

2 REÁLNÁ EKONOMIKA A FINANČNÍ TRHY

Tempo růstu světové ekonomiky zpomalilo. Proces normalizace měnových politik klíčových centrálních bank se vlivem zhoršeného hospodářského výhledu a slabých inflačních tlaků téměř zastavil, přičemž globální finanční podmínky zůstávají uvolněné. Prodlužování období nízkých úrokových sazeb ve většině evropských ekonomik oddaluje materializaci již naakumulovaných rizik pro finanční stabilitu a zároveň podněcuje přijímání nových rizik souvisejících s rostoucím zadlužením soukromého i vládního sektoru a nárůstem cen finančních aktiv nad fundamentální úroveň. Domácí ekonomika vzrostla v roce 2018 o necelá 3 %. Prognóza ČNB očekává v roce 2019 pokračování růstu tempem okolo 2,5 %. Dlouhodobé výnosy českých státních dluhopisů zůstaly pod svými neutrálními hodnotami. Ceny komerčních i rezidenčních nemovitostí se dále zvyšovaly a zůstaly nadhodnocené. Vlivem rostoucích mzdových nákladů pokračoval pokles ziskovosti v sektoru nefinančních podniků. Vysoká úvěrová aktivita se promítla do citelného nárůstu míry jejich zadluženosti. U sektoru domácností se zadluženost ve vztahu k příjmům nezvyšovala, avšak i v tomto sektoru bylo pozorováno pokračování svižné úvěrové dynamiky.

Významným rizikem pro stabilitu domácího finančního systému zůstalo globální přecenění rizikových prémie a s tím související náhlý růst delších úrokových sazeb. Také naplnění vnějších rizik v podobě ekonomického zpomalení v eurozóně by se promítlo do nižšího růstu domácí ekonomiky. Citelný pokles poptávky po zboží a službách by měl negativní dopad na ziskovost firem a vývoj mezd domácností a následně by se promítl do zvýšené míry jejich úvěrových selhání.

2.1 MAKROEKONOMICKÉ A FINANČNÍ PROSTŘEDÍ

2.1.1 Vnější prostředí

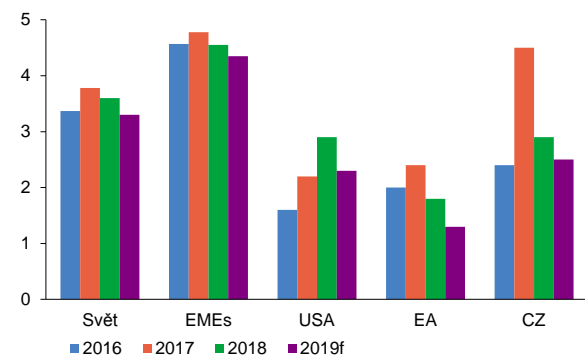
Globální hospodářský vývoj byl v roce 2018 příznivý, ale vyhlídky naznačují jeho zpomalení...

Světová ekonomika vzrostla v roce 2018 o solidních 3,6 % (oproti 3,8 % v roce 2017). Dubnová prognóza MMF očekává zpomalení růstu na 3,3 % v letošním roce a postupné oživování v následujících letech. U vyspělých ekonomik začala dynamika růstu v průběhu roku 2018 zpomalovat, přičemž výhledy pro letošní rok se postupně zhoršovaly (Graf II.1). V eurozóně dosáhl v roce 2018 meziroční růst HDP 1,8 %. Dubnová prognóza MMF pro letošní rok indikuje zpomalení růstu eurozóny na 1,3 % a březnová prognóza ECB na úroveň 1,1 %. Přetrvávající vysoká politická nejistota ve spojitosti s protekcionistickou obchodní politikou USA, průběhem brexitu a zpomalením čínské ekonomiky se odrazily i v poklesu předstihových ukazatelů a důvěře ekonomických subjektů ohledně budoucího ekonomického vývoje v EU (Graf II.1 CB). Výhledy hospodářského růstu byly u většiny zemí EU pro rok 2019 přehodnoceny směrem dolů (Graf II.2 CB).

Graf II.1

Hospodářský růst ve vybraných zemích

(meziroční reálný růst v %)

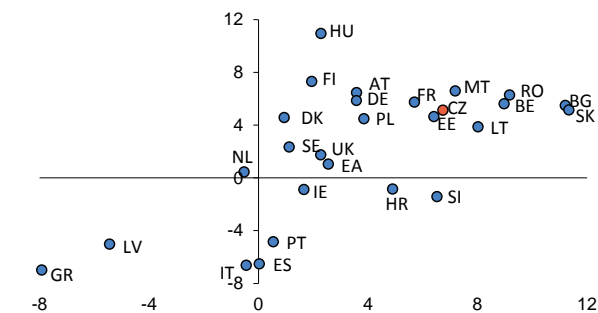


Pramen: MMF (World Economic Outlook, April 2019), ČNB
Pozn.: Písmeno f označuje prognózu. Předpověď pro ČR vychází z prognózy ČNB zveřejněné ve Zprávě o inflaci II/2019.

Graf II.2

Úvěrový růst ve vybraných zemích EU v roce 2018

(v %; osa x: domácnosti; osa y: nefinanční podniky)



Pramen: ECB, výpočty ČNB

Pozn.: Objem úvěrů zahrnuje úvěry poskytnuté úvěrovými institucemi a je vyjádřen v EUR. Z toho důvodu nemusí údaje o úvěrovém růstu v tomto grafu přesně souhlasit s údaji o úvěrovém růstu v jiných částech této Zprávy ani údaji reportovanými jinými institucemi. Údaje ke konci roku.

... v EU pokračuje silná úvěrová dynamika a některé národní makrobezpečnostní orgány vnímají úroveň zadluženosti soukromého sektoru již jako rizikovou

Hospodářský vývoj i zdroje rizik v jednotlivých zemích EU zůstávají rozdílné. Řada ekonomik se nachází v silně expanzivní fázi finančního cyklu, kterou doprovázela zvýšená úvěrová dynamika, rychlý růst cen rezidenčních nemovitostí, zvyšující se zadlužení soukromého nefinančního sektoru a investiční optimismus (Tab. II.1). Z šestnácti vybraných zemí EU uvedených v tabulce považovalo dvanáct z nich současnou úvěrovou dynamiku za středně nebo vysoce rizikovou. Meziroční tempo růstu úvěrů domácnostem se ve čtvrtém čtvrtletí 2018 nacházelo nad 6 % u deseti zemí z celé EU, v případě úvěrů nefinančním podnikům překročilo tuto hranici celkem šest zemí EU (Graf II.2). Jednoletý růst cen rezidenčních nemovitostí přesáhl 5 % u dvanácti zemí EU (Graf II.3). Příznivé finanční podmínky a solidní vývoj ekonomiky umožnily v minulých letech v některých zemích EU pokles míry zadluženosti v sektoru vlády i nefinančních podniků. Několika zemím však míra zadluženosti v roce 2018 vzrostla na historicky nejvyšší úroveň (Graf II.4). Národní orgány z poloviny vybraných zemí v tabulce již vnímaly rizika spojená se zadlužeností soukromého sektoru jako střední nebo dokonce jako vysoká v případě sektoru domácností (Tab. II.1). Zadluženost soukromého sektoru je v řadě zemí úzce provázána se zadlužeností veřejného sektoru a závazky země vůči zbytku světa. Silně zadlužený vládní sektor bez dostatečného prostoru pro zvýšení fiskálních výdajů není schopen působit proticyklicky a přispět k tlumení dopadu naplnění úvěrových rizik soukromého sektoru. U osmnácti zemí EU došlo v období 2010–2018 k nárůstu vládního dluhu, přičemž v roce 2018 mělo patnáct zemí EU poměr dluhu k HDP přes 60 % (Graf II.3 CB).

Tab. II.1
Potenciální zdroje rizik pro finanční stabilitu vnímané vybranými národními orgány

	IT	ES	PL	AT	DK	CZ	DE	HU	NL	UK	FR	FI	BE	SE	NO	SK
Úvěrová dynamika	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Nízká	Střední	Střední	Nízká	Střední	Střední	Střední	Střední
Rezidenční nemovitosti	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Vysoká	Vysoká	Vysoká	Vysoká
Zadluženost domácností	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední
Makroekonomické riziko	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední
Zadluženost podniků	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední
Kvalita aktiv	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední
Sektor penzijních fondů	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední
Sektor pojišťoven	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední
Svrchované riziko	Vysoká	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední
Ziskovost bank	Vysoká	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední	Střední

 Míra rizika: ■ Vysoká ■ Střední ■ Nízká

Pramen: Poslední zveřejněná zpráva o finanční stabilitě příslušné země, ESRB Risk Dashboard, ČNB

Pozn.: Hodnocení vychází z kvalitativního posouzení posledních zveřejněných zpráv o finanční stabilitě příslušných zemí. V případě, že dané riziko není ve zprávě zmiňováno, je hodnocení založeno na interpretaci ukazatelů z ESRB Risk Dashboard ze strany ČNB. Pořadí států a rizik v tabulce je získáno pomocí algoritmu optimalizujícího vizuální kontrast.

Vysoce zadlužené země jsou zranitelnější vůči nárůstu úrokových sazeb a rizikových premií

Země s vysoce zadluženým soukromým nefinančním nebo vládním sektorem, případně oběma těmito sektory, jsou zranitelnější vůči nárůstu úrokových sazeb a rizikových premií, jakož i vůči výraznějšímu ekonomickému poklesu (Box 2.1). Již probíhající oslabování ekonomické aktivity vytváří potenciál pro nárůst úvěrových ztrát evropského bankovního sektoru.¹ Narůstá i obava z nákazy přímými či nepřímými kanály od zemí s vysokým svrchovaným rizikem. Náhlé skokové zvýšení úvěrových

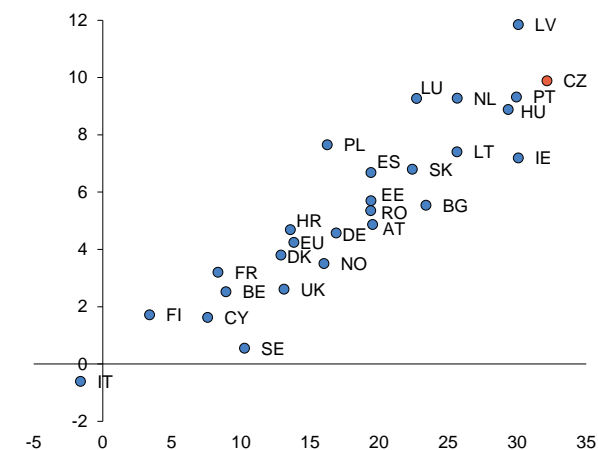
¹ Bankovní sektor EU nadále čelí nízké ziskovosti a vysokému podílu problematických úvěrů v bilancích (EBA: [Report on risks and vulnerabilities in the EU financial system](#), březen 2019). ECB usiluje o snížení úrovně NPL – v březnu 2018 vydala pokyny, aby nezajištěné úvěry byly stoprocentně kryty opravnými položkami po dvou letech a zajištěné úvěry pak po sedmi letech od jejich zařazení mezi nevykonné úvěry (Addendum to the ECB Guidance to banks on non-performing loans: supervisory expectations for prudential provisioning of non-performing exposures, březen 2018).

prémii by u zemí s vysokou zadlužeností vládního sektoru mohlo vést nejen k potížím s refinancováním finančního² a nefinančního sektoru v dané zemi, ale i k rozšíření nákazy napříč zeměmi EU.

Graf II.3

Růst cen nemovitostí ve vybraných zemích EU v roce 2018

(v %; osa x: tříletý růst; osa y: jednoletý růst)



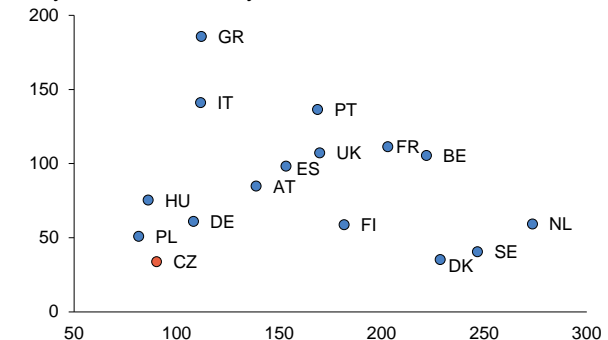
Pramen: Eurostat

Pozn.: V grafu není zobrazeno z důvodu vysokých hodnot Slovensko (tříletý růst 38,95 %, jednoletý růst 18,20 %). Údaje ke konci roku.

Graf II.4

Zadluženost soukromého sektoru a vlády ve vybraných zemích EU v roce 2018

(v % HDP; osa x: zadluženost soukromého sektoru; osa y: zadluženost vlády)



Pramen: BIS, ČNB

Pozn.: Dluh je součtem veškerých úvěrů poskytnutých domácími bankami, nebankovními institucemi a nerezidenty. Soukromý sektor zahrnuje nefinanční podniky, domácnosti a neziskové instituce sloužící domácnostem. Metodika BIS pro výpočet zadluženosti se může lišit od metodiky použité národními orgány. Z toho důvodu nemusí údaje v grafu souhlasit s údaji reportovanými jinými institucemi. Údaj o zadluženosti za rok 2018 je ke třetímu čtvrtletí.

BOX 2.1: ZMĚNY V ZADLUŽENOSTI NEFINANČNÍHO SEKTORU PO GLOBÁLNÍ FINANČNÍ KRIZI

Globální finanční krize vytvořila silné dezinflační tlaky, na které centrální banky přirozeně reagovaly politikou mimořádně nízkých úrokových sazeb a v některých případech i kvantitativním uvolňováním. Předpokládalo se, že tato politika umožní zejména soukromému sektoru snížit zadluženost, která je považována za jednu z významných příčin vzniku krize. Po deseti letech lze konstatovat, že k celkovému snížení zadluženosti nedošlo ani ve vyspělých, ani v rozvíjejících se ekonomikách (Graf II.1 Box). Ve vyspělých ekonomikách došlo primárně ke zvýšení zadluženosti vládního sektoru, které ve většině sledovaných zemí převýšilo stagnaci či snižování zadlužení soukromého sektoru (Graf II.2 Box). Zadluženost soukromého sektoru se významně zvýšila v rozvíjejících se ekonomikách. K určitému obrátu trendu rostoucí zadluženosti došlo v posledních letech vlivem zvýšené ekonomické aktivity odrážející se v rychlejším růstu nominálních příjmů.

Trendy ve vývoji zadluženosti se napříč sledovanými zeměmi mezi sektory domácností a nefinančních podniků významně lišily. Odpisy nesplácených úvěrů po globální krizi, snižující se ceny nemovitostí a přijatá makroobezřetnostní opatření zaměřená na hypoteční úvěry se v řadě vyspělých zemí včetně USA promítly do poklesu zadluženosti domácností (Graf II.3 Box). Levné a dostupné zdroje naopak motivovaly podnikové sektory v mnoha zemích ke zvýšení finanční páky. Zvýšení zadluženosti soukromého nefinančního sektoru však často nebylo doprovázeno nárůstem dluhové služby (Graf II.4 Box). Naopak u části z těchto zemí dluhová služba nezanedbatelně poklesla (Graf II.4 Box, pravý

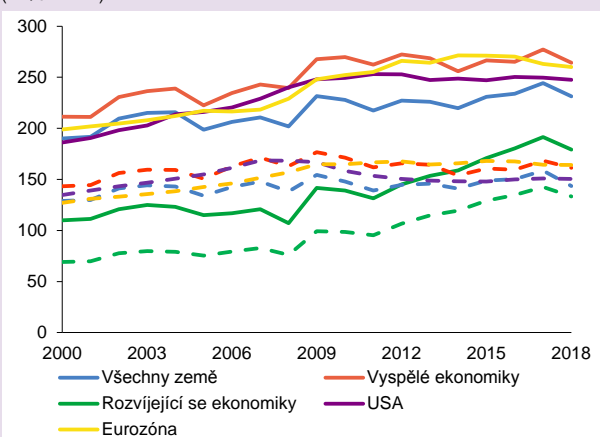
2 Narůstající politická nejistota v Itálii vyvolala ve druhé polovině roku 2018 skokový nárůst výnosů vládních dluhopisů. Tento nárůst se okamžitě přenesl do italského bankovního sektoru prostřednictvím rozšířených premií CDS a propadu akcií italských bank (MMF, GFSR, *The euro area sovereign-financial sector nexus*, duben 2019).

dolní kvadrant). Hlavním důvodem je pokles globálních úrokových sazeb, na němž se zčásti podílí i udržování historicky mimořádně nízkých měnověpolitických sazeb klíčových centrálních bank (Graf II.5). Tato situace však zároveň vytvořila pro některé země zdroj poměrně silného rizika, neboť nárůst úrokových sazeb z úvěrů by se projevil významným nárůstem dluhové služby. V kombinaci s výraznějším poklesem ekonomického růstu by se to nepříznivě odrazilo v poptávce po zboží a službách a následně ve zvýšené míře úvěrových selhání domácností a nefinančních podniků.

Graf II.1 Box

Vývoj zadlužení nefinančního sektoru po roce 2000

(v % HDP)



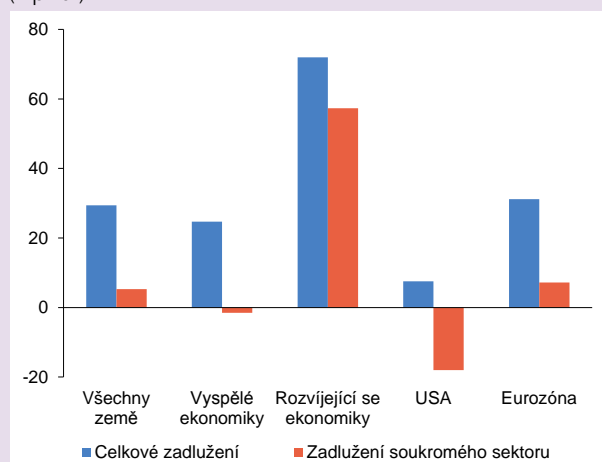
Pramen: BIS

Pozn.: Plné čáry značí celkové zadlužení (tj. včetně vládního sektoru), přerušované čáry značí zadlužení soukromého nefinančního sektoru. Údaje zachycují vývoj ve 43 zemích zahrnutých v úvěrové statistice dostupné na webové stránce BIS.

Graf II.2 Box

Změny zadlužení nefinančního sektoru (2008–2018)

(v p. b.)



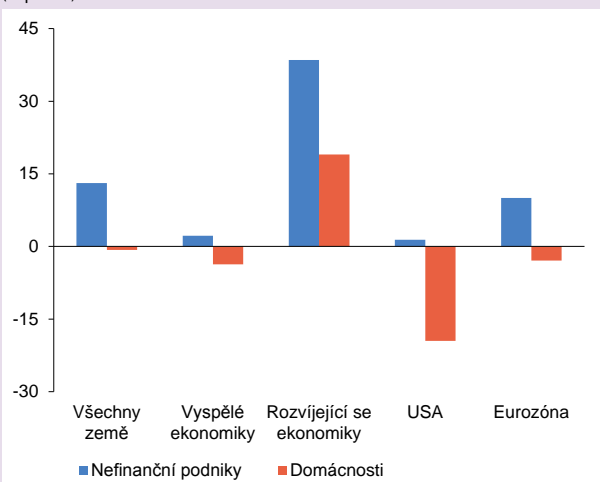
Pramen: BIS

Pozn.: Údaje zachycují vývoj ve 43 zemích zahrnutých v úvěrové statistice dostupné na webové stránce BIS.

Graf II.3 Box

Změny v zadlužení domácností a nefinančních podniků (2008–2018)

(v p. b.)



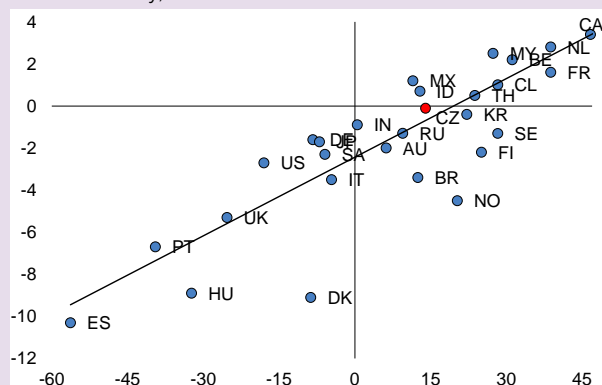
Pramen: BIS

Pozn.: Údaje zachycují vývoj ve 43 zemích zahrnutých v úvěrové statistice dostupné na webové stránce BIS.

Graf II.4 Box

Změny v zadluženosti a dluhové službě soukromého nefinančního sektoru (2008–2018)

(v p. b.); osa x: změna zadluženosti; osa y: změna podílu dluhové služby)



Pramen: BIS

Pozn.: Údaje zachycují vývoj ve 32 zemích zahrnutých ve statistice dluhové služby dostupné na webové stránce BIS. Zadluženost i dluhová služba jsou vyjádřeny v % HDP. ČR je označena červeně. V grafu nejsou zobrazeny z důvodu vysokých hodnot Turecko (změna zadluženosti +48,1 p. b., změna podílu dluhové služby +16,6 p. b.), Čína (+89,1; +7,5) a Hongkong (+112,6; +7,9).

Globální měnové podmínky se zpřísňují jen velmi pomalu a v eurozóně zůstávají velmi uvolněné

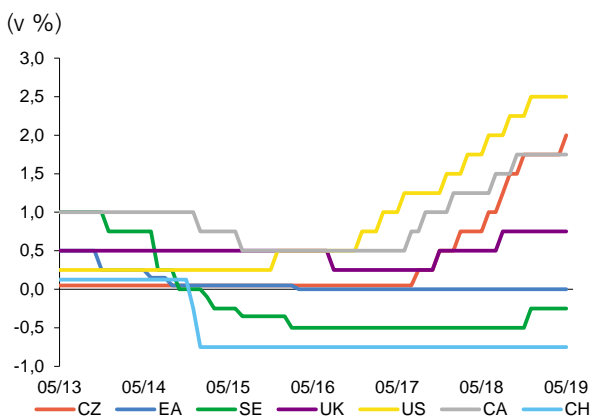
Normalizace měnových politik se zpomaluje nebo odkládá. Klíčové centrální banky, s výjimkou amerického Fedu, udržují měnověpolitické sazby na velmi nízkých úrovních (Graf II.5). Americký Fed zdůraznil, že při budoucím zvyšování sazeb bude postupovat trpělivě a pozvolně, podle mediánu odhadů jeho členů lze očekávat stabilitu sazeb do konce roku 2019.³ ECB předpokládá, že její měnověpolitické sazby zůstanou na současných úrovních alespoň do konce tohoto roku. V prosinci 2018 ukončila ECB po čtyřech letech program nákupu aktiv⁴, nicméně v březnu 2019 rozhodla o zavedení dalšího kola operací na poskytování dlouhodobé likvidity bankám.⁵ Měnové podmínky eurozóny tak zůstanou minimálně na ročním horizontu mimořádně uvolněné. Prodlužování období nízkých úrokových sazeb ze strany klíčových centrálních bank však může oddalovat materializaci již naakumulovaných rizik pro finanční stabilitu a navíc podněcovat přijímání nových rizik souvisejících s rostoucím zadlužením soukromého i vládního sektoru (Box 2.1) či nárůstem cen aktiv nad fundamentální úroveň.

Očekávané zpomalení globálního růstu se projevuje zvýšenou nejistotou na finančních trzích

Nejistota ohledně budoucího ekonomického vývoje je patrná i na finančních trzích, kde se zvýšila volatilita stále relativně vysokých cen aktiv. To bylo patrné v prosinci 2018, kdy kombinace horších makroekonomických údajů a vyznění prognózy Fedu vyvolala mezi investory paniku ohledně konce růstu cen finančních aktiv a vedla k významné korekci zejména na akciových trzích. Index volatility VIX skokově vzrostl na dvojnásobek, index S&P 500 poklesl o 19 % a evropský index MSCI Europe o 7 %. S nárůstem tržní nejistoty souvisela i inverze amerických výnosových křivek, která pro trhy tradičně představuje varovný signál ohledně možného budoucího ekonomického oslabení (Graf II.5 CB). Od vydání ZFS 2017/2018 v červnu 2018 došlo globálně též k nárůstu rizikové prémie u korporátních dluhopisů (Graf II.6 CB). V lednu letošního roku se zejména v důsledku holubičitého vyznění komunikace Fedu situace na globálních trzích mírně uklidnila, riziko výrazné reakce tržních cen v případě příchodu dalších nepříznivých zpráv však přetrvává.

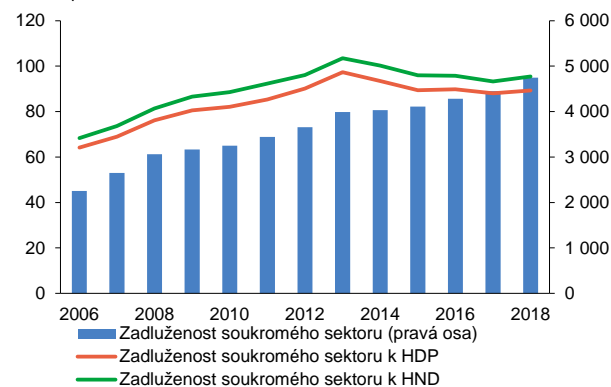
Graf II.5

Hlavní měnověpolitické sazby vybraných centrálních bank



Graf II.6

Zadluženost soukromého nefinančního sektoru v ČR (v %; pravá osa: v mld. Kč)



3 Minutes of the Federal Open Market Committee, březen 2019.

4 Program na nákup aktiv byl ukončen po 4 letech. Jistiny splatných cenných papírů v rámci programu nákupu aktiv bude ECB i nadále reinvestovat. V únoru 2019 bylo v bilancích ESCB drženo již 27 % objemu eurových dluhopisů veřejného sektoru států eurozóny. (ECB Asset purchase programmes).

5 Nové čtvrtletní operace TLTRO III s dvouletou splatností budou vypisovány od září 2019 do března 2021. V rámci TLTRO III budou banky oprávněny vypůjčit si až 30 % objemu způsobilých úvěrů k 28. únoru 2019 za úrokovou sazbu indexově vázanou na úrokovou sazbu hlavních refinančních operací po dobu jednotlivých operací (Monetary policy decisions, březen 2019).

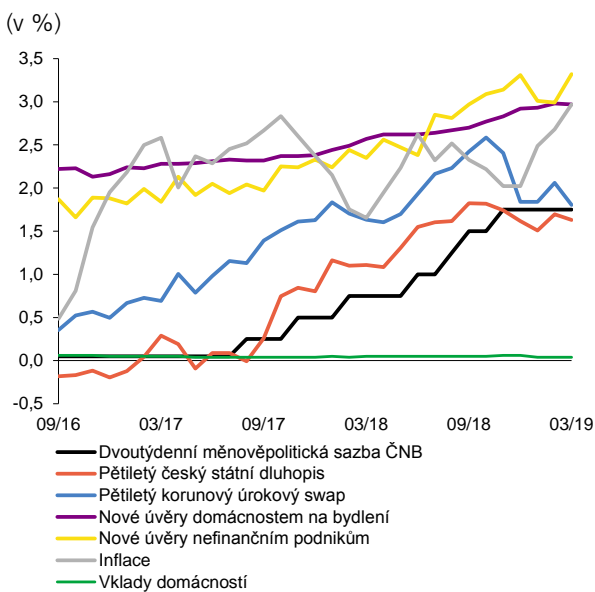
2.1.2 Domácí prostředí

Růst domácí ekonomiky pokračuje a roste i zadluženost soukromého nefinančního sektoru

Domácí ekonomika v roce 2018 zpomalila na necelá 3 %. Pro letošní rok prognóza ČNB ze Zprávy o inflaci II/2019 očekává meziroční růst HDP okolo 2,5 %. K příznivému vývoji domácí ekonomiky přispěly investice, vládní výdaje a robustní spotřeba domácností. Ta byla odrazem rychlého růstu disponibilních příjmů v prostředí nízké nezaměstnanosti. V souladu s pozorovaným vývojem domácí ekonomiky se zvyšovala celková zadluženost soukromého sektoru (část 2.2). Absolutní výše dluhu soukromého nefinančního sektoru v ČR rostla poměrně rychle, i když relativní míra zadluženosti zůstala díky svižné příjmové dynamice prakticky stabilní (Graf II.6). Zadluženost domácího soukromého nefinančního sektoru v relaci k HDP se meziročně zvýšila o více než 1 p. b. a ke konci roku 2018 dosáhla téměř 89 % HDP, což představuje za deset let nárůst o 13 p. b. Míra zadluženosti v poměru k národním příjmům je však vyšší, téměř 96 % HND, jakkoli v posledních letech nedochází k nárůstu tohoto podílu. Pozvolný nárůst zadluženosti soukromého sektoru v ČR může ve střednědobém či dlouhodobém výhledu vyústit ve strukturální riziko, zejména za předpokladu nedostatečného růstu národních příjmů. Vyšší míra zadluženosti by mohla mít v případě zpomalení ekonomického růstu či případné recese (Graf II.17A) nepříznivý vliv na její hloubku i délku trvání. Za nejpravděpodobnější spouštěč hlubší recese v ČR lze v současnosti stále považovat naplnění vnějších rizik souvisejících zejména s globálním přeceněním rizikových premií a vysokou zadlužeností zemí eurozóny.

Graf II.7

Vývoj vybraných úrokových sazeb, výnosových měr a inflace

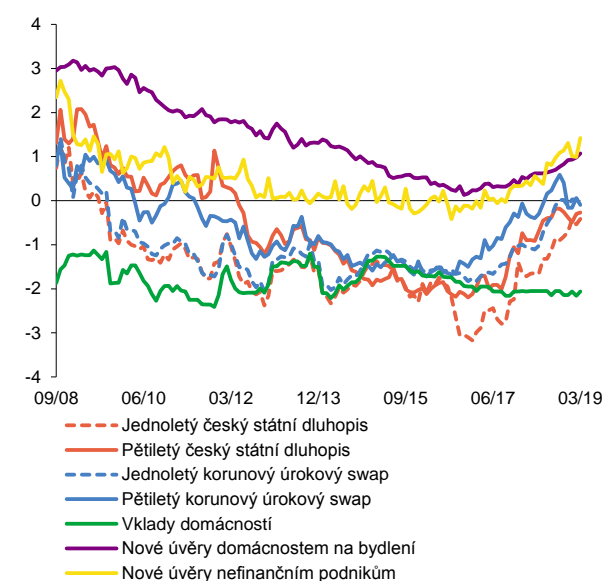


Pramen: ČNB

Pozn.: Hodnoty jsou ke konci měsíce s výjimkou klientských sazeb, kde jsou využity měsíční průměry.

Graf II.8

Vývoj reálných výnosů a sazeb



Pramen: ČNB

Pozn.: Reálné výnosy a sazby jsou počítány jako rozdíl nominálních hodnot a očekávané inflace. Pro jednoroký český státní dluhopis, jednoroký korunový úrokový swap a vklady domácností je uvažováno očekávání na horizontu 1 roku, pro ostatní výnosy a sazby na horizontu 3 let.

Zpříšňování měnové politiky ČNB se projevilo v růstu tržních úrokových sazeb, rizikové prémie zůstávají nízké

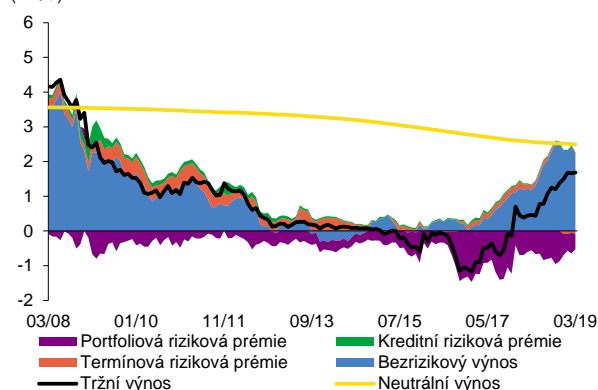
ČNB přistoupila od poloviny roku 2018 ke čtyřem zvýšením měnověpolitické sazby, která tak vzrostla o 100 b. b. na 2 % (Graf II.5). Nárůst měnověpolitické sazby se projevilo v nárůstu výnosu pětiletého českého státního dluhopisu, sazby pětiletého korunového úrokového swapu, průměrné úrokové sazby z úvěrů domácnostem na bydlení i průměrné úrokové sazby z úvěrů

nefinančním podnikům (Graf II.7) a vedl k přiblížení výnosů českých státních dluhopisů svým neutrálním hodnotám⁶ (Graf II.9 a Graf II.10). Proti výraznějšímu růstu výnosů však působí přetrvávající nízké rizikové prémie. Růst nominálních sazeb a výnosů se v roce 2018 promítl do nárůstu reálných výnosů (počítaných jako rozdíl nominálních hodnot a očekávané inflace, Graf II.8). Ty tak opustily rekordně nízké úrovně z roku 2017. V historickém srovnání však nadále zůstávají podprůměrné. To podněcuje domácí institucionální investory k alokaci části svých portfolií do relativně výnosnějších rizikových aktiv (akcie a korporátní dluhopisy, část 3.3). Záporné reálné výnosy z vkladových produktů také motivovaly domácnosti k dalšímu umisťování svých prostředků do výnosnějších finančních produktů, a to zejména v podobě podílů v investičních fondech a k nákupu nemovitostí na úvěr (část 2.2, Graf II.17 CB, část 5.3.1).

Graf II.9

Výnos jednoletého českého státního dluhopisu

(v %)



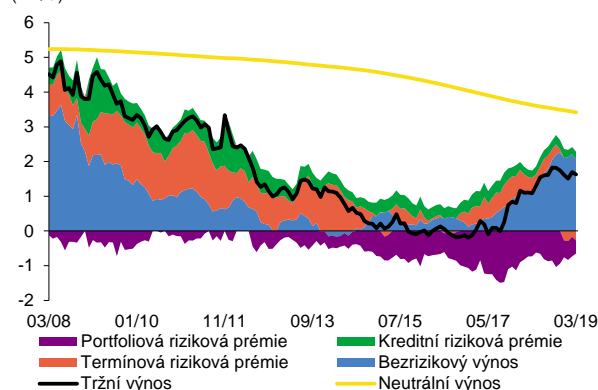
Pramen: ČNB

Pozn.: Rozkladem výnosové křivky a odhadem neutrální úrovně se zabývají Kučera, A., Dvořák, M., Komárková, Z. (2017): Rozklad výnosové křivky českých státních dluhopisů, tematický článek, ZFS 2016/2017 a Kučera, A., Szabo, M. (2019): Odhad neutrální výnosové křivky českých státních dluhopisů, Tematický článek o finanční stabilitě 3/2019, ČNB.

Graf II.10

Výnos pětiletého českého státního dluhopisu

(v %)



Pramen: ČNB

Pozn.: Rozkladem výnosové křivky a odhadem neutrální úrovně se zabývají Kučera, A., Dvořák, M., Komárková, Z. (2017): Rozklad výnosové křivky českých státních dluhopisů, tematický článek, ZFS 2016/2017 a Kučera, A., Szabo, M. (2019): Odhad neutrální výnosové křivky českých státních dluhopisů, Tematický článek o finanční stabilitě 3/2019, ČNB.

Posun v očekáváních ohledně globálního ekonomického vývoje vedl ke zploštění výnosových křivek

V prosinci 2018 a v prvních měsících roku 2019 došlo ke změně sklonu výnosových křivek korunových úrokových swapů a českých státních dluhopisů. Dluhopisová křivka byla k 31. 3. 2019 až do splatnosti pěti let plochá, křivka úrokových swapů byla dokonce inverzní (Graf II.7 CB). Tento vývoj byl způsoben kombinací makroekonomických a finančních faktorů ovlivňujících zejména dlouhodobé výnosy. V návaznosti na nárůst nejistoty ohledně budoucího globálního ekonomického vývoje a komunikaci klíčových centrálních bank došlo k oslabení očekávání dalšího růstu měnověpolitické sazby. Tento vývoj ilustruje značnou citlivost domácího finančního trhu vůči globálním makroekonomickým rizikům a vývoji na zahraničních finančních trzích. Zároveň ke konci roku 2018 z důvodu technických efektů poklesly rizikové premie.⁷ Vzhledem k přetrvávání těchto rizik včetně rizika náhlého růstu rizikových premií tak lze nadále očekávat zvýšenou volatilitu i na domácích finančních trzích.

6 Detailní popis metody konstrukce neutrální výnosové křivky a jejího analytického využití nabízí tematický článek Kučera, A., Szabo, M. (2019): *Odhad neutrální výnosové křivky českých státních dluhopisů*, Tematický článek o finanční stabilitě 3/2019, ČNB. Společně s odhadem neutrální výnosové křivky ČNB také upravila metodu pro rozklad výnosové křivky. To mělo za následek, že v porovnání s předchozími lety v rozkladu narostla volatilita termínové rizikové premie. Základní trendy vývoje složek a jejich ekonomické zdůvodnění se nicméně nezměnilo. ČNB ve svém analytickém využití metod rozkladu výnosové křivky a odhadu její neutrální hodnoty nadále sleduje zejména vývoj dynamiky odhadnutých hodnot, nikoliv jejich absolutní velikost.

7 Domácí banky ke konci roku snižovaly úročení vkladů finančních institucí za účelem optimalizace bilance pro výpočet příspěvku do fondu pro řešení krize. To motivovalo vkladatele (pojišťovny, fondy) k vyššímu zájmu o státní dluhopisy, jejichž výnos tak klesl. V případě úrokových swapů k poklesu přispěly i spekulativní obchody.

Vzhledem k nízkým rizikovým prémie zůstávají domácí korporátní dluhopisy poměrně drahé

Nízké rizikové prémie, a tedy poměrně vysoké ceny, vykazovaly v roce 2018 také korporátní dluhopisy. Průměrné úvěrové rozpětí⁸ korporátních dluhopisů emitovaných domácími podniky a držných domácími finančními institucemi zůstávalo pod dlouhodobým průměrem (Graf II.8 CB). Držba korporátních dluhopisů domácími finančními institucemi tak nadále přispívala ke strukturální složce systémového rizika, když korporátní dluhopisy mohou představovat články v přenosu nákazy mezi nefinančními podniky a finančním sektorem. Význam tohoto rizika v předchozích letech narůstal společně s růstem objemu korporátních dluhopisů držných domácími finančními institucemi (část 3.3). V roce 2018 se tento růst zastavil, příspěvek možného přecenění korporátních dluhopisů k systémovému riziku se tak již dále nezvýšil.

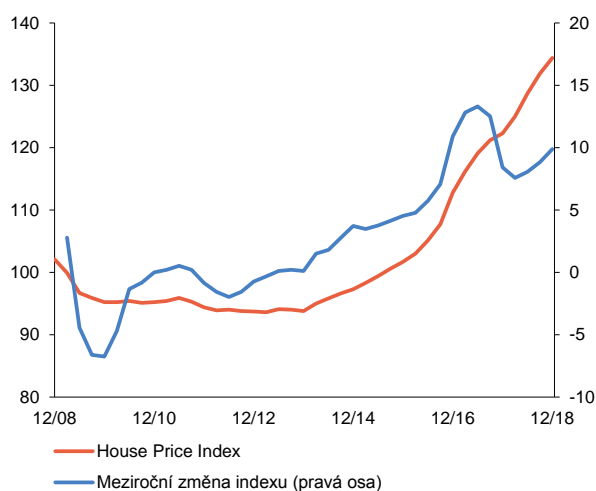
Růst cen rezidenčních nemovitostí zůstal v roce 2018 vysoký, ve druhé polovině roku opět zrychlil k 10% hranici

Realizované ceny rezidenčních nemovitostí se po přechodném oslabení dynamiky v polovině roku 2018 navrátily ve čtvrtém čtvrtletí ke svižnému růstu (9,9 %, Graf II.11). Ve srovnání s posledním cyklickým vrcholem v roce 2008 je aktuální hladina cen nemovitostí vyšší o více než 30 %. Robustní růst realizovaných cen je dlouhodobě tažen především vysokou dynamikou cen bytů, i když zrychlil také růst cen rodinných domů a pozemků (Graf II.9 CB). Ceny bytů vykazovaly napříč ČR obdobný vývoj jako souhrnný index, avšak při mírně vyšších tempech růstu (Graf II.10 CB). Nejvyšší dynamika byla pozorována u nových bytů v Praze. Dynamika nabídkových cen měla naproti tomu tendenci ve druhé polovině roku 2018 spíše mírně oslabovat (Graf II.11 CB). Spolu se signály⁹, které přicházely během prvních měsíců roku 2019, může tento vývoj předznamenávat postupné ochlazení cenového růstu a zklidnění napjaté situace na nemovitostním trhu.

Graf II.11

Realizované ceny rezidenčních nemovitostí

(2015 = 100; pravá osa: v %)

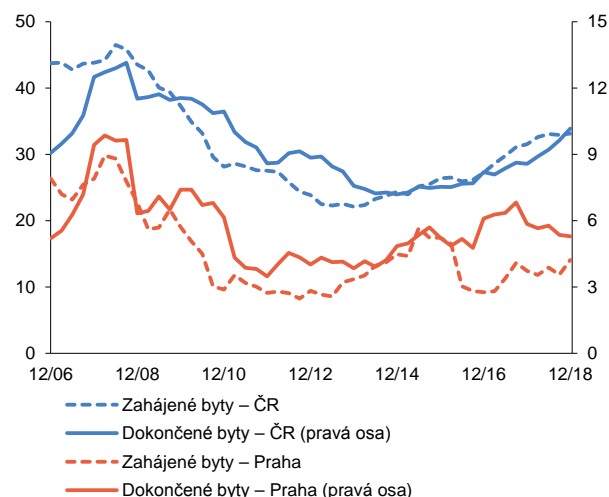


Pramen: ČSÚ

Graf II.12

Počet dokončených a zahájených bytů

(v tisících jednotek)



Pramen: ČSÚ

8 Úvěrové rozpětí je vypočteno jako rozdíl tržního výnosu korporátního dluhopisu a sazby úrokového swapu se stejnou měnou a splatností.
9 Signály zahrnují klesající dynamiku nabídkových cen a zastavení růstu realizovaných cen v některých regionech či u vybraných typů nemovitostí. Výpůjční kapacita domácností značí maximální výši úvěru, který jsou domácnosti schopny bezpečně splatit, se již také nezvyšuje.

Významným faktorem rychlého růstu cen nemovitostí je nedostatečná nabídka bytů ve velkých městech

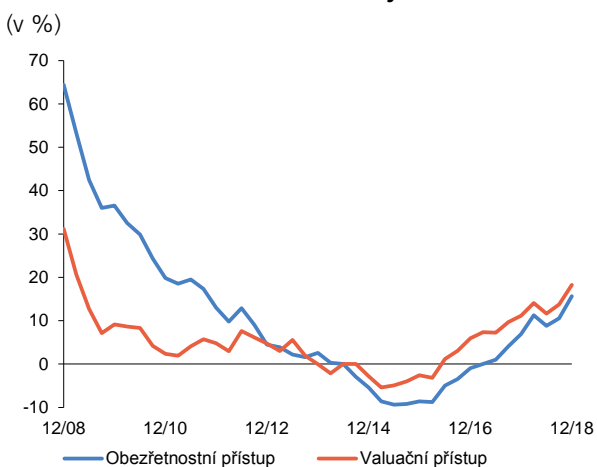
Ve velkých městech – zejména v Praze a Brně – nadále ovlivňují cenový vývoj omezení na straně nabídky. Ta odráží nedostatečnou výstavbu nových bytů v důsledku zdoluhavého procesu stavebního řízení. Ve srovnání s rokem 2008 je v současnosti počet nově zahájených i dokončených bytů přibližně poloviční, přičemž na zvýšenou poptávku po bydlení v posledních letech reaguje výstavba jen velmi pozvolna (Graf II.12). Počet dokončených bytů v Praze v roce 2018 dále mírně poklesl a je ve výrazném nepoměru k objemu zde uskutečněných transakcí. Zatímco objem prodeje bytů v Praze se na celkově prodaných bytech v ČR dlouhodobě podílí zhruba 65 %, podíl dokončených pražských bytů na celkově dokončených bytech v ČR se ke konci roku 2018 pohyboval pod hranicí 15 % (Graf II.12 CB).

Nadhodnocení cen bytů vzrostlo, příjmová dostupnost bydlení se zhoršila

Pokračování svižného růstu cen bytů se odrazilo ve vývoji dostupnosti bydlení. Oba sledované ukazatele nadhodnocení cen¹⁰ indikují zvyšující se nesoulad mezi realizovanými a fundamentálními cenami bytů ve druhé polovině roku 2018 (Graf II.13). Aktuálně pozorované ceny bytů tak nemusejí být z dlouhodobého hlediska udržitelné (část 5.3.1). Dynamika příjmů domácností i přes svůj příznivý vývoj zaostávala za růstem cen bytů, přičemž tento rozdíl nebyl kompenzován poklesem úrokových sazeb z úvěrů na bydlení (Graf II.7). Ty naopak v průběhu roku mírně vzrostly a tlačily bezpečně dosažitelnou úroveň cen bytů směrem k nižším hodnotám. Obdobný obrázek poskytují rovněž další ukazatele cenové dostupnosti bydlení. Hodnoty indikátorů PTI (cena bytu ve vztahu k příjmům) a LSTI (výše dluhové služby vůči příjmům) v posledních dvou letech setrvaly rostou (Graf II.14).

Graf II.13

Odhadované nadhodnocení cen bytů



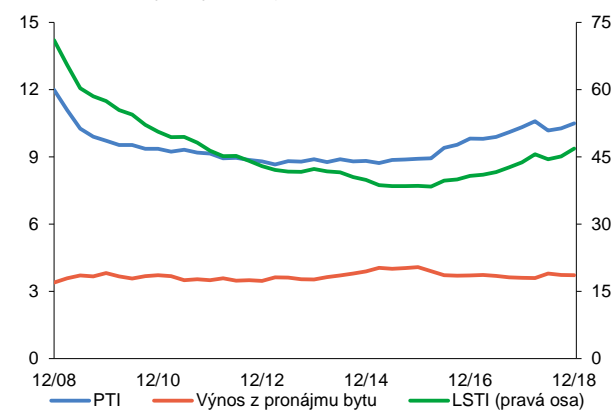
Pramen: ČNB

Pozn.: Metodika používaných ukazatelů je detailněji představena v Plašil, M., Andrie, M. (2019): *Hodnocení udržitelnosti cen rezidenčních nemovitostí*, Tematický článek o finanční stabilitě 1/2019, ČNB.

Graf II.14

Vybrané ukazatele cenové dostupnosti koupě bytu

(PTI v letech; výnosy v %; pravá osa: v %)



Pramen: ČNB, ČSÚ, IRI, Společnost pro cenové mapy ČR, s.r.o.

Pozn.: PTI značí ukazatel ceny bytu k příjmům (*price-to-income*), ukazatel LSTI vyjadřuje velikost měsíční splátky dluhu vzhledem k příjmům (*loan service-to-income*). Cena bytu je stanovena jako průměrná cena bytu o rozloze 68 m². Příjem je definován jako klouzavý roční úhrn hrubé měsíční mzdy. Pro výpočet výše dluhové služby je uvažován úvěr na bydlení s hodnotou LTV 80 % a dobou splatnosti 25 let.

¹⁰ Makroobezřetnostní a valuační přístup jsou detailně popsány v tematickém článku: Plašil, M., Andrie, M. (2019): *Hodnocení udržitelnosti cen rezidenčních nemovitostí*, Tematický článek o finanční stabilitě 1/2019, ČNB.

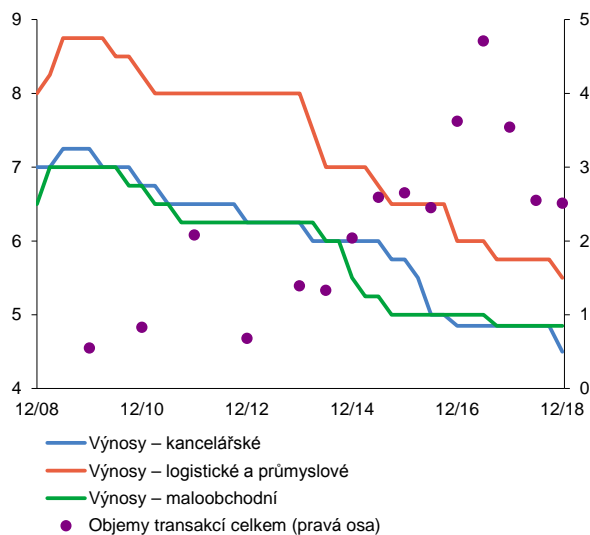
Výnosy u sledovaných druhů komerčních nemovitostí zůstaly na historicky nízké úrovni či dále poklesly

Ceny prémiových komerčních nemovitostí zůstaly v roce 2018 vysoké. Hodnoty výnosů požadovaných investory setrvaly na historicky nízkých úrovních či v případě kancelářských, logistických a průmyslových nemovitostí dokonce dále ve čtvrtém čtvrtletí poklesly (Graf II.15). Ceny uvedených druhů komerčních nemovitostí rovněž zůstávají podle odhadu ČNB nejvíce nadhodnocené (Graf II.16). Rychlý růst nadhodnocení je možné pozorovat zejména u kancelářských nemovitostí. Na straně nabídky trh na vývoj cen nejvýrazněji reagoval výstavbou nových logistických a průmyslových nemovitostí (Graf II.13 CB). Celková transakční aktivita na trhu komerčních nemovitostí se nicméně po prudkém nárůstu v roce 2017 navrátila k úrovním z předchozích let (Graf II.15, dodatečné informace viz část 5.3.2).

Graf II.15

Požadované výnosy z komerčních nemovitostí a objemy uskutečněných transakcí

(v %; pravá osa: v mld. EUR)



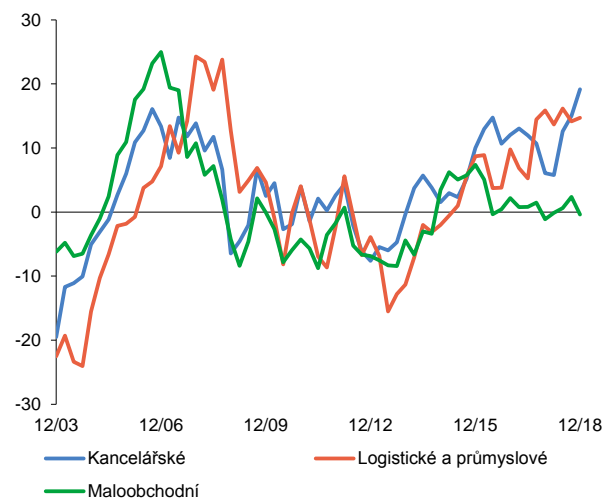
Pramen: Jones Lang LaSalle

Pozn.: Jedná se o výnos požadovaný investory v prémiovém segmentu komerčních nemovitostí. Objemy transakcí jsou do roku 2013 vykazovány v roční frekvenci, od roku 2014 jsou k dispozici roční klouzavé úhrny v pololetní frekvenci.

Graf II.16

Odhadované nadhodnocení cen komerčních nemovitostí

(v %)



Pramen: Jones Lang LaSalle, ČNB

Pozn.: Nadhodnocení je odhadnuto pomocí panelové regrese na vzorku zemí střední a východní Evropy (CZ, SK, PL, HU, RO) a Německa. Výsledný odhad nadhodnocení je stanoven jako průměr za čtyři čtvrtletí.

2.1.3 Alternativní scénáře vývoje ekonomiky¹¹

V Základním scénáři pokračuje růst domácí ekonomické aktivity...

Základní scénář předpokládá v letošním roce růst ekonomické aktivity v průměru za čtyři čtvrtletí o 2,9 %. V následujících dvou letech setrvá růst HDP na průměrném 3% růstu. S nárůstem investic a pokračujícím růstem ekonomiky se zvyšují mzdy a obecná nezaměstnanost setrvává na současných nízkých úrovních na celém horizontu tříletého scénáře. Inflace se pohybuje okolo 2% inflačního cíle. S tímto vývojem jsou konzistentní tržní úrokové sazby, jejichž průměrná hodnota v prvních dvou letech stagnuje a ke konci třetího roku roste na 2,9 %.

... zatímco v Nepříznivém scénáři se ekonomika dostává do recese ve tvaru „V“

Nepříznivý scénář předpokládá výrazný pokles ekonomické aktivity ve světě vlivem materializace globálních rizik. Z důvodu poklesu zahraniční poptávky se domácí exportně orientovaná ekonomika dostává do recese, což způsobí pesimistická očekávání ohledně dalšího ekonomického vývoje, omezení spotřeby domácností a odkládání investic u podniků. Kombinace útlumu zahraniční a posléze i domácí poptávky zapříčiní výrazný a déle trvající propad domácí ekonomické aktivity a způsobí recesi ve tvaru „V“. Recese trvající celkem devět čtvrtletí způsobí propad meziročního růstu reálného HDP z 2,3 % ve čtvrtém čtvrtletí 2018 až na -5,8 % v roce 2020. Domácnosti i nefinanční podniky v této nepříznivé ekonomické situaci postupně vyčerpají finanční zdroje, což v kombinaci s růstem reálného zadlužení zapříčiní výrazné zhoršení schopnosti splácet závazky. U cen nemovitostí dojde k výrazné korekci a propadu meziroční dynamiky do silně záporných hodnot přetrvávajících do konce tříletého horizontu testu. Potíže v reálné ekonomice dopadají i na finanční sektor, který zaznamená značné úvěrové ztráty doprovázené citelným poklesem zisků. Tempo růstu úvěrů prudce poklesne (Graf II.23). Dochází k uvolnění měnové politiky, tříměsíční sazba PRIBOR klesá na nízké úrovni, kde setrvává na celém horizontu testů, a měnový kurz prudce oslabuje. Dlouhodobé výnosy dluhopisů však vzrostou z titulu nárůstu globální averze k riziku a dojde k přehodnocení kvality některých aktiv. Banky současně zpřísní pohled na úvěrové riziko a zvýší rizikové přírážky k úrokovým sazbám na nové úvěry, které i vlivem nárůstu dlouhodobých úrokových sazeb přejdou na výrazně vyšší úroveň. Růst dluhové služby spolu s dalšími dopady recese zvýší míru selhání úvěrů domácnostem i nefinančním podnikům (Graf II.27).

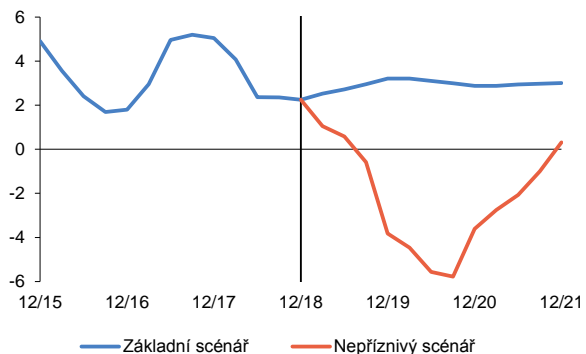
Vývoj hlavních makroekonomických ukazatelů *Základního scénáře* i *Nepříznivého scénáře* zachycují Grafy II.17A–F. Zvolený zátěžový scénář má charakter velmi tvrdého, avšak stále možného nepříznivého vývoje.

¹¹ Pro účely zátěžových testů byl vytvořen *Základní scénář*, který vychází v prvních dvou letech z oficiální prognózy ČNB zveřejněné ve Zprávě o inflaci I/2019 schválené bankovní radou ČNB 14. 2. 2019. *Základní scénář* pro třetí rok a *Nepříznivý scénář* byly vytvořeny výhradně pro potřeby zátěžového testování finančního sektoru. *Základní scénář* za horizontem prognózy ze Zprávy o inflaci I/2019 ani *Nepříznivý scénář* proto nejsou oficiální prognózou ČNB.

Graf II.17A

Alternativní scénáře: vývoj růstu reálného HDP

(meziročně v %)

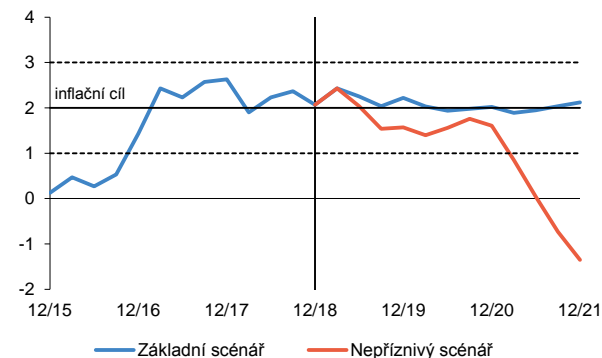


Pramen: ČNB

Graf II.17B

Alternativní scénáře: vývoj inflace

(meziročně v %)

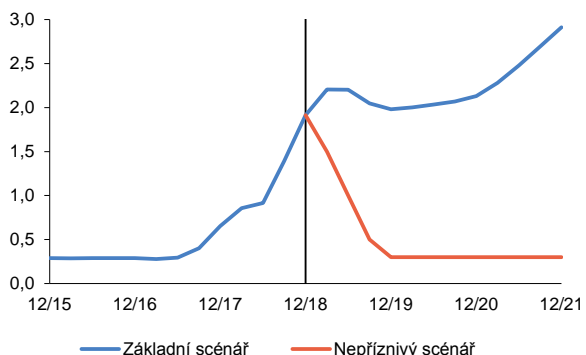


Pramen: ČNB

Graf II.17C

Alternativní scénáře: vývoj 3M PRIBOR

(v %)

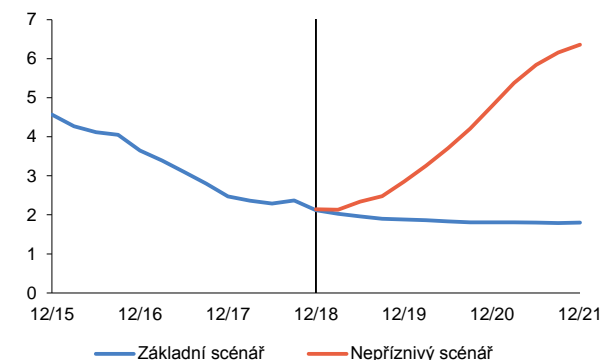


Pramen: ČNB

Graf II.17D

Alternativní scénáře: vývoj nezaměstnanosti

(v %)

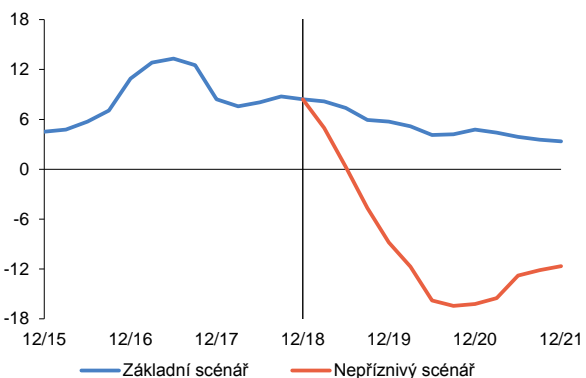


Pramen: ČNB

Graf II.17E

Alternativní scénáře: meziroční tempo růstu cen nemovitostí

(v %)

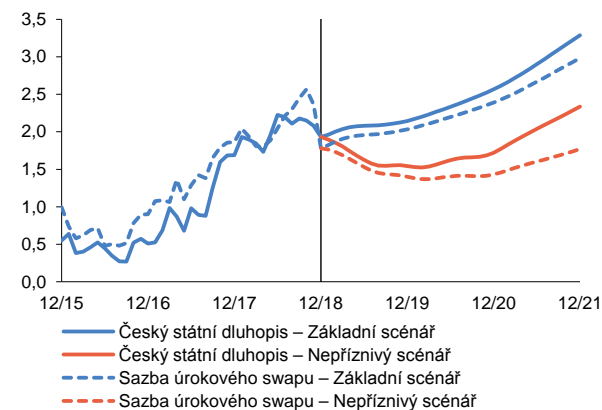


Pramen: ČNB

Graf II.17F

Alternativní scénáře: vývoj desetiletých výnosů

(v %)



Pramen: ČNB

2.2 SOUKROMÝ NEFINANČNÍ SEKTOR

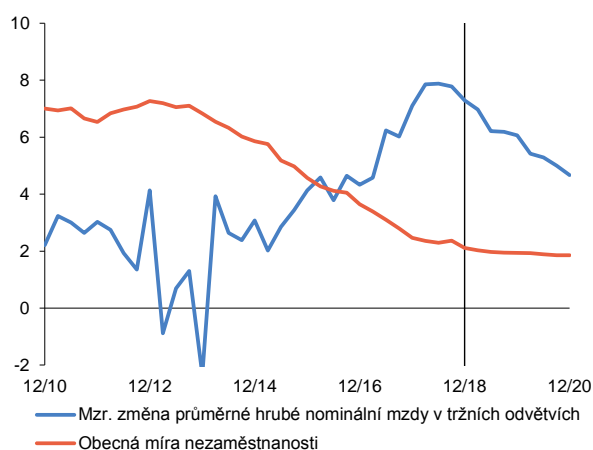
Trh práce se z pohledu domácností nadále vyvíjel velmi příznivě a podněcoval spotřebitelský optimismus...

Během roku 2018 pokračoval pozvolný pokles nezaměstnanosti. Vývoj mezd si udržel robustní dynamiku a ve druhém čtvrtletí 2018 dosáhl svého dosavadního cyklického vrcholu. Silný mzdový růst měl pozitivní vliv na kupní sílu domácností a promítal se do jejich přetrvávajících optimistických očekávání i spotřebního chování (Graf II.14 CB). Makroekonomická prognóza ČNB zveřejněná ve Zprávě o inflaci II/2019 předpokládá postupné zvolnění mzdové dynamiky mírně pod 5 % v druhé polovině roku 2020 a neočekává další významnější pokles nezaměstnanosti (Graf II.18).

Graf II.18

Vývoj ukazatelů trhu práce

(v %)



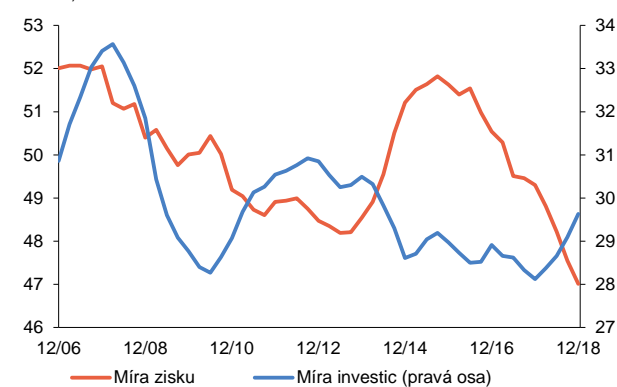
Pramen: ČNB, ČSÚ

Pozn.: Obecná míra nezaměstnanosti je sezonně očištěna. Svislá čára odděluje pozorované hodnoty od oficiální makroekonomické prognózy publikované ve Zprávě o inflaci II/2019.

Graf II.19

Míra zisku a investic v sektoru nefinančních podniků

(v % hrubé přidané hodnoty; počítáno z ročních klouzavých úhrnů)



Pramen: ČSÚ

Pozn.: Míra zisku představuje hrubý provozní přebytek k hrubé přidané hodnotě sektoru. Míra investic odpovídá tvorbě hrubého fixního kapitálu k hrubé přidané hodnotě sektoru.

... pro nefinanční podniky však znamenal pokles ziskovosti...

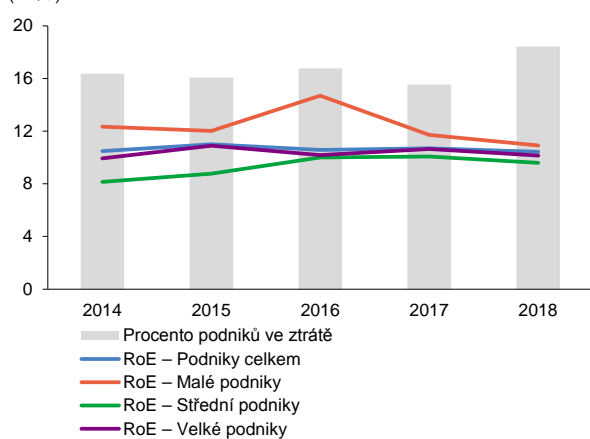
Mzdová dynamika v kombinaci s růstem zaměstnanosti vedly na konci roku 2018 k meziročnímu nárůstu objemu náhrad zaměstnancům o 9 %. Tento vývoj měl rozhodující vliv na snížení hrubého provozního přebytku sektoru i další pokles jeho ziskovosti (Graf II.19), a to napříč všemi velikostmi podniků. Výrazný nárůst zaznamenal rovněž podíl podniků ve ztrátě (Graf II.20), který se projevil zejména v odvětví developerů, zpracovatelského průmyslu i výrobců a distributorů energií. U zpracovatelského průmyslu jako celku (a především v segmentu automobilové výroby) se však průměrná rentabilita kapitálu nadále pohybovala výrazně nad ostatními odvětvími (Graf II.21). Při naplnění podmínek *Základního scénáře* by si měla většina odvětví v příštích letech současnou ziskovost udržet nebo ji mírně zvýšit (viz nově prováděný zátěžový test sektoru nefinančních podniků, Box 2.2). Klesat by však měla v případě zpracovatelského průmyslu. Míra zisku sektoru by měla v roce 2019 stagnovat a v příštích letech pak velmi pomalu růst vlivem slábnoucí mzdové dynamiky.

... a příklon k vyšším investicím ve snaze nahradit práci kapitálem

Nedostatek pracovní síly a rychle rostoucí náklady práce ovlivnily rovněž vývoj podnikových investic. Tvorba hrubého fixního kapitálu u nefinančních podniků rostla nejrychleji od roku 2008, přičemž celkový objem v roce 2018 byl meziročně vyšší o 9,7 %. Čerpané investiční úvěry však meziročně spíše klesaly (Graf V.5). To naznačuje, že nefinanční podniky financovaly investice zčásti ze zisků vytvořených v minulosti nebo ze zdrojů získaných mimo bankovní sektor. Při srovnání měr zisku a investic na celoevropské úrovni dosahují nefinanční podniky v České republice nadprůměrných hodnot (Graf II.15 CB a Graf II.16 CB).

Graf II.20
Vývoj RoE po zdanění podle velikosti podniku a procento nefinančních podniků ve ztrátě

(v %)

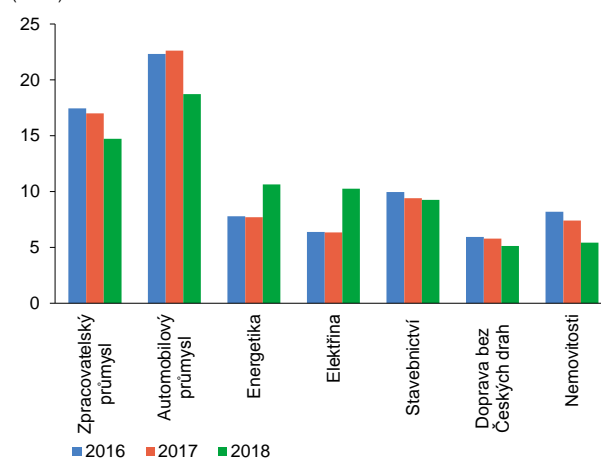


Pramen: ČSÚ

Pozn.: Výsledky jsou založeny na výběrovém souboru nefinančních podniků. Soubor obsahuje zhruba 1500 podniků majících dohromady více než 40% podíl na hrubé přidané hodnotě sektoru.

Graf II.21
Vývoj RoE po zdanění ve vybraných odvětvích

(v %)



Pramen: ČSÚ

Pozn.: Energetika zahrnuje odvětví elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu. Výsledky jsou založeny na výběrovém souboru nefinančních podniků, segment developerských projektů je zahrnut do výsledků stavebnictví.

BOX 2.2: ZÁTĚŽOVÉ TESTOVÁNÍ V SEKTORU NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Sektor nefinančních podniků představuje z hlediska velikosti nejvýznamnější sektor národního hospodářství. Na tvorbě hrubé přidané hodnoty v celé ekonomice se podílí přibližně z 62 %. Z tohoto důvodu je pravidelně podrobován detailním analýzám. Nástroj, který by bral v úvahu heterogenitu sektoru a modeloval význam mezisektorových i vnitrosektorových vazeb pro šíření negativních šoků mezi odvětvími, však zatím nebyl v domácích podmínkách plně rozvíjen. Zkoumání těchto vazeb má zásadní význam, neboť přenos šoku mezi odvětvími může prohloubit pokles produkce celého sektoru, zhoršit jeho ziskovost a následně se přelit rovněž do dalších sektorů (například formou snížení poptávky po práci či zhoršenou schopností splácet své závazky).

Zátěžové testování nefinančních podniků provádějí i jiné centrální banky. Mezi nejčastěji používané přístupy patří citlivostní analýza individuálních rizikových ukazatelů (např. úrokové krytí či ziskovost) a souhrnných rizikových charakteristik (např. Altmanovo Z skóre¹²), případně nelineární odhady úvěrového rizika pro velké společnosti (tzv. Mertonův model¹³). Výhodou těchto metod je jejich snadná konstrukce, jednoduchá interpretace výsledků a nízká náročnost na data. Tyto přístupy nicméně neumožňují zachytit výše zmíněné šíření ekonomických šoků mezi odvětvími a případné reakce odvětví na výpadek poptávky ze strany ostatních odvětví (nepřímé efekty šoku).

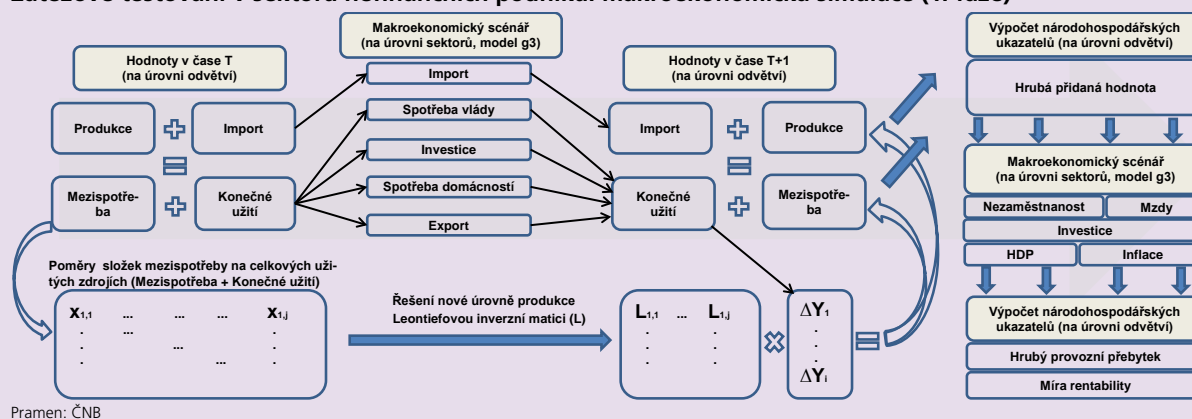
12 Altman, E. (1968): *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*. Journal of Finance, 23(4), s. 189–209.

13 Merton, R. (1974): *On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates*. Journal of Finance, 29(2), s. 449–470.

ČNB proto pro zátěžové testování sektoru nefinančních podniků začala vyvíjet realističtější model, který produkční vazby mezi různými odvětvími umožňuje zachytit. Model vychází ze systému národního účetnictví definujícího základní národohospodářské identity a tzv. *input-output* tabulek blíže zachycujících vztahy mezi odvětvími. Výstavba modelu zahrnuje dvě fáze. V první fázi jsou definovány vztahy v produkčním řetězci napříč odvětvími a je odhadován vliv makroekonomického scénáře na jejich ziskovost a rizikové charakteristiky. První krok této fáze je založen na národohospodářské identitě¹⁴, že celková produkce a dovoz každého odvětví odpovídá mezispotřebě¹⁵ a konečnému užití.¹⁶ Vývoj poptávky po konečném užití vychází z makroekonomického scénáře. Se znalostí vývoje konečného užití (přímý efekt) lze kvantifikovat velikost nepřímých efektů plynoucích ze změn v mezispotřebě a modelovat tak výsledné změny v celkové produkci (Schéma II.1 Box). Ve druhém kroku této fáze je na základě podkladového makroekonomického scénáře odhadnut vývoj nákladů na vstupy a odvozen budoucí vývoj hrubé přidané hodnoty a hrubého provozního přebytku pro každé odvětví.

Schéma II.1 Box

Zátěžové testování v sektoru nefinančních podniků: makroekonomická simulace (1. fáze)



Výše popsaná první fáze modelu byla aplikována na *Základní scénář* s využitím poslední známé *input-output* tabulky z konce roku 2017. Graf II.5 Box a Graf II.6 Box ukazují budoucí vývoj ukazatelů národohospodářské ziskovosti v podobě vývoje hrubého provozního přebytku, respektive míry zisku největších odvětví. V prvních dvou letech lze pozorovat v tempech růstu hrubého provozního přebytku jednotlivých odvětví heterogenitu. Ta se v dalších obdobích vytrácí. To vyplývá z předpokladu, že vývoj jednotlivých složek konečného užití má na všechna odvětví stejný vliv a celkový dopad není pro různá odvětví diferencován. Tento předpoklad však lze upravit v závislosti na konkrétním simulovaném scénáři, což umožňuje podrobit vyšší zátěži vybraná cyklická odvětví. V případě míry zisku se do vývoje v prvních letech promítá vliv nadprůměrného tempa růstu mezd.

Odhadnuté národohospodářské ukazatele představují hlavní vstupní informace pro druhou fázi zátěžového testu, v níž jsou makroekonomické dopady promítnuty do výkonnosti jednotlivých podniků a je posouzena míra rizika jejich případného selhání. V této fázi je nutné propojit výkonnost odvětví s rozvahami a výkazy zisků a ztrát jednotlivých podniků. Tato část zátěžového testu je v současnosti vyvíjena.

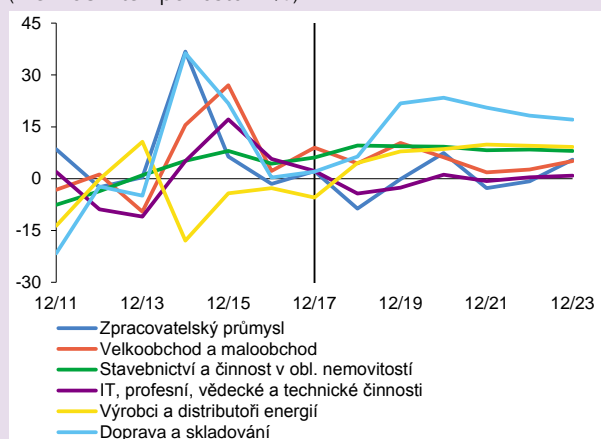
14 V popisu je abstrahováno od daní, dotací, obchodního rozpětí a dopravních přírážek, které transformují produkci ze základních cen do kupních cen. V samotném modelu jsou pak tyto položky zohledněny.

15 Mezispotřeba představuje hodnotu výrobků a služeb spotřebovaných v průběhu příslušného období rezidentskými výrobci v procesu výroby jiných výrobků a služeb.

16 Konečné užití se skládá z výdajů na spotřebu domácností, neziskových institucí sloužících domácnostem a vládního sektoru, hrubé tvorby fixního kapitálu, změny stavu zásob a exportu.

Graf II.5 Box
Tempo růstu hrubého provozního přebytku po největších odvětvích

(meziroční tempo růstu v %)

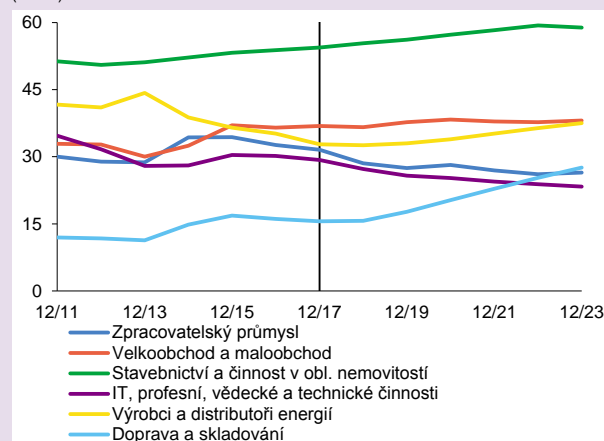


Pramen: ČSÚ, ČNB

Pozn.: Svislá čára odděluje pozorované hodnoty od hodnot prognózovaných. Předpověď pro jednotlivá odvětví vychází z makroekonomické prognózy publikované ve Zprávě o inflaci I/2019. Práh předpovědi odpovídá roku 2017 v souladu s poslední známou input-output tabulkou.

Graf II.6 Box
Vývoj míry zisku po největších odvětvích

(v %)



Pramen: ČSÚ, ČNB

Pozn.: Míra zisku představuje hrubý provozní přebytek k hrubé přidané hodnotě sektoru. Svislá čára odděluje pozorované hodnoty od hodnot prognózovaných. Předpověď pro jednotlivá odvětví vychází z makroekonomické prognózy publikované ve Zprávě o inflaci I/2019. Práh předpovědi odpovídá roku 2017 v souladu s poslední známou input-output tabulkou.

Hlavním rizikem pro sektor nefinančních podniků zůstává vývoj zahraniční poptávky...

Vzhledem k vysoké proexportní orientaci domácí ekonomiky je největším rizikem pro sektor nefinančních podniků propad zahraniční poptávky. Toto riziko se v uplynulém roce zvýšilo v důsledku vyšší míry nejistoty ohledně nárůstu protekcionismu v mezinárodním obchodu, stále neukončených jednání o podobě brexitu (Zpráva o inflaci I/2019, část II.4 a Box) nebo zpomalení globální ekonomiky. Tato nejistota byla do značné míry promítnuta do formulace *Nepříznivého scénáře* (část 2.1). Riziko pro finanční zdraví sektoru nefinančních podniků může rovněž představovat přetrvávající silný růst mzdových nákladů, který by dále tlačil na pokles jejich ziskovosti nebo snižoval jejich konkurenceschopnost v mezinárodním měřítku.

... pro sektor domácností pak pokračování nadměrného optimismu v prostředí příznivých finančních podmínek a vysokého mzdového růstu

V podmínkách déletrvající kombinace nízkých úrokových sazeb a svižného růstu mezd může u domácností vzniknout iluze bezproblémového splácení úvěrů. V důsledku toho zvyšují své zadlužení a svou spotřebu, kterou stále ochotněji financují rovněž na dluh (Graf V.3 a Graf II.14 CB). K materializaci naakumulovaných rizik potom dochází při náhlém zvýšení klient-ských úrokových sazeb, ochlazení tempa růstu mezd¹⁷ a růstu nezaměstnanosti. Za těchto okolností by se část domácností s vysokou mírou zadlužení mohla dostat do finančních potíží a mohla by přestat splácet své závazky (část 4.3). Jedním z projevů dlouhodobě nízkých úrokových sazeb může být také pokles míry úspor (Box 2.3). V případě České republiky se to prozatím nepotvrzuje, neboť po určitém poklesu se míra úspor podle posledních dostupných dat během roku 2018 začala zase zvyšovat (Graf II.8 Box). Pokud by úspory domácností byly umísťovány do aktiv citlivých na vývoj na finančních trzích (Graf II.17 CB), pak by náhlé přecenění těchto aktiv mohlo vyvolat pokles jejich spotřeby a investic a zprostředkovaně také zpomalení ekonomiky a zhoršení kvality úvěrových portfolií.

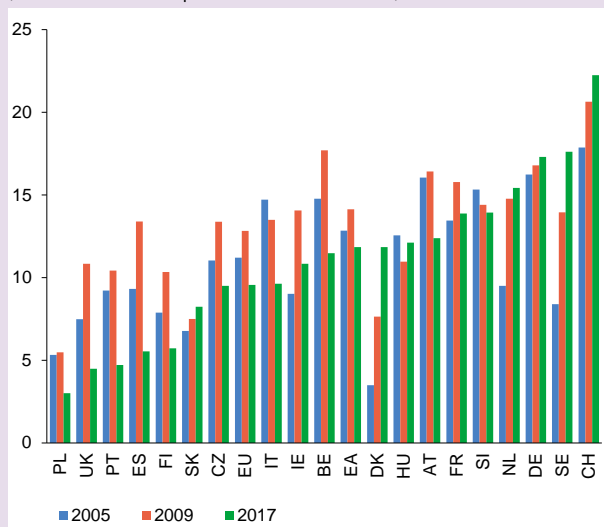
¹⁷ Pevná složka mzdy (základní mzda) je velmi rigidní směrem dolů, nicméně nezanedbatelná část nárůstu mezd je tvořena zvýšením nená-rokové složky mzdy (odměny, bonusy), která může být značně citlivá na změny v hospodářském cyklu. Tato část se může významně snížit a dostat celkové tempo růstu mezd až do záporných hodnot.

BOX 2.3: CHOVÁNÍ ÚSPOR A INVESTIC DOMÁCNOSTÍ V PRŮBĚHU CYKLU

Míra úspor a míra investic domácností patří mezi užitečné indikátory pozice ekonomiky v hospodářském a finančním cyklu. Hrubá míra úspor z disponibilního důchodu¹⁸ českých domácností (část jejich disponibilního příjmu, která není využita na spotřebu) není z dlouhodobého pohledu ve srovnání s jinými evropskými zeměmi nízká a je zároveň dosti stabilní (Graf II.7 Box a Graf II.8 Box).¹⁹ Data z posledních dvou dekad také naznačují, že české domácnosti se z hlediska míry úspor chovají spíše procyklicky a nevyhlazují spotřebu změnami úspor. Jinými slovy v dobrých časech nespoří více na to, aby v horších dobách udržely svoji míru spotřeby. Důvodem je, že v chování domácností může hrát silnou roli opatrnostní motiv. S příchodem recese nebo zvýšené ekonomické nejistoty raději omezí svou spotřebu a snaží se více spořit za účelem vytvoření rezerv. S nástupem globální finanční krize v roce 2009 podobně reagovaly domácnosti ve většině zemí EU (Graf II.7 Box). Podobnost reakce je pravděpodobně dána výjimečnou intenzitou šoku, kterému byly ekonomiky v té době vystaveny. S odeznáním krize se míra úspor ve většině zemí opět snížila, ovšem mezi jednotlivými zeměmi vznikly velké rozdíly. Ty nejsou ničím neobvyklým, neboť míra úspor se obecně mezi různými zeměmi liší vlivem institucionálních, demografických a socioekonomických rozdílů.

Graf II.7 Box**Hrubá míra úspor domácností v zemích EU**

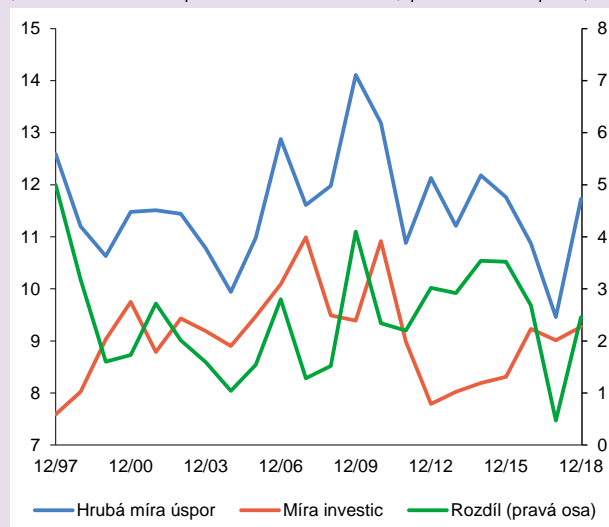
(v % hrubého disponibilního důchodu)



Pramen: Eurostat

Graf II.8 Box**Hrubá míra úspor a investic domácností v ČR**

(v % hrubého disponibilního důchodu; pravá osa: v p. b.)



Pramen: ČSÚ

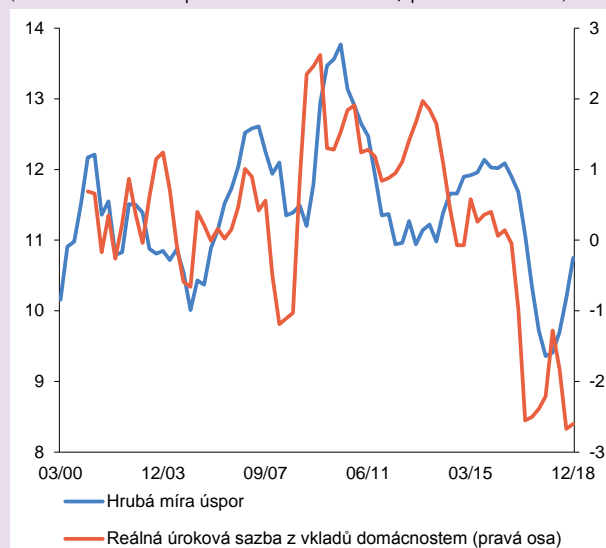
18 V národním účetnictví je pojem úspory chápán jako rozdíl mezi příjmem a spotřebními výdaji v určitém období (toková veličina). Liší se tak od běžně chápaného termínu úspory ve smyslu akumulované zásoby finančních aktiv (stavová veličina), které jsou v národním účetnictví označovány jako finanční bohatství. Box se věnuje úsporám měřeným v tokovém vyjádření.

19 Hrubou míru úspor a investic je nezbytné interpretovat se značnou mírou opatrnosti, neboť míra úspor je získávána nepřímo a může podléhat významným revizím. Mezinárodní srovnatelnost obou ukazatelů může být omezena např. vlivem rozdílů v metodice nebo v penzijních systémech.

Podle převládajících teoretických přístupů mohou být vysvětlením poklesu míry úspor domácností v řadě evropských zemí v posledních letech nízké nominální a reálné úrokové sazby z produktů, do nichž jsou úspory umísťovány. Tyto přístupy předpokládají, že změny (reálných) úrokových sazeb ovlivňují rozhodování domácností skrze substituční efekt vlivem pozitivní časové preference. V reakci na pokles úrokových sazeb dochází k tzv. mezičasové substituci, kdy domácnosti upřednostňují současnou spotřebu před budoucí (tj. zvyšují současnou spotřebu a snižují současnou míru úspor). Důvodem pro takové chování jsou klesající náklady obětovaných příležitostí ve formě ušlého úroku. Jestliže je úrok za odložení spotřeby do budoucna příliš nízký, spotřebitelé budou raději zvyšovat současnou spotřebu a snižovat úspory. V ČR existuje mezi mírou hrubých úspor a reálnou úrokovou sazbou poměrně silná korelace svědčící o existenci substitučního efektu (Graf II.9 Box).

Graf II.9 Box

Hrubá míra úspor domácností a reálná úroková sazba
(v % hrubého disponibilního důchodu; pravá osa: v %)



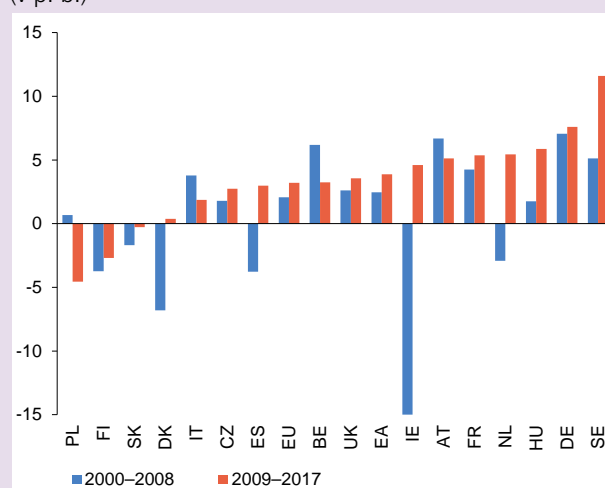
Pramen: ČSÚ, ČNB

Pozn.: Reálná úroková sazba je vypočítána jako rozdíl průměrné úrokové sazby z vkladů celkem a jádrové inflace.

Graf II.10 Box

Rozdíl mezi hrubými měrami úspor a investic domácností v předkrizové a pokrizové dekádě

(v p. b.)



Pramen: Eurostat

Pozn.: Míra úspor a investic je počítána v % hrubého disponibilního důchodu.

Výsledky empirických studií ohledně vztahu míry úspor a úrokových sazeb však jednoznačnou vazbu ve všech zemích nepotvrzují. Je to dáno tím, že reakci míry úspor na změnu úrokových sazeb ovlivňuje i důchodový efekt. Ten popisuje situaci, při níž pokles úrokových sazeb vede k růstu míry úspor. Domácnosti očekávají nižší budoucí důchod ze svých aktiv a snaží se spořit více, aby zamýšlenou budoucí úroveň důchodu z aktiv „dohnaly“. Jinými slovy, jedinci se snaží dosáhnout určité výši úspor při nižších úrokových sazbách, aby si zachovali v budoucnu požadovanou životní úroveň. Výsledný souhrnný dopad změn úrokových sazeb (úroková elasticita míry úspor) tak závisí na tom, zda převáží substituční, nebo důchodový efekt.

Většina empirických studií se přiklání k dominanci substitučního efektu, což platí obzvláště pro vyspělé ekonomiky.²⁰ Lze předpokládat, že tomu tak je i v „kulturním prostředí“, ve kterém se nachází ČR. Některé studie zároveň poukazují na to, že důchodový efekt může být silný či dokonce převažovat v zemích s demograficky nerovnoměrně rozděleným obyvatelstvem, se skupným sociálním systémem, značně nestálou ekonomickou aktivitou nebo nedůvěryhodným penzijním systémem.

Pokles míry úspor v řadě zemí v posledních letech je z dlouhodobého hlediska možno považovat za rizikový. Úspory domácností jsou jedním z hlavních zdrojů financování investic v reálné ekonomice, které jsou jedním z klíčových faktorů hospodářského růstu. Obecně platí, že domácnosti vedle svého bohatství používají převážnou část svých úspor k nákupu a udržování vlastního bydlení. Zejména pokud ceny bydlení rostou rychleji než příjmy domácností, může se stát, že v určitém období míra investic sektoru domácností převyšuje jeho míru úspor. V takovém případě čerpají domácnosti akumulované úspory z minulosti, využívají úspory jiných sektorů nebo zahraniční zdroje. V případě českých domácností k tomu dosud nedošlo (Graf II.8 Box), i když v roce 2017²¹ byl rozdíl mezi oběma veličinami téměř nulový. Podobná situace panuje ve většině zemí EU (Graf II.10 Box). Za pozornost stojí negativní rozdíly v některých zemích (DK, ES, IE, NL) v předkrizové dekádě, které byly v letech po krizi zcela eliminovány. Není náhodou, že jde o země, u kterých v letech před krizí došlo k výraznému nárůstu zadlužení domácností na pozadí výrazného zvyšování cen bydlení. V případech, kdy domácnosti investují ve velkém rozsahu do „předražených“ nemovitostí, může docházet k neefektivnímu využívání úspor. To se pak zpravidla odrazí v prudkých výkyvech makroekonomické dynamiky i ve strukturálních distorzích v daných ekonomikách. Správně prováděná makroobezřetnostní politika napomáhá tomu, aby takové epizody nenabývaly neadekvátních rozměrů.

Přijímání úvěrů nefinančními podniky v roce 2018 zrychlilo a jejich zadluženost k hrubému provoznímu přebytku rostla...

Meziroční tempo růstu bankovních úvěrů nefinančním podnikům v březnu 2019 dosáhlo 6,2 % (Graf V.3) a v kontextu posledních 10 let zůstávalo nadprůměrné (Graf V.4). Stejným tempem rostlo financování ze strany nebankovních poskytovatelů financování aktiv, mírně slabší tempo růstu zaznamenal objem emitovaných dluhopisů (ve čtvrtém čtvrtletí 2018 meziročně o 4,4 %). Tempo růstu bankovních úvěrů nefinančním podnikům v cizích měnách přes přechodný pokles zůstává dlouhodobě vyšší než u celkových úvěrů. V souladu s tím se zvýšil podíl úvěrů v cizích měnách o 2,3 p. b. na úroveň 31,6 % bankovních úvěrů poskytnutých tomuto sektoru (Graf II.22). V souladu s pozorovaným vývojem úvěrové dynamiky se celková zadluženost²² nefinančních podniků vůči hrubému provoznímu přebytku zvýšila na 218 %. Zůstává však druhá nejnižší ze zemí OECD. *Základní scénář* předpokládá, že tempo růstu stavu úvěrů mírně zvolní a bude se pohybovat okolo 4 % (Graf II.23). Při naplnění *Nepříznivého scénáře* projde ekonomika silnou úvěrovou kontrakcí a tempo růstu úvěrů nefinančním podnikům se rychle propadne do záporných hodnot. Meziroční tempo růstu nových korunových bankovních úvěrů v sektoru nefinančních podniků během roku silně kolísalo (Graf II.24), nicméně celkový objem nově poskytnutých korunových úvěrů za uplynulých 12 měsíců v porovnání s předcházejícími 12 měsíci vzrostl k březnu 2019 o solidních 8,1 %.

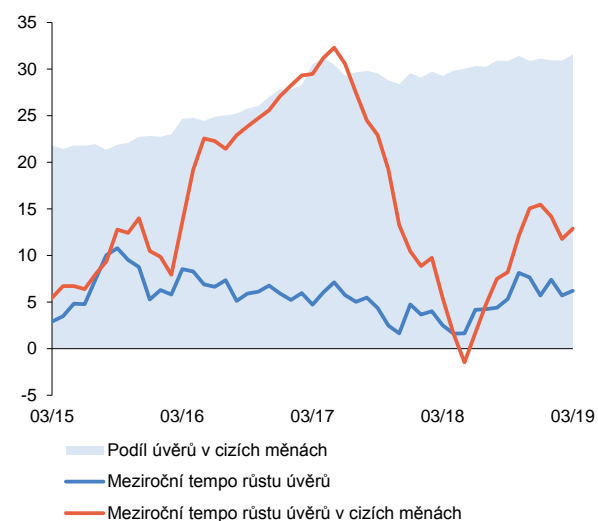
20 Aizenman, J. Cheung, Yin-Wong and Hiro Ito (2016): *The Interest Rate Effect on Private Saving: Alternative Perspectives*. NBER Working Paper, No. 22872. Lehrer, E. and Bar Light (2018): *The effect of interest rates on consumptions in an income fluctuation problem*. Journal of Economic Dynamics and Control, vol. 94, s. 63–71.

21 Poslední dostupné údaje jsou za rok 2017.

22 V celkové zadluženosti jsou uvažovány bankovní úvěry, dluhopisy, půjčky od nebankovních poskytovatelů a vnitropodnikové půjčky.

Graf II.22
Vybrané charakteristiky úvěrů v cizích měnách v sektoru nefinančních podniků

(v %)

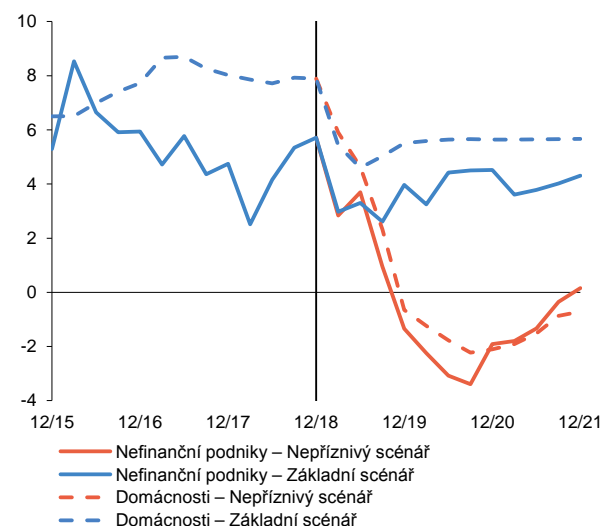


Pramen: ČNB

Pozn.: Úvěry v cizích měnách jsou vyhlazeny 3měsíčním klouzavým průměrem.

Graf II.23
Meziroční tempa růstu bankovních úvěrů domácnostem a nefinančním podnikům

(v %)



Pramen: ČNB

... objem úvěrů čerpaný sektorem domácností zůstal na zvýšené úrovni

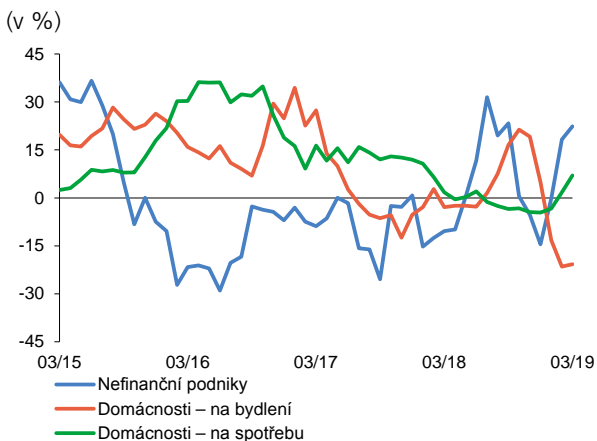
V březnu 2019 se snížilo tempo růstu objemu úvěrů na bydlení meziročně o 0,7 p. b. na 8,0 %, u úvěrů domácnostem na spotřebu naopak meziročně vzrostlo o 1,6 p. b. na 6,2 % (Graf V.3). I přes mírné zvolnění zůstává tempo růstu stavu úvěrů na bydlení vysoké a přispívá k vysokému růstu cen rezidenčních nemovitostí (části 2.1 a 5.3.1). Vedle optimistických očekávání (Graf II.14 CB) byla úvěrová aktivita domácností podpořena i přetrvávajícími nízkými úrokovými sazbami z úvěrů, do kterých se zatím zpřísnění měnové politiky v roce 2018 promítlo jen zčásti (Graf II.7 a část 2.1). Při zohlednění mzdového růstu zůstávají vnímané reálné náklady úvěrů na bydlení vysoce záporné. Tempo růstu nových bankovních úvěrů domácnostem na bydlení vykazovalo vysokou volatilitu (část 5.3.1). Celkový objem poskytnutých úvěrů za uplynulých 12 měsíců se v březnu 2019 v porovnání s předcházejícími 12 měsíci dále nezvyšoval, ale ve srovnání s historickými hodnotami stále dosahuje nadprůměrných úrovní (Graf II.24). V *Základním scénáři* tempo růstu úvěrů domácnostem poklesne v roce 2019 na 5,5 % a v dalších letech zůstává stabilní (Graf II.23). V *Nepříznivém scénáři* tempo růstu úvěrů naopak rychle poklesne.

Zadluženost domácností ve vztahu k disponibilním příjmům stagnovala

Míra zadluženosti domácností ve vztahu k příjmům v roce 2018 stagnovala na úrovni 60,8 % (Graf II.25). V evropském kontextu dosahuje stále poměrně nízkých hodnot a v současnosti nepředstavuje bezprostřední zdroj systémového rizika. Tempo růstu disponibilních důchodů pozorované v roce 2017 a 2018 však pravděpodobně není dlouhodobě udržitelné. Míra zadluženosti by se tak mohla začít za předpokladu návratu příjmové dynamiky k nižším úrovním a zachování stávající úvěrové dynamiky výrazněji zvyšovat.

Graf II.24

Meziroční tempa růstu nových korunových úvěrů soukromému nefinančnímu sektoru



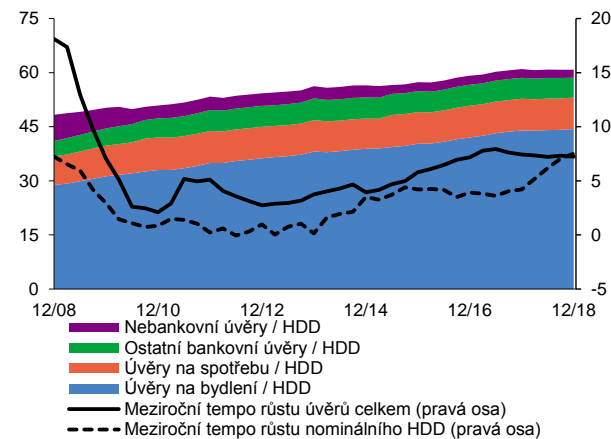
Pramen: ČNB

Pozn.: Domácnosti zahrnují i data za neziskové instituce sloužící domácnostem. Meziroční tempa růstu jsou vyhlazena 3měsíčním klouzavým průměrem.

Graf II.25

Ukazatele zadluženosti a příjmů domácností

(v %; pravá osa: meziročně v %)



Pramen: ČNB, ČSÚ

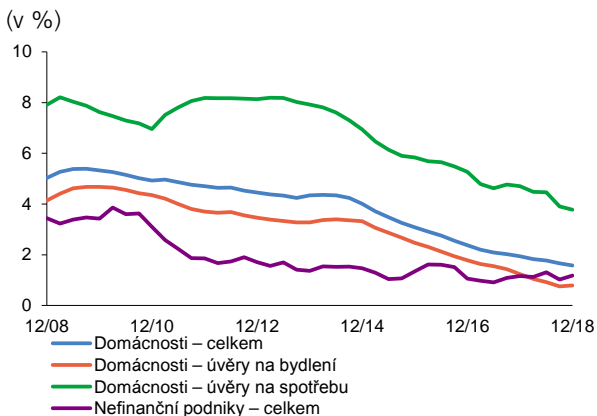
Pozn.: Nebankovní úvěry představují úvěry poskytnuté ostatními finančními institucemi. HDD = hrubý disponibilní důchod. Sektor domácností zahrnuje rovněž údaje za neziskové instituce sloužící domácnostem.

Úvěrové riziko pokračovalo v trendovém poklesu

Úvěrové riziko v sektoru nefinančních podniků měřené ukazatelem 12měsíční míry selhání v roce 2018 kolísalo mezi hodnotami 1 až 1,5 % a pravděpodobně již dosáhlo svého cyklického dna (Graf II.26). V sektoru domácností bylo možné pozorovat pokles úvěrového rizika, za čímž stál pozitivní vývoj příjmů a aktuálně nízké náklady na obsluhu dluhu. Výrazné snížení úvěrového rizika v obou sektorech je již v nejbližších letech málo pravděpodobné. *Základní scénář* očekává u podniků i domácností jen velmi pozvolné snižování 12měsíční míry selhání. V případě naplnění *Nepříznivého scénáře* by došlo ke značnému nárůstu úvěrového rizika v prvních dvou letech, a to až k hranici 5 %. Následně by ukazatel míry selhání stagnoval na zvýšených úrovních či začal pozvolně klesat (Graf II.27). Podíl nevykonných úvěrů, který měří rozsah materializace v minulosti přijatých rizik, se vyvíjel v souladu s úvěrovým rizikem: v případě nefinančních podniků stagnoval, zatímco v sektoru domácností mírně klesal (Graf II.19 CB). Tento pokles byl zapříčiněn nejen pozitivním ekonomickým vývojem, ale také silnou úvěrovou dynamikou, která přispěla k nárůstu jmenovatele ukazatele.

Graf II.26

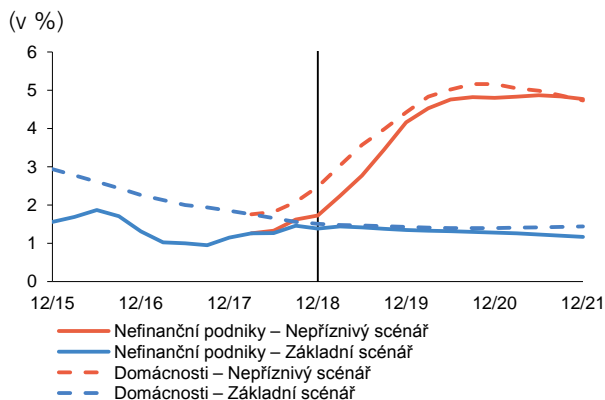
12M míra selhání v soukromém nefinančním sektoru



Pramen: ČNB, BRKI

Graf II.27

Vývoj 12M míry selhání bankovních úvěrů domácnostem a nefinančním podnikům



Pramen: ČNB