

2 REÁLNÁ EKONOMIKA

2.1 MAKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ

Zahraniční i domácí makroekonomický vývoj byl v roce 2006 příznivý. Silnou ekonomickou aktivitu neomezilo ani pokračující zpříšňování 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 vzniku 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).

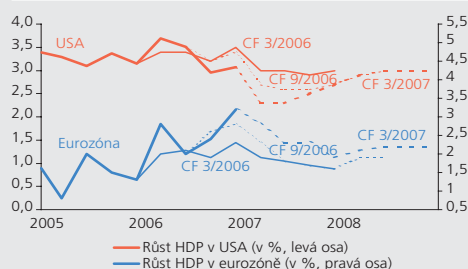
Rozsah globálních nerovnováh zůstal i v roce 2006 značný. Deficit běžného účtu platební bilance USA v roce 2006 vzrostl už jen mírně na 6,5 % HDP (oproti 6,4 % v roce 2005). Tento deficit byl „financován“ zejména asijskými ekonomikami a zeměmi exportujícími ropu, které dosahovaly značných přebytků běžného 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, mezioctní růst, skutečnost versus očekávání Consensus Forecast, CF)

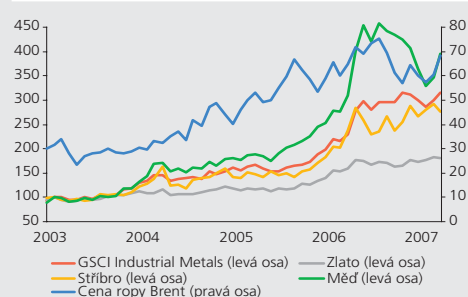


Pramen: Eurostat, US Bureau of Economic Statistics, Consensus Forecast

GRAF II.2

Ceny vybraných komodit

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



Pramen: Bloomberg

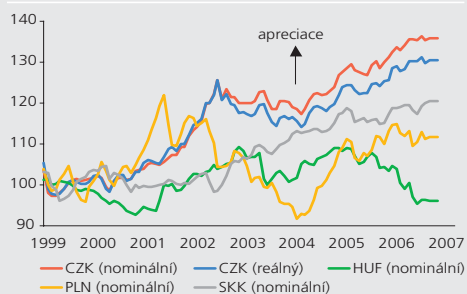
1 MMF ve World Economic Outlook (April 2007) uvádí, že výstup světové ekonomiky vzrostl v roce 2006 o 5,3 %, což je spolu s rokem 2004 rekord dekády. V dalších dvou letech se očekává mírně slabší růst ve výši 4,9 %.

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

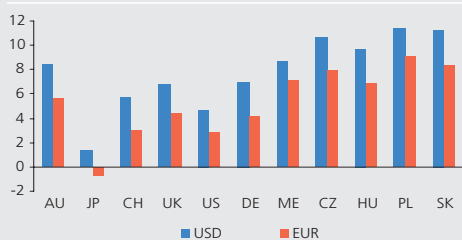
Vývoj reálných a nominálních efektivních měnových kurzů
(index, 1999=100, váhy = podíl na zahraničním obchodu 41 partnerů, reálný kurz s využitím CPI)



Pramen: Eurostat

GRAF II.4

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

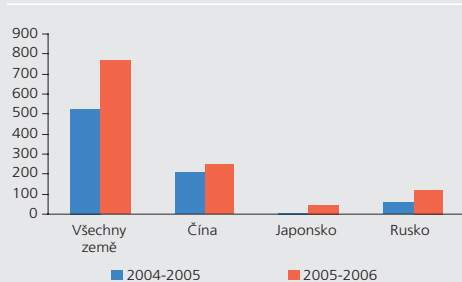


Pramen: Eurostat, výpočty ČNB

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)



Pramen: Bloomberg

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 našim 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, February 2006.

uvolnění měnové politiky a značné zadluženosti domácností by hrozící recesi nebylo jednoduché čelit nástroji měnové politiky.⁵ Přizpůsobení 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 úrovním 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)

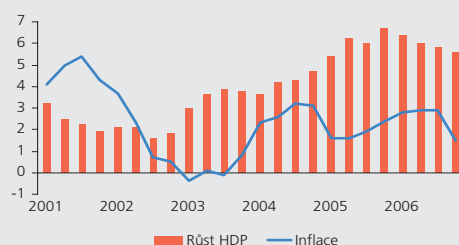
		2005	2006	2007	2008
Maďarsko	růst HDP (v %)	4,2	3,9	2,4	3,0
	inflace (v %)	3,5	3,9	6,9	3,7
	fiskální deficit/HDP (v %)	-6,5	-9,8	-6,8	-4,7
	schodek běžného účtu/HDP (v %)	-7,4	-6,0	-5,0	-4,6
Polsko	růst HDP (v %)	3,5	5,8	5,7	5,2
	inflace (v %)	2,1	1,0	2,1	2,5
	fiskální deficit/HDP (v %)	-2,9	-2,4	-2,9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

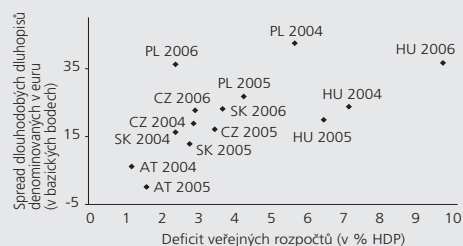
(čtvrtletní data; meziroční změny v %)



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 ekonomy 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.

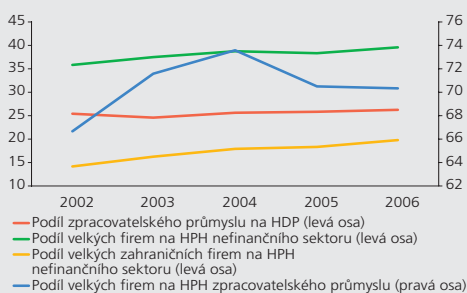
⁶ Zdá se, že investoři do určité míry rozlišují mezi jednotlivými zeměmi regionu podle ekonomických fundamentů, nicméně v časech korekcí na finančních trzích regionální sentiment stále působí (viz část 3.1).

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

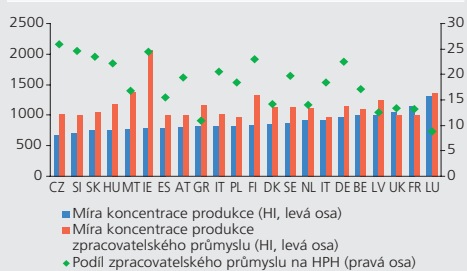
Pramen: ČNB, ČSÚ

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

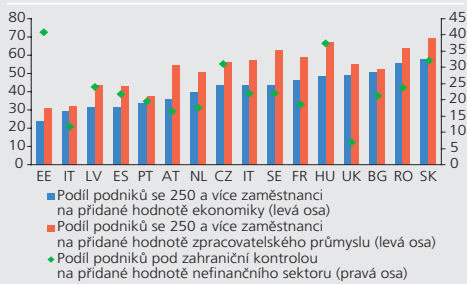
GRAF II.9
Význam zpracovatelského průmyslu a koncentrace produkce
(rok 2005, podíl v %, HPH = hrubá přidaná hodnota, HI = Herfindahlův index)



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 v 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 náklady.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 financující 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 rezidynty 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 opačně 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 přebytečnou 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 nerezidynty, 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 nerezidynty). 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 nerezidynty 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 rezidynty, 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

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

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 rezidynty	22,8	48,0	37,5	55,2
Účasti: – v % HDP	49,4	71,4	29,8	70,9
– v % veškerých účastí v pasivních 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

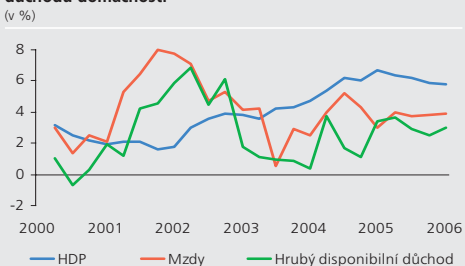
(pohledávky rezidentů vůči nerezidentům, nekonsolidované stavy ke konci období, v % HDP)

	CZ	HU	PL	E-12
Oběživo a vklady: – v % HDP	11,5	7,9	11,0	44,2
– v % oběživa a vkladů držených rezidynty	11,2	10,8	17,2	25,9
Půjčky: – v % HDP	4,0	16,4	0,9	39,0
– v % všech půjček poskytnutých rezidynty	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 rezidynty	50,7	32,9	29,5	49,6
Účasti: – v % HDP	9,7	8,7	2,2	78,4
– v % veškerých účastí držených rezidynty	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.

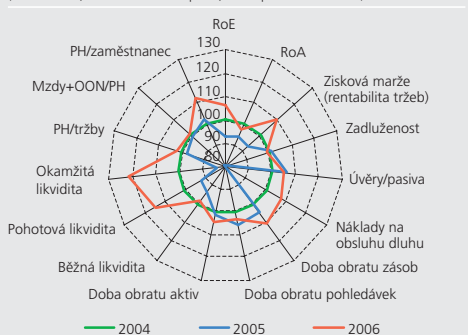
GRAF II.11
Reálný meziroční růst HDP, mezd a hrubého disponibilního důchodu domácností



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

GRAF II.12
Vývoj základních finančních ukazatelů nefinančních podniků

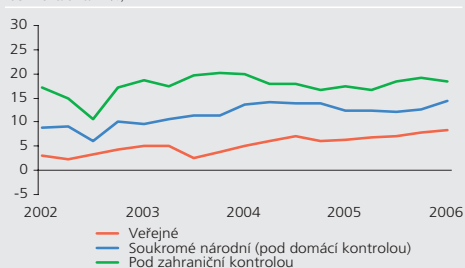
(2004 = 100, index nad 100 zlepšení, index pod 100 zhoršení)



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

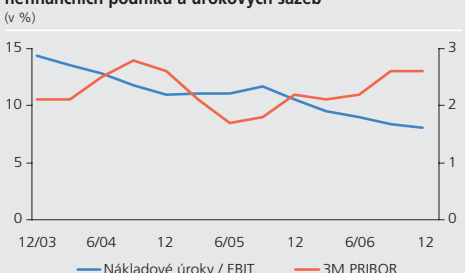
GRAF II.13
Vývoj ziskovosti (RoE)

(čtvrletní 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



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 nevyovídají 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 obratu 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 tématické 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.

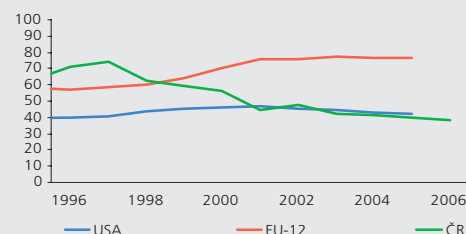
2.2.2 Malé a střední podniky

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

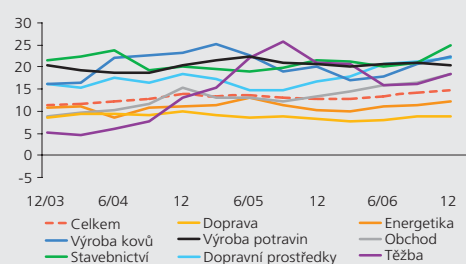
Pozitivní trendy ve vývoji finančních ukazatelů podniků se promítají i v růstu jejich úvěrové dynamiky (Graf II.19). K jejímu oživení došlo již v roce 2003 a k jejímu dalšímu růstu v následujících letech nejvíce přispěl právě sektor malých a středních podniků.²⁰ Dochází tak postupně ke zvýšení podílu 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



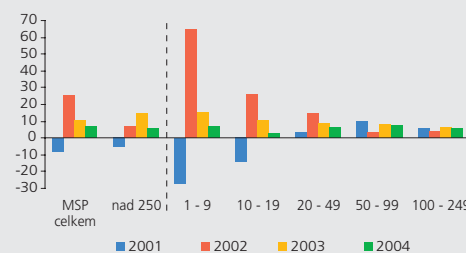
Pramen: Eurostat, ČNB, US Bureau of Economic Statistics
Pozn.: Zadluženost je počítána jako podíl přijatých půjček a vydaných dluhopisů z finančních účtů na HDP.

GRAF II.16
Vývoj ziskovosti (ROE) odvětví nefinančních podniků
(čtvrtletní data, součet hospodářského výsledku za čtyři po sobě jdoucí čtvrtletí; roční rentabilita v %)



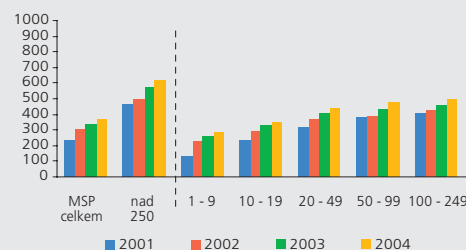
Pramen: ČSÚ, vlastní výpočty

GRAF II.17
Reálný růst přidané hodnoty na zaměstnance
(v %, defloováno 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.

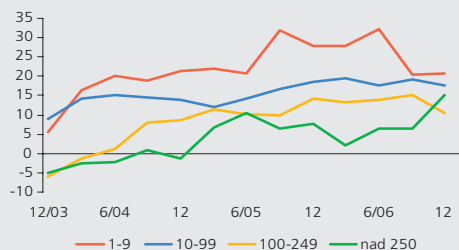
¹⁸ Volatilita reálného růstu přidané hodnoty na zaměstnance se opět zvyšuje u podniků nad 250 zaměstnanců.

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

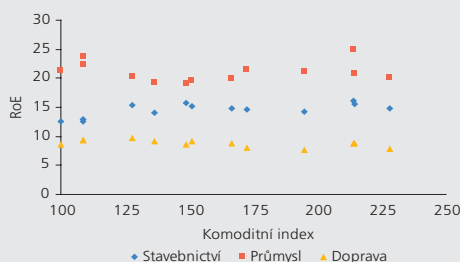
(čtvrtletní data, meziroční růst úvěrů podnikům dle počtu zaměstnanců v %)



Pramen: ČNB (CRÚ)

GRAF II.20
Vývoj ziskovosti v závislosti na cenách komodit

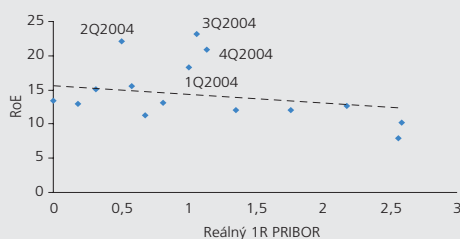
(čtvrtletní data od 4Q2003 do 4Q2006, RoE v %, komoditní index 4Q2003 = 100)



Pramen: ČSÚ, Bloomberg

GRAF II.21
Vývoj ziskovosti v závislosti na reálných ročních mezibankovních úrokových sazbách

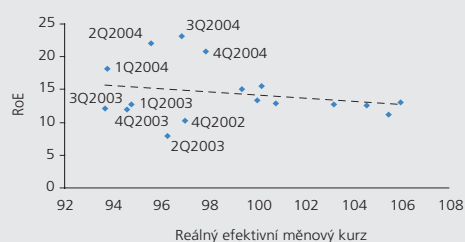
(data od 4Q2002 do 4Q2006, v %)



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 oživení 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 zhodnocení 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

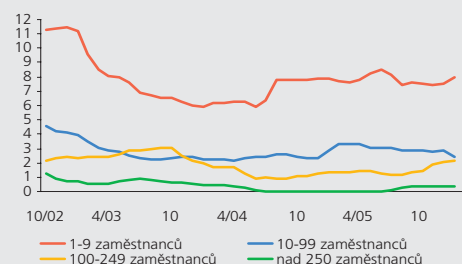
Nízké úrokové sazby a převis likvidity na finančních trzích motivovaly tržní aktéry k hledání alternativních forem investic s vyšším výnosem. To vedlo v posledních letech ke zvýšenému zájmu investorů o trh soukromého kapitálu (private equity). Specializované fondy soukromého kapitálu (private equity 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

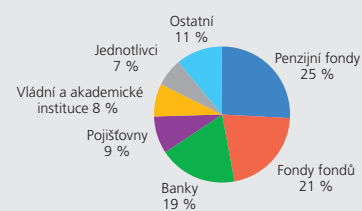
Míra 12měsíčního defaultu podniků podle počtů zaměstnanců (v %)



Pramen: ČNB (CRÚ)

GRAF II.1 (Box)

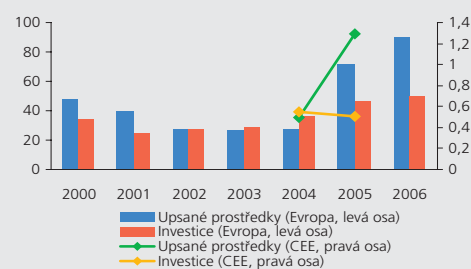
Investorská báze evropských fondů soukromého kapitálu (podílí investorů na prostředcích upsaných v roce 2006)



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.

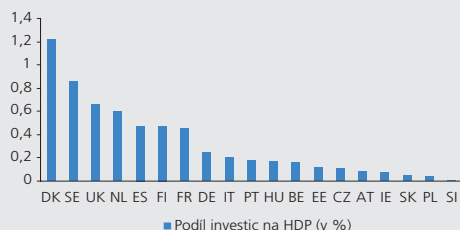
²⁷ K tomuto tématu viz též Jakubík, P. (2007): Credit Risk in the Czech Economy, IES Working Paper, 11/2007. Tento vztah potvrzují i studie pro jiné ekonomiky viz například Jakubík, P. (2006): Does Credit Risk Vary with Economic Cycles? The Case of Finland, IES Working Paper, 11/2007.

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)

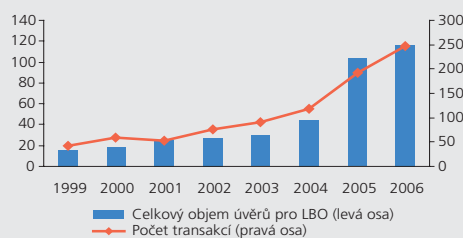


Pramen: EVCA

GRAF II.4 (Box)

Dynamika bankovního financování pro transakce typu LBO v Evropě

(v mlrd. EUR)

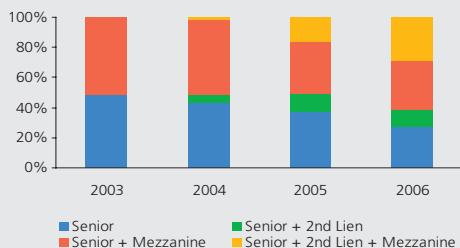


Pramen: Standard & Poor's LCD

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.

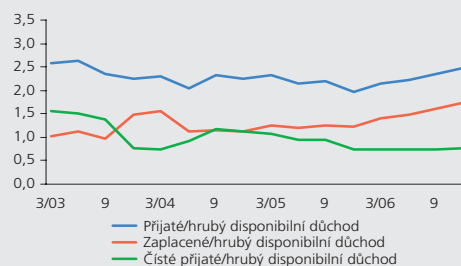
Růst úrokových sazeb by měl při symetrickém dopadu do přijatých i placených úroků domácnostmi pozitivní efekt na čisté úrokové příjmy domácností jako celku. Nicméně by došlo k negativnímu dopadu na část domácností s deficitním financováním a následně na celý finanční sektor prostřednictvím vyšší míry 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

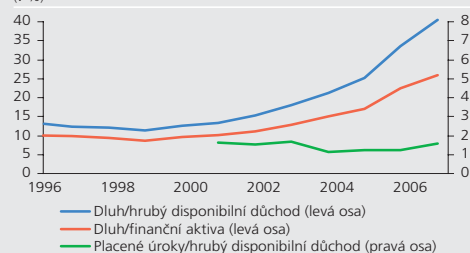
Podíl přijatých a zaplacených úroků na disponibilním důchodu domácností (v %)



Pramen: ČSÚ

GRAF II.25

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

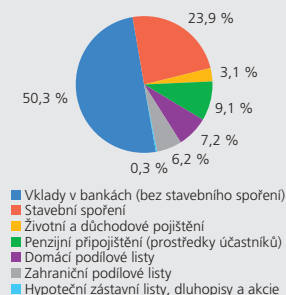


Pramen: ČNB, ČSÚ

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

GRAF II.26

Struktura finančních aktiv domácností v roce 2006 (v %)



Pramen: ČNB, AKAT

GRAF II.27

Bankovní a nebankovní úvěry domácnostem (mld. Kč)



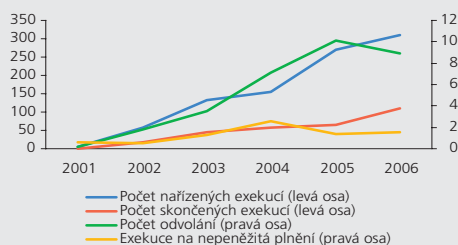
Pramen: ČNB, ČLFA

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 v 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 ztrojnásobení 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.

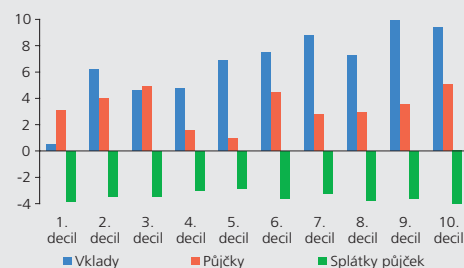
Osobní bankrot je určitým východiskem pro lidi, kteří mají dluhy již tak vysoké, že je nejsou schopni splatit ani do konce svého života. Zákon dává těmto lidem možnost začít znovu a současně se snaží o zajištění maximální výtěžnosti věřitelům. Na vyhodnocení fungování zákona v praxi je třeba ještě počkat,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

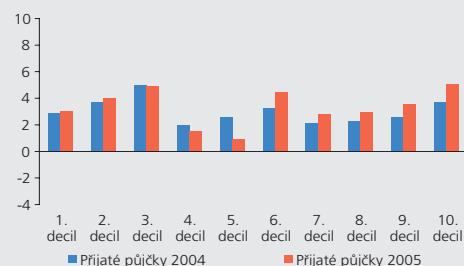


Pramen: ČSÚ, výpočty ČNB

GRAF II.30

Nově přijaté půjčky domácností dle příjmových kategorií z rodinných účtů

(podíl ke hrubým peněžním příjmům v %)

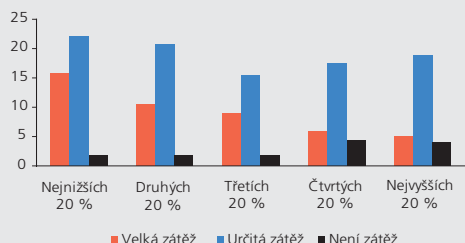


Pramen: ČSÚ, výpočty ČNB

GRAF II.6 (Box)

Zatížení domácností spotřebitelskými úvěry

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



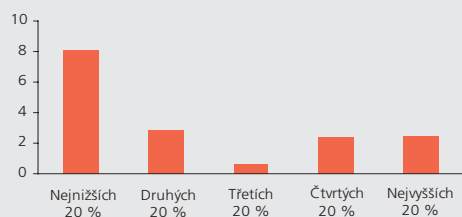
Pramen: ČSÚ

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

(podíl na celku v %)

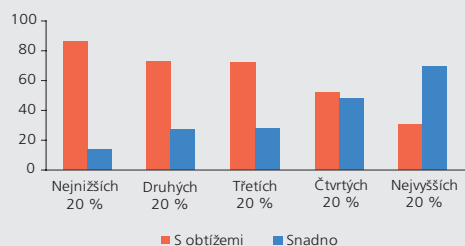


Pramen: ČSÚ

GRAF II.8 (Box)

Domácnosti vycházejí s peněžními příjmy

(podíl domácností na celku v %)

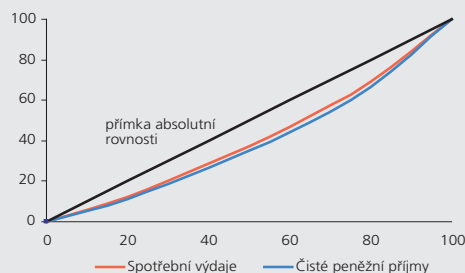


Pramen: ČSÚ

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 vycházejí 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.