovém trhu,¹⁸⁴ tak i na střeoevropských trzích,¹⁸⁵ které až na výjimky potvrzují nedosahování středně silné formy efektivnosti.

Pozitivně vyznívají výsledky analýzy možného obchodování na základě neveřejných informací týkajících se nabídek odkupu, protože k výrazné diferenciaci reakcí cen akcií poptávaných s premií a diskontem dochází až po zveřejnění nabídek. Identifikovaný růst kumulativních abnormálních výnosů na RM-Systému v období před zveřejněním lze považovat spíše za důsledek racionálního uvažování investorů než za důkaz svědčící o využívání insider informací.

¹⁸⁴ Filip, M. (1999), Filip, M. (2000).

¹⁸⁵ Gryglewicz (2004), Jermakowicz, Gornik a Tomaszewski (1998).

LITERATURA

- Aharony, J., Swary, I. (1980): *Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholder's Returns: An Empirical Analysis*, Journal of Finance 35 (1), str. 1–12
- Ball, R., Brown P. (1968): *An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers*, Journal of Accounting Research 6, str. 159–78
- Ball, R. (1978): *Anomalies in Relationships Between Securities' Yields and Yield-Surrogates*, Journal of Financial Economics 6, str. 103–26
- Cable, J., Holland, K. (1999): *Modelling Normal Returns in Event Studies: A Model-Selection Approach and Pilot Study*, European Journal of Finance 5 (4), str. 331–41
- Fama, E.F., Fisher, L., Jensen, M.C., Roll, R. (1969): *The Adjustment of Stock Prices to New Information*, International Economic Review 10 (1), str. 1–21
- Filip, M. (1999): *Doporučení analytiků na českém akciovém trhu – jsou k užítu?* Finance a úvěr – Czech Journal of Economics and Finance 4–5/1999, str. 227–80
- Filip, M. (2000): *Dividendy českých firem a optimální investiční strategie*, Finance a úvěr – Czech Journal of Economics and Finance 12/2000, str. 685–97
- Gryglewicz, S. (2004): *Stock Repurchase as an Alternative to Dividend Payout: Evidence from Warsaw Stock Exchange*, University of Aarhus Working Paper No. 169, March 2004
- Jermakowicz, E. K., Gornik-Tomaszewski, S. (1998): *Information Content of Earnings in the Emerging Capital Market: Evidence from the Warsaw Stock Exchange*, Multinational Finance Journal 2 (4), str. 245–67
- Jindřichovská, I., Rhys, H. (2000): *Opening up of investment funds: the case of the Czech Republic*, SMB Research Paper No. 12, Aberystwyth, Wales
- Kaplan, R.S., Roll, R. (1972): *Investor Evaluation of Accounting Information: Some Empirical Evidence*, Journal of Business 45 (2), str. 225–57
- MacKinley, A.C. (1997): *Event Studies in Economics and Finance*, Journal of Economic Literature 35, str. 13–39
- Mills, T.C. (1993): *The econometric modeling of financial time series*, Cambridge University Press, Cambridge
- Roberts, H. (1967): *Statistical Versus Clinical Prediction of the Stock Market*, CRSP University of Chicago, May 1967
- Scholes, M. (1972): *The Market for Securities: Substitution Versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Prices*, Journal of Business 45, str. 179–211
- Sharpe, W. F. (1963): *A Simplified Model for Portfolio Analysis*, Management Science 9 (2), str. 277–93
- Sharpe, W. F. (1964): *Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk*, Journal of Finance 19 (3), str. 425–42

SLOVNÍČEK POJMŮ

Carry trade	Spekulativní strategie na finančních trzích, kdy si investor vypůjčí prostředky v měně s nižší úrokovou sazbou a investuje je do měny s vyšší úrokovou sazbou za účelem realizace zisku vyplývajícího z úrokového diferenciálu. Předpokladem realizace zisku však je, že případný pohyb měnového kurzu mezi financující měnou a měnou investice nebude eliminovat výnos z úrokového diferenciálu.
Celkový přírůstek obyvatelstva	Součet přirozeného přírůstku obyvatelstva a přírůstku stěhování za stejné období v daném území. Přírůstek stěhování (migrační saldo) je rozdílem počtu přistěhovalých a vystěhovalých osob za stejné období v daném území. Viz též pojem Přirozený přírůstek obyvatelstva.
Ceny převodů nemovitostí	Ceny pocházející ze statistik daňových přiznání pro daň z převodu nemovitostí MF ČR, které jsou publikovány ČSÚ. Tyto ceny mají metodicky nejbližší ke skutečným tržním cenám nemovitostí, jsou však publikovány s časovým zpožděním zhruba jednoho roku. Viz též pojem Nabídkové ceny nemovitostí.
Developerské společnosti/ developerské projekty	Společnosti, resp. projekty, jejichž cílem je komplexní výstavba rezidenčních i komerčních nemovitostí. Činnost developerských společností zahrnuje především vytipování vhodného území, zajištění tvorby projektu, získání všech potřebných povolení, vytvoření inženýrských sítí, vlastní výstavbu a prodej nemovitosti. Developerské společnosti často rovněž klientům zprostředkovávají financování nákupu nemovitosti, nezřídka se podílejí na pronajímání či správě nemovitosti po ukončení výstavby (především u komerčních nemovitostí). Vzhledem ke kombinaci stavební činnosti a spekulacních nákupů nemovitostí jsou výsledky developerských společností silně závislé na vývoji cen nemovitostí.
Default	Událost kreditního defaultu je definovaná jako porušení platební morálky dlužníka.
Globální přebytek úspor	Globálním přebytkem úspor se rozumí situace několika posledních let, kdy zejména v rozvíjejících se ekonomikách došlo k významnému nárůstu objemu úspor, který není možno v těchto ekonomikách investovat do důvěryhodných aktiv. To vede k rozsáhlým kapitálovým tokům z rozvíjejících se ekonomik do vyspělých zemí. K tomu se přidal nárůst úspor firemního sektoru ve vyspělých zemích v důsledku relativně nízkých investic, což bývá spojováno s předchozí investiční vlnou, která ve víře v efekty „nové ekonomiky“ přispěla k tvorbě nadměrných kapacit. Jedním ze souhrnných efektů je pokles světových reálných úrokových sazeb, který se projevuje také historicky nízkou úrovní dlouhodobých nominálních úrokových sazeb v klíčových ekonomikách.
Globální převis likvidity	Globální převis likvidity je označení pro významný nárůst úvěrů a peněžní zásoby v řadě zemí v posledních letech. Za nejvýznamnější ukazatele tohoto jevu jsou považovány odchylky poměru peněžní zásoby k HDP nebo poměru úvěrů soukromého sektoru k HDP oproti dlouhodobým trendům. Globální převis likvidity je dáván do souvislosti s nízkými měnověpolitickými sazbami klíčových centrálních bank v období po roce 2001 a s přetrvávající historicky nízkou úrovní dlouhodobých nominálních úrokových sazeb (viz pojem Globální přebytek úspor).
Herfindahlův index (HI)	Součet druhých mocnin tržních podílů subjektů působících na daném trhu. Vyjadřuje úroveň koncentrace daného trhu. Nabývá hodnot 0 – 10000. Čím je HI nižší, tím méně je trh koncentrován.
Honba za výnosem	Honbou za výnosem (search for yield) se rozumí snaha mezinárodních investorů kompenzovat historicky nízké úrovně výnosů nízkorizikových aktiv z vyspělých zemí realizací investic do výnosnějších aktiv zejména rozvíjejících se ekonomik, u nichž je často možno předpokládat nominální zhodnocování měnového kurzu.

Kapitálová přiměřenost	Podíl regulatorního kapitálu a celkových rizikově vážených aktiv.
Kapitálová přiměřenost Tier1	Podíl kapitálu Tier1 a celkových rizikově vážených aktiv (viz též pojem Tier1).
Loan-to-value ratio (LTV)	Poměr úvěru a hodnoty zastavené nemovitosti.
Míra defaultu	12měsíční míra defaultu je poměr mezi počtem subjektů, u kterých došlo v horizontu 12 měsíců od okamžiku sledování nově k defaultu, a počtem všech subjektů existujících v daném období. Rovněž je možné míru defaultu definovat analogicky objemově na základě přijatých závazků dlužníků.
Nabídkové ceny nemovitostí	Ceny nabídek prodeje nemovitostí v realitních kancelářích, které jsou uveřejňovány Institutem regionálních informací (IRI), spolu s údaji o nabídkových cenách tržního nájemného. Nabídkové ceny by měly být vyšší než ceny převodů nemovitostí. Viz též pojem Ceny převodů nemovitostí.
Over-the-counter operace (OTC)	Operace probíhající mimo organizovaný trh.
Present value of a basis point (PVBP)	Velikost změny reálné hodnoty nástroje při paralelním posunu úrokové křivky o 1 bazický bod, tj. 0,01 %.
Přirozený přírůstek obyvatelstva	Rozdíl počtu živě narozených dětí a počtu zemřelých obyvatel za stejné období a území. Viz též pojem Celkový přírůstek obyvatelstva.
Return on equity	Rentabilita kapitálu.
Solventnost	Solventnost v pojišťovnictví je schopnost pojistitele plnit přijaté pojistné závazky, tj. uhradit oprávněné pojistné nároky z realizovaných pojistných událostí.
Technické rezervy	Technické rezervy vytváří pojistitel podle zákona o pojišťovnictví k plnění závazků z pojišťovací činnosti, které jsou pravděpodobné nebo jisté, ale nejistá je jejich výše nebo okamžik jejich vzniku.
Tier1	Nejkvalitnější a u bank v ČR současně nejvýznamnější část regulatorního kapitálu. Dominantními složkami Tier1 jsou základní kapitál, nerozdělený zisk a povinné rezervní fondy.
Úrokový spread	Též úrokový diferenciál, rozpětí mezi úrokovou sazbou určitého kontraktu (vkladu, cenného papíru) a referenční úrokovou sazbou.
Value at risk	Velikost ztráty s předdefinovanou pravděpodobností za určité období držení současného portfolia, kterou může banka utrpět při nepříznivém vývoji tržních faktorů (např. úrokových sazeb, měnových kurzů apod.).
Vyrovňovací rezerva	Vyrovňovací rezerva se tvoří k jednotlivým odvětvím neživotního pojištění a je určena na vyrovnávání zvýšených nákladů na pojistná plnění, které vzniknou kolísáním škodního průběhu v důsledku skutečností nezávislých na vůli pojišťovny.
Výnosový spread	Též výnosový diferenciál, rozpětí mezi výnosem určitého dluhopisu a výnosem referenčního (tzv. benchmarkového) dluhopisu.

SEZNAM ZKRATEK POUŽITÝCH V TEXTU

AFAM ČR	Asociace fondů a asset managementu ČR
AKAT	Asociace pro kapitálový trh
APF ČR	Asociace penzijních fondů ČR
ATM	automated teller machine (bankomat)
b.b.	bazický bod
BIS	Bank for International Settlements
BRIBOR	Bratislava InterBank Offered Rate (referenční úroková sazba mezibankovního trhu)
BUBOR	Budapest InterBank Offered Rate (referenční úroková sazba mezibankovního trhu)
Bund	německý vládní dluhopis
BUX	maďarský akciový index
CAR	capital adequacy ratio (kapitálová přiměřenost)
CEA	Comité Européen des Assurances (Evropský výbor pojišťoven)
CEBS	Committee of European Banking Supervisors (Výbor evropských bankovních dohledů)
CEC5	Central and East-European Countries (ČR, Maďarsko, Polsko, Slovensko, Slovinsko)
CEIOPS	Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (Výbor evropských dohledů nad pojišťovacími a zaměstnaneckými fondy)
CERTIS	Czech Express Real Time Interbank Gross Settlement System
CESR	Výbor evropských regulátorů cenných papírů
CP	cenné papíry
CRÚ	centrální registr úvěrů
CSD	centrální depozitář cenných papírů
CZEONIA	Czech OverNight Index Average (referenční O/N úroková sazba mezibankovního trhu)
CZK	česká koruna
CVCA	Czech Venture Capital Association
ČAP	Česká asociace pojišťoven
ČLFA	Česká leasingová a finanční asociace
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
DJ Stoxx 50	evropský akciový index Dow Jones Stoxx 50
DJ EuroStoxx	evropský akciový index Dow Jones EuroStoxx
DJIA	americký akciový index Dow Jones Industrial Average
DOA	doba obratu aktiv
DPH	daň z přidané hodnoty
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development (Evropská banka pro obnovu a rozvoj)
EC	European Commission (Evropská komise)
ECB	Evropská centrální banka
EHP	Evropský hospodářský prostor
EIB	European Investment Bank (Evropská investiční banka)
EMBI	Emerging Market Bond Index
EONIA	Euro OverNight Index Average (referenční O/N úroková sazba mezibankovního trhu)
ES	Evropské společenství
ESCB	Evropský systém centrálních bank
EU	Evropská unie
EU-12	země eurozóny
EU-25	země EU
EUR	euro
EURIBOR	Euro InterBank Offered Rate (referenční úroková sazba mezibankovního trhu)
EVCA	European Private Equity & Venture Capital Association
Fed	Federální rezervní systém (americká centrální banka)
FRA	Forward Rate Agreement
FSAP	Financial Sector Assessment Program
FVO	fair value option (opce na reálnou hodnotu)

HDP	hrubý domácí produkt
HI	Herfindahlův index
HUF	maďarský forint
IAS/IFRS	mezinárodní účetní standardy/mezinárodní standardy finančního výkaznictví
IBRD	International Bank for Reconstruction and Development (Mezinárodní banka pro obnovu a rozvoj)
IMF	International Monetary Fund (Mezinárodní měnový fond)
IRI	Institut regionálních informací
KČ	česká koruna
KP	kapitálová přiměřenost
LGD	Loss Given Default (očekávaná míra ztráty)
LIBOR	London InterBank Offered Rate (referenční úroková sazba mezibankovního trhu)
LTV	loan-to-value ratio (poměr úvěru a hodnoty zastavené nemovitosti)
MF ČR	Ministerstvo financí ČR
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MNB	Magyar Nemzeti Bank (Maďarská centrální banka)
MSP	malé a střední podniky
NMS-8	New Member States - nové členské země EU mimo Maltu a Kypr
O/N	over-night (přes noc)
OCF	obchodníci s cennými papíry
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development (Organizace pro ekonomickou spolupráci a rozvoj)
OKEČ	odvětvová klasifikace ekonomických činností
OON	ostatní osobní náklady
OPF	otevřené podílové fondy
OR	operační riziko
OTC	over-the-counter
p.b.	procentní bod
P/E ratio	price to earnings ratio - poměr ceny akcie k zisku na akcii
PD	probability of default (pravděpodobnost selhání)
PH	přidaná hodnota
PLN	polský zlotý
PRIBOR	Prague InterBank Offered Rate (referenční úroková sazba mezibankovního trhu)
PVBP	present value of a basis point
PX (PX-Glob)	český akciový index
PZI	přímé zahraniční investice
QIS	quantitative impact study (kvantitativní dopadová studie)
RoA	return on assets (rentabilita aktiv)
RoE	return on equity (rentabilita vlastního jmění)
RoT	rentabilita tržeb (zisková marže)
S&P 500	americký akciový index Standard & Poor's 500
SITC	Standard International Trade Classification
SKD	Systém krátkodobých dluhopisů
SKK	slovenská koruna
SKONIA	Slovak OverNight Index Average (referenční O/N úroková sazba mezibankovního trhu)
SSS	systém vypořádání cenných papírů
UCITS	Undertakings for the Collective Investment of Transferable Securities (Fondy kolektivního investování)
USD	americký dolar
VJM	vlastní jmění
WB	World Bank (Světová banka)
WIBOR	Warsaw InterBank Offered Rate (referenční úroková sazba mezibankovního trhu)
WIG	polský akciový index
JPY	japonský jen

Zkratky názvů krajských měst (k části 3.2 Vývoj na trhu nemovitostí):

BRN	Brno	OST	Ostrava
CB	České Budějovice	PAR	Pardubice
HK	Hradec Králové	PHA	hlavní město Praha
JIH	Jihlava	PLZ	Plzeň
KV	Karlovy Vary	UnL	Ústí nad Labem
LIB	Liberec	ZLN	Zlín
OLC	Olomouc		

Mezinárodní zkratky zemí:

AT	Rakousko	IT	Itálie
AU	Austrálie	JP	Japonsko
BE	Belgie	LT	Lotyšsko
BG	Bulharsko	LU	Lucembursko
CH	Švýcarsko	LV	Litva
CY	Kypr	MT	Malta
CZ	Česko	ME	Mexiko
CR	Chorvatsko	NL	Nizozemsko
DE	Německo	PL	Polsko
DK	Dánsko	PT	Portugalsko
EE	Estonsko	RO	Rumunsko
ES	Španělsko	SE	Švédsko
FI	Finsko	SI	Slovinsko
FR	Francie	SK	Slovensko
GR	Řecko	TR	Turecko
HU	Maďarsko	UK	Velká Británie
IE	Irsko	USA	Spojené státy americké

Vydává:

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA
Na Příkopě 28
115 03 Praha 1
Česká republika

Kontakt:

SAMOSTATNÝ ODBOR KOMUNIKACE
Tel.: 22441 3494
Fax: 22441 2179

<http://www.cnb.cz>

Sazba a produkce: Studio Press

Grafický design: Jerome s.r.o.